



钢研高纳 (300034):

新产品快速增长 募投项目整体推进良好

高端装备制造-军工

维持评级: 增持

分析师

马金良

证书编号: S0350510120001

联系人

徐志国

邮件: xuzg@ghzq.com.cn

电话: 0755-83706130

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

 是
 否

相对沪深300表现



市场数据 2011.9.13

当前价格 (元)	17.10
52周价格区间 (元)	13.98-36.88
总市值 (百万)	3625.00
流通市值 (百万)	1698.72
总股本 (万股)	21198.82
流通股 (万股)	9934.02
日均成交额 (百万)	29.29
近一月换手 (%)	43.41

财务数据 FYE

毛利率	25.97
净利率	17.55
净资产收益率	3.37
总资产收益率	3.23
资产负债率	3.18
现金分红收益率	0.00
市盈率	62.81
市净率	4.19

事件

一、主营业务继续保持快速稳定发展

公司2011年中报显示,公司营业总收入1.644亿元,较去年同期增加19.86%,归属母公司所有者净利润为2885.81万元,较去年同期增加48.56%。每股EPS为0.136元,继续保持较快增长。

二、公司实地调研,了解公司生产经营状况与募投项目进展情况

点评

主营业务继续保持较快增长,变形高温合金钢增速加快

公司2011年中报显示,公司营业总收入1.644亿元,较去年同期增加19.86%,归属母公司所有者净利润为2885.81万元,较去年同期增加48.56%,每股EPS为0.136元,净利润增幅大于营收增幅的主要原因是利息收入大幅增加所致,由去年同期325.0万元增加到今年同期的1146.5万元。经测算公司2006-2010年营业收入年复合增长率为16.6%,2009-2011半年报营业收入年复合增长率19.22%,由此可以看出,公司今年上半年的主营业务继续保持较快增长,增速略有提高。

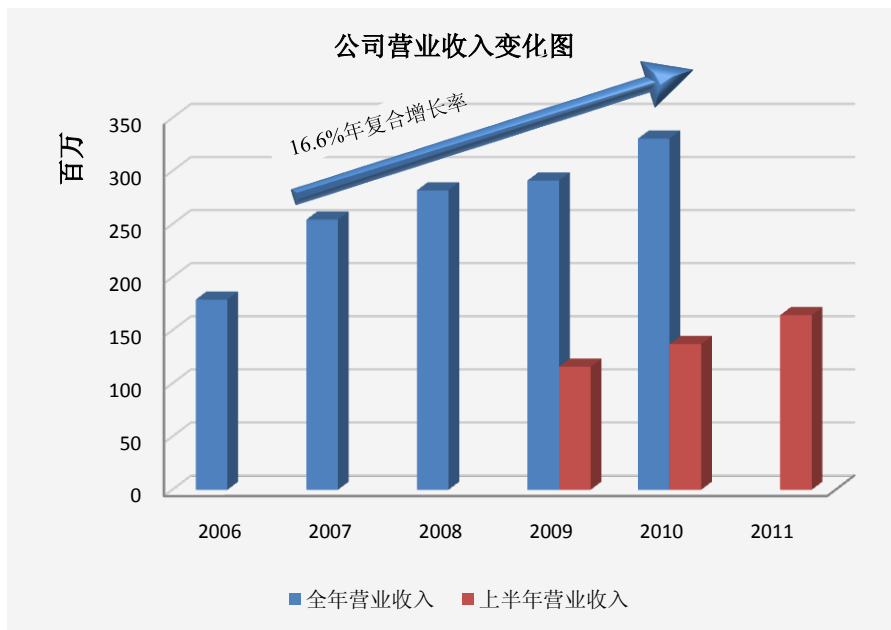


图 1 2006 ~ 2011 年公司营业收入变化图

表 1: 2007 年-2011 年中报三种主营产品增速变化表

营业收入增速	2007 年报	2008 年报	2009 年报	2010 中报	2010 年报	2011 中报
变形高温合金制品 (%)	115.71	-10.52	1.22	12.77	18.10	34.72
铸造高温合金制品 (%)	9.95	28.10	3.94	11.50	6.00	8.81
新型高温合金材料及制品 (%)	60.37	9.21	5.36	68.57	34.81	15.90

资料来源: 公司公告, 国海证券

高温合金钢指在 650℃ 以上温度下具有一定力学性能和抗氧化、耐腐蚀性能的合金。目前多是镍基、铁基、钴基高温合金的统称。

高温合金钢按基体元素可分为铁基高温合金、镍基高温合金和钴基高温合金。按制备工艺可分为变形高温合金、铸造高温合金和粉末冶金高温合金。按强化方式有固溶强化型、沉淀强化型、氧化物弥散强化型和纤维强化型等。高温合金主要用于制造航空、船舶和工业用燃气轮机的涡轮叶片、导向叶片、涡轮盘、高压压气机盘和燃烧室等高温部件, 还用于制造火箭, 载人飞船、火箭发动机、核反应堆、石油化工设备以及汽车发动机高温部件。

高温合金材料目前还没有相应的产业协会, 没有专门的机构对行业情况进行统计, 而且由于航空航天产业的保密性要求, 国内有关高温合金钢在航空航天领域的整体应用情况的数据没有完全对外公开。根据中国金属学会高温材料分会对高温合金钢行业的研究和业内相关企业的调查结果, 公司主要产品的市场占有率情况归结如下:

表2 公司主要产品及其市场占有率

产品系列	产品	市场占有率情况
铸造高温合金制品	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%
	精铸件	航天发动机精铸件市场占有率>90%
变形高温合金制品	板材、棒材、涡轮盘等	特种板材、棒材和涡轮盘等市场占有率>30%
	汽轮机叶片防护片	市场占有率 100%
新型高温合金	粉末高温合金、ODS 合金等	ODS 合金市场占有率100%, 粉末高温合金市场占有率 60%

数据来源: 中国金属学会高温材料分会, 公司招股说明书

目前公司的主要产品按照制备工艺分三大类：

■第一类是铸造高温合金制品，今年上半年完成营收 6826.9 万元，占全公司营业总收入的 41.52%，毛利率为 27.01%，该业务曾是公司第一大业务，2006-2010 年复合增长率为 11.6%，今年上半年同比增长 8.81%，由此可以看出，**此类产品的增速呈现小幅回落趋势，总体保持稳定增长。**

铸造高温合金系列产品曾在公司主营构成中占有较大比重。目前铸造高温合金领域现有的市场需求较为稳定，已进入成熟期。公司在铸造高温合金领域，不仅保持了现有产品的市场占有率，并且还进一步增加了高温合金精铸件的产品比例。在新产品研发上，公司跟踪航空航天领域发展动向，及时开发适合新型发动机需求的高温合金和精铸件产品。同时，公司将努力开拓航空航天领域以外用途的市场，进一步提高现有铸造高温合金的产能。目前，公司铸造高温合金产能已经饱和，募投项目在 2011 年后将增加新的真空熔炼装备等，以满足产能扩大的需要。目前产能的 50% 左右主要用于航空航天发动机制造企业的需求，另外 50% 左右用于民用产品。

由表 1、图 2 和公司公告可以看出近五年铸造高温合金钢销售总体逐级攀升，占公司营收比例呈缓慢震荡下降趋势，公司铸造高温合金钢的设计产能为 920 吨/年，目前的实际产能约为 1300~1400 吨/年，**产能瓶颈制约了公司铸造高温合金钢进一步增长。**

■第二类是变形高温合金制品，今年上半年完成营收 7077.4 万元，占全公司营业总收入的 43.04%，毛利率为 22.08%，该业务曾是公司第二大业务，今年上半年变为公司第一大业务。2006-2010 年复合增长率为 12.16%，今年上半年同比增长 34.72%，由表 1、图 3、4 可以看出上半年**变形高温合金钢的增速呈现加速增长态势，新产品的量产促进了该类产品的快速增长。**

变形高温合金钢是可以进行热、冷变形加工，具有良好的力学性能和综合的强、韧性指标，具有较高的抗氧化、抗腐蚀性能的一种高温合金。

公司变形高温合金系列产品主要是 GH4169 合金板材、棒材和涡轮盘等产品和司太立合金制品。涡轮盘是发动机中的盘状部件，是涡轮的主要组成部分，位于燃烧室出口处，是压气机动力产生装置，通过压缩空气、油气混合、高温燃烧等，获得高温高压燃气，使飞行器获得足够的前进动力。涡轮盘是涡轮发动机的核心部件，需要承受高温、高压、高转速和高应力，高温合金钢性能直接决定涡轮前总温和发动机推力性能，是发动机核心材料。近几年由于国内自主研发先进航空发动机量产、国产发电设备用的涡轮盘的需求和新一代发电装备燃气轮机（也可作舰船动力）量产的拉动，带动了公司变形高温合金钢制品的快速增加。公司 GH4169 合金板材、丝材、带材和管材由于技术含量高、市场控制力强。公司的核心竞争优势主要是在对 GH4169 合金生产技术的掌握、生产过程的控制、力学性能的研究、组织控制等方面。

公司的司太立合金制品主要是汽轮机叶片防护片和粘胶短纤维用切断刀。主要为进口替代产品，公司的优势是：产品质量高于国外同类产品，同时价格只是进口产品的三分之二左右，该产品具有较高的技术含量，市场进入技术壁垒高，目前国内无竞争对手。汽轮机叶片防护片主要面向上海电气、哈尔滨汽轮机厂等发电设备制造商销售，目前公司为国内汽轮机叶片防护片独家供应商，尚无竞争对手。

目前国内从事变形高温合金系列产品的厂家分为两类，一类是抚顺特钢、上海五钢、长城特钢等大型钢铁企业，生产批量较大的合金板材、棒材和锻件。公司主要以生产一些技术含量高、结构复杂的板材、棒材、丝材、带材、管材和锻件等产品上，公司具备较高的技术研发和加工能力，公司产品定位和特钢厂不同，竞争关系较小。

由表 1、图 2 可以看出变形高温合金钢占公司营收比例呈缓慢震荡上升趋势，原因是新产品的量产增加了该产品的产量，该产品毛利率低于另外两种产品的原因是该产品的外协生产较多，影响了毛利率的提高，随着未来该产品外协生产进一步的减少，毛利率有进一步提高的潜力。

■第三类是新型高温合金钢材料及制品，今年上半年完成营收 2537.9 万元，占全公司营业总收入的 15.43%，毛利率为 31.99%。新型高温合金的科技含量最大，平均价格最高，毛利率也最高。2006-2010 年复合增长率为 25.59%，今年上半年同比增长 15.9%，如表 1、图 4 所示。**新型高温合金钢的增速较快，该材料未来市场空间很大，公司拥有该领域核心技术，未来前景十分广阔。**

公司的新型高温合金钢材料及其制品是指粉末高温合金、ODS 合金、钛-铝系金属间化合物、高温金属基固体润滑材料等。

粉末高温合金是指采用雾化高温合金粉末,经热等静压或热等静压加锻造成型的生产工艺制造出高温合金产品,粉末冶金高温合金通常按合金强化方式分为弥散强化型和沉淀强化型两类。弥散强化型高温合金是用惰性氧化物来强化的,这种氧化物的物理和化学性能高度稳定,在一般沉淀强化相软化、聚集甚至溶解的温度下,仍保持相当高的强化效果。由于这种惰性氧化物必须弥散均匀分布才有强化效果,且它与基体合金比重相差悬殊,无法用常规的熔炼工艺来生产,而只能采用粉末冶金方法。公司在国内最早从事粉末高温合金制品研发和生产,并已具备生产粉末涡轮盘和挡板的能力,北京航空材料研究院也于近年来发展粉末高温合金产品,并已具备一定的生产能力,是公司的主要竞争对手。除此外国内无其它企业具备粉末高温合金产品的规模化生产能力,公司目前约占国内60%的市场份额。

ODS合金是氧化物弥散强化合金。该合金是采用独特的机械合金化(MA)工艺,使高温下超稳定的超细(小于50nm)氧化物弥散强化相均匀地分散于合金基体中,而形成的一种特殊的高温合金。其合金强度在接近合金本身熔点的条件下仍可维持,具有优良的高温蠕变性能、优越的高温抗氧化性能、抗碳、硫腐蚀性能。ODS高温合金使用温度范围在1000~1350℃,可用于制造航空航天发动机关键部件,如航空发动机的燃烧室壳体、复合层板、导向器叶片和一些环件,也可用于制造火力发电系统、煤气化炉、工业燃气轮机、工业加热炉、汽车柴油发动机、核反应堆等方面的关键材料。ODS合金生产技术难度大,工艺流程复杂,目前属于国外对中国的封锁技术。公司凭借多年的研发积累和先进的工艺,是国内唯一可以生产该种材料的厂商,生产的ODS合金现全部用于航空航天领域,有较强的议价能力,产品毛利率较高。

高温金属基自润滑材料、高温固体自润滑材料是指以金属镍为基本单元,加入固体润滑剂和一些附加组元,通过一定的工艺制备而成的具有一定强度和自润滑性能的复合材料。它兼有基体组元的机械性能和固体润滑剂的摩擦学特性,综合性能优异,可解决一些特殊工况环境,如高温、高真空等条件下的润滑难题。公司目前的高温金属基自润滑材料主要用于生产高温自润滑轴承,主要用于替代含油轴承、镶嵌式固体自润滑轴承、双金属轴瓦及铸钢固体润滑轴承(包括铸钢表面硫化处理轴承)在冶金设备上的应用,该高温自润滑轴承具有强度高、承载能力大、润滑效果好、结构设计合理、噪音小、使用寿命长等优点,它很好地解决了其他几类轴承在高温、重载、大冲击力冶金设备上使用时出现的强度低、承载力小、润滑效果不稳定、损坏设备及使用寿命短等问题。公司于2009年前分别与上海宝钢、邯钢钢铁公司、本溪钢铁公司、济南钢铁公司、长治钢铁公司、承德建龙钢铁公司等就高温自润滑轴承签订了试用及使用协议,并与本溪钢铁公司、长治钢铁公司、承德建龙钢铁公司等签订了销售合同,目前已实现小规模试生产,工艺水平也在进一步改进提高,目前该产品的市场推广遇到非市场问题影响,老产品短期难以退出市场,新产品应用未全面提速,募投项目的建设已经启动,未来会随着市场推广的进一步打开而提高产量,润滑材料是“十二五”期间最有增长潜力的材料子行业,国内市场刚刚起步,未来增长潜力巨大。

钛-铝系金属间化合物是目前国内外重点研究开发的低密度高温合金材料。这类材料因其晶体结构上原子的长程有序排列而兼有金属材料的塑性特点和陶瓷材料的高温强度特点,钛-铝系金属间化合物的密度约为3.8克/CM³,其密度明显低于传统的高温合金的8~9克/CM³。这类材料将主要用于制作各类先进飞行器动力推进系统的构件,满足先进动力系统及飞行器整体结构重量轻、提高飞行器整体性能的迫切要求,有效提升各类飞行器的动力性能,进而带动航空、航天、兵器、汽车等工业的进步与发展。公司的钛-铝系金属间化合物生产技术在国内处于领先地位,目前处于市场培育和小批量生产阶段。公司钛-铝金属间化合物的主要产品有:钛-铝合金精铸件、Ti₃Al和Ti₂AlNb合金的环、板、棒、饼材等型材,钛-铝间化合物拟用于生产新一代更高性能的增压器涡轮。公司正在运用募集资金投资建设生产线,预计2011年底完成生产线的建设,2012年逐步实现该产品的规模化生产。

综合以上分析,公司目前经营情况良好,营收继续保持较快增长态势,今年上半年增速略有提高,变形高温合金钢增速加快,随着变形高温合金钢和新型高温合金钢为代表的新产品产能的进一步释放,公司未来还有较大发展空间。

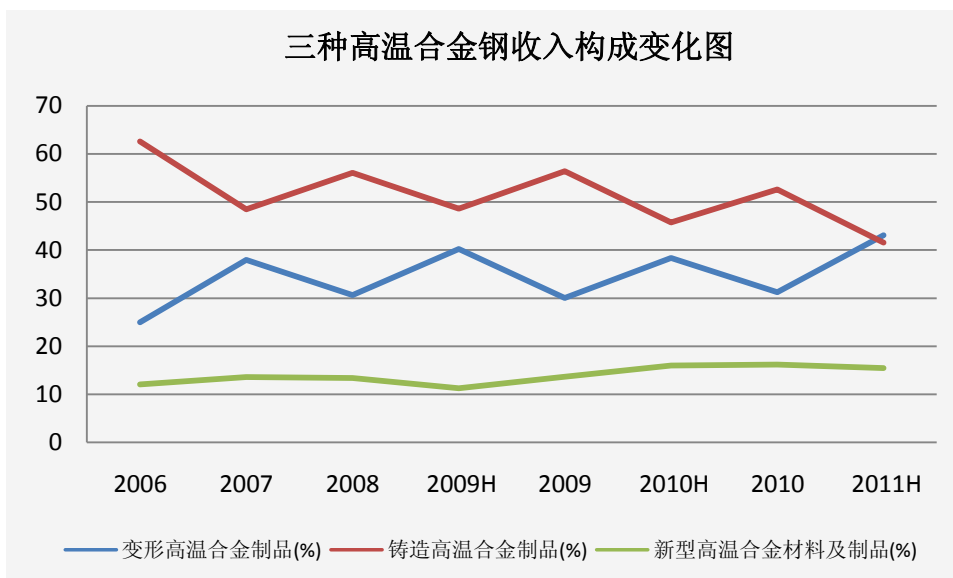


图 2 2006 ~ 2011H 公司三种高温合金钢收入构成变化图

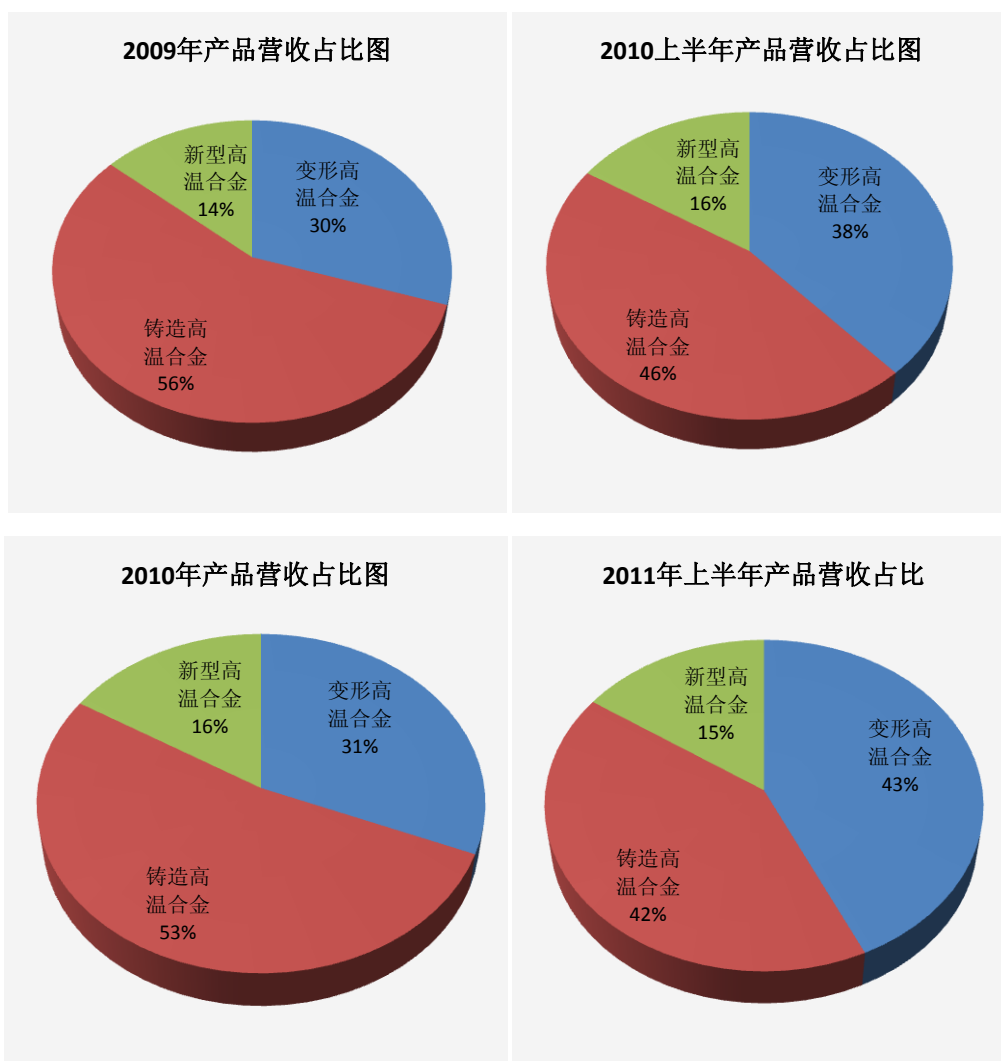


图 3 2009-2011H 产品营收比例对比图

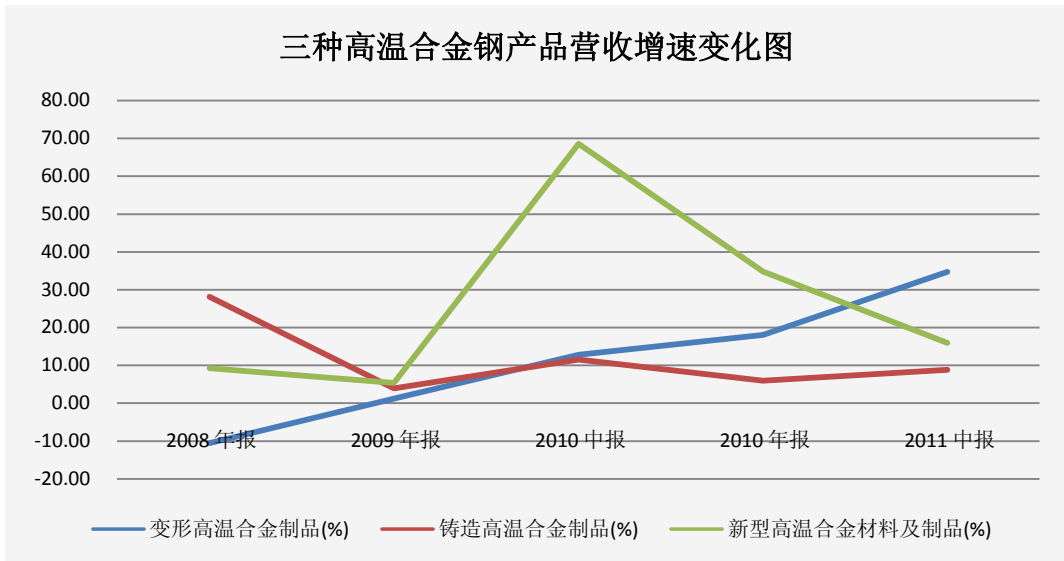


图 4 三种高温合金钢产品营收增速变化图

公司盈利能力影响因素分析

公司作为一个生产高温合金钢材料及其产品的企业，公司利润主要受到产品价格和营业成本影响，产品价格直接影响到营业收入，营业成本主要受到原材料价格波动影响，以下分别对营业收入、营业成本、营业成本与营业收入对公司纯利润的二元影响加以分析。

(1) 营业收入敏感性分析

公司主营产品技术含量高，有较高的市场占有率，有较强的价格议价能力，营业收入变化对公司利润有较大影响，现假设营业收入分别提高1%、3%、5%和降低1%、3%、5%，以测算对净利润的影响，影响的量化分析如下所示。

营业收入敏感性分析假设条件：

- 所得税假设：13.7%（根据 2010 年报数据假设），对不同年份的误差影响通过表 3 计算的净利润误差加以修正。
- 营业收入全部由产品销售提供，暂不考虑募集资金银行利息等因素。
- 产品 100%销率。
- 营业成本不随营业收入的变化而变化。

■ 所得税假设带来的净利润误差计算：

13.7%的所得税假设是根据 2010 年年报数据假设所得，公司在不同年份、不同子公司、不同产品的税率均有所不同，故每年的综合所得税均有所不同，固定的所得税假设应用在不同年份上会带来假设误差，产生的净利润误差可以根据当年的净利润真值与使用固定所得税估算的净利润的差值计算，如表 3 所示，并在后续的净利润计算中使用该净利润误差进行修正。

表 3 所得税假设产生的净利润误差的影响分析

报告期	利润总额(元)	所得税(元)	净利润(元)	净利润误差(%)
2011H	33,950,715.58	4651248	29,299,467.545	1.53
2010	53,831,027.69	7374851	46,456,176.89	0.02
2009	44,505,603.53	6097268	38,408,335.84	0.90

表 4 营业收入变化引起的净利润变化表 (%)

营收变化量 报告期	-5%	-3%	-1%	0%	1%	3%	5%
2011H	-24.66	-14.83	-4.99	0.00	4.84	14.68	24.51
2010	-34.32	-22.04	-9.75	0.00	2.54	14.83	27.11
2009	-37.66	-24.46	-11.25	0.00	1.95	15.15	28.36

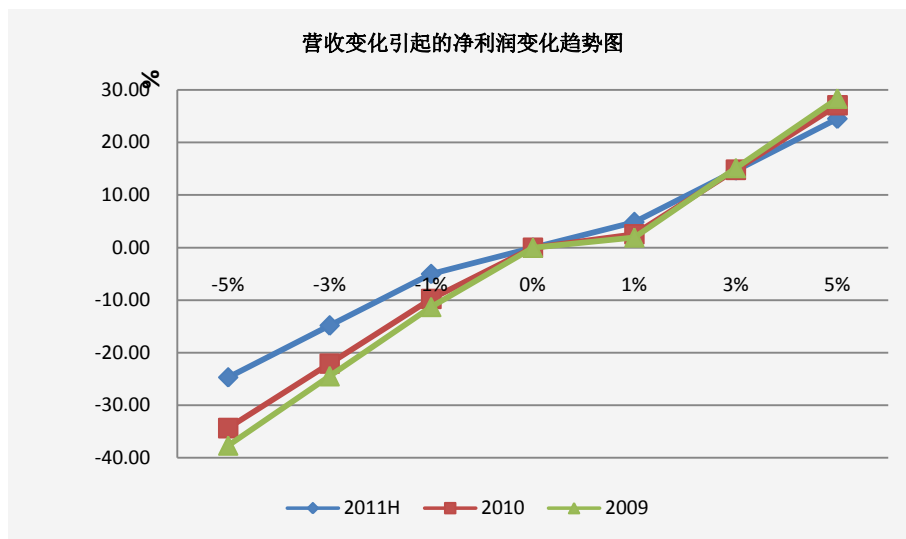


图 5 营业收入变化引起的净利润变化趋势图

由表 4、图 5 可以看出，营业收入小幅增长时，净利润小幅增长，增幅略大于营业收入的增幅，当营业收入增幅加大时，净利润呈现加速增长趋势，产生原因是营业成本不变，营业收入的增加会明显提升净利润的增幅。同理，净利润也随着营业收入下降呈现加速下滑趋势，营收变化对净利润的影响在不同年份也有所不同，对 2011H 影响最小，对 2009 年影响最大，产生的原因是营业成本占营业收入的比例不同，比例越大，影响越大，2011H 占比约为 79%，2009 年的占比约为 85.4%。净利润变动量随营收变动量如表 4 所示。

(2) 营业成本敏感性分析

公司营业总成本占营业收入比重较高，2011年上半年为79.36%、2010年约为84.3%、2009年为85.42%，营业成本的变化对于当期的净利润有重要影响。现假设营业总成本分别提高1%、3%、5%或降低1%、3%、5%，以测算对净利润的影响，具体量化分析和结果如下所示。

营业成本敏感性分析假设条件：

- 所得税假设：13.7%（根据 2010 年报数据假设），对不同年份的误差影响通过表 3 计算的净利润误差加以修正。
- 营业收入全部由产品销售提供，暂不考虑募集资金银行利息等因素。
- 产品 100%销率。
- 营业收入不随营业成本的变化而变化。

表 5 营业成本变化对净利润影响表 (%)

成本变化量 报告期	-5%	-3%	-1%	0%	1%	3%	5%
2011H	19.44	11.63	3.83	0.00	-3.98	-11.78	-19.59
2010	22.29	11.93	1.58	0.00	-8.78	-19.14	-29.50
2009	23.54	12.27	0.99	0.00	-10.29	-21.57	-32.85

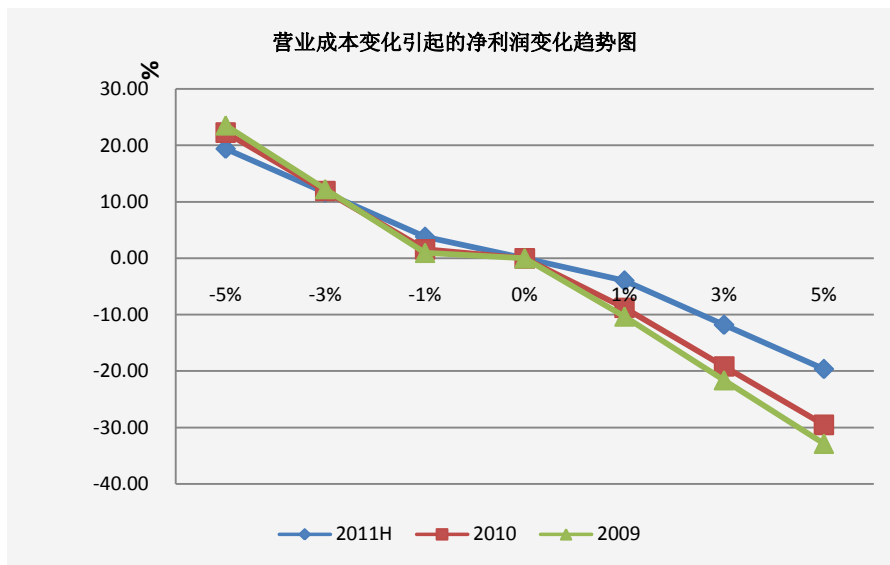


图6 营业成本变化引起的净利润变化趋势图

由表5、图6可以看出，营业成本小幅减少1%时，净利润小幅增长1%~3%左右，增幅略大于营业成本的减少幅度，当营业成本减小幅度到-3%~-5%时，净利润呈现加速增长趋势，产生原因是营业收入不变时，营业总成本的减少会明显提升净利润的增幅。同理，净利润也随着营业成本提高呈现加速下滑趋势，下滑幅度明显大于成本减少对净利润的影响，原因是单位产品成本加速增加，净利润随之加速下滑。2011H的变化量明显小于2010年和2009年，原因是2011H的原材料价格明显下降，营业成本占营业收入比重下降较多，营业成本占营业收入比重越大，净利润受营业成本波动影响越大。营业成本变动对净利润的影响量如表5所示。

(3) 营收变化、营业成本二元参数变化对净利润的影响

公司高温合金材料制造业务的上游是从事有色金属采掘业的矿山企业，是合金钢行业原材料的基本供应商，公司上游原材料供应商有着较强的资源垄断优势，且有色金属储量较小，受经济因素影响较大，原材料市场价格波动较大，对公司所处行业产生不利影响。一般情况下，上游原材料的价格上涨，公司可以通过提高产品价格，在市场运行中部分或全部消化原材料涨价影响，目前，公司原材料成本约占营业总成本的70%左右。

通过前两节，我们可以看出，营业收入或营业成本单独变化对公司净利润的影响，但是实际公司运营中，产品价格和成本可能同时发生变动且幅度不一定相同，故本节通过营业收入、营业成本同时变化对公司净利润的影响加以量化分析。

表6 2011H 营业收入和营业成本共同变化对净利润的影响表 (%)

成本变化量 \ 营收变化量	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
-5%	-5.15	-12.95	-20.76	-28.56	-36.37	-44.17
-3%	4.69	-3.12	-10.92	-18.73	-26.53	-34.34
-1%	14.52	6.71	-1.09	-8.90	-16.70	-24.51
1%	24.35	16.55	8.74	0.94	-6.87	-14.67
3%	34.19	26.38	18.58	10.77	2.97	-4.84
5%	44.02	36.22	28.41	20.61	12.80	5.00

表 7 2010 营业收入和营业成本共同变化对纯利润的影响表 (%)

成本变化量 营收变化量	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
-5%	-8.43	-18.78	-29.14	-39.50	-49.86	-60.22
-3%	3.86	-6.50	-16.86	-27.22	-37.57	-47.93
-1%	16.15	5.79	-4.57	-14.93	-25.29	-35.65
1%	28.44	18.08	7.72	-2.64	-13.00	-23.36
3%	40.72	30.37	20.01	9.65	-0.71	-11.07
5%	53.01	42.65	32.29	21.93	11.58	1.22

表 8 2009 营业收入和营业成本共同变化对纯利润的影响表 (%)

成本变化量 营收变化量	-5%	-3%	-1%	1%	3%	5%
-5%	-9.46	-20.74	-32.02	-43.30	-54.58	-65.86
-3%	3.74	-7.54	-18.82	-30.10	-41.37	-52.65
-1%	16.94	5.66	-5.61	-16.89	-28.17	-39.45
1%	30.15	18.87	7.59	-3.69	-14.97	-26.25
3%	43.35	32.07	20.79	9.51	-1.76	-13.04
5%	56.55	45.27	34.00	22.72	11.44	0.16

如表 6~表 8 所示,当营业成本增幅小于营业收入增幅时,净利润增加,当营业成本减少幅度大于营业收入减少幅度时,净利润增加,反之亦然。表中黄色区域是公司实际经营中可能出现的情况,如表中数据所示:

- 当营业成本和营业收入同步增加 1%时,纯利润变化范围为-3.69%~0.94%,2009 年利润下降大于 2011H,产生原因是 2009 年以有色金属为代表的原材料价格较高,营业成本占营业收入比例较大,总体而言,营业成本和营业收入同步增加 1%对纯利润影响不大;
- 当营业成本和营业收入同步增加 3%时,纯利润变化范围为-1.76%~2.97%,变化幅度也不大,但是略大于增幅 1%的影响,三年影响不同的原因是三年营业成本占营业收入比例不同;
- 当营业成本和营业收入同步增加 5%时,纯利润变化范围为 0.16%~5%,2009~2010 年变化幅度不大,2011H 增加略大,原因是 2011 年营业成本占营业收入比例较低,纯利润随着如营业成本和营业收入同步增加而增加,反之亦然。
- 纯利润随着营业成本和营业收入同步减少而减少,当营业成本增加 3%、营业收入增加 1%,纯利润变化量为-6.87%~-14.97%,当营业成本增加 5%、营业收入增加 3%,纯利润变化量为-4.84%~-13.04%。
- 当营业成本和营业收入同方向减少但减少幅度不同时,需看各自变化的比例而定:当营业成本增加 3%、营业收入增加 1%,纯利润变化量为-6.87%~-14.97%,当营业成本增加 5%、营业收入增加 3%,纯利润变化量为-4.84%~-13.04%。

原材料价格波动的风险分析

(一) 原材料价格波动的风险

公司产品使用的原材料主要为镍、铬、钴等有色金属,市场价格波动较大,从而影响到公司的主要原材料成本,部分典型高温合金钢原材料构成比例如表 9 所示。原材料成本在公司产品成本构成中所占比重约为 70%左右(数据来源:招股说明书)。2005-2010 年,主要原材料价格大幅波动对公司业绩产生了一定的影响。

虽然公司采用“以销定产”的模式,根据原材料价格的上涨情况,相应提高产品售价。但仍可能存在无法将原材料价格上涨带来的成本增加充分转移给下游用户的风险,尤其是价格出现大幅上涨的情况,如 2005~2007

年价格数倍的暴涨，从而导致相关产品的毛利率出现下降的情况，所以本节对公司主要原材料的价格走势加以简单分析。

表9 部分高温合金钢构成比例(%)

牌号	镍 (Ni)	铬 (Cr)	钼 (Mo)	锰 (Mn)	碳 (C)	铜 (Cu)	铁 (Fe)	钨
GH4169	50-55	17-21	2.8-3.3	≤ 0.35	≤ 0.08	-	余	-
GH5K	余	20-35	-	≤ 0.5	≤ 0.12	0.5-2.0	≤ 8.0	-
GH1040	24~27	15.0~17.5	5.5~7.0	1.0~2.0	≤ 0.12	0.200	余	-
GH3128	余	19~22	7.5~9.0	0.5	0.05	-	2.0	7.5~9.0

公司原材料中用量较大的是有色金属镍，近十年的国际价格如图7所示，伦敦LEM现货镍的价格从是2001年11月2日的4346美元/吨，涨到2007年5月15日的54050美元/吨，涨幅达12.43倍，由于2008年的次贷危机，价格又快速回落到2009年3月12日的9374美元/吨，经过2009~2010年的价格恢复性上涨，LEM现货镍的价格在今年呈现小幅震荡回落走势，如图7、图8所示，**预料随着全球经济复苏逐步放缓，实体经济对镍的需求有进一步减少的趋势，今年镍的价格会继续震荡，镍价格的下跌将会有利于公司降低原材料成本，提高毛利率。**

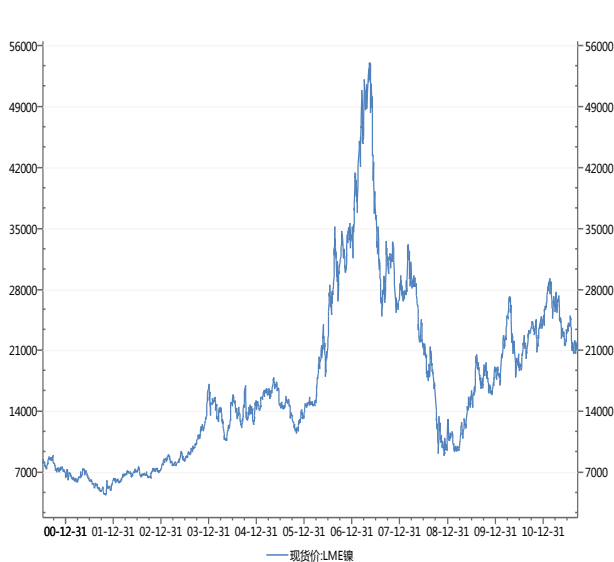


图7 LEM近十年金属镍现货价变化图(美金/吨)

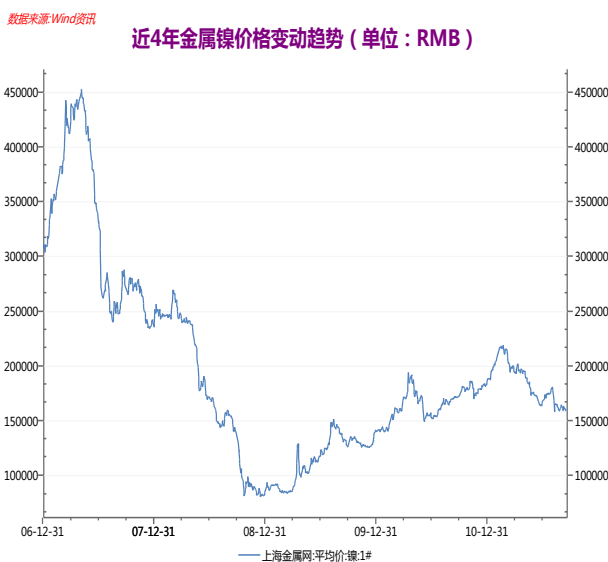


图8 2007-2011.9国内镍价格变化图



图9 2007-2011.9国内钴价格变化图

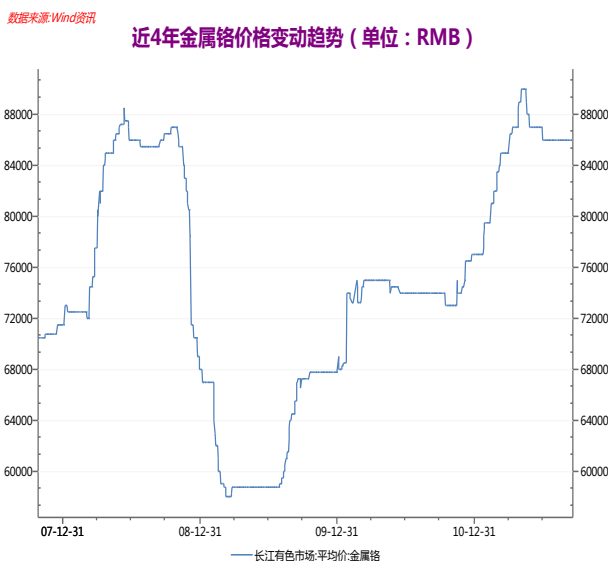


图10 2007-2011.9国内铬价格变化图

公司原材料中用量较大的还有金属钴，近四年的国内价格如图9所示，长江有色市场1#钴的价格在2008年2月20日涨到890000元/吨的历史最高位，这对公司原材料成本产生了较大冲击，随着2008年的次贷危机，价格又快速回落到2008年12月8日的253000元/吨的阶段低点，经过2009年的价格恢复性上涨，于2010年1月19日到达阶段性高点410000元/吨，2010年~2011年9月，金属钴的价格呈现逐步回落走势，近期走势较平稳，属于历史价格底部区域，预料随着全球经济复苏逐步放缓，实体经济对钴的需求有进一步减少的趋势，今后钴的价格会继续底部区间运行，钴价格的低位运行将会有利于公司降低原材料成本，提高毛利率。

公司原材料中另外一个用量较大的金属是铬，近四年的国内价格如图10所示，长江有色市场金属铬的价格近几年虽经历两次涨跌，但幅度不大，高、低点的变化幅度约为45%左右，变化幅度明显小于金属镍和钴的变化幅度，对公司原材料成本产生的冲击明显小于镍和钴，如图11所示。随着2009年到今年上半年铬价格的恢复性上涨，于2011年5月5日到达阶段性高点90000元/吨，随后金属铬的价格呈现小幅回落走势，近期走势较平稳，属于阶段性高位，预料随着全球经济复苏逐步放缓，实体经济对铬的需求有进一步减少的趋势，预料铬的价格会小幅回落，铬价格的小幅回落将会有利于公司降低原材料成本，提高毛利率，但总体影响较小。

如图11所示镍、铬、钴三种金属中，钴的市场价格最高，价格约是镍价格的1.75倍（目前市场价），是铬价格的3.25倍，镍的价格是铬价格的1.9倍左右，从三种金属的价格变化趋势分析，公司的主要原材料成本明显小于2007年，总体成本处于近四年相对低点，预计未来原材料成本还有进一步下降的空间，有利于公司进一步降低原材料采购成本。

数据来源:Wind资讯

近4年金属镍、钴、铬价格变动趋势(单位:RMB)

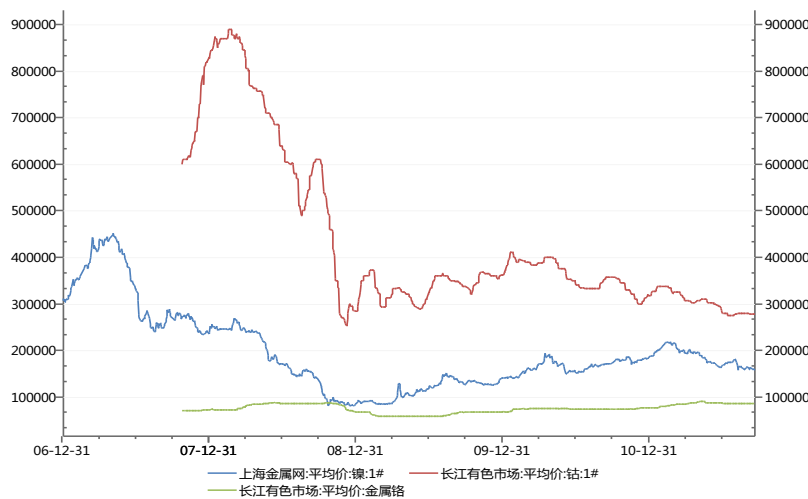


图11 近四年金属镍、钴、铬价格变化对比图

募投项目进展情况(截止至2011年6月30日)

表10: 公司募投项目进展情况

承诺募投项目	募集资金承诺投资总额(万元)	截至期末投资进度(统计至3月31日)	截至期末投资进度(统计至6月30日)	项目达到预定可使用状态日期
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9,995.00	14.67%	20.07%	2011年12月31日
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6,588.00	2.11%	2.76%	2011年12月31日
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6,447.00	0.19%	0.19%	2011年12月31日
超募项目				
铸造高温合金高品质精铸件项目	15,303.00	0.14%	2.91%	2012年12月31日
真空水平连铸高温合金母合金项目	16,682.72	0.04%	0.04%	2012年12月31日

资料来源:公司公告,国海证券整理

由公司公告和表10数据分析,公司的募投项目整体推进基本良好。

盈利预测及投资建议

随着公司产能进一步释放、技术能力的稳步提升和新生产线陆续投入使用,预计公司未来2-3年将继续保持较高稳定的增长,在不考虑资产注入和重组的情况下,以目前股本211,988,154股对公司的盈利进行计算,募投项目产能在2012年大规模释放。相关业绩预测如下:

利润表(百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	331	400	500	625
减:				
营业成本	248	297	372	465
营业税金及附加	2	2	3	3
销售费用	1	5	7	8
管理费用	33	16	20	25
财务费用	-4	-3	-3	-3
资产减值损失	0	-2	0	0
加:				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	52	84	102	126
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	54	84	102	126
所得税费用	7	19	23	29
净利润	46	65	78	98
归属于母公司所有者的净利润	46	59	72	90
少数股东损益	0	5	6	8
EPS(元/股)	0.22	0.28	0.34	0.42
PE	78.05	61.08	50.09	40.26

资料来源:国海证券

综上所述,公司主营业务有较高的技术壁垒和高市场占有率,业绩在未来3年有望持续高速增长。2011-13年EPS预计分别为0.28、0.34、0.42元,动态PE分别为61.08、50.09、40.26倍。考虑到公司募投项目2011年底后陆续投产,公司未来几年的业绩可能呈现加速发展态势。我们坚定看好高新材料、航空发动机产业和公司的长远发展前景,认为公司将持久受益于我国产业升级的进程,考虑到公司目前的股价和估值水平,维持公司增持评级。

投资风险提示

1. 军品依赖风险:公司50%~60%的产品是提供给以航空航天为代表的军品用户,军品订单受政府和军方政策影响较大,军品订单的结构性波动难以预计。

2. 新产品市场推广风险:新产品的市场推广存在着很多不确定性因素,市场推广对公司新产品及部分募投项目影响短期难以预计。

3. 产能瓶颈风险: 产能瓶颈限制公司快速增长, 公司担心核心技术外泄, 没有大规模开展外协加工, 短期影响了公司营业收入进一步提高。

4. 市场竞争风险: 随着该行业的发展壮大和技术扩散, 以及行业内较高的利润水平, 会吸引原有投资者加大投入和其它投资者进入本行业, 进而加剧行业竞争, 影响到行业的平均利润水平。

5. 募集资金投向风险。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。