

钢研高纳 (300034.sz)

从科研到生产——转型中的潜力股

肖征 分析师

电话: 0755-82528531

eMail: xz7@gf.com.cn

执业编号: S0260511010008

首次给予“买入”评级

我们预计公司 2011/12/13 的 EPS 分别为 0.30/0.38/0.52 元, 对应动态 PE 分别为 62.3X、49.1X 和 35.8X, 考虑到行业较高的成长性、公司募投项目投产带来的业绩爆发性增长以及公司具备的多种热点概念, 我们首次给予“买入”评级。

中国高温合金市场的扩容和进口替代存在较大空间

高温合金材料是制造航空航天发动机热端部件的关键材料, 其用量占航空发动机总重量的 40%~60%。国际市场上每年消费的高温合金材料高达 30 万吨。我国目前的年生产量仅为 1 万吨, 但需求已达 2 万吨以上, 市场容量超过 80 亿元。

未来中国高温合金市场的扩容和进口替代都存在较大空间。

钢研高纳主要从事航空航天、发电领域使用的高端和新型高温合金的研发、生产和销售, 中国该领域的高温合金年需求量约 4000 吨, 且每年呈 15% 以上的速度增长, 公司当前 1200 吨的产能已经成为业绩瓶颈, 未来随着产能提升业绩将迅速增长。

产品结构逐步优化, 募投项目突破产能瓶颈

公司三大系列产品盈利稳步提升, 同时产品结构优化。五个在建项目分别突破高端高温母合金、精铸件、变形高温合金、新型高温合金以及民用高温合金产能瓶颈, 2013 年项目投产后公司产能爆发性增长将大幅提升业绩。

转变销售思路, 提高产品盈利能力

产品毛利率一直稳步增长, 但相对于其市场垄断程度而言仍然较低。未来公司将转变销售思路, 从“专家”销售转向“专业”销售, 通过组建专业的销售团队提高议价能力, 有望提升毛利率, 是未来两年业绩增长的重要保障。

风险提示

募投项目进度低于预期; 镍钴等原材料价格大幅波动。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	291.20	330.66	388.94	450.13	533.46
增长率(%)	3.30%	13.55%	17.62%	15.73%	18.51%
EBITDA(百万元)	48.08	52.16	65.50	82.47	110.26
净利润(百万元)	38.07	46.45	63.72	80.77	110.88
增长率(%)	21.68%	22.01%	37.18%	26.77%	37.27%
每股收益(元)	0.32	0.39	0.30	0.38	0.52
市盈率	106.83	89.76	62.25	49.10	35.77
市净率	5.04	4.93	4.36	4.01	3.60
EV/EBITDA	71.06	66.99	50.29	39.21	28.52

数据来源: 北京钢研高纳科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	18.24 元
合理价值	23.40 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	18.19	16.70	-40.98
沪深 300	6.00	-5.56	-22.28

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

212/99

主要股东:

中国钢研科技集团有限公司

主要股东持股比例

48.02%

流通 A 股比例

46.70%

财务比率

ROE	5.49%
ROA	5.29%
资产负债率	5.33%

2010 年报数据

目录索引

一、技术实力雄厚，技术壁垒高，行业垄断性强	3
二、产品结构逐步优化，募投项目突破产能瓶颈	3
（一）铸造高温合金盈利稳步增长	4
（二）变形高温合金首次超过铸造高温合金，增长势头迅猛	5
（三）新型高温合金市场垄断性强，是利润重要增长点	6
（四）募投项目 2013 年可全部投产，突破产能瓶颈	6
三、组建专业销售团队，转变角色提高盈利能力	7
四、十二五新规划，公司业绩迈向新台阶	8
五、高温合金技术壁垒高，未来前景广阔	8
（一）高温合金作用关键，市场需求量大	8
（二）军机民航齐头并进，航空航天需求快速增长	10
（三）积极参与燃气轮机国产化进程，大力拓展民用需求	13
六、盈利预测与估值	14
七、风险提示	15

图表索引

图 1: 产品收入构成占比	4
图 2: 产品利润构成占比	4
图 3: 铸造高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势	5
图 4: 变形高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势	5
图 5: 新型高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势	6
图 6: 公司产品毛利率变化趋势	8
图 7: 高温合金应用领域	9
图 8: 先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）	11
图 9: 歼-20 图集	11
图 10: 到 2030 年全球 GDP 增速与民用航空市场发展速度预测	12
图 11: 未来 20 年全球民用航空市场新飞机订单需求按地域分布	12
图 12: 到 2030 年全球民用航空市场飞机增加数量预测	12
图 13: 燃气轮机叶片	13
表 1: 公司产能、市场以及客户介绍	3
表 2: 募投项目情况介绍	7
表 3: 中国军机保有量及未来增量预测	10
表 4: 分产品营业状况及预测	14

一、技术实力雄厚，技术壁垒高，行业垄断性强

钢研高纳主要从事航空航天材料中高温合金材料的研发、生产和销售。公司的控股股东中国钢研科技集团有限公司，是国务院国资委下属的重点大型企业。

公司是在原来钢研院高温所的基础上进行产业化改造后创立的，是国内高端高温合金领域技术实力水平最高、产品种类最全的研发生产企业。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，并在多个细分产品占据市场垄断地位。公司不仅拥有几十年的技术储备和强大的自主研发实力，而且还是国内行业标准的制定者，起草了多个牌号的高温合金行业标准，强势的主导着高温合金领域的发展方向，确保了公司在行业中的龙头地位。

公司主导产品高温合金是制造航空航天发动机热端部件的关键材料，也是制造大型电力设备，如工业燃气轮机、氨气轮机、烟气轮机、火力发电机组等动力装置的核心材料。公司产品有：面向航空航天领域的高温母合金、发动机精铸件、航空航天发动机盘锻件等；面向电力设备制造领域的汽轮机部件、防护片等；面向石油化工冶金纺织等领域的烟气轮机叶片、切断刀、高温金属基自润滑轴承等。公司航空领域的产品主要销往沈阳黎明、航空动力、南方动力、贵航集团等国内主要的发动机制造集团，航天领域的产品主要销往中国航天科技集团公司等。公司面向发电设备领域的产品主要销往东方电气、上海电气、哈尔滨汽轮机厂等国内主要的发电设备制造商。

表1：公司产能、市场以及客户介绍

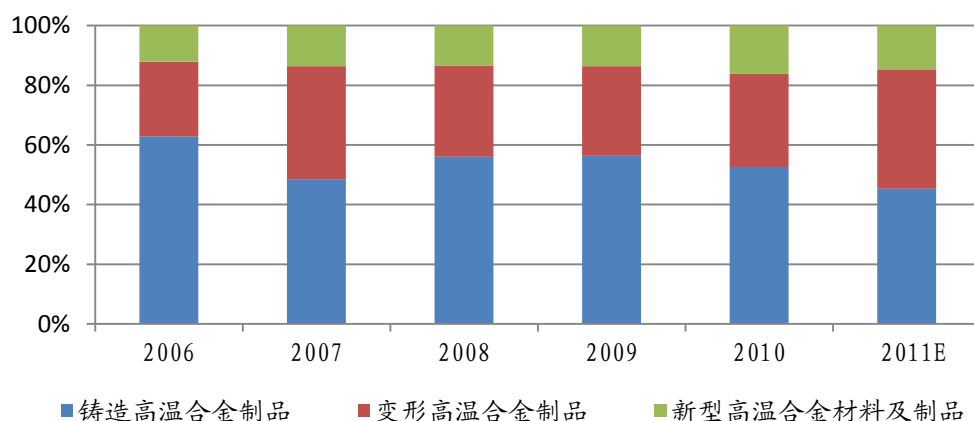
产品系列	产品	产能	市场占有率情况	产品销售对象
铸造高温合金	高温母合金	920吨	航空航天发动机用高温母合金市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中航集团等
	精铸件		航天发动机精铸件市场占有率>90%	
变形高温合金	板材、棒材、涡轮盘	150吨	特种变形高温合金板材、棒材和涡轮盘锻件的市场占有率>30%	沈阳黎明、航空动力、贵航集团、上海电气、哈尔滨汽轮机厂等
	汽轮机叶片防护片、纺织工业粘胶短纤维切断刀		汽轮机叶片防护片市场占有率100%	
新型高温合金	粉末高温合金、ODS合金、金属间化合物等	20-25吨	ODS合金市场占有率100%，粉末高温合金市场占有率60%	航空动力、沈阳黎明等

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

二、产品结构逐步优化，募投项目突破产能瓶颈

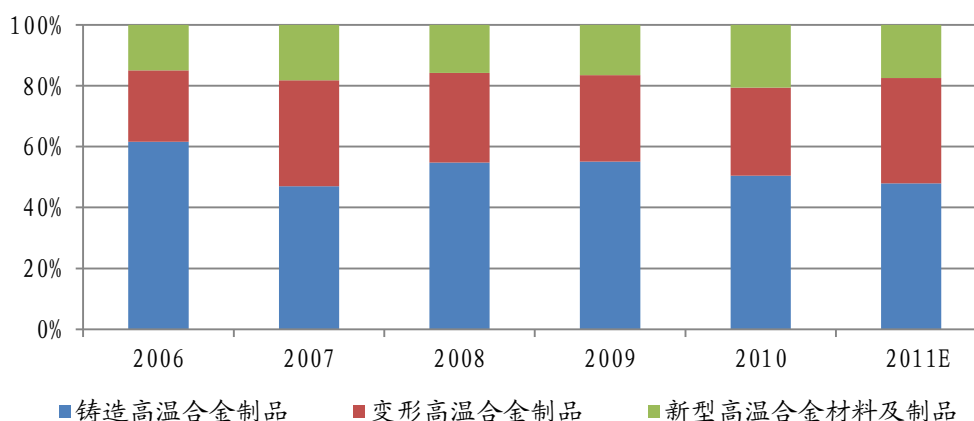
公司的三大系列产品的原材料主要是镍、钴、铬，原材料占总成本的70%左右。由于公司采取成本加成的定价策略，产品综合毛利率基本上稳定维持在20%以上。目前公司的产品60%左右为军品，毛利率较高；40%左右为民品，毛利率相对较低。随着公司逐步扩大高端新型产品的生产，公司的铸造高温合金比例逐步降低，变形高温合金和新型高温合金增长势头迅猛，比例逐步提高。

图 1：产品收入构成占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：产品利润构成占比



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

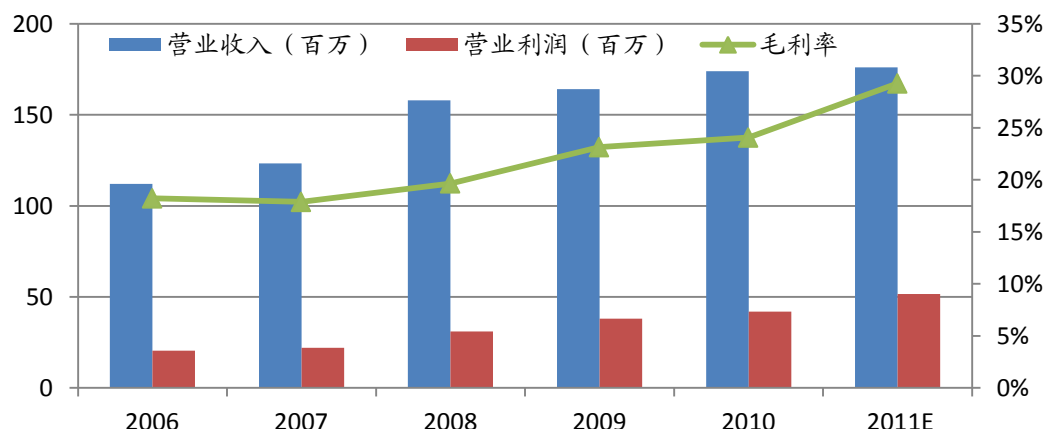
（一）铸造高温合金盈利稳步增长

长期以来铸造高温合金都是公司收入的最主要来源，2010年公司营业收入比例为52.6%，营业利润占比为50.5%。

公司拥有铸造高温合金产能920吨，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。公司铸造高温合金产品包括高温合金母合金及高温合金精铸件两种类型。高温母合金由铸造事业部生产，自用比例约占80%，精铸件主要生产发动机涡轮叶片、汽轮机叶片等。

高温合金冶炼能力主要取决于真空感应炉装备水平，目前公司有1.5吨真空熔炼炉和500公斤真空熔炼炉各一台，另外还有多台小型熔炼炉，现在公司的产量大约为1000-1100吨，但是仍然无法满足市场需求。而且现有设备在高温合金母合金纯净度和气体含量等方面存在瓶颈，本次两个超募项目预计2013年底可以建成投产，届时铸造高温母合金和精铸件的产能将迅速放大，产品质量和盈利水平也将有显著的提升。

图 3：铸造高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势



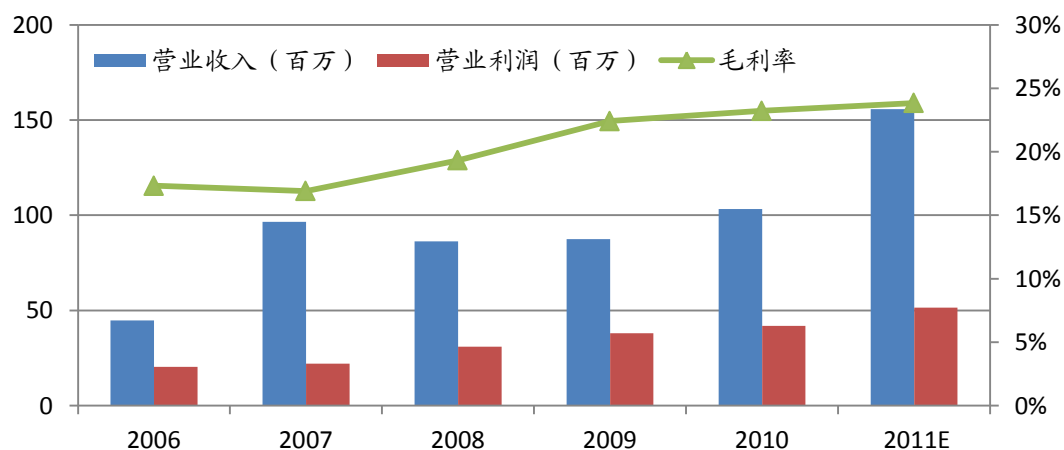
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（二）变形高温合金首次超过铸造高温合金，增长势头迅猛

公司现拥有变形高温合金产能150吨，产品包括航空航天发动机热端部件材料、汽轮机叶片防护片、玻璃制造业用GH5K合金、玻璃棉离心喷头及纺织业粘胶短纤维切断刀等。公司生产的变形高温合金产品市场垄断性很高，其中汽轮机叶片防护片的市场占有率高达100%。由于变形高温合金产品市场需求非常旺盛，其业绩增长非常显著。2010年，变形高温合金营业收入占比31.2%，利润占比为28.9%。由于公司产品质量过硬，顺利打开了海军市场，变形高温合金事业部上半年与海军签订了8000万左右的大型难变形涡轮盘的合同并开始批量供货，因而今年上半年变形高温合金产品营业收入首次超过铸造高温合金，达到了43.0%。公司2011年1-9月份实现合同收入14310万元，较去年同期增长70%，实现销售收入7568万元，同比增长72%，预计全年可以实现50%的增长。

目前公司的变形高温合金产能严重不足，尤其是在大型件的开坯和锻造环节，需要外协加工，降低了变形高温合金产品的毛利率。公司IPO募集资金建设的变形合金涡轮盘（航空发动机涡轮盘525个、航天发动机小涡轮盘325个）项目预计可以在2013年中期建成投产，届时将显著提升变形高温合金的产能，其毛利率也将逐步提升。

图 4：变形高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

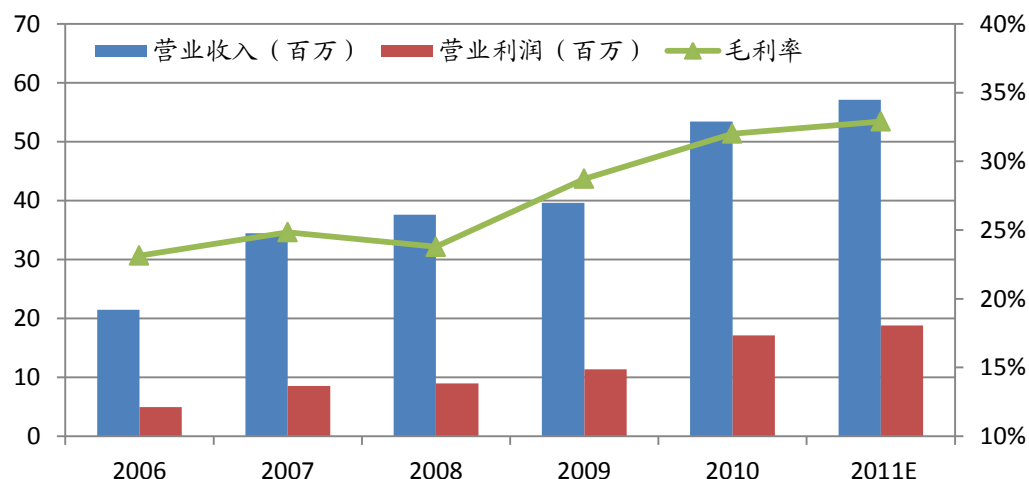
（三）新型高温合金市场垄断性强，是利润重要增长点

新型高温合金包括了粉末高温合金、氧化物弥散强化高温合金、金属间化合物、高温金属基固体润滑材料等技术水平高、制造难度大的多种高温合金。

目前公司新型高温合金产能是20-25吨，主要产品是粉末高温合金和氧化物弥散强化高温合金。公司的粉末高温合金主要用于制造涡轮盘、涡轮挡板等，用于国内研发和生产新型航空航天发动机。氧化物弥散强化高温合金属于国外封锁技术，公司是国内唯一一家能够生产氧化物弥散强化高温合金的公司，拥有100%的市场垄断性。

新型高温合金正处于市场培育阶段，公司采取的是多产品小批量生产的方式。2010年新型高温合金收入占比16.2%，利润占比20.6%，毛利率高达32%，预计今年基本能够保持。未来随着IPO募投项目（粉末冶金及制品100吨、铝钛间金属化合物30吨、高温金属自润滑材料1200吨）的投产，新型高温合金的重要性将大大提高，是公司未来业绩的重要增长点。

图 5：新型高温合金营业收入、营业利润和毛利率变化走势



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

（四）募投项目2013年可全部投产，突破产能瓶颈

公司利用IPO资金和超募资金一共开工建设5个项目，由于土地价格上涨过快，公司在土地征用方面遇到障碍，临时调整项目建设地点，导致几个项目均有所滞后，但是这几个募投项目均瞄准公司产能瓶颈，有针对性的进行产能扩张，未来投产后会带来公司业绩爆发性增长。两个超募项目——铸造高温合金精铸件项目和真空水平连铸高温母合金项目分别针对精铸件市场需求和高质量母合金市场需求，预计2013年底可以投产；航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目主要针对变形高温合金产能瓶颈以及未来会大幅增长的粉末冶金高温合金需求，大幅提升高端和新型高温合金的盈利能力，预计2013年中期可以投产；新型高温固体自润滑材料则代表了公司加大对民用市场开拓力度的战略意图，预计2013年底可以投产。

表 2：募投项目情况介绍

募集资金运用	总投资	募集资金投入	产能	预计投产日期	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		2013 年底	11610	4359	3705
2、真空水平连铸高温合金母合金项目	23880	16682		2013 年底	24100	5438	4622
3、航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目	9995	9995		2013 年中			
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、钛铝金属材料制品项目	6447	6447		2012年底			
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	1309	1112
5、新型高温固体自润滑材料及制品	6588	6588	1200吨	2013年底			
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

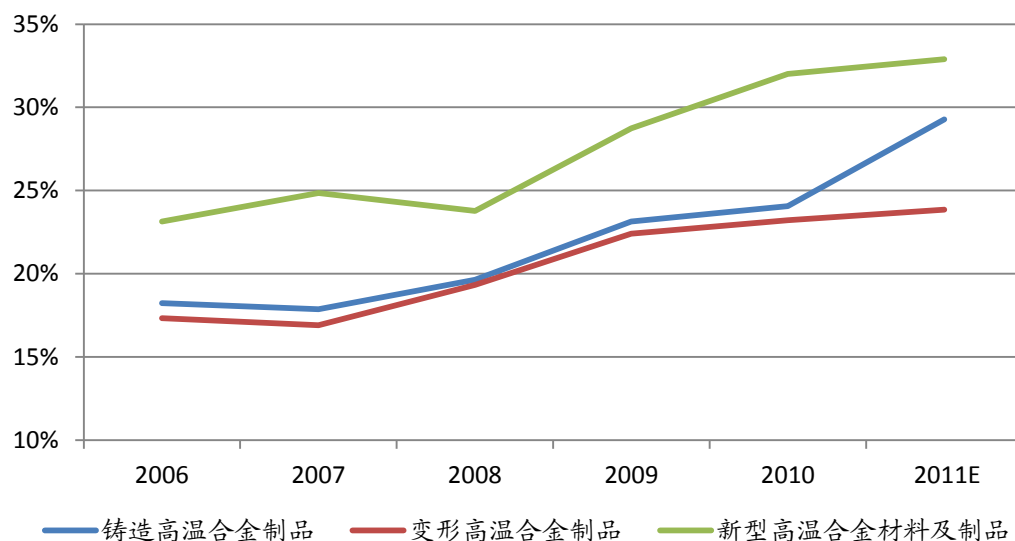
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

三、组建专业销售团队，转变角色提高盈利能力

公司产品的毛利率一直保持稳定增长的态势。从技术角度来看，新型高温合金的技术含量最高，其毛利率也是最高的。变形高温合金技术含量仅次于新型高温合金，但是由于公司目前产能不足，需要将开胚、锻造等大件生产外包给西南铝业、二重等企业加工，因而其毛利率反而略低于铸造高温合金。随着公司技术的逐步成熟和销量的持续增长，三种产品的毛利率都处于一个逐步上升的过程，盈利能力不断得到提升。

公司在销售上采取专家销售的方式，主要由核心技术人员和相关技术人员有针对性的进行开拓市场和维护，这种方式大大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。但是技术专家缺少相应的销售技巧，在议价能力方面有所欠缺。实际上，公司航天发动机精铸件、汽轮机叶片防护片、ODS合金、粉末高温合金等高技术含量的产品市场占有率均处于绝对垄断地位，公司理应具备更强的议价能力。目前公司正组建专门的市场销售部门，紧跟行业动态，研究定价策略，加快由科研单位向生产企业的转型。公司通过不断加大销售的投入，从专家销售向专业销售模式转变，相信未来高垄断水平的产品将具备更高的毛利率，在明后两年产能没有大幅度提高的情况下，毛利率的提升可以有效保持公司盈利增长。

图 6：公司产品毛利率变化趋势



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

四、十二五新规划，公司业绩迈向新台阶

公司大股东钢铁研究总院“十二五”规划的收入目标是营业收入实现300亿，按照2010年营业收入80亿计算，复合增长率为30%。按此增长率，钢研高纳2015年可实现营业收入12.4亿。钢铁研究总院面临换届，公司发展方式将会面临转变。钢铁研究总院前任、现任院长翁宇庆、干勇均是工程院院士，重在科研实力的提升，处于科技研发实验室积累期。新任院长的主要工作将是推进科研成果的产业转化。

公司十二五规划定位在聚焦于先进高材料领域，整合相关研发、产业资源，通过规模与能力的双重推进，走“内涵式“与”外延式“增长并重之路，成为中国先进高材料技术的引领者与产业升级的推动者，实现员工价值与企业价值共同成长和员工收入倍增目标。公司“十二五”规划期内将选择三种发展模式：内涵式的“生产与管理增长模式”、以市场和并购为导向的“拓展与并购增长模式”、以资本运作和行业领域扩张的“整合与转型增长模式”，结合钢铁研究总院大力推动科研成果产业化转变的战略方向以及兄弟公司安泰科技的发展历程，不排除未来钢铁研究总院将其他优质资产整合进入钢研高纳的可能性。

五、高温合金技术壁垒高，未来前景广阔

（一）高温合金作用关键，市场需求量大

凡在应力及高温（一般指600℃以上）同时作用下，具有长时间抗蠕变能力与高的持久强度和高的抗蚀性的金属材料，均可称之为耐热合金或高温合金。常用的有铁基合金、镍基合金、钴基合金，还有铬基合金、钼基合金及其他合金等。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%。发动机的性能水平在很大程度上

上取决于高温合金材料的性能水平。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（尤其是燃气轮机）、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。

图 7：高温合金应用领域



据来源：广发证券发展研究中心

无论是飞机发动机还是燃气轮机而言，高温合金材料都是一种耗材。目前主流的大型燃气轮机用高温合金材料寿命约为10000多个小时，而战斗机发动机寿命仅有几千个小时。故高温合金的需求分为存量更新和新机组的制造两个部分。目前国内高温合金技术与国外先进企业如GE等相比仍有差距，但是由于国外对高温合金领域进行技术封锁，所以国内高温合金企业仍然具有广阔的国内市场以及强大的政府支持。

国际市场上每年消费的高温合金材料高达30万吨。我国目前的年生产量仅为1万吨，但需求已达2万吨以上，市场容量超过80亿元。未来中国高温合金市场的扩容和进口替代都存在较大空间。目前钢研高纳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约4000吨，且每年呈15%以上的速度增长。

航空航天和发电领域是未来高温合金需求增长的两个重要领域。

（二）军机民航齐头并进，航空航天需求快速增长

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。

2011年3月公布的我国国防预算总额为6011亿元人民币，同比增长约12.7%。1989年以来，中国军费几乎每年都以两位数增长（除2010年），这既是国力增强的体现，也是对建国初期长期以来军费支出过低的补偿。从军费开支占GDP的比例看，目前我国基本维持在1.5%的水平，这一比例大大少于美、法、俄、印等其他军事大国。因此，我国军费开支还有较大上升空间。

未来战斗机等领域的高温合金需求既有存量更新需求又有新增战斗机需求，预计可以持续保持20-30%的增长速度。根据国外一些媒体以及国内一些军事网站的信息统计显示，国内第三代战机的比例仅为1/3左右，未来中国空军实力的提升不仅要增加飞机数量，还需要大幅度提高第三代和第四代战机的比例。

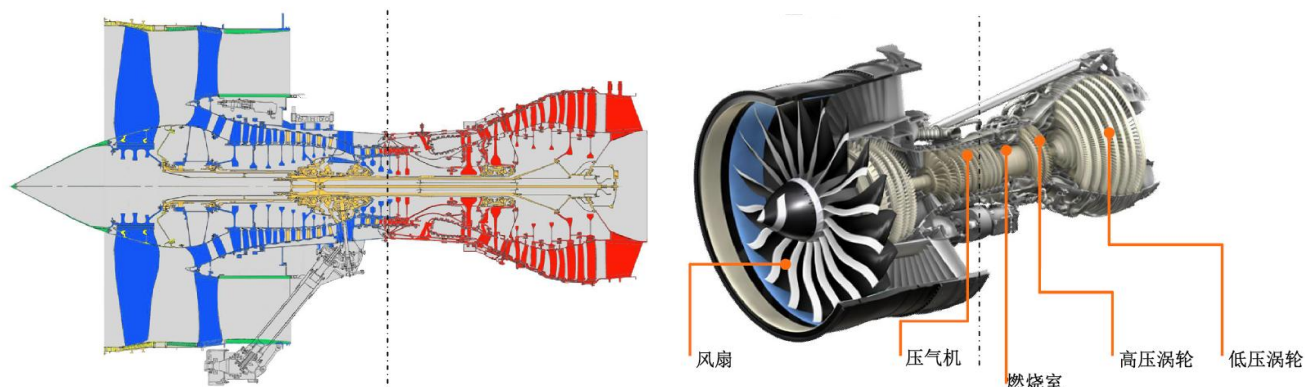
表3：中国军机保有量及未来增量预测

	1995	2000	2003	2005	2010E	2015E
ATTACK		58	96	225	500	600
JH-7		20	20	25	150	200
SU-30MKK		38	76	200	350	600
FIGHTER	46	48	133	196	388	600
J-11	46	48	133	180	238	300
J-10				10	100	100
J-9/FC-1				6	50	200
合计	92	212	458	842	1776	2600

数据来源：GlobalSecurity，广发证券发展研究中心

第三代第四代战斗机发动机对于高温合金的需求量比第二代战斗机更多。以发动机总重的40%-60%计算，如果列装500架第三代战斗机，每架战斗机配备1-2台发动机，每台发动机重1吨，每两年大修一次，则未来每年仅此对于高温合金的需求就接近200吨，相当于需求量增长一倍。钢研高纳生产的产品不仅供应给歼6、歼7等二代战机的国产化发动机，还能够稳定应用于歼10，歼11B甚至是歼13等三代甚至更新战机的发动机材料进口替代领域。作为行业标准的制定者以及三代战机发动机研发的直接参与者，如果未来战斗机发动机技术有突破，钢研高纳将是直接受益方。

图 8：先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心

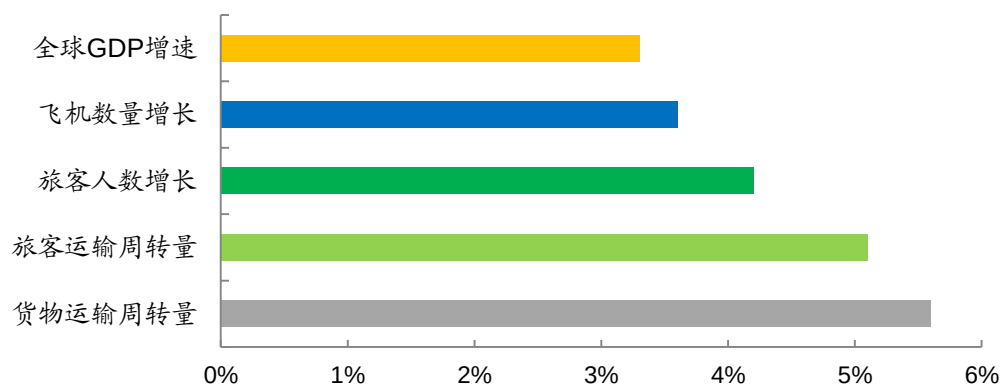
图 9：歼-20 图集



数据来源：网上公开资料，广发证券发展研究中心

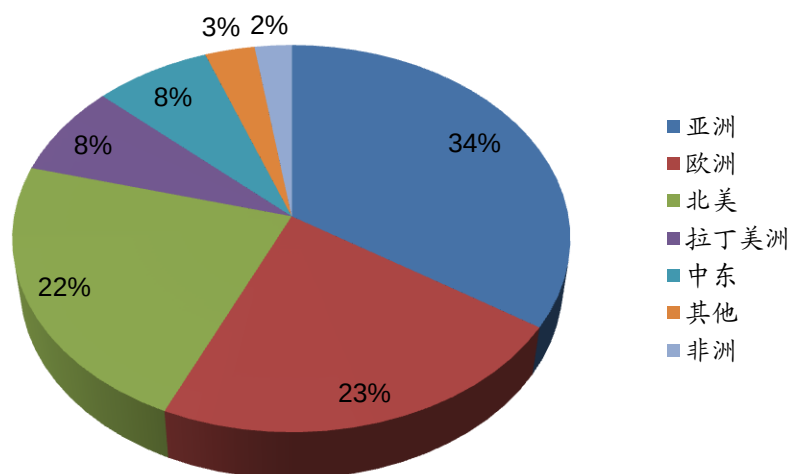
民用航空市场的增长也非常显著。从上个世纪90年代开始，中国民航业发展速度一直明显高于全球平均水平。需求增长已经未来增量主要体现在新增需求和老式机型替代两个方面。目前世界上服役的大飞机有770架，双通道飞机3640架，单通道飞机12100架，支线喷气式飞机2900架，总数为19410架。根据波音公司的预测，到2030年，这个数量会增长到39530架，其中仅有6000架现役飞机仍在服役，其他超过33500架均为新飞机，年均增加1675架，其中中国年均增长将近200架。

图10：到2030年全球GDP增速与民用航空市场发展速度预测



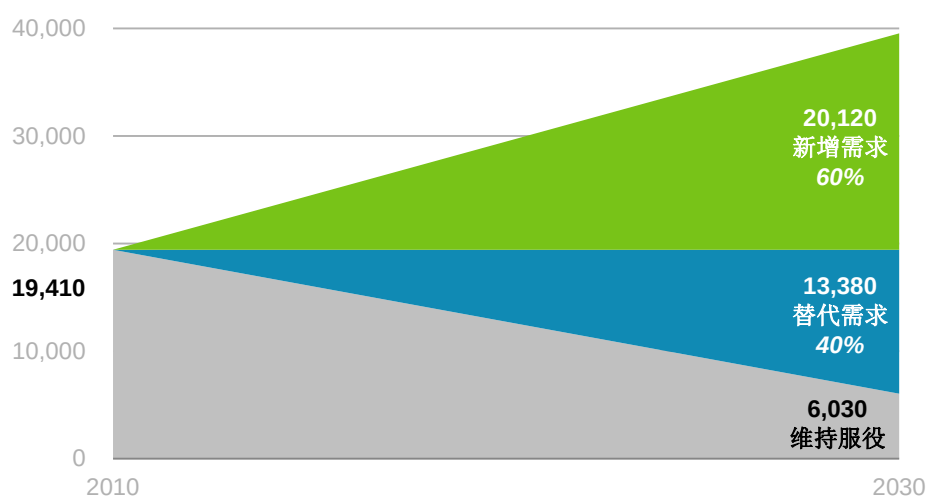
数据来源：Boeing，广发证券发展研究中心

图11：未来20年全球民用航空市场新飞机订单需求按地域分布



数据来源：Boeing，广发证券发展研究中心

图12：到2030年全球民用航空市场飞机增加数量预测



数据来源：Boeing，广发证券发展研究中心

（三）积极参与燃气轮机国产化进程，大力拓展民用需求

我国自主研发生产的燃气轮机，将拓展高温合金的民用市场。近年来，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有了较大提高，拉动了对发电设备用的涡轮盘的需求。

燃气轮机是高温合金民用的重要领域。燃气轮机装置是一种以空气及燃气为介质的旋转式热力发动机，它的结构与飞机喷气式发动机一致，也类似蒸汽轮机。燃气轮机的基本原理与蒸汽轮机很相似，不同处在于工质不是蒸汽而是燃料燃烧后的烟气。燃气轮机属于内燃机，所以也叫内燃燃气轮机。构造有四大部分：空气压缩机，燃烧室，叶轮系统及回热装置。燃气轮机的最大优点是不需连杆、曲柄、飞轮等装置，又不需锅炉，因此体积小、重量轻，功率大到10万~20万千瓦，效率高达60%，广泛用于船舶动力、发电等。因燃气轮机喷射到叶轮上的气体温度高达1300℃，因此叶轮需要用高温合金来制造。其优势为运行可靠、排烟温度高、联合循环组合效率高，主要用于联合循环发电、热电联产。

图13：燃气轮机叶片



数据来源：广发证券发展研究中心

目前燃气轮机发电在世界上已广为应用，其发电容量占世界总发电容量的11%。在全世界发达国家，燃机电厂与燃煤电厂总安装容量为接近1:1，并有超过的趋势。燃气轮机发电已是电力结构中的重要部分，在新增发电容量中更占重要成份。据报导目前全世界每年新增加的装机容量中，有1/3以上系采用燃气-蒸汽联合循环机组，而美国则接近1/2。据不完全统计，全世界现有烧油和烧天然气的燃气轮机及其联合循环的装机容量已超过4亿kW。近些年来，世界上发达国家常规联合循环发电得到快速发展；每年

新增的联合循环机组总装机容量约占火电总新增容量的40%~50%。

我国实现“西气东输”和从国外引进液化天然气和管道天然气之后，全国将普及天然气的供应，国家有关部门积极发展燃气-蒸汽联合循环，小型燃气轮机热电联产、冷热电联产，使我国具备了发展燃气轮机的条件。今后几年我国将进入燃气轮机装机的高峰期，未来10年我国燃气轮机的装机总量将达到30000MW以上。我国重型燃气轮机制造业始于五十年代末，目前以东方电气、上海电气、哈尔滨轮机厂为主的大型燃机供应商是采用GE、西门子、ABB等海外公司的技术，海外公司要求核心部件整体引进，因此无法使用国内的高温合金材料。钢研高纳正在参与国产大型地面燃机用高温合金涡轮盘和叶片的研发和产品试制，目前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，实现量产后将显著带动对高温合金的需求。

综上所述，我高温合金制造技术门槛高、质量检测体系严格、下游客户认证复杂，未来前景广阔。目前国内具备较强研发和生产实力的其它企业包括北京航材院、中科院沈阳金属所、宝钢、抚顺特钢等，但是只有钢研高纳专注于高温合金，既具备雄厚的技术积累，又具备扎实的生产技术和条件，而且持续介入甚至垄断国内高温合金供应，是高温合金领域最好的投资标的。

六、盈利预测与估值

我们预计2011年-2013年公司的EPS分别为0.30元、0.38元和0.52元，对应动态PE分别为62.3X、49.1X和35.8X。考虑到行业较高的增长性、公司募投项目投产带来的业绩爆发性增长以及公司具备的多种热点概念，首次给予“买入”评级。

表4：分产品营业状况及预测

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入								
铸造高温合金制品(百万元)	112.15	123.3	157.95	164.17	174.02	176.14	202.56	232.94
变形高温合金制品(百万元)	44.73	96.48	86.33	87.39	103.2	155.69	179.05	214.86
新型高温合金材料及制品(百万元)	21.48	34.45	37.63	39.64	53.44	57.105	68.53	85.66
营业成本								
铸造高温合金制品(百万元)	91.71	101.26	126.92	126.17	132.13	130.06	147.87	167.72
变形高温合金制品(百万元)	36.98	80.16	69.64	67.8	79.23	119.12	134.29	154.70
新型高温合金材料及制品(百万元)	16.51	25.89	28.68	28.25	36.33	38.32	45.23	54.82
营业利润								
铸造高温合金制品(百万元)	20.44	22.04	31.03	38	41.89	46.08	54.69	65.22
变形高温合金制品(百万元)	7.75	16.32	16.69	19.59	23.97	36.58	44.76	60.16
新型高温合金材料及制品(百万元)	4.97	8.56	8.95	11.39	17.11	18.79	23.30	30.84
毛利率								
铸造高温合金制品	18.23%	17.88%	19.65%	23.15%	24.07%	26.16%	27.00%	28.00%
变形高温合金制品	17.33%	16.92%	19.33%	22.42%	23.23%	23.49%	25.00%	28.00%
新型高温合金材料及制品	23.14%	24.85%	23.78%	28.73%	32.02%	32.90%	34.00%	36.00%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

七、风险提示

募投项目低于预期；
镍钴等原材料价格大幅波动。

资产负债表

单位：百万元

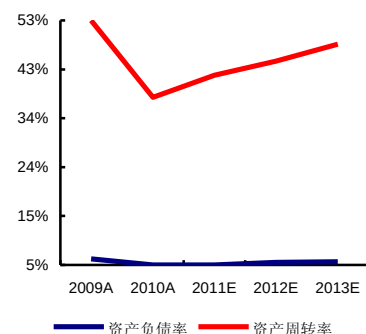
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	783	816	837	923	1,046
货币资金	650	675	672	733	822
应收及预付	104	105	126	146	174
存货	29	36	39	44	51
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	80	78	123	129	124
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	58	53	47	42
在建工程	13	9	59	69	69
无形资产	11	11	11	12	13
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	863	893	961	1,051	1,170
流动负债	44	47	51	61	69
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	44	47	51	61	69
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	12	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	1	0	0	0
负债合计	56	48	51	61	69
股本	118	118	212	212	212
资本公积	559	561	467	467	467
留存收益	130	167	231	312	422
归属母公司股东权益	807	846	910	990	1,101
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	863	893	961	1,051	1,170

利润表

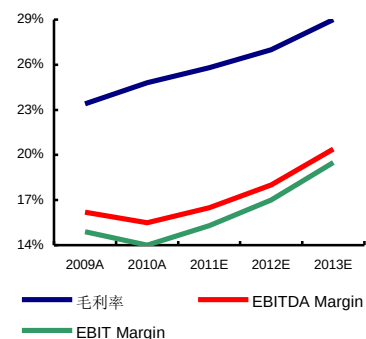
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	291	331	389	450	533
营业成本	222	248	287	327	377
营业税金及附加	2	2	1	1	1
销售费用	1	1	1	1	1
管理费用	22	33	39	43	48
财务费用	1	-4	-13	-16	-22
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	42	52	74	93	127
营业外收入	2	2	0	1	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	45	54	74	94	129
所得税	6	7	10	13	18
净利润	38	46	64	81	111
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	38	46	64	81	111
EBITDA	48	52	66	82	110
EPS (元)	0.32	0.39	0.30	0.38	0.52

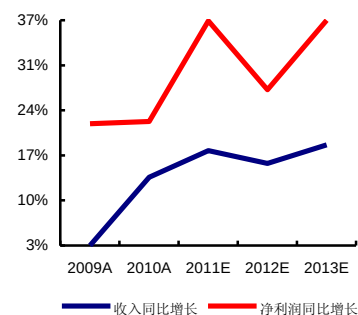
资产负债率趋势



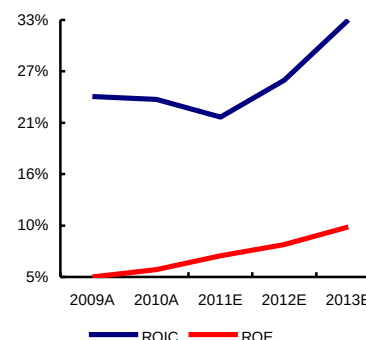
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

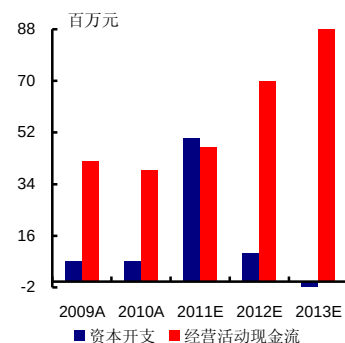
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	42	39	47	70	88
净利润	38	46	64	81	111
折旧摊销	4	5	5	5	5
营运资金变动	-2	-12	-21	-15	-27
其它	2	0	0	0	-1
投资活动现金流	-7	-7	-50	-10	2
资本支出	-7	-7	-50	-10	2
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	572	-8	-1	0	0
银行借款	20	0	0	0	0
债券融资	-40	0	-1	0	0
股权融资	603	0	0	0	0
其他	-11	-8	0	0	0
现金净增加额	607	25	-3	60	89
期初现金余额	43	650	675	672	733
期末现金余额	650	675	672	733	822

主要财务比率

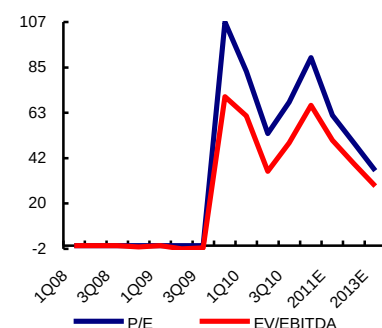
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	3.3%	13.6%	17.6%	15.7%	18.5%
营业利润	31.0%	22.2%	42.7%	26.0%	36.5%
归属于母公司净利润	21.7%	22.0%	37.2%	26.8%	37.3%
获利能力					
毛利率	23.7%	25.1%	26.1%	27.3%	29.3%
净利率	13.1%	14.0%	16.4%	17.9%	20.8%
ROE	4.7%	5.5%	7.0%	8.2%	10.1%
ROIC	24.2%	23.9%	22.0%	26.0%	32.5%
偿债能力					
资产负债率	6.5%	5.3%	5.3%	5.8%	5.9%
净负债比率	-80.6%	-79.8%	-73.9%	-74.0%	-74.6%
流动比率	17.87	17.34	16.42	15.11	15.25
速动比率	17.03	16.45	15.52	14.24	14.37
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.38	0.42	0.45	0.48
应收账款周转率	7.75	7.47	8.46	7.87	7.91
存货周转率	7.24	7.65	7.31	7.40	7.45
每股指标 (元)					
每股收益	0.32	0.39	0.30	0.38	0.52
每股经营现金流	0.36	0.33	0.22	0.33	0.41
每股净资产	6.85	7.18	4.29	4.67	5.19
估值比率					
P/E	106.8	89.8	62.3	49.1	35.8
P/B	5.0	4.9	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	71.1	67.0	50.3	39.2	28.5

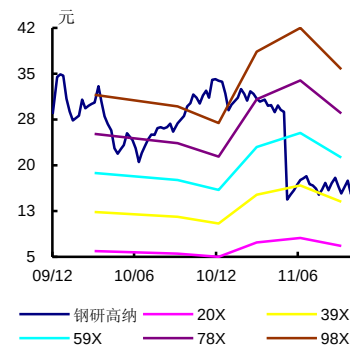
资本支出与经营活动现金流



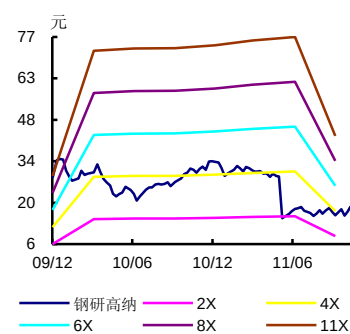
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发有色行业研究小组

肖征，分析师，北京工商大学经济学硕士，四年有色金属行业工作经历，三年证券从业经历，历任五矿实达期货研发部金属研究员、平安证券研究所有色金属行业研究员，2009 年进入广发证券发展研究中心。

张晓泉，研究助理，清华大学材料科学与工程硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zxq8@gf.com.cn，0755-23948351。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。