

铝

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

执业证书编号: S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12 个月目标价: 80.00 元

当前股价: 52.95 元

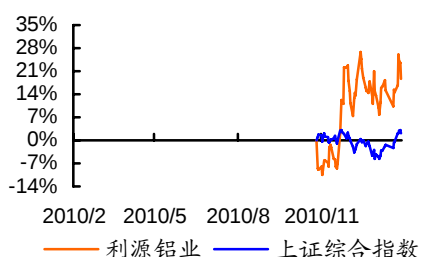
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2899.79
总股本(百万)	94
流通股本(百万)	24
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.95
每股净资产(元)	3.02
资产负债率	64.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
利源铝业	6.97	29.81	0.00
上证综合指数	7.04	1.20	8.76



相关报告

利源铝业

002501

强烈推荐

高端产品的技术基础与客户优势带领公司进入跨越式发展时期

投资要点:

- 利源铝业主要从事各种铝合金型材产品的开发、生产和销售,多年来公司在东北、华北地区这一“蓝海市场”深耕细作,成为具有地域优势以及工业型材+建筑型材平衡发展的优势铝加工产品专业化供应商。
- 产品结构高端化、稳定的优质客户资源是公司可持续发展的坚实基础。公司依托传统建筑型材与工业型材的平衡发展,不断升级与优化产品结构,产品结构不断向高端转移,并在高端领域形成了一批稳定、覆盖传统产业与新兴产业的多元化的优质客户资源。
- 公司募投项目将在很大程度上解决公司的产能瓶颈、优化公司产品结构。公司目前拥有铝加工产能 6 万吨左右,随着公司包括募投项目在内的建设项目的逐步建成,公司未来 3 年铝加工产能将持续增长,其中深加工产能以及型材的高端产品产能是建设重点,未来产能提升的同时产品结构得到优化,公司的整体盈利能力有望得到大幅提升。
- 产品结构的调整也将逐步提升公司产品的综合单吨毛利。目前公司工业型材平均加工费 8000 元/吨左右、建筑型材 6200 元/吨左右、深加工产品的加工费则超过 1.2 万元/吨以上,随着深加工产能瓶颈的解决、深加工产品应用领域如苹果、太阳能支架甚至未来的石油钻杆等市场逐渐发展成熟,公司这些深加工产品领域的产量有望出现超预期的增长,公司产品综合毛利也有望出现大幅提升的状况。
- 高端产品将是未来公司盈利增长点。高端产品是公司未来发展的重点,且公司有发展高端产品的技术和客户基础,(1) 广达电脑 Macbook 笔记本外壳及主题面板铝型材基材:大陆独家供应商,未来在加工环节的合作有望更进一步;(2) 太阳能支架:三井的订单是公司在该领域发展的开始;(3) 大截面交通型材、机电产品、替代钢制石油管的特种管材等高附加值产品领域的拓展;(4) 其他高端领域的发展。
- 给予公司强烈推荐的投资评级。我们预测公司 10-13 年 EPS 为 1.12、1.85、3.14 和 4.57 元,未来 3 年业绩复合增长率 50%以上,且业绩增长确定性很强,给予公司强烈推荐的投资评级,未来 6-12 月的目标价格为 80.00 元。
- 风险提示:产能建设速度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	784	1056	1533	2382	3231
同比(%)	11%	35%	45%	55%	36%
归属母公司净利润(百万元)	54	105	174	294	427
同比(%)	29%	96%	65%	69%	46%
毛利率(%)	16.5%	17.3%	18.1%	19.1%	19.9%
ROE(%)	19.0%	8.9%	12.9%	17.9%	20.7%
每股收益(元)	0.57	1.12	1.85	3.14	4.57
P/E	96.22	49.17	29.71	17.56	12.06
P/B	18.25	4.40	3.83	3.15	2.49
EV/EBITDA	45	32	21	13	10

1、地域优势+平衡发展的铝型材供应商

利源铝业前身为辽源利源铝业集团有限公司，成立于 2001 年 11 月 13 日，2008 年整体变更设立股份有限公司，2010 年 11 月公开发行 1888 万股，发行后公司总股本为 9360 万股。公司控股股东为实际控制人王氏、张永侠夫妇。

公司主要从事各种铝合金型材产品的开发、生产和销售，主要产品包括建筑铝型材、工业铝型材、深加工铝型材等铝合金型材产品，产品广泛应用于汽车、轨道列车、消费电子电器、机电设备、电力设备、医疗器械、建筑等领域。

公司始终坚持“发挥比较优势、专注蓝海市场、服务领先客户、注重产品创新”的发展战略，凭借管理层对市场的深刻理解和民营企业高效的决策机制优势，不断实行产品结构的调整和升级，很好契合了下游市场的发展趋势，实现了公司的快速、健康成长，取得了行业领先的经营效益水平。多年来，公司在东北、华北地区这一“蓝海市场”深耕细作，最终发展成为该区域市场在生产技术水平、品种规格、市场份额方面均居前列的专业化供应商，成为国内工业与建筑铝型材两块业务平衡发展的综合供应商之一。

表 1 利源铝业发行前后股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
有限售条件的股份				
王氏	2250.00	32.14	2250.00	24.04
张永侠	1312.50	18.75	1312.50	14.02
新企投资	1125.00	16.07	1125.00	12.02
上海赛捷	875.00	12.50	875.00	9.35
江苏新潮	625.00	8.93	625.00	6.68
其他自然人股东	812.50	11.61	812.50	8.68
社会公众股	-	-	2360.00	25.21
合计	7000.00	100.00	9360.00	100.00

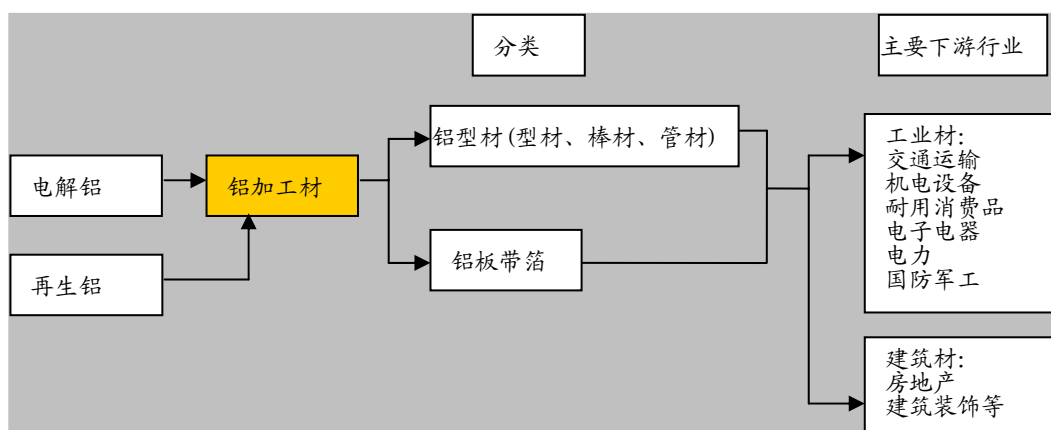
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 2 利源铝业发行后前 10 大股东持股情况（2011-11-17）

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)	股本性质
王氏	2250	24.04	限售流通 A 股
张永侠	1313	14.02	限售流通 A 股
新企创业投资企业	1125	12.02	限售流通 A 股
上海赛捷投资合伙企业	875	9.35	限售流通 A 股
江苏新潮科技集团有限公司	625	6.68	限售流通 A 股
崔平	84	0.9	限售流通 A 股
罗颖俊	61	0.65	限售流通 A 股
张莹莹	59	0.63	限售流通 A 股
杨淑春	58	0.61	限售流通 A 股
徐永年	55	0.59	限售流通 A 股
合 计	6,504	69.49	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 1 利源铝业所处行业分类及下游主要应用领域



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 3 利源铝业主要子公司基本情况

公司名称	注册资本	控制比例	主营业务
利源装潢	800 万元		制作安装铝门窗、玻璃幕墙、室内室外装潢
利源收购	50 万元	100%	废铝收购、销售
东辽销售	100 万元		销售铝合金型材、门窗、散热器等

资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、稳定、高端的客户群体为未来发展奠定良好的客户基础

公司在建筑铝型材和工业铝型材平衡发展的模式，使公司整体抗风险、抗周期能力增强，公司主导产品实现了由普通建筑铝型材向高端建筑铝型材及工业铝型材的转移，产品结构不断优化，在此基础上，公司逐步进入高端铝深加工领域，目前公司在铝深加工领域已经取得一定的成果并具有了显著的先行优势，公司已经拥有一批稳定的高端客户群，为公司未来的发展奠定了良好的客户基础。

表 4 公司拥有稳定、高端的客户群体

应用领域	主要客户	行业地位
苹果Macbook笔记本电脑外壳及主体架	广达电脑股份有限公司	全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司
太阳能支架	三井物产金属有限公司	
奥迪、奔驰、宝马等高端品牌汽车	长春英利汽车部件有限公司	台湾独资，中国最大的汽车铝合金零部件、滚压冲压汽车零部件和 GMT 产品供应商之一，一汽轿车、一汽大众、一汽丰田及上海大众、上海通用等的优秀供应商
汽车	和龙双昊高新技术有限公司	国内最大的车用空调配件铝制储液干燥器、液器分离器及压力传感器的专业设计制造企业之一
轨道车辆	长春轨道客车股份有限公司	中国北车核心子公司，全球最大的铝合金轨道客车制造企业
	唐山轨道客车有限责任公司	中国北车核心子公司，国内最大的轨道车辆生产商之一
	长春惟思得交通设备有限公司	原长春客车厂工业公司铁路客车门窗厂，中国最大的轨道客车配件生产企业之一
	长春研奥电器有限公司	中国最大的轨道客车配件生产企业之一

IFE-威奥轨道车辆门系统（青岛）有限公司	全球领先的铁路和商用车辆制动系统、铁路车辆门系统制造商德国Knorr-Bremse公司在华子公司
轨道车辆、汽车、展厅等用铝蜂窝结构材料	国内最大的铝蜂窝结构材料供应商之一，北车长客、南车四方、四方维莱的合格供应商
医疗器械	全球最大的医疗器械提供商之一日本岛津制作所在华子公司
电力设备	国内最大的输变电设备提供商之一
工业自动化	依托德国技术，从事机器人、机器视觉和运动控制技术大型专业化企业
航标器材	国内三大航标器材及其他浮动装置供应商之一
北京岛津医疗器械有限公司	
山东泰开高压开关有限公司	
沈阳莱茵机电有限公司	
沈阳蓝天移动机电设备有限公司	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、公司产品逐渐高端化趋势非常明显

公司在以建筑型材、工业型材平衡发展的基础上，产品逐步向高端转移，公司的收入水平、盈利能力都得到了明显的提升。高端的深加工产品在收入、利润贡献比例逐步增加，且深加工产品的毛利率也显著高于传统的工业型材和建筑型材。

图 2 利源铝业收入构成（百万元）

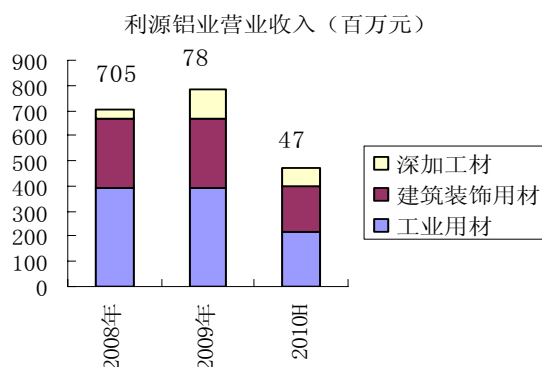
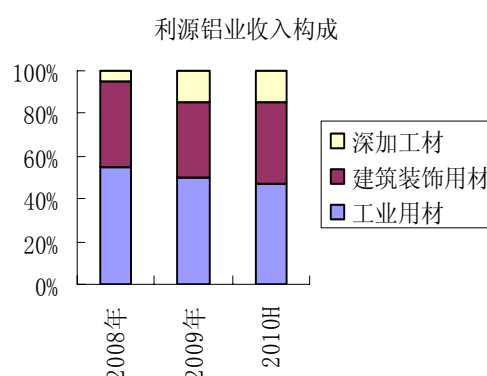


图 3 利源铝业收入构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 利源铝业毛利率构成

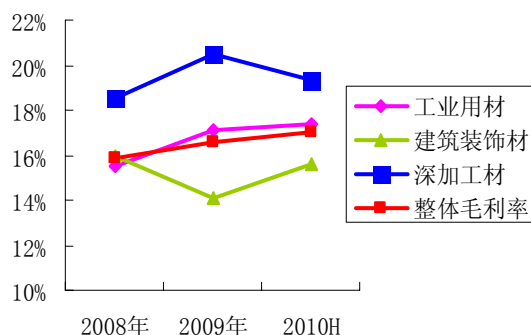
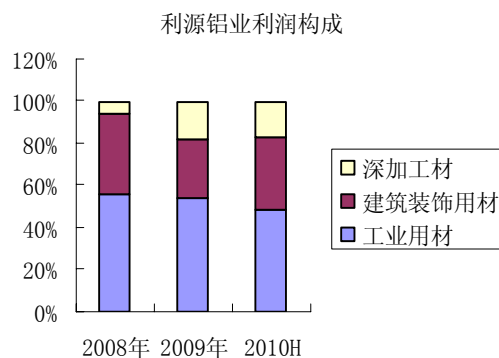


图 5 利源铝业利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 公司历史产能产量情况 (万吨)

	2007年	2008年	2009年	2010年
产能	2.9	4.5	6	6
产量	1.85	3.3	4.56	4.9

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 6 公司主要产品加工费情况 (元/吨)

项目			2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1-6 月
建筑型材	低档	银白氧化材	4000	4000	4000	4000
	中档	喷涂材、隔热型材	5500	5500	5500/6000	6000
	高档	电泳木纹材、幕墙材料	7500/8000	7500/8000	7500/8000	7500-8500
工业型材	低档	小截面工业基材	5000	5000	6000	6000
	中档	中截面工业基材	7000/8000	7000/8000	7000/8000	8000
	高档	大截面工业基材	—	—	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: 公司公告、中投证券研究所

4、募投项目进一步解决公司产能瓶颈、优化产品结构

募投项目的建设, 是公司多元化、高端化产品战略的进一步落实, 将对公司的发展具有非常重要的战略意义: 1、提高公司挤压机整体装备水平, 完善装备规格布局, 满足公司客户的多元化需求; 2、大幅提高公司铝材深加工能力, 拉长公司产业链, 进一步提高产品附加值; 3、加快新产品的开发步伐并尽快实现产业化, 提升公司的核心竞争力和盈利水平。

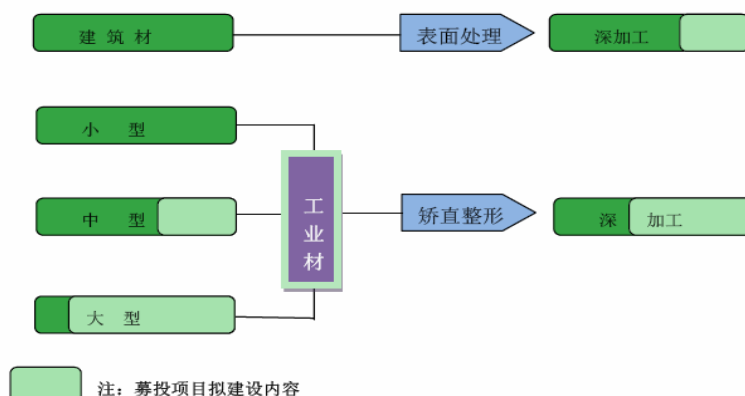
公司募投项目在很大程度上解决了公司产能瓶颈问题, 且募投项目主要以高端产品为主, 未来三年, 公司产能将持续增长, 产品结构将明显优化。

表 7 利源铝业 IPO 基本情况

发行时间	2010年11月				
发行量	2360万股				
发行价格	35元				
募集资金净额	76325万元				
项目名称	投资总额	募集资金投入	预计建设周期	截止2010年11月已投入	项目备案情况
特殊铝型材及铝型材深加工项目	34,010	34,010	24个月	18,865万元	吉发改审批【2010】182号
大截面交通运输铝型材深加工项目	29,638	29,638	24个月	11,960 万元	吉发改审批【2010】183号
合计	63,648	63,648		30,825万元	

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

图 6 募投项目将提升公司产品产能、优化结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

5. 盈利预测假设

我们预测公司 10-13 年 EPS 为 1.12、1.85、3.14 和 4.57 元，未来 3 年业绩复合增长率 50%以上，且业绩增长确定性很强。

表 8 利源铝业主要产品产量预测

	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
工业型材	2.11	2.10	3.30	4.00	4.00
建筑型材	1.54	2.10	1.50	1.50	1.00
深加工材	0.48	0.70	1.70	3.70	6.50
合计	4.12	4.90	6.50	9.20	11.50

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 电解铝价格与加工费预测（元/吨）

	2009年	2010E	2011E	2012E	2013E
电解铝价格	14000	15700	16500	17000	17500
建筑型材	7000	7500	8200	9000	9500
工业型材	6200	7000	7300	7700	8100
深加工材	12000	12800	13000	14000	15000

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	274	1207	1036	1372	营业收入	784	1056	1533	2382
现金	50	936	632	750	营业成本	655	874	1256	1927
应收账款	68	72	114	179	营业税金及附加	8	5	8	12
其它应收款	2	4	6	10	营业费用	8	11	15	24
预付账款	122	127	199	297	管理费用	21	27	40	62
存货	32	67	85	136	财务费用	38	11	10	12
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	526	759	1105	1120	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	619	883	975	营业利润	52	128	204	346
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	24	0	0	0
其他	30	130	213	136	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	800	1965	2141	2492	利润总额	76	128	204	346
流动负债	201	508	511	568	所得税	22	23	31	52
短期借款	102	400	400	400	净利润	54	105	174	294
应付账款	18	22	30	48	少数股东损益	0	0	0	0
其他	82	86	80	120	归属母公司净利润	54	105	174	294
非流动负债	316	285	285	285	EBITDA	123	170	259	415
长期借款	285	285	285	285	EPS (元)	0.77	1.12	1.85	3.14
其他	31	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	517	793	796	853	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	70	94	94	94	营业收入	11.2%	34.6%	45.2%	55.4%
资本公积	144	905	905	905	营业利润	5.4%	143.6%	59.7%	69.2%
留存收益	69	173	347	641	归属于母公司净利润	28.6%	95.7%	65.5%	69.2%
归属母公司股东权益	283	1172	1346	1639	获利能力				
负债和股东权益	800	1965	2141	2492	毛利率	16.5%	17.3%	18.1%	19.1%
现金流量表					净利率	6.8%	9.9%	11.3%	12.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	19.0%	8.9%	12.9%	17.9%
经营活动现金流	155	69	106	200	ROIC	9.9%	12.6%	13.1%	19.4%
净利润	54	105	174	294	偿债能力				
折旧摊销	33	31	44	57	资产负债率	64.7%	40.4%	37.2%	34.2%
财务费用	38	11	10	12	净负债比率	75.73	86.37%	86.10	80.35%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.36	2.37	2.03	2.42
营运资金变动	32	-34	-131	-161	速动比率	1.20	2.24	1.86	2.18
其它	-1	-44	9	-2	营运能力				
投资活动现金流	-150	-250	-400	-70	总资产周转率	1.08	0.76	0.75	1.03
资本支出	150	250	400	70	应收账款周转率	14	15	16	16
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	35.47	44.31	48.32	49.44
其他	0	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	37	1067	-10	-12	每股收益(最新摊薄)	0.57	1.12	1.85	3.14
短期借款	21	299	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	0.74	1.13	2.14
长期借款	125	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.02	12.52	14.38	17.52
普通股增加	0	24	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	761	0	0	P/E	96.22	49.17	29.71	17.56
其他	-109	-16	-10	-12	P/B	18.25	4.40	3.83	3.15
现金净增加额	42	886	-304	118	EV/EBITDA	45	32	21	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张 镭, 中投证券研究所有色金属行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA, 连续三年荣获新财富有色金属行业最佳分析师。

杨国萍, 中投证券研究所有色金属行业分析师。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434