

栋梁新材(002082) 三季度报点评

5万吨型材项目逐步投产 估值优势持续存在

谨慎推荐

维持评级

原材料/建材

发布时间：2011年10月24日

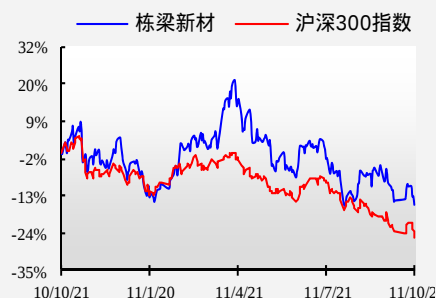
投资要点：

- 公司业绩略低于预期。公司前三季度实现营业收入 75.8 亿元，实现净利润 1.28 亿元，同比增长 24% 和 20%，EPS 为 0.54 元；公司第三季度业绩表现略低于我们的预期。
- 毛利率水平下降。公司前三季度的毛利率水平为 3.36%，低于上半年的 3.63%。公司毛利率水平下降的趋势始于 2010 年四季度，毛利率下滑可能是受到了公司贸易业务和板材业务的冲击。
- 现金流状况有所恶化。公司第三季度面临着较大的现金流问题，前三季度的每股经营性现金流为 -0.36 元，主要原因是公司第三季度的应收帐款大幅增长。随着公司 5 万吨型材项目的逐步投产，及季节效应影响的减弱，公司的现金流状况会有所缓解。
- 存货水平稳中略降，但资产减值环比大增。三季度末，存货较 2 季度末略有下降。同时，随着铝价的下挫，公司也对相关资产进行了减值准备，资产减值损失，由 2 季度的 -372 万元，提高到 573 万元，公司已对铝价的不利变动作了准备。
- 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。上述生产线达产后，可贡献的型材产量在 5 万吨左右，随着这些产能的投放，公司业绩的增长将有更可靠的保障。
- 型材业务受经济影响暂小。公司生产经营正常，在经济回落，房地产投资有所回落的背景下，目前，公司型材业务面临的需求下降暂时还较小，订单与发货情况并没有出现异常。PS 板材业务的景气度则有所降低，行业竞争加剧，下游需求受到了经济的影响。
- 估值仍具优势。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元、1.19 元，对应动态 PE 分别为 14 倍、11 倍。公司相对于同行业公司仍具有一定的估值优势。
- 风险提示：铝价波动风险；房地产下游行业爆发危机；铝加工行业竞争加剧；在货币政策持续紧张的环境下，应收预付帐款的坏帐风险。

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	805,370.74	27%	15,198.57	26%	0.64	19.55
2011E	973,614.02	21%	18,867.88	24%	0.79	14.03
2012E	1,118,183.44	15%	24,987.41	32%	1.05	10.59
2013E	1,233,821.81	10%	28,204.25	13%	1.19	9.38

走势图



市场数据

2011/10/21

收盘价：	11.12 元
52 周最高价：	17.10 元
52 周最低价：	10.92 元
平均持仓成本：	12.90 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	23,800
流通 A 股（万股）：	23,800
每股收益（元）：	0.54
每股净资产（元）：	4.27
每股经营现金流（元）：	-0.36
市净率：	2.61

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

公司业绩略低于预期。公司前三季度实现营业收入 75.8 亿元，实现净利润 1.28 亿元，同比增长 24%和 20%，EPS 为 0.54 元；在第三季度公司的营业收入 29 亿元，同比增长 43%，实现净利润 4076 万元，同比下降近 3%，EPS 为 0.17 元，公司第三季度业绩表现略低于我们的预期。

毛利率水平下降。公司前三季度的毛利率水平为 3.36%，低于上半年的 3.63%。从季度比较来看，公司毛利率水平下降的趋势始于 2010 年四季度，当时的毛利率水平达到了 5.09%，但到了今年第三季度，毛利率仅为 2.93%。毛利率下滑可能是受到了公司贸易业务和板材业务的冲击（公司的贸易业务占比大，但毛利率低）。

三项费用率稳中略降，净利率仍有回落。前三季度，受货币政策紧缩和利率上升影响，公司的财务费用同比大幅增长 194%。销售费用及管理费用大体不变，但从三项费用率来看，随着收入的增长，费用率有所回落，并呈逐季下降趋势。但受毛利率水平下降影响，公司前三季度的净利率为 1.72%，低于上半年的 1.91%。

现金流状况有所恶化。公司第三季度面临着较大的现金流问题，前三季度的每股经营性现金流为-0.36 元，主要原因是公司第三季度的应收帐款大幅增长（由二季度末的 8801 万增长至 1.97 亿），同时，受国庆节假日的季节性影响，企业预付款项也有所增长，增加额达到了 1.1 亿元。应收、预付款项对现金流的占用，及项目投资的逐步推进使企业季末的现金等价物不到 1 亿元。随着公司 5 万吨型材项目的逐步投产，及季节效应影响的减弱，公司的现金流状况会有所缓解。

存货水平稳中略降，但资产减值环比大增。公司近几个季度的库存较为稳定，维持在 3 个多亿的水平，三季度末，存货较 2 季度末略有下降。同时，随着铝价的下挫，公司也对相关资产进行了减值准备，资产减值损失，由 2 季度的-372 万元，提高到 573 万元，这也侵蚀了公司的一些利润，可见公司已对铝价的不利变动作了准备。

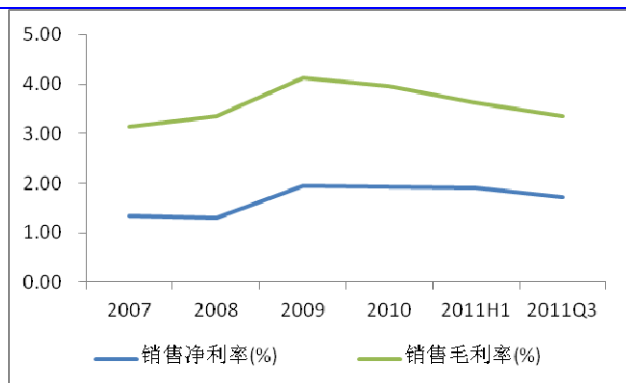
5 万吨铝型材项目即将投产，产能与业绩增长有保障。目前，5 万吨铝型材项目 12 台挤压机已经安装完毕，表面处理产能的三套生产线，已经安装完毕，其中立式喷涂生产线已经投产，氧化电泳生产线也即将投产。上述生产线达产后，可贡献的型材产量在 5 万吨左右，随着这些产能的投放，公司业绩的增长将有更可靠的保障。

型材业务受经济影响暂小。公司生产经营正常，在经济回落，房地产投资有所回落的背景下，目前，公司型材业务面临的需求下降暂时还较小，订单与发货情况并没有出现异常。PS 板材业务的景气度则有所降低，行业竞争加剧，下游需求受到了经济的影响。

估值仍具优势。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.05 元、1.19 元，各年净利润增长率分别为 24%、32%和 13%。对应 2011 年 10 月 21 日收盘价 11.12 的 PE 分别为 14 倍、11 倍。同期，同行业公司 2011 年业绩的平均 PE 为 28 倍，2012 年的 PE 为 18 倍。可见，公司相对于同业公司仍具有一定的估值优势。

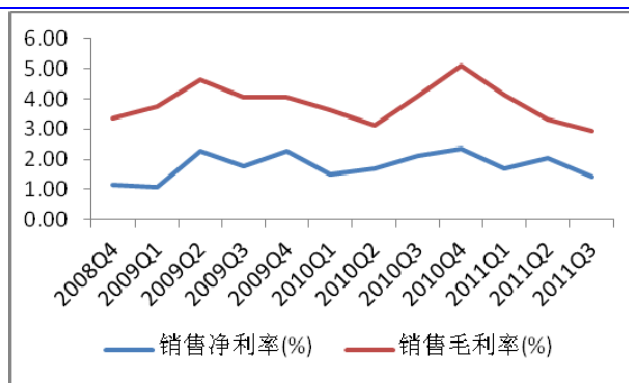
风险提示：铝价波动风险；房地产下游行业爆发危机，影响到铝型材业务的开展和回报，或造成公司坏帐风险；铝加工行业竞争加剧，致使毛利压缩风险，公司新上产能投放进度不及预期风险；在货币政策持续紧张条件下，应收预付帐款的也可能给公司带来坏帐风险。

图 1 自 2009 年以来，公司综合毛利率走低



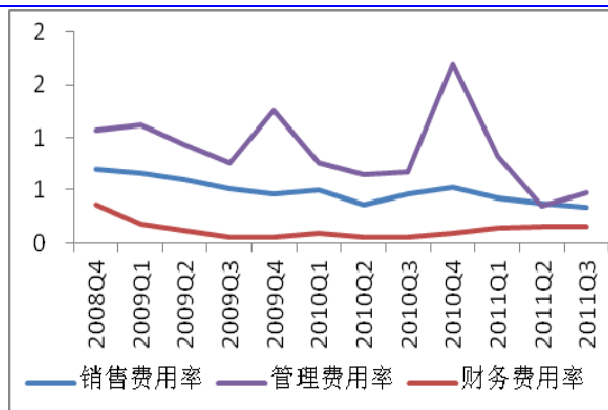
资料来源：公司公告，东北证券。

图 2 公司近几个季度毛利率呈下降趋势



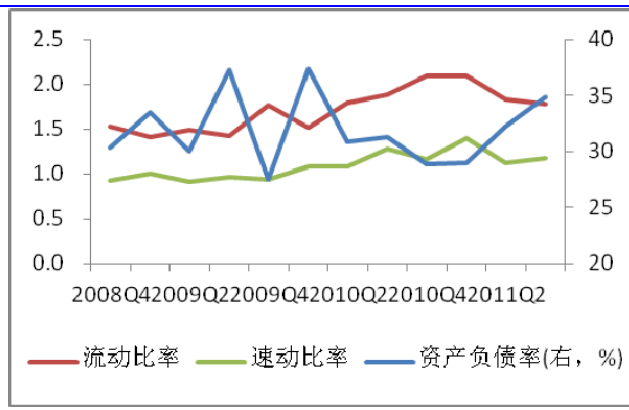
资料来源：公司公告，东北证券。

图 3 公司三项费用率控制能力强



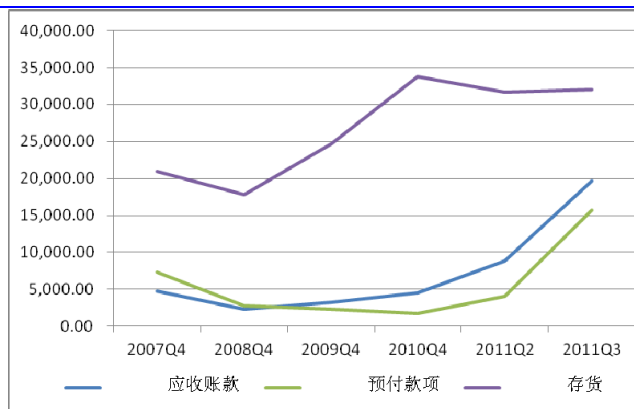
资料来源：公司公告，东北证券。

图 4 公司债务压力有所增加



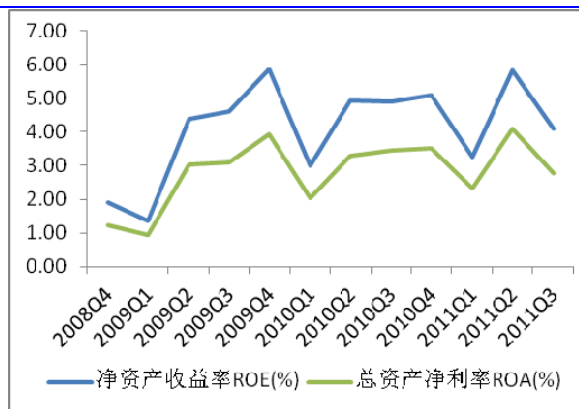
资料来源：公司公告，东北证券。

图 5 公司应收预付大幅增长，现金流恶化



资料来源：公司公告，东北证券。

图 6 公司资产收益率有所回落



资料来源：公司公告，东北证券。

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。