

证券研究报告

公司研究——年报点评

钢研高纳（300034.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.1.12

范海波 CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 63081252
邮箱：fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师
执业编号：S1500512110003
联系电话：+86 10 63081085
邮箱：wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师
执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 63080936
邮箱：dingshitao@cindasc.com

王伟 研究助理
联系电话：+86 10 63081273
邮箱：wangwei2@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心
邮编：100031

优势业务纵深发展，募投项目全部产生收益

2015年4月14日

事件：2015年4月11日钢研高纳发布14年年报，报告期公司实现营业收入6.17亿元，同比增加19%；实现归属母公司股东净利润1.10亿元，同比增加27%。基本每股收益0.3465元，符合我们的预期。

点评：

- **公司优势业务纵深发展。**变形高温合金、铸造高温合金、粉末高温合金是钢研高纳的传统优势业务，14年继续向纵深发展。铸造合金事业部全力开拓发动机核心转动精铸件市场，预旋喷嘴精铸件应用于多种军用及商用飞机发动机，该铸件的成功研发与供货，有望给公司带来巨大的业务增长空间。变形高温合金事业部，取得了大飞机专项长寿命变形高温合金盘锻件和大型燃机机组用大型难变形涡轮盘的供货合同。粉末高温合金高压涡轮盘和前后挡板，是我国某型号先进发动机的核心部件粉末高温合金事业部采用自有工艺，取得了重大技术突破；高强高洁净细晶GH690合金锻件研发项目成功跻身核电，开始进入产业化阶段，有望成为公司新的产业增长点。报告期内天津钢研广亨14年获得TS阀门产品生产许可证，TS16949汽车零部件生产许可证，ISO9000/18000质量/安全管理体系认证，高新技术企业认证，下一步资质认证目标是API认证资质。高温自润滑事业部完成红外、紫外匹配诱饵材料研制。真空水平连铸技术与制品事业部完成真空连铸募投项目的推进工作，为真空连铸项目的达产做好了技术准备。
- **募投项目全部完成并产生收益，产能仍有较大释放空间。**公司的募投项目新型高温固体自润滑复合材料及制品项目已于13年年底通过验收，超募项目铸造高温合金高品质精铸件项目和真空水平连铸高温合金母合金项目在14年6月27日通过验收，此外公司2012年年底验收了两个项目（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）。至此，5个募集资金项目全部建设完成，搭建起了具有国内领先装备水平的粉末高温合金、高品质精铸件、变形高温合金盘锻件及热加工、水平连铸母合金、钛铝制品等生产线，提升了材料及制品的品质和市场竞争力。本报告期募投项目航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目、航空航天用钛铝金属材料制品项目、新型高温固体自润滑复合材料及制品项目分别贡献了1364万元、396万元和138万元的收益，超募项目铸造高温合金高品质精铸件项目和真空水平连铸高温合金母合金项目分别实现收益642万元和417万元，超出预期。
- **探索激励机制，员工持股子公司成立。**2014年6月份，子公司河北德凯（注册资本4,000万元人民币，钢研高纳持有75%股份，职工持有25%股份）和天津海德（注册资本4,000万元人民币，钢研高纳持有80%股份，职工持有20%股份）正式成立，引入了管理层和核心员工持股计划。两家公司短时间内迅速成长为员工近百人，管理上轨道，技术出亮点的公

司。在铝镁合金领域，河北德凯突破了大型复杂薄壁件的铸造难题，研制出舱体高达 1.5 米、最薄处 1.5 毫米的复杂铸件。天津海德主要产品是利用材料提纯技术开发的新材料，报告期内天津海德建立了珠三角地区的销售网络，在铸件市场上反馈良好。

- **研发项目储备技术，保持核心竞争力。**公司承担的重型燃机涡轮叶片技术，北京市科技计划项目“XX 重型燃气轮机涡轮叶片制备技术研制”通过了科委组织的中期评估。承担的北京市工程中心 2013 年度科技创新基地培育与发展工程专项项目“大叶片用陶瓷模壳性能对制备参数响应规律性研究”于 2014 年 8 月通过科委组织的验收。报告期内公司开展了“XX 合金锻件制备技术”项目研发和进行了北京市科委项目“等离子旋转电极法制备低成本镍基合金粉末技术研究”。
- **盈利预测及评级：**我们预计钢研高纳 15-17 年的基本每股收益分别为 0.41 元、0.51 元和 0.62 元。我们看好国内高温合金材料领域的广阔发展前景，以及公司的核心技术能力，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**下游行业需求低迷，公司项目进展低于预期。

公司报告首页财务数据

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
主营业务收入(百万元)	519.77	616.58	735.98	972.33	1,233.31
增长率 YoY %	14.02	18.63	19.36	32.11	26.84
归属母公司净利润(百万元)	86.66	110.19	128.80	161.62	196.52
增长率 YoY%	22.94	27.16	16.89	25.48	21.59
毛利率%	27.76	29.22	29.04	28.77	28.59
净资产收益率 ROE%	8.80	10.43	11.08	12.36	13.22
摊薄每股收益 EPS(元)	0.27	0.35	0.41	0.51	0.62
市盈率 P/E(倍)	107	84	72	58	47
市净率 P/B(倍)	9.2	8.5	7.6	6.7	5.9

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2015 年 4 月 14 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	800.47	843.36	937.21	1,106.37	1,321.01
现金	338.27	210.87	183.22	111.62	60.44
应收票据	170.36	247.98	296.00	391.05	496.02
应收账款	115.88	149.57	178.53	235.87	299.18
预付账款	46.97	12.88	15.41	20.44	25.99
存货	126.92	213.43	255.42	338.75	430.76
其他	2.08	8.63	8.63	8.63	8.63
非流动资产	515.28	597.67	668.54	735.55	802.60
长期投资	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	174.98	417.07	422.44	513.79	581.33
无形资产	60.30	58.99	57.69	56.38	55.08
其他	264.99	121.61	188.42	165.38	166.19
资产总计	1,315.74	1,441.03	1,605.75	1,841.92	2,123.61
流动负债	231.93	221.03	256.94	331.49	416.66
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	10.00
应付账款	114.86	70.36	84.20	111.67	142.00
其他	117.07	140.67	162.74	209.82	264.66
非流动负债	50.91	88.30	88.30	88.30	88.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	50.91	88.30	88.30	88.30	88.30
负债合计	282.84	309.33	345.25	419.79	504.96
少数股东权益	18.46	33.76	33.76	33.76	33.76
归属母公司股东权益	1,014.45	1,097.94	1,226.75	1,388.37	1,584.89
负债和股东权益	1315.74	1441.03	1605.75	1841.92	2123.61

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	519.77	616.58	735.98	972.33	1,233.31
同比	14.02%	18.63%	19.36%	32.11%	26.84%
归属母公司净利润	86.66	110.19	128.80	161.62	196.52
同比	22.94%	27.16%	16.89%	25.48%	21.59%
毛利率	27.76%	29.22%	29.04%	28.77%	28.59%
ROE	8.80%	10.43%	11.08%	12.36%	13.22%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.41	0.51	0.62
P/E	107	84	72	58	47
P/B	9.2	8.5	7.6	6.7	5.9
EV/EBITDA	41.94	48.40	41.32	33.40	27.57

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	519.77	616.58	735.98	972.33	1,233.31
营业成本	375.50	436.40	522.25	692.64	880.76
营业税金及附加	1.94	2.37	2.82	3.73	4.73
营业费用	2.15	4.48	5.34	7.06	8.95
管理费用	60.16	63.72	73.60	97.23	123.33
财务费用	-12.82	-4.86	-5.44	-4.54	-2.31
资产减值损失	1.27	2.35	3.57	4.72	5.98
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.57	112.13	133.83	171.49	211.87
营业外收入	8.77	15.51	15.20	15.51	15.51
营业外支出	0.25	0.01	0.01	0.01	0.01
利润总额	100.09	127.64	149.02	186.99	227.37
所得税	12.23	18.05	20.22	25.37	30.85
净利润	87.86	109.58	128.80	161.62	196.52
少数股东损益	1.20	-0.60	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	86.66	110.19	128.80	161.62	196.52
EBITDA	115.49	150.33	176.07	217.86	263.87
EPS (摊薄)	0.27	0.35	0.41	0.51	0.62

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	56.19	2.16	69.80	25.65	51.56
净利润	87.86	109.58	128.80	161.62	196.52
折旧摊销	15.04	22.33	26.40	30.21	35.85
财务费用	0.36	0.36	0.66	0.66	0.66
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-52.07	-130.66	-89.15	-170.92	-186.64
其它	5.00	0.54	3.09	4.09	5.18
投资活动现金流	-189.13	-124.99	-96.79	-96.59	-102.09
资本支出	-189.13	-124.99	-96.79	-96.59	-102.09
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-34.27	-8.37	-0.66	-0.66	-0.66
吸收投资	0.00	15.91	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	34.27	34.28	0.66	0.66	0.66
现金净增加额	-167.21	-131.20	-27.65	-71.59	-51.18

分析师简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪 有色/钢铁行业研究员。北京大学理学学士、硕士。2010 年加入信达证券。

丁士涛, 有色/钢铁行业研究员。中央财经大学管理学硕士, 3 年银行业工作经验, 2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心。

研究助理简介

王伟 澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士, 矿产大宗商品行业 1 年工作经验, 现从事有色金属行业研究助理工作。

有色金属与钢铁行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
西宁特钢	600117	西部资源	600139	荣华实业	600311	江西铜业	600362	中金黄金	600489
方大炭素	600516	山东黄金	600547	厦门钨业	600549	刚泰控股	600687	盛屯矿业	600711
赤峰黄金	600988	中国铝业	601600	西部矿业	601168	怡球资源	601388	紫金矿业	601899
洛阳钼业	603993	兴业矿业	000426	盛达矿业	000603	焦作万方	000612	新兴铸管	000778
云南铜业	000878	安泰科技	000969	中科三环	000970	银泰资源	000975	闽东电力	000993
中捷股份	002021	东方锆业	002167	恒邦股份	002237	江海股份	002484	钢研高纳	300034

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。