

铝

署名人: 杨国萍

S0960209060280

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

6-12个月目标价: 80.00元

当前股价: 49.90元

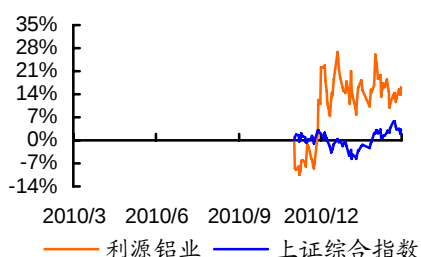
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2897.30
总股本(百万)	94
流通股本(百万)	24
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	1.02
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	-9.42	-8.46	0.00
上证综合指数	-1.01	0.12	11.49



相关报告

《利源铝业-产能扩张、结构优化是主方向, 优惠税率进展值得关注》2011-2-24

《利源铝业-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》

利源铝业

002501

强烈推荐

2010年业绩增长明显, 未来产能扩张、结构优化是长期趋势

投资要点:

- 利源铝业公告了 2010 年年度报告, 2010 年公司实现营业收入 10.26 亿元, 同比增长 30.77%; 归属于上市公司股东的净利润 9338 万元, 同比增 74.25%; 全面摊薄 EPS1.00 元, 与公司前期发布的业绩快报中的差异是税率因素所致, 公司日前取得高新技术企业资格, 期限从 2010-2012 年, 2010 年全年执行税率 15%。
- 2010 年分配预案: 拟以 2010 年 12 月 31 日 9360 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发 3 元现金 (含税), 同时拟以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股。该分配预案实施后, 公司总股本将变更为 18720 万股。
- 公司募投项目建设按计划进度进行, 预计特殊铝型材及铝型材深加工项目于 2011 年 10 月份左右建成投产, 大截面交通运输铝型材深加工项目预计于 2012 年 3 月份左右建成投产。
- 募投项目的建成投产将在很大程度上解决公司产能瓶颈、同时优化产品结构, 未来公司产品综合的单吨毛利有望有望明显、持续的上升。
- 公司拥有的稳定的优质客户资源以及进入这些优质客户供应链的先入优势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。
- 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。
- 维持强烈推荐的投资评级。维持盈利预测, 转增股本扩张后, 公司 11-13 年 EPS 为 0.92、1.57 和 2.29 元的预测, 未来 3 年业绩复合增长率 50% 以上, 且业绩增长确定性很强, 维持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: 产能建设进度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1026	1525	2377	3231
收入同比(%)	31%	49%	56%	36%
归属母公司净利润	93	172	294	430
净利润同比(%)	74%	85%	70%	46%
毛利率(%)	16.7%	17.6%	18.9%	19.9%
ROE(%)	8.2%	12.3%	17.3%	20.2%
每股收益(元)	0.50	0.92	1.57	2.29
P/E	100.03	54.15	31.78	21.75
P/B	8.20	6.65	5.50	4.39
EV/EBITDA	25	17	10	7

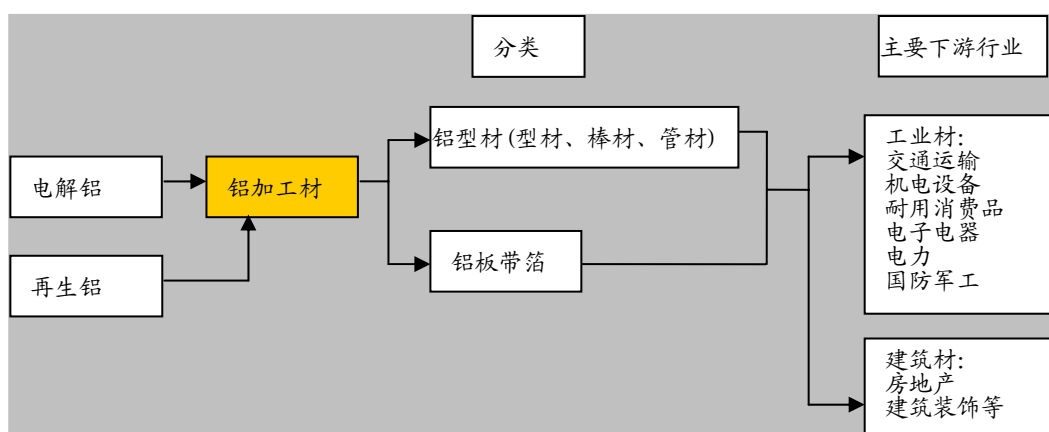
资料来源: 中投证券研究所

表 1 2010 年 12 月 31 日利源铝业前 10 大股东持股情况（股）

股东总数		11,180			
前 10 名股东持股情况					
股东名称	股东性质	持股比例	持股总数	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
王民	境内自然人	24.04%	22,500,000	22,500,000	
张永侠	境内自然人	14.02%	13,125,000	13,125,000	
新企创业投资企业	境内非国有法人	12.02%	11,250,000	11,250,000	
上海赛捷投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	9.35%	8,750,000	8,750,000	
江苏新潮科技集团有限公司	境内非国有法人	6.68%	6,250,000	6,250,000	
中国光大银行－国投瑞银创新动力股票型证券投资基金	境内非国有法人	0.97%	903,272		
崔平	境内自然人	0.90%	843,750	843,750	
中信信托有限责任公司－双盈 8 号	境内非国有法人	0.81%	755,038		
平安信托有限责任公司－投资精英之尚雅	境内非国有法人	0.66%	614,260	614,260	
罗颖俊	境内自然人	0.65%	609,375	609,375	

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 2 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

表 3 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
	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
轨道车辆	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	青岛海立泰新型复合材料有限公司	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	北京岛津医疗器械有限公司	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	山东泰开高压开关有限公司	国内最大的输变电设备提供商之一
工业自动化	沈阳莱茵机电有限公司	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	沈阳蓝天移动机电设备有限公司	国内三大航标器材及其他浮动装置供应商之一

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 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 5 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		

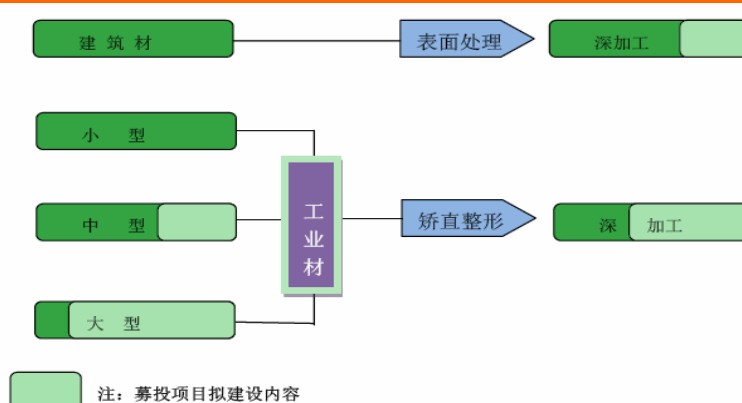
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 6 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年底	预计可达到使用状态时间
特殊铝型材及铝型材深加工项目	34,010	34,010	24个月	19304万元	2011年10月
大截面交通运输铝型材深加工项目	29,638	29,638	24个月	11974 万元	2012 年 3 月
合计	63,648	63,648		31279万元	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 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

表 7 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 8 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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
流动资产	1174	1394	1381	1866	营业收入	1026	1525	2377	3231
现金	959	1034	839	1136	营业成本	855	1256	1927	2588
应收账款	55	104	163	215	营业税金及附加	4	8	12	16
其它应收款	0	3	3	5	营业费用	14	15	24	32
预付账款	106	182	266	363	管理费用	25	40	62	84
存货	51	71	111	148	财务费用	29	3	7	6
其他	2	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	613	839	1172	1170	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	491	658	929	1015	营业利润	99	203	346	505
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	16	0	0	0
其他	114	172	234	146	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1787	2232	2553	3036	利润总额	114	203	346	505
流动负债	324	543	570	624	所得税	20	30	52	76
短期借款	290	400	400	400	净利润	93	172	294	430
应付账款	13	31	46	59	少数股东损益	0	0	0	0
其他	21	111	124	165	归属母公司净利润	93	172	294	430
非流动负债	324	284	284	284	EBITDA	171	246	410	584
长期借款	284	284	284	284	EPS (元)	1.00	0.92	1.57	2.29
其他	40	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	648	827	854	908	会计年度	2010	2011	2012	2013
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	94	187	187	187	营业收入	30.8	48.7	55.9	35.9
资本公积	884	884	884	884	营业利润	88.5	105.1	70.4	46.1
留存收益	162	334	628	1058	归属于母公司净利润	74.3	84.7	70.4	46.1
归属母公司股东权益	1139	1405	1699	2129	获利能力				
负债和股东权益	1787	2232	2553	3036	毛利率(%)	16.7	17.6	18.9	19.9
现金流量表					净利率(%)	9.1%	11.3	12.4	13.3
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	8.2%	12.3	17.3	20.2
经营活动现金流	87	129	212	373	ROIC(%)	13.3	16.9	19.5	26.0
净利润	93	172	294	430	偿债能力				
折旧摊销	42	39	57	73	资产负债率(%)	36.2	37.0	33.4	29.9
财务费用	29	3	7	6	净负债比率(%)	89.38	82.72	80.11	75.36
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.62	2.57	2.42	2.99
营运资金变动	-77	-33	-156	-134	速动比率	3.46	2.44	2.23	2.75
其它	-1	-53	10	-2	营运能力				
投资活动现金流	-222	-250	-400	-70	总资产周转率	0.79	0.76	0.99	1.16
资本支出	99	250	400	70	应收账款周转率	16	19	18	17
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	56.70	57.15	49.63	49.20
其他	-123	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	924	195	-7	-6	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.92	1.57	2.29
短期借款	189	110	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.46	0.69	1.13	1.99
长期借款	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.09	7.51	9.08	11.37
普通股增加	24	94	0	0	估值比率				
资本公积增加	740	0	0	0	P/E	100.0	54.15	31.78	21.75
其他	-26	-8	-7	-6	P/B	8.20	6.65	5.50	4.39
现金净增加额	789	75	-195	297	EV/EBITDA	25	17	10	7

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

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

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

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