

评级: 买入 (维持)

有色金属

调研报告

第一创业研究所

分析师: 巨国贤

电话: 0755-25832951

邮件: juguoxian@fcsc.cn

栋梁新材 (002082)

——两位数的产业增长 一倍以上的产能扩张

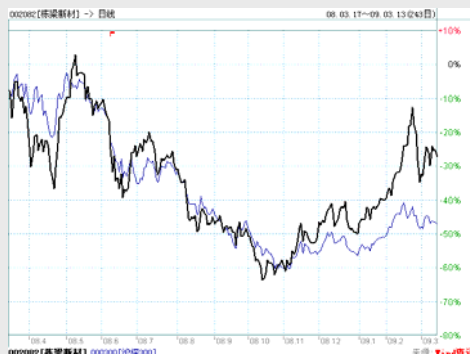
交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.44—16.00
总市值 (百万元)	1642.2
流通股本 (百万股)	101.79
流通股比率 (%)	42.77

资产负债表摘要(06/08)

股东权益	698.51
每股净资产	2.91
市净率	2.37
资产负债率	44.05

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

调研简报:

- **公司计划大力发展 PS 版基产业, 调整铝型材产品结构增加高附加值产品比重** 栋梁新材主要从事铝型材、PS 版基的加工制造和销售。其中铝型材年产 5.1 万吨, PS 版基 3.2 万吨。公司未来发展方向为 PS 版基, 在铝型材方面主要思路为调整产业结构, 增加高附加值产品比重。
- **PS 版基未来两年产量将扩张 47%、28%** 公司 2008 年 3 月增发募集资金投资于 PS 版基二期, 可以形成产能 3 万吨。2009 年 3 月初二期已经开始调试生产, 由于二期产品和一期相同, 一期 2 万吨产能可以发挥到 3.2 万吨的事实使我们更相信二期能够顺利、快速达产。我们预期公司 2009 年、2010 年 PS 版基产量将达到 4.7 万吨、6 万吨。
- **替代进口与近年 20%以上的行业增长现状使我们相信吨加工利润平稳** 2008 年中国生产 PS 版 2.885 亿平方米, 9 年均复合增长率为 23.8%, 2006、2007、2008 年同比增长率 36.84%、32.87%、20.21%。目前中国需消耗 PS 版基 20 万吨, 其中进口 26000 吨。仍需进口的 PS 版基行业现阶段仍可享受高利润。
- **技术优势打造一流 PS 版基生产企业** 公司从 2006 年进入 PS 版基行业, 从 6440 吨、2.55 万吨、3.2 万吨销量可以明显看出其强大的增长性。这种增长的背后有赖于公司连铸连轧的生产工艺和低廉的成本优势。我们认为这种优势将支撑企业成长为一流的 PS 版基生产企业。
- **作为印刷用耗材 PS 版基受金融动荡影响小** PS 版基主要用途是制作 PS 版, 而 PS 版是一种印刷用耗材, 这种耗材主要和印刷刊物的种类相关而受印刷数量影响较小。即使金融波动中刊物种类相对稳定, 不同的著作却有增长的趋势。这促使 PS 版基的消费量有可能在波动中增长。
- **依托铝型材品牌优势 调整产业结构促发展** 在金属风暴肆虐的 2008 年四季度, 公司铝型材产品依旧产销两旺。我们的观点是公司拥有品牌优势, 更多地侵占了中小企业的市场, 当然, 公司推出的标准化节能门窗结构产品不仅降低了成本还提高了下游客户的认可度也是重要原因。2009 年公司将以结构调整为主, 增加高端断桥铝合金产品的产销量。

投资建议:

考虑到 PS 版基所处行业的高增长以及受金融波动影响较小的特点, 结合公司的技术优势和扩产产能, 我们认为公司 2009 年业绩将达到 0.42 元, 考虑到有色金属行业整体业绩下降的现状, 给予公司“买入”的投资评级。



1、两位数的行业增长

PS 版基是一种印刷耗材，用以制作 PS 版。PS 版是胶版印刷的母版，通过激光照排后的 PS 版装入印刷机进行印刷，印刷后的 PS 版一般只能作为废铝回收，部分低成本的作坊会把 PS 版清洗后再次利用，制作印刷质量很差的胶版印刷刊物使用。

近 10 年来 PS 版在中国快速增长，复合增长率达到 23.8%。而近三年的数据显示，PS 版同比增长率为 36.84%、32.87%、20.21%。

图 1：9 年来 PS 版产量情况

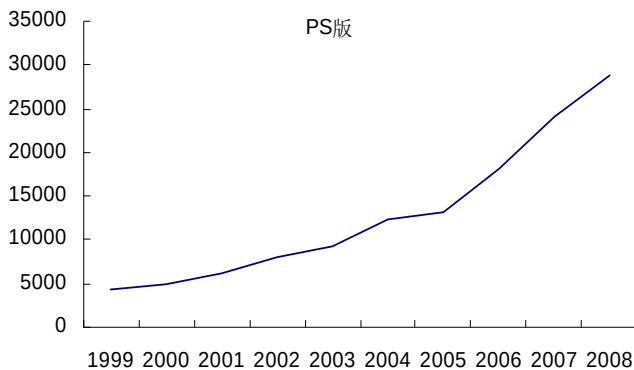
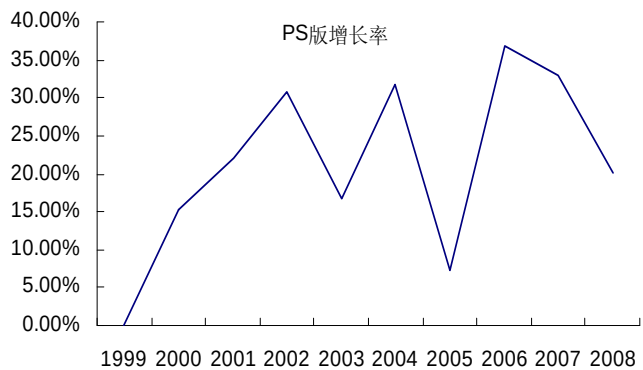


图 2：8 年来 PS 版产量同比增长率

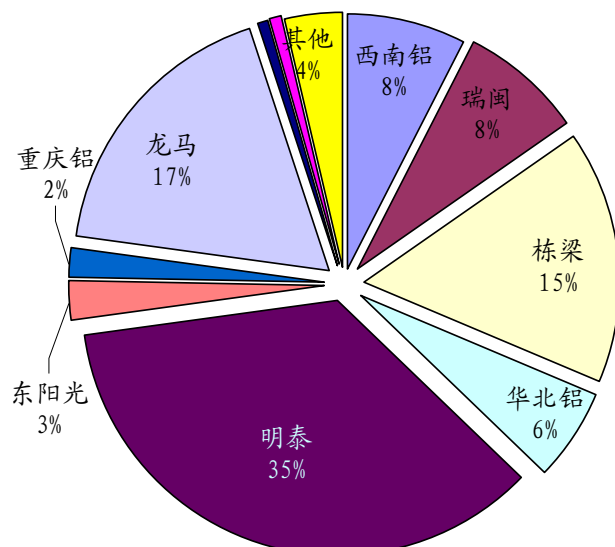


数据来源：第一创业证券研究所

2、中高端 PS 铝板基的代表

PS 铝板基主要生产企业有西南铝、瑞闽铝、华北铝、栋梁新材、河南明泰、东阳关、重庆铝、龙马铝等。目前高端的铝板基主要由西南铝、瑞闽铝提供，加工费集中在 7000 元一线，中高端的铝板基主要由华北铝、栋梁新材提供，加工费集中在 5000-5500 元一线，中低端的铝板基主要由河南明泰、龙马铝等提供，加工费集中在 4500 元一线。2008 年各企业产量统计如下：

图 3：年 PS 铝板基产量比例情况（龙马为自用，不买卖版基）



数据来源：第一创业证券研究所



3、技术优势造就生产成本低于同行

PS 铝版基生产技术有铸轧和热轧两种，传统的加工都是采用热轧方式。公司采取铸轧方式生产。铸轧固有的一步成型的特点使得公司生产成本低于同行，目前阶段，根据我们的推算公司的生产成本约 2400 元，吨加工利润 2600 元以上。

4、产量扩张一倍以上

公司 PS 版基二期产能 3 万吨，一期只有 2 万吨。而公司一期 2 万吨的产能生产了 3.2 万吨的产量，二期投产后产量有望扩张一倍以上。

图 4：二期生产线现场



数据来源：第一创业证券研究所

5、业绩估算

表 1：业绩估算

单位：万元

单位：万元	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	374,044	489,160	583,586	706,139	812,060
同比 (%)	219.0%	30.8%	19.3%	21.0%	15.0%
营业毛利	12,283	15,387	17,508	21,043	23,956
同比 (%)	73.4%	25.3%	13.8%	20.2%	13.8%
归属母公司净利润	3,305	6,361	7,035	10,052	11,657
同比 (%)	54.6%	92.5%	10.6%	42.9%	16.0%
每股收益 (元)	0.40	0.48	0.30	0.42	0.49
ROE	9.32%	15.52%	8.57%	10.91%	11.23%
P/E (倍)	17.4	14.4	23.3	16.3	14.1

数据来源：第一创业证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009	2010
流动资产	478.3	957.5	1,103.4	1,291.7
货币资金	68.1	467.0	527.8	616.6
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	126.1	143.9	167.4	200.6
预付款项	73.2	88.4	106.9	122.6
存货	210.0	257.3	300.5	351.0
其他流动资产	0.9	0.9	0.9	0.9
非流动资产	352.3	449.3	408.9	379.0
长期投资及金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	334.0	269.7	237.5	205.3
在建工程	43.7	67.7	70.0	72.2
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0
无形及递延性资产	71.5	71.5	71.5	71.5
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	927.6	1,366.3	1,482.4	1,640.8
流动负债	486.7	513.2	526.5	565.8
短期借款	316.0	316.0	316.0	316.0
应付账款	51.9	62.0	75.1	86.3
预收帐款	76.6	93.0	93.2	121.2
其他	42.2	42.2	42.2	42.2
长期负债	25.8	25.8	25.8	25.8
长期借款	16.8	16.8	16.8	16.8
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	9.0	9.0	9.0	9.0
负债合计	512.5	539.0	552.3	591.6
少数股东权益	5.2	6.7	9.0	11.5
股本	133.1	238.0	238.0	238.0
资本公积	133.1	368.5	368.5	368.5
留存收益	143.8	214.1	314.6	431.2
股东权益合计	415.1	827.3	930.0	1,049.2
负债和股东权益	927.6	1,366.3	1,482.4	1,640.8

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009	2010
经营活动现金流	12.5	164.7	67.6	94.1
净利润	65.0	71.9	102.7	119.2
折旧摊销	33.1	32.2	32.2	32.2
财务费用	17.9	14.6	4.5	3.0
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-104.3	-53.8	-71.8	-60.2
其它	0.7	99.8	0.0	0.0
投资活动现金流	-96.4	-2.3	-2.3	-2.3
资本支出	-109.6	-2.3	-2.3	-2.3
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	13.2	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	-49.0	236.5	-4.5	-3.0
债务融资	83.6	0.0	0.0	0.0
权益融资	0.0	251.0	0.0	0.0
其它	-132.6	-14.6	-4.5	-3.0
汇率变动影响	-0.4	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	-133.3	398.8	60.8	88.8

利润表

单位: 百万元

会计年度	2007	2008	2009	2010
一、营业收入	4,891.6	5,835.9	7,061.4	8,120.6
减: 营业成本	4,737.7	5,660.8	6,851.0	7,881.0
营业税金及附加	2.5	3.2	4.1	4.6
销售费用	18.9	29.8	35.3	41.0
管理费用	26.3	31.6	34.8	38.3
财务费用	18.8	14.6	4.5	3.0
资产减值损失	0.8	3.7	0.0	0.0
加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
其中: 联营企业收益	0.0	0.0	0.0	0.0
二、营业利润	86.6	92.2	131.7	152.8
加: 营业外收入	3.3	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	2.1	0.0	0.0	0.0
三、利润总额	87.8	92.2	131.7	152.8
减: 所得税费用	22.8	20.3	29.0	33.6
四、净利润	65.0	71.9	102.7	119.2
归属母公司净利润	63.6	70.4	100.5	116.6
少数股东损益与调整	1.4	1.6	2.2	2.6
五、总股本(万股)	133.1	238.0	238.0	238.0
EPS (元)	0.48	0.30	0.42	0.49

主要财务比率

会计年度	2007	2008	2009	2010
成长能力				
营业收入	30.8%	19.3%	21.0%	15.0%
营业毛利	25.3%	13.8%	20.2%	13.8%
EBIT	37.7%	4.0%	23.3%	14.3%
净利润	92.5%	10.6%	42.9%	16.0%
获利能力				
毛利率	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
EBIT/收入	2.2%	1.9%	1.9%	1.9%
净利率	1.3%	1.2%	1.4%	1.4%
ROE	15.5%	8.6%	10.9%	11.2%
ROIC	8.7%	6.2%	8.1%	8.6%
偿债能力				
资产负债率	44.8%	60.5%	62.7%	63.9%
利息保障倍数	3.5	4.9	22.8	40.0
速动比率	0.55	1.36	1.52	1.66
经营现金净额/当期债务	0.04	0.52	0.21	0.30
营运能力				
总资产周转率	5.27	4.27	4.76	4.95
应收账款天数	9.28	8.87	8.53	8.89
存货天数	15.96	16.36	15.79	16.03
每股指标 (元)				
EBIT/股本	0.80	0.46	0.57	0.65
每股经营现金流	0.09	0.69	0.28	0.40
每股净资产	3.08	3.45	3.87	4.36
估值比率				
P/E	14.44	23.34	16.34	14.09
P/B	2.24	2.00	1.78	1.58
P/S	0.19	0.28	0.23	0.20
EV/EBITDA	9.89	12.22	10.28	8.97

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数10-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内, 股价表现弱于市场指数20%以上
行业投资评级	推荐	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%以上

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区月坛南街甲一号东方亿通大厦4层

TEL:010-68059588 FAX:010-68059099

P.R.China:100045

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120