

方正证券研究所证券研究报告

有色行业高级分析师：邓新荣

执业证书编号：S1220511020003

TEL: 010-68584850

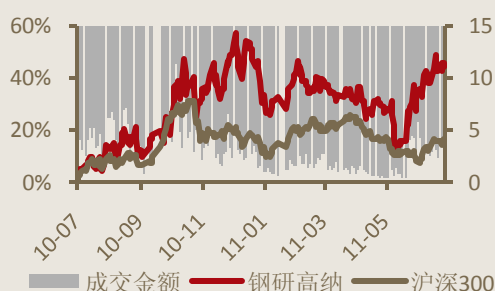
E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：明炉发

TEL: (010) 68584837

Email: minglufa@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	330.66	370.00	486.75	581.86
(+/-)	13.55%	11.90%	31.55%	19.54%
净利润	46.45	60.61	78.94	91.10
(+/-)	27.75%	30.48%	30.25%	15.41%
EPS (元)	0.39	0.29	0.37	0.43
P/E	74.20	62.54	48.02	41.60

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

钢研高纳(300034)

公司调研简报

2011.07.18 暂无评级

普通机械行业

投资要点

※技术优势得天独厚 产品进入存壁垒

公司依托原钢研院，拥有众多优秀科学家和研究人员，具有稳定、研发能力强的核心技术团队。目前公司拥有 23 项正在使用的发明专利、17 项正在申请的专利以及 17 项专有技术。公司将产品定位于高端领域，通过参与客户新产品的研发和试制，为后续批量化生产奠定基础。已经开发出航天发动机精铸件、汽轮机叶片防护片、ODS 合金等国内尚无的同类型产品的新产品，并且成功开拓了航空航天用高温合金母合金市场，与航空航天发动机制造企业建立了稳定的供货关系。以技术优势为基础，拥有高端产品和高端客户是公司得天独厚的优势。

※突出产业链核心部分，适度利用外协加工资源

在变形高温合金领域有些产品需要靠大型装备才能完成，为了减少购置费用、提高利用效率，公司凭借掌握的客户资源和全套生产技术，采取将锻造环节委托给金属加工企业来进行外协加工；公司则负责产业链核心部分，既合理利用了社会资源，抓住了产业链附加值最高的核心部分，又抓住变形高温合金领域业务机会。

※高端产品+专家销售=高毛利高盈利

高温合金材料及制品的专业性和技术性非常强，产品多为客户订制产品，需要销售人员具有很强的专业能力，在销售上采取专家销售的方式，提高了业务开拓的成功机率，降低了销售成本，又可以紧跟客户的新品开发，保持与客户的长期战略合作关系。同时，这种销售方式还可以提高服务质量，增加客户满意度和公司的美誉度。

公司最近 5 年保持了连续、稳定增长，其中 2010 年的营业收入、利润总额较 2009 年分别增长 13.55% 和 26.67%。并且，公司的销售成本率和销售期间费用率两项指标均下降，实现 25.1% 销售毛利率，较 2009 年增加近 2 个百分点，较 2008 年增加 5 个百分点；实现销售净利率 14.05%，远远高于行业 5.47% 的中值水平。2011 年 1 季度，公司营业收入 7,268.75 万元，同比增长 11.69%；归属于公司普通股股东的净利润 1,371.27 万元，同比增长 51.11%；并且销售净利率增至 18.87%。但需要指出的是公司三项期间费用率平均水平为 7%，高于行业的平均 5%；尤其管理费达 10% 左右有待优化。另一方面原料成本控制力度有限，规模采购、议价能力以及选择企业余地等有待改进。

※募投项目进展不容乐观 军民品市场仍需协调发展

7 月 8 日，公司高温材料厂房奠基仪式在涿州基地举行，距离计划 2011

年年底将投产不到 6 个月时间。该工厂主要用于“航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目”和“新型高温固体自润滑复合材料及制品项目”；产品主要面向我国航空航天、国防军工等高科技领域。根据目前的情况看，推进情况不及预期，年底投产很难。

虽然此前“航空航天用钛铝金属材料制品项目”实施地点由涿州调整到北京中关村永丰产业基地进行实施。这是由于该项目与超募资金项目“真空水平连铸高温合金母合金项目”的设备在产品生产工艺流程上具备互补性，通过变更项目实施地点，可以节约工段流转的运输成本，还能发挥设备资源互补优势，避免重复购置和产能浪费。但从目前的情况看，在北京市拿地很难，土地成本和人工成本太高。我们认为公司军民品市场需协调发展，在北京做军工和科研；民品放到更容易取得土地使用权的南方去，快速扩大产能，满足市场的需要。

※盈利预测与估值

我们预计公司 2011—2013 年摊薄 EPS 为 0.29、0.37 和 0.43 元。首次研究覆盖，暂不予评级。

※风险提示

项目进度不及预期；需求受到航空航天产业发展进程的限制。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	815.57	871.39	949.38	990.73	经营活动现金流	42.53	34.23	28.01	105.35
现金	675.15	714.32	702.34	763.43	净利润	46.45	60.61	78.94	91.10
应收账款	39.71	45.32	76.75	67.84	折旧摊销	4.90	4.81	6.49	7.93
其它应收款	0.04	0.25	0.05	0.23	财务费用	-4.43	-11.10	-6.33	1.75
预付账款	5.97	5.50	11.52	9.05	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	35.71	39.49	57.78	56.57	营运资金变动	-4.39	-19.99	-51.15	4.58
其他	58.99	66.50	100.94	93.63	其它	0.00	-0.09	0.06	-0.01
非流动资产	77.88	83.98	108.92	126.28	投资活动现金流	-3.14	-10.83	-31.50	-25.28
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	9.92	-1.41	26.06	19.12
固定资产	58.21	63.17	80.76	93.60	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.62	11.64	15.26	17.98	其他	6.78	-12.23	-5.44	-6.16
其他	9.04	9.17	12.90	14.70	筹资活动现金流	-14.51	15.77	-8.50	-18.98
资产总计	893.45	955.37	1058.30	1117.00	短期借款	0.00	6.67	-4.44	0.74
流动负债	47.05	50.36	84.75	70.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	6.67	2.22	2.96	其他	-14.51	9.10	-4.06	-19.73
应付账款	23.12	1.68	32.21	10.50	现金净增加额	24.88	39.17	-11.99	61.09
其他	23.93	42.02	50.32	56.86					
非流动负债	0.58	8.00	6.95	5.18	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.58	8.00	6.95	5.18	营业收入	13.55%	11.90%	31.55%	19.54%
负债合计	47.63	58.37	91.70	75.50	营业利润	22.23%	33.41%	30.71%	15.23%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	27.75%	30.48%	30.25%	15.41%
归属母公司股东权益	845.82	897.00	966.61	1041.51	获利能力				
负债和股东权益	893.45	955.37	1058.30	1117.00	毛利率	25.10%	25.60%	26.00%	26.70%
					净利率	14.05%	16.38%	16.22%	15.66%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	5.49%	6.76%	8.17%	8.75%
营业收入	330.66	370.00	486.75	581.86	ROIC	5.49%	6.71%	8.15%	8.72%
营业成本	247.68	275.28	360.20	426.51	偿债能力				
营业税金及附加	1.76	2.04	2.34	2.62	资产负债率	5.33%	6.11%	8.66%	6.76%
营业费用	0.80	0.89	1.12	1.34	净负债比率	0.00%	0.74%	0.23%	0.28%
管理费用	33.17	31.82	37.97	42.48	流动比率	17.34	17.30	11.20	14.09
财务费用	-4.43	-11.10	-6.33	1.75	速动比率	16.58	16.52	10.52	13.28
资产减值损失	-0.21	1.85	0.97	2.91	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.38	0.40	0.48	0.53
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应收帐款周转率	7.47	8.70	7.97	8.05
营业利润	51.89	69.23	90.49	104.27	应付帐款周转率	16.46	22.20	21.26	19.98
营业外收入	1.99	1.06	1.03	1.36	每股指标(元)				
营业外支出	0.05	0.05	0.03	0.05	每股收益	0.39	0.29	0.37	0.43
利润总额	53.83	70.24	91.49	105.59	每股经营现金	0.20	0.16	0.13	0.50
所得税	7.38	9.63	12.55	14.48	每股净资产	7.18	4.23	4.56	4.91
净利润	46.45	60.61	78.94	91.10	估值比率				
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	74.20	62.54	48.02	41.60
归属母公司净利润	46.45	60.61	78.94	91.10	P/B	4.41	4.23	3.92	3.64
EBITDA	58.74	75.05	97.98	113.52	EV/EBITDA	-11.49	41.08	31.54	26.69
EPS（元）	0.39	0.29	0.37	0.43					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com