

2015-1-12

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

**钢研高纳 (300034)**
**下游军民用品需求向好, 龙头量价齐升持续受益**

分析师: 葛军

 (8627)65799505

 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120019

联系人: 熊文静

 (8621)68751765

 xiongwj@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490513080004

联系人: 王一川

 (8627)65799532

 wangyc5@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490514070001

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《高温合金龙头长期看好》2014-7-31

《看好龙头企业长期增长》2013-8-19

**报告要点**
**■ 事件描述**

公司 2014 年实现营业收入 6.17 亿元, 同比增长 18.63%, 实现归属于母公司净利润 1.13 亿元, 同比增长 30.28%, 实现 EPS 0.355 元(一单季 0.06 元, 二单季 0.07 元, 三单季 0.12 元, 四单季 0.11 元)。净资产收益率 10.71%, 同比提高 1.91 个百分点。期末总资产 14.35 亿元, 同比增长 9.09%。2014 年公司营业利润率 18.35%, 同比提升 0.73 个百分点, 其中四季度单季利润率 20.23%, 环比提升 2 个百分点。

**■ 事件评论**

- **四季度订单保持较快增长。**公司四季度单季实现营业收入 1.94 亿元, 同比增长 30.2%, 环比增长 22%, 收入表现优异意味着公司第四季度订单依然保持较快增长, 下游需求较为旺盛。
- **营业利润率小幅提升。**2014 年, 公司综合营业利润率为 18.35%, 较去年提升 0.73 个百分点。我们认为, 利润率的提升主要来自两个方面: 1. 下游需求持续向好, 公司作为高温合金龙头企业显著受益; 2. 上游原材料镍价有所回落降低了生产成本。
- **募投项目投产, 产能瓶颈得以突破。**公司部分 IPO 募投项目(航空航天用粉末及变形高温合金项目、钛铝金属材料制品项目)已于 2012 年底投产; 铸造高温合金项目(真空水平连铸母合金 1000 吨和精铸件)也于 2014 年中期达到验收标准, 产能实现稳定增长。
- **航空发动机、舰船轮机需求保障军品订单稳定增长。**我们认为, 随着国产发动机的突破、发动机国产化率的提高, 国产高温合金订单将延续增长; 此外, 中国海军装备的快速升级也将支撑舰船动力用高温合金需求的增长。我们预计, 粉末合金、铝镁合金等新产品订单将延续较高增长。
- **民用领域稳健拓展。**近年来公司积极拓展民用领域, 子公司广亨阀门已通过中石化认证, 预计后期将逐渐实现销售; 高温模具钢项目进展顺利, 预计今年就将贡献部分业绩。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 2015、2016 年 eps 分别为 0.43 和 0.52 元, 维持“推荐”评级。
- **投资风险:** 航空发动机国产化进度低预期; 民用领域拓展低预期。

表 1: 2014 年公司收入增长 18.63%, 净利增长 30.28%

	2014	2013	yoy	2012
营业收入	61,658.32	51,977.02	18.63%	45,584.11
营业成本	50,346.48	37,549.60	34.08%	34,040.10
营业利润	11,311.84	9,157.48	23.53%	8,035.14
利润总额	13,148.76	10,009.35	31.36%	8,070.94
归属于上市公司普通股股东的净利润	11,289.24	8,665.67	30.28%	7,048.43
经营活动产生的现金流量净额		5,618.84		6,427.95
eps	0.35	0.41	-14.63%	0.33
ROE	10.71%	8.54%	2.17%	7.61%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 1: 公司 2014 年收入增长 18.63%



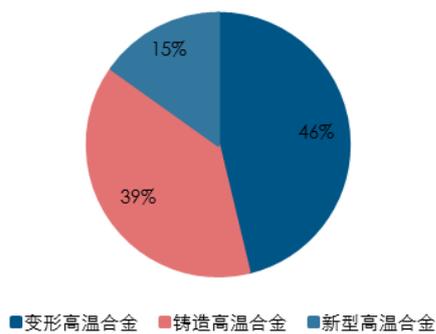
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 2: 公司 2014 年净利润增长 30.28%



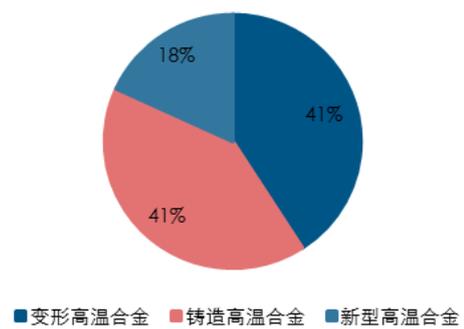
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 3: 公司营业收入结构 (2014 年 1H)



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 4: 公司营业利润结构 (2014 年 1H)



资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

表 2: 公司产品、产能及市场占有率情况

产品分类		具体产品	产能 (吨)	市场占有率 (%)	下游客户
铸造高温合金	高温母合金	航空航天发动机用高温母合金	920	>30%	沈阳黎明、航空动力、南方动力、东方电气、中航集团、北京动力机械所、兰州石油化工机械厂等
	精铸件	航空航天发动机用精铸件、烟气轮机叶片等		航天发动机精铸件: >90%	
变形高温合金	板材、棒材、涡轮盘	航空航天发动机用板材、棒材、盘锻件, 火力发电汽轮机涡轮盘, 玻璃制造用 GH5K 合金、玻璃棉制造用离心机及纺丝机高温配件	150	特种变形高温合金板材、棒材、涡轮盘锻件: >30%	沈阳黎明、航空动力、上海电气、贵航集团、哈汽轮机厂等
	汽轮机叶片、防护片等司太立合金	汽轮机叶片防护片、纺织行业粘胶短纤维用切断刀		100%	
新型高温合金	粉末高温合金、ODS 合金等	航空航天发动机用粉末高温合金、ODS 合金等	15	ODS 合金: 100%; 粉末高温合金: 60%	沈阳黎明、航空动力等

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 3: 募投项目投产, 产能瓶颈得以突破

产品	项目	具体产品	产能	工程进度	竞争对手	需求领域
变形高温合金	变形合金涡轮盘	航空发动机涡轮盘、航天发动机小涡轮盘	525 个 +325 个	已投产	特钢厂	航空航天
	粉末冶金及制品	航空航天发动机用热等静压涡轮盘、鼓筒轴、封严盘及涡轮挡板等部件	100 吨		航材院	航空
新型高温合金	钛铝间金属化合物	Ti-Al 合金精铸件、Ti3Al 和 Ti2AlNb 合金的环、板、棒、饼材等型材	30 吨		基本为独家供货; 中科院金属所、北京科技大学、北京航空材料研究院 (研究为主)	航空航天、汽车增压器 (预计 未来复合增长率 30%)
	高温金属基自润滑材料	高温自润滑轴承	1200 吨 (轴承 12000 套、密封材料 7000 套)		轴承厂	冶金 (普通轴承的替代)、火力发电
铸造高温合金	真空水平连铸高温合金母合金		1000 吨	已达到可使用状态	国外高温合金企业	汽车涡轮增压、玻璃制造、冶金、原子能等民用领域
	铸造高温合金高品质精铸件	发动机用薄壁复杂结构件、人造关节				航空航天 (国产发动机技术亟待突破对薄壁复杂结构件的需求)、医疗 (人造关节需求市场)

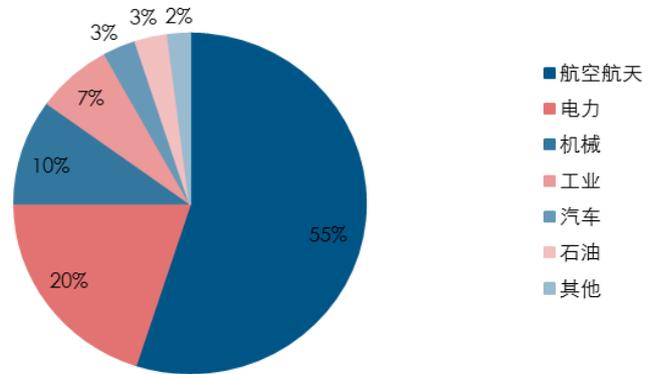
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 4: 竞争对手的产品和产能比较

	产品	高温合金产能
抚顺特钢	产品主要以变形高温合金为主, 民品占比四成左右	6000 吨以上
宝钢特钢	民品占比高	1000-1500 吨
长城特钢	变形高温合金产品为主	<1000 吨
北满特钢	民用变形高温合金产品为主	<1000 吨
北京航材院	高温合金单晶叶片、钛铝金属间化合物	<1000 吨
沈阳金属所	国家重大攻关项目, 高温合金尖端领域	<1000 吨

资料来源: 新材料在线, 长江证券研究部

图 5: 全球每年消费高温合金材料约 28 万吨, 市场规模达 100 亿美元



资料来源: Roskill, 新材料在线, 长江证券研究部

表 5: 前五名客户的营业收入占比

客户名称	销售内容	2006	2007	2008	2010	2011	2012	2013	2014-1H
山西金利恒物贸有限公司						17.16%	25.82%	19.38%	
西安航空动力股份有限公司	涡轮盘、挡板、高温合金母合金	7.48%	9.43%	14.40%	12.23%	11.06%	10.65%	13.76%	
哈尔滨汽轮机厂有限责任公司	盘锻件、汽轮机防护片	5.18%	10.78%	6.12%	5.82%	11.04%	10.04%		
沈阳黎明航空发动机(集团)有限责任公司	高温合金母合金及精铸件	15.75%	11.68%	18.93%	5.50%	8.63%	7.70%		
中国南方航空工业(集团)有限公司	高温合金母合金、盘锻件、涡轮叶片			4.74%	3.51%			5.76%	
贵州黎明航空动力有限公司						6.39%		5.65%	
中航动力国际物流有限公司沈阳分公司								5.43%	

北京动力机械研究所	精铸件	17.87%	8.34%	9.23%	5.49%				
中国第二重型机械集团（德阳）万航模锻厂							6.54%		
东方电气股份有限公司	盘锻件	4.75%	7.87%						
<b>合计</b>		<b>51.03%</b>	<b>48.10%</b>	<b>53.42%</b>	<b>32.55%</b>	<b>54.28%</b>	<b>60.75%</b>	<b>49.98%</b>	<b>61.30%</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2013	2014	2015	2016	资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015	2016
<b>营业收入</b>	<b>520</b>	<b>617</b>	<b>721</b>	<b>837</b>	货币资金	338	322	368	452
营业成本	375	503	579	666	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>144</b>	<b>113</b>	<b>142</b>	<b>171</b>	应收账款	118	136	167	205
%营业收入	27.8%	18.3%	19.7%	20.4%	存货	127	145	178	219
营业税金及附加	2	2	3	3	预付账款	47	54	66	81
%营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	2	2	2	3	<b>流动资产合计</b>	<b>800</b>	<b>852</b>	<b>1020</b>	<b>1253</b>
%营业收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	60	63	77	95	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	11.6%	10.2%	10.7%	11.3%	长期股权投资	15	15	15	15
财务费用	-13	-10	-8	-3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	-2.5%	-1.7%	-1.0%	-0.4%	固定资产合计	431	517	601	683
资产减值损失	1	0	0	0	无形资产	60	59	57	56
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>133</b>	<b>160</b>	其他非流动资产	6	6	6	6
%营业收入	17.6%	18.3%	18.1%	17.7%	<b>资产总计</b>	<b>1316</b>	<b>1449</b>	<b>1699</b>	<b>2013</b>
营业外收支	9	15	5	5	短期贷款	0	0	81	191
<b>利润总额</b>	<b>100</b>	<b>131</b>	<b>155</b>	<b>180</b>	应付款项	195	224	274	336
%营业收入	19.3%	21.3%	21.5%	21.5%	预收账款	28	32	40	49
所得税费用	12	16	17	21	应付职工薪酬	6	7	8	10
净利润	88	114	139	168	应交税费	-1	-1	-1	-1
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>86.7</b>	<b>112.9</b>	<b>137.7</b>	<b>166.6</b>	其他流动负债	4	4	5	6
少数股东损益	1	1	1	2	<b>流动负债合计</b>	<b>232</b>	<b>266</b>	<b>407</b>	<b>591</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.41</b>	<b>0.35</b>	<b>0.43</b>	<b>0.52</b>	长期借款	0	0	0	0
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	应付债券	0	0	0	0
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>56</b>	<b>102</b>	<b>87</b>	<b>99</b>	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	51	51	51	51
长期股权投资	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>283</b>	<b>317</b>	<b>458</b>	<b>642</b>
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	1014	1112	1219	1347
固定资产投资	-189	-98	-102	-107	少数股东权益				
其他	0	0	0	0	<b>股东权益</b>	18	20	22	24
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-189</b>	<b>-98</b>	<b>-102</b>	<b>-107</b>	<b>负债及股东权益</b>	<b>1033</b>	<b>1132</b>	<b>1241</b>	<b>1371</b>
债券融资	0	0	0	0	<b>基本指标</b>	<b>1316</b>	<b>1449</b>	<b>1699</b>	<b>2013</b>
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.273	0.350	0.427	0.517
银行贷款增加(减少)	0	0	81	111	BVPS	4.79	3.46	4.08	4.82
筹资成本	34	-21	-20	-18	PE	56.98	66.74	54.71	45.21
其他	-69	0	0	0	PEG	4.55	3.63	3.31	2.77
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-34</b>	<b>-21</b>	<b>61</b>	<b>93</b>	PB	4.67	6.46	5.48	4.64
<b>现金净流量</b>	<b>-167</b>	<b>-17</b>	<b>46</b>	<b>85</b>	EV/EBITDA	74.09	59.20	47.21	37.48
					ROE	8.5%	9.8%	9.8%	10.6%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)  
电话: 021-68751100  
传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)  
传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)  
传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)  
传真: 0755-82750808  
0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。