

日期: 2015 年 7 月 2 日

行业: 有色金属



朱立民

021-53519888-1907



zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 17.56 元  
上市合理定价 RMB 67.50~81.00 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量 (万股) 1135.0  
发行后总股本 (万股) 4537.5  
发行数量占发行后总股本 25.01%  
发行方式 网上定价发行  
网下询价配售  
保荐机构 东北证券

## 主要股东 (IPO 前)

杨志峰 36.4%  
王珏 20.7%  
高新投资(SS) 9.0%  
深创投 6.7%

## 收入结构 (2014 年)

制造类 72.0%  
贸易类 23.9%  
受托加工 4.1%

报告编号: ZLM15-NSP07

首次报告日期: 2015 年 7 月 2 日

## 国内核燃料设备用铝合金三家合格供应商之一

## ■ 投资要点:

## 公司所处行业为有色金属压延加工工业

公司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。

## 募投项目

## 1) 核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料产业化项目

鉴于核电产业蓬勃的发展趋势和广阔的市场前景,公司计划于 2015 年完成“核燃料专用设备用高性能铝合金材料产业化项目”建设,力争使公司铝合金挤压材和锻件年产能达到 9,250 吨并于 2017 年达产。

项目经济效益分析:项目完全达产年(投产期第 3 年)不含税年营业收入为 36,322 万元,运营期年平均利润总额 8,509 万元,年平均净利润 7,232 万元,总投资收益率 21.3%,项目投资税前财务内部收益率为 20.80%,项目投资税后财务内部收益率为 18.5%,项目静态投资回收期(所得税后)7.4 年。

## 盈利预测

预计募投项目的建设进度,初步预计 2015-2016 年归属于母公司的净利润将实现变化 70%和 54%,相应的稀释后每股收益为 1.35 元和 2.08 元。

## 定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予中飞股份合理的定价为 67.50 元-81.00 元,对应 2015 年每股收益的 50~60 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	16,026	15,681	15,725	26,897	41,425
年增长率 (%)	26%	-2%	0%	71%	54%
归属于母公司的净利润	3,202	3,382	3,601	6,118	9,416
年增长率 (%)	15%	6%	6%	70%	54%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.71	0.75	0.79	1.35	2.08

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司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。

公司目前主要为专用设备制造领域提供高性能铝合金材料，公司所处的行业为有色金属压延加工工业中的铝加工行业，目前产品主要涉及核能领域。

按照我国国民经济行业分类标准和中国证监会发布的《上市公司行业分类指引》，公司主营业务属于“C67 有色金属冶炼及压延加工业”中的“C6760 有色金属压延加工业”，具体而言，公司所处的行业是有色金属压延加工业的子行业铝合金加工行业。

### ● 行业前景

2011年6月，国家发展改革委等五部委联合发布《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011年度）》指出，新材料产业的“高性能镁、铝、钛合金材料”（列41类）和先进能源产业中的“核电及核燃料循环”（列74类）为当前优先发展的高技术产业化重点领域，其内容包括高性能铝合金及其复合材料，铀浓缩技术及关键设备以及先进乏燃料后处理技术等。

### ● 行业竞争结构及公司的地位

目前，我国铝加工行业生产企业众多，产业集中度较低。截止到2013年底，中国约有1,115家铝加工企业，全年总产量约2,543.00万吨，年平均产量2.28万吨/家，平均规模偏小，小企业较多，在低附加值产品领域存在过度竞争的状况。

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指定生产的行业，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，行业进入壁垒较高，该细分行业处于不完全竞争状态。

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。目前，公司产品主要应用于核燃料生产设备制造行业，即按照该行业要求的品种规格和技术标准，为核燃料加工专用设备提供高性能（高强、高韧、耐腐蚀）铝合金材料和机加工零部件。

公司属于国家高新技术企业、“黑龙江省创新型试点企业”、“哈尔滨市第五批知识产权试点单位”、“黑龙江铝镁合金新材料技术创新战略联盟”成员单位以及中国有色金属理事会副理事长单位；公司的技术中心先后被哈尔滨市工信委和黑龙江省工信委评为市级企业技术中心和省级企业技术中心；公司高度重视质量管理体系的建设，建立了完善的质量管理体系，目

前公司已通过 GB/T19001-2008/ISO9001:2008 质量管理体系认证和 GJB9001B -2009 国军标质量管理认证体系认证,并获得中核集团合格供应商证书,为公司进一步开拓市场提供了可靠的质量保证;此外,公司还获得了黑龙江中小企业科技成果推广及应用一等奖以及中国产学研合作创新奖等。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身为哈尔滨中飞新技术有限公司,2010年10月1日中飞有限股东会决议,由中飞有限各股东作为发起人,依据《公司法》的有关规定由有限责任公司整体变更为股份有限公司。

公司控股股东和实际控制人为杨志峰先生,本次发行前持有公司36.4438%的股份,现任公司董事长。

表 1: 公司的股东及实际控制人情况(单位:万股、%)

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	杨志峰	1240	36.4	1240	27.3
2	王 珏	705	20.7	705	15.5
3	高新投资(SS)	306	9.0	306	6.7
4	深创投	227	6.7	227	5.0
5	红土科力	147	4.3	147	3.2
6	李念奎	130	3.8	130	2.9
7	王春雨	125	3.7	125	2.8
8	其他	522	15.3	522	11.5
9	本次发行社会公众股			1135	25.0
	合计	3403	100.0	4538	100.0

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 2: 公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
制造类	11,279	72.0%	11,112	71.2%	11,007	68.9%
贸易类	3,750	23.9%	3,862	24.7%	4,596	28.8%
受托加工	645	4.1%	642	4.1%	370	2.3%
合 计	15,673	100.0%	15,617	100.0%	15,974	100.0%

资料来源: 公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014		2013 年		2012 年		
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	
营业收入	15,725	0.3%	15,681	-2.1%	16,026	25.6%	12,756
营业利润	4,136	4.8%	3,945	7.7%	3,663	13.5%	3,227
利润总额	4,296	6.7%	4,026	6.6%	3,777	15.7%	3,263
归属于母公司股东的净利润	3,601	6.5%	3,382	5.6%	3,202	15.0%	2,785

资料来源：公司招股意向书等；

表 4：公司产品产量、销量及产销率

项目	类别	2014 年	2013 年	2012 年
年产能（吨）	锻件	1,400	1,400	1,400
	机加工件	1,350	1,350	1,260
	小计（吨）	2,750	2,750	2,660
产量（吨）	锻件	1,588	1,425	1,564
	其中：直接销售	1,423	1,051	1,250
	用于生产机加	165	374	314
	机加工件	1,158	1,233	1,304
	小计（吨）	2,746	2,658	2,868
销量（吨）	锻件	1,591	1,492	1,550
	其中：直接销售	1,426	1,118	1,235
	用于生产机加	165	374	314
	机加工件	1,086	1,354	1,143
	小计（吨）	2,677	2,846	2,692
产能利用率	锻件	113.42%	101.76%	111.72%
	机加工件	85.79%	91.37%	103.48%
	综合产能利用率	99.85%	96.66%	107.82%
产销率	锻件	100.23%	106.40%	98.86%
	机加工件	93.78%	109.80%	87.63%
	综合产销率	97.34%	108.24%	93.12%

资料来源：公司招股意向书等；

表 5：公司分产品的毛利构成情况（单位：万元）

设备	2014 年度	2013 年度	2012 年度
营业收入（万元）			
制造类	11,279	11,112	11,007
贸易类	3,750	3,862	4,596
受托加工	645	642	370
合计	15,673	15,617	15,974
营业成本			
制造类	5,958	6,167	5,963
贸易类	2,820	2,922	3,342

受托加工	240	193	141
合计	9,018	9,282	9,446
毛利			
制造类	5,321	4,945	5,044
贸易类	929	941	1,254
受托加工	405	449	229
合计	6,655	6,335	6,528
毛利率(%)			
制造类	47.18	44.50	45.83
贸易类	24.78	24.36	27.29
受托加工	62.72	69.95	61.92
综合	42.46	40.57	40.87

资料来源：公司招股意向书等；

## ● 募投项目

表 6：公司 IPO 募集资金项目概况

序号	项目名称	投资额
1	核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料产业化项目	41,496
2	其他与主营业务相关的营运资金	-
	合 计	41,496

资料来源：公司招股意向书

### 1) 核燃料加工专用设备用高性能铝合金材料产业化项目

公司已先行通过政府扶持资金和自有资金对上述项目进行建设。截至 2014 年 12 月 31 日，项目已累计投资达 32,933.47 万元，占投资总额的比例为 79.37%。

鉴于核电产业蓬勃的发展趋势和广阔的市场前景，公司计划于 2015 年完成“核燃料专用设备用高性能铝合金材料产业化项目”建设，力争使公司铝合金挤压材和锻件年产能达到 9,250 吨并于 2017 年达产。

项目经济效益分析：项目完全达产年（投产期第 3 年）不含税年营业收入为 36,322 万元，运营期年平均利润总额 8,509 万元，年平均净利润 7,232 万元，总投资收益率 21.3%，项目投资税前财务内部收益率为 20.80%，项目投资税后财务内部收益率为 18.5%，项目静态投资回收期（所得税后）7.4 年。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归属于母公司的净利润将实现变化 70%和 54%，相应的稀释后每股收益为 1.35 元和 2.08 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	16,026	15,681	15,725	26897	41425
营业总成本	12,363	11,736	11,589	19787	30435
营业成本	9,453	9,297	9,031	15414	23699
营业税金及附加	116	102	55	94	145
销售费用	387	315	363	621	957
管理费用	2,098	1,844	1,853	3174	4888
财务费用	356	136	206	350	539
资产减值损失	-48	42	80	134	207
其他经营收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,663	3,945	4,136	7109	10991
加：营业外收入	115	81	161	150	150
减：营业外支出	0	1	2	2	2
利润总额	3,777	4,026	4,296	7257	11139
减：所得税	575	644	694	1140	1722
净利润	3,202	3,382	3,601	6118	9416
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,202	3,382	3,601	6118	9416
发行后总股本（万股）	4,538	4,538	4,538	4,538	4,538
摊薄 EPS	0.71	0.75	0.79	1.35	2.08

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 受核电行业影响的风险

公司主营业务为高性能铝合金材料及机加工零部件的研发、生产和销售。目前，公司产品主要用于生产核燃料加工专用设备。公司主营业务与核电行业的关系是，核电站的建设带动核燃料行业发展，从而带动核燃料加工专用设备的生产制造，进而带动核燃料加工专用设备用材料即高性能铝合金材料的生产。报告期内，公司在核能领域销售收入分别为 15,171.59 万元、14,163.41 万元和 14,245.35 万元，占主营业务收入的比分别为 94.98%、90.69%和 90.89%。目前，公司作为专用设备用高性能铝合金材料的合格供应商，对核电行业存在较高的依存度。

### 原材料价格波动的风险

公司的原材料包括铝铸棒、铝挤压棒、铝管、异型管和电解铝（募投项目实施以后的主要原材料）等，铝铸棒和铝挤压棒合称铝棒材，是铝锻件的原材料；铝管和异型管合称铝管材，是机加件的原材料；电解铝是 7000 系铝合金材料和募投项目的主要原材料。

公司主营业务成本中主要原材料铝棒材和铝管材成本所占比重较高，2012 年、2013 年和 2014 年，铝棒材和铝管材成本占制造业务成本的比重分别为 80.94%、75.28%和 72.93%。上游原材料价格波动对公司生产经营产生较大影响。公司铝管材和铝棒材的采购方式是向供应商直接采购，定价方式为“长江铝价格+加工费”，其中电解铝价格参考上海长江有色金属现货铝的月加权平均价格确定。在电解铝价格小幅、不持续波动的情况下，不会对公司经营产生显著影响，但如果未来电解铝价格发生持续、大幅和单方向波动，则会对公司经营业绩产生一定影响。

### 企业所得税政策变化风险

2011 年 10 月 17 日，经黑龙江省科学技术厅、黑龙江省财政厅、黑龙江省国家税务局、黑龙江省地方税务局复审，公司继续被认定为高新技术企业（有效期为 2011 年—2013 年），根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例，并于 2012 年 4 月 19 日经哈尔滨经济技术开发区国家税务局确认，公司自 2011 年 1 月 1 日起至 2013 年 12 月 31 日止，减按 15% 的税率缴纳企业所得税。2014 年 8 月，公司重新获得高新技术企业证书，2014 年母公司按 15% 预缴企业所得税。

2012~2014 年，所得税减免额分别为 366.61 万元、335.28 万元和 410.15 万元，占利润总额比重分别为 9.71%、8.33%和 9.55%。如果未来公司不再被认定为高新技术企业或者国家税收优惠政策发生重大变化，则公司的所得税税率上升，将会对公司经营成果产生一定影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2014 年业绩和 2015、2016 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2014 年平均动态市盈率为 **93.0** 倍，2015 年平均动态市盈率为 **62.3** 倍；最近上市的创业板股票中，2014 年平均动态市盈率为 **65.1** 倍、2015 年平均动态市盈率为 **55.8** 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	
002501.SZ	利源精制	13.28	0.43	0.27	0.35	31.2	50.1	37.6	3.6
002182.SZ	云海金属	12.71	0.10	0.19	0.35	132.4	68.4	36.2	4.1
002547.SZ	春兴精工	28.67	0.31	0.64	0.79	92.8	44.8	36.2	5.6
300328.SZ	宜安科技	25.27	0.22	0.29	0.41	115.7	86.1	61.3	9.2
国内同行业整体平均						<b>93.0</b>	<b>62.3</b>	<b>42.8</b>	<b>5.6</b>

数据来源：Wind（7月2日最新价）

表 9： 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014	2015E	2016E	2013	2014	2015E	2016E

2015 年 7 月 2 日



300475.SZ	聚隆科技	26.03	0.56	0.79	0.93	1.08	46.2	32.9	28.0	24.1
300464.SZ	星徽精密	34.27	0.52	0.49	0.57	0.70	66.1	70.0	59.8	49.3
300478.SZ	杭州高新	45.75	0.65	0.69	0.79	0.92	70.8	66.1	57.7	49.5
300476.SZ	胜宏科技	38.95	0.60	0.70	0.85	1.11	64.5	55.4	45.7	35.1
300471.SZ	厚普股份	107.47	2.10	2.52	2.82	3.56	51.1	42.6	38.2	30.2
300469.SZ	信息发展	55.46	0.50	0.53	0.63	0.79	111.9	104.8	88.1	70.2
300472.SZ	新元科技	42.49	0.50	0.52	0.61	0.75	85.0	82.0	69.2	56.8
300479.SZ	神思电子	54.79	0.48	0.53	0.60	0.75	114.0	103.7	91.7	73.1
300473.SZ	德尔股份	54.99	1.31	1.35	1.66	1.94	42.0	40.8	33.1	28.3
300470.SZ	日机密封	87.13	1.50	1.67	1.87	2.22	57.9	52.3	46.5	39.3
平均值							71.0	65.1	55.8	45.6

资料来源: Wind; 股价以 7 月 2 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况, 我们认为给予 **中飞股份** 合理的定价为 **67.50 元-81.00 元**, 对应 2015 年每股收益的 **50~60** 倍市盈率。



## 分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。