

研究所
证券分析师：马金良 S0350510120001
联系人：徐志国
010-88576936-805 xuzg@ghzq.com.cn

募投项目贡献高增长，航空发动机产业助 推公司发展

——钢研高纳(300034)研究报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
钢研高纳	4.4	1.5	3.9
沪深300	5.4	2.1	0.2

市场数据 2013-05-17

当前价格(元)	16.76
52周价格区间(元)	12.21-18.92
总市值(百万)	3552.92
流通市值(百万)	3552.92
总股本(万股)	21198.82
流通股(万股)	21198.82
日均成交额(百万)	32.85
近一月换手(%)	18.11

相关报告

《钢研高纳 3000034：一季报点评：同比下滑源于高基数，全年稳定增长（增持）》20130419

《军工行业5月投资策略：动力轰鸣，关注发动机板块的主题投资机遇（上调评级至推荐）》20130508

《钢研高纳 3000034：公司研究：高新产品快速增长 募投项目整体推进良好（增持）》20110928

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点：

- 预计公司2013年营收5.4亿元，净利润8500万元，同比增长18%和23%：2013年公司生产经营稳定，全年净利润增速为23%，募投项目是全年稳定增长的主要贡献点。
- 2013-2014年募投项目逐步达产，营收和利润增速逐步加快，预计2014年贡献公司利润增速约50%：募投项目是公司2013-2015年业绩高速增长的主要贡献点；发动机产业对高端高温合金钢的迫切需求是公司募投项目订单的主要保证；公司资金实力雄厚，外延式增长的预期强烈。
- 子公司钢研广亨主营特材阀门及其阀门母合金，技术和产业壁垒高，下游市场广阔，有望成为公司继汽车发动机高温合金产品后又一个重要的民品产业，预计2015年实现满产，将为公司每年增厚营收3.3亿元，净利润5500万。
- 关注发动机产业扶植政策和产业升级带来的投资机遇：国家“十二五”规划中已将航空制造（含发动机产业）为代表的高端装备制造业列为战略性新兴产业，国家对航空制造业（含发动机）的重视程度和投资力度逐步加大，预计国家对航空发动机的扶植资金将超过1000亿人民币，高温合金材料是发动机产业进步的最主要瓶颈之一，公司作为航空发动机高温合金材料的龙头企业，占据发动机产业价值链的上游位置，有望分享更高的收益，关注由此带来的投资机遇。
- 估值处于历史底部区域，看好公司长期投资价值，提高评级至“买入”：目前公司的PE估值处于上市以来的最低区域，股价处于股权激励价格附近，安全边际高，我们非常看好公司的长期投资价值，结合公司未来成长性和二级市场的股价，调高评级至“买入”。

预测指标	2012	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万元)	456	538	736	985
增长率(%)	20%	18%	37%	34%
净利润(百万元)	70	87	125	162
增长率(%)	9%	23%	44%	30%
摊薄每股收益(元)	0.33	0.41	0.59	0.77
ROE(%)	7.25%	8.37%	11.09%	13.00%

1、公司整体经营情况：依托发动机产业，做高温合金钢龙头

- 公司依托发动机产业，积极延伸拓展其他领域，做高温合金的龙头
- 公司业务以铸造、变形和新型高温合金为主导产品，募投项目厚积薄发
- 公司技术底蕴深厚，成为技术的引领者与产业升级的推动者

钢研高纳为我国“先进高温材料”技术的引领者与产业升级的推动者，主要从事航空、航天、船舶中高温材料的研发、生产和销售，高温材料主要应用于航空航天发动机领域，由于其优良的耐高温、耐腐蚀和优良的力学等性能，逐渐被应用到电力、汽车、冶金、玻璃制造、核电等领域。

高温合金产品为钢研高纳的龙头产品，其技术及产业化国内领先。高温合金具有良好的高温强度和抗氧化抗腐蚀性能、优异的抗疲劳和抗蠕变性能、以及甚佳的断裂性能和组织稳定性。从产品用途及下游客户来看，其主要应用在航空航天发动机领域以及各种工业燃气轮机领域。国家航空发动机重大科技专项有望于近期立项，预计投入至少千亿元资金。航空发动机主要涉及原材料、零部件、单元体及主要部件、整机制造等主要领域，高温合金作为航天航空发动机产业链上最上游的环节，而且其技术难点仍是制约发动机性能的最关键环节，预计该专项资金将对高温合金材料领域有相当比例的扶持，相关发动机公司受益后对公司的间接拉动非常明显，专项一旦实施将长期利好公司主营业务的发展。

公司三大业务支柱分别是：变形高温合金制品、铸造高温合金制品和新型高温合金材料及制品。从2012年公司年报可以看出，变形高温合金、铸造高温合金和新型高温合金分别占收入的42.97%、41.92%和15.12%，其中变形高温合金和铸造高温合金收入合占近84.83%。目前，公司总体经营情况良好，我们预测，公司2013年营收约5.4亿，同比增长18%，净利润计划在约8500万，同比增长23%。

表 1：公司各类产品的主要概况

	定义	应用领域	技术优势
变形高温合金	可进行热、冷变形加工，具有良好的力学性能和综合的强、韧性指标，具有较高的抗氧化、抗腐蚀性能的一类合金	用于制造在航空、航天发动机和核反应堆等高温环境下应用的板材、棒材和涡轮盘等高端产品。司太立合金制品是变形高温合金的分支，主要是汽轮机叶片防护片和黏胶短纤维切断刀。	对铸锭进行开坯、锻造、挤压、拉拔、冲压和特殊的热处理技术来获得不同形状和尺寸的各种锻件与零件
铸造高温合金	可以或只能用铸造方法成型零件的一类高温合金	用于制造航空航天发动机热端部件的高温合金精密铸件等，产品有航空发动机、航天发动机、燃气轮机、人工关节、车用高温合金精铸件、高温合金等温锻模具、高温合金母材、轻质有色精铸件、离心器等系列	成分范围更宽，应用领域更为广阔，可根据零件的使用需要，设计出近终形或无余量的具有复杂结构和形状的高温合金铸件
新型高温合金产品	包括粉末高温合金、ODS合金、金属间化合物、高温金属自润滑材料等品种	用于航空航天发动机的涡轮盘、涡轮挡板；Ti-Al系金属间化合物主要用于制作各类先进运载工具动力推进系统的构件；ODS高温合金采用机械合金化工艺使高温下超稳定的超细氧化物弥散强化相均匀地分散于合金基体中形成的特殊高温合金，用于制造航空航天发动机关键部件、制造火力发电系统、煤转化系统、工业燃气轮机和工业锅炉、玻璃制造、工业加热炉、汽车柴油发动机、核反应堆等领域。	粉末高温合金致密性好，Ti-Al合金密度低，兼有金属材料的塑性和陶瓷材料的高温强度；ODS合金具有优良的高温蠕变性能、优越的高温抗氧化性能、抗碳、硫腐蚀性能，目前公司是国内唯一可以生产ODS合金的厂商

资料来源：公司公告、公司网站、国海证券研究所整理

表 2: 2012 年公司前五名客户销售收入情况

客户名称	占公司全部销售收入比例 (%)
山西金利恒物贸有限公司	25.82
西安航空动力股份有限公司	10.65
哈尔滨汽轮机厂有限责任公司	10.04
沈阳黎明航空发动机有限公司	7.70
中国第二重型机械集团万航模锻厂	6.54
合计	60.75

资料来源: 公司公告、公司网站、国海证券研究所整理

表 3: 公司主要产品具有非常高的市场占有率

产品系列	产品	市场占有率情况
铸造高温合金制品	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%
	精铸件	航天发动机精铸件市场占有率>90%
变形高温合金制品	板材、棒材、涡轮盘等	特种板材、棒材和涡轮盘等市场占有率>30%
新型高温合金	汽轮机叶片防护片	市场占有率 100%
	粉末高温合金	ODS 合金市场占有率 100%, 粉末高
	ODS 合金等	温合金市场占有率 60%

资料来源: 中国金属学会高温材料分会、公司招股说明书、公司公告、国海证券研究所整理

图 1、公司 2006-2012 年营业收入及增速

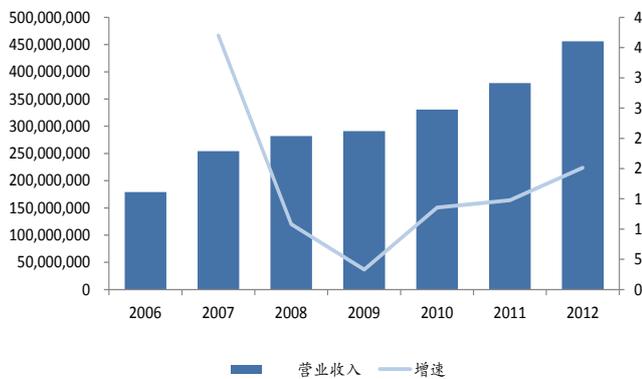
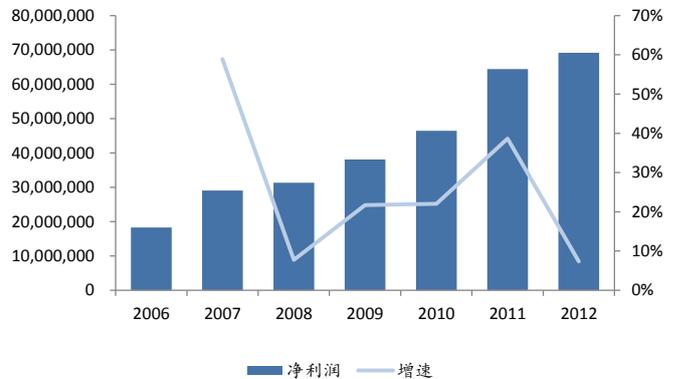


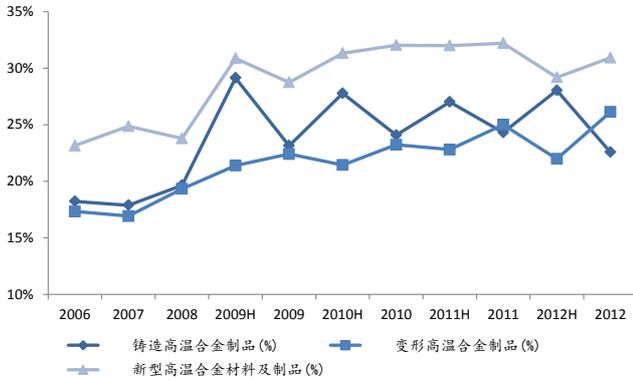
图 2、公司 2006-2012 年净利润及增速



资料来源: WIND、国海证券研究所

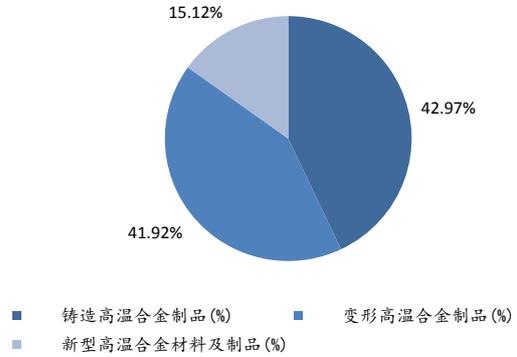
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 3、公司产品 2006-2012 产品毛利率变动



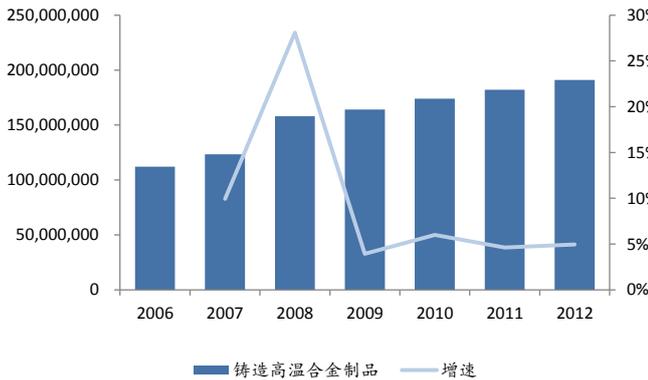
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 4、2012 年公司产品收入构成



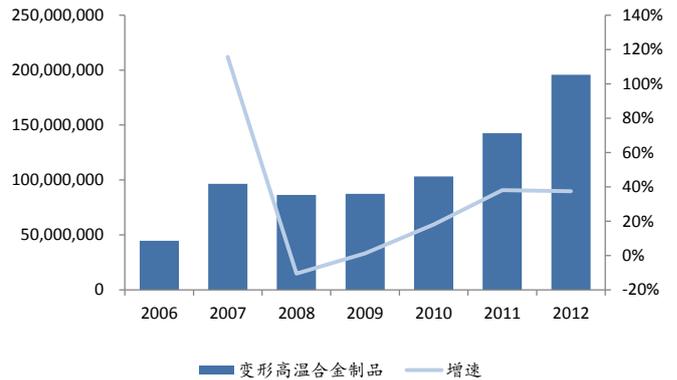
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 5、铸造高温合金制品 2006-2012 年营收及增速



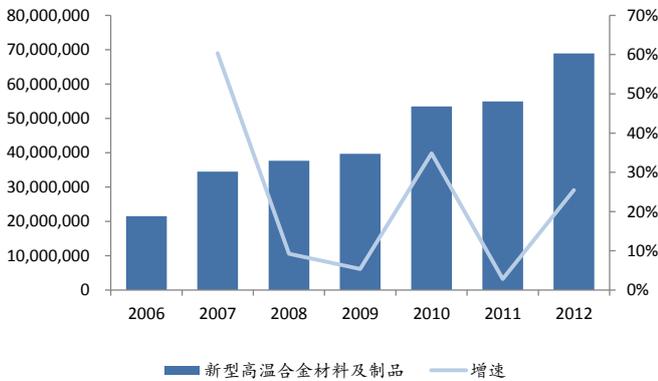
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 6、变形高温合金制品 2006-2012 年营收及增速



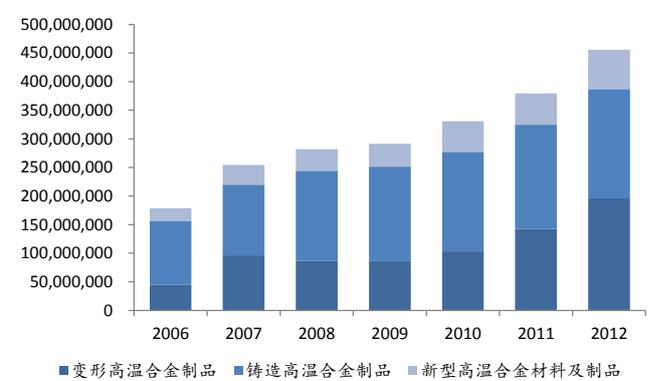
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 7、新型高温合金材料及制品 2006-2012 年营收及增速



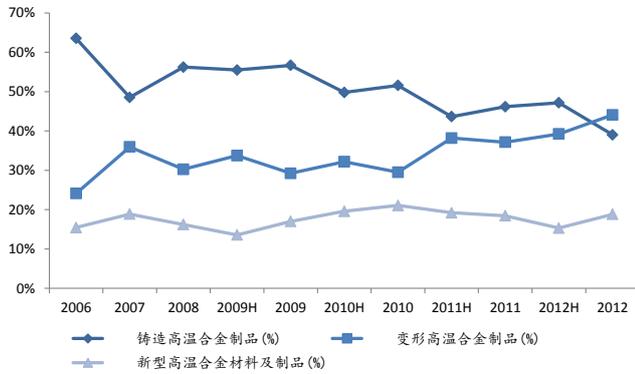
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 8、公司 2006-2012 年主营产品收入构成



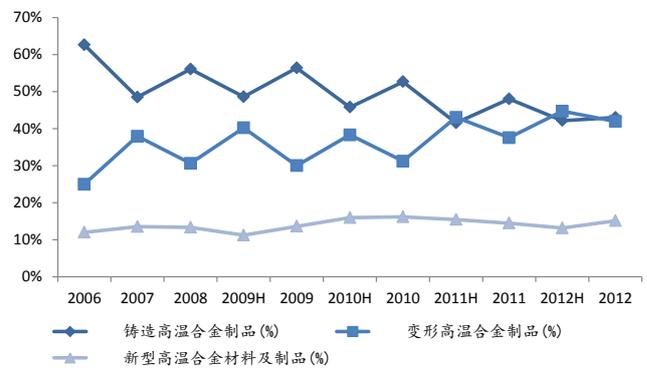
资料来源: WIND、国海证券研究所

图 9、公司 2006-2012 年利润构成变化图



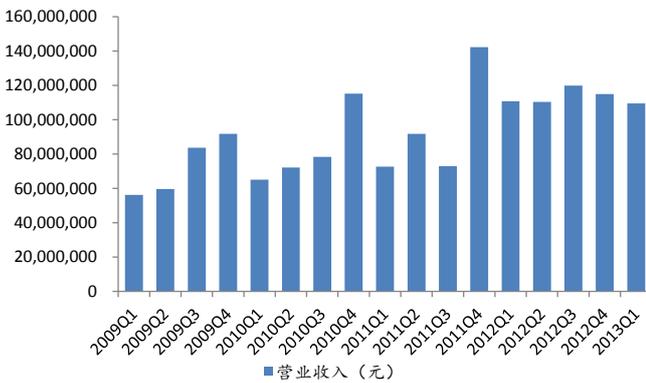
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 10、公司 2006-2012 年收入构成变化图



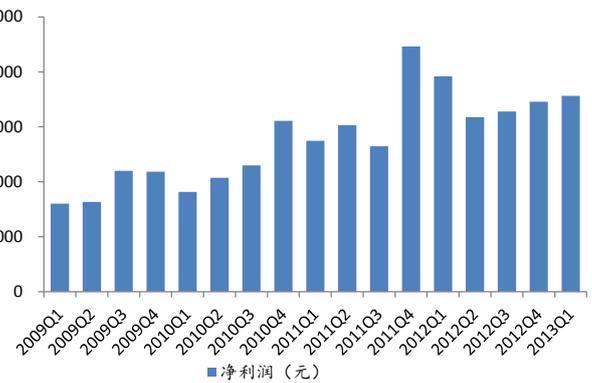
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 11、公司 2009-2013Q1 分季度营收情况



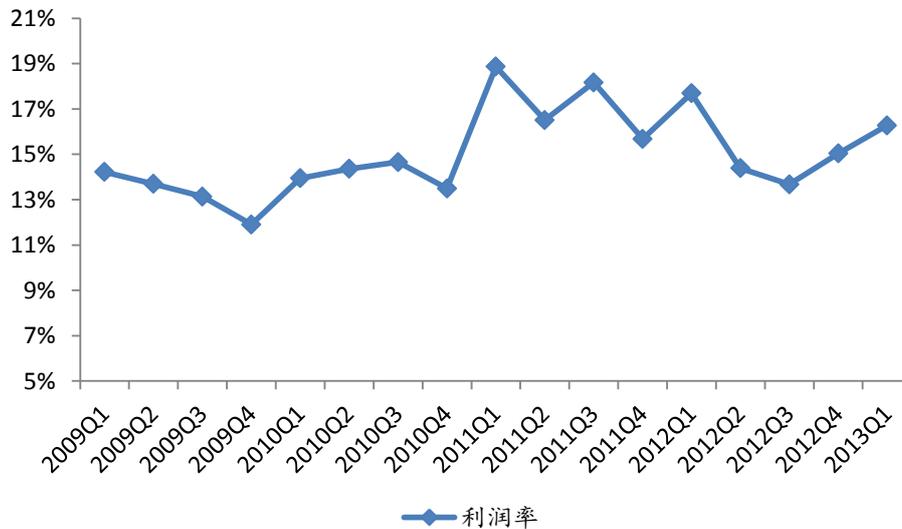
资料来源：WIND、国海证券研究所

图 12、公司 2009-2013Q1 分季度净利润情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13、公司 2009-2012 年分季度利润率变动情况 :从 2012 年下半年开始利润率回升明显



资料来源：WIND、国海证券研究所

2. 募投项目逐步达产，利润增速逐步加快

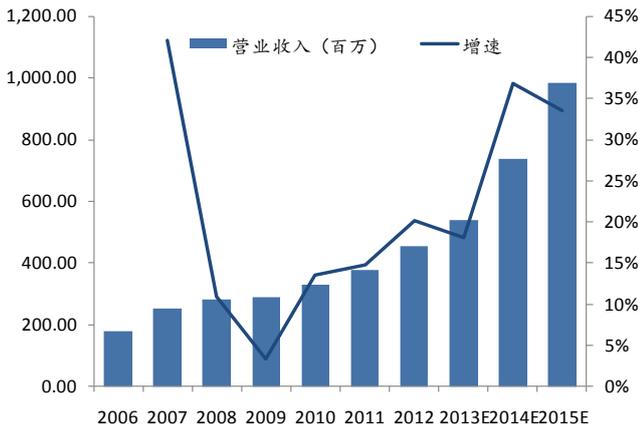
- 募投项目是公司 2013-2015 年业绩高速增长的主要贡献点
- 发动机产业对高端高温合金钢的迫切需求是公司募投项目订单的主要保证
- 公司资金实力雄厚，外延式增长的预期强烈

表 14、公司募投项目主要指标概况

项目名称	计划投入	累计投入	进度	预计完工	达产后收入	达产后利润总额	达产后净利润	达产期
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	99.95	85.77	85.82%	2012年12月31日	172.75	19.96	16.966	3年
航空航天用钛铝金属材料制品项目	65.88	36.09	54.78%	2012年12月31日	67	13.0866	11.12361	4年
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	64.47	11.46	17.77%	2013年12月31日	76	12.31	10.4635	3年
铸造高温合金高品质精铸件项目	136.95	57.73	42.15%	2013年12月31日	116.1	43.5964	37.057	3年
真空水平连铸高温合金母合金项目	182.91	57.10	31.22%	2013年12月31日	241	54.38	46.22	3年

资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 15、募投项目带来营业收入快速增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 16、募投项目贡献净利润高速增长



资料来源：WIND、国海证券研究所

目前，公司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已进行项目验收，达到了投产要求。钛铝金属材料主要特性表现为在 600-700℃ 高温下具有较高的热强性，同时由于添加了铝，材料比传统钛合金更轻，用于航空发动机叶片等航空航天装备零部件，随着我们发动机行业的高速增长和大规模政府扶植，我们预计将会给公司带来新的大规模订单。

公司核工业用 ODS 高温合金钢项目目前处于中试阶段，产值暂时只有几百万，未来将有望与核电站项目配套生产，公司有计划在天津钢研广亨厂房附近新建新厂区以提升产能。核电用高温合金钢为 3 月 7 日国家发改委发布的《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》中重点提到的材料之一，未来将可分享政策带来的丰厚利润。

我们预计公司未来有望实现每年营收 20 亿，目前公司的产能和募投项目达产后能贡献至少 10 亿营业收入，另外，公司账面上约有 4 亿元现金，我们预计公司将会用这笔资金进行外延式收购的可能性较大，根据公司产业链上、中、下游公司的 PB、PE 水平，我们预测完成收购后营业收入有望达到 9~11 亿元左右，贡献利润 1.2~1.8 亿元，综上所述，我们预计 2015-2017 年公司的收入水平有望达到 20 亿元的规模，利润规模有望达到 3.0~3.5 亿元的水平。

3、钢研广亨：政策支持高端装备制造业潜力新秀

- 子公司钢研广亨主营特材阀门，产业壁垒高，下游市场广阔，有望成为公司增添新的业绩增长点
- 预计钢研广亨 2015 年有望实现满产能，将为公司每年增厚营收 3.3 亿元，净利润 5500 万。

钢研高纳旗下控股子公司天津钢研广亨成立于 2012 年 3 月，从事高端特材阀门的研发、生产和销售，以及特种装备用材料的研发和生产。特材阀门主要应用于石油、石化、电力（核电及火电）、航天、船舶、海洋工业、煤化工等领域。公司占钢研广亨股本 38%，投入约 4200 万元。

我们预计钢研广亨 2013 年能实现盈亏平衡，项目产能会逐步释放，2015 年实现完全投产，有望未来 3 年实现业绩逐步提升，预计满产后营业收入 3.3 亿，净利润 5500 万。虽然过往很多国有科研院所办企业鲜有成功的民品市场成功经验，但是我们非常看好公司的技术和研发实力，国家“十二五”规划中已将高端装备制造业列为战略性新兴产业，为先进特材阀门的国产化打开了政策通道，将会为公司的阀门产品带来非常广阔的市场空间。一旦特材阀门市场逐步打开，我们预计公司将会继续扩大资金投入，根据目前的市场空间，我们预计特材阀门生产线有望在 2020 年贡献营收 9 亿/年。

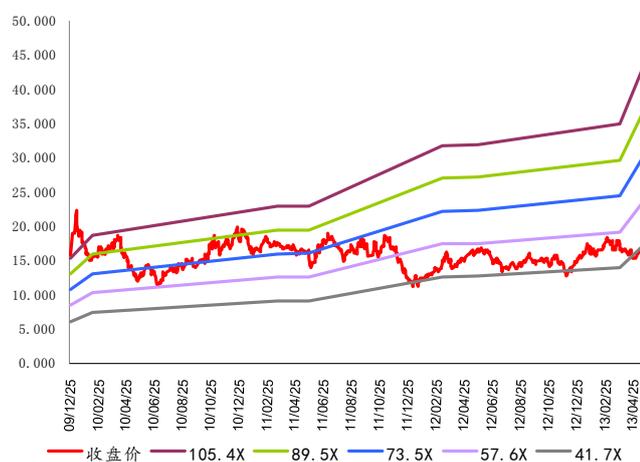
4. 估值处于历史最低点，价格具有较强的安全边际

- 目前公司的 PB 估值水平处于公司上市以来的最低区域
- 股权激励的行权价附近具有非常强的安全边际

目前，我们预测 2013 年公司 EPS 为 0.41 元，对应 5 月 17 日收盘价 16.76 的 PE 为 40.87，如图 16 所示，回顾公司自 2009 年上市以来的 PE，目前的 PE 处于历史底部区域，公司 2011 年下半年至目前的 PE 估值区间处于 40-60 之间，根据公司历史数据和我们的经验判断，我们认为公司目前的估值水平大幅度下滑的概率非常小，公司今年的估值中枢为 50 倍左右，估值的短期高点为 PE60 倍左右。

公司于 2012 年 12 月底进行了股权激励，股权激励的行权价为 14.80 元，我们判断，公司顺利完成股权激励是大概率事件，结合公司募投项目逐步投产即将贡献利润高速增长，我们认为这个价格将是未来 3-4 年的价格底部区域，从长期投资角度考虑，目前的股价具有非常高的安全边际。

图 17、PE 估值水平处于公司上市以来的最低区域



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 18、公司 PB 历史走势图



资料来源：WIND、国海证券研究所

5、盈利预测与投资建议： 上调评级至“买入”

目前公司募投项目逐步达产，未来业绩增速有望逐步提高，公司作为国内高端高温合金钢研发和生产的龙头企业，布局航空发动机产业，有望受益于航空发动机行业的国家扶植政策，公司未来在国内外发展空间非常广阔，航空及发动机产业的新机型不断出现将带动公司业绩高速增长。我们预计 2013 年营收为 5.4 亿，净利润 8500 亿，预计 EPS 为 0.41 元，增速为 23%，结合公司股价处于历史估值的底部区域，股价安全边际高等因素，我们上调公司评级至“买入”。

6、风险提示

原材料价格波动的风险：目前产品使用的原材料主要为镍、铬、钴等有色金属，价格波动较大，从而影响到公司的主要原材料成本。原材料成本在公司产品成本构成中所占比重 70%左右。虽然原材料价格的波动较大，但公司采用“以销定产”的模式，根据原材料价格的上涨情况，相应提高产品售价。但仍可能存在无法将原材料价格上涨带来的成本增加充分转移给下游用户的风险，从而可能导致相关产品的毛利率出现下降的风险。

航空航天产业依赖风险：公司专业从事高温合金材料的研发、生产和销售业务，60%以上的产品面向航空航天领域的客户，所以航空航天产业的政策变化、行业波动都将影响到公司的业绩增长，公司发展面临一定的行业风险。。

市场竞争风险：从目前来看，我国从事高温合金材料产业的企业数量有限，但随着该行业的发展壮大，且随着技术扩散，以及行业内较高的利润水平，可能会吸引其它投资者进入该行业，从而加剧行业竞争，必然会影响到行业的平均利润水平。

表 5、钢研高纳盈利预测

证券代码:	300034.sz	股票价格:	16.76	投资评级:	增持	日期:	2013/5/17		
财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	每股指标与估值	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					每股指标				
ROE	7%	8%	11%	13%	EPS	0.33	0.41	0.59	0.77
毛利率	25%	27%	29%	28%	BVPS	4.50	4.81	5.26	5.84
期间费率	7%	9%	9%	10%	估值				
销售净利率	15%	16%	17%	16%	P/E	50.41	40.98	28.37	21.87
成长能力					P/B	3.72	3.48	3.19	2.87
收入增长率	20%	18%	37%	34%	P/S	7.79	6.60	4.83	3.61
利润增长率	9%	23%	44%	30%					
营运能力					利润表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
总资产周转率	0.42	0.46	0.57	0.67	营业收入	456	538	736	985
应收账款周转率	2.32	2.32	2.32	2.32	营业成本	340	393	525	705
存货周转率	4.01	4.01	4.01	4.01	营业税金及附加	2	3	3	5
偿债能力					销售费用	1	1	2	2
资产负债率	11%	11%	13%	15%	管理费用	46	54	74	99
流动比	8.73	6.44	5.61	5.14	财务费用	(16)	(10)	(9)	(10)
速动比	7.85	5.56	4.73	4.27	其他费用/(-收入)	(2)	0	0	0
资产负债表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E	营业利润	80	97	141	184
现金及现金等价物	505	330	312	325	营业外净收支	0	2	2	2
应收款项	196	232	317	424	利润总额	81	99	143	186
存货净额	85	99	132	177	所得税费用	12	14	21	27
其他流动资产	53	63	86	115	净利润	69	85	123	159
流动资产合计	840	724	848	1042	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(3)
固定资产	68	180	190	170	归属于母公司净利润	70	87	125	162
在建工程	145	230	230	230	现金流量表(百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
无形资产及其他	22	22	20	18	经营活动现金流	64	18	(38)	(55)
长期股权投资	15	15	15	15	净利润	69	85	123	159
资产总计	1090	1171	1302	1475	少数股东权益	(1)	(2)	(2)	(3)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	7	10	22	22
应付款项	68	79	105	141	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	29	34	46	62	营运资金变动	(11)	(75)	(180)	(233)
其他流动负债	(0)	(0)	(1)	(1)	投资活动现金流	(136)	(197)	(10)	20
流动负债合计	96	112	151	203	资本支出	(92)	(197)	(10)	20
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(15)	0	0	0
其他长期负债	22	22	22	22	其他	(29)	0	0	0
长期负债合计	22	22	22	22	筹资活动现金流	(103)	(21)	(30)	(39)
负债合计	118	134	173	225	债务融资	0	0	0	0
股本	212	212	212	212	权益融资	19	0	0	0
股东权益	972	1036	1129	1250	其它	(122)	(21)	(30)	(39)
负债和股东权益总计	1090	1170	1302	1475	现金净增加额	(175)	(199)	(78)	(74)

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
梁 铮	010-88576936-817	18600165656	liangz02@ghzq.com.cn
白 丹	010-88576933-803	18801090832	baid@ghzq.com.cn

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
梁柳欣	021-20281099	13524364843	lianglx@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
李 慧	0755-83707040	13823570518	lih03@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83716857	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn
周振宁	0755-82835810	15220268966	zhouzn@ghzq.com.cn
马 鑫	0755-83702072	18630119510	max01@ghzq.com.cn
李 芬	0755-83700919	13570866113	lif@ghzq.com.cn