

新股研究报告

有色金属

基本金属

鲁丰股份

合理估值区间： 31.8~34.6 元

2010 年 03 月 11 日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
 流通 B 股/H 股(百万股)
 上证综指/深圳成指
 发行价格(元)
 发行股本(百万股) 19.50

财务数据

净资产值(百万元) 231
 每股净资产(元) 3.99
 资产负债率 81.58%

新股分析

家用和药用铝箔业的领导者

●中国铝箔业：持续稳定增长并长期具备国际竞争优势地位

铝箔作为重要的基础原材料，广泛应用于国民经济各领域，06-09 年 CAGR 达到 33%，受益于消费的升级及经济的复苏，铝箔市场需求将持续稳定高速增长；中国铝箔制造业出现了细分子行业龙头，竞争格局进入了良性发展。中国具备并将长期具备国际竞争优势地位。

●鲁丰股份：家用和药用铝箔龙头企业，新建产能即将发挥效益

鲁丰股份为药用铝箔、家用铝箔两个子行业的龙头企业。先进的生产技术以及灵活稳健的生产经营机制等构成了公司的核心竞争力。目前公司在建铝箔产能 8 万吨、铝板带产能 10 万吨，自 2010 年起，上述产能将陆续建成投产，公司效益将快速提升。

●募投项目：产业链纵向延伸，推动产品结构升级

公司募投项目的实施使公司产业链得以纵向延伸并解决了产能瓶颈问题。产业链向上扩展至铝板带有利于降低生产成本，提高生产的稳定性，而铝箔项目的实施解决了目前产能的限制，使公司有能力进入软包装双零铝箔和高端复合铝箔等领域，推动了公司产品结构升级。

●风险提示

1) 价格及成本风险：充分竞争下加工费收取较为受限，公司盈利情况受到加工成本的影响较大；2) 外汇及政策风险：公司家用铝箔产品主要用于出口，受到进出口政策及外汇汇率变动影响。3) 宏观经济的风险。

●盈利预测和估值

考虑到铝箔需求市场的快速增长情况，以及公司的市场地位及优势，我们预计公司 2010~2012 年 EPS（摊薄后）分别为 1.03 元、1.62 元和 2.01 元。结合绝对估值和相对估值给予 31.8~34.6 元/股的定价区间，对应 2010 年 PE31X~34X。

盈利预测和财务指标

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	781	1,843	2,853	3,304
(+/-%)	-5.6%	136.0%	54.8%	15.8%
净利润(百万元)	32	80	126	156
(+/-%)	6.2%	147.3%	57.8%	23.8%
每股收益(元)	0.56	1.03	1.62	2.01
EBIT Margin	10.0%	7.6%	6.8%	7.2%
净资产收益率(ROE)	13.9%	8.7%	12.7%	14.6%
市盈率(PE)	58.7	31.7	20.1	16.2
EV/EBITDA	29.0	19.4	15.1	12.7
市净率(PB)	8.18	2.78	2.56	2.38

分析师：彭波

电话： 0755 - 82133909

Email: pengbo@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

内容目录

估值区间：31.8-34.6 元/股	4
绝对估值法：32.6 元/股	4
相对估值区间：31.8-34.6 元/股	4
中国铝箔加工业前景持续向好	6
铝箔：广泛应用于国民经济各领域的铝材深加工产品	6
中国迈入铝箔强国行列，优势地位可持续	7
集中度有望进一步提升，竞争格局呈现良性发展	8
需求持续、稳定增长，产品升级为未来发展方向和必然	9
鲁丰股份：铝箔细分行业龙头，产能快速释放在即	11
公司及发行概况	11
行业地位：药用铝箔及家用铝箔产量中国第一	13
业绩拐点：在建产能自 2010 年起逐步释放	14
核心竞争力：生产技术革新、新产品开发、经营机制以及龙头地位	14
募投项目：产业链纵向延伸，推进产品结构升级	15
未来三年盈利预测及主要假设	17
风险提示	17
附表 1：财务预测与估值	18
国信证券投资评级	19
免责条款	19

图表目录

图 1: 铝加工业产业链: 铝板带箔加工业位于产业链后端	6
图 2: 铝箔企业集中在铝矿资源、制造业发达及交通便利地区, 规模区域优势明显	8
图 3: 铝箔净出口量 06-09 年CAGR为 33% (单位: 万吨)	9
图 4: 受益经济复苏, 行业需求回暖明显	9
图 5: 中国铝箔需求市场集中在热传输等传统领域, 新兴产业需求发展空间大	10
图 6: 中国铝箔供需有所失衡, 但或受益经济复苏, 整体压力不大	10
图 7: 主要产品为家用铝箔和药用铝箔, 09 年占比达到 82%	11
图 8: 09 年出口收入占到公司总收入的 42%	11
图 9: 母公司与子公司间形成较为完整的铝板带箔生产链条	12
图 10: 鲁丰股份发行后股权结构	13
图 11: 公司募投项目简图——产业链纵向延伸, 扩宽生产领域, 突破产能瓶颈	16
表 1: 三阶段模型的主要假设	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件	4
表 3: 上市A股基本金属行业 (铝及铝加工) 可比公司估值比较	4
表 4: 铝箔广泛应用于国民经济各领域	6
表 5: 各细分领域的龙头企业	13
表 6: 公司各类产品加工费 (单位: 元/吨)	14

估值区间：31.8-34.6 元/股

绝对估值法：32.6 元/股

我们采用三阶段模型对公司价值进行现金流贴现：

2010-2011 年，公司销售收入分别增长 136% 和 55%，主要原因是新增铝板带及铝箔产能的投产，以及经济复苏带来的销售增长。具体假设请见盈利预测部分。

模型显示，公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.03/1.62/2.01 元，FCFF 估值为 32.6 元，对应 2010-2012 年 PE 分别为 32X/20X/16X。

表 1：三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入增长率	-5.59%	136.0%	54.8%	15.8%	15.0%	14.0%	12.5%	11.0%	9.0%	6.0%	4.0%
营业成本 / 销售收入	83.47%	86.9%	86.9%	86.7%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%	86.2%
管理费用 / 销售收入	2.2%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
销售费用 / 销售收入	3.16%	3.1%	3.5%	3.4%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
股利分配比例	96.43%	30.0%	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	60.0%	60.0%	60.0%	75.0%	90.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2：绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.43%	风险溢价	6.80%
行业平均 Beta	1.10	E/(D+E)	60.00%
Kd	5.94%	D/(D+E)	40.00%
Ke	12.14%	WACC	8.93%

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值区间：31.8-34.6 元/股

（以下各表中上市公司相关指标若未注明，均采用 2010-3-5 日收盘价。）

1、基本金属行业同类公司比较：价格区间 31.8~34.6 元/股

考虑到可比性及行业市场平均估值水平，我们选取栋梁新材，罗普斯金，常铝股份，新疆众和，东阳光铝做为可比公司进行相对估值。

表 3：上市 A 股基本金属行业（铝及铝加工）可比公司估值比较

证券代码	证券简称	ROE（摊薄）%		归属母公司股东的净利润同比增长率		预测市盈率 PE			CAGR%	PEG
		2007A	2008A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		
002082	栋梁新材	16	10	94%	16%	32.3	21.8	17.9	34.5	0.9
002333	罗普斯金	30	24	47%	4.6%	40.6	33.0	26.9	22.9	1.8
600888	新疆众和	19	6	58%	-17%	37.5	25.9	19.5	38.7	1.0
600673	东阳光铝	2	6	78%	170%	112.0	26.7	18.9	143.6	0.8
002160	常铝股份	6	1	1.2%	-85%	162.9	158.2	152.8	3.2	50.1
平均值						77.1	53.12	47.2	48.6	10.9
平均值-剔除常铝						55.6	26.9	20.8	59.9	1.1
鲁丰股份		26.9	15.2	-	11.3%	-	-	-	97.5	-

资料来源：wind，国信证券经济研究所 注：CAGR 为 wind 一致预期下 09-11 年复合增长率，PEG=（09 年预测 PE）/（09-11 年复合增长率）

A股上市铝及铝加工行业可比公司09-12年EPS复合增长率平均值为48.6%，远低于鲁丰股份的97.5%，考虑到公司的高成长性，我们认为鲁丰股份应该享有更高的估值溢价。同时，考虑到行业可比公司2010年平均市盈率为26.9倍（这里，在选择2010年行业平均估值水平时我们倾向于剔除存在过多市场因素影响的常铝股份），我们认为给予鲁丰股份15%-25%的估值溢价是合理的。鲁丰股份2010年合理市盈率区间为31~34倍，对应股价31.8~34.6元/股，价值中枢为33.2元/股。

结论:

绝对估值法计算下的定价是根据公司的价值由未来现金流贴现决定的原则，相对估值法则结合可比公司及目前市场整体估值水平，均具有一定的参考作用。我们结合绝对估值和相对估值法，以绝对估值法为估值区间下限，给与鲁丰股份31.8~34.6元/股定价，相当于发行摊薄后2010PE31X~34X。

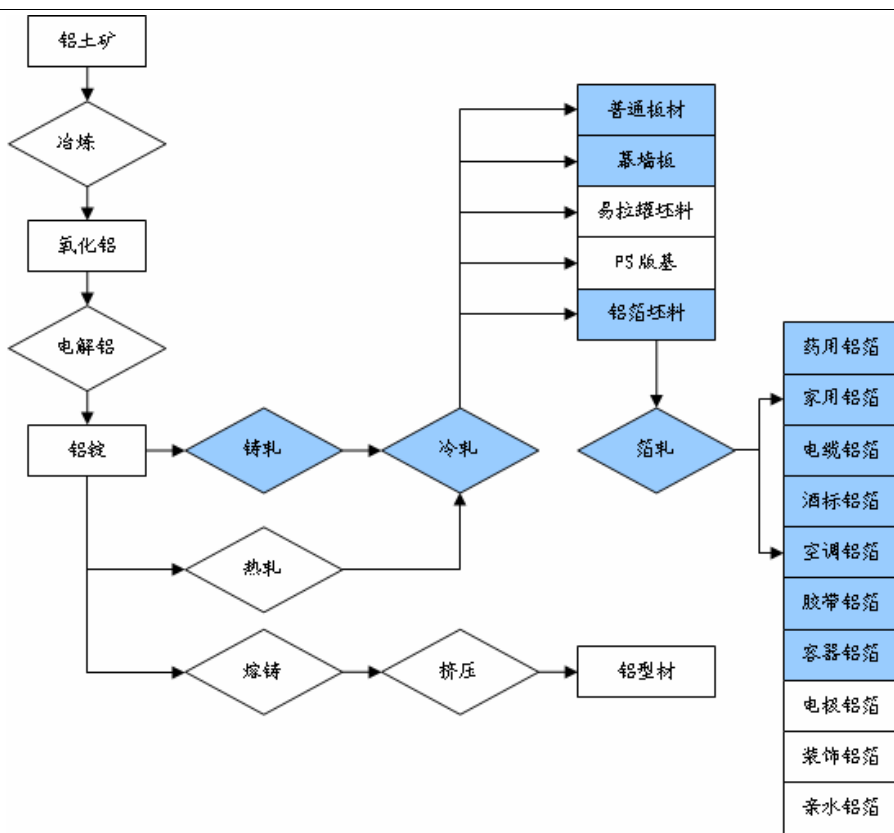
中国铝箔加工业前景持续向好

铝箔：广泛应用于国民经济各领域的铝材深加工产品

铝板带箔业位于铝行业产业链的后端，对铝锭经过铸、冷、箔轧等工序后，将其制成各种规格厚度的铝板带材产品。通常意义上，把铝或铝合金带卷经轧制后形成的厚度小于或等于 0.2 毫米的铝带材称为铝箔。

因为质量轻、密闭性好、包覆性好、环保可降解等特点，铝箔被广泛应用于包装（食品、药物等）、电器、散热器和建筑等国民经济各领域。

图 1：铝加工业产业链：铝板带箔加工业位于产业链后端



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所（注：蓝色框为目前鲁丰股份所涉及领域）

表 4：铝箔广泛应用于国民经济各领域

行业	类别	典型厚度 (mm)	加工方式	用途
包装	食品	0.006~0.009	复合纸、塑料薄膜压花上色、印刷等	糖果、奶制品、粉末食品、饮料、茶、面包及各种小食品等包装
	烟草	0.006~0.007	复合纸、上色、印刷等	各种香烟内外包装
	医药	0.006~0.02	复合、涂层、印刷等	片剂、颗粒剂的包装
	化妆品	0.006~0.009	复合、印刷等	香水、香波及其他化妆品包装
	瓶罐	0.011~0.2	复合、印刷等	瓶盖、啤酒瓶、果汁瓶外封、各种商标等

日用	家用	0.01~0.02	小卷	作为食品包装广泛应用于烹饪、冷冻、烘烤、贮存等
	器皿	0.011~0.1	成型加工	食品器皿、煤气罩、烟灰盒、各种容器等
电器 工业	电解电容器	0.015~0.11	在特定介质中侵蚀	电解电容器
	电力电容器	0.006~0.016	衬油浸纸	电容器
	散热器	0.09~0.2	冲制翅片	各种空调散热器
	电缆	0.15~0.2	铝塑复合	电缆包覆
建筑 业	绝热材料	0.006~0.03	复合材料	住宅、管道等绝热保温材料等
	装饰板	0.03~0.2	涂漆、复合材料	建筑装饰板
	铝塑管	0.2	复合聚乙烯塑料	各种管道

数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

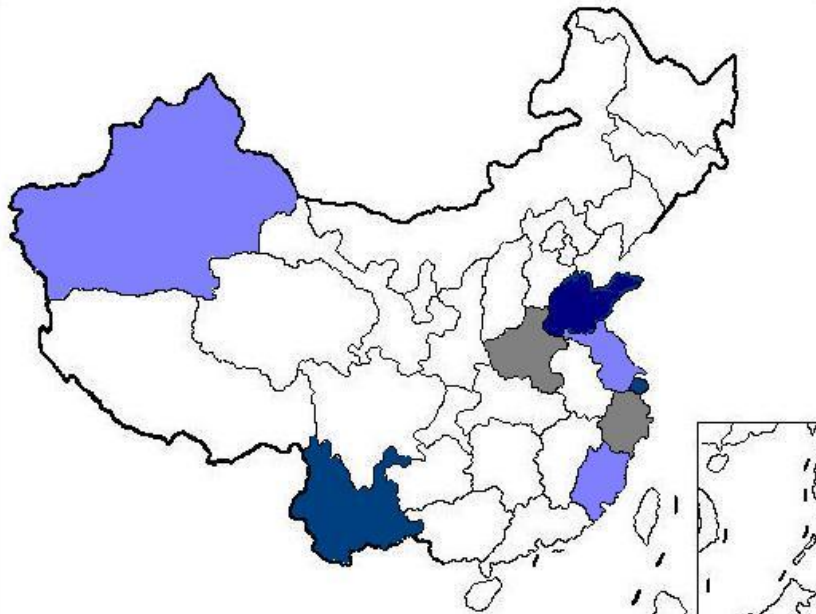
中国迈入铝箔强国行列，优势地位可持续

中国从 2004 年起成为铝箔净出口国，当年净出口量 1.06 万吨，2006 年中国迈入世界初级铝箔强国行列，在生产能力与产量方面均雄居世界首位。2008 年的中国铝箔总产量为 132 万吨，占全球总产量的 27.8%。虽然 09 年铝箔净出口量因金融危机影响有所下滑，但 06-09 年中国铝箔净出口量复合增长率依然达到 32.7%。

我们认为，中国的世界铝箔强国地位将继续保持并会进一步得到巩固。这主要是因为：

- **资源与成本优势：**丰富的铝矿资源与较为低廉的加工成本是世界铝箔制造业向中国转移的基础，这也是全球制造业向中国转移进程中的一部分。
- **规模效应与接近目标市场区域优势：**目前中国在山东、江苏、云南等形成了初具规模的铝业生产群，规模优势效应逐渐显现；而中国作为制造业大国，也成为铝箔消费的重要目标市场区域。
- **“设备与生产技术”优势：**中国铝板带箔业设备大都是近 15 年投建的；而工业发达国家的设备大部分是上世纪 60 年代以及以前投建的，虽然经过改造，但技术水平总体上仍较为落后。此外，中国将会成为世界宽幅铝箔生产基地，截止到 2009 年底中国投产的 2000mm 级铝箔轧机可达 30 台，其中国产的 8 台，占总数的 26.7%，2010 年底这种宽幅箔轧机的总数可能超过 40 台，它们的双零箔生产能力可达到 25 万吨/年。中国目前不但铝箔产量大、装机水平高，而且所有型号的铝箔都可加工生产，铝箔业具备较强的国际市场竞争力。

图 2: 铝箔企业集中在铝矿资源、制造业发达及交通便利地区，规模区域优势明显



资料来源：国信证券经济研究所

集中度有望进一步提升，竞争格局呈现良性发展

中国铝箔行业面临集中度较低，市场份额分散，局部过度竞争等问题。据中国有色金属加工工业协会统计，2007 年，全国铝箔产量为 109.8 万吨，从事铝箔生产的企业约 140 家，平均产量 0.78 万吨，平均规模偏小，小企业较多，尤其在低附加值产品领域存在过度竞争的状况。

我们判断，中国铝箔行业将呈现出集中度进一步提升，竞争格局良性发展的态势：

- **金融危机为产业整合提供了“机会”：**2008 年全球经济危机爆发导致铝锭价格出现大幅波动，全球铝箔消费市场受到较大的影响。中国部分中小铝箔生产企业因缺乏规模效应和技术积累，生产成本较高，受到市场冲击较大，外资铝箔生产企业受母公司影响也纷纷关闭或转让产能，国内铝箔行业呈现产能逐步向具有规模优势和雄厚技术积累的国内大型铝箔生产企业集中的趋势。如美铝渤海铝箔业务的剥离，美铝上海的被收购等。
- **铝箔下游需求市场竞争格局改变，大型企业更具优势：**家电、汽车等下游需求市场逐步形成行业寡头，这些行业寡头对配件供应商的产品开发实力、产品品质、价格水平、交货期都有很高的要求，需要规模企业为其提供配套，以提高自身产品的价格竞争实力。这样一来，小型的铝加工企业生存空间会越来越小，优势企业的规模效应将会日益突出，从而导致国内铝箔企业的集中度加快提升，有利于铝箔行业的良性发展。
- **专注细分子行业，培养核心竞争力：**中国铝箔行业已形成了多个较为清晰的铝箔行业细分产品领域，大多数铝箔生产企业采取了定位于特定产品品种进行专业化生产的模式，各细分领域内部形成了龙头企业拥有明显市场份额及技术实力优势的市场格局，如在家用铝

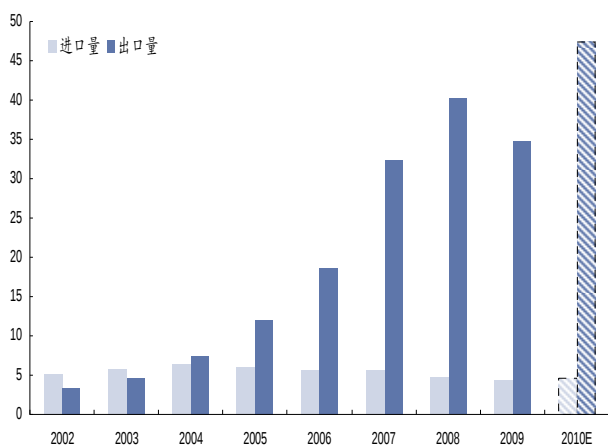
箔子行业的鲁丰股份，空调铝箔子行业的鼎胜铝业。

需求持续、稳定增长，产品升级为未来发展方向和必然

从需求终端市场来看，铝箔可以分为日常需求（包装、日用铝箔等）以及工业需求（电器工业、建筑业等）两部分。我们判断，未来铝箔需求市场将呈现出持续、稳定、较快速增长的态势：

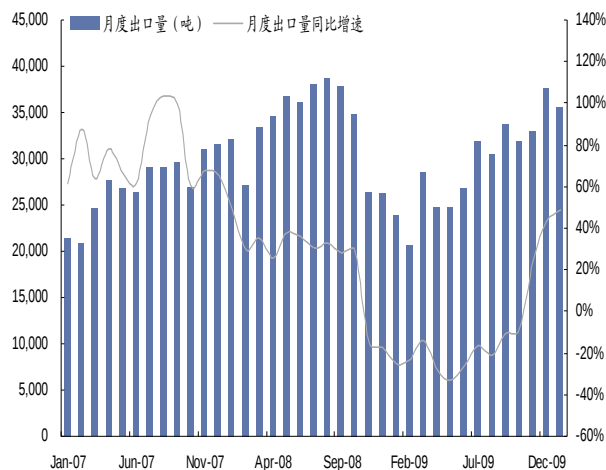
- **日常消费具备稳定、持续增长特征：**铝箔被广泛应用于食品包装、药品包装、家用器皿等领域。例如，药用铝箔主要用于泡罩包装，中药片剂、散剂、胶囊、粒丸等包装，正逐步从纸袋、简易塑料袋、玻璃瓶包装变为泡罩包装，07 年医药包装市场容量已经达到 160 多亿元，而家用铝箔主要是用于家庭、餐馆和食品店作为耐高温的烹调材料和包装保鲜材料。准消费品属性使日常用铝箔消费具有了较好的持续和稳定性。尤其对于欧美发达国家市场，铝箔已成为家庭生活必需的消费品。
- **工业消费受益于经济的复苏和铝箔产品结构的优化升级：**铝箔是电器工业、建筑业等生产部门的重要原材料之一，随着全球经济的复苏，铝箔需求回暖明显，中国出口量已达危机前水平；同时，技术的进步与新产品的开发，高品质铝箔的开发应用也成为一种行业趋势，如双零箔、合金箔的大量开发应用。
- **新兴市场或成为高速增长点：**特别的，由于居民生活水平与消费能力存在的差异，日常消费中的家用铝箔在中国尚处于起步阶段，仅在上海、北京等一线城市中零星出现。美国人均铝材消费量约 5 公斤，而中国不足 1 公斤，随着中国等新兴市场的快速发展和居民消费水平的提高，工业和日常铝箔需求的高成长性可期。

图 3：铝箔净出口量 06-09 年 CAGR 为 33%（单位：万吨）



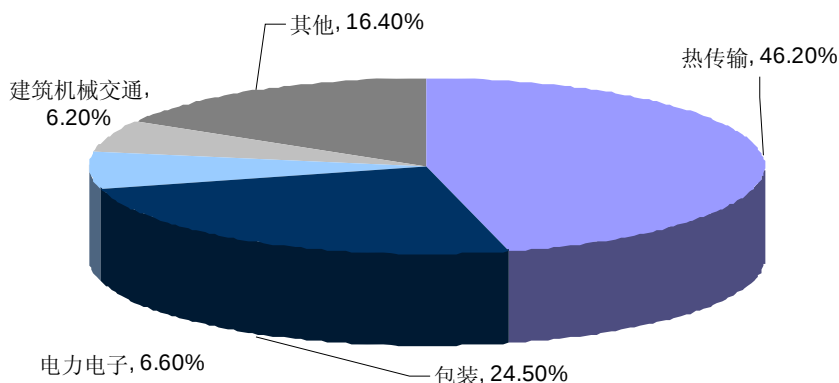
数据来源：海关总署，国信证券经济研究所预测

图 4：受益经济复苏，行业需求回暖明显



数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

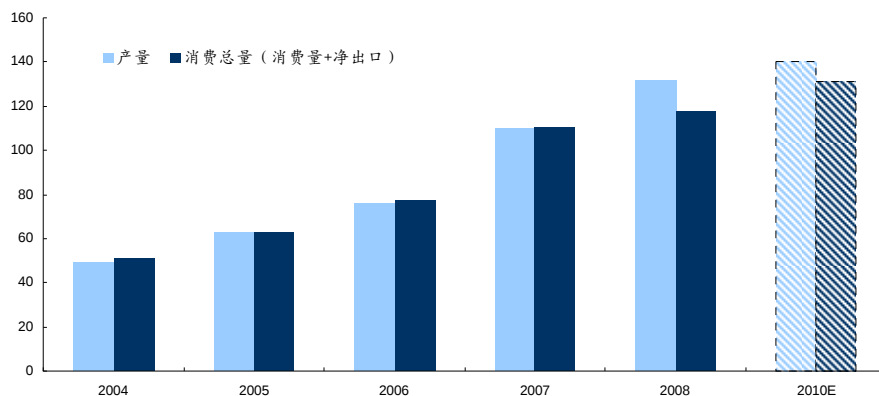
图 5：中国铝箔需求市场集中在热传输等传统领域，新兴产业需求发展空间大



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

据预测，2010 年中国铝箔的消费量将达到 85 万吨。我国现有铝箔生产能力 150 万吨/年，如果净出口量达到 50 万吨，生产能力和销售量还是相对比较协调。当然，如果净出口量低于 50 万吨，或者拟建铝箔项目投产（中孚实业 2010 年 20 万产能将投产），铝箔的供大于求的现象也将比较明显。考虑到经济的复苏，整体来看行业供需压力不大。此外，细分子行业内优势企业积极进行产品升级，提高附加值，这也减少了对产能过剩的担忧。

图 6：中国铝箔供需有所失衡，但或受益经济复苏，整体压力不大



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所预测

鲁丰股份：铝箔细分行业龙头，产能快速释放在即

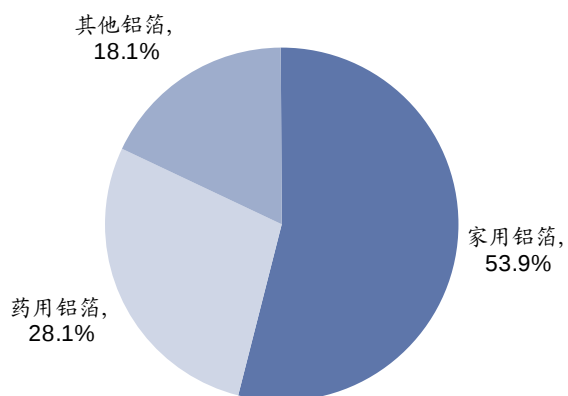
公司及发行概况

鲁丰股份前身为成立于 2000 年的山东鲁丰铝箔工业有限公司。自成立以来，公司即专注于铝箔产品的生产及相关技术研发。

目前公司铝箔综合生产能力达 4 万吨/年、铝板带生产能力 5 万吨/年，技术实力及装备水平居行业领先地位。其主要产品包括家用铝箔和药用铝箔等，并已出口到欧洲、北美洲、澳大利亚、中东、东南亚、香港、台湾等多个国家和地区。

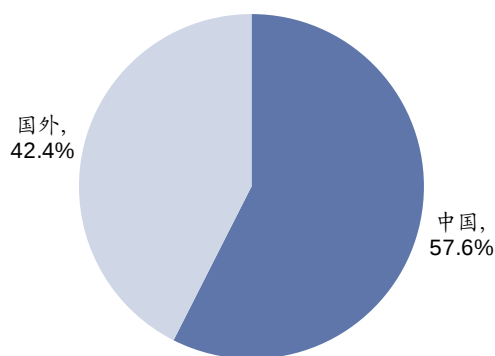
公司全资拥有下属子公司瑞丰铝板、鲁丰制品和鲁申铝材，瑞丰铝板全资拥有润丰铝箔，其中鲁申铝材负责销售，其余三家进行铝板带箔产品的生产，并与母公司间形成了较为完整的加工产业链条。

图 7：主要产品为家用铝箔和药用铝箔，09 年占比达到 82%



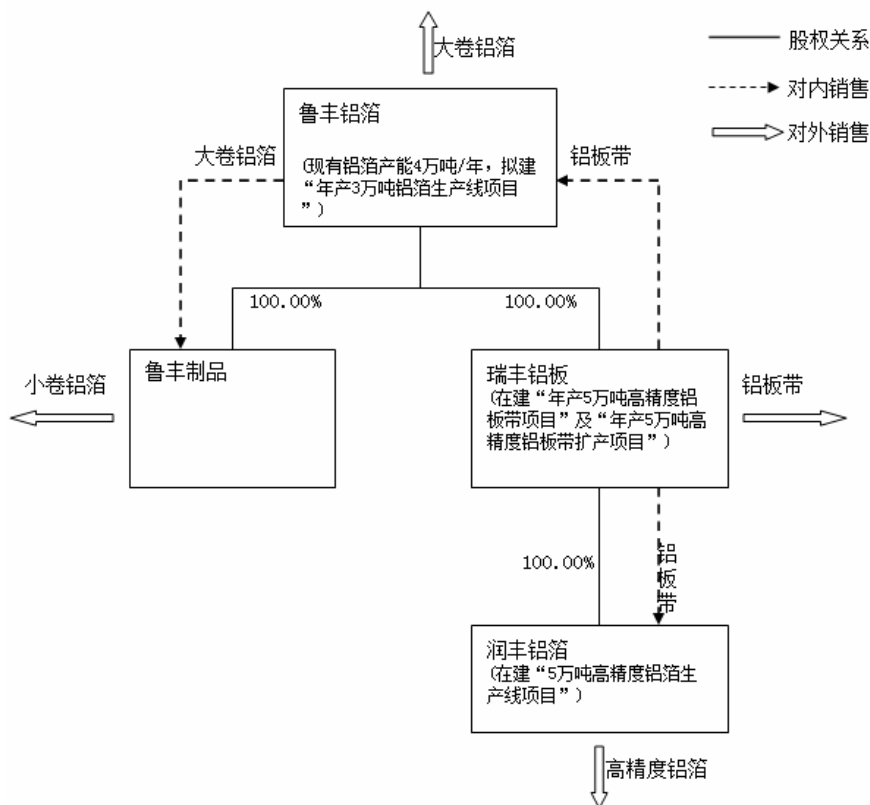
数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

图 8：09 年出口收入占到公司总收入的 42%



数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

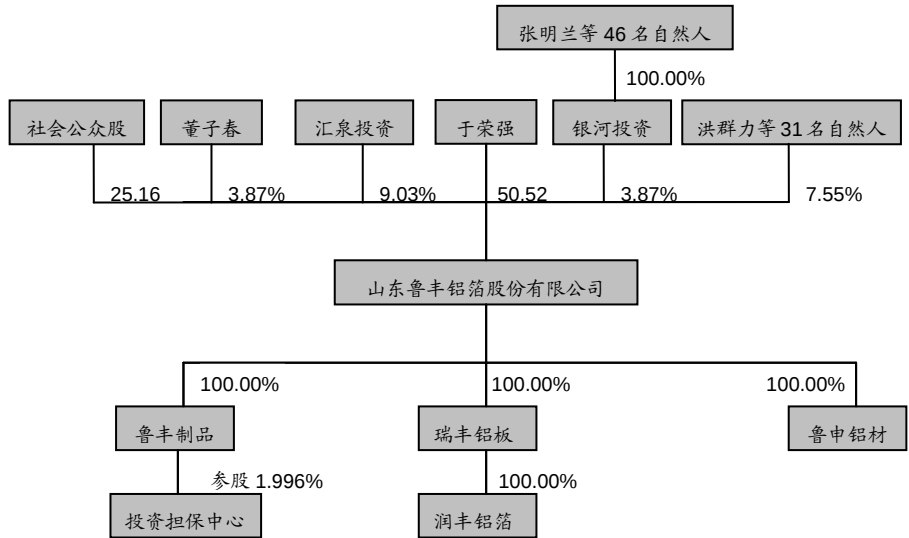
图 9：母公司与子公司间形成较为完整的铝板带箔生产链条



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所

本次发行前，公司总股本为 5,800 万股，本次计划发行 1,950 万股，发行后总股本为 7,750 万股。本次发行完成后，第一大股东为公司董事长于荣强，直接持股比例为 50.52%，洪群力等 31 位自然人持股 7.55%，新发行的公众股占比为 25.16%。

图 10: 鲁丰股份发行后股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

行业地位: 药用铝箔及家用铝箔产量中国第一

2007 年, 据中国有色金属加工工业协会认定, 公司药用铝箔产量全国排名第一; 家用铝箔产量位居全国第二。根据中国海关统计数字, 随着美铝在中国业务的收缩, 2009 年鲁丰股份家用铝箔出口量已居全国第一。

表 5: 各细分领域的龙头企业

产品类别	企业名称
药用铝箔	鲁丰股份、美铝(上海)铝业有限公司
家用铝箔	鲁丰股份、美铝渤海铝业有限公司、镇江鼎胜铝业有限公司
双零铝箔	厦门厦顺铝箔有限公司、江苏大亚铝业有限公司
电子铝箔	新疆众和股份有限公司
空调铝箔	镇江鼎胜铝业有限公司、江苏常铝铝业有限公司
烟用铝箔	云南新美铝铝箔有限公司
综合类铝箔	西南铝业(集团)有限责任公司、山东南山铝业股份有限公司、华北铝业有限公司、华西铝业有限责任公司

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

中国铝箔行业各生产企业的规模及利润水平存在较大差异。从铝箔细分行业来看, 中国铝箔企业在各自的领域形成了相应的竞争优势, 行业内部供求格局也存在明显差异, 导致业务毛利率水平趋于分化, 即使不同规格和质量同类产品, 其间的“加工费”差异也十分明显。少数拥有雄厚研发实力、先进技术装备, 能够生产高品质、高附加值产品且专业化、规模化经营的企业, 利润水平能够稳定的保持在较高水平。

药用铝箔及家用铝箔相对其他铝箔子行业具有回款周期短, 加工费相对较高等特点, 公司在具备稳定持续增长性的细分行业取得绝对市场份额, 为后续产品结构升级以及新利润增长点的开拓提供了基础。

目前鲁丰股份主要产品的加工费水平如下:

表 6: 公司各类产品加工费 (单位: 元/吨)

铝板带	家用铝箔	药用铝箔	其他铝箔
2,500 ~ 3,000	6,000 ~ 6,500	8,000 ~ 10,000	6,000 ~ 7,000

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所

业绩拐点: 在建产能自 2010 年起逐步释放

鲁丰股份现有 4 条箔轧生产线、5 条铸轧生产线、1 条冷轧生产线, 1 条铝箔涂层生产线, 11 条铝箔分切生产线, 铝箔综合生产能力达 4 万吨/年、铝板带生产能力 5 万吨/年。目前, 鲁丰股份在建的项目主要有以下几个:

- **“年产 5 万吨高精度铝板带项目”:** 该项目为募投项目, 拟建设 1 条冷轧生产线, 公司在募集资金到位前利用自有资金对项目进行了投资。该项目主体设备冷轧机已于 2009 年 3 月投产, 目前月产量 4000 吨, 基本达产。后续还需购置安装拉弯矫直机、厚薄剪切机等附属设备, 提升产品品质和档次, 附属设备预计于 2010 年 6 月安装完成。
- **“年产 5 万吨高精度铝板带扩产项目”:** 该项目拟建设 1 条冷轧生产线和 5 条铸轧生产线, 其中: 铸轧生产线部分已于 2009 年 3 月投产, 为第 1 台冷轧机配套; 冷轧生产线正在建设中, 预计将于 2010 年 7 月投产。为了给本项目冷轧机相配套, 公司还有 6 条铸轧生产线在建设中, 预计将于 2010 年 7 月投产。上述项目全部建成后新增铝板带产能 5 万吨/年。
- **“5 万吨高精度铝箔生产线项目”:** 该项目拟建设 5 条铝箔生产线, 预计自 2010 年 5 月起陆续投产。项目建成后新增铝箔生产能力 5 万吨/年。此外, 本项目还建有 3 条全自动铝箔分切加工生产线, 建成后鲁丰股份铝箔分切加工能力将快速提升, 所生产的小卷铝箔可直接面对海外消费者。
- **“年产 3 万吨铝箔生产线项目”:** 该项目为募投项目, 拟建设 3 条铝箔生产线, 预计将于 2011 年 3 月投产, 项目建成后新增铝箔产能 3 万吨/年。

受产能瓶颈制约, 鲁丰股份 2009 年业绩增长速度较低。上述在建项目逐步投产后, 公司将具备年产 10 万吨铝板带、12 万吨铝箔的生产能力, 产能瓶颈得以打破, 并使公司跻身于大型铝板带箔加工企业行列。基于公司成熟的客户网络及灵活的销售策略, 我们预计, 自 2010 年起, 鲁丰公司将迎来业绩的快速增长。

核心竞争力: 生产技术革新、新产品开发、经营机制以及龙头地位

铝箔行业生产企业多采用“铝锭价格+加工费”的计价方式, 环节加工费与环节加工成本的差额形成企业毛利; 在行业充分竞争的环境下, 环节加工费受到产品规格及竞争对手的影响, 如何进行技术革新, 降低生产成本是企业生存发展的关键。

我们认为公司的核心竞争力在于:

- **生产技术革新带来的成本控制优势：**公司一改行业内“粗轧、中扎、精轧”流水线式的生产方式，采用可以灵活以串联或并联组织生产线的万能轧机，并对生产线进行了革新改造，大幅提高了轧机运转速度和生产线运行效率，有效的控制了生产成本。目前，公司铝箔轧机运转速度、产能利用率和产品成品率均处于行业领先水平。
- **通过技术开发不断提升产品结构：**持续的技术研发使公司具备较强的新产品开发能力，公司自主研发的“单面光冷成型复合药用铝箔”为国家重点新产品，公司生产的双零铝箔被列入国家级火炬计划项目。公司已具备生产容器铝箔、空调铝箔、热封铝箔等多个铝箔品种的能力，有能力根据市场情况灵活调整产品结构，追求最大收益。目前，鲁丰股份正在进行冷凝器用复合铝箔的研发，市场潜力较大，投产后有望成为公司继药用铝箔和家用铝箔后另一个拳头产品。
- **灵活稳健的经营机制是公司的取得快速发展的源动力：**公司领导层拥有丰富的铝箔行业从业经验，对铝箔加工业具有深刻的理解和认识，进行专业化生产，不盲目进行高端设备的投入和产能扩张，通过技术开发和工艺改进，多快好省的建设鲁丰，努力实现盈利能力最大化而非资产规模最大化。目前，公司在生产线中采用了大量技术水平与进口设备相当的国产设备，而不是全盘采用昂贵的进口设备，与多家同行业公司形成鲜明反差。此外，公司目前负债率较高，也是源于公司管理层抓住经济危机带来的市场机遇进行快速低成本扩张的发展思路。由于单位产值对应的固定资产投入水平较低，鲁丰股份有望在市场竞争中长期处于优势地位。目前，公司已实施核心员工持股，主要管理人员及核心技术人员均拥有股份。随着募投资金的到位，我们有理由相信公司的快速成长。
- **细分子行业龙头地位，铸建先发优势壁垒：**公司在家用铝箔与药用铝箔占据龙头地位，并形成了良好的用户口碑与营销网络和渠道；先发优势壁垒较为明显。

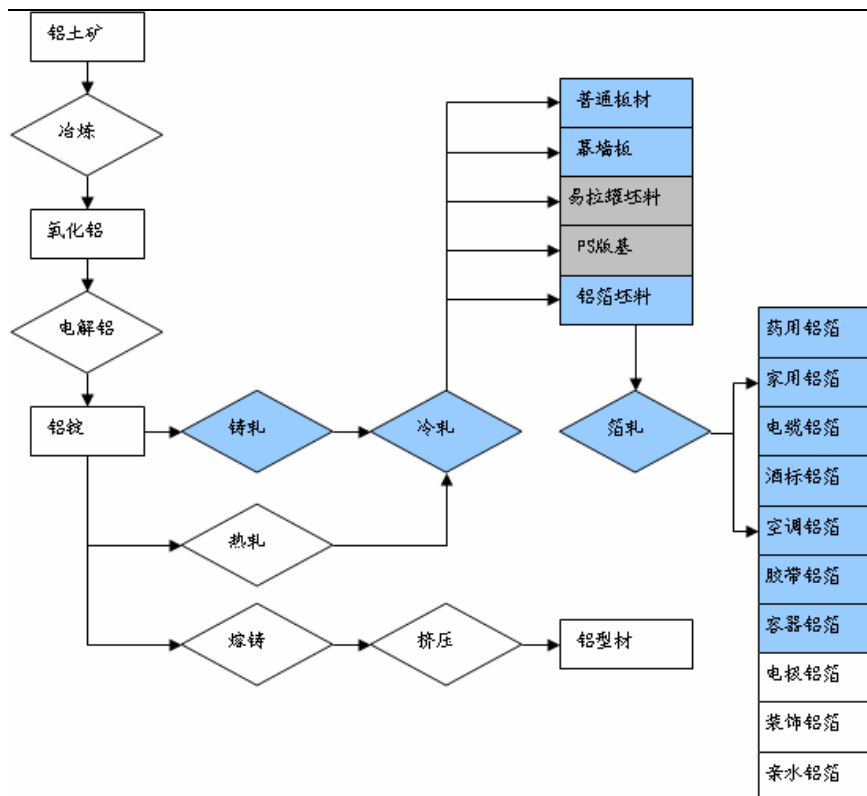
募投项目：产业链纵向延伸，推进产品结构升级

本次募投资金投向包括两个方面：

- 1、年产5万吨高精度铝板带生产线项目（占募投资金的50.3%）：公司已用自有资金进行了先期建设，主体设备冷轧机已于2009年7月投产，目前月产量已达4000吨，主要供应公司铝箔生产车间使用。随着拉弯矫直机、厚薄剪切机等后续附属设备安装完成后，公司铝板带产品档次可进一步提升，可满足高精度铝箔生产的需要，并可在满足自用的前提下将少量铝板带用于外销。预计全部投资将在2010年6月前完成。
- 2、年产3万吨铝箔生产线项目（占募投资金的49.7%）：该项目建设周期为1年，项目达产后公司铝箔产能可达到7万吨，主要用于生产食品包装箔以及高端药用铝箔等产品。公司计划在募集资金到位后开始大规模投入，预计将于2011年3月建成投产。

我们认为，公司募投项目的建设是沿产业链的纵向延伸，并可扩充产品线。高精度铝板带的投产，可以实现公司向上游的整合，减少从铝锭到铝板带环节的利润流失从而降低生产成本，也提高了生产的稳定性；铝箔项目解决了目前所面临的产能问题，并为进入新领域和推进产品结构升级提供了基础。

图 11：公司募投项目简图——产业链纵向延伸，拓宽生产领域，突破产能瓶颈



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所（易拉罐坯料、PS版基为公司新进领域）

未来三年盈利预测及主要假设

1. 电解铝价格假设: 2010 年电解铝价格为 14,530 元/吨, 较 2009 年出现 20% 左右的上涨, 恢复到 2008 年水平, 并保持稳定态势;
2. 铝板带 2010 年中期达产, 并开始对外销售, 加工费为 2050 元/吨, 毛利率在 5%-6% 左右;
3. 家用铝箔和药用铝箔产能瓶颈得到释放, 并受益于经济的复苏以及消费的增长, 2010 年出现大幅上涨, 毛利率稳定在 16%-17% 间;
4. 双零箔于 2011 年逐步达产并贡献利润, 加工费稳定在 1,2000 元左右, 毛利率为约为 18%。

基于以上假设, 我们预计公司 2010~2012 年销售收入分别为 18.43 亿元、28.53 亿元和 33.04 亿元, 实现净利润 0.8 亿元、1.26 亿元和 1.56 亿元, 对应 EPS (摊薄后) 分别为 1.03 元、1.62 元和 2.01 元。

风险提示

1. 价格及成本风险: 铝箔加工业处于充分竞争状态, 环节加工费提升困难, 在通胀经济环境下, 公司业绩会受到成本增长的影响;
2. 外汇及政策风险: 公司家用铝箔主要用于出口, 人民币升值的压力构成了公司的外汇风险; 同时, 欧盟对中国铝加工产品实施反倾销政策, 公司通过改变产品规格, 开发新市场的方式规避了反倾销的影响, 但是政策的不确定性也是需提示的风险;
3. 偿债能力风险: 公司融资前负债率达到 80% 左右, 通过资产的抵押进行较高负债经营; 成功上市融资后可改善公司债务结构, 从而降低偿债能力风险。
4. 宏观经济波动的风险: 目前全球经济处于复苏的初期, 宏观经济的波动会直接影响公司产品的销售。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	163	300	220	200	营业收入	781	1843	2853	3304
应收款项	110	227	352	407	营业成本	652	1601	2479	2863
存货净额	126	216	322	356	营业税金及附加	2	3	9	8
其他流动资产	204	147	228	264	销售费用	25	56	100	112
流动资产合计	603	891	1122	1228	管理费用	24	42	71	82
固定资产	520	645	757	860	财务费用	34	35	27	31
无形资产及其他	128	125	123	120	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	1255	1664	2006	2211	营业利润	44	106	168	207
短期借款及交易性金融负债	472	300	400	456	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	173	259	403	464	利润总额	44	106	168	207
其他流动负债	21	30	47	54	所得税费用	12	27	42	52
流动负债合计	670	600	866	993	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	354	154	154	154	归属于母公司净利润	32	80	126	156
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	354	154	154	154	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1024	754	1019	1147		2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	净利润	32	80	126	156
股东权益	231	911	986	1064	资产减值准备	(1)	(1)	(0)	(0)
负债和股东权益总计	1255	1664	2006	2211	折旧摊销	22	29	41	50
					公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	34	35	27	31
关键财务与估值指标					营运资本变动	(147)	(49)	(146)	(55)
	2009	2010E	2011E	2012E	其它	1	1	0	0
每股收益	0.56	1.03	1.62	2.01	经营活动现金流	(92)	59	21	151
每股红利	0.54	0.31	0.65	1.00	资本开支	(210)	(150)	(150)	(150)
每股净资产	3.99	11.75	12.73	13.73	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	7%	9%	11%	11%	投资活动现金流	(212)	(150)	(150)	(150)
ROE	14%	9%	13%	15%	权益性融资	25	624	0	0
毛利率	17%	13%	13%	13%	负债净变化	307	(200)	0	0
EBIT Margin	10%	8%	7%	7%	支付股利、利息	(31)	(24)	(50)	(78)
EBITDA Margin	13%	9%	8%	9%	其它融资现金流	(207)	(172)	100	56
收入增长	-6%	136%	55%	16%	融资活动现金流	370	228	50	(21)
净利润增长率	6%	147%	58%	24%	现金净变动	66	137	(79)	(20)
资产负债率	82%	45%	51%	52%	货币资金的期初余额	96	163	300	220
息率	1.6%	1.3%	2.7%	4.1%	货币资金的期末余额	163	300	220	200
P/E	58.7	31.7	20.1	16.2	企业自由现金流	(277)	(65)	(109)	24
P/B	8.2	2.8	2.6	2.4	权益自由现金流	(177)	(463)	(29)	57
EV/EBITDA	29.0	19.4	15.1	12.7					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	高 健	0755-82130678
汪 毅	021-60933145	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				