



谨慎
买入

13.2% ↑

目标价格: 人民币 20.20
原目标价格: 人民币 19.00

300034.CH

价格: 人民币 17.84

目标价格基础: 41 倍 14 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	13	7	16	17
相对新华富时 A50 指数	25	10	8	18

发行股数(百万)	212
流通股(%)	46.9
流通股市值(人民币 百万)	1,285
3 个月日均交易额(人民币 百万)	51
净负债比率(%) (2013E)	21
主要股东(%)	
中国钢研科技集团有限公司	48.02

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 10 月 22 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金属和矿产: 黑色金属

杭一君

(8621)2032 8528

yijun.hang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080003

乐宇坤

(8621)2032 8559

yukun.le@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120007

钢研高纳

3 季度盈利改善

公司三季报显示公司 1-9 月实现营业收入 3.7 亿元, 同比增长 8.6%, 实现归属于母公司净利润 6102 万元, 折合每股收益 0.288 元, 同比增长 16.2%; 前三季度公司综合毛利率为 26.9%, 较去年同期的 25% 明显提升。由于公司收入同比上涨以及毛利率提升明显, 报告期内公司利润呈现较好增长。其中三季度公司盈利改善明显, 单季度收入同比增长 21.4%, 环比增长 25.9%, 净利润同比增长 51%, 环比增长 52%。我们估计 3 季度盈利改善可能和 7、8 月份部分品种合同额增长较好有关, 同时部分高端变形品种的产量增加提升了公司的整体毛利率。由于 3 季度盈利改善明显, 我们上调公司 2013-2015 年盈利预测至 0.39 元、0.49 元和 0.59 元。基于 41 倍的 2014 年市盈率估值, 我们将目标价由 19.00 元上调至 20.20 元, 我们维持公司谨慎买入的评级。

支撑评级的要点

- 公司控股股东中国钢研科技集团研发实力雄厚, 公司在技术水平和人才储备上都具备行业排头兵优势, 公司产品定位高端, 市场占有率高。
- 公司具体下游应用包括航空发动机和燃气轮机耐热结构部件的材料制造。随着航空工业、舰船、电气能源、核电和汽车等下游行业的发展, 未来高温合金材料需求拥有广阔的发展前景。
- 我们预计公司变形和粉末高温合金募投项目的投产将积极推动公司盈利进一步增长; 而其他募投项目和超募项目也在积极推进中未来也将为公司的业绩增长添加动力, 此外未来民品市场的开拓也将是亮点。
- 推出股权激励计划对公司核心管理层和骨干技术人员进行财务激励将有助于公司技术团队的稳定, 推动公司积极经营和稳步发展。激励计划的行权条件较为合理并使公司管理团队有一定的努力空间。

评级面临的主要风险

- 同业竞争加剧导致价格下降和毛利率下滑。
- 下游行业诸如航空航天、电气能源、汽车和冶金等行业增长低于预期。
- 募投项目和超募项目进展远低于预期。

估值

- 基于 41 倍的 2014 年市盈率对公司进行估值, 我们将目标价格由 19.00 元上调至 20.20 元, 我们维持对公司的谨慎买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	379.5	455.8	505.9	613.4	730.1
变动(%)	0.0	20.1	11.0	21.2	19.0
净利润(人民币 百万)	64.4	70.5	83.3	104.6	124.4
全面摊薄每股收益(人民币)	0.304	0.332	0.393	0.494	0.587
变动(%)	0.0	9.5	18.2	25.6	18.9
原先预测每股收益(人民币)			0.373	0.470	0.562
调整幅度(%)			5.3	4.9	4.3
全面摊薄市盈率(倍)	58.7	53.7	45.4	36.1	30.4
每股现金流量(人民币)	0.15	0.31	0.57	0.45	0.57
价格/每股现金流量(倍)	121.5	57.9	31.3	39.7	31.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.0	51.0	33.5	25.2	20.1
每股股息(人民币)	0.044	0.160	0.159	0.200	0.238
股息率(%)	0.2	0.9	0.9	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

3 季度盈利改善

公司三季报显示公司 1-9 月实现营业收入 3.7 亿元，同比增长 8.6%，实现归属于母公司净利润 6102 万元，折合每股收益 0.288 元，同比增长 16.2%；前三季度公司综合毛利率为 26.9%，较去年同期的 25% 明显提升。由于公司收入同比上涨以及毛利率提升明显，报告期内公司利润呈现较好增长。其中三季度公司盈利改善明显，单季度收入同比增长 21.4%，环比增长 25.9%，净利润同比增长 51%，环比增长 52%。我们估计 3 季度盈利改善可能和在上半年合同额较弱的情况下 7、8 月份部分品种合同额增长较好有关，同时部分高端变形品种的产量增加也提升了公司的整体毛利率。公司三季报显示报告期内 GH720Li 合金盘锻件制备技术、大尺寸变截面涡轮盘热处理工艺、FGH97 涡轮盘制备技术的投入使用，进一步优化了公司产品结构和工艺；此外，公司利用电渣重熔技术开发出高纯高强特种钢材，计划生产模具钢、光伏用线切割丝线材等产品，继续开拓民品市场。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比变动 (%)	2012 年 上半年	2013 年 上半年	同比变动 (%)	2012 年 1-9 月	2013 年 1-9 月	同比变动 (%)
销售收入	111	109	(1.2)	221	225	1.7	341	370	8.6
销售成本	(84)	(80)	(5.6)	(165)	(164)	(0.7)	(254)	(269)	5.9
营业税	(0.4)	(0.1)	(67.7)	(1)	(1)	(40.6)	(1)	(1)	(1.3)
毛利润	26	30	14.5	55	61	9.6	85	99	16.7
其他收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
分销费用	(0)	(0)	16.3	(0)	(1)	85.8	(1)	(2)	114.4
管理费用	(9)	(11)	21.3	(20)	(23)	13.1	(33)	(36)	10.9
其他经营费用	(3)	(1)	(55.6)	(2)	(2)	10.6	(3)	(6)	93.3
经营利润	14	18	22.9	33	35	6.4	49	56	14.4
财务费用	9	3	(61.5)	9	6	(35.4)	13	11	(8.8)
投资收入	0	0	n.a.	0	0	n.a.	0	0	n.a.
其他非营业收入	0	0	n.a.	0	(0)	n.a.	0	3	n.a.
税前利润	23	21	(8.8)	42	40	(3.3)	61	70	14.2
税金	(3)	(3)	(6.9)	(6)	(6)	(0.1)	(9)	(11)	17.9
少数股东权益	0	(0)	n.a.	(0)	(1)	379.8	(1)	(2)	244.6
净利润	20	18	(7.8)	36	35	(1.5)	52	61	16.2
全面摊薄每股收益	0.092	0.085	(7.8)	0.168	0.166	(1.5)	0.248	0.288	16.2
(人民币, 元)									
盈利能力 (%)									
毛利率	23.3	27.0		25.0	27.0		25.0	26.9	
经营利润率	13.0	16.1		14.8	15.5		14.3	15.0	
净利率	17.7	16.5		16.1	15.6		15.4	16.5	

资料来源：公司数据

募投项目贡献利润

12 年底公司“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”建成投产。其中“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”主要是将工艺流程中外协部分收回公司以实现全流程，这样有助于提高公司产品的毛利率和接单能力，从公告来看，1-9 月此项目贡献利润为 130 万左右。此外钛铝合金项目报告期内也有小幅盈利。公司其他募投和超募项目正按部就班推进，我们预计未来建成投产后将进一步推动公司盈利能力的提高。

图表 2. 公司募集资金项目进展

项目名称	总投资 (万元)	原计划	调整后	投资进度
		项目达到预定可使用状态 日期	项目达到预定可使用状态 日期	
航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9,995	2011 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日	86.49%
航空航天用钛铝金属材料制品项目	6,588	2011 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日	56.45%
新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6,447	2011 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	32.96%
合计	23,030		-	-

资料来源：公司公告

图表 3. 公司超募资金项目

项目名称	原计划					调整后					投资进度
	总投资 (万元)	预计收入 (万元)	利润 (万元)	实施 地点	预定完成 时间	总投资 (万元)	预计收入 (万元)	利润总 额(万元)	实施 地点	预定完成 时间	
铸造高温合金高品质 精铸件项目	15,303	11,610	4,360	北京周边新 购置土地	2012 年 12 月 31 日	13,695	11,610	4,358	北京海淀永 丰园区自有 土地	2013 年 12 月 31 日	56.18%
真空水平连铸高温合 金母合金项目	23,880	24,100	5,438	北京周边新 购置土地	2012 年 12 月 31 日	22,395	24,100	5,462	河北涿州新 购置土地	2013 年 12 月 31 日	50.2%
合计	39,183	35,710	9,798			36,090	35,710	9,820			

资料来源：公司公告

盈利预测和估值

公司凭借技术优势和人才储备着力将自身打造成高端高温合金材料的领军企业。随着下游航空航天、舰船、电气能源和冶金、汽车等行业的发展，高温合金材料的需求将有广阔的发展空间。在需求快速增长的背景下，我们预计公司变形和粉末高温合金募投项目的投产将积极推动公司盈利进一步增长。公司其他募投项目和超募项目也在积极推进中，未来这些项目的产能释放也将为公司的业绩增长添加动力。此外未来民品市场的开拓也将是重要亮点。12 年底公司实施股权激励计划，这将进一步带动公司管理层积极经营，我们看好公司中长期发展。由于 3 季度盈利改善，我们将公司 2013-2015 年盈利预测上调为 0.39 元、0.49 元和 0.59 元。基于 41 倍的 2014 年市盈率估值，我们将目标价由 19.00 元上调至 20.20 元，我们维持对公司 **谨慎买入** 的评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	379	456	506	613	730
销售成本	(282)	(340)	(368)	(443)	(526)
经营费用	(40)	(51)	(52)	(56)	(63)
息税折旧前利润	63	72	96	125	153
折旧及摊销	(5)	(7)	(9)	(11)	(12)
经营利润 (息税前利润)	57	65	87	114	141
净利息收入/(费用)	16	16	12	9	6
其他收益/(损失)	2	0	0	0	0
税前利润	75	81	98	124	147
所得税	(11)	(12)	(14)	(18)	(21)
少数股东权益	0	1	(1)	(1)	(2)
净利润	64	70	83	105	124
核心净利润	64	70	83	105	124
每股收益(人民币)	0.304	0.332	0.393	0.494	0.587
核心每股收益(人民币)	0.304	0.332	0.393	0.494	0.587
每股股息(人民币)	0.044	0.160	0.159	0.200	0.238
收入增长(%)	15	20	11	21	19
息税前利润增长(%)	n.a.	15	33	31	23
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	13	34	32	24
每股收益增长(%)	n.a.	9	18	26	19
核心每股收益增长(%)	n.a.	9	18	26	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	75	81	98	124	147
折旧与摊销	5	7	9	11	12
净利息费用	(16)	(16)	(12)	(9)	(6)
运营资本变动	(778)	(724)	(773)	(838)	(915)
税金	(11)	(12)	(14)	(18)	(21)
其他经营现金流	756	729	813	826	905
经营活动产生的现金流	31	65	121	95	122
购买固定资产净值	(82)	(121)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	0	(15)	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(82)	(136)	(10)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(9)	(34)	(34)	(42)	(50)
其他融资现金流	(16)	17	31	55	80
融资活动产生的现金流	(9)	2	(22)	(4)	15
现金变动	(61)	(69)	89	81	126
期初现金	675	576	493	582	664
公司自由现金流	(51)	(68)	111	86	112
权益自由现金流	(35)	(52)	92	68	97

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	576	493	582	664	790
应收帐款	166	196	218	264	314
库存	50	85	91	110	131
其他流动资产	38	47	50	59	70
流动资产总计	830	821	942	1,097	1,305
固定资产	54	67	98	120	134
无形资产	11	22	21	20	18
其他长期资产	66	164	136	115	99
长期资产总计	131	254	254	254	251
总资产	961	1,074	1,196	1,351	1,556
应付帐款	14	26	28	33	40
短期债务	0	0	0	29	88
其他流动负债	38	71	140	197	262
流动负债总计	52	97	168	260	389
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	22	22	22	22
股本	212	212	212	212	212
储备	689	743	793	855	929
股东权益	901	955	1,005	1,067	1,141
少数股东权益	0	0	1	2	4
总负债及权益	961	1,074	1,196	1,351	1,556
每股帐面价值(人民币)	4.25	4.51	4.74	5.03	5.38
每股有形资产(人民币)	4.20	4.40	4.64	4.94	5.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(0.96)	(0.89)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.5	15.7	18.9	20.4	21.0
息税前利润率(%)	15.1	14.2	17.1	18.6	19.3
税前利润率(%)	19.8	17.7	19.5	20.1	20.1
净利率(%)	17.0	15.5	16.5	17.1	17.0
流动性					
流动比率(倍)	16.1	8.5	5.6	4.2	3.4
利息覆盖率(倍)	(4)	(4)	(7)	(12)	(24)
净权益负债率(%)	6.3	11.1	15.9	20.8	26.4
速动比率(倍)	15.1	7.6	5.1	3.8	3.0
估值					
市盈率(倍)	58.7	53.7	45.4	36.1	30.4
核心业务市盈率(倍)	58.7	53.7	45.4	36.1	30.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	66.5	60.8	51.4	40.9	34.4
市净率(倍)	4.2	4.0	3.8	3.5	3.3
价格/现金流(倍)	121.5	57.9	31.3	39.7	31.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	56.0	51.0	33.5	25.2	20.1
周转率					
存货周转天数	48.6	67.8	66.0	65.5	65.3
应收帐款周转天数	61.9	75.8	75.8	75.8	75.8
应付帐款周转天数	17.8	27.6	27.6	27.6	27.6
回报率					
股息支付率(%)	15	49	40	40	40
净资产收益率(%)	7.1	7.2	8.4	9.9	11.0
资产收益率(%)	6.7	6.6	7.0	7.7	8.0
已运用资本收益率(%)	4.8	5.1	6.5	7.8	8.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371