

# 募投项目下半年开始释放业绩

**简评报告/有色金属行业**

2014年01月28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。公司募投项目将于今年下半年投产。

## 二、分析与判断

### ➤ 公司经营稳健，利润增长率预计达20%以上

公司主要产品为工业材和建材，目前产能为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。尽管铝材行业整体产能过剩，但由于公司规模较大，且处于福建省优越的地理位置，公司近年来一直稳步发展且利润率稳步增加，预计今年利润率增速达0-30%以上。

### ➤ 福建铝材龙头，规模化、下游延伸化提升产品毛利率

公司战略上从以下几个方面提升：1、深加工：如卫浴、电脑外壳、门窗加工等，这类产品加工费高，但目前合作客户需求的量相对较少，有待进一步提升订单量；2、地域扩展：在目前相对不景气的市场中寻找好的并购资产，辅助主业向全国辐射，另外，若国外有好的项目，也会采取相应收购行动。总体来看，铝材公司目前综合毛利率为10-15%左右，可提升的方式有两个，一是规模化、二是下游延伸，但这是一个长期而又艰苦的历程。

### ➤ 福建省房地产投资增速继续拉动公司产品需求

由于公司更多的产品运用于房地产行业，因此房地产投资增速直接影响公司产品销量。2013年全年全国房地产投资增速为19.8%，福建省投资增速为31.1%，处于较高的水平，因此公司销售环节较好。我们预计2014年福建省房地产投资增速仍会对铝材需求形成较强拉动。

### ➤ 募投项目今年上半年基建完成，下半年开始释放业绩

公司上市后由于设备选型、基建等因素，募投项目实施进度较慢，2013年公司及时调整了募投项目的实施计划，目前项目进展顺利，预计2014年上半年公司募投项目将全部建成投产，下半年可投产，按半年2万吨，80%的产能利用率计算，预计下半年新增产量约为1.6万吨。

## 三、盈利预测与投资建议

公司是福建省铝型材加工龙头企业，募投项目今年下半年集中放量，业绩将迎来爆发期。鉴于公司下游客户稳定，产能开始释放，维持公司“谨慎推荐”评级，预计2013-2015年EPS分别为0.33、0.45和0.58元，对应当前股价PE为35、26和20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**

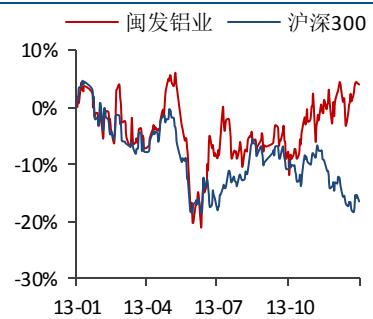
项目/年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	1,032	1,210	1,455	1,700
增长率（%）	45.09%	17.24%	20.25%	16.84%
归属母公司股东净利润（百万元）	40	56	77	99
增长率（%）	-29.95%	39.04%	36.36%	29.69%
每股收益（摊薄、元）	0.24	0.33	0.45	0.58
PE	49	35	26	20
PB	/	4.3	4.0	3.7

资料来源：民生证券研究院

**谨慎推荐** 维持评级

**合理估值：12元-14元**
**交易数据（2014-01-27）**

收盘价（元）	11.60
近12个月最高/最低	12.35/8.51
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）	19.93
流通市值（亿元）	4.99

**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：huangyue@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

1. 闽发铝业(002578)调研简报：海西龙头，期待募投项目达产  
2012-05-21

## 公司财务报表数据预测汇总

## 利润表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	1,032	1,210	1,455	1,700
减：营业成本	959	1,111	1,320	1,533
营业税金及附加	1	0	1	2
销售费用	6	8	9	10
管理费用	30	35	44	49
财务费用	(7)	(3)	1	5
资产减值损失	3	1	1	0
加：投资收益	4	0	1	1
二、营业利润	43	57	80	102
加：营业外收支净额	5	9	10	15
三、利润总额	48	66	90	117
减：所得税费用	8	10	14	18
四、净利润	40	56	77	99
归属于母公司的利润	40	56	77	99
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.33	0.45	0.58

## 主要财务指标

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
EV/EBITDA	58.69	24.85	18.71	14.37
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	45.09%	17.24%	20.25%	16.84%
营业利润同比	-32.9%	34.1%	40.3%	27.1%
净利润同比	-30.00%	39.04%	36.36%	29.7%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	14.96	13.41	13.65	13.47
存货周转率	6.93	6.68	7.98	7.94
总资产周转率	0.94	1.01	1.12	1.18
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	7.0%	8.2%	9.3%	9.8%
净利率	3.9%	4.6%	5.3%	5.8%
总资产净利率 ROA	3.7%	4.7%	5.9%	6.9%
净资产收益率 ROE	4.4%	5.9%	7.6%	9.0%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	3.20	3.04	2.64	2.80
资产负债率	20.6%	21.6%	23.2%	24.1%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>每股指标:</b>				
每股收益	0.24	0.33	0.45	0.58
每股经营现金流量	0.55	0.56	0.40	0.57
每股净资产	5.33	5.66	6.11	6.68

## 资产负债表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	385	387	326	431
应收票据	4	5	6	6
应收账款	84	97	116	136
预付账款	66	145	175	204
其他应收款	9	5	6	7
存货	196	167	198	230
其他流动资产	5	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>752</b>	<b>805</b>	<b>827</b>	<b>1,014</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	255	247	329	358
在建工程	63	113	143	83
无形资产	82	74	66	58
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>402</b>	<b>434</b>	<b>538</b>	<b>499</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,154</b>	<b>1,240</b>	<b>1,365</b>	<b>1,514</b>
短期借款	22	0	1	1
应付票据	128	167	198	230
应付账款	29	44	53	61
预收账款	23	44	53	61
其他应付款	5	4	4	4
应交税费	3	5	5	5
其他流动负债	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>235</b>	<b>264</b>	<b>314</b>	<b>363</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	3	3	3
<b>非流动负债合计</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>负债合计</b>	<b>238</b>	<b>267</b>	<b>316</b>	<b>365</b>
股本	172	172	172	172
资本公积	580	580	580	580
留存收益	155	211	288	387
少数股东权益	10	10	9	9
<b>所有者权益合计</b>	<b>916</b>	<b>972</b>	<b>1,049</b>	<b>1,148</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1,154</b>	<b>1,240</b>	<b>1,365</b>	<b>1,514</b>

## 现金流量表

项目 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流量	95	96	69	99
投资活动现金流量	(271)	(55)	(129)	11
筹资活动现金流量	(70)	(220)	(701)	(705)
现金及等价物净增加	(246)	(178)	(761)	(595)

数据来源：民生证券研究院

## 分析师与联系人简介

**黄玉**，工商管理硕士，2008年加盟民生证券研究院，4年期货投资分析工作背景，5年多证券公司行业研究经验。曾获2009-2010年度今日投资举办的金属与矿业最佳分析师第一名；2010-2011年度新财富第五名；2010-2011年度金牛奖第二名；2011-2012年金手指奖第四名，2012-2013年度天眼最佳分析师第三名。

**滕越**，中央财经大学金融学硕士，北京理工大学工学学士，2009年加盟民生证券研究院，从事证券公司行业研究3年。曾获2010-2011年度新财富第五名；2010-2011年度金牛奖第二名；2011-2012年金手指奖第四名，2012-2013年度天眼最佳分析师第三名。

## 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。

## 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指数涨跌幅为基准。	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指数涨跌幅为基准。	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

## 民生证券研究院：

**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**：上海市浦东新区银城中路488号太平金融大厦3903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

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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资目标、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。