

鲁丰股份 (002379): 产能大幅扩张, 但下游需求仍处低谷
中性 (下调)
有色金属行业/铝

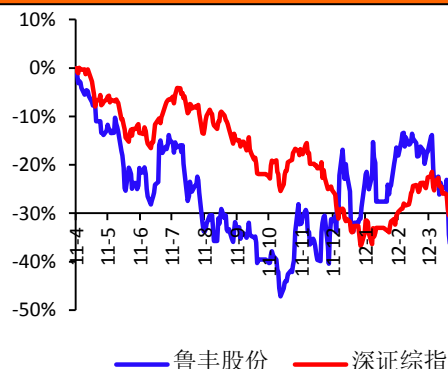
报告日期: 2012 年 4 月 10 日

主要财务指标 (单位: 百万元、元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1791	2161	2958	3721
(+/-)	75.30%	20.65%	36.85%	25.80%
营业利润	11	11	57	99
(+/-)	-76.54%	0.21%	413.58%	72.24%
归属于母公司净利润	12	8	43	74
(+/-)	-67.64%	-29.02%	413.58%	72.24%
每股收益	0.08	0.05	0.28	0.48
市盈率 (倍)	151	223	43	25

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (亿股)	1.55/0.59
流通市值 (亿元)	8.47
每股净资产 (元)	5.62
资产负债率 (%)	75.88

股价表现 (最近一年)


有色金属行业研究员: 邱祖学

执业证书编号: S1050511070004

021-51793721

qiuzx@cfsc.com.cn

当前股价: 12.07 元

- 公司公布了2011年业绩, 报告期内实现营业收入17.9亿元, 较上年同期增长了75.3%, 实现营业利润1116万元, 同比下降76.5%, 实现归属于母公司股东的净利润1182元, 同比下降67.6%, 每股收益0.08元。
- **产品产量增加助推公司营业收入增长。**2011年公司营业收入大幅增长75%, 主要是因子公司润丰铝箔5万吨/年高精密铝箔项目投产, 公司家用铝箔销量增长明显, 使得家用铝箔产品营业收入同比增长68.4%; 另一方面, IPO项目中的“5万吨/年高精密铝板带”项目产能逐渐释放, 使得该业务收入增长47%。
- **毛利率下降明显。**公司2011年综合毛利率下降3%, 一方面公司新建铝箔生产线进度缓慢, 导致投入转固产生的折旧摊销增加产品的生产成本, 但产品产能并未释放, 从而拖累公司业绩; 另一方面铝箔行业竞争程度加大, 使得公司铝箔加工费降低明显。
- **财务费用大幅上升。**公司财务费用同比大增212%至1.08亿元, 主要是公司正在建设年产45万吨高精密铝板带项目一期工程, 使得银行贷款余额增加, 导致公司利息支出攀升。
- **铝箔行业龙头, 下游需求仍处低谷。**公司主营产品包括家用铝箔和药用铝箔, 其中家用铝箔国内市场占有率位居第二, 主要销往海外发达国家; 药用铝箔国内市场占有率第一, 高达70%。我们认为, 由于近期海内外基本面整体偏弱, 国内外铝箔需求均不同程度地受到影响; 另一方面, 家用与药用铝箔应用的推广需要消费者环保意识与生活水平的提高, 对塑料保鲜膜和一次性饭盒的替代仍需较长时间, 因此未来一段时间家用与药用铝箔需求增长将相对缓慢。
- **产能稳定大幅增长, 但对近期业绩贡献有限。**公司目前铝箔产能为14万吨/年, 公司募投项目中3万吨/年铝箔生产线将于下半年建成投产, 届时公司铝箔产能将达到17万吨/年; 公司铝板带产能约10万吨/年, 在建的产能包括年产45万吨高精密铝板带项目一期工程 (非公开发行项目, 预计2013年底建成投产)。由于铝箔行业下游需求仍处低谷, 预计2012年公司产品产能利用率仍将维持低水平, 公司产品产能的稳定增长对当期业绩贡献有限, 但有利于公司未来的长远利益。
- **盈利预测。**我们预计公司2012年实现营业收入21.6亿元, 同比增长20.7%, 归属于上市公司投资者的净利润839万元, 同比下降29%。预计公司12-14年EPS分别为0.05、0.28、0.48元/股 (未考虑非公开发行对股本的影响), 对应最新股价的PE分别是223、43、25倍。虽然公司是铝箔行业龙头并且产能扩张明显, 但考虑到下游需求整体偏弱, 产能释放有限, 目前估值水平较高, 因此下调公司评级至“中性”。
- **风险提示。**铝箔加工费大幅度波动风险、项目进展低于预期风险。

图表 1 公司产品产量预测

单位：万吨	2011A	2012E	2013E	2014E
家用铝箔	4.2	5	6.5	7.5
药用铝箔	2.5	3	4	5
其他铝箔	0.8	2	3	3
铝板带	0.6	1	1.2	3

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2 公司产品毛利率预测

分产品毛利率（%）	2011A	2012E	2013E	2014E
家用铝箔	11.65%	11.50%	11.50%	11.50%
药用铝箔	16.81%	13.00%	13.00%	13.00%
其他铝箔	13.69%	14.00%	14.00%	14.00%
铝板带	5.09%	5.50%	5.50%	5.50%

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 3 公司盈利预测表

单位: 万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	179,137	216,129	295,782	372,103
增长率 (%)	75.30%	20.65%	36.85%	25.80%
减: 营业成本	159,907	190,284	260,122	329,154
毛利率 (%)	10.73%	11.96%	12.06%	11.54%
营业税金及附加	397	479	655	824
销售费用	2,675	3,227	4,416	5,556
管理费用	3,824	6,500	7,500	9,000
财务费用	10,797	15,000	18,000	18,500
费用合计	17,296	24,727	29,916	33,056
期间费用率 (%)	9.66%	11.44%	10.11%	8.88%
资产减值损失	451	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	30	0	0	0
营业利润	1,116	1,118	5,744	9,893
增长率 (%)	-76.54%	0.21%	413.58%	72.24%
营业利润率 (%)	0.62%	0.52%	1.94%	2.66%
加: 营业外收入	582	0	0	0
减: 营业外支出	5	0	0	0
利润总额	1,692	1,118	5,744	9,893
增长率 (%)	-66.07%	-33.91%	413.58%	72.24%
利润率 (%)	0.94%	0.52%	1.94%	2.66%
减: 所得税费用	486	280	1,436	2,473
所得税率 (%)	28.71%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	1,206	839	4,308	7,420
增长率 (%)	-66.96%	-30.47%	413.58%	72.24%
净利润率 (%)	0.67%	0.39%	1.46%	1.99%
归属于母公司所有者的净利润	1,182	839	4,308	7,420
增长率 (%)	-67.64%	-29.02%	413.58%	72.24%
少数股东损益	25	0	0	0
总股本	15,500	15,500	15,500	15,500
摊薄每股收益(元)	0.08	0.05	0.28	0.48

资料来源: 公司公告, 华鑫证券研发部

研究员简介

邱祖学：华鑫证券有色金属行业研究员，经济学硕士；
主要研究和跟踪领域：有色金属行业研究。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>