

钢研高纳 (300034)

增持 (维持)

期待两机专项落地引爆高温合金需求

2015 年 10 月 25 日

市场数据

报告日期	2015-10-25
收盘价(元)	31.27
总股本(百万股)	320.31
流通股本(百万股)	320.00
总市值(百万元)	10016.06
流通市值(百万元)	10006.41
净资产(百万元)	1136.79
总资产(百万元)	1460.74
每股净资产	3.55

主要财务指标

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	617	734	991	1140
同比增长	18.6%	19.1%	35.0%	15.0%
净利润(百万元)	110	108	132	157
同比增长	27.2%	-1.6%	22.2%	18.4%
毛利率	29.2%	28.1%	28.1%	28.1%
净利率	17.9%	14.8%	13.4%	13.8%
净资产收益率(%)	10.0%	9.4%	10.3%	10.9%
每股收益(元)	0.35	0.34	0.42	0.49
每股经营现金流(元)	0.01	0.57	0.42	0.54

相关报告

《二季度有望迎来业绩拐点》
2014-06-10
《下游需求尚未启动,一季度业绩增速放缓》2014-04-23
《静待发动机重大专项落地》
2014-03-30

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

兰杰

lanj@xyzq.com.cn

S0190511080002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

投资要点

- 钢研高纳 2015 年前三季度实现营业收入 17.7 亿元,同比增长 9.4%,归属于上市公司净利润 6709 万元,同比下降 13.5%,每股收益 0.21 元,经营活动现金流-4900 万元。其中第三季度 EPS 为 0.08 元,符合市场预期。
- 公司此前做的股权激励的底线要求是扣非后净利润 18%的增速,前三季度的经营情况与年度目标有差距,主要是由于:(1)军工用高温合金的需求并不旺盛,公司目前铸造高温合金、新型高温合金订单的同比增速约 10% (但交货周期明显延长),而变形高温合金订单同比下滑近 40% (主要是去年有两次舰船的集中采购,今年舰船的建造使用采购存货即可,因此今年无集中采购),订单的下滑致使下半年面临直接的经营压力;(2)公司加工的毛利加成额也受到一定影响,受下游需求下滑影响,公司第三季度毛利率 27.7%,为近年来的低点,再加上单价的下滑,毛利加成额下滑是较为明显的;(3)公司子公司河北德凯、天津海德经营趋势很不错(天津海德拿到 2.1 亿元的大单),是未来的主要增长点,但毕竟今年刚刚起步,体量还较小,贡献利润有限。
- 中航系发动机重组整合,飞机发动机分开体系将正式落地,航空发动机产业地位大幅提升。而且预期此事落地后,“两机专项”对企业端的补贴和投资拉动也有望启动,这将引爆高温合金市场,或带来近 2000 亿市场空间,钢研高纳是高温合金市场全品类产品竞争力最强的公司,首先受益。
- 预计公司 2015~2017 年每股收益分别为 0.34 元、0.42 元和 0.49 元,公司募投项目和两家子公司在未来 2-3 年内达产带来业绩增长点,期待两机专项落地引爆高温合金需求。维持“增持”评级。
- 风险提示:1、募投项目达产不及预期;2、“两机专项”立项进度低于预期



表、钢研高纳分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	14-3Q	14-4Q	15-1Q	15-2Q	15-3Q	QOQ	2014-09	2015-09	YOY
营业收入	159	194	129	156	177.0	11.6%	423	462	9.4%
营业成本	117	128	85	108	128.0	9.2%	308	321	4.1%
毛利	41	66	45	48	49.0	18.3%	115	142	23.7%
销售费用	1	1	1	1	1.0	-8.0%	3	4	20.2%
管理费用	12	27	14	21	16.9	41.2%	36	52	42.6%
财务费用	-2	-1	0	0	-0.1	-	-4	-1	-
资产减值	1	-2	4	2	1.2	60.4%	4	7	64.3%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	0	0	0	0	0	-	0	0	-
营业利润	29	38	25	24	29.5	1.3%	74	78	5.9%
利润总额	44	37	25	25	29.8	-32.3%	90	80	-11.5%
净利润	38	33	20	22	24.9	-33.8%	78	67	-13.5%
EPS	0.117	0.102	0.064	0.068	0.078	-33.8%	0.242	0.209	-13.5%
销售费用率	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	0.6%	-0.1%	0.7%	0.8%	0.1%
管理费用率	7.5%	14.1%	11.1%	13.2%	9.5%	2.0%	8.6%	11.2%	2.6%
财务费用率	-1.4%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	1.3%	-0.9%	-0.2%	0.7%
所得税率	14.3%	12.2%	15.7%	16.1%	15.9%	1.7%	14.9%	15.9%	1.0%
毛利率	26.1%	33.8%	34.6%	30.8%	27.7%	1.6%	27.1%	30.7%	3.5%
净利润率	23.6%	16.8%	15.7%	14.0%	14.0%	-9.6%	18.4%	14.5%	-3.8%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	843	905	1103	1220
货币资金	211	302	278	275
交易性金融资产	0	5	5	5
应收账款	150	59	79	91
其他应收款	2	2	4	4
存货	213	211	299	348
非流动资产	598	962	1058	1021
可供出售金融资产	15	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	417	764	1104	1058
在建工程	47	107	-133	-133
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	70	76	84
资产总计	1441	1866	2161	2242
流动负债	221	677	798	723
短期借款	10	427	464	354
应付票据	102	120	164	188
应付账款	70	37	100	98
其他	39	93	71	83
非流动负债	88	0	41	40
长期借款	0	0	0	0
其他	88	0	41	40
负债合计	309	677	839	763
股本	318	318	318	318
资本公积	375	375	375	375
未分配利润	348	395	514	655
少数股东权益	34	34	34	33
股东权益合计	1132	1189	1322	1479
负债及权益合计	1441	1866	2161	2242

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	110	108	132	157
折旧和摊销	18	44	72	87
资产减值准备	2	-10	0	0
无形资产摊销	5	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	5	18	16
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-1	0	0	0
营运资金的变动	-131	-74	138	85
经营活动产生现金流量	2	182	135	172
投资活动产生现金流量	-125	-452	-178	-49
融资活动产生现金流量	-8	361	18	-126
现金净变动	-131	92	-25	-3
现金的期初余额	0	211	302	278
现金的期末余额	0	302	278	275

利润表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	617	734	991	1140
营业成本	436	528	713	820
营业税金及附加	2	2	2	2
销售费用	4	4	6	7
管理费用	64	79	106	121
财务费用	-5	5	18	16
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	112	116	146	173
营业外收入	16	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	128	126	156	183
所得税	18	18	23	27
净利润	110	108	132	157
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	110	108	132	157
EPS (元)	0.35	0.34	0.42	0.49

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长性				
营业收入增长率	18.6%	19.1%	35.0%	15.0%
营业利润增长率	22.5%	3.3%	25.9%	18.8%
净利润增长率	27.2%	-1.6%	22.2%	18.4%
盈利能力				
毛利率	29.2%	28.1%	28.1%	28.1%
净利率	17.9%	14.8%	13.4%	13.8%
ROE	10.0%	9.4%	10.3%	10.9%

偿债能力

资产负债率	21.5%	36.3%	38.8%	34.0%
流动比率	3.82	1.34	1.38	1.69
速动比率	2.85	1.03	1.01	1.21

营运能力

资产周转率	0.45	0.44	0.49	0.52
应收帐款周转率	4.37	6.75	14.36	13.37

每股资料(元)

每股收益	0.35	0.34	0.42	0.49
每股经营现金	0.01	0.57	0.42	0.54
每股净资产	3.45	3.63	4.05	4.54

估值比率(倍)

PE	90.24	91.74	75.05	63.40
PB	9.06	8.60	7.72	6.88

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaoqi@xyzq.com.cn	龚学敏	021-38565409	gongxuemin@xzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。