



海西铝材龙头 募投项目稳步推进

——闽发铝业(002578)调研快报

2012年3月22日

推荐/首次

闽发铝业

调研快报

林阳	有色金属行业首席分析师 lonyang@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480510120003 010-6655 4024
联系人: 李晨辉	lich@dxzq.net.cn	010-6655 4028

事件:

近日我对公司进行了实地调研，并对公司业务的发展情况和经营的重点与公司相关人员进行了交流。

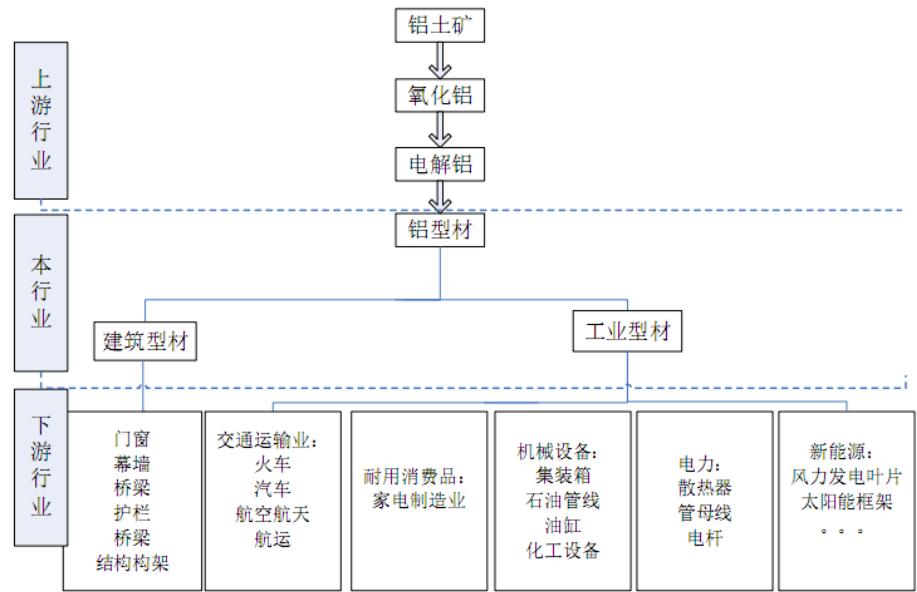
观点:

1. 海西铝型材龙头 募投项目稳步推进

闽发铝业是海西地区大型的铝型材生产商，公司主营业务是铝型材加工，将铝棒通过挤压和表面处理等生产工艺和流程，生产出供建筑业、交通运输业、耐用消费品行业、机械设备制造业等行业使用的产品。目前公司拥有铝型材生产能力3.65万吨/年，国内市场份额0.36%，主要产品包括建筑铝型材和工业铝型材两类，生产线基本通用，仅在具体流程上有区别。2011年公司产品中建筑铝型材占1/3，工业铝型材占1/3，出口占1/3；其中出口部分包括建筑和工业用铝型材两类。从2011年和2012年的经营情况来看，公司工业用铝型材的增长较快，增速超过建筑铝型材。公司目前正实施募投项目，采购相关设备，预计2012年有2万吨铝合金型材产能释放。

公司位于海西经济区核心地带，有望受益海西经济区建设对工业用铝型材的需求拉动。公司在省内主要竞争对手为南平铝业，其铝加工产能超过20万吨/年，与南平铝业相比，公司在产业链整合、规模等方面还有一定差距，但在销售区域上，公司比南平铝业具备更强的竞争优势。

图1：公司产品生产流程及产品结构



资料来源：招股说明书、东兴证券

表 1：公司产品产量预测（万吨）

产品分类	2011年	2012年	2013年
铝合金型材	3.65	5.4	7.65
建筑铝型材	2	3.2	4
工业铝型材	1.65	2.2	3.65

资料来源：公司资料、东兴证券

2. 公司产品需求受房地产调控影响有限

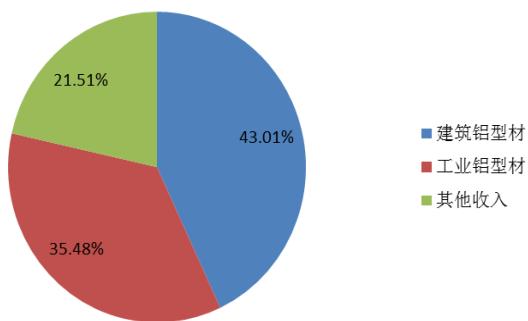
由于公司主要产品建筑铝型材主要应用在建筑装修领域，在国家对房地产行业进行宏观调控的背景下，下游需求受到一定的影响，但公司建筑铝型材部分面向商业地产领域，以项目建设采购为主，另外，随着城镇化进程加快、保障性住房和经济适用房建设力度加大以及“建材下乡”等鼓励新农村建设等众多利好因素下，公司建筑铝型材的需求受房地产调控影响有限。目前公司开工率接近 100%，下游需求稳定。同时，公司正积极进行产业升级和产品结构调整，逐步加大工业铝型材尤其是工业表面处理材在公司产品的销售比重，同时加大保障性住房及城镇市场用建筑型材的市场开拓，以抵御部分地区房地产投资增速放缓对公司生产经营带来的不利影响。

公司所处行业的定价方式是“铝锭价格+加工费”，当铝锭价格波动时公司具备一定的转嫁成本的能力，该种模式可以一定程度上的化解上游原材料价格的异动对企业带来的成本风险。由于公司产品加工费水平提升空间有限，公司未来利润增长主要来自铝型材产品产销量的提升。后期公司产能将由目前的 3.65 万吨增至 7.65 万吨，从新增产品产能结构上看，公司将重点提升工业铝型材产品的产能，不断优化产品结构。

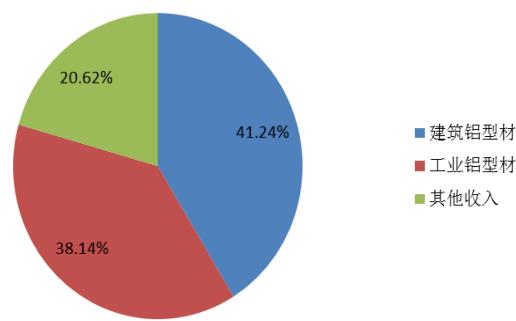
表 2：公司产品加工费水平预测（元/吨）

产品分类	2011年	2012年	2013年
建筑铝型材	6000	6500	6500
工业铝型材	6500~7500	6500~7500	6500~7500
产品吨毛利	3000~3500	3000~3500	3000~3500

资料来源：公司资料、东兴证券

图 2：2011年上半年公司主营收入占比

资料来源：公司资料、东兴证券

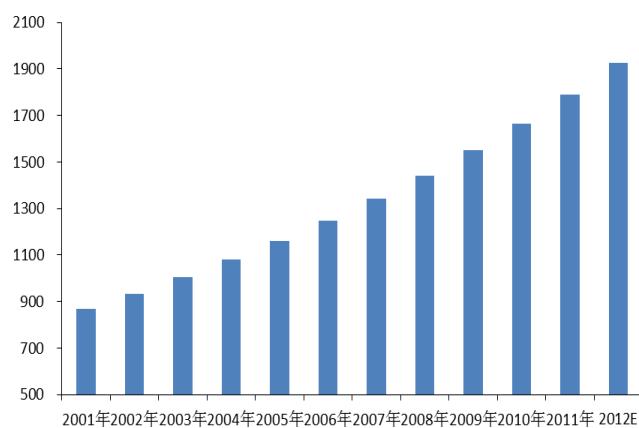
图 3：2011年上半年公司主营利润占比

资料来源：公司资料、东兴证券

3. 具有明显抗周期性，享受下游需求稳定增长

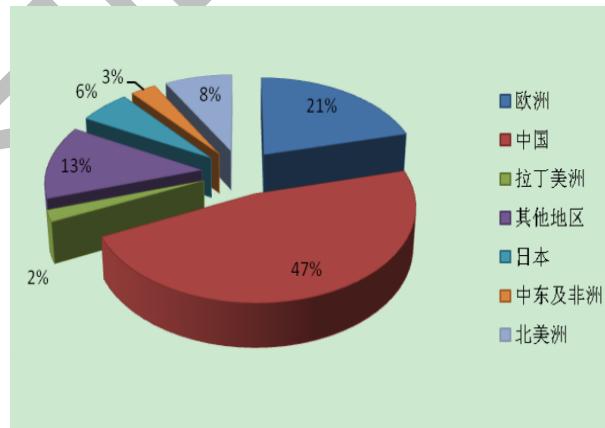
随着全球经济增长及铝型材用途不断扩展，全球铝型材的消耗量由 2001 年约 869 万吨增长至 2009 年约 1,550 万吨，复合年增长率约为 7.5%。预计到 2012 年，全球铝型材消费量将达约 1,669 万吨。从地区来看，2001 年至 2011 年全球主要地区消费量呈现出不同走势，中国消费量比例迅速上升，而欧洲和北美洲呈现出下降趋势。截至 2011 年中国消费量占全球消费量比达到 47%，中国已经发展为铝型材的消费大国。

图 4：2001 年-2012 年全球铝型材消费量



资料来源：CRU、东兴证券

图 5：2010 年全球铝型材消费量区域分布



资料来源：CRU、东兴证券

从应用领域来看，建筑行业仍然是铝型材应用的主要领域，远远超过其他领域，消费量逐年上涨，截至 2010 年占总消费量的 63%以上。与此同时，交通运输业和机器设备业的铝型材消耗量已占据重要地位。分地区看，北美、欧洲等发达地区 2010 年铝型材在工业领域的消费平均占比已经超过 50%，而中国铝型材在工业领域的消费量仅 32%，工业领域的消费比例相对较低。

我们认为随着铝型材在我国工业应用领域不断拓宽，产品的消费量也将越来越大。国内外交通运输业的轻量化、电子电力业和机械制造业的发展，中、高强度的工业铝型材、管棒材的需求正快速增长，我国铝工业型材产量比例在逐年增加。据预测，随着中国工业化程度的提高，铝工业材的消费量将持续增长，其在铝挤压业中的比例将由目前的 30%上升到 2012 年的 45-50%左右。因此，从长期来看，铝工业材将成为我国铝挤压材行业的主要发展方向，而且未来必将成为我国铝挤压材产品的主流。公司正积极调整产品结构，以扩大工业铝型材的产销量，公司将受益下游需求的稳定增长。

结论：

随着公司募投项目 4 万吨铝合金型材生产线的逐步达产，公司建筑铝型材和工业铝型材的产能将稳步增长，预计公司 2012 年建筑铝型材和工业铝型材产量分别为：3.2 万吨和 2.2 万吨，2013 年公司募投项目将完全投产，预计公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.373、0.571 和 0.819 元，我们看好公司长期投资价值，首次给予“推荐”投资评级。

风险提示：

- 1) 公司建筑、工业铝型材下游需求大幅萎缩
- 2) 公司新增产能项目进展低于预期

表 3：盈利预测及关键指标

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	595.34	711.60	1,118.00	1,586.50
(+/-)%	22.14%	19.53%	57.11%	41.91%
经营利润(EBIT)	91.01	121.92	163.42	214.64
(+/-)%	19.72%	33.96%	34.03%	31.35%
净利润	52.30	64.05	98.12	140.71
(+/-)%	41.17%	22.45%	53.20%	43.41%
每股净收益(元)	0.410	0.373	0.571	0.819

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
营业收入	595.34	711.60	19.53%	1,118.00	57.11%	1,586.50	41.91%
营业成本	499.63	600.40	20.17%	948.20	57.93%	1,342.75	41.61%
营业费用	5.31	6.33	19.24%	9.95	57.11%	14.12	41.91%
管理费用	18.01	20.92	16.14%	32.87	57.11%	46.64	41.91%
财务费用	13.13	11.26	-14.20%	12.67	12.50%	16.79	32.46%
投资收益	(1.58)	1.80	N/A	1.80	0.00%	1.80	0.00%
营业利润	56.84	72.45	27.47%	112.53	55.33%	162.64	44.53%
利润总额	61.65	75.35	22.23%	115.43	53.20%	165.54	43.41%
所得税	9.34	11.30	20.97%	17.31	53.20%	24.83	43.41%
净利润	52.30	64.05	22.45%	98.12	53.20%	140.71	43.41%
归属母公司所有者的净利润	52.30	64.05	22.45%	98.12	53.20%	140.71	43.41%
NOPLAT	59.36	71.15	19.87%	106.42	49.56%	152.51	43.31%
资产负债表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	62.52	21.35	-65.85%	33.54	57.11%	47.60	41.91%
交易性金融资产	1.74	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	45.46	53.32	17.28%	83.77	57.11%	118.88	41.91%
预付款项	23.37	83.41	256.86%	178.23	113.67%	312.51	75.34%
存货	79.06	93.76	18.59%	148.08	57.93%	209.69	41.61%
流动资产合计	221.47	262.97	18.74%	461.11	75.34%	713.48	54.73%
非流动资产	325.04	347.67	6.96%	359.45	3.39%	324.24	-9.80%
资产总计	546.51	610.64	11.73%	820.56	34.38%	1,037.72	26.47%
短期借款	76.20	23.90	-68.63%	113.47	374.72%	169.78	49.63%
应付帐款	14.82	16.45	11.02%	25.98	57.93%	36.79	41.61%
预收款项	14.23	16.01	12.50%	18.80	17.46%	22.77	21.09%
流动负债合计	154.83	124.55	-19.55%	255.98	105.52%	360.58	40.86%
非流动负债	134.83	135.00	0.12%	135.00	0.00%	135.00	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	256.85	351.09	36.69%	429.58	22.36%	542.15	26.20%
净营运资本	66.64	138.42	107.70%	205.13	48.19%	352.91	72.04%
投入资本 IC	398.79	483.64	21.28%	639.51	32.23%	794.33	24.21%
现金流量表（百万元）	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
净利润	52.30	64.05	22.45%	98.12	53.20%	140.71	43.41%
折旧摊销	21.05	0.00	N/A	38.21	N/A	35.21	-7.85%
净营运资金增加	143.83	71.78	-50.10%	66.71	-7.07%	147.78	121.54%
经营活动产生现金流	135.84	47.99	-64.67%	2.45	-94.89%	0.20	-91.68%

投资活动产生现金流	(65.40)	(55.79)	N/A	(47.53)	N/A	2.47	N/A
融资活动产生现金流	(46.22)	(33.37)	N/A	57.27	N/A	11.38	-80.13%
现金净增(减)	24.22	(41.17)	N/A	12.19	N/A	14.06	15.28%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，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。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

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（以沪深 300 指数为基准指数）：

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。