

鲁丰股份(002379)定价报告

家用和药用铝箔细分行业的龙头

定价区间
32.00-35.00 元

投资品 / 设备制造

发布时间: 2009 年 3 月 30 日

投资要点:

- 公司前身为鲁丰工业, 设立于 2000 年 8 月 11 日。公司自设立以来, 公司一直专注于高品质铝板带箔的开发、生产和销售。经过近十年的发展, 公司已从一家仅拥有 1 条铝箔生产线的小型铝箔生产企业, 迅速成长为一家技术实力、装备水平、产品品质均居行业领先地位的大型综合性铝板带箔生产企业。
- 目前, 公司主要从事的业务为高品质铝板带箔产品的开发、生产和销售, 主要产品包括家用铝箔、药用铝箔等。公司所生产的产品已出口到欧洲、北美洲、澳大利亚、中东、东南亚、香港、台湾等多个国家和地区。2007 年, 根据中国有色金属加工工业协会统计, 公司药用铝箔产量全国排名第一, 家用铝箔产量全国排名第二。
- 募集资金投资项目及相关配套设备完成后, 本公司在铝加工产业链上将得到进一步的延伸, 公司将具备高精度铝板带材的生产能力, 可实现公司铝箔生产原材料的自给, 完善公司产业链, 提高抗风险能力, 还可以增强公司的新产品研发能力, 提高公司市场竞争能力。
- 预计公司 2010-2012 年每股盈利分别为: 0.92 元、1.47 元和 2.11 元, 给予公司 2011 年 24 倍市盈率, 上市后合理价格为 32.00-35.00 元左右。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	78,101	-5.59	3,220	6.16	0.560	13.94		
2010E	146,947	88.15	7,129	121.4	0.920	7.99		
2011E	220,829	50.3	11,369	59.47	1.467	11.56		
2012E	313,937	42.2	16,365	43.68	2.112	14.68		

发行数据

2009 年

发行前股本(万股)	5800
发行数量(万股)	1950
发行价格(元)	33.00
发行前 EPS(元)	0.56
发行后 EPS(元)	0.42
发行每股净资产(元)	3.99
发行日期	2010-3-19
上市日期	2010-3-31
主承销商	国信证券

分析师: 诸利达

执业证书编号: S0550109041506

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhulida970@sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

1. 公司简介

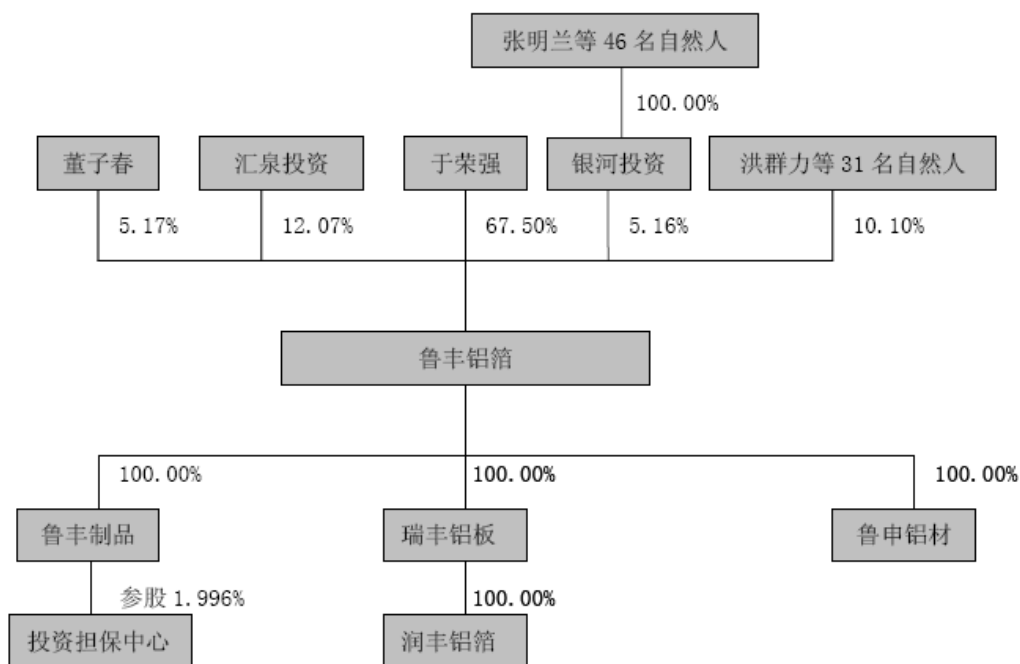
公司前身为鲁丰工业，设立于 2000 年 8 月 11 日。2007 年 8 月 17 日，经鲁丰工业股东会决议，鲁丰工业全体股东作为发起人，以其持有的鲁丰工业股权所对应的经大信所审计的截至 2007 年 3 月 31 日鲁丰工业净资产 76,834,409.79 元中的 48,000,000 元作为出资，按照 1:1 的比例折为公司股本，其余 28,834,409.79 元转入资本公积，整体变更设立股份有限公司。

公司自设立以来，公司一直专注于高品质铝板带箔的开发、生产和销售。经过近十年的发展，公司已从一家仅拥有 1 条铝箔生产线的小型铝箔生产企业，迅速成长为一家技术实力、装备水平、产品品质均居行业领先地位的大型综合性铝板带箔生产企业。

目前，公司主要从事的业务为高品质铝板带箔产品的开发、生产和销售，主要产品包括家用铝箔、药用铝箔等。公司所生产的产品已出口到欧洲、北美洲、澳大利亚、中东、东南亚、香港、台湾等多个国家和地区。2007 年，根据中国有色金属加工工业协会统计，公司药用铝箔产量全国排名第一，家用铝箔产量全国排名第二。

公司控股股东、实际控制人为自然人于荣强，本次发行前于荣强持有公司股份 3,915.50 万股，占本次发行前公司总股本的 67.50%，占本次发行后公司总股本的 50.52%。

图 1.公司发行前股权控制情况



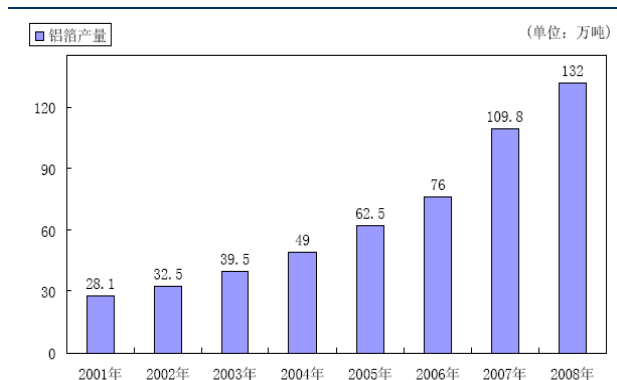
数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

2. 行业情况

由于铝箔应用领域广泛，且铝金属所具备的良好特性不易为其他金属所替代，市场需求较为稳定，周期性不明显。目前，我国对铝箔产品的总体消费水平和人均消费水平与发达国家相比均存在较大差距。随着我国国民经济的快速发展和居民消费水平的提高，铝箔的需求量逐年快速增长，高成长性明显。在海外市场特别是欧美发达国

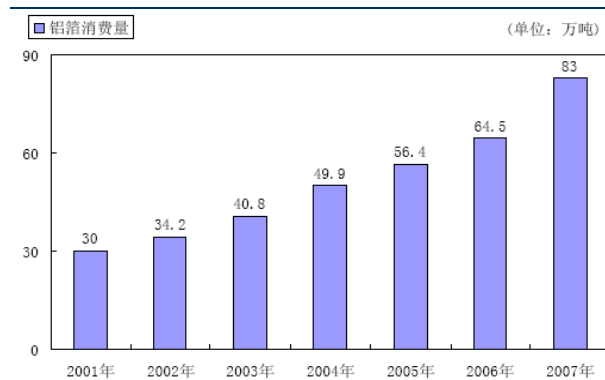
家市场，铝箔属于家庭生活必需的消费品，市场较为成熟稳定，周期性和成长性都不明显。

图表 2：中国铝箔产量



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

图表 3：中国铝箔销量



资料来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

目前，我国铝箔行业生产企业众多，产业集中度较低，没有一家企业占有显著的市场份额，也没有一家企业能够对整个产业的发展产生决定性影响。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。

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，虽然整体行业竞争比较激烈，但各细分领域内部，龙头企业在竞争中拥有明显市场份额及技术实力优势。

3. 募投项目以及其他产能扩张情况

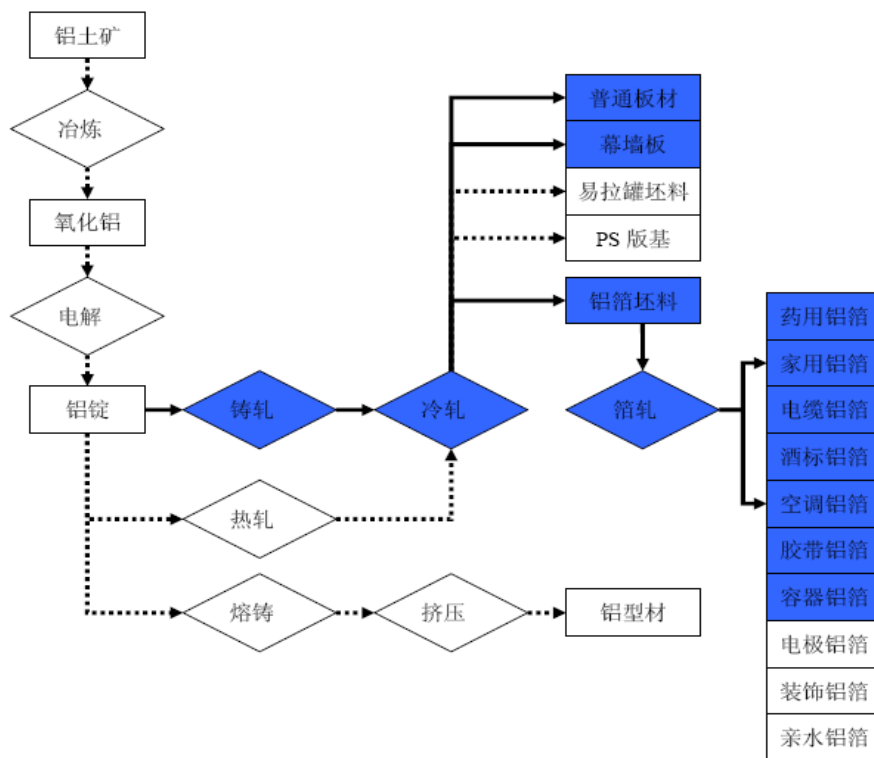
募投项目

本次发行募集资金投资项目中，“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。

其中“年产5万吨高精度铝板带生产线项目”项目投产后，将主要用于向公司铝箔生产线供应铝箔坯料。使公司铝箔产品品质得到进一步提升。在满足本公司铝箔生产线需求的前提下，本公司拟尝试将少量高端铝箔坯料对外销售，主要面向其他不具备高端铝箔坯料生产能力的铝箔加工企业，使公司逐步向综合性铝加工企业方向发展。另外本公司主要产品药用铝箔和家用铝箔的产销率均维持在95%以上。为进一步发挥公司生产优势，更好的满足市场需求，公司拟利用本次募集资金投资兴建年产3万吨铝箔生产线，进一步扩大产能。

本次募集资金投资项目及相关配套设备完成后，本公司在铝加工产业链上将得到进一步的延伸，公司将具备高精度铝板带材的生产能力，可实现公司铝箔生产原材料的自给，完善公司产业链，提高抗风险能力，还可以增强公司的新产品研发能力，提高公司市场竞争能力。

图 4. 铝加工产业链



数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

年产 5 万吨高精度铝板带扩产项目

公司计划投资建设的“年产 5 万吨高精度铝板带扩产项目”主要包括 5 条铸轧生产线和 1 条冷轧生产线。本项目建成后，本公司可以具备铸轧铝卷生产能力，给冷轧车间供应原材料，同时使公司冷轧铝板带生产能力增加一倍。通过本项目的实施，公司可以更好的控制板材工艺技术和质量，提高板带和铝箔的成材率，有利于增强公司产品竞争力和提升公司效益。项目主要由铸轧生产车间和冷轧生产车间两部分组成。该项目铸轧生产线部分已于 2009 年 3 月投产，冷轧生产线及配套的 6 条铸轧生产线将于 2010 年投产。目前，本项目铸轧生产车间部分已完成生产线安装调试，进入正式生产阶段，已形成年产铸轧铝板 5 万吨的生产能力，可基本满足公司“年产 5 万吨高精度铝板带项目”生产冷轧铝板带的需求。

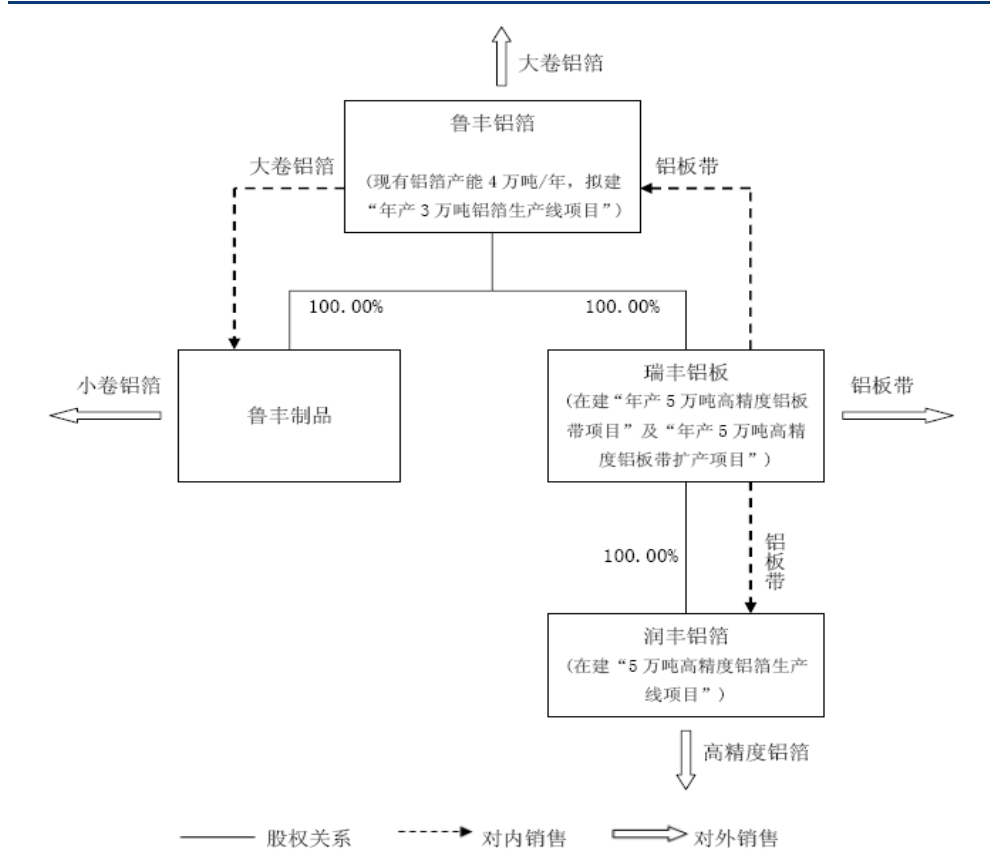
5 万吨高精度铝箔生产线项目

瑞丰铝板的子公司润丰铝箔计划投资建设“5 万吨高精度铝箔生产线项目”。项目总体生产规模为年产高精度铝箔 50,000 吨，将主要用于生产宽幅、高精度食品包装用铝箔、家用铝箔及药用铝箔等产品。项目建设期为 1.5 年，达产后，润丰铝箔将具备年产 5 万吨高精度铝箔的生产能力。

4. 主营业务情况分析

公司通过在各子公司间进行专业化分工，逐步构建起一条从铸轧铝卷到铝箔深加工产品的完整铝加工产业链。随着募投项目的逐步投产公司主要产品的产量也将出现快速增长，另外公司自产的铝板带将逐步替代外购部分，产品的质量和毛利都将有所

上升。
图 5.子公司间的业务关系



数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

表 1. 公司主营收入和毛利率预测

年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销量						
家用铝箔	16758	22295	21231	30812	44623	75081
药用铝箔	10486	9271	11097	16215	23483	39512
其他铝箔	1079	1270	4656	6774	9810	14207
铝板带(外销部分)			3511	10820	14292	0
合计	28323	32836	40495	64620	92208	128800
主营业务收入						
家用铝箔	432,453,921	530,596,345	391,211,911	695,539,890	1,058,278,833	1,804,704,723
药用铝箔	253,494,951	208,426,734	203,862,042	350,963,783	534,942,900	904,712,944
其他铝箔	31,166,031	28,772,563	78,800,950	149,285,938	233,785,183	343,498,359
铝板带			52,553,483	213,645,886	309,242,146	-
合计	717,114,903	767,795,642	726,428,386	1,409,435,497	2,136,249,061	3,052,916,026
毛利率						
家用铝箔	16.8%	15.6%	20.3%	18.6%	17.3%	15.8%
药用铝箔	12.8%	15.9%	16.4%	16.2%	15.8%	14.0%
其他铝箔	13.4%	13.2%	14.6%	13.2%	11.7%	9.1%
铝板带			7.4%	6.1%	5.5%	

郑重声明:本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券有限责任公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

整体毛利率 15.2% 15.6% 17.6% 15.5% 14.6% 14.5%

数据来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

表 2. 公司主营业务成本预测

年份	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售价格						
家用铝箔	25,806	23,799	18,426	22,574	23,716	24,037
药用铝箔	24,175	22,482	18,371	21,645	22,780	22,897
其他铝箔	28,884	22,656	16,925	22,040	23,832	24,178
铝板带			14,970	19,745	21,638	22,484
平均售价	25,319	23,383	17,939	21,811	23,168	23,703
单位成本						
家用铝箔	21,476	20,082	14,693	18,374	19,616	20,237
药用铝箔	21,092	18,916	15,367	18,145	19,180	19,697
其他铝箔	25,014	19,670	14,452	19,140	21,032	21,978
铝板带			13,858	18,545	20,438	21,384
平均成本	21,468	19,737	14,778	18,425	19,783	20,263
电解铝价格	19478	17007	13922	16500	17500	18000

数据来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

5. 盈利预测和估值

有色金属行业中, 和公司业务相似的铝行业企业 2010 年的整体市盈率均值在 27 倍左右, 公司未来几年业绩将保持高速增长, 给予 2011 年 24 倍市盈率比较合适, 公司 2010-2012 年每股盈利分别为: 0.92 元、1.47 元和 2.11 元, 上市后合理价格为 32-35 元左右。

表 3. 有色类和公司业务相似公司估值情况

简称	最新日期	最新价格	每股收益				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
焦作万方	2010-03-15	23.55	0.6930	0.5098	1.2840	1.5652	33.98	46.20	18.34	15.05
云铝股份	2010-03-15	11.72	0.0700	0.0413	0.3913	0.7466	299.30	283.64	29.96	15.70
南山铝业	2010-03-15	11.12	0.4800	0.3797	0.5381	0.6877	29.19	29.28	20.67	16.17
中孚实业	2010-03-15	24.11	0.3000	0.4580	1.0694	1.2999	51.05	52.64	22.54	18.55
新疆众和	2010-03-15	17.84	0.2846	0.4901	0.7079	0.9431	34.44	36.40	25.20	18.92
中国铝业	2010-03-15	12.12	0.0007	-0.1614	0.2471	0.4376	17,762.98	-75.11	49.05	27.70
罗普斯金	40,252.00	26.66	0.47	0.65	0.80	1.00	75.85	41.09	33.12	26.68
东阳光铝	40,252.00	8.43	0.14	0.08	0.33	0.47	58.60	107.32	25.55	18.07
栋梁新材	40,252.00	14.02	0.32	0.46	0.68	0.83	27.57	30.61	20.65	16.93
中值		14.02	0.30	0.46	0.68	0.83	51.05	41.09	25.20	18.07
均值		16.62	0.31	0.32	0.67	0.89	45.22	39.62	27.23	19.31

数据来源: 招股说明书 东北证券金融与产业研究所

根据最近上市的中小板股票的发行价情况, 最近发行的中小板公司, 对应于 2009 年业绩的平均发行市盈率为 51 倍左右, 相对于 2010 年业绩, 发行市盈率为 40 倍左右, 公司未来几年盈利将保持快速增长, 因此给予 2009 年 50-55 倍市盈率比较合适。

建议询价区间在 28-30 元左右。

表 4. 最近上市的中小板类股票的发行价格情况

股票	上市日期	发行价	EPS				PE			
			2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
隆基机械(002363)	2010-3-5	18	0.59	0.67	0.65	0.84	71	62	64	50
中恒电气(002364)	2010-3-5	22.35	0.64	0.82	1.09	1.54	66	51	39	27
永安药业(002365)	2010-3-5	31	1.47	0.93	1.07	1.37	29	45	39	31
同德化工(002360)	2010-3-3	23.98	0.59	1.00	0.87	1.10	71	42	48	38
神剑股份(002361)	2010-3-3	17	0.50	0.64	0.59	0.77	83	66	71	55
汉王科技(002362)	2010-3-3	41.9	0.37	1.07	1.28	1.84	112	39	33	23
富临运业(002357)	2010-2-10	14.97	0.48	0.50	0.58	0.62	61	43	38	35
森源电气(002358)	2010-2-10	26	0.78	0.68	0.91	1.22	62	53	40	30
齐星铁塔(002359)	2010-2-10	16.98	0.42	0.39	0.52	0.67	61	49	37	29
科冕木业(002354)	2010-2-9	12.33	0.45	0.29	0.40	0.56	53	61	45	32
兴民钢圈(002355)	2010-2-9	14.5	0.33	0.37	0.52	0.62	65	43	31	26
浩宁达(002356)	2010-2-9	36.5	0.77	0.71	0.98	1.27	64	53	38	29
漫步者(002351)	2010-2-5	33.5	0.64	0.78	1.04	1.38	75	45	34	26
鼎泰新材(002352)	2010-2-5	32	0.71	0.57	0.78	1.03	59	56	41	31
均值							67	51	43	33

数据来源：招股说明书 东北证券金融与产业研究所

盈利预测

利润表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	78,101.09	146,947.63	220,829.80	313,937.47
营业成本	65,193.81	124,828.65	189,330.26	269,291.48
营业费用	2,470.83	4,114.53	5,962.40	8,162.37
管理费用	2,447.47	3,820.64	5,299.92	7,220.56
财务费用	3,380.38	4,339.30	4,569.40	6,719.84
投资收益	0.05	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,356.32	9,506.52	15,159.90	21,821.16
利润总额	4,417.70	9,506.52	15,159.90	21,821.16
所得税	1,196.75	2,376.63	3,789.98	5,455.29
净利润	3,220.95	7,129.89	11,369.93	16,365.87
归属母公司所有者的净利润	3,220.95	7,129.89	11,369.93	16,365.87
NOPLAT	5,640.82	10,384.37	14,796.98	21,405.75

资产负债表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	16,291.44	19,103.19	28,707.87	40,811.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	5,852.30	10,064.91	15,125.33	21,502.57
预付款项	20,385.99	22,882.56	20,989.26	19,642.80
存货	12,608.69	20,519.78	31,122.78	44,267.09
流动资产合计	60,329.19	78,180.45	104,375.86	138,209.52
非流动资产	65,174.16	92,122.99	117,972.97	152,419.83
资产总计	125,503.35	170,303.44	222,348.83	290,629.34
短期借款	45,524.81	22,475.93	55,264.31	97,775.30
应付帐款	9,323.08	8,549.91	12,967.83	18,444.62
预收款项	435.17	729.06	1,170.72	1,798.60
流动负债合计	67,015.18	45,661.35	88,610.80	143,798.62
非流动负债	35,375.00	35,375.00	35,375.00	35,375.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
母公司股东权益	23,113.17	89,267.09	98,363.03	111,455.72
净营运资本	(6,685.99)	32,519.10	15,765.05	(5,589.11)
投入资本 IC	89,221.54	129,514.83	161,794.46	205,294.15

现金流量表（万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	3,220.95	7,129.89	11,369.93	16,365.87
折旧摊销	8,589.50	0.00	4,150.01	5,553.15
净营运资金增加	9,053.20	39,205.09	(16,754.05)	(21,354.16)
经营活动产生现金流	3,121.64	1,321.47	13,659.70	19,586.02
投资活动产生现金流	(37,799.86)	(30,000.00)	(30,000.00)	(40,000.00)
融资活动产生现金流	42,128.15	31,490.28	25,944.99	32,517.98
现金净增（减）	7,449.92	2,811.75	9,604.68	12,104.00

价值比率	2009A	2010E	2011E	2012E
P / E	55.36	33.70	21.13	14.68
EV / 收入	3.15	1.91	1.38	1.06
EV / EBITDA	15.07	16.62	12.73	9.80
EV / EBIT	31.81	20.27	15.40	11.71
EV / NOPLAT	43.63	27.03	20.54	15.62
EV / IC	2.76	2.17	1.88	1.63
P / B	7.78	2.69	2.44	2.16
Dividend Yield (%)	0.00%	0.59%	0.95%	1.36%

每股指标	2009A	2010E	2011E	2012E
基本 EPS	0.56	0.92	1.47	2.11
每股红利	0.00	0.20	0.20	0.20
每股经营现金流	0.54	0.17	1.76	2.53
每股净现金流	1.28	0.36	1.24	1.56
每股净资产	3.99	11.52	12.69	14.38

流动性	2009A	2010E	2011E	2012E
净负债 / 权益	2.80	0.43	0.63	0.83
总负债 / 总资产	81.58%	47.58%	55.76%	61.65%
流动比率	0.90	1.71	1.18	0.96
速动比率	0.71	1.26	0.83	0.65

财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
盈利能力				
毛利率	16.53%	15.05%	14.26%	14.22%
营业利润率	5.58%	6.47%	6.86%	6.95%
净利率	4.12%	4.85%	5.15%	5.21%
净资产收益率	13.94%	7.99%	11.56%	14.68%
偿债能力				
流动比率	0.90	1.71	1.18	0.96
速动比率	0.71	1.26	0.83	0.65
资产负债率	81.58%	47.58%	55.76%	61.65%
成长能力				

营业收入增长率	-5.59%	88.15%	50.28%	42.16%
营业利润增长率	3.27%	118.22%	59.47%	43.94%
净利润增长率	6.16%	121.36%	59.47%	43.94%
净资产增长率	16.13%	286.22%	10.19%	13.31%
营运能力				
应收帐款周转率	12.77	18.46	17.53	17.14
存货周转率	6.22	7.54	7.33	7.14
总资产周转率	0.79	0.99	1.12	1.22

数据来源: wind 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。