

销量稳步增长，募投项目进展顺利

闽发铝业 (002578.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

中国银河证券有色金属研究团队

1. 事件

闽发铝业 10月21日发布3季报。1-9月公司实现营业收入4.96亿元,同比增长17.32%;归属于上市公司股东的净利润3961万元,同比增长21.03%,其中3季度为1954万元。报告期每股收益为0.26元。3季度公司主营业务毛利率为13.7%,较2季度环比提升了1.7个百分点。

分析师

孙 勇
☎: (8610) 6656 8738
✉: sunyong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010003

2. 我们的分析与判断

特此鸣谢

张一凡 (8621) 2025 2682
(zhangyifan@chinastock.com.cn)
张 迪 (8610) 6656 8757
(zhangdi_zb@chinastock.com.cn)
对本报告的编制提供信息

(一) 销量稳步增长，募投项目进展顺利

前三季度公司产品销量增加主要由于产能同比增加。建筑用铝型材存在一定的季节性,一般5-8月为淡季。公司近年来订单饱和,淡旺季的差异并不明显。但是由于产能增加,预计即将到来的旺季将充分消化新增产能。

公司未来业绩的增长主要来自于4万吨铝型材募投项目。目前已有1万多吨产能投产,其中7000吨已经基本达产。预计2013年底前4万吨项目将全部建成,届时公司的产能将达到7万吨左右。

2010年公司销售铝型材3万吨左右,2011年预计销量为3.8万吨。

市场数据 时间 2011.10.20

A股收盘价(元)	12.62
A股一年内最高价(元)	19.95
A股一年内最低价(元)	12.50
上证指数	2331.37
市净率	2.49
总股本(百万股)	171.8
实际流通A股(百万股)	43.0
限售的流通A股(百万股)	128.8
流通A股市值(亿元)	5.43

(二) 加工费水平行业内居前

公司生产的建筑用铝型材在区域市场具有较高的品牌知名度,因此加工费水平也显著高于行业平均水平。行业加工费水平一般在3000元/吨(无品牌厂商)和4000元/吨(有品牌厂商)之间。而公司的加工费基本都高于5000元/吨,在行业内处于较高水平。

(三) 产品结构优化助力未来发展

公司现在重点发展工业材。工业材和建筑材在生产技术上的差异主要体现在工业材对产品的精度要求更高,成品率也低于建筑材,因此工业材的利润率要高于建筑材。从公司近期设备的采购计划来看,未来会通过不断加大工业材的比重来优化产品结构,从而提高整体盈利能力。

相关研究

2011年6月30日《闽发铝业:产能稳步扩张,期待瓶颈突破》

3. 投资建议

我们预计公司11-13年EPS分别为0.41元、0.57元和0.72元。目前股价对应的PE为30.6倍、22.2倍和17.5倍,综合考虑公司在区域市场的品牌优势和行业地位,维持谨慎推荐的投资评级。

4. 风险提示

铝锭价格大幅波动。下游房地产行业需求放缓。

附录：闽发铝业（002578）财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表（百万元）	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	35	63	462	429	433	营业收入	487	595	714	989	1222
应收款项	41	46	50	69	86	营业成本	415	500	604	835	1027
预付款项	51	23	30	42	51	营业税金及附加	2	2	3	4	5
存货	99	79	91	125	154	销售费用	4	5	6	9	11
其他流动资产	6	9	11	15	18	管理费用	14	18	21	30	37
非核心资产	0	0	0	0	0	财务费用	13	13	2	-3	-3
固定资产	196	230	276	358	450	非经常性损益	-3	-5	0	0	0
在建工程	27	24	95	123	134	资产减值损失	0	0	0	0	0
无形资产	61	71	71	72	72	投资收益	1	-2	0	0	0
长期待摊费用						公允价值变动损益	0	2	0	0	0
资产总计	517	546	1086	1233	1399	营业外收入	3	5	0	0	0
短期借款	235	76	0	0	0	税前利润	43	62	77	115	146
应付款项	34	58	69	96	118	减：所得税	6	9	11	17	22
预收款项	19	14	18	25	31	净利润	37	52	65	98	124
其他流动负债	22	7	36	50	62	归属于母公司的净利润	37	52	65	98	124
长期借款	0	130	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.29	0.41	0.41	0.57	0.72
长期经营性负债	1	5	6	8	10	稀释每股收益	0.29	0.41	0.41	0.57	0.72
负债合计	311	290	130	179	220	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	129	129	172	172	172	成长性					
资本公积	30	28	619	619	619	营收增长率	-6.5%	22.1%	19.9%	38.5%	23.6%
留存收益	47	100	165	263	387	EBIT 增长率	29.5%	33.0%	12.6%	41.6%	28.1%
少数股东权益	0	0	0	0	0	净利润增长率	33.5%	41.2%	24.6%	50.2%	27.2%
股东权益合计	206	257	956	1054	1178	盈利性					
负债和权益合计	517	547	1086	1233	1399	销售毛利率	14.8%	16.1%	15.3%	15.6%	16.0%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	销售净利率	7.6%	8.8%	9.1%	9.9%	10.2%
净利润	37	52	65	98	124	ROE	18.0%	20.4%	6.8%	9.3%	10.6%
折旧与摊销	22	21	27	33	41	ROIC	22.6%	15.7%	7.1%	9.0%	10.3%
经营活动现金流	23	136	118	108	145	估值倍数					
投资活动现金流	-22	-65	-144	-144	-144	PE	44.0	31.2	30.6	22.2	17.5
融资活动现金流	-12	-46	425	3	3	P/S	3.3	2.7	3.0	2.2	1.8
现金净变动	-11	24	400	-33	4	P/B	7.9	6.3	2.3	2.1	1.8
期初现金余额	48	35	63	462	429	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	37	59	462	429	433	EV/EBITDA	24.5	19.4	16.1	12.1	9.5

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，有色金属行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn