钢研高纳(300034)

项目投产牵业绩，后续动力仍可期

收盘价(元): 15.87

目标价(元):

投资评级：持有(持续)

材料组

分析师：余宝山（组长）

执业证书编号：S0290512050001

电话：021-61681568

邮箱：yubs@zszq.com

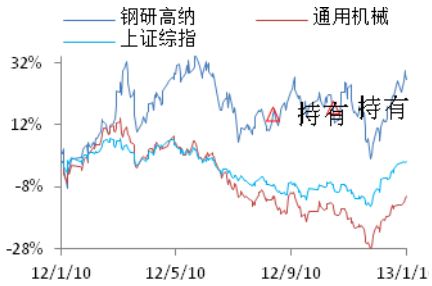
联系人：姜烨

电话：021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	21198.82
流通 A 股/B 股(万股)	10564.02/0.00
资产负债率(%)	10.05
每股净资产(元)	4.42
市净率(倍)	3.59
净资产收益率(加权)	5.71
12 个月内最高/最低价	17.10/11.16

股价走势图



相关研究报告

1《项目投产和需求扩张助推业绩增长》，2012.10.24

2《扩订单致业绩增长 募投项目后续可期》，2012.08.21

◎事项：

公司披露 2012 年业绩快报，2012 年公司实现营业收入 45,590.90 万元，同比增长 20.14%。基本每股收益 0.3319 元，同比增长 9.29%。加权平均净资产收益率为 7.5965%，同比增加 0.22%。

◎主要观点：

◆**业务及业绩增长符合预期。**公司全年业绩基本接近我们在三季报点评的预测。收入大幅增长主要受益于市场规模扩大，销售量增加所致。公司产品主要面向的市场为航空航天（占 60%）、发电领域使用的高端和新型高温合金材料，受益于该领域需求增速迅猛，销售规模快速扩大，业绩持续增长。变形高温合金事业部新签合同额在去年大幅增长 70%的基础上今年仍有同比 16%以上的增长。我们认为，公司综合销售毛利率、销售净利率全年较去年基本相近。目前期间费用因上市不久故发生的管理费用较高，占收入比约在 9%-10%左右，后续有望降低。

◆**募投项目陆续投产，业绩持续高速增长。**公司 IPO 三个募集资金项目以及两个超募资金项目的后续建设将加快，预计明年后将陆续投产。“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”和“航空航天用钛铝金属材料制品项目”日前通过了会计师事务所的专项审计和公司组织的专家验收，达到了投产标准，2013 年将全面投产。其他三个项目将在 2013 年底建成投产。公司目前产能不能满足订单的需求，期待各个项目的投产后对业绩的贡献，我们认为公司募投项目投产或将带来的业绩爆发性增长。

◆**股权激励彰显管理层对成长性信心。**公司拟授予激励对象总数量不超过公司总股本 10%的股票期权。股票期权的行权价为 14.80 元。其中业绩方面行权条件：在三个行权期的上一年度，净利润增长率均不低于 18%。

◆**盈利预测及投资评级。**根据公司后续产品投产进度，经模型测算，预计公司 12-14 年 EPS 为 0.33、0.44、0.57 元，对应动态 PE 约为 48.6、36.5、28 倍，作为高端材料期待高估值，我们维持“持有”评级。

	2010A	2011A	2012Q3	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	330.66	379.47	119.80	455.91	638.27	861.67
同比增速(%)	13.55	14.76	8.52	20.14	40.00	35.00
净利润(百万)	46.45	64.39	16.79	69.23	92.27	119.87
同比增速(%)	27.75	38.63	4.30	7.51	33.29	29.91
毛利率(%)	25.10	25.71	25.28	25.50	26.00	27.00
每股盈利(元)	0.39	0.30	0.08	0.33	0.44	0.57
ROE(%)	5.62	7.37	1.76	7.47	9.31	11.10
PE(倍)	71.00	54.72		48.60	36.46	28.07

1.1.募投项目实施情况

在项目实际实施过程中，受落实建设用地程序复杂、厂房购置和基建延误等因素影响上市募投项目建设进度受到拖延。公司对三个募集资金项目的实施进度进行了调整，并对超募资金项目重新做了规划，调整后五大募投项目建设进度如下：

表 1　公司募投项目建设进度

项目名称	总投资（万元）	项目达到预定可使用状态日期	收入（万元）	利润总额（万元）
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	2012 年 12 月 31 日	17275	1996
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	2012 年 12 月 31 日	6700	1309
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6447	2013 年 12 月 31 日	7600	1231
铸造高温合金高品质精铸件项目	13695	2013 年 12 月 31 日	11610	4358
真空水平连铸高温合金母合金项目	22395	2013 年 12 月 31 日	24100	5462

资料来源：上市公司公告，中山证券研究所　　注：黄色底纹为超募资金投资项目，公司所得税率为 15%。

其中基本募集资金项目具体产品如下：

表 2　公司基本募投项目细分产品经营预测 （金额：万元）

项目	产品名称	年产能	单价	收入	收入合计	利润
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等 9 种部件	30 套	200 万元/套	6000	17275	1996
	发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘	20 套	70 万元/套	1400		
	发动机用前后挡板	270 个	5 万元/个	1350		
	航空发动机变形高温合金涡轮盘	525 个	15 万元/个	7875		
	航天发动机用小涡轮盘	325 个	2 万元/个	650		
航空航天用钛铝金属材料制品项目	钛铝系金属间化合物变形型材制品	20 吨	185 万元/吨	3700	6700	1308.66
	钛铝系金属间化合物精铸件制品	10吨	300万元/吨	3000		
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	高温自润滑轴承	12000 套			7600	1231
	新型固体自润滑密封材料	7000 套				

资料来源：上市公司公告，中山证券研究所

目前超募资金项目正在积极推进。因在北京土地购置周期长，为加快超募项目实施，铸造高温合金高品质精铸件项目由计划在北京周边新购土地调整为在北京海淀永丰产业区自有土地上实施；真空水平连铸高温合金母合金项目由计划在北京周边新购土地调整为在河北涿州新购土地实施。

2012 年 12 月 29 日公司公告，“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”和“航空航天用钛铝金属材料制品项目”日前通过了会计师事务所的专项审计和公司组织的

专家验收，达到了投产标准。这两个募集资金项目对应的产品主要应用于航空航天发动机领域，航空航天发动机根据型号和用途的不同，需要使用不同类型的高温合金材料。上述项目的验收合格有利于提高公司在变形高温合金产品、新型高温合金材料产品的比重，有利于公司的全面发展。

1.2.股权激励凸显管理层看好公司成长性

2012 年 9 月 29 日公告，公司拟授予激励对象总数量不超过公司总股本 10%的股票期权。票期权的行权价为 14.80 元，与目前股价十分相近。首期授予的股票期权总额度为钢研高纳总股本的 2.30%，即 487.87 万份。激励对象包括上市公司董事、高级管理人员以及公司董事会认为需要激励的其他核心骨干人员共计 48 人，占员工比例 13%，将对管理积极性形成正面影响。其中,董事,总经理赵明汉获授 17.382 万股，6 名副总经理分别获授 14.913 万股，其余中层、核心骨干人员共计 41 人合计获授 381.01 万股。

根据股票期权授予和行权条件，净利润年均 18%的增速有望形成业绩增长底线。授予条件之一为，授予上一年度扣除非经常性损益后的净利润增长率不低于 15%。行权条件之一为，在三个行权期的上一年度，净利润增长率均不低于 18%。

2012 年 12 月 26 日，公司董事会公告，钢研高纳股票期权激励计划规定的首次股票期权授予条件已经成就，根据公司 2012 年 12 月 26 日召开的第三届董事会第十八次会议审议通过的《关于公司股票期权激励计划所涉股票期权首次授予相关事项的议案》，董事会同意授予 48 名激励对象 487.87 万份股票期权，首次股票期权授予日为 2012 年 12 月 26 日。

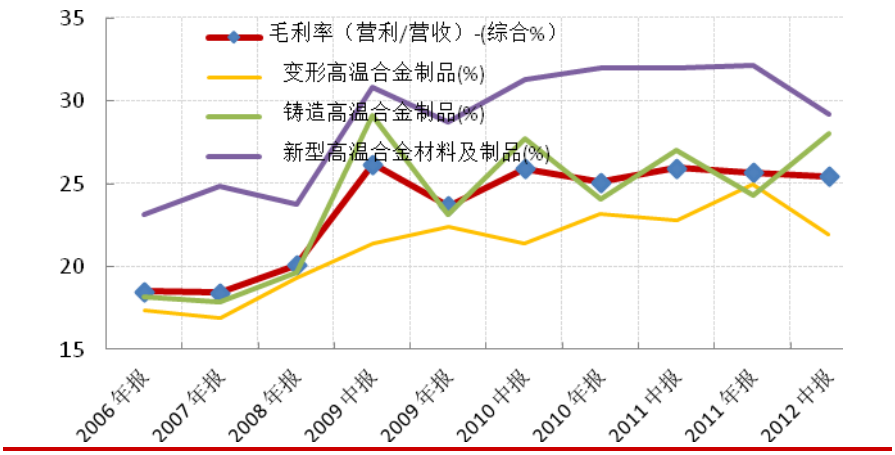
表 3　公司行权期的业绩考核指标设置

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三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：上市公司公告，中山证券研究所

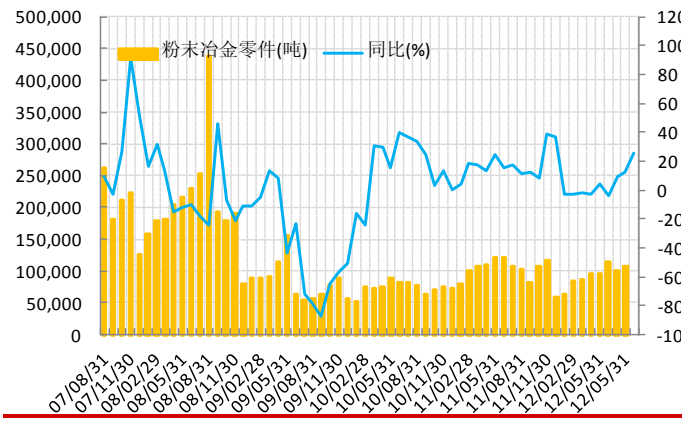
1.3.公司经营和需求运营数据

图 1　历年各产品毛利率变动



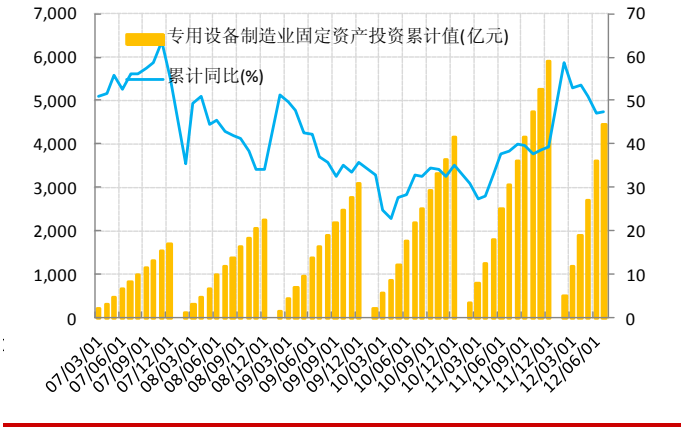
资料来源：上市公司公告，中山证券研究所

图 2　粉末冶金零件月产量



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

图 3　专用设备制造业固定资产投资累计值



资料来源：wind 资讯，中山证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	829.72	1093.29	1510.52	1968.86
现金	575.55	880.14	1167.83	1515.64
应收账款	64.40	69.53	94.10	134.90
其它应收款	0.67	0.00	0.36	0.34
预付账款	37.39	0.00	35.75	18.82
存货	50.48	51.38	74.71	102.43
其他	101.23	92.24	137.76	196.72
非流动资产	131.14	147.96	193.03	250.42
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	54.46	77.28	114.92	157.18
无形资产	10.54	12.74	17.96	24.20
其他	66.15	57.94	60.15	69.03
资产总计	960.87	1241.25	1703.55	2219.27
流动负债	51.63	281.09	669.80	1081.01
短期借款	0.00	212.61	568.85	957.79
应付账款	13.78	22.06	33.83	39.97
其他	37.85	46.41	67.12	83.25
非流动负债	8.45	7.10	5.38	6.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.45	7.10	5.38	6.97
负债合计	60.08	288.19	675.18	1087.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	900.79	953.06	1028.37	1131.28
负债和股东权益	960.87	1241.25	1703.55	2219.27

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	379.47	455.91	638.27	861.67
营业成本	281.92	339.65	472.32	629.02
营业税金及附加	1.69	2.50	3.24	4.31
营业费用	0.96	1.06	1.55	2.08
管理费用	35.86	43.31	57.44	73.24
财务费用	-16.26	-11.35	-3.55	11.94
资产减值损失	1.77	1.30	1.47	2.82
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.54	79.45	105.81	138.26
营业外收入	1.72	1.25	1.65	1.54
营业外支出	0.01	0.02	0.03	0.02
利润总额	75.25	80.68	107.44	139.79
所得税	10.86	11.45	15.16	19.91
净利润	64.39	69.23	92.27	119.87
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	64.39	69.23	92.27	119.87
EBITDA	63.22	70.19	107.72	156.39
EPS（元）	0.30	0.33	0.44	0.57

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-7.88	120.71	-0.78	54.61
净利润	64.39	69.23	92.27	119.87
折旧摊销	5.24	4.96	7.56	11.06
财务费用	-16.26	-11.35	-3.55	11.94
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-109.17	57.87	-97.06	-88.25
其它	47.92	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-82.30	-21.77	-52.64	-68.44
资本支出	45.40	18.16	46.80	55.78
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-36.90	-3.61	-5.84	-12.66
筹资活动现金流	-9.42	-6.96	-15.13	-27.30
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-9.42	-6.96	-15.13	-27.30
现金净增加额	-99.60	91.98	-68.54	-41.13

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	14.76%	20.14%	40.00%	35.00%
营业利润	41.72%	8.04%	33.17%	30.67%
归属母公司净利润	38.63%	7.51%	33.29%	29.91%
获利能力				
毛利率	25.71%	25.50%	26.00%	27.00%
净利率	16.97%	15.18%	14.46%	13.91%
ROE	7.37%	7.47%	9.31%	11.10%
ROIC	5.51%	4.80%	5.39%	5.97%
偿债能力				
资产负债率	6.25%	23.22%	39.63%	49.02%
净负债比率	0.00%	22.31%	55.32%	84.66%
流动比率	16.07	3.89	2.26	1.82
速动比率	15.09	3.71	2.14	1.73
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.41	0.43	0.44
应收帐款周转率	0.17	0.15	0.15	0.16
应付帐款周转率	15.28	18.95	16.90	17.04
每股指标(元)				
每股收益	0.30	0.33	0.44	0.57
每股经营现金	-0.04	0.57	0.00	0.26
每股净资产	4.25	4.50	4.85	5.34
估值比率				
P/E	54.72	48.60	36.46	28.07
P/B	3.91	3.53	3.27	2.97
EV/EBITDA	46.62	38.42	25.67	17.94

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

余宝山：北京科技大学热能及动力工程学士，香港大学工商管理硕士，经济师职称。曾在宝钢股份担任轧钢技术工程师，金融行业多年的投资银行和投研背景。2012 年加盟中山证券研究所，现任材料组组长，钢铁及新材料行业首席分析师。2011 年搜狐首届金罗盘最佳分析师。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%～5%之间波动；

弱于大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级　　：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%～15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%～5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理		
上海	**北京**	**深圳**
姜烨		
021-61681566		

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应当将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。