



东兴证券
DONGXING SECURITIES

毛利率受外盘铝价影响大

——鲁丰股份（002379）新股定价报告

2010年3月14日

询价区间：34.2-35.7

鲁丰股份 新股定价

摘要：

- **鲁丰股份在家用和药用铝箔领域处于领先地位。**公司家用铝箔主要出口海外市场，药用铝箔主要供应国内制药企业，公司在这两个领域都是绝对龙头企业，市场占有率高，技术水平处于领先地位。
- **未来产能持续扩张。**公司募投项目5万吨铝板带2009年已经开始投产，2010年另外一个5万吨项目也将释放产能1万吨，5万吨铝箔项目2010年将释放2万吨产能，2010年公司将具备产能铝板带4万吨，铝箔6万吨，2011年将有50%增长，到2012年产能增速将有所下降，预计公司如果超募资金的话，有可能用于扩大产能，因此，公司未来产能增速有望保持较高水平。
- **毛利率受到外盘铝价影响较大。**从公司定价模式来看，是典型的“铝锭价格+加工费”模式，公司原材料全部国内采购，采购定价采用上海长江市场现货价，而出口则按照“LME 铝锭+加工费”模式定价，则LME市场铝锭价格与上海长江市场现货价格之间的波动风险需要由公司来承担，对公司出口部分的产品毛利率影响较大。
- **业绩预测及估值：**预计公司2010、2011、2012年EPS分别为：1.02、2.04、2.85，结合相对估值和绝对估值，公司价值区间为：34.2-35.7。

财务指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	781.01	1,977.00	2,996.00	4,034.00
主营收入增长率	-5.59%	153.13%	51.54%	34.65%
EBITDA（百万元）	99.83	217.40	346.74	430.38
EBITDA 增长率	14.66%	117.77%	59.50%	24.12%
净利润（百万元）	32.21	79.22	158.43	220.98
净利润增长率	6.16%	145.96%	99.98%	39.48%
ROE	13.94%	8.93%	15.38%	17.98%
EPS（元）	0.560	1.02	2.04	2.85
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	6.64	0.84	0.35	(0.12)

林阳

有色金属行业分析师

010-6650 7321

linyong@dxzq.net.cn

询价区间

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	77.50
发行量（万股）	19.50
发行日期	2010-3-19
发行方式	IPO
保荐机构	国信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.27
净资产收益率（%）	8.93
资产负债率（%）	38.13

主要股东和持股比例

于荣强	67.5%
汇泉投资	12.07%
董子春	5.17%

目 录

1. 中国成为全球铝箔生产和出口大国	3
1.1 铝箔应用范围广泛	3
1.2 国内铝箔行业已形成细分竞争格局	3
1.3 铝箔的生产工艺和产业链	4
1.4 中国铝箔市场产销两旺，成为铝箔出口大国	5
2. 鲁丰股份是家用、药用铝箔的领先企业	6
2.1 家用铝箔主要供给海外市场、药用铝箔主要供给国内厂商	6
2.2 公司未来 2 年产能快速增长	7
2.3 公司毛利率受外盘铝价影响大	8
2.4 公司定价策略：接近提货日定价模式，在铝价上涨阶段有利	9
3. 业绩预测及估值	9
4. 风险提示	11

表格目录

表 1: 铝箔主要应用领域分类表	3
表 2: 京东方营业利润率随产品价格和产能利用率敏感性分析	3
表 3: 公司未来产能预测表	7
表 4: 公司收入预测表	8

插图目录

图 1: 铝箔生产工艺图	4
图 2: 铝箔产业链图	5
图 3: 中国铝箔产量增长图	6
图 4: 中国铝箔销量增长图	6
图 5: 中国铝箔进出口趋势图	6
图 6: 公司过去 3 年产销量趋势图	7
图 7: 公司产品结构趋势图	7
图 8: 铝锭内外盘价格对比图	9
图 9: 以提货日为定价基准的公司	9

1. 中国成为全球铝箔生产和出口大国

1.1 铝箔应用范围广泛

铝箔拥有较好的使用属性，在轻质化、密闭性、包裹性以及环保方面有诸多优良性能，广泛应用于包装、电器、散热器和建筑等领域。

表 1：铝箔主要应用领域分类表

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、奶及奶制品、粉末食品、饮料、茶、面包及各种小食品等的包装
	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	印刷、冲制等	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	在特定介质中浸蚀	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

资料来源：照顾说明书，东兴证券

1.2 国内铝箔行业已形成细分竞争格局

在通常意义上，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。按加工方式划分，铝箔可分为轧制箔、蒸着箔和喷涂箔，其中轧制箔占铝箔总质量的 95%以上，总面积的 83%以上；按形状划分，铝箔可分为卷状箔和片状箔，其中卷状箔占 99%以上；按厚度划分，铝箔可分为厚箔、单零箔和双零箔；按表面状态划分，铝箔可分为单面光箔与双面光箔；按用途划分，铝箔可分为药用铝箔、家用铝箔、空调铝箔、烟用铝箔、容器铝箔、电容器铝箔、建筑铝箔、酒标铝箔、胶带铝箔等。

目前国内在各细分领域已经形成了较为充分的市场竞争，在各应用领域产生了龙头公司。

表 2：京东方营业利润率随产品价格和产能利用率敏感性分析

产品类别	企业名称
药用铝箔	鲁丰铝箔、美铝(上海)铝业有限公司
家用铝箔	鲁丰铝箔、美铝渤海铝业有限公司、镇江鼎胜铝业有限公司

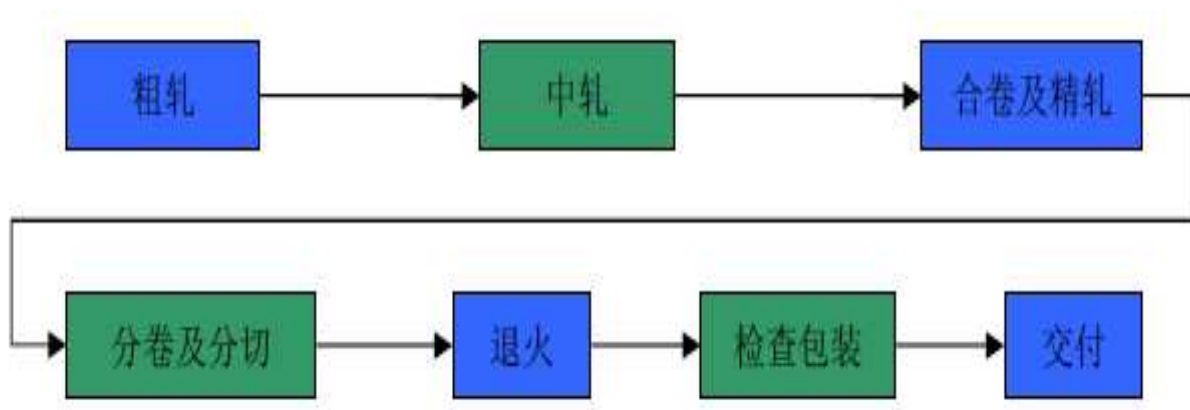
双零铝箔	厦门厦顺铝箔有限公司、江苏大亚铝业有限公司
电子铝箔	新疆众和股份有限公司
空调铝箔	镇江鼎胜铝业有限公司、江苏常铝铝业股份有限公司
烟用铝箔	云南新美铝铝箔有限公司
综合类铝箔	西南铝业(集团)有限责任公司、山东南山铝业股份有限公司、 华北铝业有限公司、华西铝业有限责任公司

资料来源：招股说明书，东兴证券

1.3 铝箔的生产工艺和产业链

铝箔的生产工艺近年来发展快速，铝箔工业经过了多年的发展已经步入了成熟期，从简化工序的角度，铝箔生产流程已发展到很高的水平。随着现代计算机技术和控制技术的发展，先进的铝箔企业把流程优化的重点转向了工序运行效率和工序之间的协同性，通过工序的标准运行和工序之间的通畅物流来实现“短周期、高质量、低成本”的铝箔生产。

图 1：铝箔生产工艺图

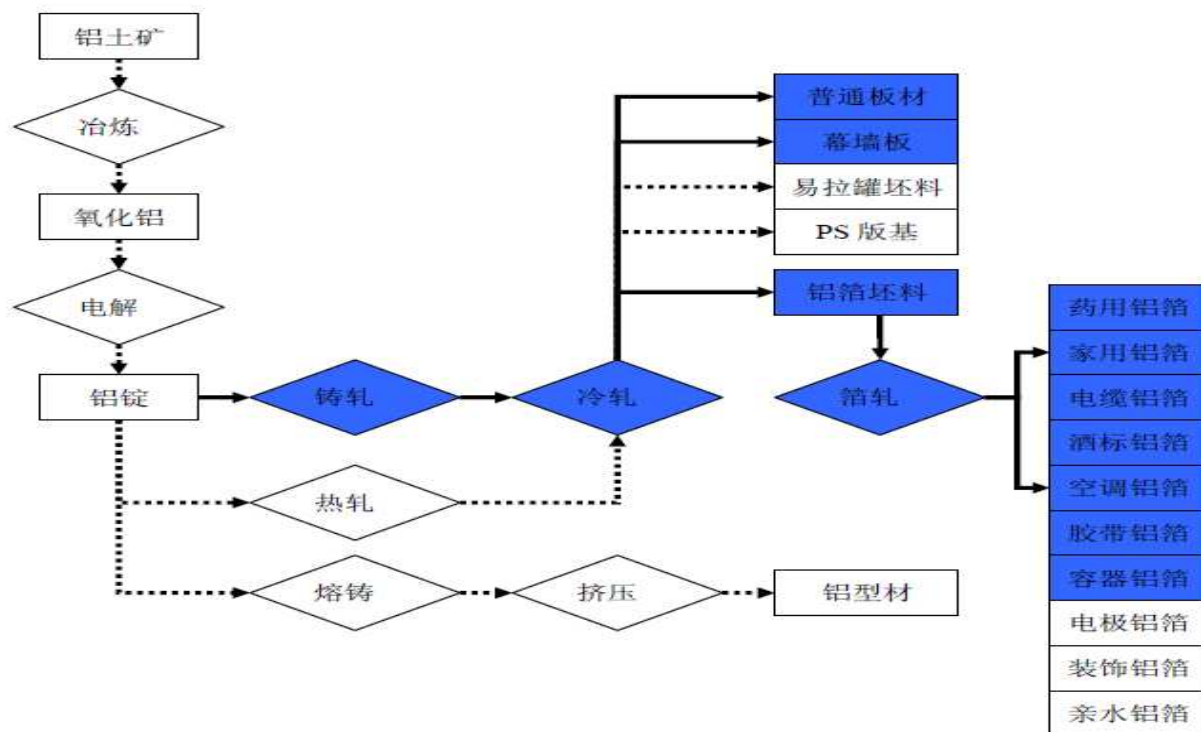


资料来源：招股说明书，东兴证券

铝箔是铝材产品产业链中加工工序最长且加工难度最大的产品之一，生产工艺复杂，对技术及设备要求很高。铝箔的轧制一般采用 0.25mm—0.35mm 的热轧/冷轧毛料或铸轧/冷轧毛料经过粗轧、精轧、双合精轧、分切、退火工序加工而成，其中粗、中、精轧为铝箔的轧制延压过程，产生纵向延伸和厚度减薄，从工艺的角度看，可以大体从轧制出口厚度上进行划分，一般的划分方法是出口厚度大于或等于 0.05mm 为粗轧，出口厚度在 0.013mm—0.05mm 之间为中轧，出口厚度小于 0.013mm 为精轧。分切是将产品分割成不同规格所需的宽度和卷径，退火过程可使产品达到特定的机械性能及表面特征。

从铝箔产业链图也可以看到，公司从事的是图中深蓝色环节的生产活动。

图 2：铝箔产业链图

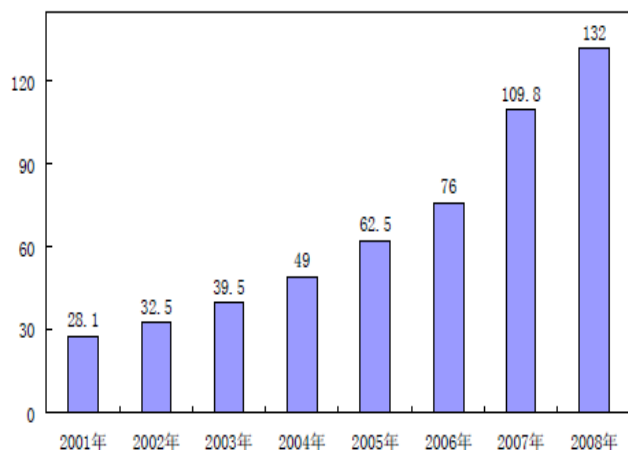


资料来源：招股说明书，东兴证券

1.4 中国铝箔市场产销两旺，成为铝箔出口大国

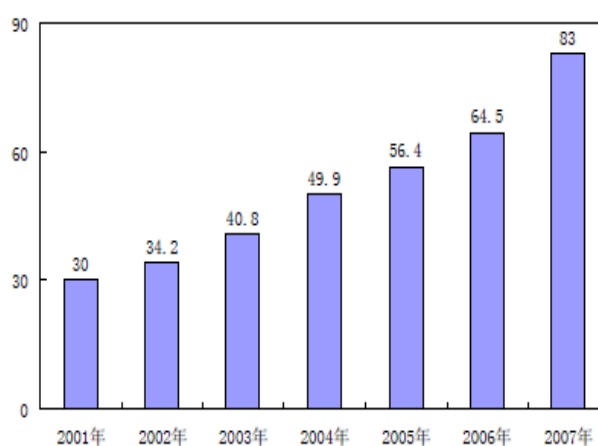
随着中国市场对铝箔的需求增长，中国铝箔产量也逐年提高，呈现出产销两旺的格局。到 2007 年，中国已约有铝箔生产企业 140 家，生产能力达到 130 万吨/年，占到全球铝箔产能的 29.5%，为 2001 年的 3.6 倍，近 6 年平均增速达 23.9%；2007 年产量达到 109.8 万吨，占到全球的 33%，为 2001 年的 3.9 倍，近 6 年平均增速达 25.5%。从 2006 年起，中国铝箔产能、产量持续保持全球首位。中国铝箔在全球市场的份额已由 2004 年的 20% 上升到 2007 年的 35%。2005 年开始铝箔消费量迅速增大，2007 年铝箔消费量达到 83 万吨，其中双零铝箔消费量约 14 万吨。2001 年—2007 年实现铝箔消费平均增速 18.5%，热传输是铝箔最大的市场，占铝箔消费量的 47.5%。其次是包装 17.2%、电力电子电容器 15.9%，尤其是食品包装、药品包装、电解电容器、汽车空调和建筑保温装饰等新兴产业对铝箔消费贡献度较大，2001 年以来，以上产业的铝箔消费比率一直呈现上升趋势。

图 3：中国铝箔产量增长图



资料来源：招股说明书，东兴证券

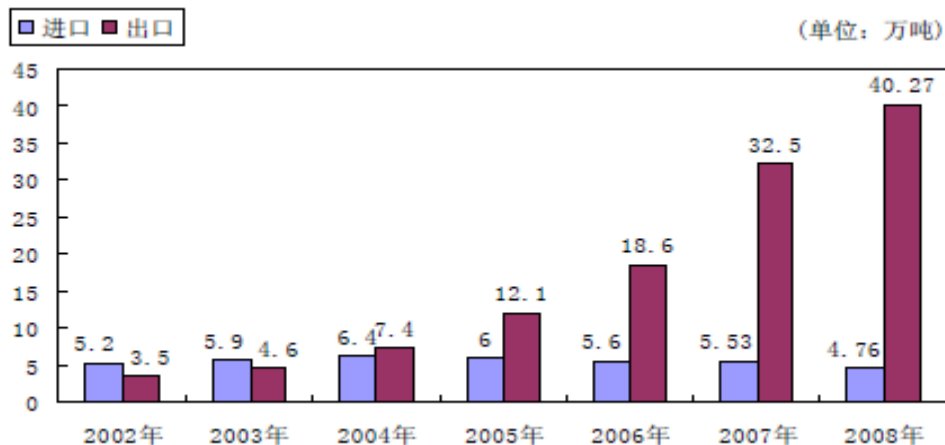
图 4：中国铝箔销量增长图



资料来源：招股说明书，东兴证券

随着中国产量不断扩大，2004 年起中国开始成为铝箔净出口国家，2004 年，我国铝箔进口总量为 6.4 万吨，出口总量为 7.4 万吨，净出口 1 万吨；2005 年，我国铝箔净出口达 6.1 万吨；2006 年，我国铝箔净出口进一步扩大到 13 万吨。2007 年、2008 年铝箔产品净出口分别为 26.97 万吨和 35.51 万吨，增长势头较快。

图 5：中国铝箔进出口趋势图



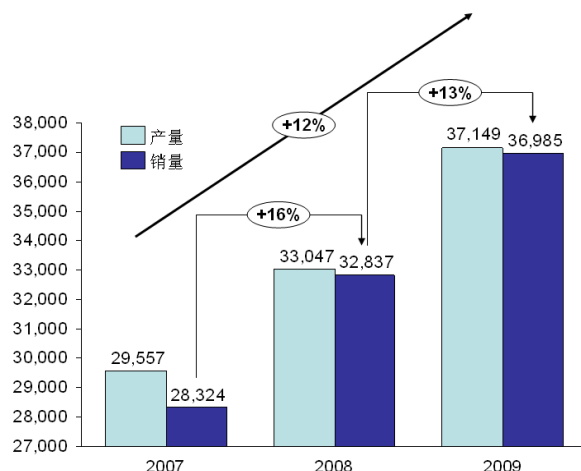
资料来源：招股说明书，东兴证券

2. 鲁丰股份是家用、药用铝箔的领先企业

2.1 家用铝箔主要供给海外市场、药用铝箔主要供给国内厂商

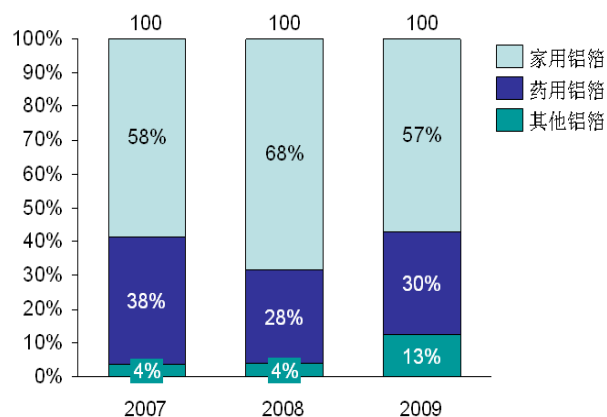
从公司主要产品为家用、药用铝箔，家用铝箔主要出口海外市场，药用铝箔主要供应国内厂商。从公司产销来看，最近 3 年产量符合增长率为 12%，销量符合增长率为 14%，其中家用铝箔占 60%左右，2009 年由于金融危机影响，海外市场受到一定影响，家用铝箔占比有所下降。

图 6：公司过去 3 年产销量趋势图



资料来源：招股说明书，东兴证券

图 7：公司产品结构趋势图



资料来源：招股说明书，东兴证券

2.2 公司未来几年产能快速增长

公司募投项目 5 万吨铝板带 2009 年已经开始投产，2010 年另外一个 5 万吨项目也将释放产能 1 万吨，5 万吨铝箔项目 2010 年将释放 2 万吨产能。2010 年公司具备产能铝板带 4 万吨，铝箔 6 万吨，2011 年将有 50% 增长，到 2012 年产能增速将有所下降，预计公司如果超募资金的话，有可能用于扩大产能，因此，公司未来产能增速有望保持较高水平。

表 3：公司未来产能预测表

		2009	2010E	2011E	2012E
铝板	5 万吨铝板带	0.3	3	4	5
	5 万吨铝板带扩产项目	0	1	2	3
合计（万吨）		0.3	4	6	8
铝箔	原有 4 万吨铝箔项目	4	4	4	4
	5 万吨铝箔项目	0	2	5	5
	3 万吨铝箔项目	0	0	0	3
合计（万吨）		4	6	9	12

资料来源：东兴证券

根据以上对公司未来产能的预测，结合公司目前产销率一直较高的情况，我们预测了公司收入增长情况，

表 4：公司收入预测表

		2009	2010E	2011E	2012E
加工费预测	铝板	2500	3000	3500	4000
	家用铝箔	6000	6000	6000	6000
	药用铝箔	6500	6500	6500	6500
	其他铝箔	4000	4000	4000	4000
销售价格预测	当年铝价	13000	15000	15000	15000
	铝板	15500	18000	18500	19000
	家用铝箔	19000	21000	21000	21000
	药用铝箔	19500	21500	21500	21500
	其他铝箔	17000	19000	19000	19000
铝箔销量占比预测	家用铝箔	60%	60%	60%	60%
	药用铝箔	30%	30%	30%	30%
	其他铝箔	10%	10%	10%	10%
收入预测	铝板	4650	72000	111000	152000
	家用铝箔	45600	75600	113400	151200
	药用铝箔	23400	38700	58050	77400
	其他铝箔	6800	11400	17100	22800
	合计（万）	80450	197700	299550	403400

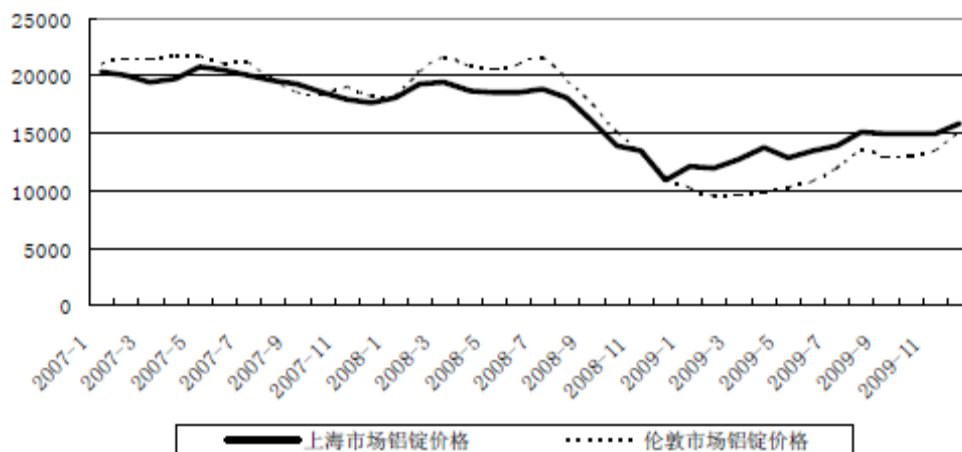
资料来源：东兴证券

2.3 公司毛利率受外盘铝价影响大

从公司定价模式来看，是典型的“铝锭价格+加工费”模式，公司原材料全部国内采购，采购定价采用上海长江市场现货价，而出口则按照“LME 铝锭+加工费”模式定价，则 LME 市场铝锭价格与上海长江市场现货价格之间的波动风险需要由公司来承担，对公司出口部分的产品毛利率影响较大。因此，内外盘铝价的变化趋势对公司毛利率影响程度是大不相同的。外盘高于内盘价格，公司享受一定程度溢价，如果外盘对内盘价差有所扩大，则公司受益增加；外盘低于内盘价格，公司遭受一定损失，如果外盘对内盘折价程度有所扩大，则公司损失将增加。

从过去情况来看，2009 年之前外盘价格大部分时间高于内盘，对公司较为有利，2009 年之后，外盘价格明显低于内盘，对公司的负面影响较大。

图 8：铝锭内外盘价格对比图

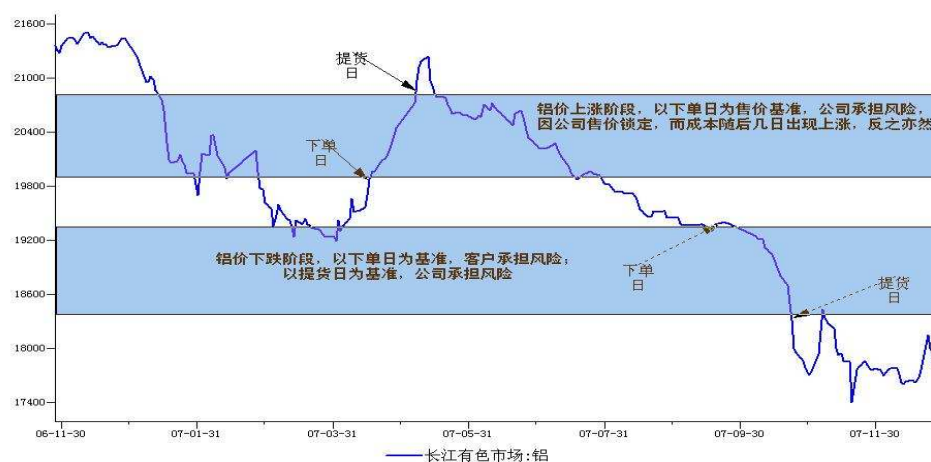


资料来源：招股说明书，东兴证券

2.4 公司定价策略：接近提货日定价模式，在铝价上涨阶段有利

从公司的定价策略来看，接近提货日定价策略，公司一般从下单到提货的周期为 15-30 日，而销售价格的铝锭定价基准一般为提货日前一周的均价，也就是说，公司铝锭价格更大程度上接近提货日定价策略。也就是说，在价格上涨阶段，对公司是有利的；在价格下跌阶段，对公司是不利的。

图 9：以提货日为定价基准的公司



资料来源：东兴证券

3. 业绩预测及估值

假设：

收入预测：由上预测收入分别为：19.77、29.96、40.34 亿；

毛利率预测：我们认为公司铝箔加工费基本保持相对稳定，保持家用铝箔 6000、药用铝箔 6500 的预计应较为保守，铝板产量逐年增加以及铝板加工费逐年有所提升，考虑外盘价格持续倒挂以及公司定价策略的因素，预测 2010、2011、2012 年毛利率分别为：13.24%、14%、14%。

费用率：未来 3 年销售费用率预计为 3.1%，管理费用率为 2.8%；

预计 2010、2011、2012 年 EPS 分别为：1.02、2.04、2.85。

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	781.01	1,977.00	2,996.00	4,034.00
主营收入增长率	-5.59%	153.13%	51.54%	34.65%
EBITDA（百万元）	99.83	217.40	346.74	430.38
EBITDA 增长率	14.66%	117.77%	59.50%	24.12%
净利润（百万元）	32.21	79.22	158.43	220.98
净利润增长率	6.16%	145.96%	99.98%	39.48%
ROE	13.94%	8.93%	15.38%	17.98%
EPS（元）	0.560	1.022	2.044	2.851
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	6.64	0.84	0.35	(0.12)

考虑目前 A 股中优质铝加工企业 35 倍 PE 的水平，公司相对估值为 35.7 元。

结合公司绝对估值价格为 34.23 元，公司合理价值区间为 34.2-35.7 之间。

假设	数值	
第二阶段(2010-2017)年数	8	
第二阶段增长率	6.00%	
长期增长率	1.00%	
无风险利率 Rf	5.00%	
β (β levered)	0.97	
Rm	11.00%	
Ke	10.82%	
FCFE 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	13.40	0.50%
第二阶段	1,260.14	47.50%
第三阶段（终值）	1,379.41	52.00%
股权资本的价值	2,652.94	100.00%
股本（百万股）	77.50	
每股价值（元）	34.23	

4. 风险提示

公司面临着以下风险:

铝价波动风险, 尤其外盘与内盘对比关系的变化, 对公司毛利率影响较大;

公司产能释放风险;

公司产品以外汇结算, 存在一定汇率风险;

利润表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
营业收入	781.01	1,977.00	153.13%	2,996.00	51.54%	4,034.00	34.65%
营业成本	651.94	1,715.25	163.10%	2,576.56	50.22%	3,469.24	34.65%
营业费用	24.71	61.29	148.04%	92.88	51.54%	125.05	34.65%
管理费用	24.47	55.36	126.18%	83.89	51.54%	112.95	34.65%
财务费用	33.80	35.01	3.58%	24.63	-29.67%	22.92	-6.94%
投资收益	0.00	0.08	15520.12%	0.08	0.00%	0.08	0.00%
营业利润	43.56	105.63	142.48%	211.24	99.98%	294.64	39.48%
利润总额	44.18	105.63	139.11%	211.24	99.98%	294.64	39.48%
所得税	11.97	26.41	120.66%	52.81	99.98%	73.66	39.48%
净利润	32.21	79.22	145.96%	158.43	99.98%	220.98	39.48%
归属母公司所有者的净利润	32.21	79.22	145.96%	158.43	99.98%	220.98	39.48%
NOPLAT	56.41	105.48	87.00%	176.90	67.70%	238.17	34.63%
资产负债表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	162.91	197.70	21.35%	299.60	51.54%	405.26	35.27%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	58.52	54.16	-7.45%	82.08	51.54%	110.52	34.65%
预付款项	203.86	238.16	16.83%	289.70	21.64%	359.08	23.95%
存货	126.09	93.99	-25.46%	141.18	50.22%	190.10	34.65%
流动资产合计	603.29	659.49	9.32%	926.94	40.55%	1,218.96	31.50%
非流动资产	651.74	774.90	18.90%	764.02	-1.40%	681.19	-10.84%
资产总计	1,255.03	1,434.39	14.29%	1,690.96	17.89%	1,900.15	12.37%
短期借款	455.25	26.90	-94.09%	67.09	149.43%	0.00	N/A
应付帐款	93.23	46.99	-49.59%	70.59	50.22%	95.05	34.65%
预收款项	4.35	6.33	45.43%	9.32	47.34%	13.36	43.26%
流动负债合计	670.15	193.21	-71.17%	307.19	59.00%	317.50	3.36%
非流动负债	353.75	353.75	0.00%	353.75	0.00%	353.75	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	231.13	887.43	283.95%	1,030.02	16.07%	1,228.90	19.31%
净营运资本	(66.86)	466.28	N/A	619.75	32.91%	901.46	45.46%
投入资本 IC	894.22	1,070.38	19.70%	1,151.26	7.56%	1,177.40	2.27%
现金流量表（百万元）	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
净利润	32.21	79.22	145.96%	158.43	99.98%	220.98	39.48%
折旧摊销	22.46	0.00	N/A	110.88	N/A	112.83	1.76%
净营运资金增加	90.53	533.14	488.90%	153.46	-71.22%	281.71	83.57%
经营活动产生现金流	31.22	137.45	340.30%	202.09	47.04%	247.68	22.56%
投资活动产生现金流	(378.00)	(197.92)	N/A	(99.92)	N/A	(29.92)	N/A

融资活动产生现金流	421.28	95.26	-77.39%	(0.27)	N/A	(112.11)	N/A
现金净增（减）	74.50	34.79	-53.31%	101.90	192.94%	105.66	3.69%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业分析师，研究所基础工业组负责人，12 年证券工作经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。