

栋梁新材(002082)调研报告

增长有保障，估值有优势

有色金属

谨慎推荐

首次覆盖

发布时间：2011年9月20日

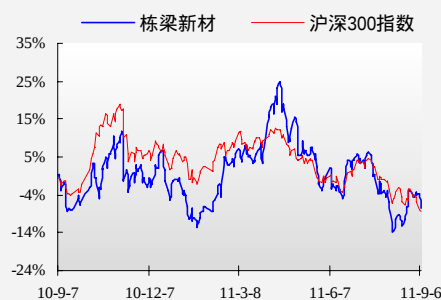
投资要点：

- 公司近几年保持了较快的成长速度。2006年至2010年，公司利润的复合增长达到了46.44%。公司利润的增长主要有两个来源，一是公司产能规模的持续扩大，二是公司主要产品的毛利率都呈上升态势。
- 5万吨铝型材项目即将投产，产能与业绩增长有保障。目前，5万吨铝型材项目12台挤压机已经安装完毕，表面处理产能的三套生产线，已经安装完毕，正在调试。上述生产线达产后，可贡献的型材产量在5万吨左右，从而为公司产能和业绩的增长提供保障。
- 节能环保型材渗透率的提升，增强公司业绩。公司在2005年推出的断桥铝型材产品契合了铝建筑型材的节能环保要求提升的发展趋势。2011年上半年，断桥型材的销量已达1.55万吨，吨毛利在3300元/吨之上，高于其他型材产品。预计在国家节能环保政策不断深化的背景下，断桥型材等节能环保型材的渗透率将进一步提升，依靠公司已经建立的品牌优势，公司在该领域内具有广阔的成长空间，从而提升公司业绩。
- 氧化电泳生产线投产，将提升氧化电泳产品毛利。预计氧化电泳吨毛利将从1800-2100元/吨提升到约2500元/吨。
- 估值优势明显。我们预测公司2011-2013年的EPS分别为0.83元、1.10元、1.24元，动态PE分别为15.1倍、11.4倍、10.1倍。同期，同行业公司2011年业绩的平均PE为31倍，2012年的PE为21倍。公司相对于同业公司具有一定的估值优势，给予谨慎推荐评级。
- 风险提示：铝价波动风险。铝加工行业竞争加剧，致使毛利压缩风险，公司新上产能投放进度不及预期风险。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	805,371	27%	15,199	26%	0.64	19.55
2011E	928,276	15%	19,752	30%	0.83	15.07
2012E	1,070,774	15%	26,679	35%	1.10	11.37
2013E	1,181,908	10%	30,231	13%	1.24	10.09

走势图



市场数据

2011/9/19

收盘价：	12.51 元
52周最高价：	17.10 元
52周最低价：	10.92 元
平均持仓成本：	13.16 元

基本数据

2011Q2

总股本（万股）：	23,800
A股（万股）：	23,800
每股收益（元）：	0.36
每股净资产（元）：	4.10
每股经营现金流（元）：	-0.10
市净率：	3.05

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)6336 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenbh@nesc.cn

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

目 录

一、栋梁新材：经营稳健、增长稳定.....	3
（一）组织结构	3
（二）收入持续增长	3
（三）产能即将投放	4
（四）产品及利润	7
（五）经营模式	10
二、行业前景仍较广阔	11
（一）建筑型材发展空间大，节能环保性能好的断桥型材受关注	11
（二）保障房投资部分对冲了房地产政策对铝型材需求的冲击	12
（三）铝制印刷版基行业增长可期，CTP 版替代 PS 版为大势所趋	12
三、盈利预测与估值	13
四、风险提示	15

图 表 目 录

图 1 公司组织结构图	3
图 2 公司投入与产出的流程图	3
图 3 公司贸易业务贡献收入比较高.....	4
图 4 铝型材业务是公司利润的主要来源.....	4
图 5 2006 年至 2010 年，公司净利润复合增长率达 46.4%	4
图 6 铝型材业务毛利稳定在 16%附近	4
图 7 铝合金型材的流程图	5
图 8 近年，公司 PS/CTP 版毛利率略低于明泰铝业.....	6
图 9 公司 PS/CTP 版基生产流程.....	7
图 10 公司断桥型材销售收入与毛利率.....	8
图 11 公司断桥型材的生产流程.....	8
图 12 公司应收帐款不断优化，周转率远优于同业.....	10
图 13 1998 年铝合金门窗还只占门窗总量的 35%	11
图 14 2005 年，铝合金门窗占比已经提升至 55%	11
图 15 PS/CTP 印刷版基需求量 2013 年将达到 46 万吨.....	13
表 1 公司主要产品及用途	3
表 2 双辊式铸轧与 1+X 热轧的综合性比较	6
表 3 断桥隔热铝型材具有节能、耐腐蚀等多项优点.....	7
表 4 各种材质门窗的性能对比	12
表 5 分产品加工费和产销量预测表.....	14
表 6 盈利预测表（单位：万元）	14
表 7 公司的估值相对与同行业公司而言具有一定的估值优势	15

一、栋梁新材：经营稳健、增长稳定

（一）组织结构

栋梁新材是一家位于浙江湖州的专注于铝加工及贸易的民营企业。目前公司的产品包括铝建筑型材和以 PS/CTP 版基为主的铝板带材，主要用于建筑、印刷制版等行业或领域。

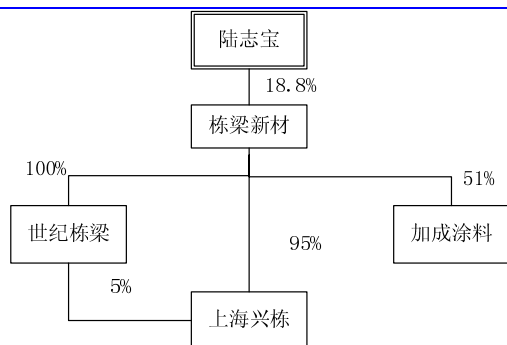
表 1、公司主要产品及用途

	产能	用途	下游行业
铝型材	喷涂铝型材(氟碳/粉末)	用于建筑物的门窗	房屋建筑业
	电泳铝型材		
	断桥铝型材		
铝板材	幕墙铝板	用于建筑物的外墙	房屋建筑业
	PS 版铝板基	用于印刷制版	印刷制版业

资料来源：公司公告，东北证券。

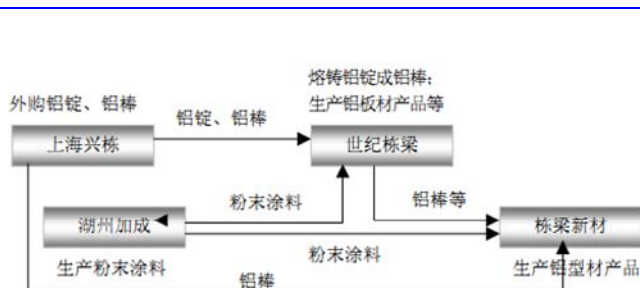
目前公司设有三家子公司，分别为世纪栋梁、上海兴栋、加成涂料。其中世纪栋梁是公司的生产实体之一，利用熔铸设备向公司内部提供铝棒及从事铝板带的生产，其对外销售的主要产品为 PS/CTP 版；上海兴栋地处上海，从事铝锭和铝棒贸易，通过与上游供应商合作建立长期关系，以有竞争力的价格保障公司原材料的稳定供应；加成涂料主要从事粉末涂料的生产与销售，是公司铝合金型材表面处理涂料的供应商，其产品约 55% 供应公司内部作用，其余供应外部厂商。

图 1、公司组织结构图



资料来源：公司公告，东北证券。

图 2、公司投入与产出的流程图



资料来源：公司公告，东北证券。

（二）收入持续增长

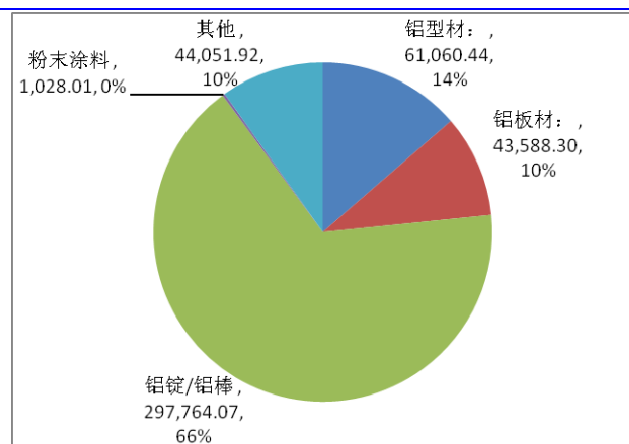
目前，在公司的销售收入结构当中，公司的贸易业务在营业收入中的比重较高，达到了 66%，实现销售收入近 30 亿元。此外铝型材和铝板材分别贡献了 14% 和 10%。但公司的利润主要来源于铝型材和铝板材，两者的利润贡献分别为 69% 和 24%。

公司近几年保持了较快的成长速度，从 2007 年开始，公司归属于母公司股东净利润一直呈增长态势，即便是在全球经济低迷的 2008 年和 2009 年，公司净利润的增长率也维持在 16% 和 64%。2006 年至 2010 年，公司净利润的复合增长率达到了 46.44%。

公司利润的增长主要有两个来源，一是公司产能规模的持续扩大，从 2006 年的 4 万吨型材和 1.55 万吨板带材的产销量，增加至 2010 年 7 万吨型材和 5 万多吨板带材的产销量。二是公司主要产品的毛利率都呈上升态势，例如，公司的铝型材产品的毛利就从 2006

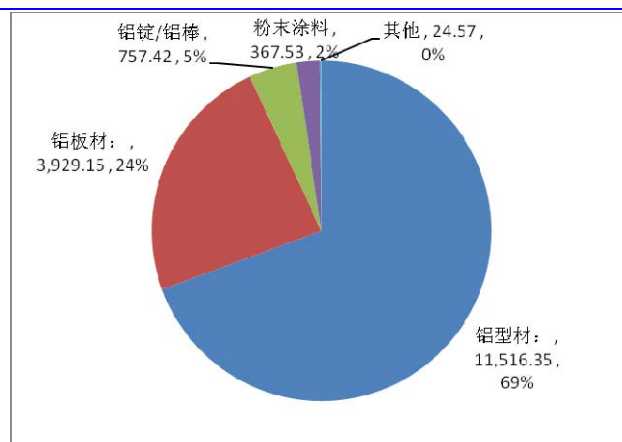
年的 10%，上升到了 2010 年的近 16%。

图 3、公司贸易业务贡献收入比较高



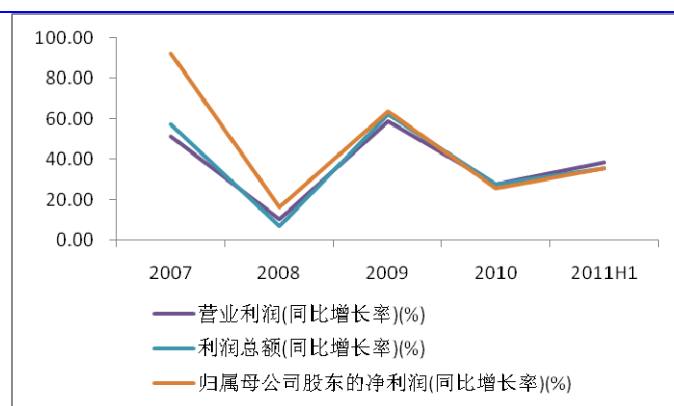
资料来源：WIND，东北证券。

图 4、铝型材业务是公司利润的主要来源



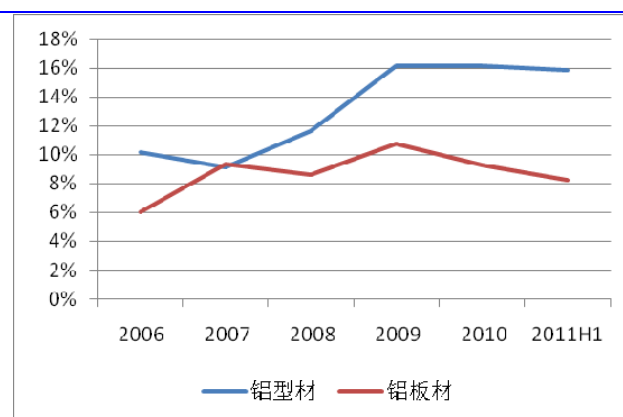
资料来源：WIND，东北证券。

图 5、2006-2010 年公司净利润复合增长率达 46.4%



资料来源：WIND，东北证券。

图 6、铝型材业务毛利稳定在 16%附近



资料来源：WIND，东北证券。

(三) 产能即将投放

1.5 万吨铝型材即将投产

该项目的产品主要为建筑型材。建筑型材通常都要经过表面处理后方可对外销售。因此，建筑型材的生产有两个核心环节，即挤压和表面处理，其产能也主要受挤压产能和表面处理产能的制约。目前，该项目进展顺利，产能即将投放，在挤压环节上，12 台挤压机已经安装完毕。表面处理产能将建设三套生产线，包括：

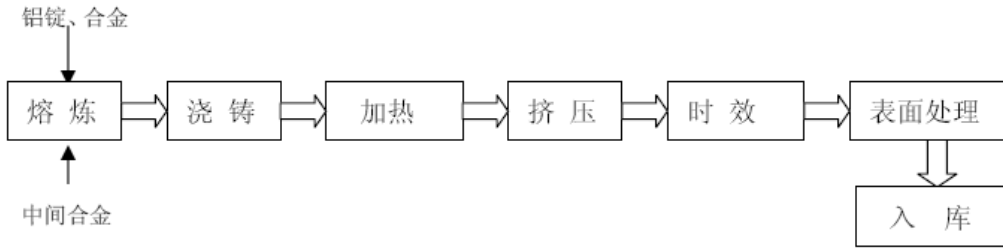
立式粉末喷涂生产线 2 条，设备自意大利引进，目前已进入调试、试生产阶段。

卧式国产粉末喷涂生产线一条，目前也在试生产。两套粉末喷涂生产线，合计产能为 2.5 万吨。

立式氧化电泳生产线一条，目前生产线处于安装、调试阶段。由于氧化电泳生产线及其配套设施安装较为复杂，同时对于环保等相关配套条件的要求较高，因此，该生产线产能释放会有一个过程。预计，在该生产线建成后，氧化电泳的产能将增加 2.5 万吨。

综合来看，这几条表面处理生产线投产后，合计可贡献的产能在 5 万吨左右。

图 7、铝合金型材的流程图



资料来源：公司公告，东北证券。

2. 铝型材的装备与产能

在公司 12 台挤压机投产后，公司目前共有铝挤压机 30 多台。其型号主要为 1000-1800 吨。目前拥有 2500 吨的挤压机 1 台。公司的挤压机主要产自国内，如广东地区，也有几台产自台湾。

在表面处理方面，公司合计拥有立式粉末喷涂生产线 5 条，卧式粉末喷涂生产线 4 条，同时还有几条氧化电泳生产线。

立式喷涂生产线每条线的生产能力为 40 吨/日，5 条线共 200 吨/日，合计可产出约 6 万吨喷涂型材。

2010 年，当时公司还仅有 3 条立式喷涂生产线，生产的产品为 3 万多吨。（立式生产线为全自动生产线，因此产能较为固定，且可预期）

公司有 4 条卧式粉末喷涂生产线，卧式生产线，需人工喷涂，产能并不固定，公司主要将其用于小批订单和样品的生产。2010 年公司 3 条卧式生产线，共生产约几千吨的产量。

公司以前的氧化电泳生产线，较为老化（2000 年自日本引进），产品质量及成材率并不高。新氧化电泳生产线的设计能力在 2.5 万左右。

公司还有氟碳喷涂生产线一套，用于生产氟碳喷涂的铝型材，该生产线的设计能力约为几千吨。

不计入新建的 5 万吨铝型材产能，公司现有的产量为 7 万吨铝建筑型材，约为挤压机设计产能的 68%。去年，公司生产的产品中，粉末喷涂型材约 3 万多吨，断桥型材产量略小于 3 万吨，两种产品合计生产了 6 万吨，电泳和氟碳喷涂的产量合计约为 1 万吨。

3. 铝板带产能

PS 版铝板基是重要的铝板材产品，高附加值、高技术含量的高精度 PS 版铝板基产能的扩张，是我国铝加工业科技进步的总体体现，也是我国走向铝加工强国的重要标志之一。国内 PS 版铝板基主要生产厂商按生产工艺分为两类：以中铝西南铝业、中铝福建瑞闽铝业和河南明泰为代表的采用热轧开坯工艺的企业，以栋梁新材、华北铝业为代表的采用连铸连轧工艺的企业。

PS 版铝板基冷轧供坯的工艺有铸锭热轧工艺和连铸连轧工艺两种。铸锭热轧是先将铝熔体铸成厚度为 200-650mm 的扁锭，经过锯切、铣面后再加热、均匀化到 500 左右以后，经过热轧机轧制成厚板或带坯的过程。连续铸轧是指铝熔体在两根受冷却的旋转轧辊之间凝固的同时，受到一定轧制力的作用而形成具有一定厚度、宽度的铝带材的生产方式。

热轧多用热连轧生产线，它由 1 台可逆式热粗轧机或外加 1 台热中轧机与 2 机架~6 机架串联的热精轧机组成，其特点是产量大、工艺稳定、生产率高、产品品质高且稳定（厚度偏差小、板凸度均匀）、板形优良等特点，可生产所有铝合金板带材，是生产铝及铝合金冷轧用带坯的主流。但有投资大、工序复杂、投资回收期长的不足。

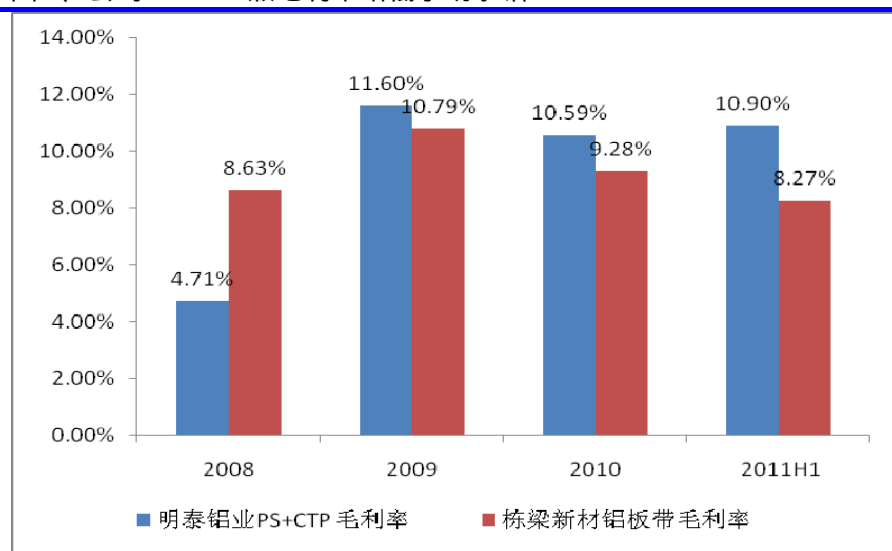
表 2、双辊式铸轧与 1+X 热轧的综合比较

分 类	双辊式铸轧	1+0 热轧	1+1 热轧	1+3 热轧
投 资	低	中	中	高
生产资金	低	高	高	中
能 耗	低	高	高	高
产 量	低	中	中	很高
合金种类	有限	较多	较多	很多
板材厚度/mm	4~7	3~5	3~4	2~4
质量稳定性	高	低	低	高

资料来源：上海铝业网，东北证券。

铸轧工艺特点是液态金属一次成坯或成材，省去了铸锭及热轧工艺，成本相对较低。铸轧工艺设备简单，占地少、投资小、建设速度快，其设备费用远低于热轧机。但铸轧工艺能生产的产品种类少，如 2 系、6 系、7 系等合金带坯还不能用此法生产，产品用途受限制。同时，对熔体质量、晶粒度、表面粗糙度、均匀性和洁净度等指标的工艺控制难度极高。国内上世纪 80 年代开始尝试采用连铸连轧工艺生产 PS 版铝板基，但未实现稳定生产、批量生产和技术推广。

图 8、公司 PS/CTP 版毛利率略低于明泰铝业

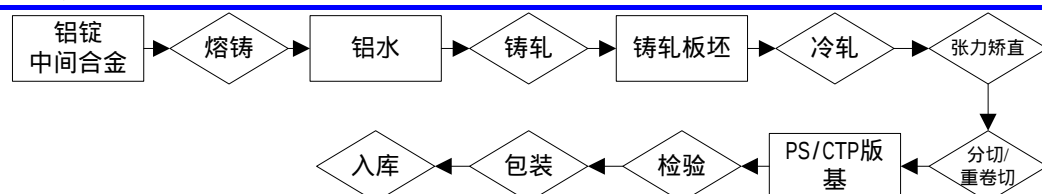


资料来源：WIND，东北证券。

公司通过科技攻关总结了一套特有的关键技术，取得了以连铸连轧工艺生产 PS 版铝板基的重大突破，实现了 PS 版铝板基的稳定批量生产，从而快速奠定了公司在同行业中的竞争地位。国内除栋梁新材和华北铝业采用连铸连轧工艺外，大都采用热轧工艺生产。以明泰铝业和公司为例来对比两种工艺生产 PS/CTP 版基的加工费与成本：明泰铝业采用“1+4”热连轧工艺生产的 PS/CTP 版铝板基，其加工费近三年在 3,800-4200 元/吨之间波动，加工成本的波动区间为 1900-3000 元/吨；公司采用连铸连轧工艺生产 PS /CTP 版铝板基，相对热轧工艺而言，投资小，成本低，其加工费与明泰铝业相当。

公司的铝板带生产线配备有熔炼设备、水平双驱动铸轧机、不可逆四辊板带冷轧机、张力矫直机组、板型自动控制系统等，其中 1850mm 水平铸轧机 7 台，铝箔粗轧机 1 台，精轧机 2 台，1700 不可逆四辊板带冷精轧机 1 台及从国外进口的拉弯矫直机 2 台。

图 9、公司 PS/CTP 版基生产流程



资料来源：公司公告，东北证券。

（四）产品及利润

目前公司主要生产两大类产品，即铝型材及铝板带，按表面处理工艺和深加工程度的不同，公司铝型材产品又可细分为断桥型材、氟碳喷涂型材、粉末喷涂型材和氧化电泳型材，铝板带则主要是 PS/CTP 版基。具体来看：

1. 断桥型材。

断桥型材，是铝型材的深加工产品，是在挤压、表面处理之后的铝型材上的深加工产品。其工艺是将门窗型材的户外部分和户内部分分开制作，然后用专用的机床将高强度耐老化的塑料穿条挤入户外部分型材和户内部分型材之间，再行压制，得到的产品，两边型材与中间的穿条粘合在一块。断桥型材利用了塑料绝缘条优异的隔热性能，隔断了两块铝型材之间的热扩散，彻底解决了铝合金传导散热快、不符合节能要求的致命问题，同时采取一些新的结构配合形式，彻底解决了“铝合金推拉窗密封不严”等问题，并提升了门窗的隔音等性能。断桥型材，两面为铝材，中间用塑料型材腔体做断热材料的创新结构设计，兼顾了塑料和铝合金两种材料的优势，同时满足装饰效果和门窗强度及耐老化性能的多种要求。

表 3、断桥隔热铝型材具有节能、耐腐蚀等多项优点

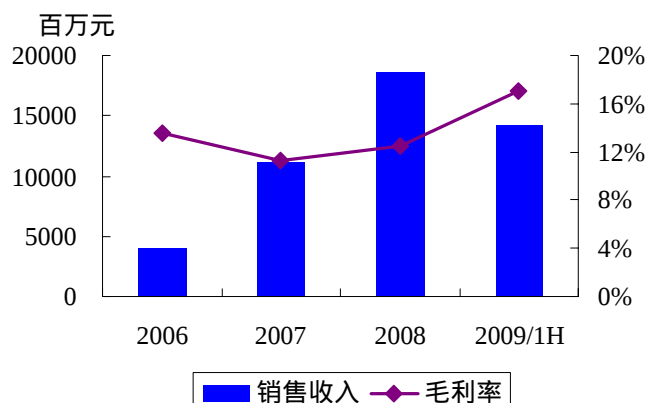
材质	节能	耐腐蚀性	阻燃性	价格（元/平方米）
塑钢	强	差	差	200-400
铝合金	差	强	强	300-500
断桥隔热铝合金	强	强	强	600-800

资料来源：罗普斯金招股说明书，东北证券。

随着能源价格的攀升，人们对节能环保概念的接受与重视，断桥隔热型材在建筑门窗领域得到的应用越来越多。在多年研发的基础上，公司在 2005 年推出的断桥铝型材产品契合了铝建筑型材的这一发展趋势。其产销量一直呈攀升态势，为公司贡献的销售收入持续增长。

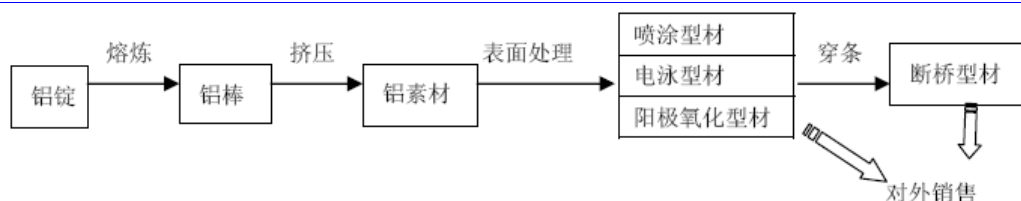
到 2009 年年中，公司断桥隔热型材业务已经小具规模，在公司业务中的比重已经达到了 6%，并贡献了当期利润的 24%，成为仅次于喷涂型材产品的公司第二大铝加工产品。今年上半年，我们估计公司断桥型材的销量约为 1.55 万吨，较去年上半年增长了 10-20%。公司该业务的毛利较高，目前的加工费约 9000-11000 元/吨，毛利约在 3300-3800 元/吨。

图 10、公司断桥型材销售收入与毛利率



数据来源：WIND、东北证券

图 11、公司断桥型材的生产流程



数据来源：公司公告、东北证券

断桥铝型材的进入壁垒不是资金也不是技术，壁垒主要是品牌，好的品牌竞标实力强。公司在断桥铝型材领域是先行者之一，已经在市场中获得了客户的认同，产销量也在国内居于前列。公司已经建立了品牌优势，有利于公司在该领域内进一步的增长。

2. 氟碳喷涂型材。

氟碳喷涂工艺是对铝型材进行表面处理的一种生产工艺。该工艺采用的涂料是氟碳喷涂涂料，其稳定性和耐久性要高于一般的涂料，适用于各种恶劣的环境之中。经氟碳喷涂处理后的铝型材，具有优异的抗退色性、抗起霜性、抗大气污染的腐蚀性，同时抗紫外线能力强，抗裂性强以及能够承受恶劣天气环境。但是氟碳喷涂工艺需要采用氟碳喷涂原料，它属于涂料中的高端产品，价格较高。因此，氟碳喷涂产品常应用于环境较为严酷或对表面要求较高、价格敏感度较低的一些项目当中，例如幕墙铝板等。

氟碳喷涂型材也是公司铝型材中的一种高端产品，由于采用的是高端的喷涂油漆，加工费较高，市场接受度不佳。加工费高的原因主要在于，该产品所使用的喷涂油漆价格非常贵。氟碳喷涂产品质量的确非常好，可加工成木纹板等各种颜色。处理后的型材可达到 50 年不变色，但价格限制了产品的应用领域。目前，公司该类产品的客户主要是高档写字楼，商用建筑及大型工程等。

公司氟碳喷涂产品的加工费视采用油漆的种类，介于 1 万到 3 万元/吨之间。但主要部分是油漆，落实到公司层面，估计吨毛利仅为 3000 元/吨左右。

公司氟碳喷涂产品由单独的一条线生产，2010 年公司生产了约 4000-5000 吨该产品。

3. 氧化电泳型材

氧化电泳是在日本等亚洲地区较为常用的一种表面处理工艺，又称离子吸附法，其工艺分为两个环节，氧化和电泳，氧化是指把基材作为阳极，置于电解液中进行电解，在基材表面形成一层具有保护性的氧化膜的过程。电泳则以氧化后的铝材为原料，把氧化铝材充当阳极，置于水溶性的乳胶液中，通以直流电，在铝材氧化膜的表面沉积成涂漆膜保护层从而形成电泳铝材。

氧化电泳型材，具有生产自动化程度高，涂膜均匀、厚度易于控制、质量好，涂料利用率高、电泳层透明光亮等优点。但是氧化电泳的生产过程不易控制，容易产生色差；电泳对挤压的产品要求高，例如电泳无法修补挤压过程中对铝材造成的擦伤，因此要求挤压材瑕疵少；同时，产品颜色的丰富度不及粉末喷涂。

目前，公司氧化电泳型材正在使用的生产线是 2000 年的生产线，生产线已较为老化，存在成材率低，竞争力差的问题。受此影响，公司氧化电泳产品，加工费约为 5000-6000 元/吨，吨毛利约为 1800-2100 元/吨。如新的生产线投产，则加工费有可能会略有上涨，而成本则会有所降低。

4. 粉末喷涂型材

粉末喷涂是国内应用较多的一种铝型材表面处理工艺。它的优点有：工艺较为简单，成品率高，能耗较低，工人的劳动强度明显降低，对毛料的表面质量要求较低，粉末涂层可以完全覆盖型材表面的挤压纹，掩盖一部分铝型材表面的瑕疵，提高铝型材成品的表面质量。

目前公司的粉末喷涂型材生产工艺线可生产的颜色达上千种。目前，公司粉末喷涂产品的加工费约为 6000-7000 元/吨，吨毛利约为 2300-2700 元/吨。

5. PS/CTP 版基。

按公司的理解，公司的一级品版基即可用生产 PS 版，也可生产 CTP 版。公司提供的铝印刷版基是做成 CTP 还是做成 PS 版，取决于下游客户（印刷器材厂）的技术与制造能力。技术能力强的客户可将达到质量要求的一级铝版基转化为 CTP 版，而技术能力弱的客户，就只能将同等质量的铝版基用于生产 PS 版。例如，目前公司向客户提供的一级品版基，有 60-70% 可做成 CTP 版。公司在生产经营当中，优先向技术能力强，可制备 CTP 版的企业供货。目前公司一级品版基的产量占总产量的比例约为 70-80%。余下为二级品。但由于版基质量上的差异，公司产出的二级板就只能做成 PS 版。

定价的方式，基本是根据客户的订购量与规模、技术能力来定。平均加工费约在 5000 元/吨，吨毛利约为 2000 元/吨。

2010 年，公司生产各种版基 5.2 万吨，是国内第二大的 PS/CTP 版基生产企业，仅次于明泰铝业。目前，PS/CTP 版基，已实现满产。

从行业的竞争角度来看，PS 等印刷版基的竞争过于激烈，国内上的生产线非常多。同时下游印刷制版企业的竞争也较为激烈，印刷器材厂应收帐款较高。虽然市场需求也在扩大，但产品提价的基础并不存在。

6. 粉末涂料

公司粉末涂料业务由加成粉末经营，粉末涂料主要供铝型材粉末喷涂使用。粉末涂料的内外供比例约为 55% : 45%。公司该业务的定位是在优先保障自己使用的前提下，开展对外销售，因此市场开拓置于内部需求之后。该业务毛利较高，

目前，公司粉末涂料的生产产能约 3000-4000 吨/年。但该业务新建产能较为方便。

（五）经营模式

1. 采购模式

公司铝等原材料的采购主要由上海兴栋负责。公司铝锭的定价基准为长江有色金属现货价格。

2. 销售模式

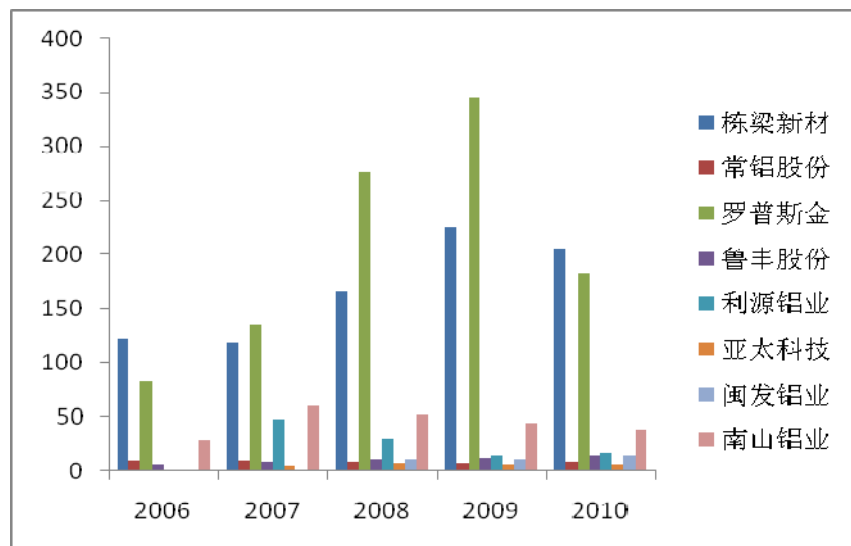
公司的销售模式有两种直销和经销。直销+经销两种模式实现的销售收入的比例，介于 4/6-3/7 之间，经销的比例略大。直销业务主要是：大型工程竞标，大型门窗厂的开拓。

市场定位：公司的型材主要用于新建住宅，因为新建住宅多为统一开发，需要的型材产品量大、标准化程度高。为此，公司客户多为大型工程或房地产开发商。同时，公司并不直接以装修市场为目标市场，装修市场中单个客户的需求量较小，订单接洽也比较麻烦，但有可能公司的直接客户再分销给零售用户。

销售定价：铝加工企业通常都按“铝价+加工费”的方式来对产品进行订价，公司也不例外。目前，公司铝建筑材的计价按客户定货时长江现货价作为计价的基准，再加上加工费得到，该定价模式便于公司在客户定货时锁定铝价风险。铝板带产品则按客户提货时长江现货价作为定价基准，在该定价模式下，如铝价在公司原材料采购到交货这期间呈上升势头，则公司可获得铝价上扬的超额收益，但公司也面临着同期铝价下跌的风险。

货款结算：公司货款基本按月结清，对达到一定订购规模的客户，可使用票据的量为 10%。如签 1 亿的订单，最多使用 1000 万的汇票。在严格的货款结算政策之下，公司应收帐款与同行相比一直较小，应收帐款的周转率居行业前列。

图 12、公司应收帐款不断优化，周转率远优于同业



数据来源：WIND、东北证券

销售布局：一般，铝型材的销售半径为 3-5 公里。公司销售布局战略可归纳为“以华东为主，向中西部发展”，例如四川、陕西、成都、江西、湖南等地。未来公司拓展市场的方式，还是利用好经销商网络，利用其在当地具有的资源，并以竞标的形式来开拓市场。

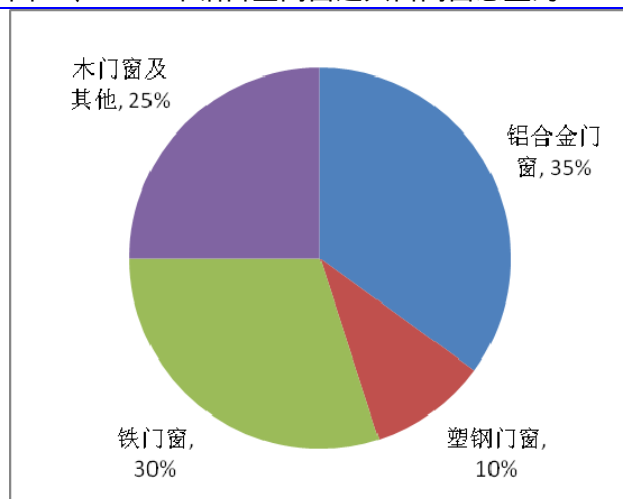
二、行业前景仍较广阔

（一）建筑型材发展空间大，节能环保性能好的断桥型材受关注

我国的铝建筑型材，在未来的十年当中，仍将保持稳定增长。增长的来源有，其一，城镇化的推进及人均面积的提升。其二，铝质门窗对其他门窗的替代。具体来说：

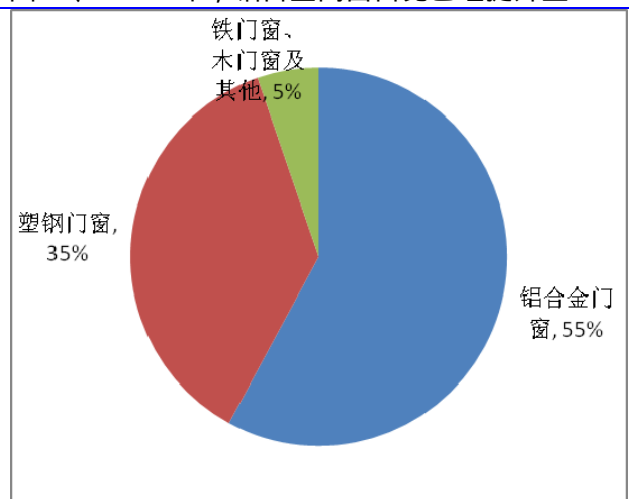
根据社科院《社会蓝皮书：2010 年中国社会形势分析与预测》，2010 年我国城镇化水平将达到 48%，但仍远低于发达国家平均 85% 的水平，也低于世界平均 55% 的水平。因此，城市化在我国仍有较大的空间。预计，我国城镇化率在 2012 年或 2013 年将超过 50% 的结构转换临界点，并在 2015 年达到 53% 左右，2020 年达到 57%。同时，人口总量及人均住房面积也在增长。例如，根据国家统计局数据，截至 2006 年底，我国城镇居民人均住房面积达到 27 平方米。建设部预计 2020 年人均住宅建筑面积将达到 35 平方米。因此，城镇化的发展与深化将带动我国房屋新开工面积长期保持较高水平，带动铝建筑材料的消费。

图 13、1998 年铝合金门窗还只占门窗总量的 35%



资料来源：罗普斯金招股说明书、东北证券

图 14、2005 年，铝合金门窗占比已经提升至 55%



资料来源：罗普斯金招股说明书、东北证券

另一个因素则是铝门窗对其他材料的替代。铝合金门窗与其他材料门窗相比，有着许多的特点，例如它耐腐蚀性好，寿命长，气密及节能性好还可回收，这使铝合金门窗受到了欢迎，特别是在气候比较恶劣的地区，用铝合金门窗更具优势，例如沿海或高原地区，由于空气中温度与盐分较高、海拔高、日照时间长，塑钢等门窗受 PVC 易老化等因素，表面颜色易退化，且容易产生变形、发脆等问题。同时，塑钢等产品阻燃性能差，不利于防火。自 1998 年以来，铝合金门窗占我国建筑门窗的比例已经从 35% 提升至 2005 年的 55%。而这种提升的趋势仍在继续。

尤其值得重视的是，随着我国节能环保理念的日渐深入人心，及国家对建筑节能环保的推进与政策鼓励，节能环保性能优异的断桥隔热铝型材将在未来的市场中占有更高的份额。

9 月 7 日，国务院印发了《“十二五”节能减排综合性工作方案》（后文简称《方案》）。《方案》要求，在十二五期间，单位 GDP 能耗下降 16%。此前，中国在哥本哈根会议之前宣布到 2020 年要在 2005 年的基础上单位 GDP 二氧化碳的排放降低 40%-45%。由此可见，节能减排工作在中长期都是我国所面临一大挑战。据国家住建部估算，建筑能耗约占全社会总能耗的 25%，门窗、幕墙等围护结构传热能耗则占了建筑能耗的 20%~50%。因此，降低门窗、幕墙等围护结构传热能耗，则成为建筑节能环保、推动节能减排的一个重要方向。

表 4、各种材质门窗的性能对比

项目	钢制门窗	木质门窗	塑料门窗	铝制门窗
比重	重	轻	轻	轻
耐腐蚀性	差	一般	较好	较好
装饰性	差	一般	一般	好
使用寿命	短	短	一般	长
气密及节能性	差	差	好	好
安全性	好	差	差	好
外形式样	少	较少	较多	多
隔热性	差	好	较好	一般
可回收性	可回收	不能回收	回收性差	回收性好
价格	200-400 元/M2 (塑钢)			300-500 元/M2

资料来源：闽发铝业招股说明书、东北证券。

目前，国内外建筑能耗差距大，国内增长空间大。据国务院发展研究中心组织的“国家综合能源战略以及政策研究”指出，我国既有的近 400 亿平方米建筑中，99%属于高能耗建筑，尤其是大型公共建筑能耗高，不到 4%的建筑面积却占全国城镇建筑总能耗的 22%；新建建筑中，95%以上是高能耗建筑，单位建筑面积能源消耗为发达国家 3 倍以上。同时，我国建筑能源利用效率也很低，单位建筑能耗比同等气候条件下国家高出 2~3 倍。我国居住建筑的单位总能耗是发达国家的 3 倍左右，落实到门窗能源的差距上，我国外窗能耗是发达国家的 1.5~2.2 倍，门窗空气泄漏率为发达国家的 3~6 倍。

我们预计，未来，在国家节能减排政策的大力推动之下，例如《方案》规划十二五期间，夏热冬冷地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米，公共建筑节能改造 6000 万平方米，节能环保性能较好的门窗材质将获得政策的青睐和越来越多的客户的认同，并在竞争中占据有利位置。铝合金门窗，特别是断桥隔热铝合金门窗，具有良好节能性能，在竞争中将进一步提升市场份额。这一发展趋势，将有利于公司断桥型材产品市场占有率的提升，从而提升公司的业绩。

（二）保障房投资部分对冲了房地产政策对铝型材需求的冲击

自 2010 年 4 月以来，我国出台了多项针对房地产市场的新政如房地产物业税的开征及大中型城市出台限购令)，在新政推出之下，房价快速上涨的趋势已经基本上得到控制，房地产生产经营秩序明显改善，但政策调控力度至今未减，铝型材消费受到了一定的影响。不过，在调控商品房建设的同时，国家加大了对保障性住房的投资力度，国家十二五规划中明显提出将保障房建设作为十二五政府的一项重点工作，规划在 2011 年开工建设 1000 万套保障房，在十二五期间建设 3000 多万套保障房，这又给铝型材市场带来了增量需求。假定，每套保障房的面积为 60 平方米，门窗面积一般占房屋建筑面积 15%，门窗材质中约有 55%使用铝合金，每平方米门窗需要 8 公斤铝建筑型材。据此测算，1000 万套保障房建设会带动 39.6 万吨铝合金型材消费。十二五期间，保障房对铝建筑材的拉动将达到 100 多万吨。

目前，房地产政策尚未影响公司订单。一般，公司的在手订单是公司生产一个月的量，近几个月来公司订单并没有缩减的态势，反而略有增加。去年在手订单约为 6000 吨，目前的订单量约为 7000-8000 吨。一般客户都是提前一个月下订单，从下订单到提供日之间的时间不会特别长，2 月以后的订单不会现在订。公司的交货期一般是 15 天，即下订单 15 天之后交货，有时推迟到 20 天交货。

（三）铝制印刷版基行业增长可期，CTP 版替代 PS 版为大势所趋

在国内报业和印刷业快速发展以及出口贸易快速发展的背景下，以铝制印刷版基制

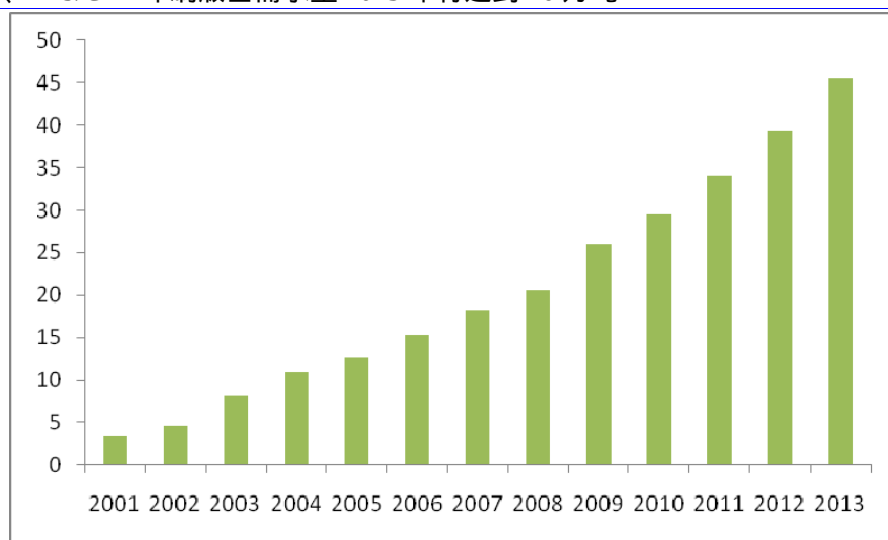
造的印刷版亦呈现快速增长之势，2002至2008年印刷版产量年复合增长率达到23.1%。

目前铝基印刷版主要有两种产品，PS版及CTP版。CTP版在印刷上的应用是通过CTP技术，用激光光源在印刷版上直接扫描成像。与使用PS版相比，使用CTP版晒版方法简单，省去了软片的中间环节，省去了晒版工序，节约了制版时间，并且输出分辨率更高。同时，由于使用CTP版的CTP技术节约了软片扫描工序，降低了银盐的使用量，也有利于摆脱暗室操作。CTP版取代常规的PS版是印刷行业发展的大势所趋。

近年来，我国CTP版发展势头超过了PS版。其中：PS版2002年到2008年的年复合增长率为18.2%，CTP版2004年至2008年的年复合增长率为141.3%。2009年，全国PS版销售量为2.13亿平方米，比2008年2.12亿平方米的销售量增长0.47%；CTP版销售量为0.75亿平方米，比2008年0.58亿平方米的销售量增长29.31%。

目前发达国家CTP版的使用量占印刷材料的一半左右，而我国只达15%。中国印刷及设备器材工业协会预计，未来CTP版在中国的发展将有更大的市场空间，其在整个印刷版材行业所占的比重还将会继续增加。预计在2010-2013年间CTP版产量的年复合增长率为33.9%，到2013年国内PS版/CTP版的总产量将达到57500万平米，其中CTP版为18000万平方，所占比重为31.3%，比目前增加13.3个百分点；预计到2013年中国对PS/CTP版基的总需求量将达到46万吨，年复合增长率为15.6%，主要体现在CTP版基增长上。

图 15、 PS/CTP 印刷版基需求量 2013 年将达到 46 万吨



数据来源：WIND、东北证券

三、盈利预测与估值

核心假设：

(1) 预计，公司PS/CTP版基、断桥型材等铝加工材产品的加工费将维持目前水平，但我们预计随着公司氧化电泳新生产线的投放，公司氧化电泳生产线的加工费会逐年提升，并对吨毛利形成正面影响。

(2) 预计公司不会扩张在PS/CTP版基上的产能，随着公司5万吨铝型材生产线产能的投放，公司铝型材相关产品的产量将在2011、2012年逐步增加，2012年产量增长尤为明显；

(3) 2011-2013年所得税率取2011年上半年的有效税率21.5%计算。

表 5、分产品加工费和产销量预测表

		2011	2012	2013
加工费 (单位:元/吨)	PS/CTP 版基	4600.00	4600.00	4600.00
	断桥型材	10000.00	10000.00	10000.00
	氟碳喷涂	11000.00	11000.00	11000.00
	粉末喷涂	6700.00	6700.00	6700.00
	氧化电泳	6000.00	6400.00	6700.00
产销量 (单位:吨)	PS/CTP 版基	55000.00	55000.00	55000.00
	断桥型材	32000.00	40000.00	43000.00
	氟碳喷涂	4500.00	5000.00	5200.00
	粉末喷涂	34000.00	48000.00	52000.00
	氧化电泳	8000.00	20000.00	30000.00

数据来源:东北证券。

表 6、盈利预测表(单位:万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	805,370.74	973614	1118183	1233822
二、营业总成本	785,994.67	948104	1084322	1195673
营业成本	773,552.12	935934	1070345	1180250
营业税金及附加	579.83	584.17	670.91	740.29
销售费用	3,680.93	4040.50	4640.46	5120.36
管理费用	7,490.98	5549.60	6373.65	7032.78
财务费用	564.88	1703.82	1956.82	2159.19
资产减值损失	125.93	292.08	335.46	370.15
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	19,376.07	25509.72	33861.13	38148.79
加:营业外收入	428.04	0.00	0.00	0.00
减:营业外支出	374.42	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	19,429.68	25509.72	33861.13	38148.79
减:所得税	3,882.10	5484.59	7280.14	8201.99
加:未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	15,547.59	20025.13	26580.98	29946.80
减:少数股东损益	349.02	380.48	451.88	509.10
归属于母公司所有者的净利润	15,198.57	19644.65	26129.11	29437.70
七、每股收益:				
(一) 基本每股收益(元)	0.64	0.83	1.10	1.24
(二) 稀释每股收益(元)	0.64	0.83	1.10	1.24

数据来源:东北证券。

我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.83 元、1.10 元、1.24 元，各年净利润增长率分别为 29%、33%和 13%。对应 2011 年 9 月 19 日收盘价 12.51 的 PE 分别为 15.1 倍、11.4 倍、10.1 倍。同期，同行业公司 2011 年的平均 PE 为 31 倍，2012 年的 PE 为 21 倍。公司的估值相对与同业公司而言具有一定的估值优势，给予谨慎推荐评级。

表 7、公司的估值相对与同业公司而言具有一定的估值优势

代码	简称	最新价 (110913)	预测 EPS		预测 PE	
			2011E	2012E	2011E	2012E
002333.SZ	罗普斯金	11.33	0.33	0.41	34.33	27.63
002160.SZ	常铝股份	12.29	0.24	0.38	51.21	32.34
002379.SZ	鲁丰股份	12.55	0.29	0.56	43.28	22.41
002501.sz	利源铝业	21.35	0.80	1.14	26.69	18.73
002540.sz	亚太科技	19.94	0.69	1.07	28.90	18.64
600219.SH	南山铝业	7.81	0.58	0.75	13.47	10.41
600673.SH	东阳光铝	13.14	0.55	0.74	23.89	17.76
600888.SH	新疆众和	22.81	0.87	1.32	26.22	17.28
	行业平均				31.00	20.65
002082.sz	栋梁新材	12.51	0.83	1.10	15.07	11.37

数据来源：WIND，东北证券。

四、风险提示

(1) 铝价波动风险。在当前的定价模式下，公司承担了部分铝价波动的风险，铝价的不利波动将给公司业绩带来一定的冲击。

(2) 铝加工行业竞争加剧，致使毛利压缩风险。目前，国内以辽宁忠旺为代表的一些大型企业，不断的上马大型挤压机及铝板带产能，有可能会造成国内铝加工产能扩张过快的风险，对公司铝加工业务的毛利形成不利影响。

(3) 公司 5 万吨铝型材项目产能投入不及预期风险。

(4) 房地产市场需求大幅下降或房地产市场出现违约风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。