

原材料 - 有色

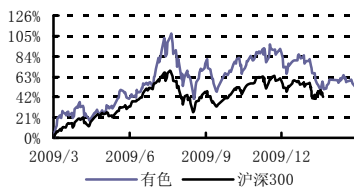
2010 年 3 月 16 日

重要资料

总股本 (百万股)	77.50
流通股 (百万股)	19.50
募集资金总额	约 5 亿
行业 PE (X)	25
定价区间 PE (X)	25
第一大股东	干荣强
公司网址	http://www.loften.com.cn

财务数据	2007	2008	2009
营业收入 (百万)	743.4	827.2	781.0
增长率%	N/A	11.28	-5.59
净利润 (百万)	45.47	30.34	32.21
增长率%	N/A	-33.2	6.16
毛利率%	14.73	14.16	16.53
净利率%	6.35	3.67	4.12
ROE	26.95	15.24	13.94
ROA	12.16	8.92	6.00
资产负债率	69.43	72.03	81.38

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
有色	-4.41%	-19.59%	57.70%
沪深 300	-2.09%	-11.17%	44.33%

周亮

0755-83199424

zhouchong@csc.com.cn

分析师申明

本人, 周亮, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

家用及药用铝箔龙头企业

—鲁丰股份(002379)新股定价报告

询价区间: 31.2—32.2

定价区间: 35—39 元

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	781	1656	1996	2398
净利润 (百万元)	32	81	119	163
每股收益 (元)	0.42	1.04	1.54	2.10
净利润增长率%	6.16%	151.13%	47.65%	36.31%
每股净资产 (元)	3.99	11.75	12.73	13.75

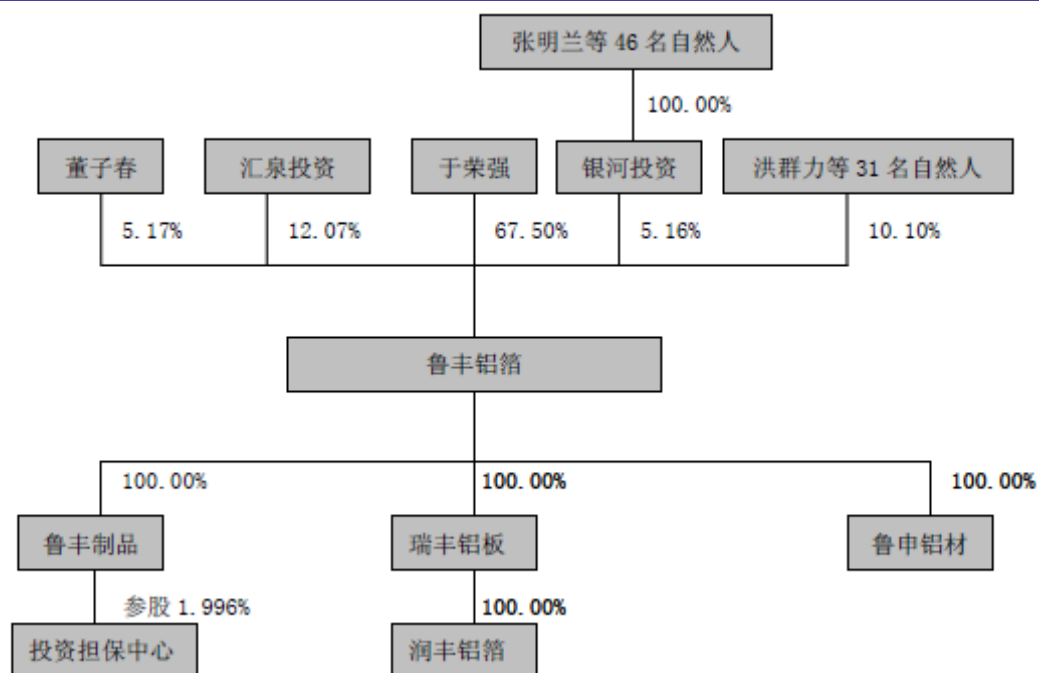
资料来源: 世纪证券研究所

- 鲁丰股份是国内包装铝箔细分市场的龙头企业之一, 目前拥有 4 万吨铝箔产能。药用铝箔产量居全国首位, 家用铝箔产量居全国第二; 其中家用铝箔以出口为主。
- 吨铝箔的毛利相对稳定在 3500 元/吨左右。由于公司产品定价采用“铝锭价格+加工费”的模式。这种加工费收入模式, 影响利润的只是加工效率、成品率、交货周期、工序成本等因素, 而与铝锭的价格本身关系并不是太大。未来随铝箔深加工能力的提升, 吨铝箔毛利仍有上升空间。
- 2010—2012 年成为公司业绩快速增长期。公司已投产的生产线包括: 5 条铸轧生产线、1 条冷轧生产线、4 条铝箔生产线、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。公司在建的生产线还有: 6 条铸轧生产线、1 条冷轧生产线、8 条铝箔生产线、1 条铝箔全自动分切加工生产线。上述生产线建成投产后, 公司铝箔综合生产能力将达 12 万吨/年, 铝板带生产能力将达 10 万吨/年, 铝箔深加工能力也将大幅提升。
- 我们预计公司 2010~2012 年实现净利润 0.8 亿元、1.2 亿元和 1.6 亿元, 对应 EPS (摊薄后) 分别为 1.04 元、1.54 元和 2.1 元。参照行业平均 2010 年 30 的动态市盈率、3 倍左右的动态市净率,, 计算出鲁丰股份的每股价值为 31.2 元—32.2 元。
- 风险因素。随铝箔产能快速增加, 公司的市场开拓能力能否跟上? 出口业务会否受金融危机影响? 募投项目能否按进度进行?

公司概况

公司的药用铝箔产量居全国首位，而家用铝箔产量位居全国第二，是包装铝箔细分市场的龙头企业。山东鲁丰铝箔股份有限公司位于山东省博兴县，主要从事高品质铝板带、箔产品的开发、生产和销售。其中，公司的药用铝箔产量居全国首位，而家用铝箔产量位居全国第二，是包装铝箔细分市场的龙头企业。至 2010 年初，公司拥有 4 万吨铝箔和 5 万吨铝板带（铸轧）的生产能力，并且有一条冷轧生产线处于试生产阶段。2009 年，鲁丰股份的家用箔、药用箔等铝箔产品产量共 3.7 万吨，约占当年国内铝箔总产量 165 万吨的 2.2%。由于新增产能较少，产量增长有限，2009 年时公司铝箔产量的国内市场份额比 2007 年（占比 3.3%）有所下降。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。

Figure 1 股权结构



资料来源：招股书

公司所处行业背景

铝箔主要用于包装。铝加工是指通过塑性变形工艺将铝锭生产成各类铝材的过程。按生产工艺的不同，铝材产品可分为铝挤压材、铝板带与铝箔三大类，铝箔由于具有无毒、无味、遮光、防潮、耐腐蚀、反射率高、导电性能好、无磁性、易加工以及美观卫生等一系列优越性能，

广泛应用于包装、电力电子、印刷、家用电器等领域。

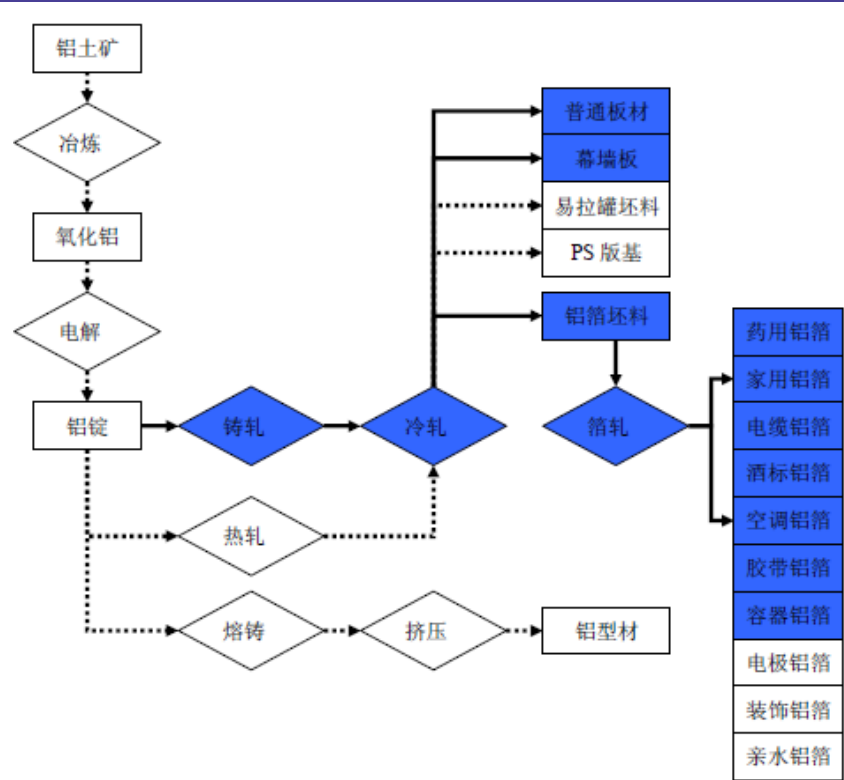
Figure 2 铝箔下游产业

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：招股书

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。

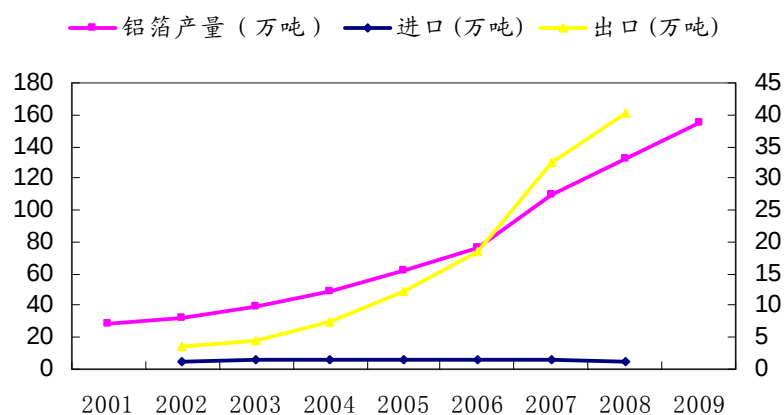
Figure 3 铝箔产业链



资料来源：招股书

中国铝箔行业快速增长，年均复合增长率高达 28.3%。与西方国家相比，中国铝箔行业发展起步较晚，但增长很快。上世纪 80 年代，中国铝箔行业还刚处于起步阶段，国内只有几家铝箔企业。而至 2007 年，中国已约有铝箔生产企业 140 家，中国铝箔产量已达 109.8 万吨，占到全球的 33%，为 2001 年的 3.9 倍，开始超过美国跃居全球第一位。1990 年~2009 年，中国铝箔产量的年均复合增长率高达 28.3%。目前，中国已是铝箔净出口国。2008 年的全球经济危机使得国内铝箔产量的增速有所放缓。2009 年国内铝箔产量较上年增长 17.9%。但随着国内经济的复苏，当年铝箔表观消费量上升了 28.8%。

Figure 4 铝箔产量、出口快速增长



资料来源：世纪证券

中国铝箔细分市场各有龙头企业。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，在低附加值产品领域存在过度竞争的状况。行业细分领域竞争状况目前，我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。各细分领域的龙头企业如下表所示。

Figure 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：招股书

2007 年, 单零箔产量前五家分别是镇江鼎胜、江苏常铝、永顺铝业、渤海铝业、明泰铝业。双零箔产量前五位的是厦顺铝箔、南山铝业、江苏中基、江苏大亚、云南新美铝。前五位铝箔出口企业是厦顺铝箔、镇江鼎胜、渤海铝业、鲁丰铝箔、南山铝业。

Figure 6 2007 年铝箔产量前 10 位企业

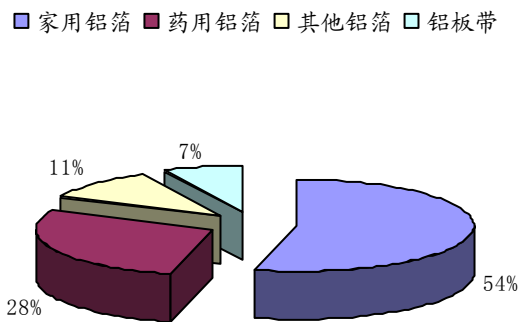
序号	企业名称	2007年产量(万吨)
1	河南明泰铝业有限公司	7.05
2	厦顺铝箔有限公司	6.97
3	江苏常铝股份有限公司	6.71
4	镇江鼎胜铝业有限公司	6.16
5	河南永顺铝业有限公司	6.04
6	杭州鼎胜实业有限公司	5.30
7	华北铝业有限公司	4.21
8	美铝渤海铝业有限公司	3.19
9	重庆顺威万希铝业有限公司	3.12
10	西南铝业集团有限责任公司	3.03

资料来源：尚轻时代金属信息咨询(北京)有限公司《中国铝加工与铝市场通报》)

公司主营业务分析

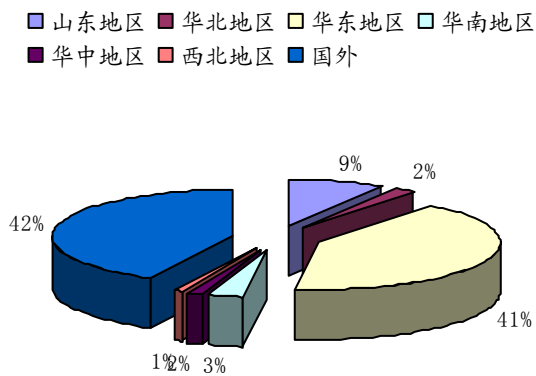
鲁丰股份的主要产品为家用铝箔和药用铝箔。2009 年, 家用铝箔收入和利润分别占公司全部收入和利润的 53.9%和 61.9%, 是公司最主要的收入与利润来源, 以出口为主。药用铝箔是公司另一项重要主营业务, 主要在国内销售。公司铝板带产品主要为铝箔生产原料, 2009 年下半年刚刚投产, 对公司当年业绩的贡献较小。公司出口占比较大, 2007 年、2008 年、2009 年, 出口收入占营业收入的比重分别为 52.11%、50.40%、39.45%。

Figure 7 09 年主营收入构成



资料来源：世纪证券

Figure 8 09 年 42% 产品出口



资料来源：世纪证券

公司 2009 年扩产显著，加之募投项目投产，将使 2010—2012 年成为公司业绩快速增长期。目前，公司已投产的生产线包括：5 条铸轧生产线、1 条冷轧生产线、4 条铝箔生产线、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。为加快公司发展速度，提升公司核心竞争力，近年来公司持续进行资本投入。目前，公司在建的生产线还有：6 条铸轧生产线、1 条冷轧生产线、8 条铝箔生产线、1 条铝箔全自动分切加工生产线。上述生产线建成投产后，公司铝箔综合生产能力将达 12 万吨/年，铝板带生产能力将达 10 万吨/年，铝箔深加工能力也将大幅提升。

Figure 9 公司在 2009 年扩张显著

2004 年	铝箔生产线	☆☆☆	建设第 2、3 条铝箔生产线
2005 年	铝箔生产线	★★★	第 2、3 条铝箔生产线投产
2006 年	铝箔生产线	★★★★☆	建设第 4 条铝箔生产线
2007 年	冷轧生产线	◇	建设第 1 条冷轧生产线
	铝箔生产线	★★★★	第 4 条铝箔生产线投产
2008 年	铸轧生产线	□□□□□	建设 5 条铸轧生产线
	冷轧生产线	◇	建设第 1 条冷轧生产线
	铝箔生产线	★★★★	
	涂层生产线	○	建设第 1 条涂层生产线
2009 年	铸轧生产线	■ ■ ■ ■ ■ □ □ □ □ □	5 条铸轧生产线投产
	冷轧生产线	◆ ◇	第 1 条冷轧生产线投产，建设第 2 条冷轧生产线
	铝箔生产线	★★★★☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆ ☆	在青岛建设 5 条铝箔生产线，在博兴建设 3 条铝箔生产线
	涂层生产线	●	涂层生产线投产

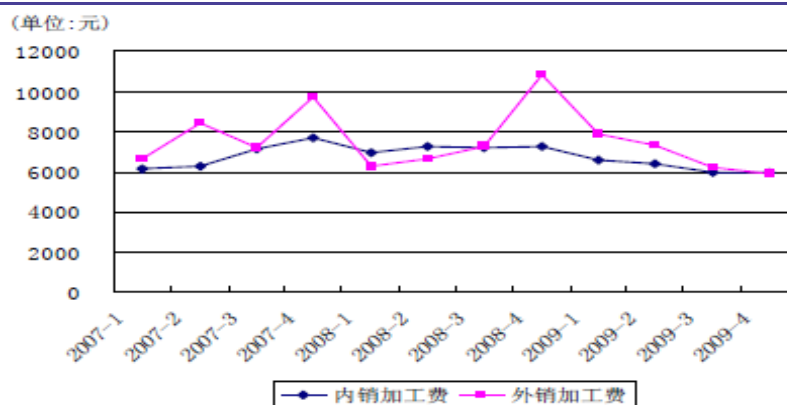
注：■表示铸轧生产线，◆表示冷轧生产线，★表示铝箔生产线，●表示涂层生产线；空心图标表示在建生产线。

资料来源：招股书

公司产品定价采用“铝锭价格 + 加工费”的模式，加工费在

6000—8000 元。国内销售产品的主要定价方式为：发货前一段时间内上海长江有色金属现货市场铝锭平均价格 + 加工费。出口销售产品的主要定价方式为：发货前一段时间内伦敦金属交易所 (LME) 期铝平均价格 + 加工费 + 杂费。公司铝箔加工费一般在 6000—8000 元/吨。

Figure 10 公司近几年的加工费

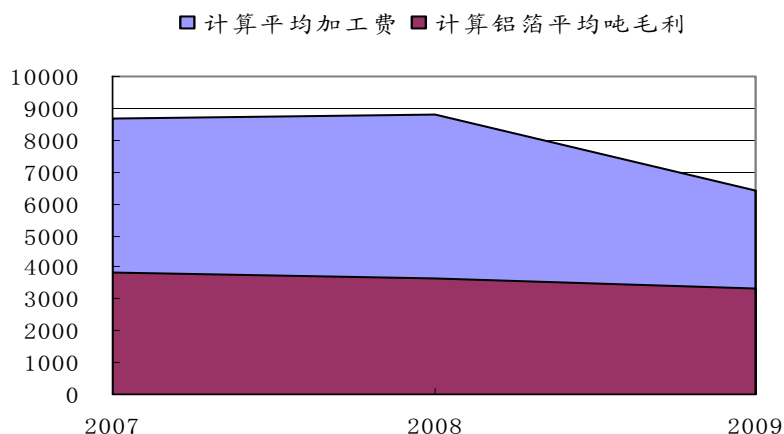


资料来源：招股书

主营成本分析

公司由于采取加工费收入模式，影响利润的只是加工效率、成品率、交货周期、工序成本等因素，而与铝锭的价格本身关系并不是太大。对于铝箔生产企业来说，产品品质的稳定性关系到公司能否得到客户的信任，能否稳定地占领市场。由于鲁丰股份的生产技术成熟，产品品质稳定，成品率高于行业平均水平，使公司单位成品的生产成本较低。近三年来，随着铝价的走低，公司成本也不断下降，从而使吨铝箔的毛利相对稳定在 3500 元/吨左右。

Figure 11 吨铝箔毛利稳定在 3500 元左右

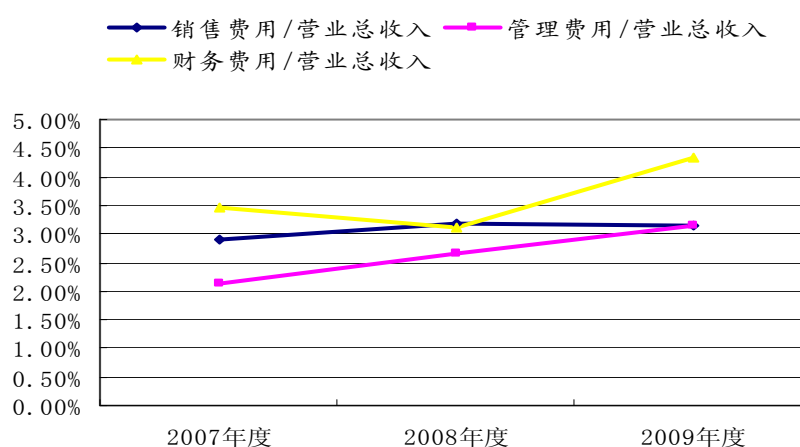


资料来源：世纪证券

公司财务分析

财务费用增长反映公司不断扩张。2007 年以来，鲁丰股份的主营业务利润率保持稳定，并有小幅提升。但同期的期间费用率却持续上升。2009 年销售费用、管理费用和财务费用等在内的期间费用率占比已达 10.6%，比 2006 年高出 3.3 个百分点。期间费用率的上升，主要是由于随着公司银行债务的增加，财务费用上升很快。另外，管理费用也有小幅增加。由于期间费用上升过快，使得 2007~2009 年间，公司净利润率基本维持在 4%左右的水平。

Figure 12 财务费用增长较快



资料来源：世纪证券

公司竞争力分析

公司的核心竞争力在于，充分发挥民营企业机制灵活的特点，聚集了大批国内优秀的铝板带箔专业技术人才，具备丰富的生产管理经验和强大的产品研发能力；通过持续的自主技术开发，公司设备使用效率和产品成品率长期保持行业领先水平，综合生产成本优势明显。

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。

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。

募集资金投向分析

募股资金将投向以下两个项目，“年产 5 万吨高精度铝板带生产线项目”属于产业链向上游延伸，“年产 3 万吨铝箔生产线项目”属于扩大现有产品的产能。

Figure 13 募集资金投向

序号	项目名称	总投资(万元)	截至2009年12月31日 已完成投资(万元)
1	年产5万吨高精度铝板带生产线项目	16,766	10,360.02
2	年产3万吨铝箔生产线项目	16,570	357.50
	合计	33,336	10,717.52

资料来源：招股书

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。预计 2010 年外销 3 万吨。

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。

盈利预测

假设条件如下：

1、电解铝价格假设：2010 年电解铝价格为 16000 元/吨，2011 年为

- 16500 元/吨;
- 2、财务费用由于超募而有较大比例下降。
 - 3、铝板带 2010 年中期达产, 并开始对外销售, 2010 年对外销售 3 万吨。
 - 4、2010 年铝箔的平均吨毛利为 3300 元/吨, 未来随高毛利率项目投产, 而逐年增加。

基于以上假设, 我们预计公司 2010~2012 年销售收入分别为 16.5 亿元、19.9 亿元和 23.1 亿元, 实现净利润 0.8 亿元、1.2 亿元和 1.6 亿元, 对应 EPS (摊薄后) 分别为 1.04 元、1.54 元和 2.1 元。

Figure 14 盈利预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	743	827	781	1656	1996	2398
减: 营业成本	634	710	652	1426	1694	2013
营业税金及附加	1	1	2	2	2	2
销售费用	21	26	25	52	63	76
管理费用	16	22	24	54	64	76
财务费用	26	26	34	15	15	15
资产减值损失	-2	0	1			
二、营业利润	47	42	44	107	158	216
加: 营业外收入	0		1	1	1	1
三、利润总额	47	42	44	108	159	217
减: 所得税费用	0	11	12	27	40	54
四、净利润	47	30	32	81	119	163
五、每股收益 (元/股)	0.61	0.39	0.42	1.04	1.54	2.10
总股本	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5	77.5

资料来源: 世纪证券

目前, 除鲁丰股份外, 国内共有七家 A 股上市公司从事铝加工业务, 包括栋梁新材、常铝股份、罗普斯金、南山铝业、东阳光铝、宁波富邦和新疆众和。但没有一家企业与鲁丰股份的产品种类完全相同。按发行 1,950 万股后的股本 7,750 万股计算, 预计鲁丰股份 2010 年将实现每股收益 1.04 元。参照行业平均 2010 年 30 的动态市盈率, 可以得出鲁丰股份的每股价值为 31.25 元。参照行业平均 2010 年 3 倍左右的动态市净率, 可以得出鲁丰股份的每股价值为 32.29 元。

风险因素分析

未来两年公司的铝箔产能将增加两倍, 公司的市场开拓能力能否跟上? 出口业务会否受金融危机影响? 募投资项目能否按进度进行?

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.