

相关研究:

钢研高纳:

——国内高温合金材料的领头羊

投资评级:

买入

市场数据

总股本(百万股)	211.99
A股股本(百万股)	99.34
A股流通比例(%)	46.86
12个月最高/最低(元)	34.44/11.17
第一大股东	钢研科技集团
第一大股东持股比例	48.02%

近十二个月股价表现



分析师:

许雯

Xw3315@xcsc.com

执业证书编号:

S0500511050001

联系人:

况志华

(8621) 68634510-8710

Kzh3265@xcsc.com

前期我们对钢研高纳进行了调研, 要点如下:

□ 公司概况

公司将自身定位为中国“先进高温材料”技术的引领者与产业升级的推动者, 主要从事航空航天高温材料的研发、生产和销售, 是国内航空航天用高温材料的重要生产基地, 也是国内电力工业用高温材料的重要供应商。

公司目前具有生产国内 80% 以上牌号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, 是我国高温合金领域技术水平最为先进、生产种类最为齐全的企业之一。

□ 下游市场: 凭借科研优势, 占据细分市场主导地位

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, 高温合金用量占先进航空发动机总重量的 40%—60% 以上。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。在材料工业中主要是为航空航天产业服务, 但高温合金优良的耐高温、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, 极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。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。在技术水平与生产规模方面, 我国与美国、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, 高温合金材料呈现供不应求的局面, 特别是在是高端高温合金领域更是如此。

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。公司拥有高温合金材料领域及其相关关键技术领域多项专利技术, 其中包括 18 项发明专利与 2 项实用新型专利, 目前是国内高端和新型高温材料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。

□ 铸造高温合金: 公司盈利的中坚

铸造高温合金主要特点是具有更宽的成分范围, 其次应用领域更为广阔, 可根据零件的使用需要, 设计、制造出近终形或无余量的具有复杂结构和形状的高温合金铸件。公司所生产铸造高温合金产能 920 吨, 分为高温母合金和精铸件, 市场占有率分别在 30% 和 90% 以上, 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。该系列产品均占公司营收和利润的 40% 以上。

□ 变形高温合金: 毛利率相对稳定

变形高温合金是航空、航天、核能工业和地面燃机必须应用的高温材料, 可以用于制造在航空、航天发动机和核反应堆等高温环境下应用的各种关键零件。同时在舰船发动机和地面燃机中的应用正逐渐增多。公司现生产的变形高温合金制品产能 150 吨, 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, 市场占有率 30% 以上; 而汽轮机叶片防护片和纺织用切断刀等产品, 市场占有率 100%。

□ 新型高温合金：公司实力的体现

公司的新型高温合金产品系列产能 140 吨，包括粉末高温合金、ODS 合金等品种，市场占有率分别是 60% 和 100%，主要用于航空航天发动机、航空航天以及汽车的增压器等。公司在铸造高温合金和变形高温合金生产装备和技术的基础上，经过多年研发，掌握了生产新型高温合金产品的专有技术。公司是国内唯一可以生产 ODS 合金产品的企业。

□ 募投项目：业绩增长的引擎

公司利用 IPO 资金和超募资金总共开工建设 5 个项目。但是在项目实施过程中，由于征用建设用地、厂房建设等因素导致募投项目进度拖延。公司对 IPO 项目和超募项目的进度进行了合理的调整和规划。

其中航空航天用粉末及变形高温金属材料制品项目和航空航天用钛铝金属材料制品项目预计在 2012 年 12 月达到预定可使用状态，新型高温固体自润滑复合项目、铸造高温合金高品质精铸件项目、真空水平连铸高温合金母合金项目预计在 2013 年 12 月达到预定可使用状态。随着 IPO 项目和超募项目的陆续投产，公司的业绩将出现较大幅度的增长。

□ 估值和投资建议

我们预计 11-13 年实现营收分别是 3.79、4.58 和 6.07 亿元，实现归母净利润分别是 0.63、0.81 和 1.15 亿元，预计 11-13 年实现每股收益分别是 0.30 元、0.38 元和 0.54 元，对应的市盈率分别是 44.1X、34.3X、24.1X。我们给予公司 12 年 42 倍的市盈率，目标价 15.96 元，首次给予“买入”评级。

□ 风险提示

募投项目延期建设、投产的方面。原材料涨价的风险。

表 1、公司主要财务指标

财务预测	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	331	379	458	607
增长率 (%)	13.6%	14.8%	20.6%	32.6%
净利润 (百万元)	46	63	81	115
增长率 (%)	27.7%	34.9%	28.6%	42.3%
ROE (%)	5.5%	7.0%	8.4%	10.8%
EPS (元)	0.39	0.30	0.38	0.54
P/E	59.6	44.1	34.3	24.1
P/B	3.3	3.1	2.9	2.6
EV/EBITDA	40	34	26	17

数据来源：湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。