

钢研高纳 (300034.SZ)

钢铁行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

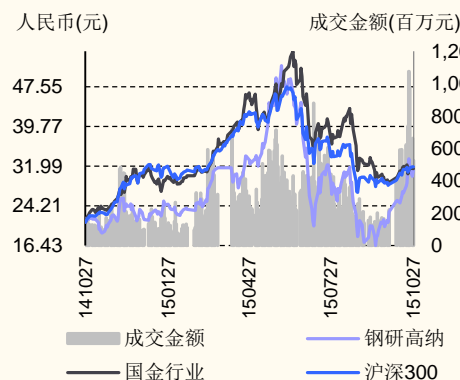
市场价格(人民币)：31.20元

发动机概念重要标的

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 320.00 |
| 总市值(百万元) | 9,993.64 |
| 年内股价最高最低(元) | 51.70/16.43 |
| 沪深300指数 | 3592.88 |



相关报告

1. 《高增长可期，转型预期仍在-钢研高纳业绩点评》，2015.4.13

杨件 分析师 SAC 执业编号：S1130514080005
(8621)60230236
yangjian@gjzq.com.cn

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130515080001
(8621)60937020
niwy@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.409 | 0.345 | 0.348 | 0.426 | 0.519 |
| 每股净资产(元) | 4.79 | 3.45 | 3.72 | 3.89 | 4.33 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.27 | 0.01 | 0.74 | 0.31 | 0.44 |
| 市盈率(倍) | 46.14 | 62.34 | 89.91 | 73.45 | 60.22 |
| 行业优化市盈率(倍) | 20.24 | 36.17 | 47.44 | 47.44 | 47.44 |
| 净利润增长率(%) | 22.94% | 27.16% | 0.75% | 22.41% | 21.96% |
| 净资产收益率(%) | 8.54% | 10.04% | 9.38% | 10.98% | 12.03% |
| 总股本(百万股) | 211.99 | 319.22 | 319.22 | 319.22 | 319.22 |

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 报告期内，公司实现营业收入 4.62 元，同比增 9.42%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.67 元，同比降 13.49%；EPS 为 0.21 元。

经营分析

- 短期业绩下滑不改长期稳健。单季来看，公司 Q3 实现净利润同比降 33.75%，环比则增 13.6%，主要为去年同期存在大额政府补贴导致基数较高，扣非后公司实现净利润 0.66 亿元，同比则微增 1.24%，单季业绩情况仍符合往年正常水平。此外，Q3 期间费用率同比上升 8.46 个百分点，主要为新设子公司管理费用增加导致。总体而言，公司业绩仍保持持续稳健增长。
- 发动机概念重要标的。近期，中航工业航空发动机相关资产有望通过重组整合单独成立发动机公司预期强烈，相关上市公司停牌引发“两机专项”猜想。此前，航空发动机和燃气轮机项目已写入 2015 年的政府工作报告，两机重大专项有望推出。公司目前 70% 左右的收入来自航空航天领域，对相关需求弹性最大，特别是航空发动机，未来随着航空发动机国家重大专项的推出，公司将是受益最大的企业之一。
- 长期享受行业大发展。公司铸造和新型高温合金产品下游航空发动机、舰船燃气轮机及核电等领域迎来高速发展期，需求增速达 30%，除军品外，民品进口替代空间更大。考虑两机专项等，不排除未来市场需求有超预期可能性。此外，公司为迎合市场需求，新产品研发方面取得显著成果。用于燃气轮机新型粉末涡轮盘、铝镁合金、高端模具、焊丝基材等产品订单增长良好，未来公司将至少享受行业平均增速。
- 关注外延式发展。公司此前已明确提出了“将努力通过融资增加对高温合金材料产业的投资”以及“外延式发展”，并进行了资产收购等方面的尝试，但最终未能成形，我们不排除公司后续外延发展的可能性。

投资建议

- 预计 15-17 年对应摊薄后 EPS 分别为 0.35、0.43、0.52 元，对应 PE 分别为 90 倍、73 倍、60 倍。维持“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 456 | 520 | 617 | 615 | 808 | 1,020 | 货币资金 | 505 | 338 | 211 | 250 | 330 | 420 |
| 增长率 | | 14.0% | 18.6% | -0.3% | 31.3% | 26.3% | 应收款项 | 196 | 288 | 400 | 386 | 507 | 640 |
| 主营业务成本 | -340 | -375 | -436 | -422 | -552 | -691 | 存货 | 85 | 127 | 213 | 165 | 216 | 271 |
| %销售收入 | 74.7% | 72.2% | 70.8% | 68.6% | 68.3% | 67.7% | 其他流动资产 | 53 | 47 | 19 | 23 | 30 | 37 |
| 毛利 | 115 | 144 | 180 | 193 | 256 | 329 | 流动资产 | 840 | 800 | 843 | 824 | 1,082 | 1,367 |
| %销售收入 | 25.3% | 27.8% | 29.2% | 31.4% | 31.7% | 32.3% | %总资产 | 77.1% | 60.8% | 58.5% | 49.1% | 51.1% | 54.8% |
| 营业税金及附加 | -2 | -2 | -2 | -2 | -3 | -4 | 长期投资 | 15 | 15 | 15 | 16 | 15 | 15 |
| %销售收入 | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 固定资产 | 213 | 431 | 464 | 779 | 961 | 1,054 |
| 营业费用 | -1 | -2 | -4 | -4 | -6 | -7 | %总资产 | 19.5% | 32.8% | 32.2% | 46.4% | 45.3% | 42.2% |
| %销售收入 | 0.2% | 0.4% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 无形资产 | 22 | 66 | 65 | 59 | 59 | 58 |
| 管理费用 | -46 | -60 | -64 | -63 | -83 | -105 | 非流动资产 | 250 | 515 | 598 | 856 | 1,036 | 1,129 |
| %销售收入 | 10.0% | 11.6% | 10.3% | 10.3% | 10.3% | 10.3% | %总资产 | 22.9% | 39.2% | 41.5% | 50.9% | 48.9% | 45.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 66 | 80 | 110 | 123 | 164 | 213 | 资产总计 | 1,090 | 1,316 | 1,441 | 1,680 | 2,119 | 2,496 |
| %销售收入 | 14.6% | 15.4% | 17.8% | 20.0% | 20.3% | 20.9% | 短期借款 | 0 | 0 | 10 | 125 | 437 | 595 |
| 财务费用 | 16 | 13 | 5 | 0 | -12 | -26 | 应付款项 | 97 | 227 | 191 | 212 | 278 | 348 |
| %销售收入 | -3.5% | -2.5% | -0.8% | -0.1% | 1.5% | 2.6% | 其他流动负债 | 0 | 5 | 20 | 46 | 52 | 59 |
| 资产减值损失 | -2 | -1 | -2 | -1 | 0 | 0 | 流动负债 | 96 | 232 | 221 | 383 | 767 | 1,002 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 22 | 51 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 118 | 283 | 231 | 383 | 767 | 1,003 |
| 营业利润 | 80 | 92 | 112 | 122 | 151 | 186 | 普通股股东权益 | 954 | 1,014 | 1,177 | 1,262 | 1,316 | 1,456 |
| 营业利润率 | 17.6% | 17.6% | 18.2% | 19.8% | 18.7% | 18.3% | 少数股东权益 | 17 | 18 | 34 | 35 | 36 | 37 |
| 营业外收支 | 0 | 9 | 16 | 10 | 10 | 10 | 负债股东权益合计 | 1,090 | 1,316 | 1,441 | 1,680 | 2,119 | 2,496 |
| 税前利润 | 81 | 100 | 128 | 132 | 161 | 196 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 17.7% | 19.3% | 20.7% | 21.4% | 19.9% | 19.2% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -12 | -12 | -18 | -20 | -24 | -29 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 14.3% | 12.2% | 14.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.332 | 0.409 | 0.345 | 0.348 | 0.426 | 0.519 |
| 净利润 | 69 | 88 | 110 | 112 | 137 | 167 | 每股净资产 | 4.502 | 4.785 | 3.700 | 3.970 | 4.139 | 4.580 |
| 少数股东损益 | -1 | 1 | -1 | 1 | 1 | 1 | 每股经营现金净流 | 0.303 | 0.265 | 0.007 | 0.743 | 0.307 | 0.442 |
| 归属于母公司的净利润 | 70 | 87 | 110 | 111 | 136 | 166 | 每股股利 | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080 | 0.080 |
| 净利率 | 15.5% | 16.7% | 17.9% | 18.1% | 16.8% | 16.2% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 7.38% | 8.54% | 9.36% | 8.80% | 10.33% | 11.38% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 6.47% | 6.59% | 7.65% | 6.61% | 6.41% | 6.64% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 5.86% | 6.80% | 7.71% | 7.34% | 7.79% | 8.66% |
| 净利润 | 69 | 88 | 110 | 112 | 137 | 167 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 20.12% | 14.02% | 18.63% | -0.26% | 31.30% | 26.32% |
| 非现金支出 | 9 | 16 | 25 | 48 | 59 | 68 | EBIT 增长率 | 12.56% | 20.38% | 36.98% | 12.02% | 33.52% | 29.81% |
| 非经营收益 | 0 | -3 | 0 | -3 | 8 | 24 | 净利润增长率 | 9.46% | 22.94% | 27.16% | 0.75% | 22.41% | 21.96% |
| 营运资金变动 | -14 | -45 | -132 | 79 | -107 | -118 | 总资产增长率 | 13.43% | 20.72% | 9.52% | 16.61% | 26.08% | 17.82% |
| 经营活动现金净流 | 64 | 56 | 2 | 236 | 98 | 140 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -121 | -189 | -125 | -297 | -229 | -150 | 应收账款周转天数 | 63.7 | 73.9 | 78.6 | 79.0 | 79.0 | 79.0 |
| 投资 | -15 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 72.6 | 102.9 | 142.3 | 143.0 | 143.0 | 143.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 21.2 | 68.4 | 77.5 | 78.0 | 78.0 | 78.0 |
| 投资活动现金净流 | -136 | -189 | -125 | -298 | -229 | -150 | 固定资产周转天数 | 54.4 | 122.9 | 246.9 | 344.7 | 308.5 | 259.5 |
| 股权募资 | 19 | 0 | 16 | 0 | -57 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 0 | 0 | 10 | 106 | 312 | 159 | 净负债/股东权益 | -52.02% | -32.75% | -16.59% | -9.62% | 7.93% | 11.80% |
| 其他 | -17 | -34 | -34 | -4 | -44 | -59 | EBIT 利息保障倍数 | -4.2 | -6.2 | -22.5 | -373.0 | 13.1 | 8.1 |
| 筹资活动现金净流 | 2 | -34 | -8 | 101 | 211 | 100 | 资产负债率 | 10.85% | 21.50% | 16.00% | 22.81% | 36.20% | 40.19% |
| 现金净流量 | -70 | -167 | -131 | 39 | 80 | 90 | | | | | | | |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

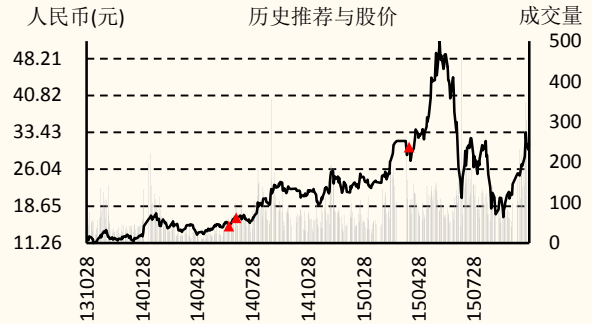
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2014-06-20 | 增持 | 22.68 | 23.81~27.22 |
| 2 | 2014-07-02 | 增持 | 16.61 | 17.15~19.60 |
| 3 | 2015-04-13 | 增持 | 30.12 | N/A |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD