

有色金属延压

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@china-invs.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 15.04元

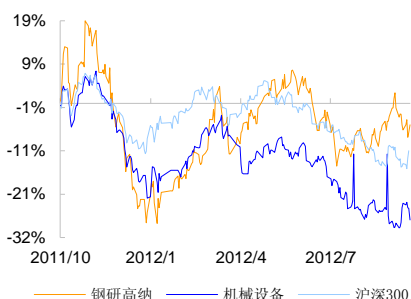
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2086.17
总股本(百万)	211
流通股本(百万)	105
流通市值(亿)	15
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	-0.87	-1.79	7.77
机械设备	0.83	-12.33	-14.45
沪深300指数	4.02	-6.97	-6.59



相关报告

钢研高纳-股权激励进一步稳固公司国内高温合金龙头地位、未来内生外延增长更快
2012-10-08

钢研高纳-上半年业绩符合预期,明确表示显著受益航空领域专项政策支持
2012-08-21

钢研高纳-参与成立创投公司,公司及集团研发力量与产业化进一步紧密结合
2012-07-27

钢研高纳-国内高端高温合金龙头企业、未来业绩快速增长确定
2012-07-09

钢研高纳-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

钢研高纳

300034

推荐

三季度业绩符合预期,股权激励的实施使公司未来增长更具动力

钢研高纳今日发布了2012年3季度业绩快报,公司前三季度实现归属于上市公司股东的净利润为5200-5300万元左右,同比增长25%左右;前三季度摊薄EPS为0.25元左右,这样,公司2012年前3个季度单季度EPS分别为0.09元、0.08元和0.09元,从单3季度来看,符合我们之前的预期;从公司历史单季度业绩分布来看,和下游客户结算方式来看,4季度业绩环比将会有明显的增长,预计全年业绩与预期一致。

另外,公司股权激励的实施,将使公司未来稳步增长态势更加确定。

投资要点:

- **预计钢研高纳全年业绩符合预期**,基于公司下游客户结算惯例,我们预计公司4季度单季度净利润同比、环比增幅将更加明显,预计全年业绩符合预期。另外,公司变形与粉末高温合金项目在4季度投产,也进一步稳固公司明年的业绩增长。
- **公司股权激励的实施,将使公司进一步稳固国内高温合金领域龙头地位**。钢研高纳目前是国内高温合金领域研发与产业化结合最为完美的公司,公司拥有钢研院的良好研发平台,同时上市也给公司带来了更快的产业化发展。公司本次股权激励实施后,将进一步完善公司的治理结构,能够充分调动公司高层管理人员及核心员工的积极性,使公司与个人利益进一步结合。我们认为,在本身现有状况良好、研发与产业化都具有非常大发展潜力和空间的情况下,股权激励的实施将使公司进一步稳固国内高温合金龙头地位,更进一步分享行业发展带来的利润。
- **股权激励14.8元/股的行权价格,将对公司二级市场股价形成非常强的支撑**。基于公司目前所处的行业情况与公司自身建设项目进展,未来三年业绩增长非常确定;本次股权激励方案的实施,将进一步使公司内生与外延的增长更快的预期提升,可能使公司未来规模与业绩增长明显快于我们之前的预期。我们认为,在公司拥有良好的基本面与良好的发展趋势下,14.8元/股行权价格将是二级市场非常强的支撑。
- **公司未来3年业绩快速增长非常确定,并且可预测性强是我们最基本的判断**。公司下游领域需求尤其是高端产品需求快速增长,公司在高温合金领域的研发与产业化拥有其他企业不可比拟的优势使公司订单持续饱满,公司可见的3年增长非常确定,并且随着公司持续的研发投入与突破,将不断出现新的增长点。
- **维持推荐的投资评级**,我们暂时维持公司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、且短期催化因素的兑现使公司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	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

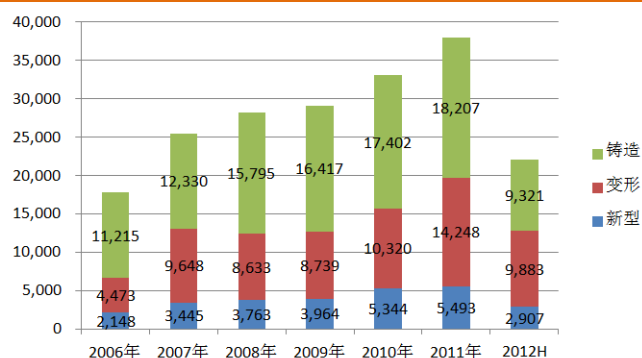
资料来源:中投证券研究所

表 1 钢研高纳近两年单季度利润情况 (万元)

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2
一、营业总收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223	11,072	11,040
营业收入	6,508	7,209	7,834	11,515	7,269	9,173	7,282	14,223	11,072	11,040
二、营业总成本	5,441	5,987	6,483	9,967	5,658	7,392	5,725	11,819	8,767	9,168
营业成本	4,823	5,340	5,656	8,949	5,357	6,815	5,316	10,703	8,443	8,036
综合毛利率	25.89%	25.93%	27.80%	22.28%	26.30%	25.70%	27.00%	24.75%	23.75%	27.21%
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	50.6
比例	0.36%	0.43%	0.26%	0.87%	0.43%	0.12%	0.31%	0.73%	0.40%	0.46%
销售费用	18.26	12.38	16.31	33.39	20.88	21.09	41.04	12.64	20.40	23.5
管理费用	660.62	794.68	866.83	994.92	622.07	1,089.90	709.63	1,163.92	869.24	1,140.31
财务费用	-84.93	-239.16	-76.38	-42.77	-430.16	-715.43	-290.56	-189.53	-867.44	-40.17
三项费用率	9.13%	7.88%	10.30%	8.56%	2.93%	4.31%	6.32%	6.94%	0.20%	10.18%
资产减值损失	0.00	47.62	0.00	-68.36	56.63	169.28	-73.48	24.87	258.14	-42.69
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	1,873
加: 营业外收入	0	0	0	199	3	0	0	170	0	2.36
减: 营业外支出	0	5	0	0	0	0	0	1	0	0
其中: 非流动资产 处置净损失	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0
五、利润总额	1,068	1,218	1,351	1,747	1,613	1,782	1,557	2,573	2,305	1,875
减: 所得税	160	183	203	193	242	267	234	342	346	286
实际所得税率	15.00%	14.99%	15.00%	11.05%	15.00%	15.00%	15.05%	13.30%	15.00%	15.25%
六、净利润	907	1,035	1,148	1,554	1,371	1,515	1,323	2,230	1,959	1,589
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-21.8
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	1,610
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	0.0764

资料来源: WIND、中投证券研究所

图 1 钢研高纳分产品收入构成 (万元)



资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 2 钢研高纳分季度收入情况

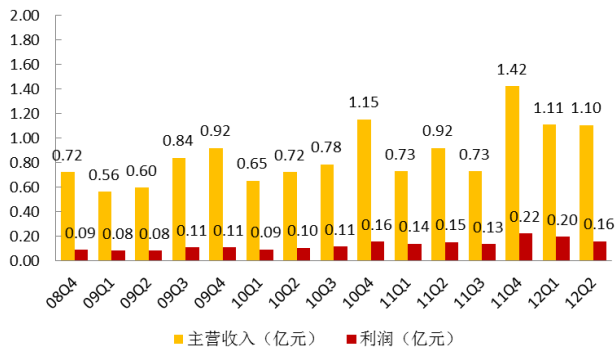
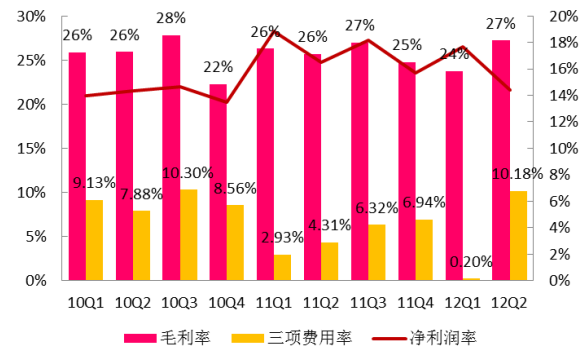


图 3 钢研高纳单季度毛利费用率等情况



资料来源：WIND、中投证券研究所

表 2 钢研高纳股权激励方案基本情况

方式	股票期权
数量	不超过总股本 10%，首期授予不超过总股本的 2.3%，即 487.87 万份；
有效期	10 年，在 10 年计划有效期内由董事会分次授予，原则上，每次授予间隔时间约 3 年；
行权价格	14.8 元/股；
标的股票来源	向激励对象定向发行股票；

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 激励对象授予的股票期权分配情况

序号	姓名	职务	授予额度 (万股)	占授予总量比例	占总股本比例
1	赵明汉	董事、总经理	17.382	3.563%	0.082%
2	尹法杰	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
3	张继	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
4	马章林	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
5	柳学全	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
6	许洪贵	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
7	吴增强	副总经理	14.913	3.057%	0.070%
中层、核心骨干人员 (合计 41 人)			381.01	78.095%	1.798%
合计共 48 人			487.87	100.00%	2.30%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 股票期权行权期业绩考核条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	必须满足钢研高纳在第一个行权期的上一年度，净资产收益率不低于 8%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值；净利润增长率不低于 18%，且不低于同行业平均值或对标企业 75 分位值。

第二个行权期	必须满足钢研高纳在第二个行权期的上一年度，净资产收益率不低于9%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值；净利润增长率不低于18%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。
第三个行权期	必须满足钢研高纳在第二个行权期的上一年度，净资产收益率不低于10%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值；净利润增长率不低于18%，且不低于同行业平均值或对标企业75分位值。

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

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	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.01	-0.07	0.19
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.25	4.62	5.19	6.08
普通股增加	94	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-94	0	0	0	P/E	48.26	39.98	25.46	16.49
其他筹资现金流	-9	9	4	1	P/B	3.45	3.18	2.82	2.41
现金净增加额	-100	-42	-211	-60	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
2012-10-08	钢研高纳 - 股权激励进一步稳固公司国内高温合金龙头地位、未来内生外延增长更快
2012-08-21	钢研高纳 - 上半年业绩符合预期，明确表示显著受益航空领域专项政策支持
2012-07-27	钢研高纳 - 参与成立创投公司，公司及集团研发力量与产业化进一步紧密结合
2012-07-09	钢研高纳 - 国内高端高温合金龙头企业、未来业绩快速增长确定
2012-05-30	钢研高纳 - 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
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

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

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

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