



浙商证券

公司调研

2009-11-30 | 11 页

栋梁新材 (002082)

产能扩张将提升未来业绩

——栋梁新材调研报告

林建 金嫣

86-21-64718888-1286

linjian@stocke.com.cn

本报告导读:

- 下游房地产行业复苏明显
- 投资项目即将投产

投资要点:

下游房地产行业复苏明显

随着宏观经济政策刺激（如降低贷款利息等）、房地产开发商的促销策略以及部分刚性需求的释放，国内房地产行业在经历1年多的调整之后复苏明显。

投资项目即将投产

为缓解目前铝合金建筑型材供不应求的状况，加快产品的供货期，更好满足客户需求，公司投资2500万元兴建一条1.5万吨立式喷涂生产线，其中包括六条压铸线，该生产线目前已进入设备安装阶段，预计明年一季度将投产，从而将公司喷涂产能扩张到8万吨。

盈利预测与投资评级：买入

我们预计公司09-11年将分别实现净利润1亿元、1.43亿元和1.74亿元，同比增长率分别为36%、42%和22%，实现EPS分别为0.43、0.55、0.73元。给予公司2010年30-35倍PE估值区间，即公司未来6个月合理的估值区间为18-21元，中枢值为19.50元，给予“买入”投资评级。

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4891.6	5835.9	5250.0	7506.0	9036.0
(+/-)%	30.8%	19.3%	-10.0%	43.0%	20.4%
EBITDA(百万元)	15.5	291.0	185.8	137.1	248.1
(+/-)%	-20.2%	1782.8%	-36.2%	-26.2%	81.0%
净利润(百万元)	63.6	74.0	100.8	142.9	174.3
(+/-)%	92.5%	16.4%	36.2%	41.7%	22.0%
摊薄EPS(元)	0.48	0.31	0.42	0.60	0.73
每股股利(元)	0.72	1.00	1.36	0.18	0.22

评级：买入

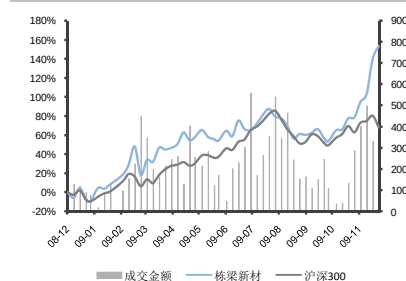
上次评级:

目标价格：¥19.50

上次预测:

当前价格：¥13.08

公司52周市场表现



公司简介:

浙江栋梁新材股份有限公司是专业生产各种铝合金型材、铝装饰板及PS版铝基板的大型铝业集团公司，于2006年11月20日在深圳证卷交易所成功上市，成为专业生产铝型材行业在国内首家上市的公司，是中国有色金属加工工业协会评定的“全国铝型材企业十强”之一。





资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	68.1	182.0	178.9	255.8	307.9	营业收入	4891.6	5835.9	5250.0	7506.0	9036.0
应收票据	79.1	44.4	58.1	83.1	100.1	营业成本	4737.7	5640.0	5067.5	7226.2	8674.6
应收账款	46.9	23.4	35.6	50.9	61.2	营业税金及附加	2.5	4.8	4.3	6.2	7.4
预付款项	73.2	28.1	22.3	43.9	58.4	销售费用	18.9	25.3	20.4	30.2	36.9
其他应收款	0.9	0.5	0.5	0.8	0.9	管理费用	26.3	46.4	37.8	51.4	66.2
存货	210.0	178.0	152.7	217.8	261.4	财务费用	18.8	20.7	8.2	21.6	29.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.8	3.0	1.5	1.7	2.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	334.0	308.0	391.2	439.8	466.6	投资收益	0.0	0.0	18.4	18.4	18.4
在建工程	43.7	186.3	141.1	117.8	106.1	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	营业利润	86.6	95.7	128.6	187.0	237.4
无形资产	70.8	69.3	81.1	95.3	112.5	营业外收支净额	1.2	-1.9	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	87.8	93.8	128.6	187.0	237.4
资产总计	927.6	1021.8	1063.3	1307.0	1476.9	减: 所得税	22.8	18.3	25.7	41.1	59.4
短期借款	316.0	120.0	302.7	678.9	683.6	净利润	65.0	75.5	102.9	145.9	178.1
应付票据	19.0	69.0	71.3	101.6	122.0	归属于母公司的净利润	63.6	74.0	100.8	142.9	174.3
应付账款	32.9	36.9	33.1	47.2	56.7	少数股东损益	1.4	1.5	2.1	3.0	3.8
预收款项	76.6	59.8	57.0	67.6	74.8	基本每股收益	0.48	0.31	0.42	0.60	0.73
应付职工薪酬	4.7	4.4	3.9	5.6	6.8	稀释每股收益	0.48	0.31	0.42	0.60	0.73
应交税费	10.9	7.5	6.7	9.6	11.6	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	2.9	1.8	1.6	2.3	2.7	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	30.8%	19.3%	-10.0%	43.0%	20.4%
长期借款	16.8	0.0	-7.6	-24.6	-35.5	EBIT 增长率	37.7%	12.4%	0.5%	60.1%	30.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	92.5%	16.4%	36.2%	41.7%	22.0%
负债合计	512.5	309.5	486.1	908.0	942.8	盈利性					
股东权益合计	415.1	712.3	577.2	399.0	534.1	销售毛利率	3.1%	3.4%	3.5%	3.7%	4.0%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	1.3%	1.3%	1.9%	1.9%	1.9%
净利润	65.0	75.5	102.9	145.9	178.1	ROE	15.5%	10.5%	17.7%	36.9%	33.6%
折旧与摊销	-90.7	171.6	65.8	-54.9	-2.7	ROIC	10.2%	11.5%	10.9%	14.1%	15.8%
经营活动现金流	12.5	253.1	170.2	153.7	216.4	估值倍数					
投资活动现金流	-96.4	-143.9	-110.4	-111.8	-115.2	PE	27.4	42.0	30.9	21.8	17.9
融资活动现金流	-49.0	0.4	-62.9	35.0	-49.1	P/S	0.4	0.5	0.6	0.4	0.3
现金净变动	-133.0	109.6	-3.1	76.9	52.1	P/B	4.2	4.4	5.5	8.0	6.0
期初现金余额	213.6	68.1	182.0	178.9	255.8	股息收益率	5.5%	7.6%	10.4%	1.4%	1.7%
期末现金余额	80.7	177.7	178.9	255.8	307.9	EV/EBITDA	131.6	10.5	17.5	25.8	14.0





公司简介

浙江栋梁新材股份有限公司是专业生产各种铝合金型材、铝装饰板及 PS 版铝基板的大型铝业集团公司，于 2006 年 11 月 20 日在深圳证卷交易所成功上市，成为专业生产铝型材行业在国内首家上市的公司，是中国有色金属加工工业协会评定的“全国铝型材企业十强”之一。

公司现拥有占地 300 亩的织里厂区、占地 90 亩的八里店厂区和占地 110 亩的洋西厂区。三大厂区目前共有挤压机生产线 22 条，氧化生产线 2 条，静电粉末喷涂生产线 4 条等其他生产线。目前公司共可年产铝型材 7 万吨、铝装饰板 5 万吨，PS 版铝基板 2 万吨。

股权结构

公司股权结构简单，董事长陆志宝先生是公司的实际控制人，拥有公司股份 4494 万股，占公司总股本比重为 18.88%。

公司股权结构（2009 年中报）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
陆志宝	44,943,360	18.88%
湖州市织里镇资产经营有限公司	20,428,800	8.58%
其他股东	172,627,840	72.53%
合计	238,000,000	100.00%

资料来源：wind 资讯

公司目前拥有三家控股子公司：湖州世纪栋梁（100%股权）、上海兴栋（100%股权）和湖州加成公司（51%）。

- 其中上海兴栋依靠地处上海的地理优势，从事铝锭和铝棒贸易，通过与上游供应商合作建立长期的关系，为公司铝合金加工提供稳定的铝原材料供应渠道，09 年中期共实现净利润 169.78 万元；
- 湖州世纪栋梁是公司铝合金板材的生产基地，位于公司本部所在的湖州织里厂区，09 年中期实现净利润 1,091.79 万元；
- 湖州加成主要从事粉末涂料的生产与销售，是公司铝合金型材加工过程中的涂料提供商，其产品 60%供应公司内部，40%供应外部厂商，位于湖州八里厂区，09 年中期净利润为 218.22 万元。

限售股解禁情况

09 年 11 月 20 日，公司共有 1.36 亿股首发原股东限售股解禁，占已流通数量比例为 134%，占总股本比重为 57.22%，至此，公司已实现名义上的全流通，但由于首发原股东曾承诺“在公司或公司控股子公司工作期间每年转让的发行人股份不超过其所持有发行人股份总数的百分之二十五；在离职后半年内，不转让所持有的发行人股份”，因此，一年内实际新增可流通股份为 3404.8 万股，占总股份的比重仅为 14.3%。



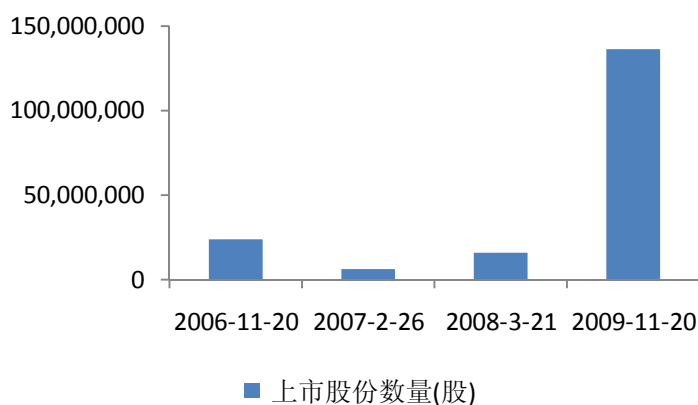


限售股解禁情况表

上市日期	上市股份数量(股)	占已流通数量比例(%)	占总股本比例(%)	上市股份类型
2009-11-20	136,192,000	133.79	57.22	首发原股东限售股份
2008-3-21	15,630,000	24.57	10.51	公开增发一般股份
2007-2-26	6,000,000	20	7.21	首发机构配售股份
2006-11-20	24,000,000	100	28.85	首发一般股份

资料来源: wind 资讯

限售股解禁情况图

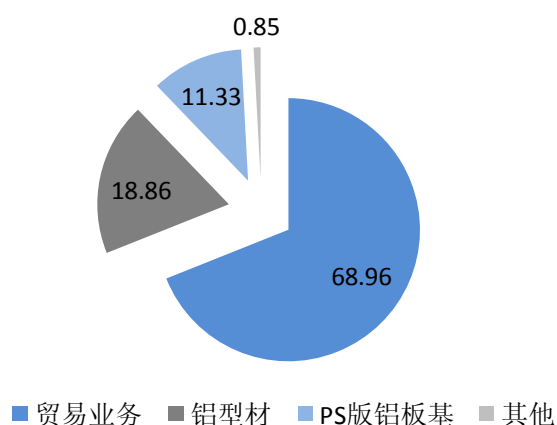


资料来源: wind 资讯

主营业务

公司营业收入主要有 3 大板块: 铝锭铝棒的贸易业务、铝型材和铝板材。2009 年中期, 贸易业务收入占比为 69%, 铝型材和铝板材收入占比分别为 19%和 11%。

公司 09 年中期主营业务收入情况 (%)



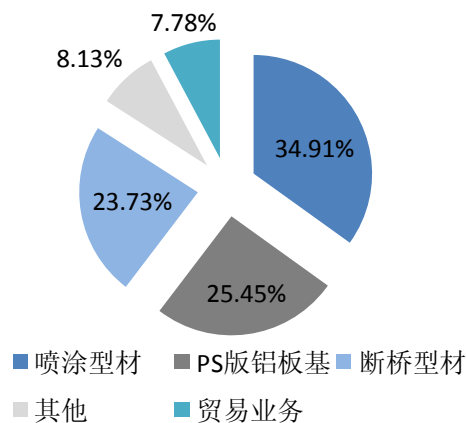
资料来源: wind 资讯





而公司营业利润主要依靠 3 架马车：喷涂型材、PS 版铝板基和断桥型材，这三大产品 2009 年中期营业利润占比分别高达 35%、25%和 24%。而贸易业务产生的营业利润仅占 8%，虽然其收入占比高达 69%。

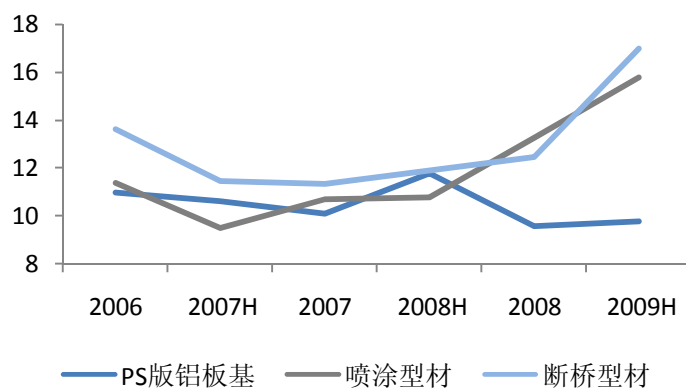
公司 2009 年中期营业利润构成



资料来源：wind 资讯

贸易业务创收，而铝型材、铝板材创利，这主要归因于各业务板块的盈利能力的不同。贸易业务近 4 年来的平均毛利率仅为 0.26%，而 PS 版铝板基、喷涂型材和断桥型材对应的平均毛利率分别高达 10.5%、12%和 13%。

公司主要产品销售毛利率

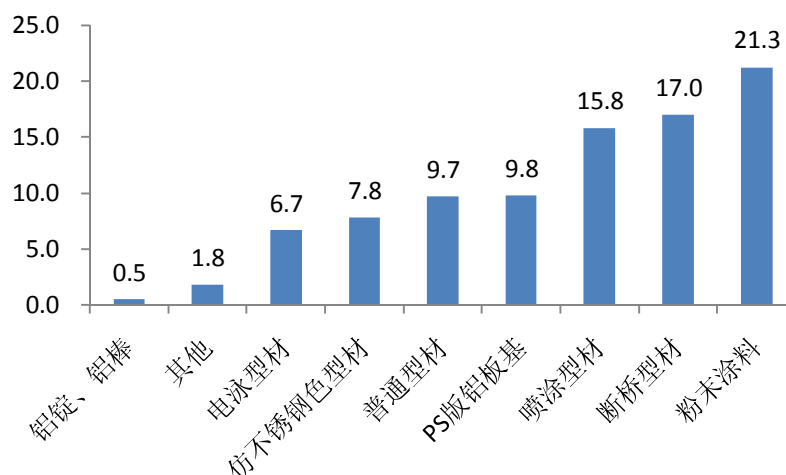


资料来源：wind 资讯





公司主要产品销售毛利率（2009 年中期 %）



资料来源：wind 资讯

产业链位置

公司业务处于产业链的中游位置，主要利用铝锭、铝棒等原材料进行深加工，生产出适用于下游房地产和印刷制版业的铝型材和铝板材。

公司业务板块

上游行业	公司主营产品	下游行业
电解铝行业 (铝锭、铝棒)	喷涂铝型材	房屋建筑业
	电泳铝型材	
	不锈钢色包覆铝型材	
	断桥隔热节能型材	
	普通铝型材	
电解铝行业 (铝锭)	幕墙铝板	房屋建筑业
	PS 版铝板基	印刷制版业

资料来源：招股说明书

盈利模式：“电解铝价格+加工费”

目前，铝型材及铝板材的销售定价普遍采用“电解铝价格+加工费”的模式，电解铝价格随市场行情的变化而波动，而加工费相对稳定，铝加工企业赚取加工费。加工费的高低反映了产品的附加值及市场的供求关系。铝加工行业内企业由于产品的不同、生产规模的大小、设备配置的优劣、研发能力的强弱，导致其利润水平存在很大的差异。具体而言，静电粉末喷涂型材、氟碳喷涂型材、PS 版铝板基等加工业务由于技术要求高、资金门槛高等原因，其盈利水平、盈利稳定性较高。





铝加工行业收费标准

产品	加工费 (元 /吨)	备注
铝合金素材	4000	工艺最简单、竞争最激烈
阳极氧化、电泳涂漆型材	5000-6000	中型企业具备相关加工能力
静电粉末喷涂型材	6000	少数大型铝材生产厂商
氟碳喷涂型材	15000-17000	氟碳漆价格较高、附加值最高
PS 版铝板基	6000-10000	热轧工艺生产 (中高端)
	5000-6000	连铸连轧工艺

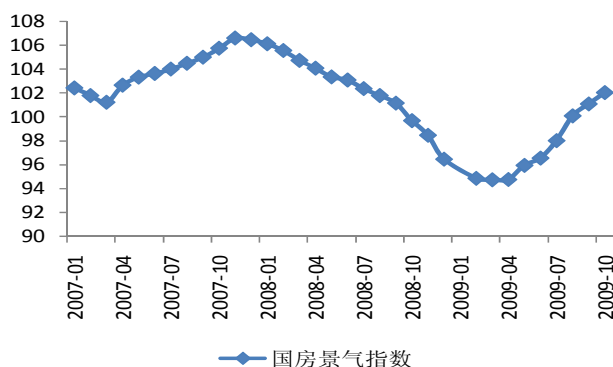
资料来源：浙商证券

下游房地产行业复苏明显

随着宏观经济政策刺激（如降低贷款利息等）、房地产开发商的促销策略以及部分刚性需求的释放，国内房地产行业在经历 1 年多的调整之后复苏明显。

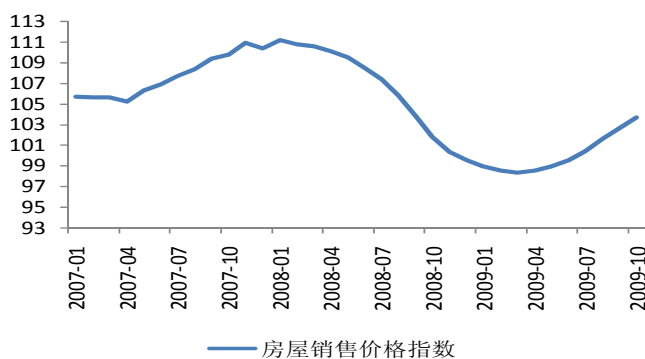
综合衡量房地产行业发展态势的国房景气指数，在连续下跌 15 个月后企稳回升，2009 年 10 月为 102.03，已经复苏并回到了 2008 年 7 月份的水平。而房屋销售价格指数与国房景气指数走势相似，2009 年 3 月达到谷底为 98.30，而 10 月份价格指数已经回升至 103.70，相对谷底上涨了 5.40 点，当前价格指数仍处于上升通道，显示房地产行业复苏明显。

国房景气指数走势



资料来源：wind 资讯

房屋销售价格指数



资料来源：wind 资讯





投资项目即将投产

为缓解目前铝合金建筑型材供不应求的状况,加快产品的供货期,更好满足客户需求,公司投资 2500 万元兴建一条 1.5 万吨立式喷涂生产线,其中包括六条压铸线。该生产线目前已进入设备安装阶段,预计明年一季度将投产,从而将公司喷涂产能扩张到 8 万吨。我们认为未来中国房地产业将持繁荣,从而提升对公司铝合金型材产品的需求,随着公司新建项目的投产和产能利用率的提升,预计 09-11 年公司型材产量将达到 6 万吨、7 万吨、8 万吨。

盈利预测假设

- 房地产行业持续复苏,下游需求持续旺盛;
- 1.5 万吨立式粉末喷涂生产线技改项目明年 1 季度顺利投产;
- 2009-2010 年公司铝合金型材产量将达到 6 万吨、7 万吨、8 万吨; 铝合金板材产量将达到 4.5 万吨、5 万吨、6 万吨;
- 2009-2011 年国内电解铝价格分别为 1.4 万元/吨、1.8 万元/吨和 2 万元/吨

盈利预测基本假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(亿元)				52.5	75.1	90.4
贸易业务	24.83	32.85	40.17	37.80	53.46	62.36
板材	1.41	5.46	6.07	6.3	9	12
型材	6.18	6.55	6.74	8.4	12.6	16
毛利率(%)						
贸易业务	0.32	0.17	0.16	0.15	0.15	0.15
板材	11.01	10.12	9.59	11	12	12
型材	12.50	11.02	12.87	12.8	13	13
产量交易量(万吨)						
贸易业务				27	29.7	31.18
板材				4.5	5	6
型材				6	7	8
铝价(万元/吨)						
				1.4	1.8	2

资料来源:浙商证券

盈利预测结果

基于以上假设,我们预计公司 09-11 年将分别实现净利润 1 亿元、1.43 亿元和 1.74 亿元,同比增长率分别为 36%、42%和 22%,实现 EPS 分别为 **0.43**、**0.55**、**0.73 元**。





盈利预测结果

财务摘要	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4891.6	5835.9	5250.0	7506.0	9036.0
(+/-)%	30.8%	19.3%	-10.0%	43.0%	20.4%
EBITDA(百万元)	15.5	291.0	185.8	137.1	248.1
(+/-)%	-20.2%	1782.8%	-36.2%	-26.2%	81.0%
净利润(百万元)	63.6	74.0	100.8	142.9	174.3
(+/-)%	92.5%	16.4%	36.2%	41.7%	22.0%
摊薄 EPS(元)	0.48	0.31	0.42	0.60	0.73
每股股利(元)	0.72	1.00	1.36	0.18	0.22

资料来源：浙商证券

估值与投资评级：买入

从行业可比公司相对估值来看，2010 年金属铝及铝加工板块的 PE 均值为 45 倍左右，行业中值为 36 倍。鉴于公司实际情况，我们认为公司 2010 年的动态 PE 区间为 30-35 倍，结合 2010 年 0.60 元的预测 EPS，公司未来 6 个月合理的估值区间为 18-21 元，中枢值为 19.50 元。当前股价为 13.08 元，距离价值中枢仍有 49% 的空间，给予“买入”投资评级。

行业可比公司相对估值

代码	简称	最新价格(元)	每股收益			市盈率 PE		
			TTM	09E	10E	TTM	09E	10E
000831	关铝股份	9.52	-1.20	-0.45	0.08	-8	-21	123
000602	金马集团	15.30	0.06	0.00	0.25	265	0	61
601600	中国铝业	14.08	-0.45	-0.10	0.25	-31	-137	56
000807	云铝股份	12.83	-0.17	0.07	0.29	-77	197	44
002160	常铝股份	12.53	-0.07	0.00	0.32	-168	0	39
600595	中孚实业	21.31	0.09	0.39	0.65	230	55	33
600219	南山铝业	12.27	0.26	0.33	0.48	48	37	26
600888	新疆众和	14.87	0.23	0.48	0.59	66	31	25
000612	焦作万方	21.73	-0.07	0.47	0.88	-290	47	25
600673	东阳光铝	7.83	0.04	0.00	0.35	192	0	22
002082	栋梁新材	13.08	0.37	0.42	0.60	35	31	22
行业均值		0.00	-0.11	-0.02	0.31	-43	-841	45
行业中值		12.96	-0.02	0.36	0.34	14	34	36

资料来源：wind 资讯 数据更新至 2009-11-29

风险提示

- 大量限售股解禁导致股票供求失衡风险。2009-11-20 日共有 1.36 亿股原始股东限售股份解禁，需要密切关注原始股东减持情况。
- “1.5 万吨立式粉末喷涂生产线技改项目”若无法按时达产，将对公司铝型材产销带来负面影响；
- 房地产行业易受到宏观调控影响，从而影响公司建筑铝型材的销售；
- 铝价的大幅波动风险；
- 竞争激烈，加工费下降导致毛利率大幅度下降。





浙商证券研究团队

浙商证券管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6471 8888

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 21 6471 3765

wupengfei@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

wupengfei@stocke.com.cn

宏观·策略研究团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6020

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济 债券研究

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojinggang@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

行业研究团队

电力设备行业研究

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

房地产行业研究

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸 旅游行业研究

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

钢铁行业研究

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业研究

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业研究

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业研究

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业研究

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业研究

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

医药行业研究

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业研究

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

电力行业研究

张延兵

+86 21 6471 8888-1106

zhangyanbing@stocke.com.cn

金融工程研究团队

金融工程与衍生品研究

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6471 8888-1824

lisiming@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

销售服务团队

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码: 200031

电话: (8621)64718888

传真: (8621)64718888

浙商证券网址: www.stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明





- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

