

新材料研究小组

分析师：牟国洪

执业证书编号：S0730513030002

mough@ccnew.com 021-50588666-8039

## 业绩低于预期 新兴领域促 13 年业绩增长

——钢研高纳（300034）年报点评

证券研究报告-年报点评

增持（维持）

发布日期：2013 年 03 月 27 日

### 报告关键要素：

2012年，公司业绩低于预期。公司业绩增长源自产品销量增长，其中新型和变形高温合金贡献显著；销售毛利率基本持平，预计13年维稳，募集项目进程加快致期间费用率同比提升。公司下游应用领域进一步延伸，新兴领域业务以及募集项目进程加速促13年业绩稳步增长。

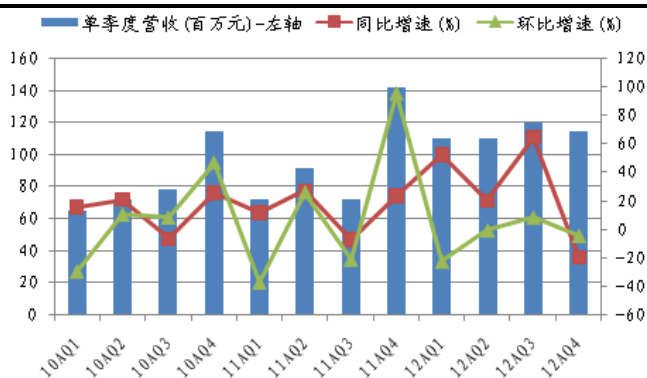
### 事件：

- **钢研高纳(300034)公布2012年中报。**2012年，公司实现营业收入4.56亿元，同比增长20.12%；实现营业利润8035万元，同比增长9.26%；实现归属于上市公司股东的净利润7047万元，同比增长9.46%，基本每股收益0.33元；利润分配预案为每10股派现1.60元(含税)。

### 点评：

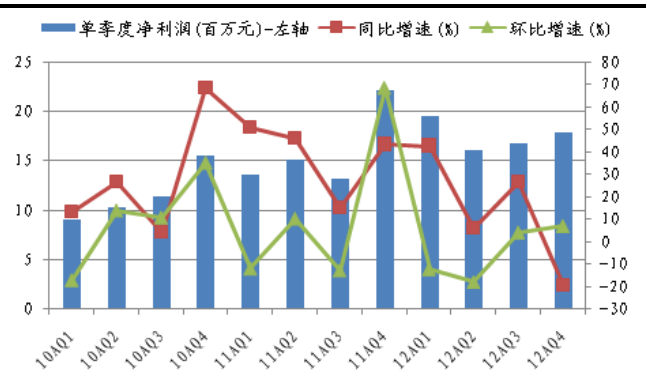
- **业绩增长源自各产品销量增长。**公司产品为各类合金，上游主要原料为镍、铬、钴等有色金属，且金属原料成本占比在75%以上。受宏观经济影响波动，12年主要金属镍、钴等主要金属价格均下滑，如1#镍11年均价为17.05万元/吨，而12年为12.54万元/吨。我们认为12年公司各产品主要价格略有下降，业绩增长主要源自销量增长，全年公司各产品合计销售1536吨，同比增长20.47%。其中铸造高温合金营收1.96亿元，同比增长7.57%；变形高温合金营收1.91亿元，同比大幅增长32.07%；新型合金为6891万元，增幅为25.46%。

图1：2010-12年公司单季度营收及增速



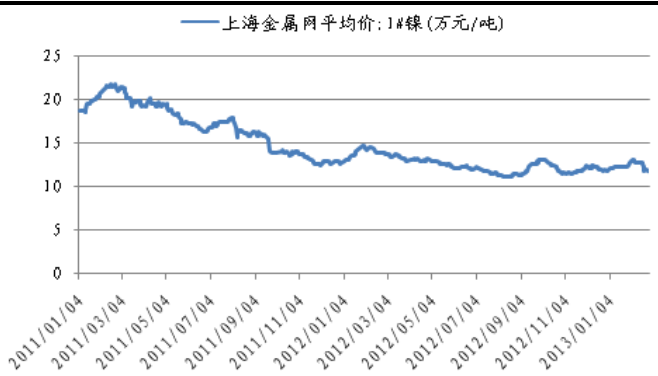
资料来源：Wind，中原证券

图2：2010-12年公司单季度净利润及增速



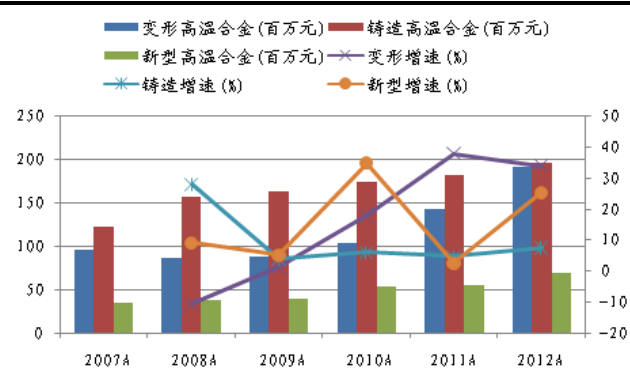
资料来源：Wind，中原证券

图3: 2011-13年1#镍价格曲线



资料来源: Wind, 中原证券

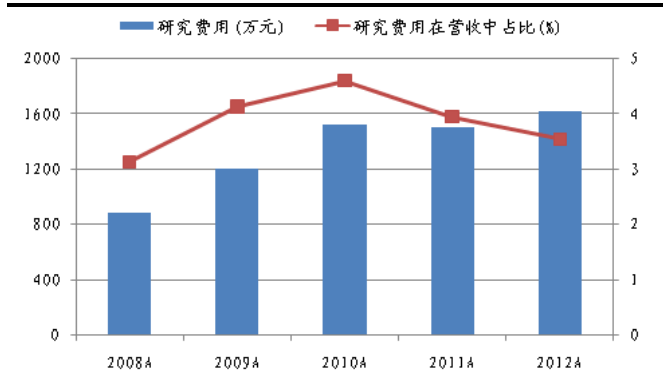
图4: 2008-12年公司不同产品营收及增速



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

**新兴领域促13年业绩增长。**公司长期注重研发投入与自主创新, 12年研发投入1624万元, 研发投入在营收中比重为3.56%, 且2008年以来占比均大于3%。凭借技术优势与创新, 公司积极延伸产品线与应用领域, 寻求新的业绩增长点, 12年相继成立了真空连铸件事业部和轻质有色金属制品事业部。首先, 真空连铸件事业部开发成功了断面为 $\phi 32\text{mm}$ 的高温合金真空水平连铸集成技术及装备, 为世界首次实现了完全在真空环境下进行高温合金冶炼和连铸, 依托该技术拟建设年产1000吨的真空连铸生产线, 目前第一条中试生产线已建设, 且试生产的真空连铸母合金各项制备均明显超过模铸母合金, 生产线完全投产后将提升我国高温合金部件的综合制备水平和显著降低型号批产成本; 其次轻质合金事业部已成为多家军品用户合格供应方, 目前合同金额已接近1000万元。同时, 公司投资1140万元持股38%的天津钢研广亨特种装备股份有限公司, 其阀门产品有望在13年为公司带来一定业绩增量; 投资1500万元同关联股东发起设立钢研大智慧投资有限公司, 持股占比10%, 为公司“外延式”发展积累经验 and 资源。预计13年新兴领域将对公司业绩产生部分贡献。

图5: 2008-12年公司研发投入及营收占比



资料来源: Wind, 公司公告, 中原证券

**募集项目进展加速为业绩增长提供动力。**目前, 公司60%以上产品面向航空航天领域客户, 该部分客户由于对品质要求高, 一旦认证后其它企业难以替代, 且公司12年1-9月签订销售合同5.08亿元。公司募集项目因技术、土地等因素低于预期, 但相比12年中报进展显著加快, 其中至12年底: 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项目已达到投产要求, 并进行了项目验收, 预计将为业绩贡献产生积极影响, 总体预计公司13年业绩稳步增长。

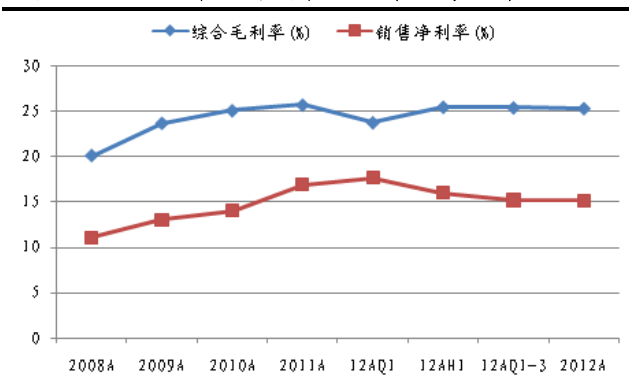
表1: 公司募集进展概况及对比(至2012年12月31日)

项 目	投资总额 (万元)	投资进度		预定可使用 状态日期
		12 年底	12 年中报	
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品	9995	75.01%	40.80%	2012 年
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	53.63%	10.76%	12 月 31 日
铸造高温合金高品质精铸件	6447	37.18%	13.98%	2013 年
真空水平连铸高温合金母合金	18291	21.63%	3.68%	12 月 31 日
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	13695	16.02%	0.73%	

资料来源: 公司公告, 中原证券

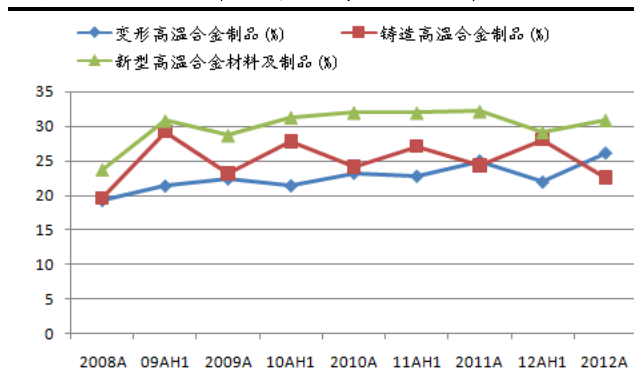
- **销售毛利率基本持平 预计13年持平。**2012年, 公司销售毛利率25.32%, 较11年的25.71%回落0.38个百分点; 销售净利率为15.17%, 相比11年的16.97%回落1.80个百分点。具体至产品: 变形高温合金毛利率为26.13%, 同比提升1.14个百分点, 铸造高温合金为22.57%, 较11年的24.31%回落1.74个百分点, 同时铸造和变形高温合金毛利率出现有规律性的变化, 主要与行业属性及公司产品销售模式有关, 公司产品采用“以销定产”模式, 价格波动大部分均能转移至下游客户, 但存在一定的滞后性。结合公司技术优势及行业地位, 预计13年公司毛利率基本持平。

图6: 2008-12年公司销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 中原证券

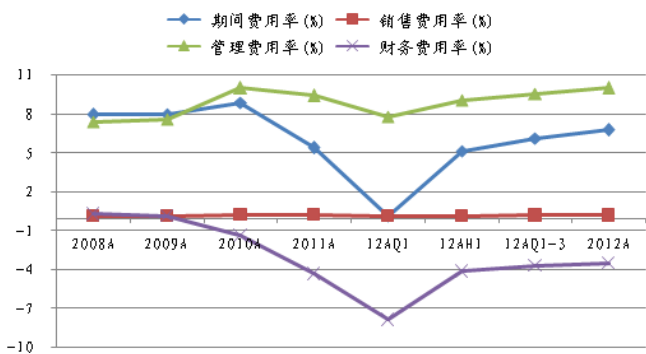
图7: 2008-12年公司不同产品毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

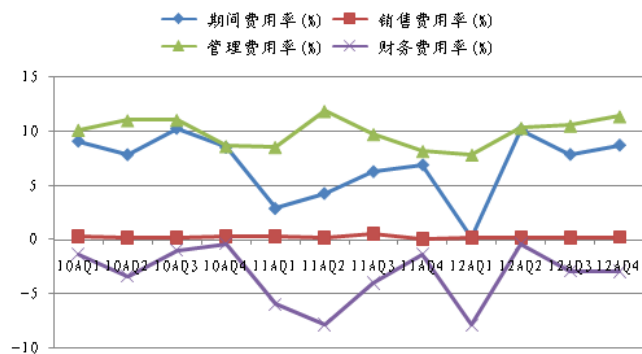
- **利息收入减少致期间费用率提升 预计13年提升。**2012年, 公司三费合计支出3099万元, 同比大幅增长50.75%, 对应期间费用率为6.80%, 较11年的5.42%提升1.38个百分点, 原因是管理费用增加和财务费用利息收入减少。12年管理费用支出4580万元, 同比增长27.75%, 其中职工薪酬支出1390万元, 同比大幅增长75.70%, 研发费用1624万元, 同比略增8.07%; 财务费用-1582万元, 而11年为-1626万元, 主要是利息收入减少, 12年公司资产负债率为10.85%, 较11年的6.25%提升4.6个百分点。随着募集项目进程加快, 预计13年公司期间费用率仍将小幅提升。

图8: 2008-12年公司期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

图9: 2010-12年公司单季度期间费用率



资料来源: Wind, 中原证券

- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2013年和2014年EPS分别为0.41元与0.56元, 按3月26日17.80元收盘价计算, 对应的PE分别为43.04倍与31.79倍。目前估值水平偏高, 考虑行业景气度及公司未来高成长性预期, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 项目进展低于预期; 技术开发风险。

盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	379.47	455.84	589.20	790.78
增长比率 (%)	14.76	20.12	29.26	34.21
净利润 (百万元)	64.39	70.48	87.68	118.71
增长比率 (%)	38.63	9.46	24.40	35.40
每股收益 (元)	0.30	0.33	0.41	0.56
市盈率 (倍)	58.60	53.54	43.04	31.79

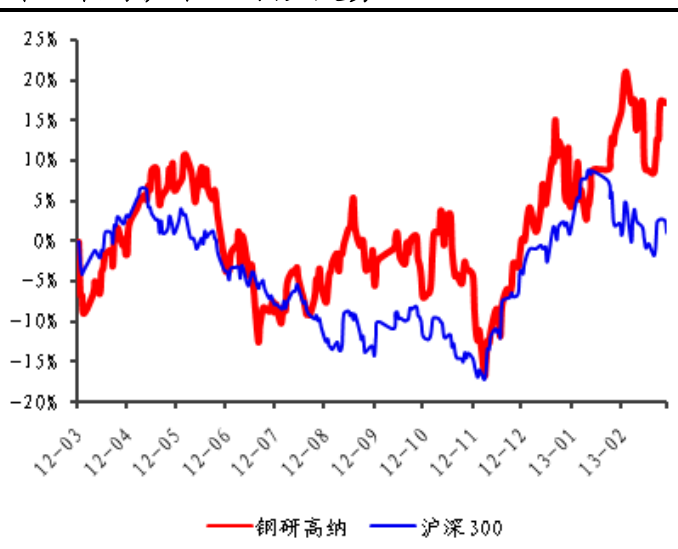
市场数据 (2013年03月27日)

收盘价 (元)	17.80
一年内最高/最低 (元)	18.92/12.21
上沪深300指数	2575.05
市净率 (倍)	3.95
流通市值 (亿元)	19.62

基础数据 (2012年12月31日)

每股净资产 (元)	4.50
每股经营现金流 (元)	0.30
毛利率 (%)	25.32
净资产收益率-摊薄 (%)	7.61
资产负债率 (%)	10.85
总股本/流通股 (万股)	21199/11020
B股/H股 (万股)	0/0

个股相对沪深300指数走势



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。