

## 专注核电铝材，借势起飞

### 投资要点

- **中飞股份(300489)是国内核电铝材的核心供应商。**公司所处的细分行业是核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料加工制造业。目前，我国专用设备80%以上的结构材料为高性能铝合金材料。由于专用设备与核安全及核能的应用密切相关，目前全世界只有少数国家掌握相关的生产制造技术，所以该专用设备制造行业一直属国家核定准入的行业，其产业集中度很高；同时，国内供应专用设备用铝合金材料的厂商实行遴选供应商制，目前只有三家参研单位被遴选为专用设备用铝合金材料的供应商，因此该行业进入壁垒极高。
- **公司品类全，市场份额大，毛利率高。**目前公司已掌握该设备用系列高性能铝合金材料的全部生产技术。随着生产设备的逐步完善和客户需求的增加，公司可向客户提供所有规格品种的高性能铝合金材料。公司2014年为该行业提供产品的销售额占市场采购总额比约为38%，排名第一。2012-2014年公司销售毛利率基本稳定在40%左右，远超行业类普通的铝加工企业。
- **行业扶持力度大，前景广阔。**中飞股份抓住了我国核电产业快速发展的有利时机，实现了主营业务收入的快速发展。在我国核电行业持续增长的大背景下，专用设备用铝合金材料作为专用设备的主要构成材料也将面临良好发展机遇。而在国家大力倡导国产化的过程中，国内核电站专用设备材料供应商将大大受益。核燃料产业是核工业发展的重要组成部分，也是保证核电供料的关键环节，而核燃料加工专用设备的制造又是该关键环节的重要组成部分。铝合金材料在专用设备的材料构成中约占80%，这就直接带动了我国专用设备用铝合金材料制造业的发展。
- **盈利预测。**预计公司2015-2017年EPS(摊薄后)分别为0.91元、1.00元、1.31元，综合考虑各方面因素，给予公司2015年60-80倍的估值是合理的，对应合理估值区间54.6-72.8元。
- **风险提示：**核电产业政策变化、原材料价格波动、客户集中导致风险等。

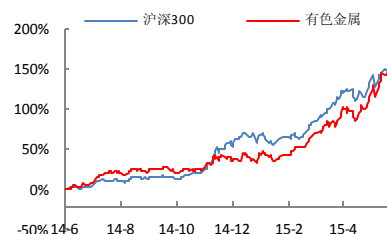
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	157.25	170.30	191.23	235.25
增长率	0.28%	8.29%	12.29%	23.02%
归属母公司净利润(百万元)	36.01	39.82	44.66	58.48
增长率	6.47%	10.56%	12.16%	30.95%
每股收益EPS(摊薄后)(元)	0.79	0.91	1.00	1.31
净资产收益率ROE	14.99%	9.67%	9.89%	11.83%
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 兰可  
 执业证号: S1250514030001  
 电话: 010-57631191  
 邮箱: lanke@swsc.com.cn

### 所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

### 本次发行情况

发行前总股本(万股)	3403
本次发行(万股)	1135
发行后总股本(万股)	
2014年每股收益(摊薄后)(元)	1.06
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.02

### 主要指标(2014年)

每股净资产(元)	7.06
毛利率(%)	42.57
流动比率(倍)	1.2
速动比率(倍)	0.92
应收账款周转率(次)	7.48
资产负债率(合并报表)(%)	52.14
净资产收益率(加权平均)(%)	16.2

### 相关研究

## 目 录

1. 公司概况：专注核电铝材，借势起飞.....	1
2. 核电铝材市场空间巨大 .....	2
3. 公司具有较强的核心竞争力 .....	4
4. 募投项目：有效提升总体毛利率水平.....	4
5. 盈利预测与投资建议.....	5

## 图 目 录

图 1: 公司 2011-2014 年营业收入构成.....	1
图 2: 公司 2014 年主营业务毛利构成.....	1
图 3: 公司 2012-2017 年营业收入及增速.....	1
图 4: 公司 2012-2017 年净利润及增速.....	1
图 5: IPO 前公司股权结构.....	2
图 6: 铝加工行业产业链.....	2
图 7: 各国人均用铝量（千克）.....	2
图 8: 2014 年公司核能领域收入占比.....	3
图 9: 2011 年各国核电机组数量（台）.....	3
图 10: 2014 年公司所占市场份额.....	4
图 11: 2014 年公司毛利率高于其他上市公司.....	4
图 12: 2012-2014 年公司贸易类产品销售情况.....	5
图 13: 2012-2014 年公司制造类产品和贸易类产品毛利率对比.....	5

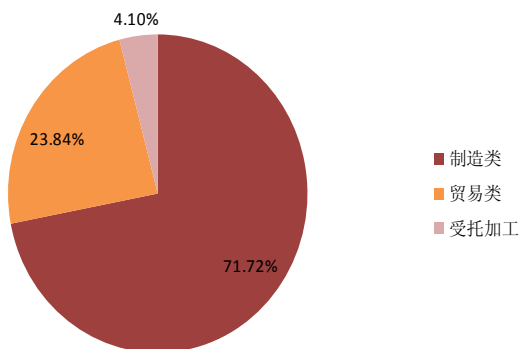
## 表 目 录

表 1: 2012-2014 年公司产能利用率.....	5
附表: 财务预测与估值.....	6

## 1. 公司概况：专注核电铝材，借势起飞

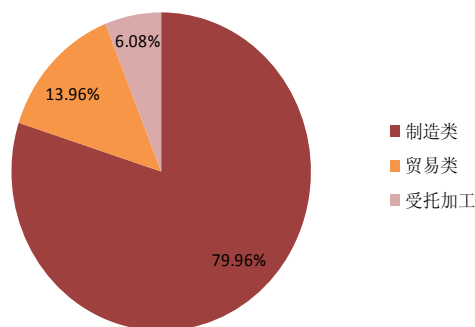
中飞股份（300489）的主营业务为高性能铝合金材料及其机加工产品的研发、生产和销售。按照业务类别的不同，公司的主营业务可分为制造类业务和贸易类业务，同时有少量的受托加工业务。制造类产品主要包括高性能铝合金锻件和机加工件。公司是国内核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料的三家合格供应商之一，产品主要应用于核燃料生产设备制造。

图 1：公司 2011-2014 年营业收入构成



数据来源：公司公告，西南证券

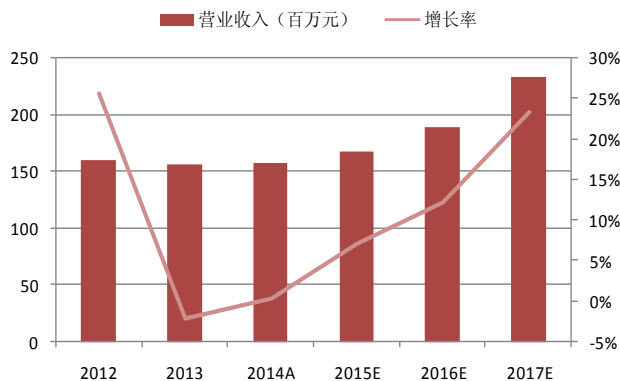
图 2：公司 2014 年主营业务毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券

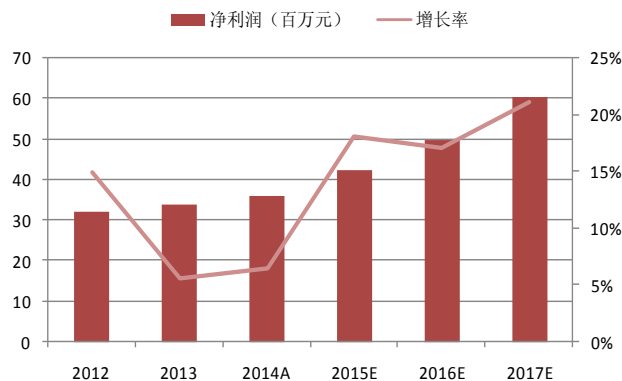
中飞股份营业收入增长率和净利润增长率在 2013 年触底后持续上升态势明显。预计募投项目投产后，2015-2017 年公司营业收入和净利润将实现更快速地增长。

图 3：公司 2012-2017 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：公司 2012-2017 年净利润及增速

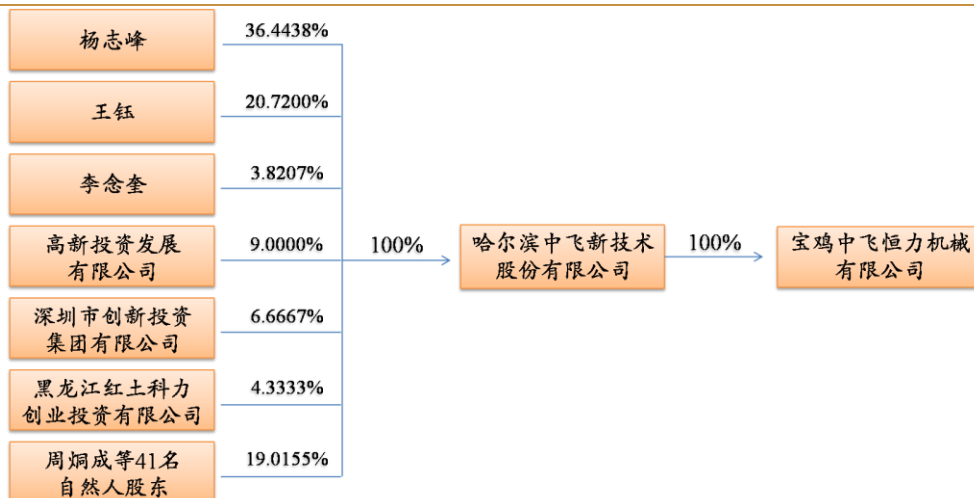


数据来源：公司公告，西南证券

中飞股份是国家高新技术企业，建立了完善的技术创新体系，并拥有一支长期从事高性能铝合金材料研究的高素质研发团队，同时还建立了完善的质量管理体系，并获得政府多项补贴。

公司控股股东和实际控制人为杨志峰先生，发行前持有公司 36.4438% 的股份，现任公司董事长。公司拥有一家全资子公司——宝鸡中飞恒力机械有限公司。

图 5：IPO 前公司股权结构

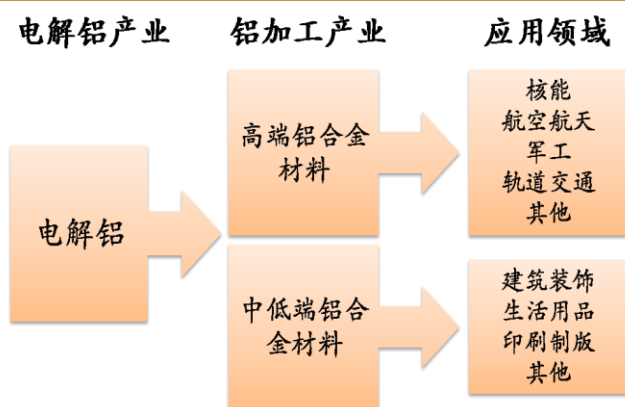


数据来源：公司公告，西南证券

## 2. 核电铝材市场空间巨大

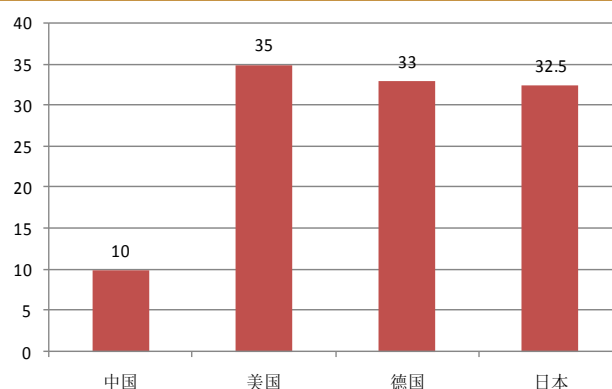
铝合金加工制造行业作为国民经济发展的基础产业，受到国家产业政策的大力推动，自 2006 年开始，国家发改委、工信部陆续出台了多项政策鼓励扶持该行业。铝合金具有质轻、比强度高、导热导电性能好、耐腐蚀等优良特性，铝合金产品广泛应用于汽车、机械制造、仪器仪表、家用电器、化工、电子、电力、建筑、包装、装饰等传统领域，同时轨道交通、航空航天、国防军工及核能等高端领域对铝合金的需求也越来越高。目前中国人均用铝量约为 10 千克，而美国、日本、德国的人均用铝量已分别达到 35 千克、33 千克和 32.5 千克，我国人均用铝量远低于世界发达国家水平且不足发达国家的 1/3，可见中国铝材消费市场空间巨大。

图 6：铝加工行业产业链



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：各国人均用铝量（千克）

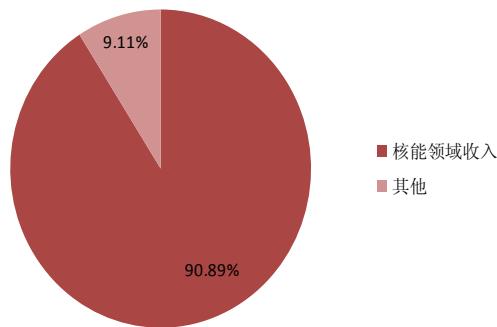


数据来源：公司公告，西南证券

进入 21 世纪，由于核电安全技术的快速发展，高涨的石油、天然气和煤炭价格使得核电显得更加便宜，尤其是燃烧石化能源导致的严重环境污染和气候变暖的现实使得很多国家都将核能列入本国中长期能源政策中。根据国际原子能机构 2011 年 1 月公布的最新数据，目前全球正在运行的核电机组共 442 个，核电发电量约占全球发电总量的 16%；正在建设

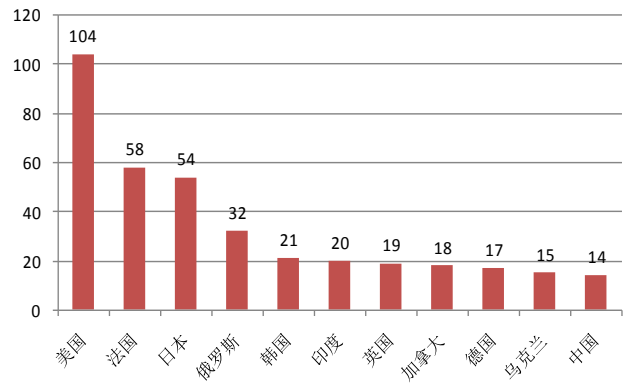
的核电机组 65 个。国际原子能机构预计，到 2030 年，全球运行核电站将可能在目前的基础上增加约 300 座，全世界 1/4 的能源将来自核电，而且核能的使用量在随后的数十年还会进一步增加。

图 8：2014 年公司核能领域收入占比



数据来源：公司公告，西南证券

图 9：2011 年各国核电机组数量（台）



数据来源：公司公告，西南证券

2005 年，我国制定的《核电中长期发展规划（2005～2020 年）》指出，到 2020 年我国的核电装机总量将提高到 4000 万千瓦，核电占全部电力装机容量的比重将从现在的不到 2% 提高到 4%。根据 2012 年 10 月国务院最新通过的《核电中长期发展规划（2011～2020 年）》，到 2020 年中国的核电装机将达到在运 5800 万千瓦，在建 3000 万千瓦。截至 2014 年 8 月我国已运营的核电机组共 20 个，总装机容量已达 1812.8 万千瓦。目前我国已经在建核电机组 28 台，计划总装机容量 3040.6 万千瓦，预计在 2014-2020 年间中国至少还将投建约 4000 万千瓦的机组。另一方面，中国的核电站建设大多都是引进国外技术，因此政府一直在倡导提高核电站的国产化水平。国产化率从早期大亚湾核电站的 1% 已经上升到近期投入运营的红沿河和宁德核电站的 80%，未来规划要达到 90% 的国产化率。

在我国核电行业持续增长的大背景下，专用设备用铝合金材料作为专用设备的主要构成材料也将面临良好发展机遇。而在国家大力倡导国产化的过程中，国内核电站专用设备材料供应商将大大受益。核燃料产业是核工业发展的重要组成部分，也是保证核电供料的关键环节，而核燃料加工专用设备的制造又是该关键环节的重要组成部分。铝合金材料在专用设备的材料构成中约占 80%，这就直接带动了我国专用设备用铝合金材料制造业的发展。根据我国核电发展规划和客户生产计划测算，目前预测 10 年内市场空间为 8～10 亿元/年，10 年后市场空间将达到 16～20 亿元/年。

中飞股份是国内核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料的三家合格供应商之一，产品主要应用于核燃料生产设备制造行业。2012-2014 年，公司在核能领域的销售收入在主营业务收入中的比重分别为 94.98%、90.69% 和 90.89%。可以预期，未来随着核电行业的持续高速发展，公司的主营业务将搭上核电行业高速前进的快车，得到迅速发展。

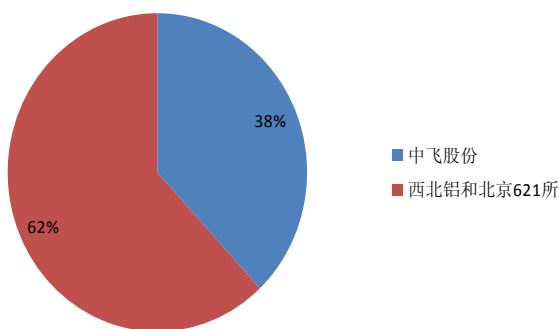
### 3. 公司具有较强的核心竞争力

专用设备具有很高的技术水平和先进性，鉴于核能领域的特殊性，参研单位以外的厂商很难进入该领域。作为专用设备领域一家重要的研发配套单位，公司所涉及的领域具有很高的准入壁垒和技术壁垒，细分行业外的铝加工企业很难成为该领域的合格供应商。

专用设备用铝合金材料主要包括主体结构材料和辅助结构材料，主体结构材料包括 3 种铝合金精模锻件和 1 种铝合金管材，辅助结构材料包括 29 种铝合金材料。公司目前提供了 28 种铝合金材料（辅助结构材料），以及小批量新规格 7000 系铝合金精模锻件和管材（主体结构材料）。

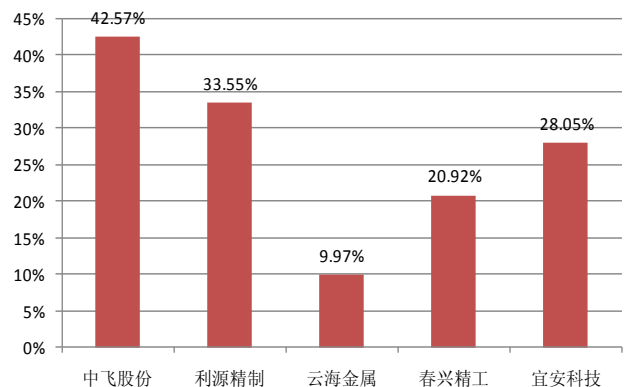
公司已掌握该设备用系列高性能铝合金材料的全部生产技术。随着生产设备的逐步完善和客户需求的增加，公司将向客户提供所有规格品种的高性能铝合金材料。在专用设备用铝合金材料的销售方面，公司 2014 年为该行业提供产品的销售额占市场采购总额比约为 38%，排名行业第一。2012-2014 年，公司销售毛利率基本稳定在 40% 左右，而同行业四家上市公司利源精制、云海金属、春兴精工、宜安科技的销售毛利率平均不到 30%，可以看出公司具有极强的盈利能力。

图 10：2014 年公司所占市场份额



数据来源：公司公告，西南证券

图 11：2014 年公司毛利率高于其他上市公司



数据来源：公司公告，Wind，西南证券

### 4. 募投项目：有效提升总体毛利率水平

目前，公司所生产的产品主要是为满足核能领域对高性能铝合金材料及机加工零部件的增长需求。近年来，虽然公司产能持续扩大，但公司主要产品的产能已经达到饱和，制约了公司主营业务的进一步扩大。公司只能采取贸易的方式接受部分订单。2012-2014 年公司相关产品的综合产能利用率分别为 107.82%、96.66%、99.85%，而锻件产品的产能更是连续三年超过 100%，可以看到，已经完全达到了公司产能的极限，也意味着公司面临着强劲的客户需求。未来随着核能相关产品市场需求的持续快速增大，公司现有产能显然是无法满足未来市场的需求的。这极大的限制了公司主营业务的扩张和市场份额的扩大。

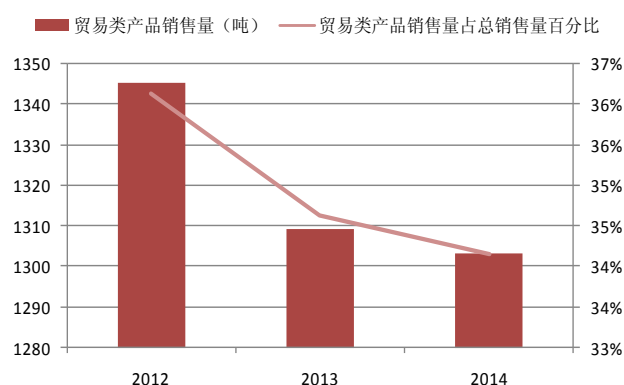


**表 1：2012-2014 公司产能利用率**

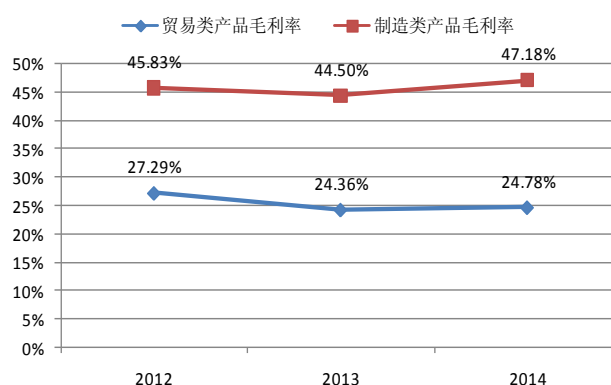
项目	类别	2012	2013	2014
年产能（吨）	锻件	1,400.00	1,400.00	1,400.00
	机加工件	1,260.00	1,350.00	1,350.00
小计（吨）		2,660.00	2,750.00	2,750.00
产量（吨）	锻件	1,564.02	1,424.65	1,587.85
	机加工件	1,303.86	1,233.47	1,158.10
小计（吨）		2,867.88	2,658.12	2,745.95
产能利用率	锻件	111.72%	101.76%	113.42%
	机加工件	103.48%	91.37%	85.79%
综合产能利用率		107.82%	96.66%	99.85%

数据来源：公司公告，西南证券

2012-2014 年，公司贸易类产品的销售量分别为 1,345.31 吨、1,309.44 吨和 1,303.29 吨，贸易类产品销量占总销售量的比例分别为 36.13%、34.63%和 34.16%，贸易类产品 2012-2014 年的销售毛利分别为 1,254.20 万元、940.82 万元和 929.26 万元，销售毛利率分别为 27.29%、24.36%和 24.78%。而与此同时，公司制造类产品的销售毛利率分别为 45.83%、44.50%和 47.18%，可见公司制造类产品的销售毛利和销售毛利率均远远高于贸易类产品。

**图 12：2012-2014 年公司贸易类产品销售情况**


数据来源：公司公告，西南证券

**图 13：2012-2014 年公司制造类产品和贸易类产品毛利率对比**


数据来源：公司公告，Wind，西南证券

公司的募投项目“核燃料专用设备用高性能铝合金材料产业化项目”建设完成后，将使公司铝合金挤压材和锻件年产能达到 9,250 吨，预计于 2017 年达产。随着募集资金投资项目的达产，公司贸易类产品将逐渐转向自产，公司整体毛利率水平将随着募投项目的逐渐达产而不断提升。

## 5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年 EPS（摊薄后）分别为 0.91 元、1.00 元、1.31 元，综合考虑公司的行业地位、成长性、盈利能力、可比公司估值等，认为给予公司 2015 年 60-80 倍的估值是合理的，对应合理估值区间 54.6-72.8 元。



**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	157.25	170.30	191.23	235.25	净利润	36.01	39.82	44.66	58.48
营业成本	90.31	98.09	111.87	133.19	折旧与摊销	3.89	17.92	28.19	34.74
营业税金及附加	0.55	0.60	0.67	0.83	财务费用	2.06	1.28	-0.18	-0.35
销售费用	3.63	3.79	4.24	5.26	资产减值损失	0.80	0.00	0.00	0.00
管理费用	18.53	20.43	22.73	28.01	经营营运资本变动	-29.67	5.62	-0.07	-4.88
财务费用	2.06	1.28	-0.18	-0.35	其他	24.85	-0.38	0.26	0.36
资产减值损失	0.80	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>37.94</b>	<b>64.26</b>	<b>72.86</b>	<b>88.36</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-137.42	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	73.26	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-64.16</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>	<b>-30.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>41.36</b>	<b>46.12</b>	<b>51.89</b>	<b>68.31</b>	短期借款	-78.00	-42.00	0.00	0.00
其他非经营损益	1.59	1.26	1.29	1.33	长期借款	106.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>42.96</b>	<b>47.37</b>	<b>53.18</b>	<b>69.64</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.94	7.56	8.53	11.16	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	36.01	39.82	44.66	58.48	其他	-3.61	-1.28	0.18	0.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>24.89</b>	<b>-43.28</b>	<b>0.18</b>	<b>0.35</b>
归属母公司股东净利润	36.01	39.82	44.66	58.48	<b>现金流量净额</b>	<b>-1.33</b>	<b>-9.02</b>	<b>43.03</b>	<b>58.70</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	51.30	42.29	85.32	144.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	42.92	37.20	44.16	54.79	销售收入增长率	0.28%	8.29%	12.29%	23.02%
存货	28.56	31.02	35.38	42.12	营业利润增长率	4.83%	11.49%	12.52%	31.64%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	6.47%	10.56%	12.16%	30.95%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.60%	38.04%	22.33%	28.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	313.66	329.17	334.42	333.11	毛利率	42.57%	42.40%	41.50%	43.38%
无形资产和开发支出	31.25	27.81	24.38	20.94	三费率	15.41%	14.97%	14.01%	13.99%
其他非流动资产	34.40	34.40	34.40	34.40	净利率	22.90%	23.38%	23.35%	24.86%
<b>资产总计</b>	<b>502.09</b>	<b>501.89</b>	<b>558.06</b>	<b>629.39</b>	ROE	14.99%	9.67%	9.89%	11.83%
短期借款	42.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.78%	7.17%	7.93%	8.00%
应付和预收款项	48.53	49.52	59.27	69.39	ROIC	15.14%	12.34%	13.21%	17.15%
长期借款	106.50	106.50	106.50	106.50	EBITDA/销售收入	30.09%	38.35%	41.78%	43.66%
其他负债	64.77	65.76	67.53	70.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>261.80</b>	<b>221.78</b>	<b>233.29</b>	<b>246.14</b>	总资产周转率	0.34	0.34	0.36	0.40
股本	34.03	34.03	34.03	34.03	固定资产周转率	3.43	1.26	0.85	0.89
资本公积	60.10	60.10	60.10	60.10	应收账款周转率	7.10	6.50	7.64	7.53
留存收益	146.17	185.99	230.65	289.13	存货周转率	3.30	3.29	3.37	3.44
归属母公司股东权益	240.29	280.11	324.77	383.25	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.83%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>240.29</b>	<b>280.11</b>	<b>324.77</b>	<b>383.25</b>	资产负债率	52.14%	44.19%	41.80%	39.11%
负债和股东权益合计	502.09	501.89	558.06	629.39	带息债务/总负债	56.72%	48.02%	45.65%	43.27%
					流动比率	1.20	1.78	2.24	2.79
					速动比率	0.92	1.28	1.76	2.30
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	47.31	65.31	79.90	102.71	每股收益（摊薄前）	1.06	1.17	1.31	1.72
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	7.06	8.23	9.55	11.26
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.12	1.89	2.14	2.60
PS	0.00	0.00	0.00	0.00	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	1.33	0.46	-0.17	-0.70					
股息率	-	-	-	-					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn