



**持有**

**12.2% ↑**

目标价格: 人民币 16.80

300034.SS

价格: 人民币 14.97

目标价格基础: 43倍12年市盈率

板块评级: 中立

# 钢研高纳

## 11年净利润同比增长38.6%

公司公告11年全年净利润同比增长38.6%至6439万人民币(每股收益0.30元),实现营业收入3.79亿元,同比增长14.76%,11年综合毛利率为25.3%。公司11年新签合同额5.16亿元,同比增长27%。分品种来看,变形高温合金业务板块收入同比大幅增长38.06%,这主要是由于飞机发动机用涡轮盘签订了总包合同和新型机组用大型难变形涡轮盘开始批量供货。公司是国内目前高端和新型高温合金材料生产规模最大、技术水平最先进和产品品种最齐全的企业之一。公司拥有显著的技术水平和人才储备优势,产品定位高端,市场占有率高。随着航空工业、电气能源、核电和汽车等下游行业的发展,公司产品未来需求拥有广阔的发展前景。公司的募投项目将于2012年底建成投产,我们看好公司的中长期发展。我们分别上调公司12-13年盈利预测16.6%和17.9%。基于43倍的2012年市盈率,我们给予公司的目标价格为16.80元人民币,维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 公司控股股东中国钢研科技集团研发实力雄厚,公司在技术水平和人才储备上都具备行业排头兵优势,公司产品定位高端,市场占有率高。
- 公司具体下游应用包括航空发动机和燃气轮机等耐热结构部件的材料制造。随着航空工业、舰船、电气能源、核电和汽车等下游行业的发展,未来高温合金材料需求拥有广阔的发展前景。
- 由于募投项目推迟至12年底建成,我们估计随着13年募投项目产品投产,公司盈利水平将得到进一步的提高。

### 评级面临的主要风险

- 同业竞争加剧导致价格下降和毛利率的下滑。
- 高温合金下游行业诸如航空航天、电气能源、汽车和冶金等行业增长低于预期。
- 募投项目和超募项目进展远低于预期。

### 估值

- 基于43倍的2012年市盈率对公司进行估值,相应的目标价格为16.80元。我们维持对公司的持有评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	12-10	12-11	12-12E	12-13E	12-14E
销售收入(人民币 百万)	330.7	379.5	490.7	578.4	677.6
变动(%)	0.0	14.8	29.3	17.9	17.7
净利润(人民币 百万)	46.4	64.4	83.6	99.7	117.5
全面摊薄每股收益(人民币)	0.394	0.304	0.394	0.470	0.554
变动(%)	0.0	(23.0)	29.8	19.3	17.8
原先盈利预测	0.394	0.304	0.338	0.399	0.450
变动(%)			16.6	17.9	23.2
全面摊薄市盈率(倍)	38.0	49.3	38.0	31.8	27.0
每股现金流量(人民币)	0.33	(0.03)	0.43	0.53	0.65
价格/每股现金流量(倍)	45.2	(461.5)	35.2	28.0	23.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.9	45.4	25.4	19.9	16.0
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.118	0.141	0.166
股息率(%)	0.5	0.5	0.8	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	28	16	9	(16)
相对新华富时A50指数	17	15	1	(1)

发行股数(百万)	212
流通股(%)	46.9
流通股市值(人民币 百万)	1,285
3个月日均交易额(人民币 百万)	34
净负债比率(%) (2011E)	净现金
主要股东(%)	
中国钢研科技集团有限公司	48.02

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年3月14日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 黑色金属

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

\*杭一君为本报告重要贡献者

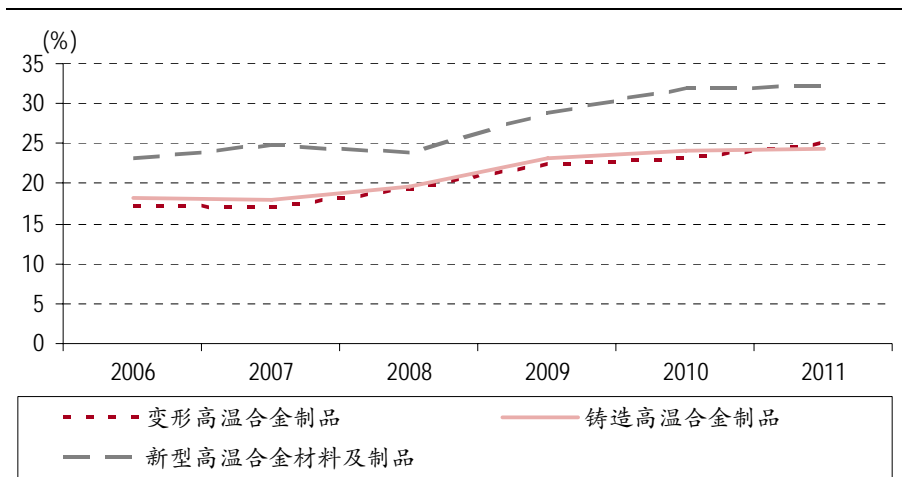
## 11 年净利润同比增长 38.6%

公司公告 11 年全年净利润同比增长 38.6%至 6439 万人民币（每股收益 0.30 元），实现营业收入 3.79 亿元，同比增长 14.76%，11 年综合毛利率为 25.3%。公司 11 年新签合同额 5.16 亿元，同比增长 27%。分品种来看，变形高温合金业务板块收入同比大幅增长 38.06%，这主要是由于飞机发动机用涡轮盘签订了总包合同和新型机组用大型难变形涡轮盘开始批量供货，此外公司铸造高温合金和新型高温合金业务收入分别同比增长 4.62%和 2.78%。

## 品种毛利率有所提升

从分品种的毛利率来看，11 年公司产品盈利能力均有所提高，变形高温合金的毛利率由 10 年的 23.2%提升至 25%，铸造高温合金毛利率由 10 年的 24.08%提升至 24.3%，新型高温合金的毛利率由 10 年 32.02%提升至 32.2%。

图表 1.公司主要产品毛利率



资料来源：中银国际研究部

## 12 年 1 季度预增 31-45%

公司发布 1 季度业绩快报显示 12 年 1 季度公司实现净利润约 1800-2000 万元，同比增长 31-45%。1 季度业绩同比实现较大增长主要原因是销售规模扩大及募集资金利息收入同比大幅增长。

## 募投项目稳步推进

公司包括“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”，“航空航天用钛铝金属材料制品项目”和“新型高温固体自润滑复合材料及制品项目”在内的 3 个募投项目以及超募资金项目（包括铸造高温合金高品质精铸件项目和真空水平连铸高温合金母合金项目）正稳步推进，我们预计随着募投项目建成投产公司盈利有望出现较大幅度的增长。

**图表 2. 公司募集资金项目进展调整**

项目名称	总投资 (万元)	原计划	调整后	进展
		项目达到预定可使用状态日期	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	2011年12月31日	2012年12月31日	粉末高温合金材料及制品生产线厂房主体工程和二次结构已经在年底完工, 主要生产设备已陆续进行购置; ; 变形高温合金生产线进行了生产设备购置、进场和安装工作, 目前已基本完成生产设备的基础施工和配套的水电气公辅设施的改造
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6,588	2011年12月31日	2012年12月31日	航空航天用钛铝金属材料制品项目前期采用租赁控股股东永丰产业基地4号厂房进行实施, 2011年主要进行了生产设备的购置, 目前已基本完成生产设备的基础施工和配套的水电气公辅设施的改造
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6,447	2011年12月31日	2013年12月31日	新型高温固体自润滑复合材料及制品项目实施地点位于河北省涿州经济技术开发区, 目前已完成部分设备的采购工作, 正在进行厂区总体规划
<b>合计</b>	<b>23,030</b>			

资料来源: 公司公告

**图表 3. 公司超募资金项目调整**

项目名称	原计划					调整后					进展
	总投资	预计收入	预计利润	实施地点	预定完成时间	总投资	预计收入	预计利润	实施地点	预定完成时间	
铸造高温合金高品质精铸件项目	15,303	11,610	4,360	北京周边新购置土地	2012年12月31日	13,695	11,610	4,358	北京海淀永丰园区自有土地	2013年12月31日	铸造高温合金高品质精铸件项目位于北京中关村永丰高新技术产业基地, 目前已取得规划意见和环评报批、用地预审报批, 厂房施工图设计基本完成, 同时, 部分关键设备已经采购完成
真空水平连铸高温合金母合金项目	23,880	24,100	5,438	北京周边新购置土地	2012年12月31日	22,395	24,100	5,462	河北涿州新购置土地	2013年12月31日	真空水平连铸高温合金母合金项目实施地点位于河北省涿州经济技术开发区, 建筑规模约18000平方米, 厂房建设已完成工艺方案制定, 正在进行施工图设计
<b>合计</b>	<b>39,183</b>	<b>35,710</b>	<b>9,798</b>			<b>36,090</b>	<b>35,710</b>	<b>9,820</b>			

资料来源: 公司公告

### 盈利预测和估值

公司凭借技术优势和人才储备着力将自身打造成高端高温合金材料的领军企业。随着下游航空航天、舰船、电气能源和冶金、汽车等行业的发展, 高温合金材料的需求将有广阔的发展空间。由于公司募投项目推迟至12年底建成, 我们估计随着13年募投项目产品投产, 公司盈利水平将得到进一步的提高。由于公司12年1季度销售好于预期, 我们分别上调公司变形高温合金销量25%和22%, 同时上调公司2012-2013年的盈利预测16.7%和17.9%。基于43倍的2012年市盈率估值, 我们给予公司16.50元的目标价, 我们维持**持有**评级。

图表 4.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010	2011	同比变动
销售收入	331	379	14.8
销售成本	(248)	(282)	13.8
营业税	(2)	(2)	n/a
毛利润	81	96	18.0
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(1)	(1)	19.0
管理费用	(33)	(36)	8.1
其他经营费用	0	(2)	n/a
经营利润	47	57	20.7
财务费用	4	16	266.8
投资收入	0	0	n/a
其他非营业收入	2	2	-12.0
税前利润	54	75	39.8
税金	(7)	(11)	47.1
少数股东权益	0	0	n/a
净利润	46	64	38.6
全面摊薄每股收益(人民币, 元)	0.394	0.304	-23.0
<b>盈利能力 (%)</b>			
毛利率	24.6	25.3	
经营利润率	14.4	15.1	
净利率	14.0	17.0	

资料来源: 公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	331	379	491	578	678
销售成本	(248)	(282)	(363)	(426)	(499)
经营费用	(36)	(40)	(35)	(36)	(39)
息税折旧前利润	52	63	100	124	149
折旧及摊销	(5)	(5)	(7)	(8)	(8)
经营利润 (息税前利润)	47	57	93	116	140
净利息收入/(费用)	4	16	5	0	(3)
其他收益/(损失)	2	2	0	0	0
税前利润	54	75	98	117	137
所得税	(7)	(11)	(14)	(17)	(20)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	46	64	84	100	118
核心净利润	46	64	84	100	118
每股收益(人民币)	0.394	0.304	0.394	0.470	0.554
核心每股收益(人民币)	0.394	0.304	0.394	0.470	0.554
每股股息(人民币)	0.080	0.080	0.118	0.141	0.166
收入增长(%)	14	15	29	18	17
息税前利润增长(%)	n.a.	19	60	24	20
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	21	62	25	21
每股收益增长(%)	n.a.	(23)	30	19	18
核心每股收益增长(%)	n.a.	(23)	30	19	18

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	54	75	98	117	137
折旧与摊销	5	5	7	8	8
净利息费用	(4)	(16)	(5)	(0)	3
运营资本变动	(769)	(778)	(833)	(901)	(981)
税金	(7)	(11)	(14)	(17)	(20)
其他经营现金流	761	718	838	907	990
经营活动产生的现金流	39	(7)	90	113	138
购买固定资产净值	(7)	(82)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(7)	(82)	(10)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(9)	(17)	(25)	(30)	(35)
其他融资现金流	(3)	(12)	124	75	71
融资活动产生的现金流	(8)	(9)	80	28	21
现金变动	25	(99)	161	132	149
期初现金	650	675	576	736	868
公司自由现金流	32	(86)	80	104	128
权益自由现金流	37	(70)	61	86	113

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	675	576	736	868	1,016
应收帐款	99	166	216	255	298
库存	36	50	65	77	90
其他流动资产	6	38	49	59	69
流动资产总计	816	830	1,067	1,257	1,474
固定资产	58	54	69	80	88
无形资产	11	11	10	9	9
其他长期资产	9	66	56	48	42
长期资产总计	78	131	134	137	138
总资产	893	961	1,201	1,394	1,612
应付帐款	23	14	18	21	25
短期债务	0	0	101	159	218
其他流动负债	24	38	114	177	249
流动负债总计	47	52	233	357	492
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	8	8	8	8
股本	118	212	212	212	212
储备	728	689	747	817	899
股东权益	846	901	959	1,029	1,111
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	893	961	1,201	1,394	1,612
每股帐面价值(人民币)	7.18	4.25	4.53	4.85	5.24
每股有形资产(人民币)	7.09	4.20	4.48	4.81	5.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(0.86)	(0.82)	(0.79)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.8	16.5	20.3	21.4	21.9
息税前利润率(%)	14.4	15.1	19.0	20.1	20.7
税前利润率(%)	16.3	19.8	19.9	20.1	20.3
净利率(%)	14.0	17.0	17.0	17.2	17.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	17.3	16.1	4.6	3.5	3.0
利息覆盖率(倍)	(11)	(4)	(20)	(425)	50
净权益负债率(%)	5.3	6.3	20.1	26.2	31.1
速动比率(倍)	16.6	15.1	4.3	3.3	2.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	38.0	49.3	38.0	31.8	27.0
核心业务市盈率(倍)	38.0	49.3	38.0	31.8	27.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	42.6	55.3	42.6	35.7	30.3
盈利(倍)					
市净率(倍)	2.1	3.5	3.3	3.1	2.9
价格/现金流(倍)	45.2	(461.5)	35.2	28.0	23.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.9	45.4	25.4	19.9	16.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	39.4	48.6	48.6	48.4	48.3
应收帐款周转天数	43.8	61.9	62.1	62.1	62.1
应付帐款周转天数	34.1	17.8	18.3	18.3	18.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	20	26	30	30	30
净资产收益率(%)	5.5	7.1	8.7	9.7	10.6
资产收益率(%)	5.2	6.7	7.0	7.2	7.3
已运用资本收益率(%)	4.2	4.8	6.6	7.3	7.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371