

## 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: 14.66 元

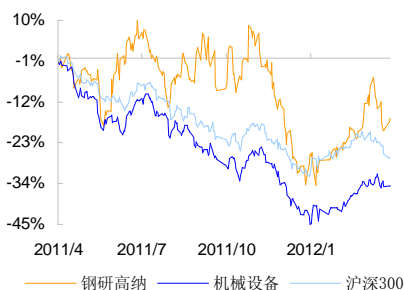
评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2308.93
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	-5.12	16.32	-4.97
机械设备	-9.37	6.57	-13.26
沪深 300 指数	-5.42	6.38	-2.38



## 相关报告

钢研高纳 - 下游需求即将进入高速增长期, 优势产能释放正当时 2012-04-09

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**
**一季度收入同比增长超 50%，未来收入利润持续高速增长动力强劲**

## 投资要点:

- 钢研高纳今日公告了 2012 年 1 季度报告, 收入同比增长超过 50%。2012 年 1 季度实现营业总收入 1.11 亿元, 同比增长 52.32%; 营业利润 2305 万元, 同比增长 43%; 归属于上市公司股东的净利润 1959 万元, 同比增长 43%; 摊薄 EPS 0.09 元。收入大幅增长来源于三大块产品销量都明显增长。环比来看, 公司收入环比下降 22%, 毛利率比较平稳, 归母净利润下降 12%。我们认为, 这种下滑主要是季节性的因素影响, 从公司的历史收入分布来看, 1 季度通常收入和业绩是全年的最低点。从公司目前运行情况来看, 今年 1 季度业绩仍预计是全年的低点。
- 订单持续饱满是后期业绩增长的有力保障之一。公司 1 季报显示, 铸造高温合金领域, 公司 1 季度合同金额和营业收入都有较大增长, 该项目目前完成国内某无人机关键部件的研制工作, 具有强大的技术优势和市场增长潜力; 变形以及新型高温合金产品 2011 年合同数额较大, 且目前处于执行阶段, 营业收入在 2012 年继续增长; 新型高温合金领域, 公司 1 季度合同金额稳定, 2011 年的订单合同多数还处于执行期。我们认为, 公司目前在获取订单方面没有限制, 目前存在一定限制的主要原因还是在于自身产能不足和外协加工的协调方面, 待公司部分项目年底建成投产后, 2013 年的业绩增长将更快、且更加确定。
- 募投项目的建成投产是未来业绩确定高速增长的另一有力保障。募投项目进展顺利, 公司粉末、新型和钛铝合金项目预计今年年底建成投产, 母合金、精铸件以及高温固体自润滑项目预计 2013 年底建成。募投项目投产后, 产品结构也将进一步高端化, 盈利能力更强更高的新型高温合金产能全部释放后将贡献 EPS 0.30 元左右, 该项目产能也业绩贡献预计从 2013 年开始逐步释放。
- 公司子公司天津钢研广亨(原预定名称为钢研元正)特种装备股份有限公司的正式注册成立以及项目有望年内投产, 延伸了公司的产业链、也提升了公司的业绩水平, 该项目预计今年 10 月份左右投产, 我们估计在 2013 年可开始贡献明显业绩。
- 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。
- 给与公司推荐的投资评级, 我们维持公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.37、0.58 和 0.89 元的业绩预测, 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	48.26	39.98	25.46	16.49
P/B	3.45	3.18	2.82	2.41
EV/EBITDA	40	27	15	10

表 1 钢研高纳近两年单季度利润情况

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1
一、营业总收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223	11,072
营业收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223	11,072
二、营业总成本	5,441	5,987	6,483	9,967	5,658	7,392	5,725	11,819	8,767
营业成本	4,823	5,340	5,656	8,949	5,357	6,815	5,316	10,703	8,443
综合毛利率	25.89%	25.93%	27.80%	22.28%	26.30%	25.70%	27.00%	24.75%	23.75%
营业税金及附加	23.62	31.18	20.45	100.25	31.30	11.30	22.45	103.58	44.10
比例	0.36%	0.43%	0.26%	0.87%	0.43%	0.12%	0.31%	0.73%	0.40%
销售费用	18.26	12.38	16.31	33.39	20.88	21.09	41.04	12.64	20.40
管理费用	660.62	794.68	866.83	994.92	622.07	1,089.90	709.63	1,163.92	869.24
财务费用	-84.93	-239.16	-76.38	-42.77	-430.16	-715.43	-290.56	-189.53	-867.44
三项费用率	9.13%	7.88%	10.30%	8.56%	2.93%	4.31%	6.32%	6.94%	0.20%
资产减值损失	0.00	47.62	0.00	-68.36	56.63	169.28	-73.48	24.87	258.14
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	2,305
加：营业外收入	0	0	0	199	3	0	0	170	0
减：营业外支出	0	5	0	0	0	0	0	1	0
其中：非流动资产	0	0	0	0	0	0	0	1	0
处置净损失									
五、利润总额	1,068	1,218	1,351	1,747	1,613	1,782	1,557	2,573	2,305
减：所得税	160	183	203	193	242	267	234	342	346
实际所得税率	15.00%	14.99%	15.00%	11.05%	15.00%	15.00%	15.05%	13.30%	15.00%
六、净利润	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230	1,959
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230	1,959
者的净利润									
七、每股收益：									
摊薄每股收益(元)	0.04	0.05	0.05	0.07	0.06	0.071	0.062	0.105	0.092

资料来源：WIND、中投证券研究所

图 1 钢研高纳分季度收入情况

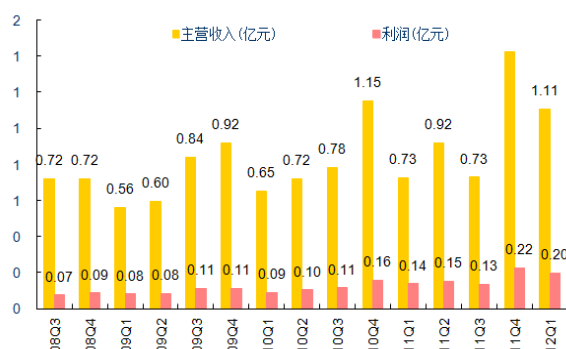
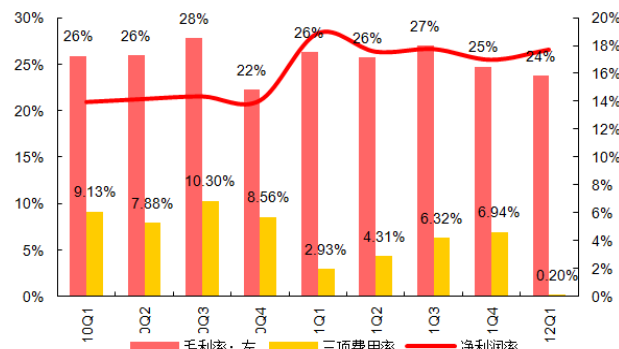
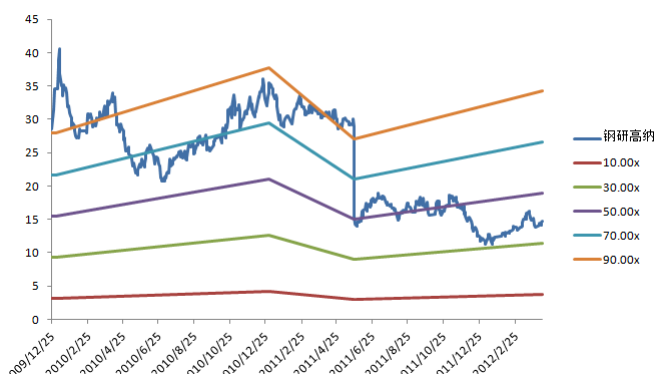


图 2 单季度毛利费用率等情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 3 钢研高纳历史 PE-BANDS



资料来源：WIND、中投证券研究所

图 4 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 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			20吨	3700		
变形型材制品					1309	1112
钛铝系金属间化合物			10吨	3000		
精铸件制品						
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
<b>流动资产</b>	830	921	908	1100	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	961	1255	1406	1662	<b>利润总额</b>	75	91	142	220
<b>流动负债</b>	52	277	306	372	所得税	11	13	20	31
短期借款	0	150	150	150	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	64	78	122	188
<b>非流动负债</b>	8	0	0	0	EBITDA	63	92	164	258
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.30	0.37	0.58	0.89
其他非流动负债	8	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	60	277	306	372	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	212	212	212	212	营业收入	14.8%	28.5%	63.4%	44.1%
资本公积	467	467	467	467	营业利润	41.7%	23.2%	57.0%	54.5%
留存收益	222	300	422	610	归属于母公司净利润	38.6%	20.7%	57.0%	54.4%
归属母公司股东权益	901	979	1101	1289	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	961	1255	1406	1662	毛利率(%)	25.7%	26.3%	27.0%	28.6%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	17.0%	15.9%	15.3%	16.4%
单位:百万元					ROE(%)	7.1%	7.9%	11.1%	14.6%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	15.1%	12.0%	12.9%	16.1%
<b>经营活动现金流</b>	-8	-2	-14	40	<b>偿债能力</b>				
净利润	64	78	122	188	资产负债率(%)	6.3%	22.0%	21.8%	22.4%
折旧摊销	5	11	26	39	净负债比率(%)	0.00%	54.20%	49.03%	40.27%
财务费用	-16	-9	-4	-1	流动比率	16.07	3.33	2.97	2.95
投资损失	0	0	0	0	速动比率	15.09	3.00	2.49	2.40
营运资金变动	-79	-62	-175	-187	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	18	-19	16	-0	总资产周转率	0.41	0.44	0.60	0.75
<b>投资活动现金流</b>	-82	-200	-200	-100	应收账款周转率	7	5	5	5
资本支出	82	200	200	100	应付账款周转率	15.28	25.54	30.90	29.25
长期投资	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.37	0.58	0.89
<b>筹资活动现金流</b>	-9	159	4	1	每股经营现金流(最新)	-0.04	-0.01	-0.07	0.19
短期借款	0	150	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.62	5.19	6.08
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	94	0	0	0	P/E	48.26	39.98	25.46	16.49
资本公积增加	-94	0	0	0	P/B	3.45	3.18	2.82	2.41
其他筹资现金流	-9	9	4	1	EV/EBITDA	40	27	15	10
<b>现金净增加额</b>	-100	-42	-211	-60					

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
------	------

2012-04-09	钢研高纳 - 下游需求即将进入高速增长期，优势产能释放正当时
------------	--------------------------------

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  $\pm 10\%$  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