

湘财证券研究所

有色金属行业

刘金铎 分析师

执业编号: S0500511010005

联系人:

杨诚笑

Tel: 021-68634510-8630

E-mail: ycx3112@xcsc.com

事件:

公司公告与日本三井物产金属材料有限公司签署铝型材购销框架协议。预计2011年每月向三井提供100吨铝型材,加工费在15000元-27000元/吨之间。预计2011年该产品的收入约为3500万-4800万元。

核心观点:

三井物产金属是为三井物产集团相关企业提供金属原料贸易服务。公司此次协议签订方三井物产金属是三井物产旗下子公司之一。“主营钢铁原料及有色金属制品的国内(日本)销售、贸易业务”,可以认为是三井物产集团中的贸易资产,而三井物产的母公司三井更是一家世界级的巨无霸财团,旗下拥有索尼、东芝等世界著名公司。

三井物产为整个三井财团提供贸易服务。三井物产是三井财团的核心公司,是三井财团的日常协调和决策机构。三井物产主营钢铁、纺织、机械、化工、能源、电子和信息、粮油食品、有色金属、轻工建材的内贸、进出口贸易和转口贸易等。在全球各地拥有1100多家子公司,其业务的基本定位是提供交易服务即做中介人,为出口商开发海外市场,为进口商寻找所需的原材料或产品。这就意味着,公司的产品不是供给三井物产金属而是整个三井财团旗下上千家企业,单三井集团26家企业组成的“二木会”就包括了丰田、东芝、三井建设等著名企业。考虑到三井物产作为全日本最大的综合商社地位,我们可以说此次协议的签订意味着整个日本市场都已经向公司打开。比如公司生产的笔记本用铝型材就可能被索尼、东芝等笔记本巨头采用。我们认为,随着利源铝业与三井物流金属的了解相互加强、合作更加深入,目前的1200吨/年的供货合同未来将有难以预测的增长空间。

高铁、苹果笔记本用铝型材是亮点。此次公司是在通过了三井内部严格审核、提供样品合格后才与之确定合作关系,能够通过要求严格的三井检验,证明了公司产品质量的优质。而公司在深加工铝型材方面已经成为了苹果代工笔记本的广达电脑铝型材供应商。同时也是长春轨道客车公司的高铁车厢用铝型材5家供应商之一,公司两大募投项目有相当大比重投入高铁用大截面交运工业铝型材和苹果笔记本用铝型材产能的扩张,2011年起业绩有望加速上升。

协议是公司坚持深加工发展方向的成果体现。公司主营工业铝型材、建筑铝型材和深加工铝型材,2010年上半年三者分别占公司主营收入的46.7%、38.3%、15%。07-09年高附加值的工业铝型材和深加工铝型材营收年均复合增长分别为35.81%、213.96%,体现了公司偏重深加工的发展思路。此次与三井协议供货铝型材属深加工铝型材,加工费在15000元-27000元/吨,远高于建筑铝型材的4000-8000元/吨和一般工业铝型材的8000-10000元/吨的加工费。

高新技术企业公示, 所得税优惠助力。公司此前在2010年业绩预告中披露公司正在申请高新技术企业,并与2011年1月19日通过公示期。如获得正式批准,公司将从2010年起执行15%的所得税税率。

上调业绩预测, 给予增持评级。假设公司2010年起所得税率由25%调整为15%,募投项目在2011-2012年分别达产70%、100%。我们上调公司2010-2012年业绩至1.02元、1.59元、1.99元,上调幅度分别为24%、15%、23%。对应动态PE分别为49倍、31倍、25倍。我们看好公司未来发展,给予公司增持评级。

图1: 三井物产金属材料公司隶属于三井物产旗下金属资源本部

* 子公司 ** 关联企业		
公司名	事业内容	所在地
Mitsui Iron Ore Development Pty. Ltd.	* 澳大利亚铁矿石的开采和销售	澳大利亚
Mitsui-Itochu Iron Pty. Ltd.	* 澳大利亚铁矿石的开采和销售	澳大利亚
Japan Collahuasi Resources B.V.	* 智利铜矿的投资与开发	荷兰
Mitsui Raw Materials Development Pty. Limited	* 投资主营再生资源综合利用的SIMS金属管理	澳大利亚
MITSUI BUSSAN METALS CO.,LTD.	* 钢铁原料及有色金属制品的国内销售、贸易业务	日本
Valepar S.A.	** 巴西淡水河谷公司(VALE)的控股公司	巴西
Coral Bay Nickel Corporation	** 镍和钴的冶炼业务	菲律宾
SUMIC Nickel Netherlands B.V.	** 投资新喀里多尼亚的制镍业以及相关产品的销售	荷兰
NIPPON AMAZON ALUMINIUM CO., LTD.	** 投资巴西的铝冶炼和氧化铝的制造业务	日本
内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司	** 煤炭、电力、铁合金、黄河引水项目	中国

数据来源: 三井物产公司网站、湘财证券研究所

图 2：三井物产组织结构图

- | | |
|-------------|-----------|
| ▶ 钢铁制品本部 | ▶ 金属资源本部 |
| ▶ 基础设施项目本部 | ▶ 汽车本部 |
| ▶ 船舶·航空本部 | ▶ 基础化学本部 |
| ▶ 机能化学本部 | ▶ 能源第一本部 |
| ▶ 能源第二本部 | ▶ 食品·零售本部 |
| ▶ 消费者服务事业本部 | ▶ 信息事业本部 |
| ▶ 金融市场本部 | ▶ 物流本部 |
| ▶ 美洲 | ▶ 其它 |
| ▶ 各个营业本部一览 | |

数据来源：三井物产公司网站、湘财证券研究所

表 1：2001 年前三井财团部分企业

财团构成	企业名称
综合商社	三井物产
金融机构	三井住友银行、三井信托、三井生命、三井海上
制造业	丰田、东芝、索尼、三井造船、石川岛

数据来源：三井财团公司网站、湘财证券研究所

表 2：公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	274	1396	1538	1847	营业收入	784	940	1230	1460
现金	50	1203	1240	1614	营业成本	655	790	1032	1223
应收账款	68	-28	108	-13	营业税金及附加	8	8	10	13
其他应收款	2	31	17	24	营业费用	8	10	13	15
预付账款	122	158	133	177	管理费用	21	17	18	19
存货	32	32	40	45	财务费用	38	12	-7	-15

其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	2	2
非流动资产	526	498	470	442	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	486	474	453	429	营业利润	52	103	163	204
无形资产	9	9	9	8	营业外收入	24	9	12	15
其他非流动资产	30	15	8	5	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	800	1894	2008	2289	利润总额	76	112	175	219
流动负债	201	405	302	354	所得税	22	17	26	33
短期借款	102	300	161	187	净利润	54	95	148	186
应付账款	18	24	31	35	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	82	81	110	131	归属母公司净利润	54	95	148	186
非流动负债	316	327	395	438	EBITDA	123	142	183	217
长期借款	285	299	368	409	EPS (元)	0.77	1.02	1.59	1.99
其他非流动负债	31	28	27	29					
负债合计	517	731	697	792	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	70	94	94	94	成长能力				
资本公积	144	905	905	905	营业收入	11.2%	19.9%	30.9%	18.7%
留存收益	69	164	312	498	营业利润	5.4%	95.8%	58.2%	25.4%
归属母公司股东权益	283	1162	1311	1497	归属于母公司净利润	28.6%	77.4%	56.1%	25.2%
负债和股东权益	800	1894	2008	2289	获利能力				

现金流量表

单位:百万元

会计年度
2009
2010E
2011E
2012E
经营活动现金流

155

174

98

291

净利润

54

95

148

186

折旧摊销

33

27

28

28

财务费用

38

12

-7

-15

投资损失

0

0

0

0

营运资金变动

32

37

-73

95

其他经营现金流

-1

2

1

-3

投资活动现金流

-150

0

0

0

资本支出

150

0

0

0

长期投资

0

0

0

0

其他投资现金流

0

0

0

0

筹资活动现金流

37

980

-61

82

短期借款

21

199

-139

27

长期借款

125

14

69

41

普通股增加

0

24

0

0

资本公积增加

0

761

0

0

其他筹资现金流

-109

-17

9

14

毛利率(%)

16.5%

16.0%

16.1%

16.2%

净利率(%)

6.8%

10.1%

12.1%

12.7%

ROE(%)

19.0%

8.2%

11.3%

12.4%

ROIC(%)

9.9%

16.8%

21.2%

31.8%

偿债能力

资产负债率(%)

64.7%

38.6%

34.7%

34.6%

净负债比率(%)

75.73%

81.86%

76.23%

75.52%

流动比率

1.36

3.45

5.10

5.22

速动比率

1.20

3.37

4.97

5.09

营运能力

总资产周转率

1.08

0.70

0.63

0.68

应收账款周转率

14

44

29

29

应付账款周转率

35.47

38.26

37.91

37.02

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)

0.57

1.02

1.59

1.99

每股经营现金流(最新摊薄)

1.65

1.86

1.04

3.11

每股净资产(最新摊薄)

3.02

12.42

14.00

15.99

估值比率

P/E

0.00

0.00

0.00

0.00

P/B

0.00

0.00

0.00

0.00

现金净增加额

42	1153	37	373	EV/EBITDA	3	2	2	2
----	------	----	-----	-----------	---	---	---	---

分析师声明：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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。