



**谨慎
买入**

11% ↑

目标价格: 人民币 23.00

原目标价格: 人民币 21.80

300034.CH

价格: 人民币 20.79

目标价格基础: 47倍 14年市盈率

板块评级: 中立

钢研高纳

13年净利润同比增长23%

公司公告 2013 年实现营业收入 5.2 亿元, 同比增长 14%, 实现归属于母公司净利润 8,667 万元, 折合每股收益 0.41 元, 同比增长 22.9%; 13 年综合毛利率为 27.4%, 较 12 年同期的 24.9% 明显提升。由于公司收入同比上涨以及毛利率提升明显尤其是新型高温合金收入和毛利率实现大幅提升, 报告期内公司利润呈现较好增长。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, 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在未来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。我们预计公司 2014-2016 年每股收益为 0.49 元、0.58 元和 0.69 元。基于 47 倍的 2014 年市盈率估值, 我们给予公司 23.00 元的目标价, 我们维持对公司的谨慎买入评级。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10	(10)	10.2	25.2
相对新华富时 A50 指数	17	(11)	17.1	42.3

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)	84
净负债比率(%) (2014E)	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 2014 年 3 月 31 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

支撑评级的要点

- 公司 2013 年实现营业收入 5.2 亿元, 同比增长 14%, 实现归属于母公司净利润 8,667 万元, 折合每股收益 0.41 元, 同比增长 22.9%; 13 年综合毛利率为 27.4%, 较 12 年同期的 24.9% 明显提升。
- 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。
- 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。
- 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。

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 47 倍的 2014 年市盈率对公司进行估值, 我们将目标价格由 21.80 元调整为 23.00 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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	455.8	519.8	598.8	705.5	834.1
变动(%)	0.0	14.0	15.2	17.8	18.2
净利润(人民币 百万)	70.5	86.7	103.7	122.8	146.1
全面摊薄每股收益(人民币)	0.332	0.409	0.489	0.579	0.689
变动(%)	0.0	22.9	19.7	18.4	19.0
原先预测每股收益(人民币)			0.47	0.562	
调整幅度(%)			4.1	2.5	
全面摊薄市盈率(倍)	62.5	50.9	42.5	36.1	30.8
每股现金流量(人民币)	0.49	0.27	0.65	0.57	0.68
价格/每股现金流量(倍)	42.7	77.1	31.8	36.2	30.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	60.7	51.7	32.4	25.9	21.1
每股股息(人民币)	0.044	0.160	0.191	0.225	0.263
股息率(%)	0.2	0.8	0.9	1.1	1.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

13 年净利润同比增长 23%

公司公告 2013 年实现营业收入 5.2 亿元，同比增长 14%，实现归属于母公司净利润 8,667 万元，折合每股收益 0.41 元，同比增长 22.9%；13 年综合毛利率为 27.4%，较 12 年同期的 24.9% 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。具体分业务来看变形高温合金，铸造高温合金和新型高温合金收入分别增长 16%、9.8% 和 20.5%，品种毛利率均有所提高，其中新型高温合金毛利率由 30.9% 大幅提升至 38.7%。根据公司公告报告期内公司依靠在精密铸造以及母合金冶炼技术上的优势，成功研制出多项新型高温合金母合金和精铸件，并相继签订了各种型号的新产品铸件合同，成功地扩大了市场份额；同时钛铝合金制品 13 年在产业化和批量生产供货方面取得较大进展，合同额增长了 3 倍以上，报告期内实现利润 229.37 万元，未来将成为新的盈利增长点。此外公司预计 14 年 1 季度净利润同比增加 0.00%-7.92%。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2012	2013	同比变动
销售收入	456	520	14.0
销售成本	(340)	(375)	10.3
营业税	(2)	(2)	(9.9)
毛利润	113	142	25.6
其他收入	0	0	n.a.
分销费用	(1)	(2)	113.7
管理费用	(46)	(60)	31.3
其他经营费用	(2)	(1)	(34.6)
经营利润	65	79	22.0
财务费用	16	13	(18.9)
投资收入	0	0	n.a.
其他非营业收入	0	9	n.a.
税前利润	81	100	24.0
税金	(12)	(12)	5.7
少数股东权益	(1)	1	n.a.
净利润	70	87	22.9
全面摊薄每股收益(人民币, 元)	0.333	0.409	22.9
盈利能力(%)			
毛利率	24.9	27.4	
经营利润率	14.2	15.2	
净利率	15.5	16.7	

资料来源：公司数据

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 项目达到预定可使用状 态日期	调整后 项目达到预定可使用状 态日期	投资进度 (%)	报告期利润
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	88.35	363.85 万元
航空航天用钛铝合金材料制品项目	6,588	2011 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日	57.29	229.37 万元
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	52.34	
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	82.74%
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	59.79%
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在未来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。我们预计公司2014-2016年每股收益为0.49元、0.58元和0.69元。基于47倍的2014年市盈率估值，我们给予公司23.00元的目标价，我们维持对公司的**谨慎买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	456	520	599	705	834
销售成本	(340)	(375)	(429)	(498)	(582)
经营费用	(51)	(66)	(70)	(82)	(97)
息税折旧前利润	72	96	122	151	183
折旧及摊销	(7)	(17)	(22)	(26)	(28)
经营利润(息税前利润)	65	79	100	125	155
净利息收入/(费用)	16	13	20	16	13
其他收益/(损失)	0	9	0	0	0
税前利润	81	100	119	141	168
所得税	(12)	(12)	(15)	(17)	(21)
少数股东权益	1	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润	70	87	104	123	146
核心净利润	70	87	104	123	146
每股收益(人民币)	0.332	0.409	0.489	0.579	0.689
核心每股收益(人民币)	0.332	0.409	0.489	0.579	0.689
每股股息(人民币)	0.044	0.160	0.191	0.226	0.269
收入增长(%)	20	14	15	18	18
息税前利润增长(%)	n.a.	34	27	23	21
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	22	27	26	24
每股收益增长(%)	n.a.	23	20	18	19
核心每股收益增长(%)	n.a.	23	20	18	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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	81	100	119	141	168
折旧与摊销	7	15	22	26	28
净利息费用	(16)	(13)	(20)	(16)	(13)
运营资本变动	(724)	(569)	(645)	(737)	(845)
税金	(12)	(12)	(15)	(17)	(21)
其他经营现金流	767	536	676	726	831
经营活动产生的现金流	103	57	139	123	148
购买固定资产净值	(121)	(189)	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	(15)	0	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	(136)	(189)	(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)	(40)	(48)	(57)
其他融资现金流	(5)	(16)	39	33	28
融资活动产生的现金流	2	(34)	(21)	(32)	(44)
现金变动	(31)	(166)	108	81	94
期初现金	576	493	338	446	527
公司自由现金流	(33)	(129)	129	114	138
权益自由现金流	(17)	(116)	110	96	123

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	493	338	446	527	621
应收帐款	196	286	330	389	459
库存	85	127	145	168	197
其他流动资产	47	49	58	70	85
流动资产总计	821	800	979	1,154	1,362
固定资产	67	175	224	255	272
无形资产	22	60	57	54	51
其他长期资产	164	280	222	178	146
长期资产总计	254	515	503	487	469
总资产	1,074	1,316	1,482	1,641	1,831
应付帐款	26	115	131	152	178
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	71	117	203	264	339
流动负债总计	97	232	334	417	516
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	51	51	51	51
股本	212	212	212	212	212
储备	743	802	866	941	1,030
股东权益	955	1,014	1,078	1,153	1,242
少数股东权益	0	18	19	21	22
总负债及权益	1,074	1,316	1,482	1,641	1,831
每股帐面价值(人民币)	4.51	4.79	5.08	5.44	5.86
每股有形资产(人民币)	4.40	4.50	4.81	5.18	5.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.7	18.5	20.4	21.4	21.9
息税前利润率(%)	14.2	15.2	16.7	17.8	18.6
税前利润率(%)	17.7	19.3	19.9	20.0	20.2
净利率(%)	15.5	16.7	17.3	17.4	17.5
流动性					
流动比率(倍)	8.5	3.5	2.9	2.8	2.6
利息覆盖率(倍)	(4)	(6)	(5)	(8)	(12)
净权益负债率(%)	11.1	21.5	26.0	28.5	31.0
速动比率(倍)	7.6	2.9	2.5	2.4	2.3
估值					
市盈率(倍)	62.5	50.9	42.5	36.1	30.8
核心业务市盈率(倍)	62.5	50.9	42.5	36.1	30.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	69.2	56.3	47.0	39.9	34.1
市净率(倍)	4.6	4.3	4.0	3.8	3.5
价格/现金流(倍)	42.7	77.1	31.8	36.2	30.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	60.7	51.7	32.4	25.9	21.1
周转率					
存货周转天数	67.8	89.1	88.4	87.0	86.0
应收帐款周转天数	75.8	81.4	81.4	81.4	81.4
应付帐款周转天数	27.6	111.6	111.6	111.6	111.6
回报率					
股息支付率(%)	14	39	39	39	39
净资产收益率(%)	7.2	8.5	9.5	10.6	11.7
资产收益率(%)	6.6	6.6	7.0	7.5	8.0
已运用资本收益率(%)	5.1	5.7	6.8	8.0	9.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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