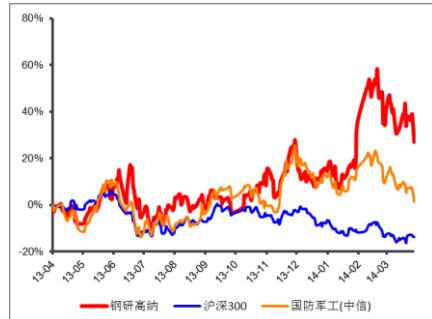


国防军工

2013年 年报点评

2014年3月31日

一年内公司股价与有关指数走势对比：



分析师：刘小勇

执业证书编号：S0760511010019

Tel: 010-82190395

E-mail: liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：高志伟

Tel: 010-82190300

联系人：

张小玲

电话：0351-8686990

Email: zhangxiaoling@sxzq.com

孟军：

Tel: 010-82190365

Email: mengjun@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座
28 层

电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司
<http://www.i618.com.cn>

钢研高纳 (300034)

评级

业绩略超预期 2014H1 增速可能不佳

增持

公司研究/点评报告

事件：

据公司年报，报告期公司实现营业收入、归属净利润、归属扣非净利润、稀释每股收益分别为 519.77 百万元、86.66 百万元、83.18 百万元、0.41 元/股，同比分别增加 14.02%、22.94%、18.52%、22.83%。

点评：

➤ **业绩略超出我们预期。**公司报告期稀释每股收益 0.4084 元，略超出我们中报点评 0.3897 的预期，主要在于营业外收入和毛利率比预期高。

➤ **全年收入同比增长 14.02%，2013H2 同比增速明显提高，新型高温合金增速最高。**公司全年营收同比增长 14.02%，2013H1、2013H2 收入分别为 224.88 百万元、294.89 百万元，同比增速分别为 1.7% 和 25.63%，2013H2 同比增速显著提高。分业务来看，铸造高温合金、变形高温合金、新型高温合金收入分别为 214.98 百万元、221.72 百万元、83.06 百万元，同比分别增加 9.77%、16.04%、20.53%，新型高温合金和变形高温合金收入同比增速较高，主要是因为募投项目投产。

➤ **毛利率 27.76%，创历史新高。**报告期产品综合毛利率 27.76%，同比提高 2.44 个百分点，创历史新高。分产品来看，铸造高温合金、变形高温合金、新型高温合金的毛利率分别为 23.42%、27.85%、38.72%，同比提高百分点个数分别为 0.85、1.72、7.8，新型高温合金毛利率大幅提升是毛利率创历史新高的主要原因。我们认为新型高温合金毛利率的大幅提高一方面是因为项目投产导致的规模效应，一方面是可能是原材料价格下跌而产品价格未调整。预计未来 2 年公司毛利率将继续提高。

➤ **三项费用率之和 9.52%，同比增加 2.73 个百分点。**报告期产品三项费用之和 49.49 百万元，同比增加 59.75%，占收入比重 9.52%，同比提高 2.73 个百分点。具体来看，销售费用、管理费用、财务费用分别为 2.15 百万元、60.16 百万元、-12.82 百万元，分别同比增加 113.69%、31.35%、18.95%。销售费用增加主要来自天津钢研广亨进入正常营业周期；管理费用增幅较大，但若扣除期权激励费用，管理费用同比 113.69%、31.35%、18.95%。销售费用增加主要因为天津钢研广亨进入正常营业周期；管理费用增幅较大，但若扣除期权激励费用，管理费用同比增速 15.46%，略快于收入增速，

若再扣除同比新增研发费用，则管理费用同比增速仅为 6.05%，处于较低水平；财务费用同比增加 18.95%，但依然为负值。由于期权激励约 3 年一次，我们认为三项费用之和约 60% 的同比增速不会持续，预计 2014、2015 增速将回落。

盈利预测和评级：

我们看好钢研高纳长期发展，但认为公司 2014H1 业绩同比增速可能不佳，出于谨慎考虑，调整公司评级为“增持”。钢研高纳在高温合金领域有技术优势，正尝试将成熟军用技术向民用领域应用，以获得更大发展，同时公司管理稳健，我们看好公司长期发展。由于募投项目进展出现变化，我们将公司 2014 年、2015 年 EPS 分别调整为 0.51 元、0.75 元，对应 PE 分别为 40、27 倍。但 2014H1，募投项目转固后折旧增加，而产能释放可能不顺，业绩同比增速可能不佳，加上目前创业板风险较大，出于谨慎考虑，调整公司评级为“增持”。

风险提示：

募投项目产能释放不顺等

表一：钢研高纳盈利预测

单位：百万元

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业总收入	379.47	455.84	519.77	662.72	910.37
同比增长率	14.76%	20.13%	14.02%	27.50%	37.37%
营业总成本	305.93	375.49	428.20	539.02	728.58
营业成本	281.92	340.40	375.50	470.53	637.26
营业税金及附加	1.69	2.16	1.94	2.47	3.40
销售费用	0.96	1.00	2.15	2.32	3.19
管理费用	35.86	45.80	60.16	72.19	90.24
财务费用	-16.26	-15.82	-12.82	-10.00	-7.00
资产减值损失	1.77	1.95	1.27	1.50	1.50
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	73.54	80.35	91.57	123.70	181.79
加：营业外收入	1.72	0.36	8.77	2.00	2.00
减：营业外支出	0.01	0.00	0.25	0.00	0.00
其中：非流动资产处置净损失	0.01	0.00	0.25	0.00	0.00
利润总额	75.25	80.71	100.09	125.70	183.79
减：所得税	10.86	11.57	12.23	15.36	22.46
净利润	64.39	69.14	87.86	110.34	161.33
减：少数股东损益	0.00	-1.35	1.20	1.50	2.00
归属于母公司所有者的净利润	64.39	70.48	86.66	108.84	159.33
加：其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益：					
稀释每股收益	0.3037	0.3325	0.4084	0.5134	0.7516
同比增长率	38.62%	9.46%	22.96%	25.60%	46.38%

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。