

新材料研究小组 分析师：何卫江

执业证书编号：S0730511050001

hewj@ccnew.com

研究支持：牟国洪 mough@ccnew.com

高温合金龙头 期待募投项目

——钢研高纳（300034）调研简报

研究报告-调研简报

增持（首次）

发布日期：2011年10月11日

报告关键要素：

公司主要从事高温合金材料及制品的研发、生产与销售，产品包括铸造高温合金、变形高温合金及新型高温合金三大细分领域，产品种类齐全。高温合金以其优异的力学性能、抗氧化及抗腐蚀性，广泛用于航空航天、核反应堆、电力、船舶等领域。公司技术实力雄厚，且产业链一体化优势显著，未来重点关注公司募投项目进展。预测公司2011年和2012年每股收益分别为0.32元和0.41元，按10月10日15.75元收盘价计算，对应的市盈率分别为50倍和38倍，首次给予公司“增持”评级。

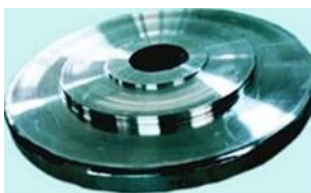
事件：

- 2011年9月15日，我们对钢研高纳进行了实地调研，对公司经营状况及募投项目进展进行了交流。

点评：

- **高温合金龙头企业，产品种类齐全。**公司成立于2002年11月，主要从事高温合金材料及制品的研发、生产与销售，是中关村科技园区的高新技术企业。公司是国内航空航天用高温合金重要的生产基地，目前公司具有生产国内80%以上牌号的高温合金的技术和能力，产品涵盖铸造高温合金、变形高温合金和新型高温合金三大细分领域，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。

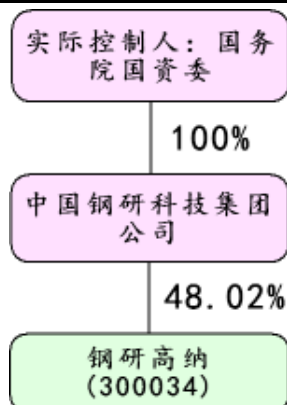
图表1：公司产品类型及示意图

子类别	产能/吨	产 品	主要应用领域	产品图示
高温合金	920	高温合金母合金 等轴晶精密铸造高温合金制品 定向凝固高温合金制品 单晶高温合金制品	主要用于制造航空航天发动机热端部件的高温合金精密铸件等。	
		高温合金锻件 高温合金板、带材、管材 高温合金丝材 GH4169 等合金系列产品 司太立合金制品	主要是航空航天发动机和发电设备用的板材、棒材和涡轮盘等。	
	15	粉末高温合金 金属间化合物 ODS 合金 高温金属基自润滑材料及制品 特种高温合金制品	广泛应用于航空、航天、冶金、电力、石化等领域。	

资料来源：公司网站，公司公告，中原证券

技术优势显著。公司大股东为中国钢研科技集团有限公司，其前身是钢铁研究总院，国务院国资委全资持有中国钢研100%股权，为公司实际控制人。中国钢研是国家首批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，拥有授权专利783项。公司继承了原钢研院雄厚的技术实力，至2010年底，公司正在使用的专利技术共有23项，正在申请专利17项，持有重大专项技术17项。目前，公司技术团队占员工总人数的比例近30%，研究费用支出在营收中占比持续上升，2010年占比为4.60%。

图表2：公司股东背景



资料来源：公司公告，中原证券

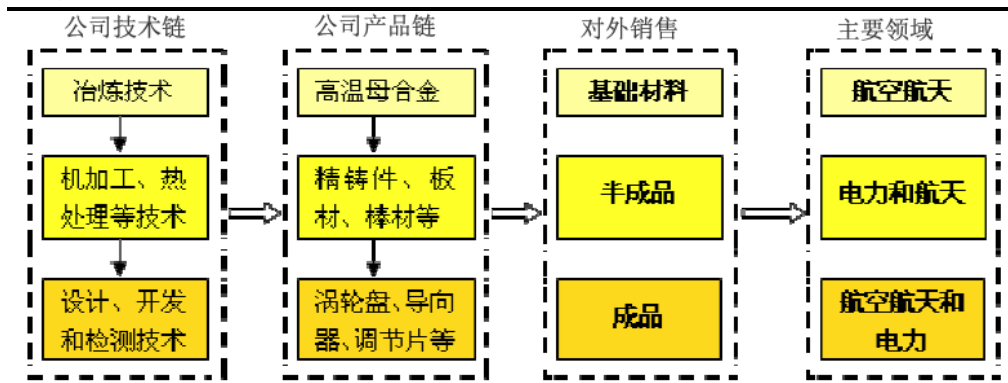
图表3：2006-2010年公司研究费用及在营收中占比



资料来源：公司公告，中原证券

- **高温合金下游需求广泛。**高温合金是在应力及高温(一般指600℃以上)同时作用下，具有长时间的抗蠕变能力、高的持久强度和高的抗腐蚀性的金属材料，其需求源自为解决飞机发动机涡轮增压器的耐用材料而发展起来的，目前已广泛用于航空航天、核反应堆、船舶、电力、原子能等诸多领域，市场前景广阔。国际市场上高温合金材料年消费量近30万吨，目前国内需求量在2万吨以上，市场容量超过80亿元，而目前国内生产量为1万吨左右。其中，航空航天、发电领域所需要的高端和新型高温合金为3000余吨，随着我国航天事业的壮大以及新型自主技术战斗机越加成熟，预计该领域需求将保持15%以上的增速水平。
- **产业链一体化优势显著。**公司在高温合金领域具备完整的产业链一体化优势，可分别向客户提供基础材料、半成品及成品。基础材料指由公司提供合金冶炼服务，由客户自行加工成终成品，高温合金冶炼是下游产业链的基础，涉及合金配方、冶炼工艺参数控制等关键技术；半成品指利用锻造、机加工、精铸等技术，制备出形状复杂、高精度的板材、棒材和精铸件等；成品指从开发、设计到生产可让最终用户直接使用的产品。

图表4：公司产业链优势示意图

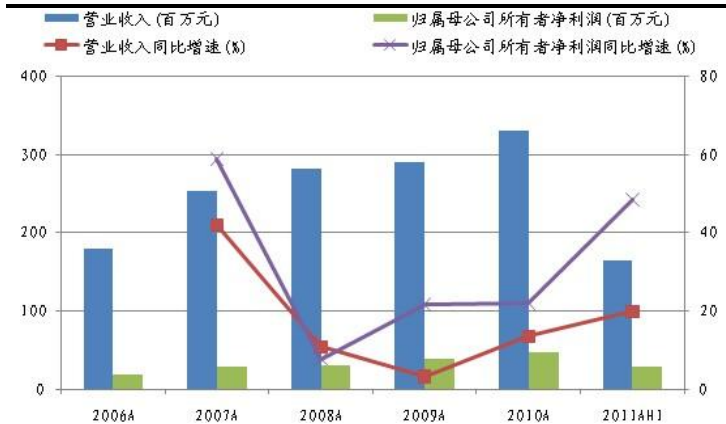


资料来源：公司招股书，中原证券

- **公司营业收入稳步增长。**2009年和2010年，公司分别实现营业收入2.91亿元和3.31亿元，同比增速分别为3.30%和13.55%。2011年上半年，公司实现营业收入1.64亿元，同比增长19.86%。

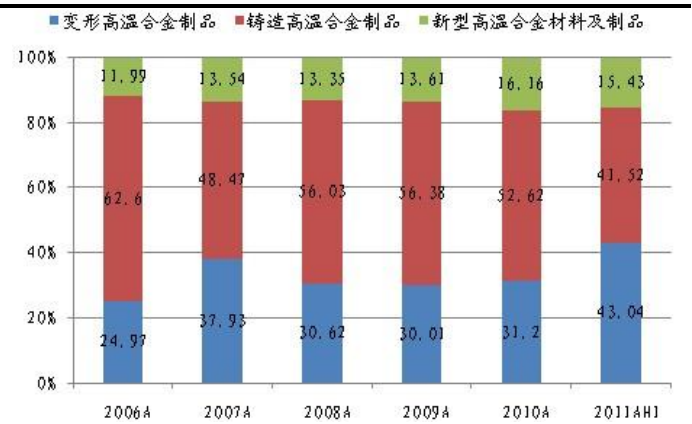
变形高温合金及制品是亮点。从公司产品营收组成看，2008-2010年，铸造高温合金及制品营收占比较大，均大于50%；变形高温合金维持在30%左右。2011年上半年，变形高温合金占比增至43.04%，同比大幅增长34.70%，主要原因是其技术越加成熟，下游市场拓展至发电设备等领域所致，预计变形高温合金将保持较高增速。

图表5：2006-2011年公司营业收入、净利润及同比增速



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

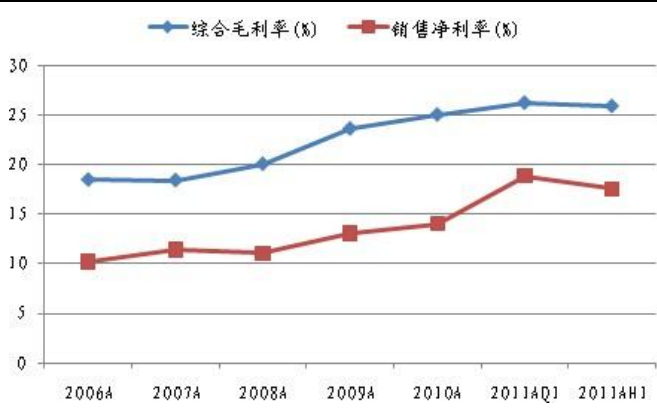
图表6：2006-2011年公司营收组成(按产品)



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

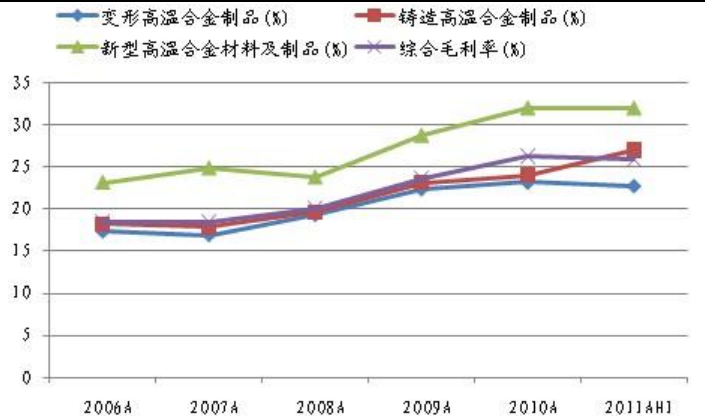
- **公司盈利能力稳步增强。**2009年和2010年，公司分别实现净利润3807万元和4645万元，同比增速为21.68%和22.01%，增速较为稳定。2011年上半年，公司实现净利润2886万元，同比大幅增长48.56%，主要原因是两方面：一是公司综合毛利率呈现稳步增长趋势，2011年综合毛利率为22.80%，较去年同期提升1.36个百分点，毛利率提升主要是公司产品具有较高技术含量，各项产品毛利率稳步提升，特别是新型高温合金产品科技含量更高。其次是公司募投资金的利息收入导致财务费用大幅减少。

图表7：2006-2011年公司毛利率与销售净利率



资料来源：公司公告，Wind，中原证券

图表8：2006-2011年公司不同产品毛利率



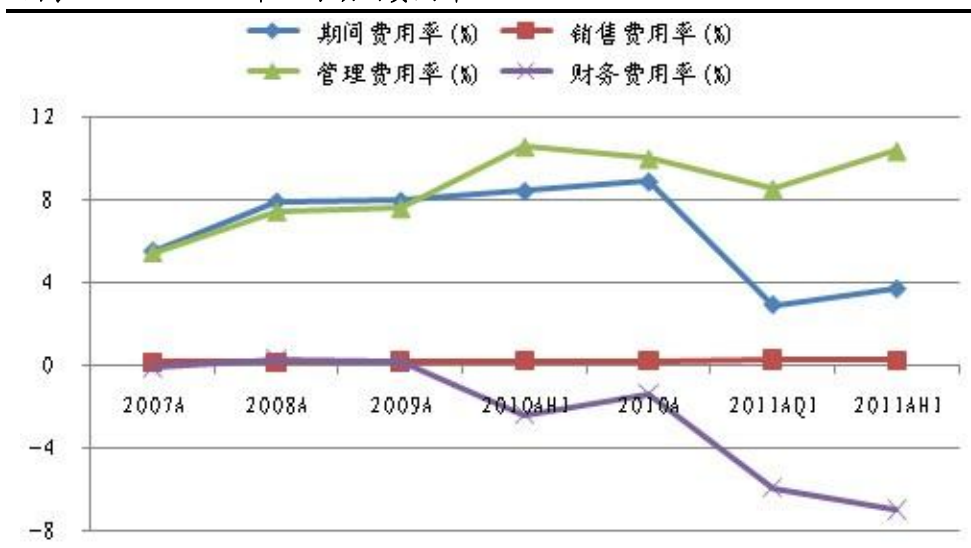
资料来源：公司公告，Wind，中原证券

- **期间费用率大幅下降，预计下半年保持平稳。**2010年，公司期间费用率为8.93%，2011年上半年，大幅下降至3.70%，同比回落5.23个百分点，其中公司财务费用率由2010年的-1.34%下降至2011年上半年的-6.97%，这是由于公司上市后，资产负债率长期保持在较低位置，2011年上半年为3.18%。

管理费用率略增。2011年上半年，公司管理费用为1172万元，同比增长17.64%，管理费用率为10.41%，较2010年提升0.37个百分点。其中研究费用支出682万元，占比为39.82%，同比大幅增长73.97%。

销售费用率长期保持低位。公司产品具备较强的专业性和技术性，下游客户以航空航天发动机装备制造企业和大型发电设备企业集团为主，且多为客户订制产品，为此需要销售人员具有很强的专业能力。公司立足行业和产品特点，在销售方面采取专家销售的方式，由核心技术人员和相关技术人员有针对性的进行市场开拓和维护，故公司销售费用率长期保持在0.25%左右的水平。

图表9：2006-2011年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

- **未来重点关注上市募投项目进展及超募资金项目。**2009年12月，公司在创业板上市登陆资本市场，公开发行300万股，募集资金净额5.50亿元，主要投向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和新型高温固体自润滑复合材料及制品项目，项目总投资2.30亿元。目前，由于用地审批等多因素影响，项目进展低于预期，但项目完全实施后，预计将实现营收3.16亿元，而公司2010年营收为3.31亿元，相当于再造一个钢研高纳。2010年7月，公司公布超募资金投资计划，分别投资1.53亿元和1.7亿元用于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。我们认为，公司募投项目及超募项目进展虽低于预期，但项目非常值得期待。

图表10: 公司募投项目概况及进度(截止到2011年二季度)

序号	项目名称	投资/ 万元	投资进 度/%	产品名称	产量	预计销售收 入/万元
募集 资金 项目	航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	20.07	发动机用直接热等静压涡轮盘、鼓筒轴等9种部件	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
				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
	航空航天用钛铝金属材料制品项目	6588	2.76	钛铝系金属间化合物变形型材制品	20吨	3700
				钛铝系金属间化合物精铸件制品	10吨	3000
	新型高温固体自润滑复合材料及制品项目	6447	0.19	年产1200吨高温金属基自润滑复合材料及其他制品		7600
	募投资金项目合计		23030			31575
	超募	铸造高温合金高品质精铸件项目	15303	2.91	-	11610
项目	真空水平连铸高温合金母合金项目	16682	0.04	-		24100
	超募资金项目合计		31985			35710

资料来源: 公司公告, 中原证券

- **盈利预测:** 预测主要假设: 1、公司2011年产能不变, 募投项目产能自2012年逐步释放; 2、变形高温合金下游市场需求稳步推进。预测公司2011年和2012年分别实现营业收入4.39亿元和5.60亿元, 同比分别增长32.64%和27.78%; 实现净利润为6698万元和8698万元, 同比增速为44.21%和29.86%, 对应的每股收益分别为0.32元与0.41元。
- **投资建议:** 按10月10日15.75元收盘价计算, 对应的PE分别为49.85倍与38.39倍, 目前估值水相对较高, 但考虑公司未来高成长性预期, 首次给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 项目进展低于预期。

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入（百万元）	291.20	330.66	438.60	560.45
增长比率（%）	3.30	13.55	32.64	27.78
净利润（百万元）	38.07	46.45	66.98	86.98
增长比率（%）	21.68	22.01	44.21	29.86
每股收益-摊薄（元）	0.45	0.39	0.32	0.41
市盈率(倍)	34.89	39.93	49.85	38.39

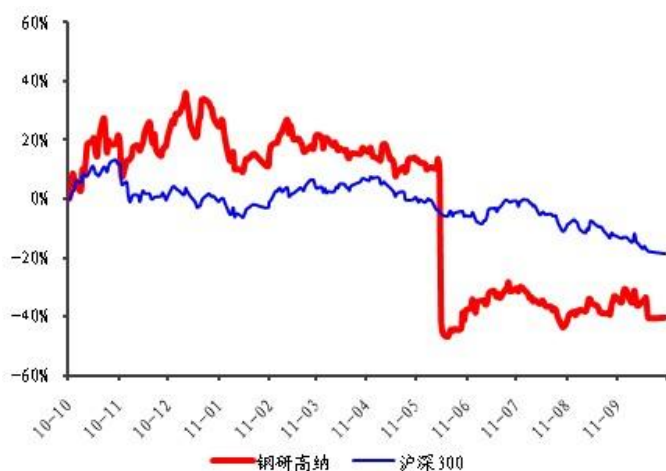
市场数据（2011年10月10日）

收盘价（元）	15.75
一年内最高/最低（元）	36.88/13.98
上证指数	2344.79
市净率（倍）	3.95
流通市值（亿元）	15.65

基础数据（2011年06月30日）

每股净资产（元）	4.08
每股经营现金流（元）	(0.23)
毛利率（%）	25.97
净资产收益率-摊薄（%）	3.34
资产负债率（%）	3.18
总股本/流通股（万股）	21199/9934
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。