

海西龙头，期待募投项目达产

民生精品——简评报告/有色金属行业

2012年05月21日

一、事件概述

我们近日对闽发铝业进行了实地调研，就目前经营与公司管理层进行了交流。公司募投项目将与明年下半年达产，业绩将迎来快速增长。

二、分析与判断

➤ 省内铝型材仍有缺口，为公司未来发展创造有利条件

公司主要产品为铝型材，是海西板块的铝加工龙头企业，2010年产能3.6万吨，目前产能增加至约4万吨/年。由于铝材的运输半径所限，公司52%的客户来自福建省内，33%的客户来自东南亚、欧洲及南美洲等国外市场。福建省内铝型材需求为20万吨/年，而省内仅有两家大型铝型材企业，产能共计约8万，加上一些小型的铝型材厂，省内仍有几万吨的缺口，公司募投项目增加约4万吨产能不存在消化问题。

➤ 铝型材受房地产影响，预计下半年将进入消费旺季，全年保持平稳

目前建筑铝型材市场订单放缓，但公司仍处于满产阶段，订单放缓主要受去年房地产调控政策影响，新开工面积减少，导致今年新房交房后的铝型材需求不旺。但去年保障性住房的增量可能会弥补一部分铝型材的需求，下半年一般是铝型材的消费旺季，预计公司铝型材的消费量仍保持平稳，全年保持满负荷运转。

➤ 加工费相对稳定，未来深加工或提升毛利

由于铝型材行业属于行业集中度较低的产业，普通建筑型材加工费较为稳定。公司的铝型材属于相对高端产品，产品加工费略高于同行，根据加工工艺和工艺流程长短不同，加工费从几千到上万元不等。工业型材以工序较短的白材为主，产量约占到三分之一，加工费相对稳定在5000元左右；深加工产品未来也是公司重点发展产品，毛利约20%左右，产品包括卫浴、太阳能板边框、led灯框，电脑外壳、车行李架框等，也是募投项目4万吨型材的一部分，目前正处于设备安装调试阶段，未来公司整体毛利仍有提升空间。

➤ 募投项目明年下半年集中放量，业绩迎来快速增长

公司去年上市之后置换了4000多万，增加约3-4千吨产能，12年新增产能有限。项目建设期1年，今年下半年设备陆续到位，预计明年陆续达产，13年下半年集中释放产能。预计12至14年产量分别3.3万吨、5万吨和5.6万吨。

三、盈利预测与投资建议

闽发铝业是福建省铝型材加工龙头企业，募投项目明年下半年集中放量，业绩将迎来爆发期。鉴于公司募投项目仍在设备安装调试阶段，今年铝型材产量增长有限，给予公司“谨慎推荐”评级，预计2012-2014年EPS分别为0.41、0.67和0.82元，对应当前股价PE为32、19和16倍。

四、风险提示

房屋新开工率下滑；募投项目未能如期达产。

表1: 盈利预测与财务指标

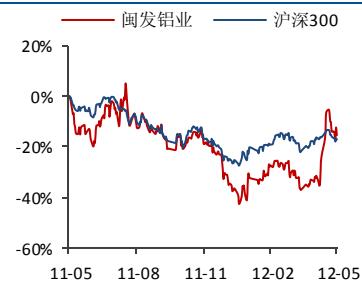
| 项目/年度 | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 711 | 853 | 1,220 | 1,390 |
| 增长率 (%) | 19.48% | 19.92% | 43.02% | 13.93% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 58 | 70 | 115 | 141 |
| 增长率 (%) | 10.25% | 21.93% | 63.11% | 23.30% |
| 每股收益 (摊薄、元) | 0.34 | 0.41 | 0.67 | 0.82 |
| PE | 39 | 32 | 19 | 16 |
| PB | / | 4 | 4 | 3 |

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐 首次评级

合理估值：14.3元-15.5元
交易数据 (2012-05-18)

| | |
|------------|------------|
| 收盘价 (元) | 12.95 |
| 近12个月最高/最低 | 17.28/8.86 |
| 总股本 (百万股) | 171.80 |
| 流通股本 (百万股) | 43.00 |
| 流通股比例 % | 25.03% |
| 总市值 (亿元) | 22.25 |
| 流通市值 (亿元) | 5.57 |

该股与沪深300走势比较


分析师

分析师：黄玉

执业证号：S0100511010008

电话：(8610) 8512 7646

邮箱：huangyu@mszq.com

分析师：滕越

执业证号：S0100511070006

电话：(8610) 8512 7646

邮箱：tengyue@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表

| 项目(百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入 | 711 | 853 | 1,220 | 1,390 |
| 减：营业成本 | 622 | 738 | 1,037 | 1,168 |
| 营业税金及附加 | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 销售费用 | 5 | 6 | 9 | 10 |
| 管理费用 | 23 | 27 | 37 | 40 |
| 财务费用 | (2) | 0 | 3 | 6 |
| 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 0 |
| 加：投资收益 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 二、营业利润 | 63 | 79 | 131 | 162 |
| 加：营业外收支净额 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 三、利润总额 | 68 | 83 | 135 | 166 |
| 减：所得税费用 | 10 | 12 | 20 | 25 |
| 四、净利润 | 58 | 70 | 115 | 141 |
| 归属于母公司的利润 | 58 | 70 | 115 | 141 |
| 五、基本每股收益(元) | 0.34 | 0.41 | 0.67 | 0.82 |

主要财务指标

| 项目(百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| EV/EBITDA | 32.26 | 18.84 | 11.92 | 9.18 |
| 成长能力: | | | | |
| 营业收入同比 | 19.48% | 19.92% | 43.02% | 13.93% |
| 营业利润同比 | 11.5% | 24.2% | 66.3% | 24.0% |
| 净利润同比 | 10.25% | 21.93% | 63.11% | 23.3% |
| 营运能力: | | | | |
| 应收账款周转率 | 14.26 | 14.43 | 15.69 | 14.20 |
| 存货周转率 | 7.85 | 8.01 | 9.17 | 8.41 |
| 总资产周转率 | 0.90 | 0.81 | 1.06 | 1.07 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | |
| 毛利率 | 12.6% | 13.5% | 15.0% | 16.0% |
| 净利率 | 8.1% | 8.2% | 9.4% | 10.2% |
| 总资产净利率 ROA | 7.3% | 6.6% | 10.0% | 10.9% |
| 净资产收益率 ROE | 9.9% | 7.5% | 11.1% | 12.2% |
| 资本结构与偿债能力: | | | | |
| 流动比率 | 8.74 | 12.09 | 10.82 | 11.40 |
| 资产负债率 | 12.2% | 9.8% | 10.5% | 10.0% |
| 长期借款/总负债 | 31.7% | 37.6% | 31.2% | 29.1% |
| 每股指标: | | | | |
| 每股收益 | 0.34 | 0.41 | 0.67 | 0.82 |
| 每股经营现金流量 | (0.03) | 0.40 | 0.24 | 0.73 |
| 每股净资产 | 5.29 | 5.67 | 6.34 | 7.16 |

资产负债表

| 项目(百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 437 | 478 | 517 | 616 |
| 应收票据 | 2 | 2 | 2 | 3 |
| 应收账款 | 54 | 64 | 92 | 104 |
| 预付账款 | 100 | 102 | 146 | 167 |
| 其他应收款 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 存货 | 102 | 111 | 156 | 175 |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资产合计 | 708 | 760 | 918 | 1,071 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 251 | 257 | 262 | 267 |
| 在建工程 | 7 | 2 | (18) | (18) |
| 无形资产 | 70 | 63 | 56 | 49 |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产合计 | 328 | 322 | 300 | 298 |
| 资产总计 | 1,035 | 1,081 | 1,218 | 1,368 |
| 短期借款 | 13 | 0 | 1 | 1 |
| 应付票据 | 9 | 15 | 21 | 23 |
| 应付账款 | 19 | 15 | 21 | 23 |
| 预收账款 | 26 | 22 | 31 | 35 |
| 其他应付款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应交税费 | 10 | 11 | 11 | 11 |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债合计 | 81 | 63 | 85 | 94 |
| 长期借款 | 40 | 40 | 40 | 40 |
| 其他非流动负债 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 非流动负债合计 | 44 | 44 | 44 | 44 |
| 负债合计 | 126 | 106 | 128 | 137 |
| 股本 | 172 | 172 | 172 | 172 |
| 资本公积 | 580 | 580 | 580 | 580 |
| 留存收益 | 157 | 223 | 338 | 479 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 所有者权益合计 | 909 | 975 | 1,089 | 1,231 |
| 负债和股东权益合计 | 1,035 | 1,081 | 1,218 | 1,368 |

现金流量表

| 项目(百万元) | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流量 | (5) | 69 | 41 | 125 |
| 投资活动现金流量 | (49) | (14) | 1 | (19) |
| 筹资活动现金流量 | 436 | (214) | (703) | (706) |
| 现金及等价物净增加 | 381 | (159) | (661) | (601) |

数据来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究7年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。2011年“新财富”最佳分析师有色金属行业第五名，金牛奖第二名团队成员。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所，擅长财务分析和统计计算。2011年“新财富”最佳分析师有色金属行业第五名，金牛奖第二名团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

| 销售 | 负责区域 | 电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 严长胜 | 北京 | 010-85127414 | 13818355148 | yanchangsheng@mszq.com |
| 尹塘 | 北京 | 010-85127761 | 18611738655 | yintang@mszq.com |
| 郭明 | 北京 | 010-85127762 | 18601357268 | guomingyjs@mszq.com |
| 郭楠 | 北京 | 010-85127835 | 15801209146 | guonan@mszq.com |
| 韦珂嘉 | 北京 | 010-85127772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com |
| 杜婵媛 | 北京 | 010-85127761 | 18610531518 | duchanyuan@mszq.com |
| 杨平平 | 北京 | 010-85127761 | 15210830789 | yangpingping@mszq.com |
| 李珊珊 | 北京 | 010-85127506 | 18616891195 | lishanshan@mszq.com |
| 平珂 | 上海 | 021-68885772 | 13818133101 | pingke@mszq.com |
| 张瑜鑫 | 上海 | 021-68885790 | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海 | 021-68885792 | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com |
| 朱光宇 | 上海 | 021-68885773 | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com |
| 汪萍 | 上海 | 021-68885167 | 13402036996 | wangping@mszq.com |
| 钟玲 | 上海 | 021-68885797 | 15900782242 | zhongling@mszq.com |
| 郑敏 | 上海 | 021-68885159 | 18701944310 | zhengmin@mszq.com |
| 王溪 | 上海 | 021-68885793 | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com |
| 蔡虹 | 广深 | 0755-22662056 | 18665333929 | caihong@mszq.com |
| 刘毅 | 广深 | 0755-22662101 | 13760348848 | Liuyi_sz@mszq.com |
| 许立平 | 广深 | 020-84228173 | 18601368846 | xuliping@mszq.com |
| 李潇 | 广深 | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com |
| 马炜炎 | 广深 | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com |
| 王仪枫 | 广深 | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com |

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 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 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |

| 行业评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。