

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

变形高温合金发力 关注募投项目

——钢研高纳（300034）年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期：2012年03月08日

报告关键要素：

2011年，公司业绩符合预期。公司营收稳步增长源自变形高温合金业务的发展；低资产负债率致公司期间费用率创近年新低，且盈利能力稳步增长。公司受益高温合金行业景气向上迎来历史发展良机，重点关注募投与超募项目进展。

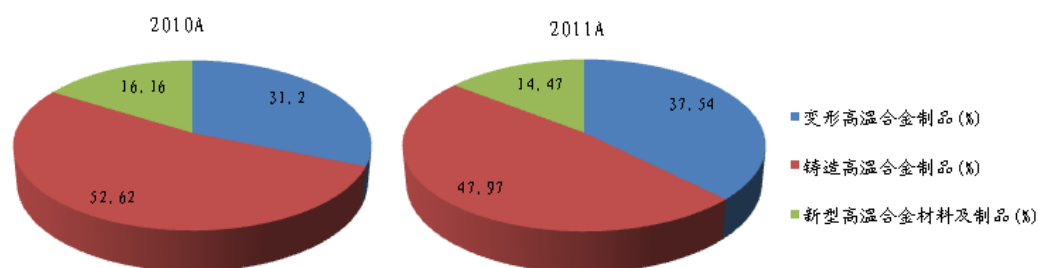
事件：

- **钢研高纳(300034)公布2011年年报。**2011年公司实现营业收入3.79亿元，同比增长14.76%；实现营业利润7354万元，同比增长41.72%；实现归属于上市公司股东的净利润6439万元，同比增长38.63%，基本每股收益0.30元，利润分配方案为拟每10股派发现金0.8元(含税)。

点评：

- **营收稳步增长源自变形高温合金业务。**公司2011年实现营业收入3.79亿元，同比增长14.76%。其中，变形高温合金实现营收1.42亿元，同比增长38.06%，占比由2010年的31.2%提升至2011年的37.54%，变形合金营收高增长主要原因是其技术越加成熟，用于飞机发动机涡轮盘领域签订了总包合同，同时新型机组用大型难变形涡轮盘开始批量供货。2011年，公司新签合同额5.16亿元，同比增长27%，预计2012年将保持20%以上的增速。

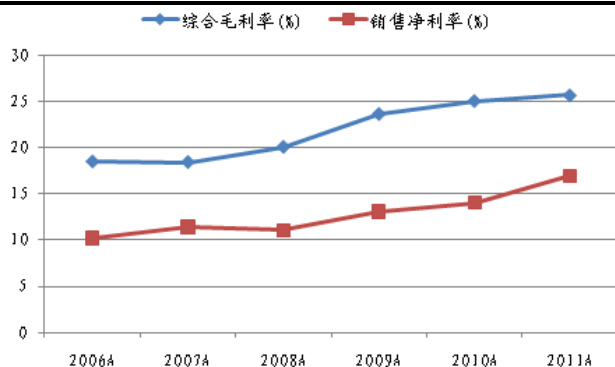
图表1：2010-2011年公司营收组成(按产品)



资料来源：Wind，中原证券

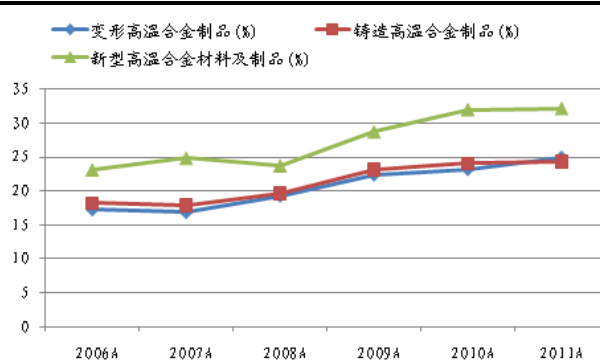
- **公司盈利能力稳步增强。**2011年，公司销售毛利率为25.71%，同比提升0.61个百分点。毛利率提升主要是公司产品具有较高技术含量，各项产品毛利率稳步提升，其中变形高温合金毛利率为25.00%，同比提升1.77个百分点。同时，公司注重研发投入，2011年研发支出1502万元，近三年研发在营收中占比维持在4%的水平。目前，公司开发出的航天发动机精铸件、汽轮机叶片防护片、ODS合金等产品在国内均无同类产品，独家拥有自主知识产权。

图表2：2006-2011年公司毛利率与销售净利率



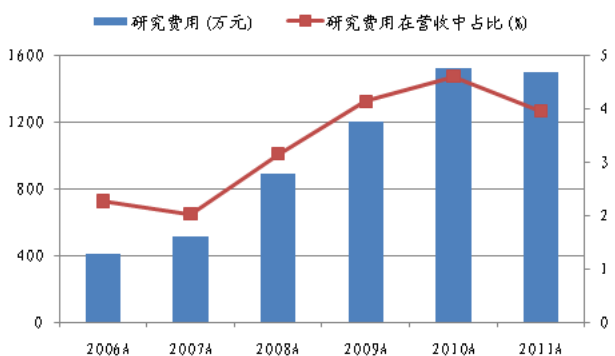
资料来源：公司公告，Wind，中原证券

图表3：2006-2011年公司不同产品毛利率



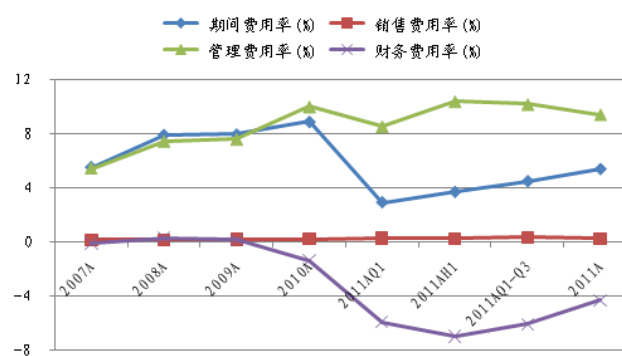
资料来源：公司公告，Wind，中原证券

图表4：2006-2011年公司研发支出及营收占比



资料来源：公司公告，中原证券

图表5：2007-2011年公司期间费用率



资料来源：Wind，中原证券

- **低资产负债率致期间费用率创新低 预计12年略有上升。**2011年，公司期间费用率为5.42%，同比大幅回落3.52个百分点，主要原因是公司募集资金到位后，由于募投与超募项目进展低于预期，公司资产负债率保持在低位，2011年资产负债率为6.25%，全年实现利息收入1626万元，对应财务费用率为-4.28%，同比回落2.94个百分点。同时，与2011年前三季度-6.05%的财务费用率相比，提升了1.77个百分点。随着公司募投与超募项目投资进程的加快，公司财务费用率将进一步提升。

销售费用率稳定。11年公司销售费用率为0.25%，相比去年0.24%基本持平，其原因是公司产品具有强的专业性与技术性，且下游客户以定制产品为主，公司销售人员由核心技术人员进行开拓，故销售费用率稳定且保持在较低水平。

- **净利润稳步增长。**2011年，公司实现净利润6439万元，同比增长38.63%，增长一方面源自公司营收增长，且综合毛利率略有提升；二是公司低资产负债率致公司实现1626万元利息收入。公司扣除利息收入后的净利润为4813万元，相比2010年净利润增幅为14.56%。
- **高温合金龙头 受益行业发展良机。**高温合金行业迎历史发展良机：1) 新材料十二五规划明确将“高端金属结构材料”作为六大重点发展领域之一，而在重大装备关键配套金属结构材料中：强调重点发展满足电力用的“燃机用高温合金叶片、高温合金轮盘锻件”，以及满足航空航天领域的“高温合金”。2) 2011年12月出台的《北京市“十二五”时期航空航天产业规划》提出十二五末航空航天产业营收达4000亿元，主要经济指标年均增长率为20%。3) 2011年，国内高温合金需求量预计

为2万吨以上，而国内产量仅1万吨。随着我国航天事业的壮大及新型自主战斗机技术的成熟，高温合金未来需求量将保持15%以上的增速。

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，细分产品占据市场主导地位，下游广泛用于航空航天、电力、船舶等领域，产品在航空航天领域中营收占比达60%。受益行业景气度向上与下游需求的稳步增长，公司迎来历史发展良机。

- **募投与超募项目进展缓慢仍值得期待。**由于项目用地及技术等原因，公司募投与超募项目进展均显著低于预期。2012年公司将全面推进项目建设，预计2012年年底，两条变形高温合金生产线和钛铝金属材料制品生产线将建成投产，其它项目将完成厂房主体工程，同时进行设备调研采购。公司募投项目及超募项目进展虽低于预期，但仍值得期待。

图表6: 公司募投与超募项目概况及进度(截止到2011年12月31日)

序号	项目名称	投资/万元	投资进度	达产日期	产品名称	产量	预计收入/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	38.28%	2012 年底	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	9.77%		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	0.78%	2013 年底	年产1200吨高温金属基自润滑		7600
					复合材料及其他制品		
	募投资金项目合计	23030					31575
超募 项目	铸造高温合金高品质精铸件项目	13695	22.93%	2013	-		11610
	真空水平连铸高温合金母合金项目	18291	9.01%	年底	-		24100
	超募资金项目合计	31986					35710

资料来源: 公司公告, 中原证券

- **盈利预测与投资建议:** 预测公司2012年和2013年EPS分别为0.38元与0.47元, 按3月7日13.99元收盘价计算, 对应的PE分别为37.04倍与30.07倍。目前估值水平相对较高, 考虑行业景气度向上及公司未来高成长性预期, 维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 募投与超募项目进展低于预期。

盈利预测

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	330.66	379.48	470.32	587.76
增长比率 (%)	13.55	14.76	23.94	24.97
净利润 (百万元)	46.45	64.39	80.06	98.64
增长比率 (%)	22.01	39.71	24.34	23.20
每股收益 (元)	0.39	0.30	0.38	0.47
市盈率 (倍)	35.47	46.63	37.04	30.07

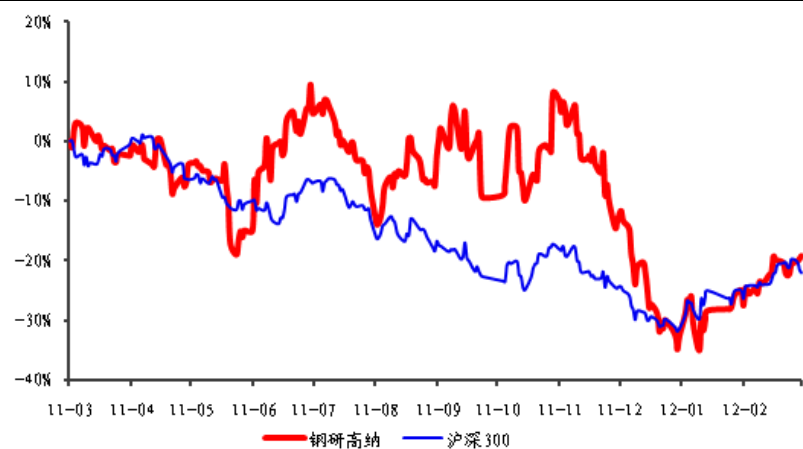
市场数据 (2012年03月07日)

收盘价 (元)	13.99
一年内最高/最低 (元)	33.80/11.17
上沪深300指数	2603.01
市净率 (倍)	3.29
流通市值 (亿元)	13.90

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产 (元)	4.25
每股经营现金流 (元)	(0.04)
毛利率 (%)	25.71
净资产收益率-摊薄 (%)	7.15
资产负债率 (%)	6.25
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分析师资格。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。

免责条款

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。