

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: 14.73元

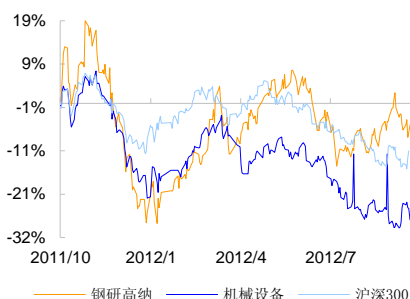
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2114.45
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	1.57	6.68	-3.28
机械设备	4.75	-3.72	-18.92
沪深300指数	5.14	-3.60	-11.98



相关报告

钢研高纳-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

2012-10-09

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

钢研高纳

300034

推荐

新签合同金额继续大幅增长、产能瓶颈逐步打开, 未来业绩增长更确定

钢研高纳今日公告 2012 年三季度报告, 公司前三季度实现营业收入 3.41 亿元, 同比增长 43.7%; 单 3 季度实现营业收入 1.20 亿元, 同比增长 64.5%; 前三季度实现归属于上市公司股东净利润 5249 万元, 同比增长 24.7%; 单三季度实现归属于上市公司股东净利润 1679 万元, 同比增长 27.0%。公司前三季度实现摊薄 EPS 为 0.25 元, 其中单三季度贡献 EPS 为 0.08 元。基本数据与业绩快报数据一致, 也符合我们的预期。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:

- **新签合同大幅增长, 未来业绩增长继续有保障。**公司三季报显示, 2012 年 1-9 月, 公司新签销售合同 5.08 亿元, 达到去年全年新签合同总额; 其中变形高温合金事业部新签合同额 1.7 亿元, 在去年大幅增长 70% 的基础上, 又实现了同比 17% 的增长。去年由于公司产能限制, 公司新签合同未能全部履行而部分推迟到今年, 从今年的产能增长和前三季度的完成进度来看, 预计年内公司仍会出现产能不足的情况而部分订单履行推迟到明年, 公司新签合同的持续、大幅增长, 保障了未来业绩的增长。
- **产能瓶颈逐步打开。**三季报显示, 公司粉末和变形高温金属材料制品项目和钛铝项目将按之前预计进度、在今年年底建成投产; 真空水平连铸、精铸件和高温自润滑项目预计在 2013 年年底达到预定可使用状态。随着募投项目的投产, 公司产能瓶颈将逐步打开, 增量也将逐步从协调难度相对更大的外协加工转移到自身产能的利用, 公司订单执行等也将更加顺利。
- **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, 且 14.8 元/股的行权价将是二级市场极强的支撑。**公司前期公告了股权激励预案, 我们判断, 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, 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
- **维持推荐的投资评级,**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、短期催化因素的兑现使公司长期有持续的业绩期增长动力, 目前由于系统性风险导致股价调整至股权激励行权价附近, 我们认为是非常好的投资切入点, 维持推荐。
- **风险提示:** 主要原料镍、钴价格大幅波动。

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 钢研高纳单季度财务数据 (万元)

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
一、营业总收入	7268.75	9173.45	7282.10	14223.06	11072.11	11040.16	11980.40
营业收入	7268.75	9173.45	7282.10	14223.06	11072.11	11040.16	11980.40
二、营业总成本	5658.03	7391.64	5724.86	11818.69	8767.25	9167.53	10041.17
营业成本	5357.31	6815.49	5315.79	10703.22	8442.81	8035.97	8951.45
综合毛利率	26.30%	25.70%	27.00%	24.75%	23.75%	27.21%	25.28%
营业税金及附加	31.30	11.30	22.45	103.58	44.10	50.57	50.12
比例	0.43%	0.12%	0.31%	0.73%	0.40%	0.46%	0.42%
销售费用	20.88	21.09	41.04	12.64	20.40	23.54	26.51
管理费用	622.07	1089.90	709.63	1163.92	869.24	1140.31	1262.43
财务费用	-430.16	-715.43	-290.56	-189.53	-867.44	-40.17	-342.52
三项费用率	2.93%	4.31%	6.32%	6.94%	0.20%	10.18%	7.90%
资产减值损失	56.63	169.28	-73.48	24.87	258.14	-42.69	93.20
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	1610.73	1781.81	1557.23	2404.37	2304.87	1872.63	1939.22
加: 营业外收入	2.53	0	0	169.58	0	2.36	0.01
减: 营业外支出	0	0	0	1.38	0	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	0	0	0	1.38	0	0	0
五、利润总额	1613.26	1781.81	1557.23	2572.57	2304.87	1874.99	1939.23
减: 所得税	241.99	267.27	234.36	342.20	345.73	286.52	300.80
实际所得税率	15.00%	15.00%	15.05%	13.30%	15.00%	15.28%	15.51%
六、净利润	1371.27	1514.54	1322.87	2230.37	1959.14	1588.47	1638.43
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	-21.79	-41.00
少数股东损益比例	0	0	0	0	0	-0.01	-2.50%
归属于母公司所有者的净利润	1371.27	1514.54	1322.87	2230.37	1959.14	1610.26	1679.43
七、每股收益:							
摊薄每股收益(元)	0.1164	0.0197	0.0629	0.1047	0.0924	0.076	0.0792

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 钢研高纳目前前十大股东情况(单位:万股)

股东名称	限售条件股份解除限售日期	持有无限售条件股份数量	股份数量
中国钢研科技集团有限公司	2012.12.25	0	10178.96
深圳市东金新材料创业投资有限公司		1281.64	1281.64
北京金基业工贸集团有限责任公司		1100.99	1100.99
全国社保基金一一零组合		567.86	567.86
全国社会保障基金理事会转持三户	2012.12.25	0	455.84
国信弘盛创业投资有限公司		392.87	392.87
无锡西姆莱斯特种钢管有限公司		282.10	282.10
全国社保基金六零四组合		238.15	238.15
西南证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户		160.00	160.00
中国工商银行-富国天惠精选成长混合型证券投资基金(LOF)		143.00	143.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 钢研高纳分行业收入 (百万元)

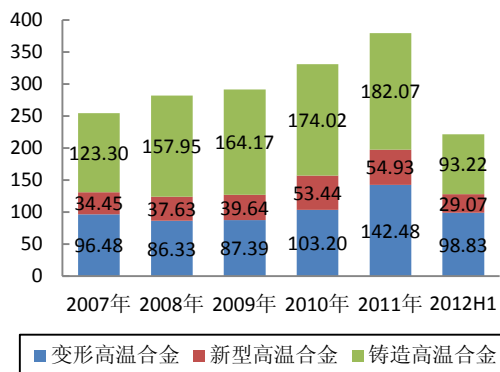
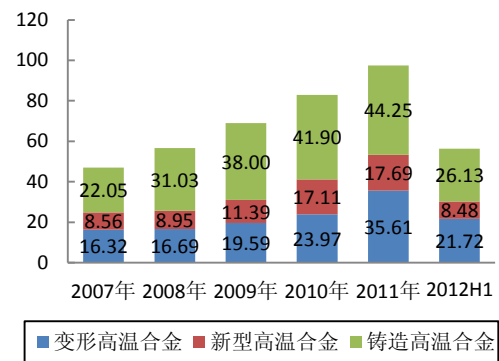
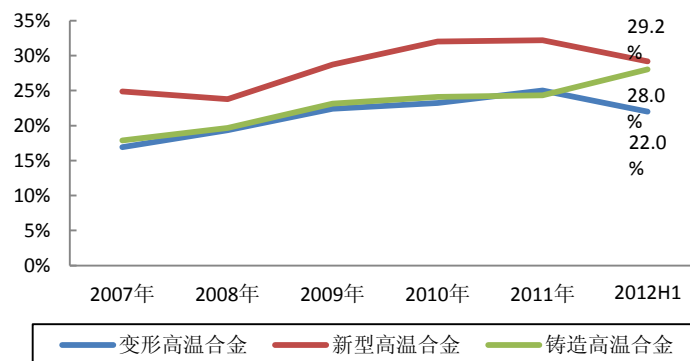


图 2 钢研高纳分行业利润 (百万元)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 3 钢研高纳分行业毛利率 (%)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 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 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

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	830	921	908	1100
现金	576	533	323	263
应收账款	64	122	193	279
其他应收款	1	0	0	0
预付账款	37	54	87	123
存货	50	90	145	205
其他流动资产	101	122	159	230
非流动资产	131	334	499	562
长期投资	0	0	0	0
固定资产	54	226	392	499
无形资产	11	11	11	11
其他非流动资产	66	97	96	52
资产总计	961	1255	1406	1662
流动负债	52	277	306	372
短期借款	0	150	150	150
应付账款	14	14	23	33
其他流动负债	38	112	133	190
非流动负债	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	8	0	0	0
负债合计	60	277	306	372
少数股东权益	0	0	0	0
股本	212	212	212	212
资本公积	467	467	467	467
留存收益	222	300	422	610
归属母公司股东权益	901	979	1101	1289
负债和股东权益	961	1255	1406	1662

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

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	379	488	797	1148
营业成本	282	360	582	820
营业税金及附加	2	2	4	5
营业费用	1	1	1	2
管理费用	36	44	72	102
财务费用	-16	-9	-4	-1
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	74	91	142	220
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	75	91	142	220
所得税	11	13	20	31
净利润	64	78	122	188
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	64	78	122	188
EBITDA	63	92	164	258
EPS (元)	0.30	0.37	0.58	0.89

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	14.8%	28.5%	63.4%	44.1%
营业利润	41.7%	23.2%	57.0%	54.5%
归属于母公司净利润	38.6%	20.7%	57.0%	54.4%
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

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