

小金属

署名人: 杨国萍
S0960209060280
0755-82026714
yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭
执业证书编号: S0960209060260
0755-82026705
zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 40.00元

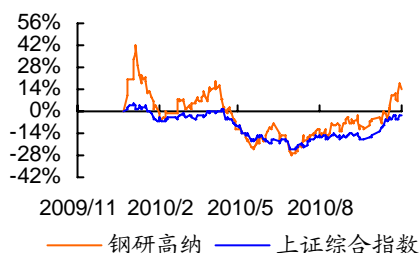
当前股价: 32.50元
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3045.43
总股本(百万)	118
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	6.85
资产负债率	6.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
钢研高纳	0.00	28.81	29.07
上证综合指数	0.00	13.95	6.09



相关报告

钢研高纳

300034

推荐

高端领域产能扩张强化行业龙头优势、民用领域的开拓打开更大的盈利空间

投资要点:

- **钢研高纳是国内航空航天用高温合金重要的生产基地。**公司是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，多个细分产品占据市场主导地位。公司在高温合金领域的技术水平处于国内领先水平，部分产品领域达到国际先进。
- **募投项目强化高端市场优势地位，同时进入更广阔的民用市场。**公司IPO募投项目新增产能全面覆盖了公司现有熔铸、变形和新型高温合金产品，进一步强化公司在航空航天领域的领先地位，将显著提升公司的盈利能力；募投项目还显示公司未来将进入市场空间更大的领域——民用领域。
- **民用领域的发展在2、3年后有望成为公司发展的重中之重，为业绩增长打开更大的空间。**公司“十二五”规划明确指出，未来5年将强化军工业务领域、大力开拓民品市场，我们认为，公司IPO募投项目仍以强化目前的优势领域——航空航天领域为主，民用领域的开拓是一个开始，公司有望在2、3年之后将发展重点放在民用领域。
- **高温合金材料具有很大的市场空间。**高温合金是制造大型发动机的重要材料，国际市场上每年消费高温合金材料近30万吨，我国目前高温合金材料年生产量约1万吨左右，每年需求可达2万吨以上，市场容量超过80亿元。
- **我国高温合金市场未来几年需求可能出现爆发性增长:** 1、我国自主航空航天发动机的研制和量产; 2、上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模扩张和技术进一步突破; 3、新一代发电装备——大型地面燃机(也可作舰船动力)的研制和进一步国产化; 4、核电设备的国产化。这几个方面都将显著增加对高端高温合金材料的需求。
- **给予公司推荐的投资评级。**以目前的建设项目产能的正常释放，我们预测公司10-13年EPS为0.41、0.50、0.72和1.44元，且公司未来2、3年存在民用领域产能的建设和释放，同时不排除目前产能释放加速，我们认为，公司11年以后业绩超预期的可能性较大; 行业龙头地位使得公司将成为行业高速发展期的最大受益者，参考二级市场可比新材料板块市场估值水平，我们给与公司推荐的投资评级，未来6-12个月目标价为40元。
- **风险提示:** 募投项目建设进度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	291	295	369	521	880
收入同比(%)	3%	1%	25%	41%	69%
归属母公司净利润	38	48	59	85	169
净利润同比(%)	22%	26%	23%	44%	99%
毛利率(%)	23.7%	26.0%	26.0%	26.5%	29.6%
ROE(%)	4.7%	5.7%	6.5%	8.6%	14.6%
每股收益(元)	0.32	0.41	0.50	0.72	1.44
P/E	108.03	85.99	69.77	48.32	24.33
P/B	5.10	4.87	4.55	4.16	3.55
EV/EBITDA	74	66	44	28	15

资料来源: 中投证券研究所

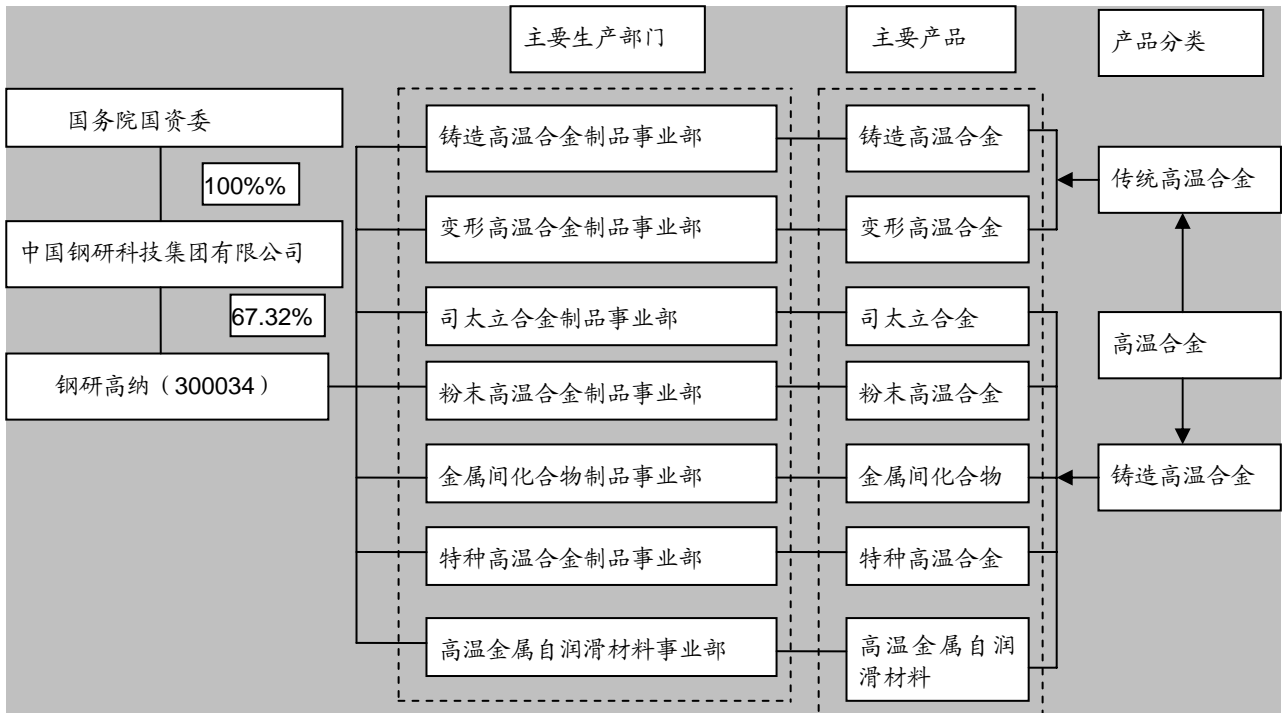
1、国内航空航天用高温合金的生产基地

钢研高纳是国内航空航天用高温合金重要的生产基地，同时也是国内电力工业用高温合金的重要供应商，公司是国内高端和新型高温合金制品生产规模最大的企业之一，多个细分产品占据市场主导地位。公司在高温合金领域的技术水平处于国内领先水平，部分产品领域达到国际先进。

目前公司产品主要包括铸造高温合金、变形高温合金与新型高温合金三大块，铸造高温合金目前占公司收入和利润的 50%左右。

公司控股股东是中国钢研科技集团有限公司，是国家首批 103 家创新型企业试点单位之一，是我国金属新材料研发基地、冶金行业重大关键与共性技术的创新基地、国家冶金分析测试技术的权威机构，拥有 5000 余项科研成果，授权专利 783 项。

图 1 钢研高纳股权结构及主要产品种类情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 钢研高纳收入构成

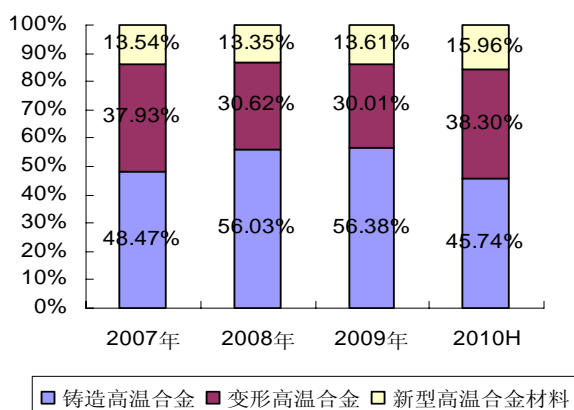
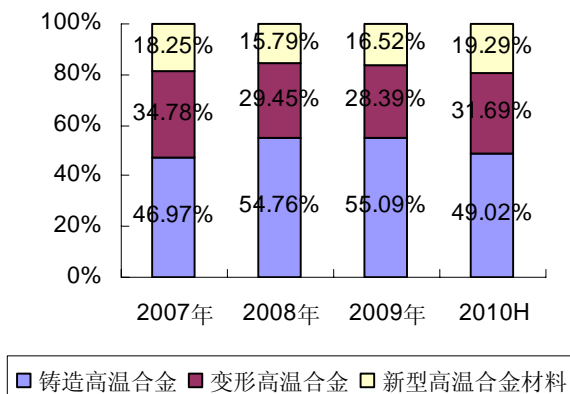


图 3 钢研高纳利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 钢研高纳收入、利润和毛利情况

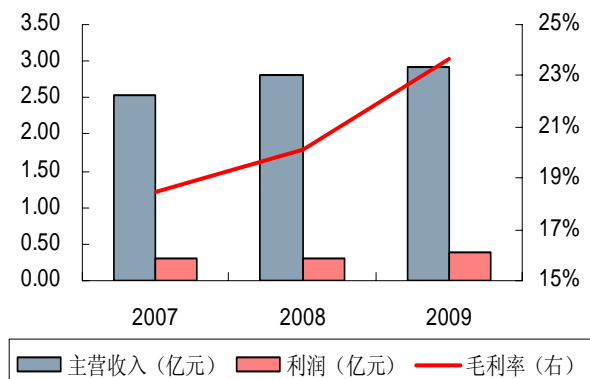
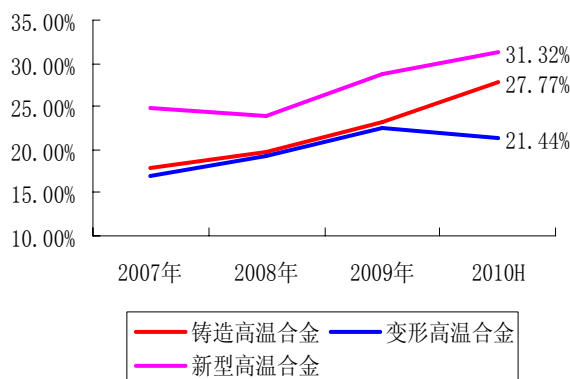


图 5 主要产品毛利率情况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、 高端产品具有强的市场竞争力和高的市场占有率

钢研高纳产品定位在高端和新型高温合金领域，面向的客户也是以航空航天发动机装备制造企业和大型的发电设备企业集团为主，同时也向冶金、化工、玻璃制造等领域的企业销售用于高温环境下的热端部件。公司与这些大型企业建立了长期稳定的业务合作关系。

主要产品具体有：面向航空航天的高温母合金、发动机精铸件、航空发动机盘锻件等；面向发电设备制造领域的汽轮机涡轮盘、防护片等；面向石油、化工、纺织、冶金等领域的高温合金精铸件、自润滑轴承、切断刀等。公司这些产品在相应的领域具有很强的竞争力和很高的市场占有率。

表 1 公司主要产品下游客户及市场占有率情况

产品系列	产品	市场占有率情况	产品销售对象
铸造高温合金	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中国航天科技集团公司等
	精铸件	航天发动机精铸件市场占有率>90%	
变形高温合金	板材、棒材、特种变形高温合金板材、棒材和涡轮叶片	特种变形高温合金板材、棒材和涡轮叶片	沈阳黎明、航空动力、贵航集团、上海

新型高温合金	涡轮盘	轮盘锻件的市场占有率 > 30%	
	汽轮机叶片 防护片	市场占有率100%	电气、哈尔滨汽轮机厂等
	粉末高温合 金、ODS合金 等	ODS合金市场占有率100%，粉末 高温合金市场占有率60%	航空动力、沈阳黎明等

资料来源：公司资料

3、强大的技术实力和自主研发能力

钢研高纳是在原钢研院高温所基础上设立的。该所创建于1956年，主要从事航天、航空发动机用高温合金材料及部件生产技术的研发开发工作，是我国高温合金材料重要的研发阵地。公司设立时承继了该所的资产、人员和技术等，并在高温材料研究所的研发基础上，进行了产业化，已经开发出适用于各个领域需求的高温合金系列产品，将技术优势转化为产业优势。

在行业地位方面，公司是国内重要的高温合金专业化研发生产企业，在国内高温合金材料领域有着较高的行业地位，特别是在行业标准制订方面，公司一直组织参与国内高温合金材料标准制订，多个牌号的高温合金材料行业标准由公司技术专家起草。

在质量控制方面，公司目前执行的产品标准102个，其中，国标27个、行标3个、外部企业标准18个、外国（主要是美国）标准20个、公司标准34个。为保证生产出高质量的产品，公司设立制定了严格的产品质量标准，健全和完善的质量管理体系，并通过了ISO9001认证。

4、募投项目的建设强化航空市场的优势、大幅提升产 品盈利能力；同时逐步走向民用市场，开拓更广阔的发 展空间

公司IPO募集资金投资项目将全面提升公司熔铸、变形和新型高温合金产能，进一步强化公司在航空航天领域的行业领先地位、将大幅提升公司盈利能力。

同时，公司新型高温固体自润滑符合材料及制品项目市场面向的主要是民用市场，我们认为，该项目是公司走向空间更广阔的民用市场的一个信号，公司本次募投项目仍是强化优势领域为主，未来不排除公司将发展重点放在民用领域，这将为公司带来更大的市场需求空间和盈利空间。

表 2 公司 IPO 基本情况

发行量	3000 万股
发行价格	19.53 元/股
募集资金净额	55015 万元

资料来源：公司公告

表 3 公司 IPO 项目基本情况 (万元)

募集资金运用	总投资	募集资金投入	产能	建设周期	收入	利润总额	净利润
1、铸造高温合金品质精铸件项目(永丰)	15303	15303		2012 年年底建成	11610	4359	3705
2、真空水平连铸高温合金母合金项目	23880	16682		2012 年年底竣工	24100	5438	4622
3、航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目项目基本情况	9995	9995		2011 年年底建成			
发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等			30套		6000		
发动机用直接热等静压涡轮盘、封严盘			20套		1400		
发动机用前后挡板			270个		1350	1996	1697
航空发动机变形高温合金涡轮盘			525个		7875		
航天发动机用小涡轮盘			325个		650		
4、航空航天用钛铝金属材料制品项目	6447	6447		2011年上半年			
钛铝系金属间化合物变形型材制品			20吨		3700	1309	1112
钛铝系金属间化合物精铸件制品			10吨		3000		
5、新型高温固体自润滑符合材料及制品	6588	6588	1200吨	2011年上半年			
12000 套高温自润滑轴承和 7000 套新型固体自润滑密封材料的能力					7600	1231	1046
合计	62213	55015			67285	14333	12183

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5、 所处行业未来 5 年快速发展

高温合金材料属于航空航天材料中的重要成员，是制造航空航天发动机的重要材料。发动机的性能水平在很大程度上取决于高温合金材料的性能水平。高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，在先进的航空发动机中，高温合金用量占发动机总重量的 40% - 60%以上。

高温合金一般以铁、镍、钴为基，能在大约 600℃以上的高温下抗氧化或腐蚀，并能在一定应力作用下长期工作的一类合金。高温合金在材料工业中主要是为航空航天产业服务，但由于其优良的耐高温、耐腐蚀、抗疲劳等性能，已经应用到电力、汽车、冶金、玻璃制造、原子能等工业领域，从而大大扩展了对高温合金的需求。

目前，国际市场上每年消费高温合金材料近 30 万吨，被广泛应用于各个领域。我国目前高温合金材料年生产量约 1 万吨左右，每年需求可达 2 万吨以上，市场容量超过 80 亿元。我国在高温合金技术水平与生产规模方面，与美国、俄罗斯等国仍有着较大差距。随着我国发展自主研制的更高性能航空航天发动机，高温合金材料在供应上存在无法满足应用需求的情况，还需要我国高温合金企业着力提高研发能力和装备水平，提高供应更高性能高温合金材料的实力。

目前公司主要面向的市场为航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金，该领域市场的高温合金需求量在 3000 余吨，且每年呈 15% 以上的速度增长。（数据来源：中国金属学会高温材料分会）。

我国当前正在大力发展自主创新的航空航天产业，必然要在政策上支持国内航空航天材料企业的发展，鼓励这些企业研制和开发符合我国航空航天飞行器特点的新型材料。高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，公司作为国内高端和新型高温合金主要生产厂商，将是政策导向的受益者。

高端和新型高温合金需求增加主要来自于几个方面：1、我国发展自主航空航天产业研制先进发动机，将带来市场对高端和新型高温合金的需求增加。2、我国上海电气、东方电气、哈尔滨汽轮机厂等大型发电设备制造集团在生产规模和生产技术等方面近年来有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。3、正在进行国产化研制的新一代发电装备——大型地面燃机（也可作舰船动力）取得了显著进展，实现量产后将带动对高温合金的需求。4、核电设备的国产化，也将拉动对国产高温合金的需求。

附：财务预测表

资产负债表					会计年度				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012
会计年度	783	800	671	610	营业收入	291	295	369	521
流动资产	650	565	398	226	营业成本	222	219	273	383
现金	49	74	89	127	营业税金及附加	2	1	1	2
应收账款	0	0	0	0	营业费用	1	1	1	1
其他应收款	8	33	41	57	管理费用	22	30	30	36
预付账款	29	55	68	96	财务费用	1	-11	-5	-1
存货	47	74	74	104	资产减值损失	1	0	0	0
其他流动资产	80	287	463	640	公允价值变动收益	0	0	0	0
非流动资产	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
长期投资	56	206	369	534	营业利润	42	56	69	100
固定资产	11	11	11	11	营业外收入	42	0	0	0
无形资产	13	71	83	95	营业外支出	0	0	0	0
其他非流动资产	863	1087	1133	1250	利润总额	45	56	69	100
资产总计	44	242	229	261	所得税	6	8	10	15
流动负债	0	150	150	150	净利润	38	48	59	85
短期借款	7	9	11	15	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	37	84	68	96	归属母公司净利润	38	48	59	85
其他流动负债	12	0	0	0	EBITDA	47	52	80	123
非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.41	0.50	0.72
长期借款	12	0	0	0					
其他非流动负债	56	242	229	261	主要财务比率				
负债合计	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012
少数股东权益	118	118	118	118	成长能力				
股本	559	559	559	559	营业收入	3.3%	1.4%	24.9%	41.2%
资本公积	130	168	227	312	营业利润	31.0%	32.5%	23.2%	44.4%
留存收益	807	845	904	989	归属于母公司净利润	21.7%	25.6%	23.2%	44.4%
归属母公司股东权益	863	1087	1133	1250	获利能力				
负债和股东权益					毛利率(%)	23.7%	26.0%	26.0%	26.5%
					净利率(%)	13.1%	16.2%	16.0%	16.3%
					ROE(%)	4.7%	5.7%	6.5%	8.6%
					ROIC(%)	23.5%	9.3%	8.4%	9.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	6.5%	22.3%	20.2%	20.9%
					净负债比率(%)	0.00%	61.91%	65.41%	57.49
					流动比率	17.87	3.30	2.92	2.34
					速动比率	17.21	3.08	2.63	1.97
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.30	0.33	0.44
					应收账款周转率	7	5	4	5
					应付账款周转率	25.11	27.81	27.77	29.19
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.41	0.50	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	-0.31	0.24	0.22
					每股净资产(最新摊薄)	6.85	7.18	7.68	8.40
					估值比率				
					P/E	108.03	85.99	69.77	48.32
					P/B	5.10	4.87	4.55	4.16
					EV/EBITDA	74	66	44	28
					EV/EBITDA	88	58	37	26

现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E
会计年度	42	-37	28	26
经营活动现金流	38	48	59	85
净利润	4	7	15	24
折旧摊销	1	-11	-5	-1
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-2	-63	-53	-81
营运资金变动	2	-17	12	-1
其他经营现金流	-7	-200	-200	-200
投资活动现金流	7	200	200	200
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	572	151	5	1
筹资活动现金流	-20	150	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	44	0	0	0
普通股增加	553	0	0	0
资本公积增加	-4	1	5	1
其他筹资现金流	607	-85	-167	-173
现金净增加额	59	1156	-107	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434