

铝型材加工新秀，首次给予“增持”评级

利源铝业
002501

事件

1月27日公司与三井物产签署了重大购销协议，公司高新技术企业申请通过公示正式获批。

评述

公司1月27日公告称，公司与三井物产签署铝型材购销协议书，2011年公司每月为三井提供100吨铝型材，全年约1200吨，每吨产品加工费在1.5-2.7万元之间。

公司主要从事铝型材及深加工产品的生产与销售。公司的定价模式为“基准铝锭价格+加工费”，利润主要来源于加工费。其中，低端产品加工费为4000-5000元/吨、高端产品加工费为7000-8000元/吨（见图表1）。此次合同定制的是超高端产品，加工费平均在2万元/吨左右，毛利率高达45%，预计将增厚公司2011年EPS0.16元。

另外，公司1月26日公告，公司的高新技术企业申请已于1月19日通过公示正式获批，目前等待批文正式下达，从2010年起，公司将执行15%的所得税率（目前所得税率为25%），由此将增厚2011年EPS0.14元。

此次购销合同及所得税率下降预计可累计增厚公司2011年EPS0.3元，增幅达28%。

其它投资亮点：公司具有连续高送转的潜力（请参考报告《掘金2010年报“高送转”》，2011年1月20日）。另外，公司募投项目“1万吨大截面交通运输工业型材”预计在2012年初投产，该类铝型材可以供应动车、地铁、轻轨等，前景广阔。

首次给予公司“增持”评级：我们预计2010年-2012年的EPS分别为1.04、1.37、1.69，对应的PE分别为48倍、36倍、29倍。考虑到公司募投项目下游需求旺盛，以及与三井公司确定的合作关系，拓宽了深加工铝型材市场，公司高毛利率业务不断提高，盈利能力持续增强，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；市场竞争风险；募集资金项目风险。

首次 增持

分析师：李文

证书编号：S0630208080071

010-59707167

liwen@longone.com.cn

联系人：张方

010-59707167

zhangfang@longone.com.cn

日期

分析：2011年01月27日

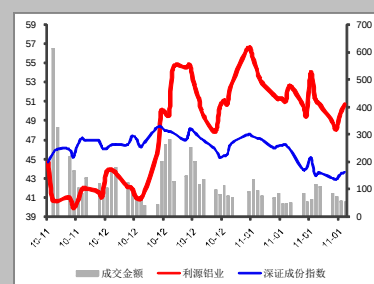
调研：电话调研

价格

当前市价：49.75元

半年目标：60元

股价表现



公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.57	1.04	1.37	1.69
PE	87	48	36	29

注：EPS为最新股本摊薄后数据

相关研究报告

《掘金2010年报“高送转”》，2011年1月20日）

图表 1 不同产品加工费情况

产品		2007	2008	2009	2010
建筑型材	低档	4000	4000	4000	4000
	中档	5500	5500	5500/6000	6000
	高档	7500/8000	7500/8000	7500/8000	7500-8500
工业型材	低档	5000	5000	6000	6000
	中档	7000/8000	7000/8000	7000/8000	8000
	高档	—	—	10000 以上	10000 以上
深加工型材	笔记本外壳材			10000/12500	10000/12500

资料来源：公司资料、东海证券研究所

图表 2 盈利预测假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电解铝价格（含税，元/吨）	16,920	13,970	15,710	16,500	17,000
电解铝价格（不含税，元/吨）	14,462	11,940	13,427	14,103	14,530
工业型材					
销量（万吨）	1.75	2.11	2.1	2.2	3.2
平均加工费（元/吨）	7,790	6,692	7,800	8,000	8,200
销售价格（元/吨）	22,252	18,632	21,227	22,103	22,730
建筑型材					
销量（万吨）	1.36	1.54	2.1	2.7	2.7
平均加工费（元/吨）	6,015	6,091	6,900	6,950	7,000
销售价格（元/吨）	20,477	18,031	20,327	21,053	21,530
深加工材					
销量（万吨）	0.17	0.6	1	1.2	1.2
平均加工费（元/吨）	7,203	7,131	7,800	8,000	8,200
销售价格（元/吨）	21,665	19,071	21,227	22,103	22,730
三井购销协议					
销量（万吨）				0.12	0.12
平均加工费（元/吨）				21000	21000
销售价格（元/吨）				35,103	35,530

资料来源：公司资料、东海证券研究所

图表 3 利源铝业(002501)盈利预测

单位: 万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	70,536	78,431	107,508	136,794	164,407
增长率	77.3%	11.2%	37.1%	27.2%	20.2%
减: 营业成本	59,371	65,463	89,242	111,660	133,941
综合毛利率	15.8%	16.5%	17.0%	18.4%	18.5%
减: 营业税金及附加	425	805	876	1,092	1,286
销售费用	201	809	629	785	924
管理费用	1,713	2,097	2,894	3,609	4,249
财务费用	3,506	3,812	3,655	4,558	5,366
期间费用率	7.7%	8.6%	6.7%	6.5%	6.4%
资产减值损失	173	195	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-168	0	0	0	0
营业利润	4,980	5,250	10,211	15,091	18,642
增长率	50.5%	5.4%	94.5%	47.8%	23.5%
加: 营业外收入	413	2,351	1,200	0	0
减: 营业外支出	42	1	0	0	0
利润总额	5,350	7,599	11,411	15,091	18,642
增长率	61.6%	42.0%	50.2%	32.2%	23.5%
减: 所得税	1,181	2,240	1,712	2,264	2,796
实际所得税率	22.1%	29.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,169	5,359	9,699	12,827	15,846
归属于母公司所有者净利润	4,169	5,359	9,699	12,827	15,846
增长率	51.3%	28.6%	81.0%	32.2%	23.5%
净利润率	5.9%	6.8%	9.0%	9.4%	9.6%
少数股东损益	0	0	0	0	0
总股本(万股)	7,000	7,000	9,360	9,360	9,360
基本每股收益(元/股)	0.60	0.77	1.04	1.37	1.69

资料来源: 公司资料、东海证券研究所

作者简介

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897