证券研究报告

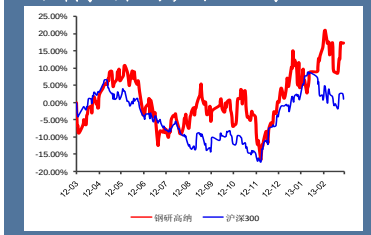
公司研究——年报点评

钢研高钠（300034.sz）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：增持，2013.1.11

钢研高钠相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2013-3-26）

收盘价（元）	17.80
52 周内股价波动区间(元)	12.21-18.92
最近一月涨跌幅(%)	3.19
总股本(亿股)	2.12
流通 A 股比例(%)	51.98
总市值(亿元)	37.73

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮 箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮 箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 研究助理
联系电话：+86 10 63080936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

相关研究

《钢研高纳：四季度收入下滑，收益质量未降》2013.1

《钢铁行业 2013 年投资策略》2012.12

《钢研高纳：销售收入和新签合同快速增长》2012.10

《钢研高钠深度报告：立足军品抗周期，拓展民品振翼飞》2012.9

盈利稳健增长，积极布局拓宽军品市场

2012 年报点评 2013 年 3 月 27 日

事件： 2013 年 3 月 27 日钢研高钠发布 2012 年报，12 年公司实现销售收入 4.56 亿元，同比增长 20.14%；实现归属母公司股东净利润 7,048 万元，同比增长 9.25%。基本每股收益 0.3325 元，符合我们的预期。公司拟以 12 年末总股本 211,988,154 股为基数向全体股东每 10 股派现 1.6 元（含税），共派发现金股利 3,392 万元。此利润分配预案需提交 12 年年度股东大会审议通过。

点评：

◆ **12 年第四季度营业收入下滑。**从往年看，4 季度单季营业收入通常为全年最高（图 1），今年则偏低。公司 12 年 4 季度单季营业收入 1.15 亿元，较 11 年 4 季度同比减少 0.27 亿元。

◆ **12 年收益质量保持良好。**在 12 年国内外经济不景气情况下，公司仍保持了良好的收益质量。公司 12 年净利率 15.43%，略低于 11 年的 16.97%，高于 10 年的 14.05%；公司 12 年加权平均 ROE 7.61%，高于 11 年的 7.38%和 10 年的 5.64%。

◆ **积极布局拓宽军品市场。**12 年公司组建的轻质有色合金制品事业部已经成为 4 家军品用户合格供应方，合同额已接近 1,000 万元；另有 3 家军品用户正在试件，公司有望较快成为合格供应方。此外，依托自主开发的真空水平连铸技术，公司拟建设年产 1,000 吨的真空连铸生产线；目前，第一条中试生产线已经建设，试生产的真空连铸母合金各项技术指标均明显超过了模铸母合金。

◆ **开拓民品新增长点。**12 年公司投资 1,140 万元持股 38%成立天津钢研广亨特种装备股份有限公司，后者 12 年亏损 217 万元。亏损的原因是 12 年开办费的摊销，预计 13 年随着销售收入的增长将逐步扭亏为盈，为公司带来一定业绩增量。

◆ **2 个募投项目年底顺利完成验收。**“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品”和“航空航天用钛铝金属材料制品”两个募投项目于 12 年 12 月顺利通过了会计师事务所的专项审计和公司组织的专家验收。这两个项目主要应用于航空航天发动机领域。12 年以来，随着我国某重点型号发动机的生产批量快速增长，航空发动机用粉末高温合金订单出现快速增长，航空航天用粉末及变形高温合金材料制品项目的建成投产将极大缓解订单快速增长造成的产能不足。我们预计，“航空航天用粉末及变形高温合金材料”项目 13 年可贡献较好业绩。

◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计钢研高钠 13-15 年的基本每股收益分别为 0.35 元、0.55 元和 0.71 元。按 3 月 26 日收盘价 17.80 元计算，对应的 PE 为 52X。维持公司“增持”评级。

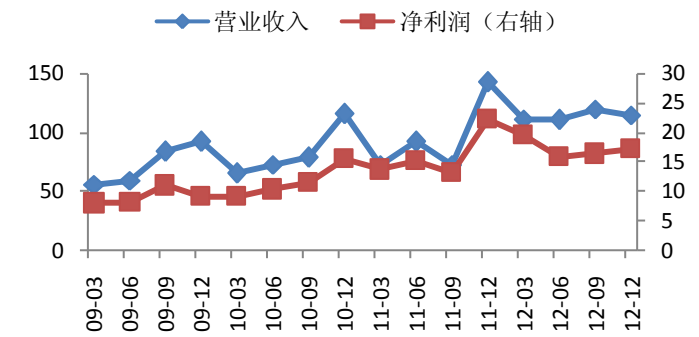
◆ **风险因素：**公司项目进展低于预期；创业板高估值回调。

公司报告首页财务

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	379.47	455.84	539.69	644.61	776.48
增长率 YoY %	14.76	20.12	18.40	19.44	20.46
净利润(百万元)	64.39	69.14	72.13	84.18	100.89
增长率 YoY%	38.63	9.46	2.34	16.71	19.85
毛利率%	25.71	25.32	25.42	25.48	25.54
净资产收益率 ROE%	7.38	7.61	7.28	7.88	8.69
每股收益 EPS(元)	0.39	0.33	0.34	0.40	0.48
市盈率 P/E(倍)	59	54	52	45	37
市净率 P/B(倍)	4.2	4.0	3.7	3.4	3.1

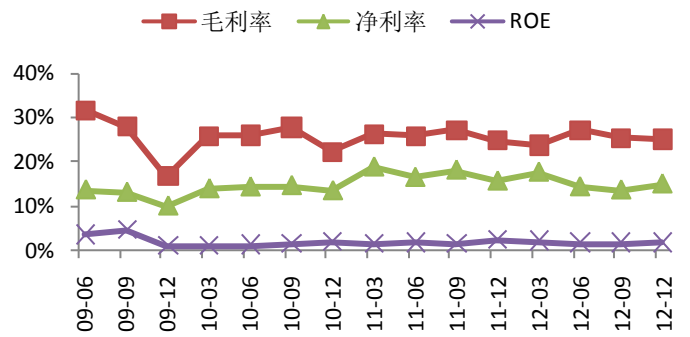
资料来源：wind，信达证券研发中心预测　注：股价为 2013 年 3 月 26 日收盘价

图 1：公司单季度营业收入和净利润走势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：公司产品单季毛利率和 ROE 走势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	829.72	840.13	676.90	721.39	766.25
现金	575.55	505.48	298.27	269.36	221.96
应收账款	101.23	101.42	132.02	157.69	189.95
其它应收款	64.40	94.66	101.84	121.63	146.52
预付账款	37.39	53.37	58.24	69.51	83.67
存货	50.48	84.89	86.23	102.90	123.87
其他	0.67	0.30	0.30	0.30	0.30
非流动资产	131.14	249.77	475.67	531.40	607.55
长期投资	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00
固定资产	54.46	68.00	176.80	471.65	536.25
无形资产	10.54	21.71	32.70	43.43	53.90
其他	66.15	145.06	251.17	1.32	2.40
资产总计	960.87	1,089.90	1,152.57	1,252.79	1,373.80
流动负债	51.63	96.25	86.79	102.82	122.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	13.78	25.83	25.11	29.96	36.07
其他	37.85	70.41	61.68	72.86	86.88
非流动负债	8.45	21.96	21.96	21.96	21.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.45	21.96	21.96	21.96	21.96
负债合计	60.08	118.21	108.75	124.79	144.91
少数股东权益	0.00	17.25	17.25	17.25	17.25
归属母公司股东权益	900.79	954.43	1,026.56	1,110.74	1,211.64
负债和股东权益	960.87	1089.90	1152.57	1252.79	1373.80

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	379.47	455.84	539.69	644.61	776.48
同比	14.76%	20.12%	18.40%	19.44%	20.46%
归属母公司净利润	64.39	70.48	72.13	84.18	100.89
同比	38.63%	9.46%	2.34%	16.71%	19.85%
毛利率	25.71%	25.32%	25.42%	25.48%	25.54%
ROE	7.37%	7.60%	7.28%	7.88%	8.69%
每股收益(元)	0.39	0.33	0.34	0.40	0.48
P/E	59	54	52	45	37
P/B	4.2	4.0	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	46.88	42.95	39.54	30.39	23.90

利润表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	379.47	455.84	539.69	644.61	776.48
营业成本	281.92	340.40	402.50	480.34	578.20
营业税金及附加	1.69	2.16	2.60	3.11	3.75
营业费用	0.96	1.00	1.29	1.54	1.85
管理费用	35.86	45.80	53.12	63.45	76.43
财务费用	-16.26	-15.82	-3.97	-2.30	-2.05
资产减值损失	1.77	1.95	1.46	1.74	2.09
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.54	80.35	82.70	96.73	116.20
营业外收入	1.72	0.36	1.36	1.36	1.36
营业外支出	0.01	0.00	0.02	0.02	0.02
利润总额	75.25	80.71	84.03	98.07	117.54
所得税	10.86	11.57	11.90	13.89	16.65
净利润	64.39	69.14	72.13	84.18	100.89
少数股东损益	0.00	-1.35	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	64.39	70.48	72.13	84.18	100.89
EBITDA	80.49	87.85	95.42	124.17	157.90
EPS（摊薄）	0.39	0.33	0.34	0.40	0.48

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-7.88	64.28	29.88	52.68	68.81
净利润	64.39	69.14	72.13	84.18	100.89
折旧摊销	5.24	7.14	11.39	26.11	40.37
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-79.27	-14.03	-54.89	-59.10	-74.24
其它	1.76	2.03	1.25	1.49	1.80
投资活动现金流	-82.30	-135.99	-237.09	-81.59	-116.21
资本支出	-82.36	-120.99	-237.09	-81.59	-116.21
长期投资	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-15.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-9.42	1.64	0.00	0.00	0.00
吸收投资	0.00	18.60	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	9.42	16.96	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-99.60	-70.07	-207.21	-28.91	-47.40

分析师简介

范海波 CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研究发展中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券，2 年证券从业经验。

有色金属/钢铁行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
荣华实业	600311	紫金矿业	601899	江西铜业	600362	云南铜业	000878
西部资源	600139	西部矿业	601168	中国铝业	601600	盛达矿业	000603
西宁特钢	600117	方大炭素	600516	新兴铸管	000778	钢研高纳	300034
东方锆业	002167	中捷股份	002021	兴业矿业	000426	ST 宝龙	600988
恒邦股份	002237	中金黄金	600489	闽东电力	000993	山东黄金	600547
盛屯矿业	600711	安泰科技	000969				

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13671072405	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）;

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20％以上;

增持：股价相对强于基准 5％～20％;

持有：股价相对基准波动在±5% 之间;

卖出：股价相对弱于基准 5％以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准;

中性：行业指数与基准基本持平;

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。