

产品结构优化助推公司业绩增长

-----栋梁新材调研报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- 公司主要产品之一铝建筑型材产品主要用于房屋门窗。目前公司订单饱满、产能满负荷运作，房地产调控对公司的影响并不明显。主要原因在于该产品市场集中度低，市场容量大，而公司产品在江浙一带享有一定的知名度，在该地区十分畅销，公司即使在2008年房地产最低迷是业绩仍有接近20%的增长。其次，由于门窗成本占总建筑成本比例很低，因此，地产商更多看重门窗对楼盘品质的提升，公司的拳头产品隔热断桥型材在中高端门窗领域的需求旺盛。且随着未来对楼盘品质要求不断提升，公司将进一步提高断桥等节能环保产品的比重，需求前景看好。
- 公司铝板材产品主要为PS 板铝版基，2009年产量3.8万吨。2008年公开增发募投项目“年产3 万吨高精度PS 版、CTP 版铝版基生产线”（其中PS版2.5万吨，CTP版0.5万吨）已在去年下半年投产运行，今年产能将全部释放。预计今年PS版将有5万吨。CTP 板作为PS 板下一代产品拥有更多的优点，但目前推广难度较大，预计短期难有较大突破。PS版的加工费稳定在6000元左右，盈利能力较为稳定。
- 公司已销定产，采用下单日定价策略，该定价策略能有效规避铝价下跌风险。公司型材交货周期为20 天左右，板材交货期7天左右，公司库存一直控制在较低水平，铝库存控制在1万吨左右。公司1季度库存价值在1.9亿元左右，占到2009年营业收入比为2.99%，远低于同类上市公司水平。公司交货周期短、库存水平低能有效地降低铝价波动对公司业绩的影响。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6347.71	7330.00	7610.00	8430.00
增长率(%)	8.77%	15.47%	3.82%	10.78%
归属母公司股东净利润	121.05	155.82	187.78	261.64
增长率(%)	63.47%	28.73%	20.50%	39.33%
每股收益(EPS)	0.509	0.655	0.789	1.099
销售毛利率	4.13%	4.40%	4.74%	5.49%
净资产收益率(ROE)	15.08%	11.34%	12.12%	14.58%
市盈率(P/E)	20.09	15.61	12.95	9.30
市净率(P/B)	3.03	1.77	1.57	1.36

栋梁新材 002082

2010-7-1

评级 强烈推荐（首次）

目标价格

当前价格

10.00

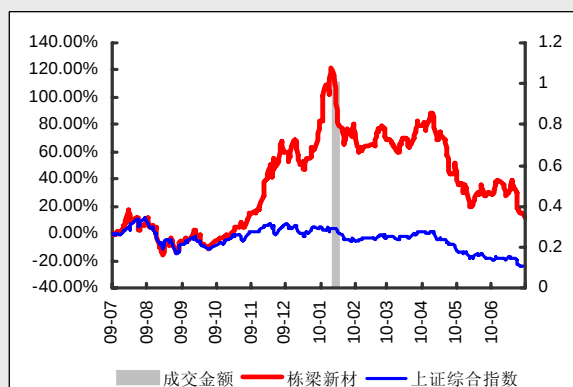
基础数据

总市值(百万)	2,380
总股本/流通股本(百万)	238/125.80
流通市值(百万)	1,258
每股净资产	3.34
净资产收益率	16.04

交易数据

52 周内股价区间	7.42/19.43
09 年市盈率	19.68
市净率	3.11

一年期走势图



行业研究员：张志鹏

证书编号	S0820209120024
电话	021-32229888-3502
E-mail	zhangzhipeng@ajzq.com
	zzpforests@hotmail.com

相关报告

- 公司未来业绩增长的潜力在于公司对型材产品结构调整，断桥等毛利率较高产品比例的提升。2009年公司断桥产品产量为1.9万吨、2010年将达到2.5万吨，这部分的加工费在8000-10000元，高于公司型材平均加工费（在6000元左右）。同时，公司拟公开增发不超过4,000万股，募集资金全部用于“年产5万吨节能铝合金型材项目”，公司型材总产能将达到12万吨，且型材产品中，断桥等节能环保产品比例将进一步提升，产品结构进一步优化。
- 我们假设公司今年顺利公开增发，募集资金用于建设“年产5万吨节能铝合金型材项目”，项目建设期1.5年，股本扩张4000万股，总股本达到2.78亿股。预计公司中期业绩同比增长30%-50%左右，全年业绩达到0.655元、2011年、2012年每股收益分别达到0.789, 1.085元，2010年、2011、2012市盈率分别为15.61、12.95、9.30。公司估值优势明显，且未来业绩稳定增长，我们给予“强烈推荐”评级。

目 录

公司简介	4
隔热断桥铝型材，市场前景广阔	6
产品结构优化助推业绩增长	8
PS版铝板基，盈利能力稳定	9
定价策略有助于规避铝价下跌风险	9
盈利预测	10
图表 1 公司前十大股东.....	4
图表 2 公司产业链条	5
图表 3 公司利润和收入构成	5
图表 4 我国门窗材质构成.....	6
图表 5 我国门窗历史演变	7
图表 6 各类门窗优缺点比较.....	7
图表 7 各类门窗材质性能比较.....	7
图表 8 铝型材需求预测.....	8
图表 9 公司业绩成长性良好	8
图表 10 拟增发募投项目.....	9
图表 11 存货控制低位.....	10
图表 12 盈利预测主要假设.....	10
图表 13 估值比较.....	11
图表 14 财务报表及预测	11

公司简介

浙江栋梁新材股份有限公司设立于1999年，公司主要从事铝合金建筑型材和PS版铝板基的制造、加工和销售。主要型材产品包括建筑用的粉末喷涂、氟碳喷涂、不锈钢色包覆、电泳涂漆、多色化铝合金型材、隔热断桥型材以及工业铝合金型材等；主要板材产品包括建筑用铝幕墙板和PS版铝板基。公司实际控制人为陆志宝，持有公司18.88%股权。

目前，公司的建筑型材产能大概有7万吨，依表面处理方式的不同分为喷涂型材、电泳型材、阳极氧化型材，部分产量进一步被加工为断桥型材。公司铝板材主要为PS版基，有少量CTP版，总产能在5万吨左右。

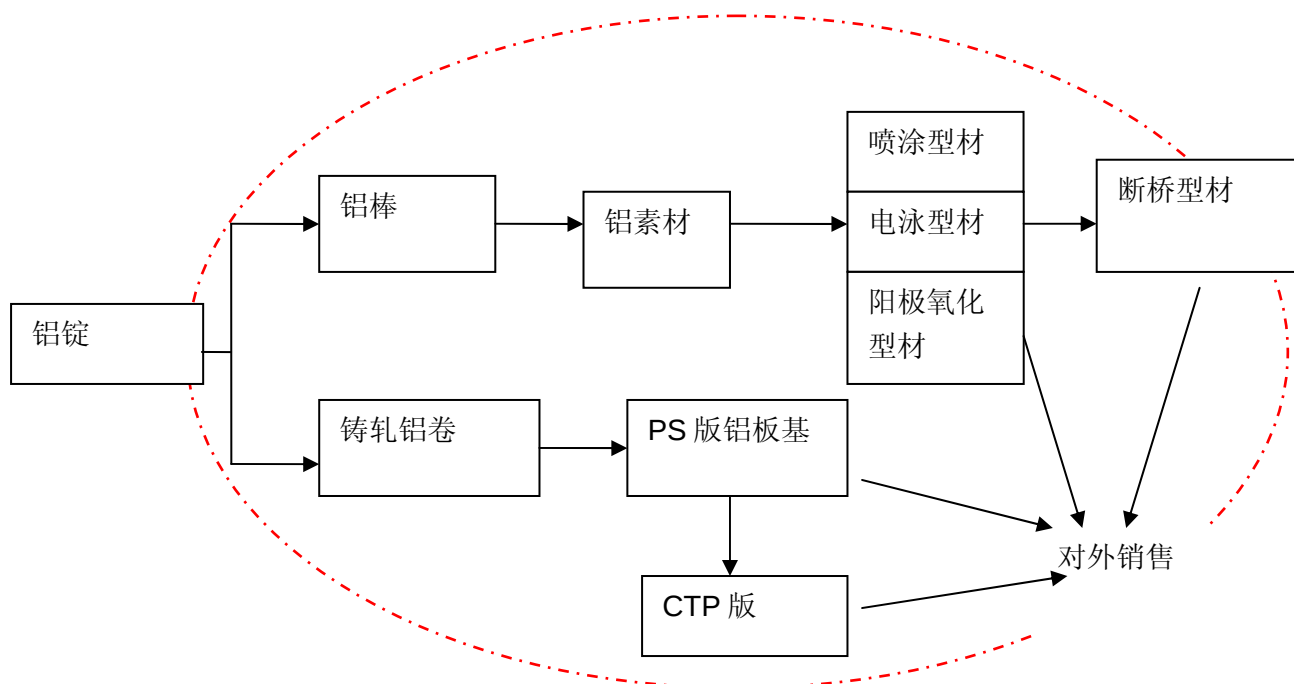
在公司收入构成中，铝锭、铝棒等贸易收入占比达到60%，但利润贡献不到4%。贸易收入主要来源于在上海成立的贸易公司，成立公司的目的一方面是保证公司铝原料供给，另一方面是进行铝锭和铝棒的贸易销售，贸易公司严格控制库存水平，一直能做到自负盈亏。上市公司的主要利润主要来源于铝型材，2009年占比接近70%，其次铝板材，27%。

图表 1公司前十大股东

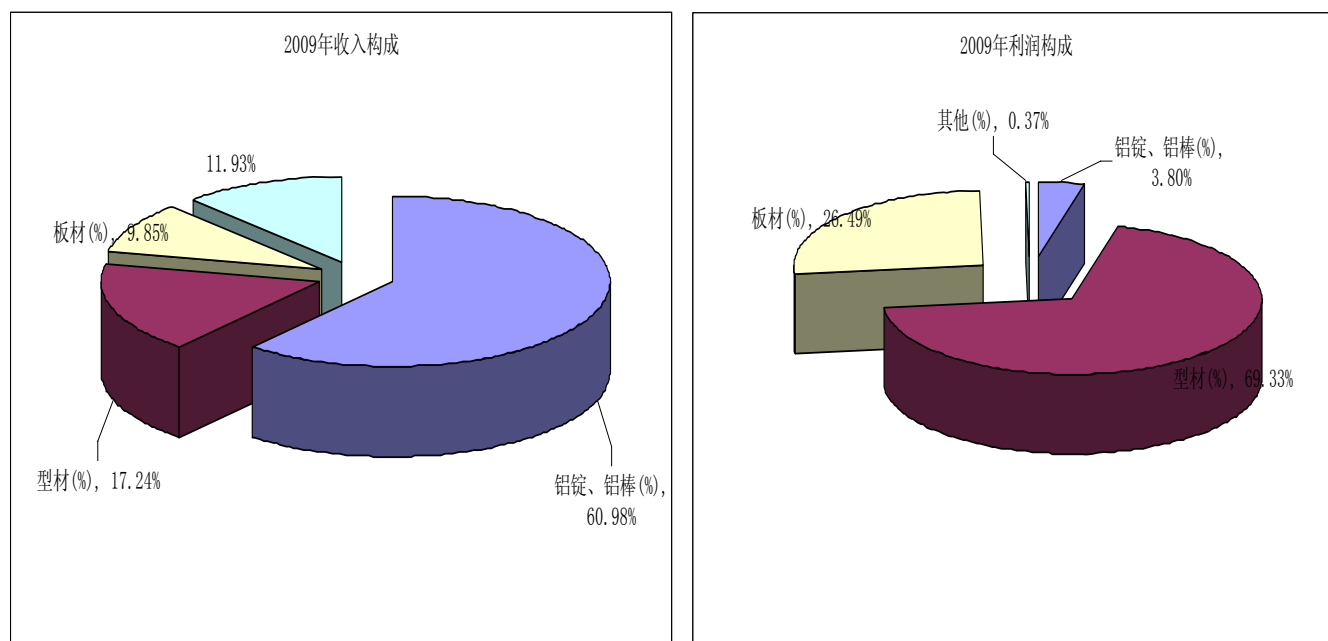
股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
陆志宝	境内自然人	18.88%	44,943,360	44,943,360	0
湖州市织里镇资产经营有限公司	境内非国有法人	8.58%	20,428,800	0	9,600,000
宋铁和	境内自然人	6.01%	14,300,160	14,300,160	0
沈百明	境内自然人	6.01%	14,300,160	14,300,160	0
徐引生	境内自然人	6.00%	14,299,160	14,299,160	0
俞纪文	境内自然人	2.86%	6,809,600	6,809,600	0
周国旗	境内自然人	2.86%	6,809,600	6,809,600	0
中国建设银行—工银瑞信稳健成长股票型证券投资基金	境内非国有法人	0.95%	2,268,447	0	未知
海通—中行—富通银行	境内非国有法人	0.79%	1,879,557	0	未知

数据来源：公司公告

图表 2 公司产业链条



图表 3 公司利润和收入构成



数据来源：公司公告

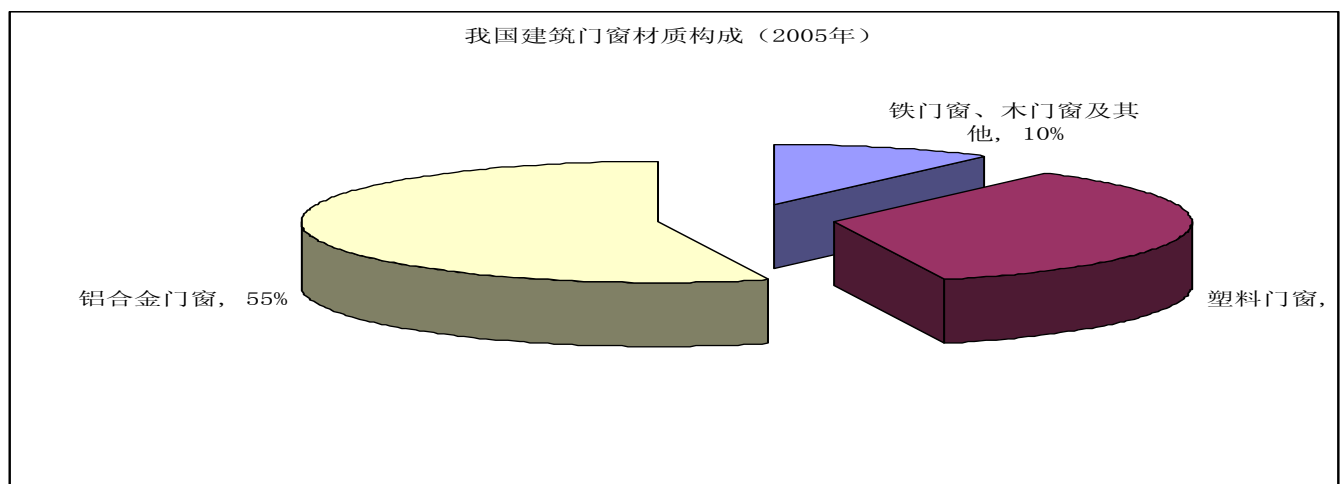
隔热断桥铝型材，市场前景广阔

隔热断桥铝型材是铝型材中的一种新型材料，主要用于铝合金门窗。它利用塑料制品将室内外两层铝合金型材既隔开又紧密连接成一个整体，构成一种新的隔热型材，该类型材在隔热性方面能达到或接近塑钢型材水平，解决了铝合金型材散热快的缺陷。具体而言，隔热铝型材为铝合金材，中间用塑料制品腔体做隔热材料，能显著提高铝合金门窗的保温性能和气密性能。

我国的门窗发展经历了五个进程：第一代木门窗，持续时间较漫长；第二代为80年代盛行的钢门窗；第三代为90年代起开始流行的普通铝合金门窗；第四代为90年代中期千家万户的塑钢门窗；第五代就是目前在市场上崭露头角的断桥隔热节能门窗。

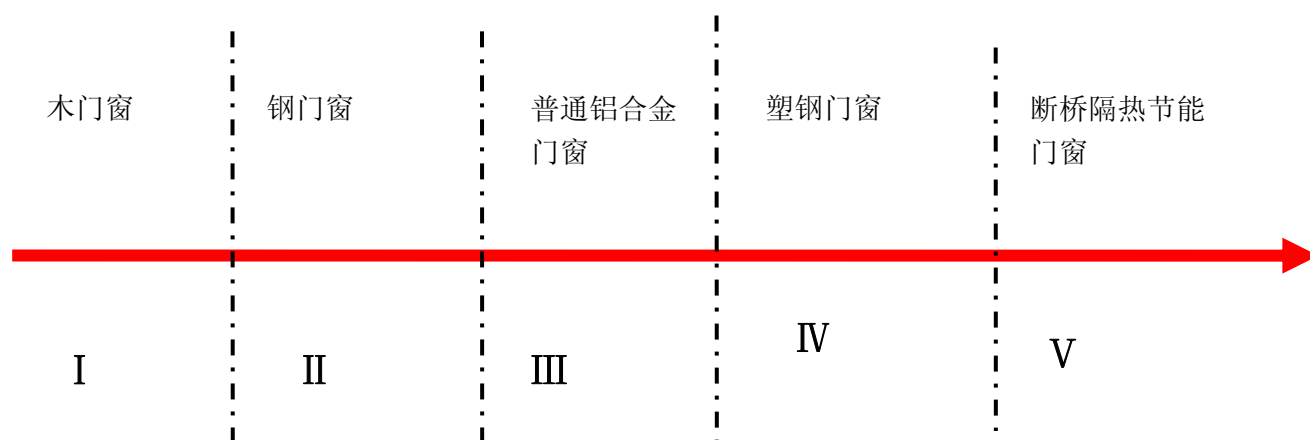
铝合金门窗由于重量轻、强度高、使用性能好、装饰强、经济耐用、无污染能回收再利用而成为我国主要的建筑门窗产品，广泛应用于从高档公共建筑到一般的民用住宅和工业厂房。铝合金门窗的市场占有率约占55%的份额。近年来普通铝合金门窗因为节能效果差而受到了严重的冲击，节能环保型断桥隔热铝合金型材采用高硬度、高密度树脂与铝型材进行完美结合降低传热系数，采用陶瓷彩铝技术提高窗的抗腐蚀能力和使用年限，其既具有铝合金豪华外观，又兼具塑钢窗传热系数小、节能效果好、隔声、隔热、绝缘性能高的优点，抗风压和空气渗透性能都达到国家I级标准。断桥隔热铝合金型材彻底解决了普通铝合金门窗不节能的缺点，给铝合金门窗重新赋予了市场竞争力。我们认为，未来在房地产业发展的带动下，因断桥隔热铝合金门窗的耐腐蚀性、变型量小、防火性强，及使用寿命长、环保节能等特性，未来将有很大发展空间。

图表 4我国门窗材质构成



数据来源：公司公告

图表 5 我国门窗历史演变



数据来源：公司公告

图表 6 各类门窗优缺点比较

窗框类型	优点	缺点
木制窗	导热系数低，耗用大量木材	受潮易变形
铝型材窗	传热较快	耐久性与装饰效果好
隔热断桥铝型材窗	隔热、防火、气密、保温、防腐都较好。	价格比较昂贵
塑钢窗	隔热、防火、气密、保温、防腐都较好	PVC 使用久后表面会变黄、使用年限20-30年，抗风压性小余铝型材窗
无框窗	良好的采光	保温、密封、隔音性能一般

数据来源：爱建研发总部

图表 7 各类门窗材质性能比较

材质	节能	耐腐蚀性	阻燃性	价格（元/米 ² ）
塑钢	强	差	差	200-400
铝合金	差	强	强	300-500
断桥隔热铝合金	强	强	强	600-800

数据来源：爱建研发总部

根据表8需求预测，我们得出2010年，铝型材的需求量在633万吨左右。目前，有断桥功能配有中空玻璃的铝门窗占整个铝窗市场的比例尚不足7%。假设，2009~2012年断桥铝型材占全部铝型材的需求量分别为8%、9%、10%、12%，那么，2010年，断桥铝型材的需求量为57万吨，到2012年为89万吨。综合从隔热断桥铝型材诸多优势来看，隔热铝型材的市场需求空间很大。目前国内隔热铝型材生产线生产能力约为42万吨/年，隔热型材的生产能力仅占建筑铝型材总产能的5%。断桥铝型材的供给非常有限，相比较需求，供给能力有所不足。

图表 8 铝型材需求预测

	商业用房竣工面积 (亿 m ²)	住宅竣工面积 (亿 m ²)	商业用房使用铝型材 (万吨)	住宅使用铝型材 (万吨)	新建房屋使用铝型材 (万吨)	建筑存量 (亿 m ²)	存量建筑改造比例 (%)	改造建筑面积 (亿 m ²)	改造所需铝型材量 (万吨)	铝型材需求合计	隔热断桥需求
2008	22	13	174.24	102.96	277.20	440	9%	39.6	261.36	538.56	37.70
2009	24.2	15	191.66	118.80	310.46	469.2	9%	42.228	278.70	589.17	47.13
2010	26.38	16	208.93	126.72	335.65	501.58	9%	45.1422	297.94	633.59	57.02
2011	28.75	17	227.70	134.64	362.34	537.33	9%	48.3597	319.17	681.51	68.15
2012	31.34	19	248.21	150.48	398.69	577.67	9%	51.9903	343.14	741.83	89.02

数据来源：爱建研发总部

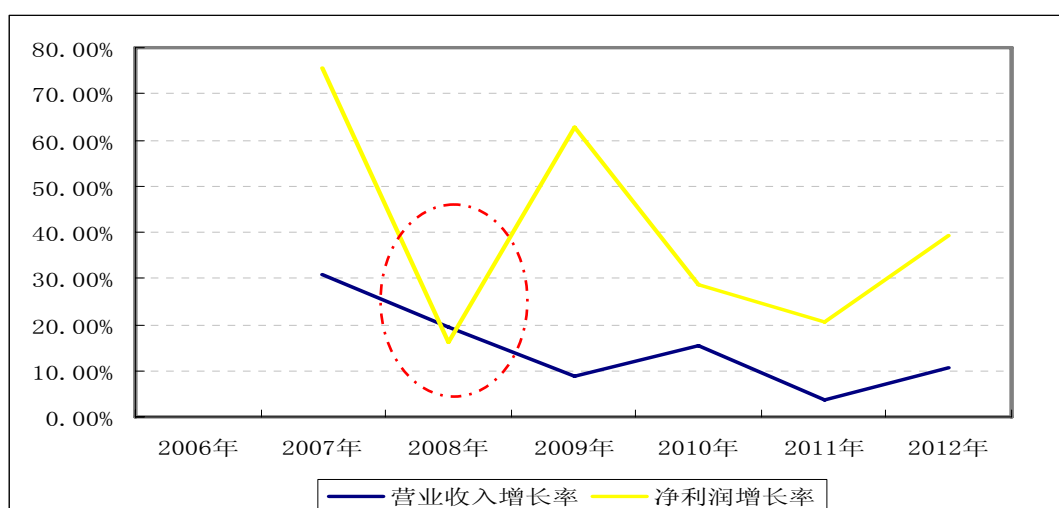
注：基本假设

- 1) 2009~2012 年竣工面积增长率为：10%、9%、9%、9%；
- 2) 商业用房使用铝型材面积为竣工面积的18%，住宅用铝型材面积为竣工面积的15%（根据罗普斯金招股书所列经验指标）；
- 3) 建筑存量=上年建筑存量+本年竣工建筑面积-淘汰建筑。假设09~12年每年淘汰建筑面积10 亿m²。
- 4) 改造建筑用铝型材面积为改造面积的15%。
- 5) 每平方米铝型材重量为8 公斤（根据罗普斯金招股书所列经验指标）。
- 6) 门窗材质55%使用铝合金。
- 7) 2009、2010、2011、2012年隔热断桥需求为建筑铝型材需求量的8%、9%、10%、12%。

产品结构优化助推公司业绩增长

公司主要产品之一铝建筑型材产品主要用于房屋门窗。目前公司订单饱满、产能满负荷运作，房地产调控对公司的影响并不明显。主要原因在于该产品市场集中度低，市场容量大，而公司产品在江浙一带享有一定的知名度，在该地区十分畅销，公司即使在2008年房地产最低迷是业绩仍有接近20%的增长（参见图9）。其次，由于门窗成本占总建筑成本比例很低，因此，地产商更多看重门窗对楼盘品质的提升，公司的拳头产品隔热断桥型材在中高端门窗领域的需求旺盛。正如上节分析，随着未来对楼盘品质要求不断提升，公司将进一步提高断桥等节能环保产品的比重，需求前景看好。

图表 9 公司成长性良好



隔热断桥型材是公司未来的一个主要发展方向，2009年公司断桥产品产量为1.9万吨、2010年将达到2.5万吨，这部分的加工费在8000-10000元，高于公司型材平均加工费（在6000元左右）。同时，公司拟公开增发不超过4,000万股，募集资金全部用于“年产5万吨节能铝合金型材项目”，其中4万吨为隔热断桥型材产品。若增发项目顺利实施，公司型材总产能将达到12万吨，且型材产品中，断桥等节能环保产品比例将进一步提升，产品结构进一步优化。

图表 10拟增发募投项目

	序号	产品名称	单位	年产量	备注
隔热断桥铝型材	1	粉末喷涂隔热铝合金型材	万吨	2.	建筑用
	2	氟碳喷涂隔热铝合金型材	万吨	0.8	建筑用
	3	氧化电泳隔热铝合金型材	万吨	1.2	建筑用
	4	阳极氧化工业铝合金型材	万吨	1	交通用等
		合计	万吨	5	

数据来源：公司公告

PS 版铝板基，盈利能力稳定

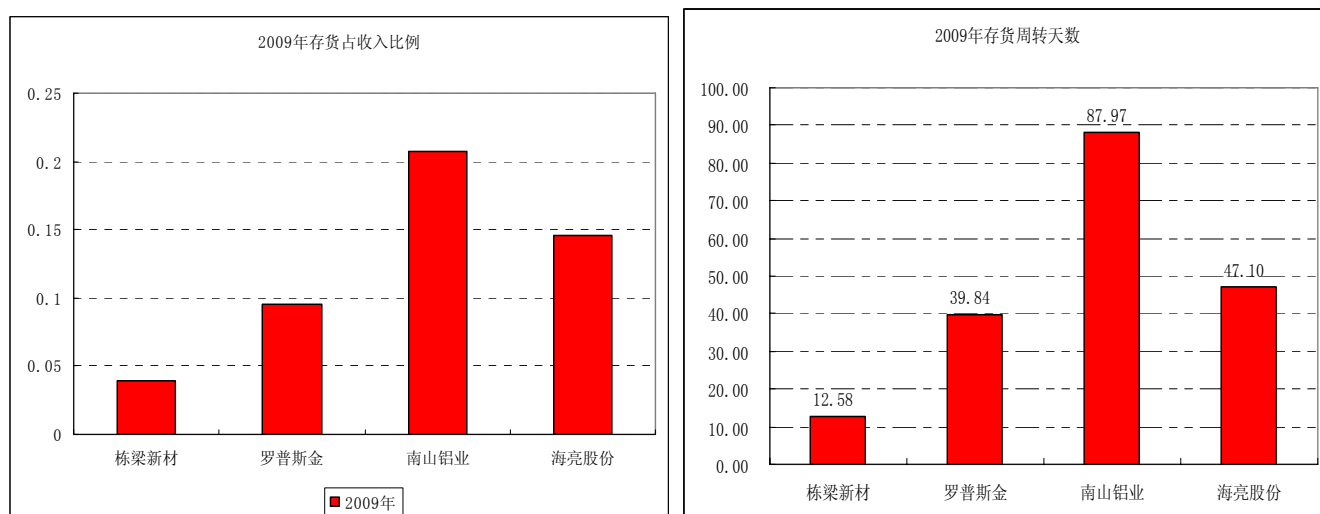
PS 版铝板基经感光涂层处理可以进一步深加工成印刷用普通PS 版，经CTP 制版设备可以制成CTP 版，均用于书刊报刊等的印刷。近年来，我国PS 版行业发展迅速，到2000 年我国PS 版年产量就达到了5,007.20 万平方米，处于供不应求状态，2005 年产量达到13,200 万平方米，2000-2005 年的年复合增长率达到21.40%；2006 年全国PS 版（含CTP 版）总生产量达18,063万平方米，比2005 年增长了37%，全年销售额近50 亿元人民币。预计今后仍会以较快的速度发展，若平均递增率按18%计算，到2010 年国内PS 版产量为35,020 万平方米，需PS 版铝板基约28 万吨。

公司铝板材产品主要为PS 版铝板基，2009年产量3.8万吨。2008年公开增发募投项目“年产3 万吨高精度PS 版、CTP 版铝板基生产线”（其中PS版2.5万吨，CTP版0.5万吨）已在去年下半年投产运行，今年产能将全部释放。预计今年PS版将有5万吨。CTP 板作为PS 板下一代产品拥有更多的优点，但目前推广难度较大，预计短期难有较大突破。PS版的加工费稳定在6000元左右，盈利能力较为稳定。

定价策略有助于规避铝价下跌风险

公司已销定产，采用下单日定价策略。在铝价下行时对公司反而有利。公司型材交货周期为20 天左右，板材交货期7天左右。公司库存一直控制在较低水平，铝库存水平控制1万吨左右，目前库存水平在1.9亿元左右，占到2009年营业收入比为2.99%。2009年公司平均存货周转天数为12.58，远低于罗普斯金、南山铝业等同行水平。公司交货周期短、库存水平低能有效地降低铝价波动对公司业绩的影响。

图表 11 存货控制低位



数据来源：WIND资讯

盈利预测

我们假设公司今年顺利公开增发，募集资金用于建设“年产5万吨节能铝合金型材项目”，项目建设期1.5年，股本扩张4000万股，总股本达到2.78亿股。

预计公司中期业绩同比增长30%-50%左右，全年业绩达到0.655元、2011年、2012年每股收益分别达到0.789、1.085元，2010年、2011、2012市盈率分别为15.61、12.95、9.30。且与同类上市公司相比（参见表）公司估值优势明显，且未来业绩稳定增长，我们给予“强烈推荐”评级。

图表 12 盈利预测主要假设

	2009 年报	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
产量（万吨）				
型材产量	6	7	8	11
板材产量	3.8	5	5	5
价格（元/吨）				
铝价		15500	16000	17000
型材价格	18141.92	21500	22000	23000
板材价格	22218.76429	20500	21000	22000
营业收入				
贸易 (万元)	385,085.12	400,000.00	400,000.00	400,000.00

公司研究

型材(万元)	108,851.52	150500	176000	253000
板材(万元)	62,212.54	102500	105000	110000
其他(万元)	75,319.22	80,000.00	80,000.00	80,000.00
合计	631,468.40	733,000.00	761,000.00	843,000.00
营业成本				
贸易 (万元)	384,122.91	399200	399200	399200
型材(万元)	91,290.91	129430	151360	217580
板材(万元)	55,502.02	92250	94500	100100
其他(万元)	75,225.05	79840	79840	79840
合计	606,140.89	700720	724900	796720
毛利率				
贸易 (%)	0.25	0.2	0.2	0.2
型材(%)	16.13	14	14	14
板材(%)	10.79	10	10	9
其他(%)	0.13	0.2	0.2	0.2

数据来源：公司公告、爱建研发总部

图表 13估值比较

	TTM	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31
罗普斯金	38.09	27.47	21.45	13.67
鲁丰股份	71.54	34.33	20.44	14.90
南山铝业	19.44	15.00	11.73	8.33
海亮股份	24.44	17.20	14.53	13.65
栋梁新材	17.96	15.61	12.95	9.30

数据来源：WIND资讯、爱建研发总部

图表 14 财务报表及预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4891.60	5835.87	6347.71	7330.00	7610.00	8430.00

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

减: 营业成本	4737.73	5639.99	6085.24	7007.20	7249.00	7967.20
营业税金及附加	2.47	4.80	6.21	7.17	7.45	8.25
营业费用	18.87	25.33	34.09	39.36	40.87	45.27
管理费用	26.34	46.39	63.90	73.30	76.10	84.30
财务费用	18.84	20.74	5.60	16.65	12.05	12.09
资产减值损失	0.75	2.96	0.89	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.59	95.66	151.78	186.31	224.53	312.89
加: 其他非经营损益	1.20	-1.86	0.45	0.09	0.09	0.09
利润总额	87.79	93.80	152.23	186.40	224.62	312.97
减: 所得税	22.76	18.26	29.15	27.96	33.69	46.95
净利润	65.02	75.54	123.08	158.44	190.93	266.03
减: 少数股东损益	1.41	1.50	2.03	2.61	3.15	4.39
归属母公司股东净利润	63.61	74.05	121.05	155.82	187.78	261.64
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	52.66	171.42	135.42	466.00	587.29	868.61
应收和预付款项	200.20	96.39	139.59	209.52	152.56	247.64
存货	209.99	178.02	247.22	253.96	264.52	305.33
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	377.79	494.53	520.39	647.64	804.89	472.15
无形资产和开发支出	70.80	69.33	67.87	60.59	53.31	46.02
其他非流动资产	0.00	0.00	2.43	1.71	0.50	0.50
资产总计	911.43	1009.68	1112.92	1639.44	1863.06	1940.26
短期借款	316.00	120.00	86.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	131.42	167.37	205.28	214.94	219.94	258.26
长期借款	16.80	0.00	0.00	30.00	70.00	110.00
其他负债	32.10	10.00	9.25	9.25	9.25	9.25
负债合计	496.32	297.37	301.33	254.19	299.19	377.51
股本	133.12	238.00	238.00	278.00	278.00	278.00
资本公积	110.17	241.81	241.81	627.24	627.24	627.24
留存收益	166.66	225.83	323.08	468.69	644.16	888.65
归属母公司股东权益	409.94	705.64	802.89	1373.93	1549.40	1793.89
少数股东权益	5.17	6.67	8.70	11.31	14.46	18.85
股东权益合计	415.12	712.31	811.59	1385.25	1563.87	1812.75
负债和股东权益合计	911.43	1009.68	1112.92	1639.44	1863.06	2190.26
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	31.30	273.80	73.74	169.50	335.55	258.20
投资性现金净流量	-96.40	-143.88	-58.78	-200.93	-250.93	-10.93
筹资性现金净流量	-49.01	0.43	-50.34	362.01	36.66	34.05
现金流量净额	-114.51	130.06	-35.47	330.59	121.28	281.32

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。