

机械基础件

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 14.42元

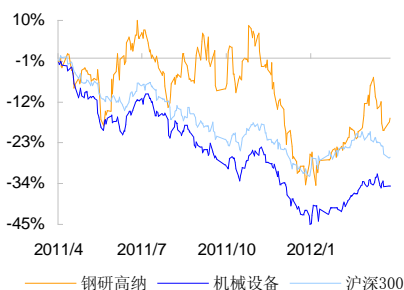
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2306.55
总股本(百万)	211
流通股本(百万)	99
流通市值(亿)	14
EPS	0.30
每股净资产(元)	4.25
资产负债率	6.25%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
钢研高纳	2.43	20.29	-6.53
机械设备	-9.05	11.17	-13.54
沪深300指数	-5.37	10.69	-2.38



相关报告

钢研高纳 - 订单饱满、募投项目取得实质进展、公司快速发展可期 2011-11-21

钢研高纳

300034

推荐

下游需求即将进入高速增长期, 优势产能释放正当时

我们近日调研了钢研高纳, 我们了解到, 公司前期建设项目按最新进度进展顺利, 预计年底左右部分项目陆续投产。公司订单持续饱满, 下游主要需求领域在十二五期间有望保持较快速度, 公司新建产能释放正当时, 未来3年业绩增长快速且非常确定。

投资要点:

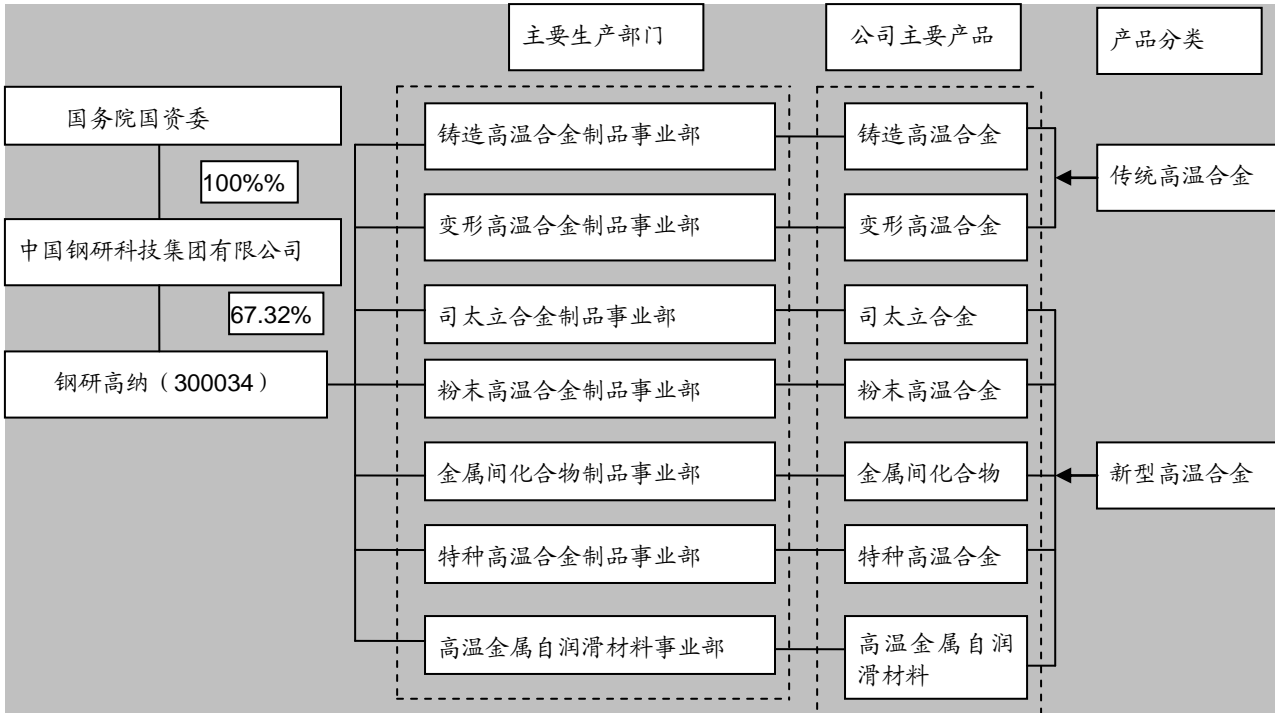
- 募集资金项目的建设在解决用地问题后进展比较顺利, 将陆续在今明两年建成投产。我们认为, 在公司订单持续饱满、下游需求十二五期间还可能出现超预期增长的情况下, 预计公司新建产能释放会比较顺利, 是公司未来3年业绩增长的坚实基础。
- 随着募投项目的建成投产, 公司业绩增长将更快和更加确定。公司前期包括2012年业绩增长明显受制于产能不足, 增长很大程度上依赖外协加工以及现有产品结构的小幅度调整, 这在很多方面会受到较为明显的限制, 如时间进度的安排控制、不同工序委托不同企业在空间上的限制、保密因素、相应的成本增加、以及新市场开拓方面等等。随着公司自身产能瓶颈的打开, 公司业绩增长将更加稳定和确定。
- 产品结构显著优化, 未来3年公司拥有明显技术优势、更强市场定价能力的新型高温合金发展更加迅速。随着公司募投项目的建成投产, 公司三大板块产能和收入全面提升外, 公司拥有市场绝对话语权、毛利率更高的新型高温合金收入将出现更快的增长, 按照公司募投项目可研报告数据, 待粉末、钛铝合金以及高温自润滑等新型高温合金产品生产线全部投产后, 公司新型粉末合金的年收入将从目前的5500万元在3年内提升至2.8亿元左右, 参考目前该业务板块的盈利能力和可研数据, 新型高温合金产能全部释放后将贡献EPS 0.30元左右, 从2013年开始逐步释放。
- 公司持股38%的钢研元正成立在一定程度上也进一步延伸了公司的产业链, 提升公司业绩水平。该公司预计以建设阀门生产线为主, 这条生产线建成正常生产后, 年贡献钢研高纳净利润2000万元左右、EPS0.10元, 且不排除该公司扩产。
- 下游主要市场十二五期间有望进入高速增长期。1、公司主要产品镍基高温合金属于战略新兴产业, 给公司提供了较好和宽松的环境; 2、公司60%左右的产品销售在航空航天领域, 根据《北京市“十二五”时期航空航天产业发展规划》, 十二五期间航空航天业主要经济指标年均增长有望达到20%, 并着力推动实施一批关键领域重点项目, 公司所属的航空航天材料领域被列入关键领域重点项目。我们认为, 这为公司提供了更加明确的市场增长空间, 且公司主要指标增长有望超过平均增速。
- 给予公司推荐的投资评级, 假设钢研元正产能13年开始逐步释放并贡献利润, 我们预测钢研高纳2012-2014年EPS分别为0.37、0.58和0.89元, 公司业绩增长非常确定且可能超预期, 参考目前有色金属新材料板块和航空航天板块平均都达到60倍的PE, 公司目前估值水平有较明显的提升空间, 给予推荐的投资评级。
- 风险提示: 主要原料镍、钴价格大幅波动; 建设项目继续大幅低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	379	488	797	1148
收入同比(%)	15%	29%	63%	44%
归属母公司净利润	64	78	122	188
净利润同比(%)	39%	21%	57%	54%
毛利率(%)	25.7%	26.3%	27.0%	28.6%
ROE(%)	7.1%	7.9%	11.1%	14.6%
每股收益(元)	0.30	0.37	0.58	0.89
P/E	47.47	39.32	25.04	16.22
P/B	3.39	3.12	2.78	2.37
EV/EBITDA	40	27	15	10

资料来源: 中投证券研究所

图 1 钢研高纳股权结构及主要产品种类情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 公司主要产品高端产品具有强的市场竞争力和高的市场占有率

产品系列	产品	市场占有率情况	产品销售对象
铸造高温合金	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中国航天科技集团公司等
	精铸件	航天发动机精铸件市场占有率>90%	
变形高温合金	板材、棒材、涡轮盘	特种变形高温合金板材、棒材和涡轮盘锻件的市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、贵航集团、上海电气、哈尔滨汽轮机厂等
	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%	航空动力、沈阳黎明等

资料来源：公司资料

图 2 钢研高纳分产品收入构成（万元）

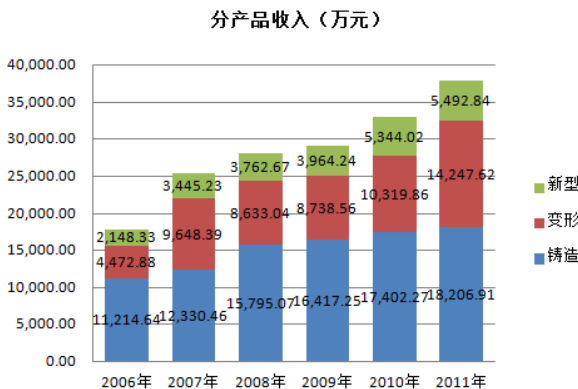
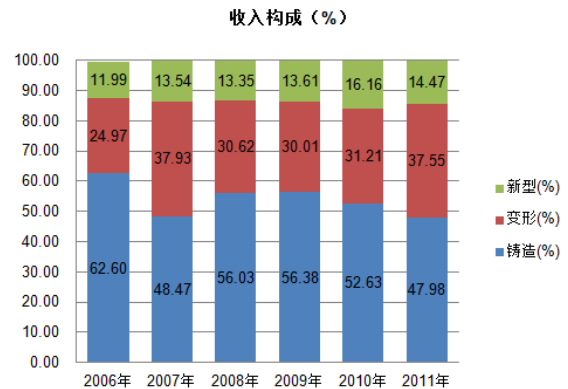


图 3 钢研高纳分产品收入构成（%）



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 4 钢研高纳各产品毛利率持续提升

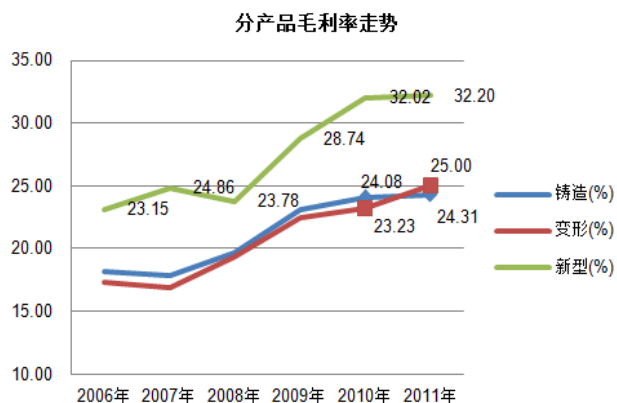
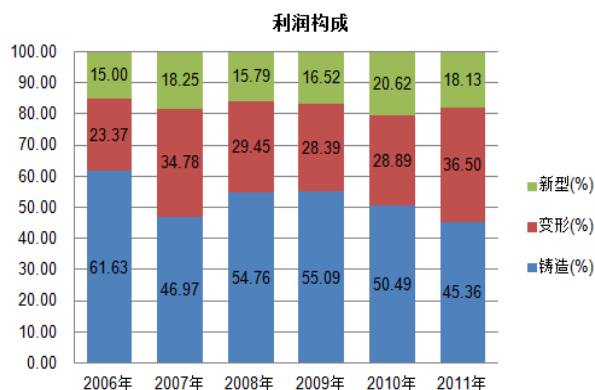


图 5 钢研高纳分产品利润构成



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 6 钢研高纳分季度收入情况

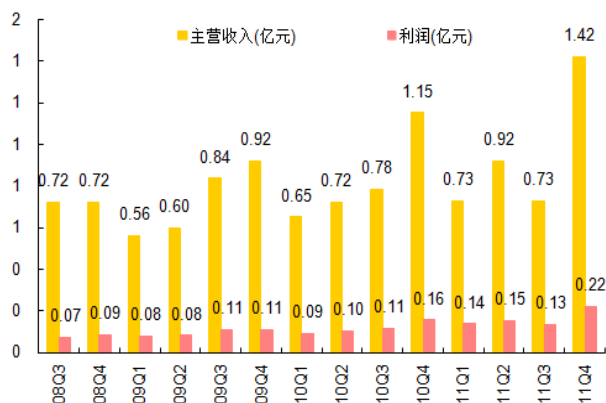
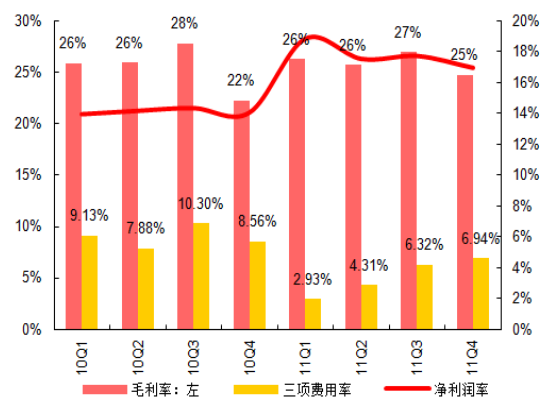


图 7 单季度毛利费用率等情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 8 钢研高纳主要原料价格稳定为公司稳步发展提供了较好的环境



资料来源：亚洲金属网、中投证券研究所

表 2 钢研高纳近两年单季度的利润表主要数据

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
一、营业总收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223
营业收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223
二、营业总成本	5,441	5,987	6,483	9,967	5,658	7,392	5,725	11,819
营业成本	4,823	5,340	5,656	8,949	5,357	6,815	5,316	10,703
综合毛利率	25.89%	25.93%	27.80%	22.28%	26.30%	25.70%	27.00%	24.75%
营业税金及附加	23.62	31.18	20.45	100.25	31.30	11.30	22.45	103.58
比例	0.36%	0.43%	0.26%	0.87%	0.43%	0.12%	0.31%	0.73%
销售费用	18.26	12.38	16.31	33.39	20.88	21.09	41.04	12.64
管理费用	660.62	794.68	866.83	994.92	622.07	1,089.90	709.63	1,163.92
财务费用	-84.93	-239.16	-76.38	-42.77	-430.16	-715.43	-290.56	-189.53
三项费用率	9.13%	7.88%	10.30%	8.56%	2.93%	4.31%	6.32%	6.94%
资产减值损失	0.00	47.62	0.00	-68.36	56.63	169.28	-73.48	24.87
三、其他经营收益								
四、营业利润	1,068	1,223	1,351	1,548	1,611	1,782	1,557	2,404
加：营业外收入	0	0	0	199	3	0	0	170
减：营业外支出	0	5	0	0	0	0	0	1
五、利润总额	1,068	1,218	1,351	1,747	1,613	1,782	1,557	2,573
减：所得税	160	183	203	193	242	267	234	342
实际所得税率	15.00%	14.99%	15.00%	11.05%	15.00%	15.00%	15.05%	13.30%
六、净利润	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230
七、每股收益：								
摊薄 EPS(元)	0.04	0.05	0.05	0.07	0.06	0.071	0.062	0.105

资料来源：WIND、中投证券研究所

表 3 有色板块可比公司估值水平

证券名称	市盈率 (PE, TTM, 最新交易日期)
云海金属	774.44
西部材料	211.74
宝钛股份	149.94
东方锆业	79.54
贵研铂业	75.91
江粉磁材	66.49
钢研高纳	47.47
安泰科技	44.21
章源钨业	43.99
东方钨业	32.64
闽发铝业	30.07
银河磁体	29.53
厦门钨业	29.08
中科三环	27.81
辰州矿业	26.36
正海磁材	24.20
亚太科技	23.09
利源铝业	22.96
平均	96.64

资料来源：WIND、中投证券研究所

表 4 公司 IPO 基本情况

发行量	3000 万股
发行价格	19.53 元/股
发行时间	2009 年 12 月
募集资金净额	55015 万元

资料来源：公司公告

表 5 公司 IPO 项目基本情况 (万元)

募集资金运用	总投资	募集资金投入	产能	建设周期	收入	利润总额	净利润
1、精铸件项目(永丰高新技术自有地)	15303	15303		2013 年底	11610	4359	3705
2、母合金项目(涿州)	23880	16682		2013 年底	24100	5438	4622
3、航空航天用粉末及变形高温项目(涿州)	9995	9995		2012 年底			
发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等			30套		6000		
发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘			20套		1400		
发动机用前后挡板			270个		1350	1996	1697
航空发动机变形高温合金涡轮盘			525个		7875		
航天发动机用小涡轮盘			325个		650		
4、钛铝金属材料制品项目(永丰基地)	6447	6447		2012年底			
钛铝系金属间化合物变形型材制品			20吨		3700	1309	1112
钛铝系金属间化合物精铸件制品			10吨		3000		
5、新型高温固体自润滑复合材料及制品(涿州)	6588	6588	1200吨	2013年底			
12000 套高温自润滑轴承和 7000 套新型固体自润滑密封材料的能力					7600	1231	1046
合计	62213	55015			67285	14333	12183

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	830	921	908	1100	营业收入	379	488	797	1148
现金	576	533	323	263	营业成本	282	360	582	820
应收账款	64	122	193	279	营业税金及附加	2	2	4	5
其他应收款	1	0	0	0	营业费用	1	1	1	2
预付账款	37	54	87	123	管理费用	36	44	72	102
存货	50	90	145	205	财务费用	-16	-9	-4	-1
其他流动资产	101	122	159	230	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	131	334	499	562	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	54	226	392	499	营业利润	74	91	142	220
无形资产	11	11	11	11	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	66	97	96	52	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	961	1255	1406	1662	利润总额	75	91	142	220
流动负债	52	277	306	372	所得税	11	13	20	31
短期借款	0	150	150	150	净利润	64	78	122	188
应付账款	14	14	23	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	38	112	133	190	归属母公司净利润	64	78	122	188
非流动负债	8	0	0	0	EBITDA	63	92	164	258
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.37	0.58	0.89
其他非流动负债	8	0	0	0					
负债合计	60	277	306	372	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	212	212	212	212	成长能力				
资本公积	467	467	467	467	营业收入	14.8%	28.5%	63.4%	44.1%
留存收益	222	300	422	610	营业利润	41.7%	23.2%	57.0%	54.5%
归属母公司股东权益	901	979	1101	1289	归属于母公司净利润	38.6%	20.7%	57.0%	54.4%
负债和股东权益	961	1255	1406	1662	获利能力				
					毛利率(%)	25.7%	26.3%	27.0%	28.6%
					净利率(%)	17.0%	15.9%	15.3%	16.4%
					ROE(%)	7.1%	7.9%	11.1%	14.6%
					ROIC(%)	15.1%	12.0%	12.9%	16.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.3%	22.0%	21.8%	22.4%
					净负债比率(%)	0.00%	54.20%	49.03%	40.27%
					流动比率	16.07	3.33	2.97	2.95
					速动比率	15.09	3.00	2.49	2.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.44	0.60	0.75
					应收账款周转率	7	5	5	5
					应付账款周转率	15.28	25.54	30.90	29.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.58	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.01	-0.07	0.19
					每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.62	5.19	6.08
					估值比率				
					P/E	47.47	39.32	25.04	16.22
					P/B	3.39	3.12	2.78	2.37
					EV/EBITDA	40	27	15	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

2011-11-21	钢研高纳 - 订单饱满、募投项目取得实质进展、公司快速发展可期
------------	---------------------------------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

杨国萍, 中投证券有色金属行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意,本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434