

**有色金属延压**

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yanguoping@china-invs.cn

参与人: 王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

**钢研高纳**

**300034**

**推荐**

**未来两年确定是业绩释放高峰期、且存在超预期因素**

我们近期调研了钢研高纳,通过调研我们进一步确认:公司可见的未来两年订单将持续饱满、外协加工继续良好运转、募投项目产能将逐步释放、可见的明后两年将是公司业绩释放高峰期、公司 14.80 元/股的股权激励价格对股价形成有力的支撑、所处下游行业可能发生的重大变化也使公司短期存在催化因素且的同时、公司未来两年业绩增长存在较大超预期的可能。

**投资要点:**

- **公司高端领域订单增量明显、且可持续性很强。**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。从订单新增的主要领域来看,受益核心技术与装备更新等影响,高端领域包括航空与汽轮机领域的需求都出现了非常明显的增长、从目前情况来看,我们判断,这种高速增长至少可以持续 3-5 年。
- **预计 2012 年订单依然处于过剩状态。**与我们之前的判断一致,预计同 2011 年一样,2012 年公司订单依然处于过剩状态、会有一部分过度到 2013 年,根据公司今年前三季度的数据和历史季度收入分布情况,我们估计,大概有超过 1 亿元左右的订单会在 2013 年才能交货结算。
- **2013 年及以后公司主要新增产能来源于两个部分:募投项目的投产与外协加工并行。**公司 2012 年之前大规模的新增生产能力主要来源于外协加工,虽然外协加工存在协调较自有产能难度高、成本相对更高的劣势,但依然能显著提升公司的规模和盈利水平;2013 年公司除了会继续发展外协加工外,公司变形与高温合金产能的产能释放将是公司另一主要生产力量,将很大程度上缓解公司自有产能不足的问题。自有产能的提升,也有望进一步提升公司的综合盈利能力。另外,2013 年年底左右公司铸造与真空水平连铸生产线也将投产,进一步提升公司自有生产能力。
- **子公司钢研广亨也有望在明后两年开始释放业绩并进一步提升产能。**钢研元亨一期产线已经陆续投产,并逐步进入高端市场。随着该生产线的进一步成熟与盈利贡献,钢研元亨二期也有望在未来两年开始建设。
- **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,业绩增长确定且存在超预期的可能;短期股价依然有 14.8 元的股权激励价格支撑、并且下游行业可能存在一些催化因素,维持推荐。
- **风险提示:** 主要原料镍、钴价格大幅波动。

**6-12 个月目标价:** 20.00 元

当前股价: 14.68 元

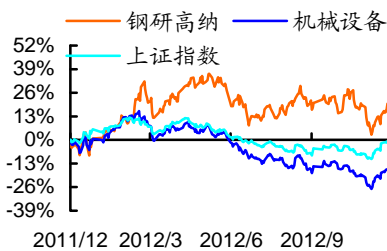
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2153.31
总股本(百万)	212
流通股本(百万)	106
流通市值(亿)	16
EPS	0.25
每股净资产(元)	4.42
资产负债率	10.1%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
钢研高纳	-0.20%	0.96%	-5.69%
机械设备	2.83%	-0.16%	-17.89%
上证指数	6.06%	6.25%	-4.76%



**相关报告**

钢研高纳-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

2012-10-25

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

**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

图 1 钢研高纳分行业收入 (百万元)

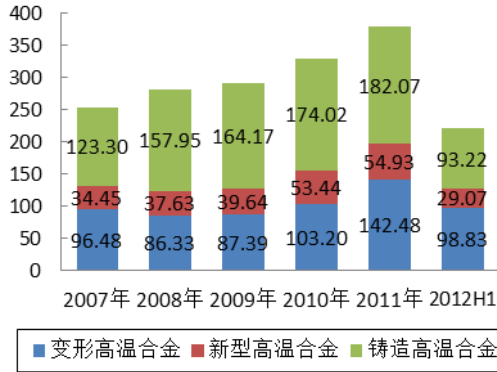
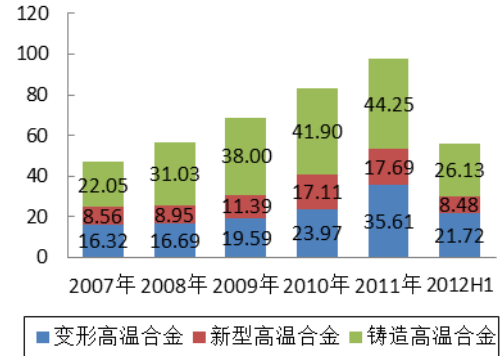
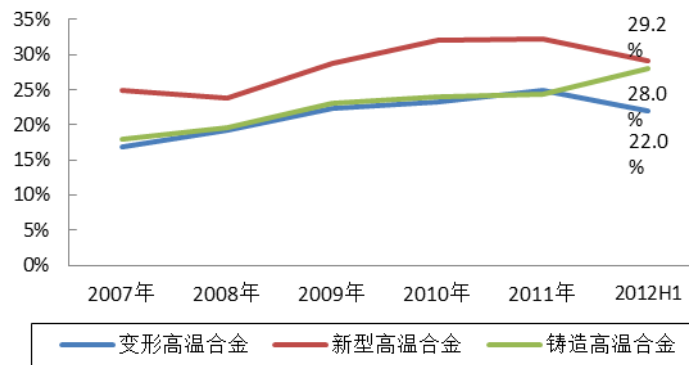


图 2 钢研高纳分行业利润 (百万元)



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 1 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 2 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		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
其它应收款	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	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	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	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	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%
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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
					EV/EBITDA				

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
2012-10-25	钢研高纳 - 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
2012-10-09	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
2012-10-08	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

中投证券

## 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。

王博,中投证券有色金属行业研究员,中国科学院材料学硕士

## 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及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,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,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。该研究报告谢绝媒体转载。

## 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