

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: 16.14元

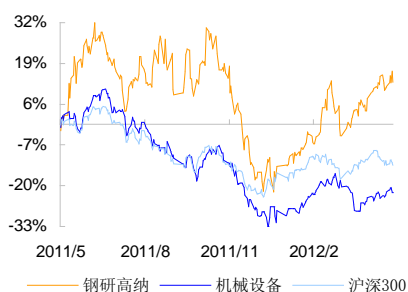
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2333.55
总股本(百万)	211
流通股本(百万)	99
流通市值(亿)	16
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	8.71	14.22	-1.11
机械设备	-0.64	-7.05	-13.21
沪深300指数	-0.41	-0.42	0.44



相关报告

钢研高纳 - 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
2012-04-12

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

业绩增长确定、短期有望出现催化因素、长期发展动力更为强劲

我们近日与公司进行了深入的沟通, 经过沟通我们认为, 未来 3-5 年国内高温合金需求高速增长依旧可以维持, 公司是国内高温合金领域研发与产业化结合最完美的企业, 在行业进入门槛高、公司后续研发能力强、市场持续快速增长的情况下, 公司市场占有率有望进一步提升, 随着 IPO 募投项目今明两年的逐步释放, 未来 3 年业绩增长更加快速和确定, 并且估值水平有支撑且在催化因素逐步明确的情况下, 短期仍有进一步提升的空间。

投资要点:

- 公司未来 3 年业绩快速增长且非常确定。首先, 订单持续饱满是公司业绩快速增长的首要基础, 高温合金需求快速增长、行业进入门槛高、公司技术优势与市场先入优势是保证公司持续高的市场占有率和获取新增订单的坚实基础。
 - 募投项目的投产是业绩增长的另一有力保障, 公司募投项目进展顺利, 粉末和变形高温合金项目以及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, 另外, 公司两个时点投产的项目都是以“已经拥有市场的成熟产品+开拓新兴市场的新产品”相结合的方式投产, 打开产能瓶颈的同时还谋求新兴市场的开拓, 保证了短期的业绩增长也提供了更长期增长的动力和潜力。这些募投项目投产后, 公司产能瓶颈将逐步打开、业绩增长的主要动力将由外协加工逐步过渡到内生产能的释放, 业绩增长将更加快速和确定。
 - 公司持股 38% 的钢研元亨有望成为公司另一业绩增长点。钢研元亨以生产特种阀门为主要业务, 一定程度上是钢研高纳产业链向下游的进一步延伸, 该阀门项目有望今年年底左右建成投产, 预计 2013 年起给钢研高纳贡献业绩, 项目完全达产年度可贡献钢研 EPS 为 0.10 元。同时我们认为, 不排除特种阀门生产线产能继续扩张、持续的给上市公司带来利润的增长。
 - 公司具有持续的业绩增长动力: 需求方面, 公司增长的主要领域将从保障军工需求逐步扩大到同时满足更为广阔的民用市场的需求; 产品方面, 公司在继续扩大成熟产品市场的同时, 利用公司技术优势和研发能力进一步开拓高端产品和新产品。
 - 公司估值水平有支撑、并且有进一步提升的空间。首先, 对比成熟市场成熟航空材料供应商、如 TIEMET、ATI 等, 目前的估值水平也在 20-25 倍左右, 目前我国高温材料行业正处在快速发展的时期、且钢研高纳作为龙头的企业, 我们认为 20-25 倍可以看做最悲观情况下的估值支撑。另外, 目前可比有色金属新材料板块和航空航板块估值水平平均 50-60 倍, 在具有催化因素的情况下, 钢研高纳短期估值水平仍有一定的提升空间。
 - 维持推荐的投资评级, 维持公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.37、0.58 和 0.89 元的盈利预测, 公司未来 3 年业绩增长非常确定且可能超预期、短期有望出现催化因素、长期有持续的业绩期增长动力, 维持推荐。
- 风险提示: 主要原料镍、钴价格大幅波动; 募投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

资料来源: 中投证券研究所

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									
处置净损失	0	0	0	0	0	0	0	1	0
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									
者的净利润	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230	1,959
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

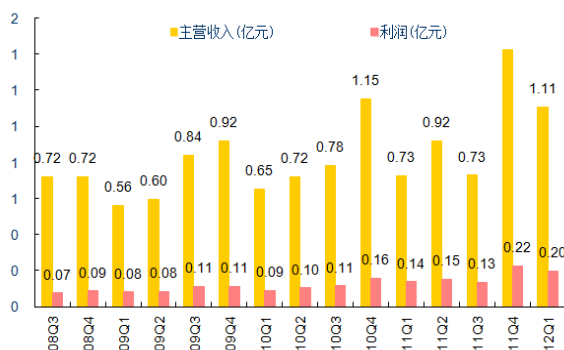
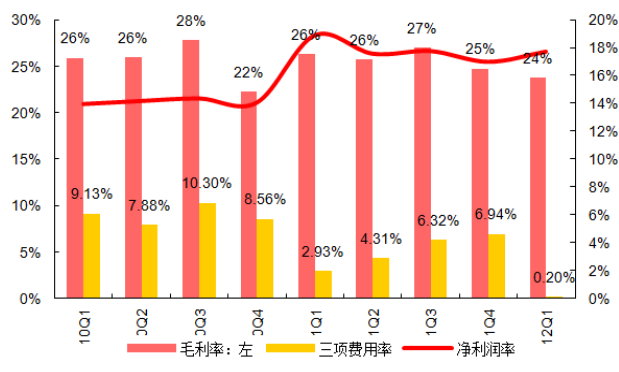


图 2 单季度毛利费用率等情况



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

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	48.26	39.98	25.46	16.49
					P/B	3.45	3.18	2.82	2.41
					EV/EBITDA	40	27	15	10

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-8	-2	-14	40
净利润	64	78	122	188
折旧摊销	5	11	26	39
财务费用	-16	-9	-4	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-79	-62	-175	-187
其他经营现金流	18	-19	16	-0
投资活动现金流	-82	-200	-200	-100
资本支出	82	200	200	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
筹资活动现金流	-9	159	4	1
短期借款	0	150	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	94	0	0	0
资本公积增加	-94	0	0	0
其他筹资现金流	-9	9	4	1
现金净增加额	-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
2012-04-12	钢研高纳 - 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
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 ±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