

公司深度报告

利源铝业 (002501)

铝

产品结构升级, 盈利能力提升

报告日期: 2011-12-19

评级: **推荐**

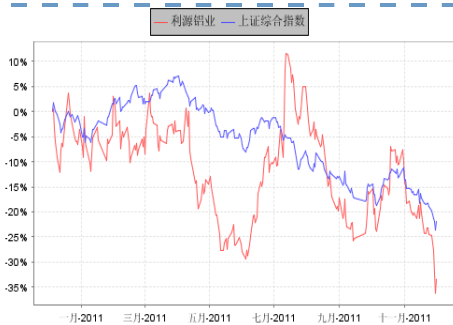
上次评级: 谨慎推荐

目标价: **25.8**

上次预测:

当前价格 (元)	18.03
52 周价格区间 (元)	17.3-56.56
总市值 (百万)	3375.22
流通市值 (百万)	2017.53
总股本 (万股)	18720.00
流通股 (万股)	11189.86
公司网址	www.liyuanlvye.com

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
利源铝业	-22.45	-19.51	-26.80
上证综合指数	-9.81	-10.37	-23.23

财富证券研究发展中心

邹建军	汤佩徽
0731-84403452	0731-84779511
zoujj@cfzq.com	tangph@cfzq.com
S0530511020006	

相关研究报告:

《年报点评-利源铝业 (002501): 铝型材加工后起之秀增长可期》2011-03-28

预测指标	2010A	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1025.6	1207.6	1512.9
净利润 (百万元)	93.38	157.6	241.5
每股收益 (元)	0.5	0.84	1.29
每股净资产 (元)	6.1	6.9	8.2
市盈率	36.14	21.42	13.97
P/B	2.96	2.6	2.19

资料来源: 财富证券

投资要点

- **细分领域具有优势。**公司主要产品包括建筑型材、工业型材和深加工业务。目前产能约 6 万吨, 市占率仅为 0.49%。但是公司在细分领域闯出一片自己的天地: 公司是中国北车高速列车铝材 5 家核心供应商之一; 也是苹果笔记本铝合金外壳在大陆地区的唯一供货商。
- **产品升级, 结构逐渐优化。**建筑型材方面, 低端银白氧化材基本停止生产, 未来将以高档电泳木纹材、幕墙材和隔热材为主。工业型材方面, 利用募投资金引进一台 100MN 挤压机, 新增 10000 吨大截面工业型材, 并将于 2012 年 3 月投产。深加工方面, 公司之前主要是生产苹果笔记本外壳基材, 目前公司已引进相关设备将从基材延伸至成品, 毛利率将得到约 10% 的提升。
- **依然看好公司产品前景。**第一, 在消费升级的背景下, 消费电子“轻薄化”已经成为当前的大趋势, 作为性价比最高的铝合金外壳应用日益广泛, 根据尚轻时代预测, 2009-2012 年消费类电子电器行业铝型材年复合增长率达到 26.6%。第二, 节能减排和环保安全成为汽车行业发展的趋势, 汽车“轻量化”是降低燃油及减少排放的最有效措施, 根据中国有色金属报预测, “十二五”期间中国汽车用铝挤压材平均增速将保持在 18%-20%。第三, 随着城市化进程的不断深入, 城市轨道交通进入快速发展期, 2009 年中国制造城市轨道交通车辆约 3740 辆, 那么预计到 2015 年, 我国城市轨道需车辆约 2-2.6 万辆。
- **风险提示。**产能投放不达预期。

目 录

一、“大交通”和消费电子铝材细分行业的佼佼者	- 4 -
1、业务经营状况良好	- 4 -
2、盈利模式：基准铝价+加工费	- 5 -
3、竞争优势分析	- 5 -
4、行业壁垒在于资质认定和技术	- 7 -
5、未来看点：产品升级，产能释放	- 7 -
二、公司主要产品前景分析	- 8 -
1、消费电子外壳：“轻薄化”，铝合金外壳成首选	- 8 -
2、汽车铝材：轻量化成趋势，铝化率有望提高	- 10 -
3、高速列车和轨道交通铝材：必然趋势，重启之日可待	- 11 -
三、盈利预测	- 13 -
1、主要假设条件	- 13 -
2、业绩预测	- 13 -
四、风险提示	- 14 -

图表目录

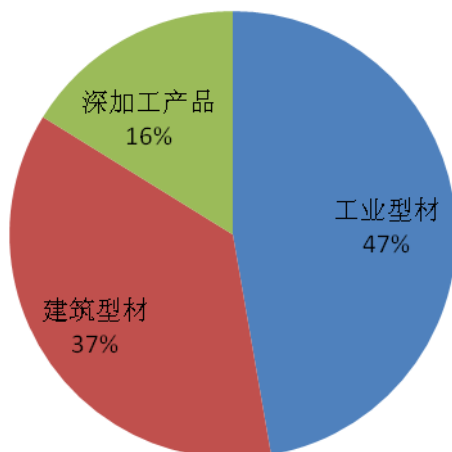
图表 1 公司收入结构	- 4 -
图表 2 公司产品具体应用领域	- 4 -
图表 3 净利润增速高于收入增速	- 5 -
图表 4 毛利率逐年上升	- 5 -
图表 5 公司主要产品加工费	- 5 -
图表 6 东北地区为净输入地区	- 6 -
图表 7 多元化的优质客户群体（部分）	- 6 -
图表 8 国内挤压设备分布情况	- 7 -
图表 9 产能和产量情况	- 8 -
图表 10 产能利用率和产销率情况	- 8 -
图表 11 消费电子电器铝型材消费情况（千吨）	- 9 -
图表 12 时尚范儿 MAC air	- 9 -
图表 13 Ipad2 引领“后 PC”时代	- 9 -
图表 14 MAC 销量逐年上升	- 9 -
图表 15 MAC AIR 占苹果出货量的比值	- 9 -
图表 16 笔记本外壳材料优缺点比较	- 10 -
图表 17 汽车制造商对各材料的认可程度	- 10 -
图表 18 我国汽车铝化率有待提升	- 11 -
图表 19 我国汽车产量预测	- 11 -
图表 20 铝合金和不锈钢车体耗铝量	- 12 -
图表 21 公司盈利预测表	- 13 -
图表 22 重点关注公司估值比较	- 14 -

一、“大交通”和消费电子铝材细分行业的佼佼者

1、业务经营状况良好

公司主要从事铝型材及深加工产品的研发、生产与销售业务。公司产品主要分为三类：工业性铝材、建筑铝型材及深加工产品。

图表 1 公司收入结构



资料来源：Wind 财富证券

目前公司总产能为 6 万吨，在我国铝加工企业中属于规模较小的水平，市占率仅为 0.49%。但在细分领域，公司具有其独特的优势。

- 笔记本外壳：公司是广达电脑 Mac Book 笔记本代工业务全球供应链上的笔记本外壳及主体架铝型材基材的大陆地区唯一供应商。
- 交通铝型材：公司是中国最大的轨道列车生产企业—中国北车的 5 家 A 级供货商之一。

由此可见，公司在细分领域是创造出一片属于自己的天地。

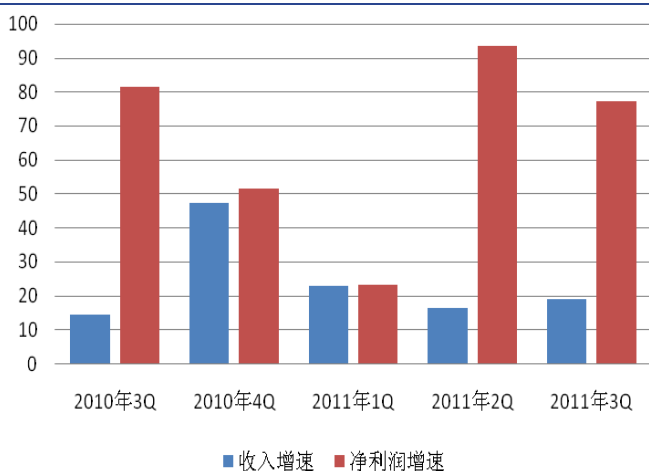
图表 2 公司产品具体应用领域

细分产品	具体应用
建筑型材	银白氧化材，喷涂材、隔热型材，电泳木纹材、幕墙材料 门窗框、幕墙系统及室内装修材料
工业型材	小、中和大截面工业型材 火车及城市轨道交通车厢、汽车、集装箱、轻型货车
深加工	笔记本外壳材料

资料来源：公司公告 财富证券

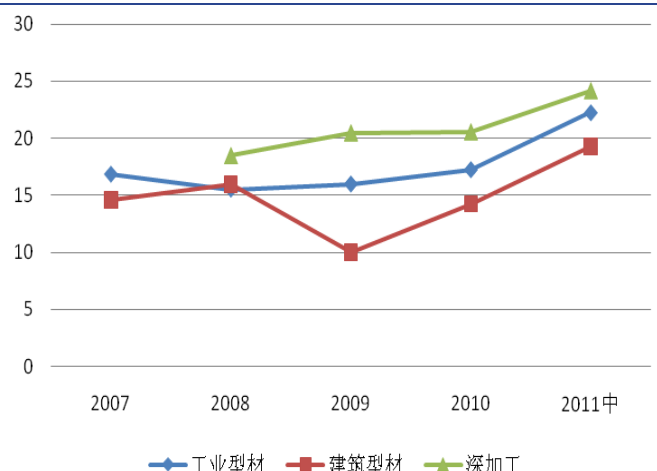
从上市以来单季度经营情况来看，收入一直保持小幅上涨，但是净利润的增速却是远远超过收入的增速。公司在以建筑型材、工业型材平衡发展的基础上，产品逐步向高端转移，盈利能力都得到了明显的提升。各产品毛利率呈逐年上升的态势，主要的原因就是大的产品结构的调整以及分产品内部向高端产品倾斜。

图表3 净利润增速高于收入增速



资料来源: Wind 财富证券

图表4 毛利率逐年上升



资料来源: Wind 财富证券

2、盈利模式：基准铝价+加工费

公司定价采取“铝锭价格+加工费”的方式，公司的盈利模式是收入加工费，利润来源于加工费和加工成本之间的差额。由于加工成本和加工费弹性较小，也因此毛利率维持稳定。总的来看，公司大截面工业型材和笔记本外壳材都属于铝制品中的高端产品，所以加工费也是普遍要高于行业平均水平。

图表5 公司主要产品加工费

		2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
建筑型材	银白氧化材	4000	4000	4000	4000
	喷涂材、隔热型材	5500	5500	5500-6000	6000
	电泳木纹材、幕墙材料	7500-8000	7500-8000	7500-8000	7500-8000
工业型材	小截面	5000	5000	5000	5000
	中截面	7000-8000	7000-8000	7000-8000	8000
	大截面			>10000	10000-25000
深加工材	笔记本外壳材			10000-12500	10000-12500

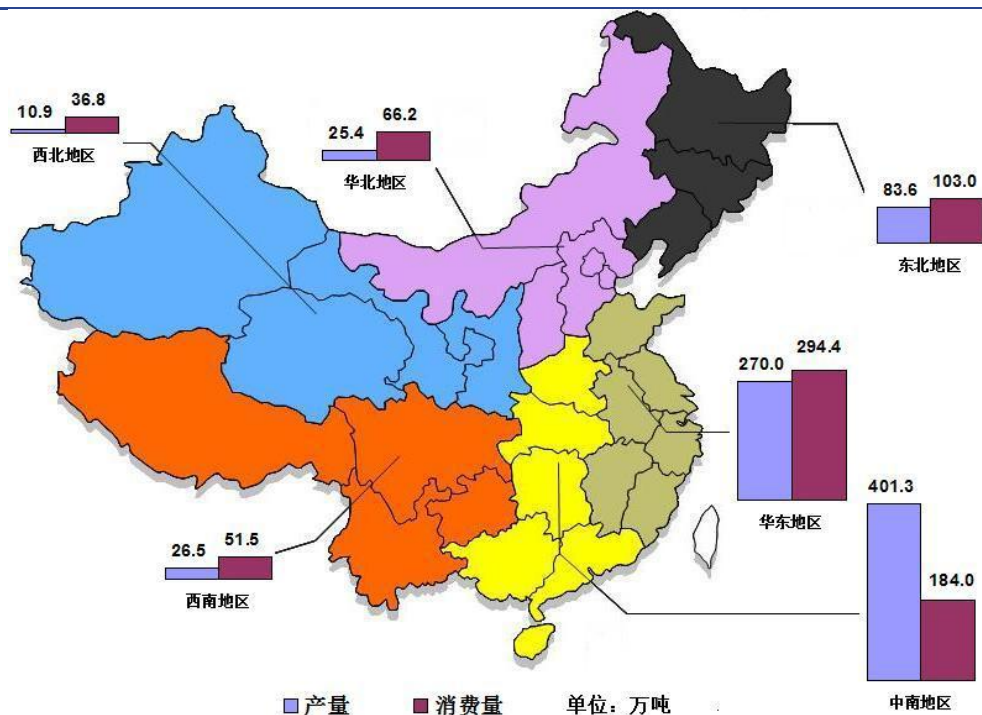
资料来源: 招股书 财富证券

3、竞争优势分析

区域优势。目前，我国铝型材基本形成华南（广东）、华东（江浙鲁）和东北（辽宁）等三大产业集群。公司所处的东北地区、华北地区铝型材产能总体规模较小，远跟不上地区经济发展的速度，一直是铝型材的净输入地区。此外，东北是我国老工业基地，汽车运输及机电设备产业较为成熟，对铝工业型材需求较大。

由于铝型材受销售半径 500 公里的制约，铝型材产业发展具有一定区域性特征，所以公司的竞争主要是同样身处东北地区的辽宁忠旺、吉林麦达斯（主要以轨道交通为主）。在高档铝建筑型材领域，公司优势比较明显；在工业型材领域，公司虽面临同行竞争压力，但由于市场空间广阔，在一定程度上得到缓解。

图表 6 东北地区为净输入地区



资料来源: 尚轻时代 财富证券

优质的客户资源。公司在消费电子电器、汽车、轨道交通、电力设备、医疗器械、机电设备等领域拥有多元化及稳定的客户群，包括广达电脑（全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司）、辽宁远大集团（全球最大的建筑幕墙生产商）、长春英利汽车部件有限公司（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）、长春轨道客车股份有限公司（中国北车核心子公司）。客户在选择供应商是会更注重产品质量的稳定性、精度和交货时间，所以公司能成为上述企业的供应商，充分说明公司产品品种的稳定可靠，为未来市场的拓展具有非常积极的意义。

图表 7 多元化的优质客户群体（部分）

客户名称	应用领域	行业地位
广达电脑	苹果 Macbook 笔记本外壳及主体结构架	全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司
三井物产	太阳能支架	日本最大的综合商社之一
长春英利	奥迪、奔驰和宝马等高端品牌汽车	中国最大的汽车铝合金零部件供应商之一
长春轨道	轨道车辆	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	轨道车辆	中国北车核心子公司，国内最大的轨道车辆生产商之一
IFE-威奥轨道	轨道车辆	全球领先的铁路和商用车辆制动系统制造商 Knorr-Bremse 在华子公司
辽宁远大	水立方等高端幕墙	全球最大的建筑幕墙生产商

北京岛津

医疗器械

全球最大的医疗器械提供商之一日本岛津在华子公司

资料来源：招股书 财富证券

设备、技术研发优势明显。设备在一定程度上是可以决定产品的质量。公司主要的设备为挤压机，大部分设备从意大利、日本、美国、德国进口，具有国际先进水平。2008 年全套引进意大利达涅利公司的 60MN 油压双动铝挤压机（目前国内同型号中最先进的挤压机之一），为公司引进广达电脑等高端客户。公司募投资金购置一台 100MN 和一台 45MN 卧式油压挤压机，使得公司的装备、技术水平跨上新的平台。

图表 8 国内挤压设备分布情况

挤压能力	数量
≥100MN	4
80MN-100MN	3
50MN-80MN	17
30MN-50MN	30
10MN-30MN	1120
<10MN	1920

资料来源：招股书 财富证券

4、行业壁垒在于资质认定和技术

资质认定。铝型材产品要进入下游供货商必须通过严格的资质认定。国内外大型企业通常对供应商的资质认定至少在半年以上，通过认定后还需要经过小批量供货测试才能正式成为其供应商。一旦通过最终资质审定，将被纳入其采购供应链，最重要的是下游企业是不会轻易更换供货商。因此，严格的供应商资质认定形成进入行业的软壁垒。

技术壁垒。技术壁垒主要体现在两方面：首先，技术实力。如轨道交通和消费电子铝型材都要求一次成型，且精度要求非常苛刻。这对企业的技术、设备和工艺的稳定性都提出非常高的要求。另一方面，对下游需求的响应速度。随着下游行业的快速发展，客户需求日益多样化，企业必须根据市场变化和客户需求，迅速开发出符合适应市场需求的产品。

5、未来看点：产品升级，产能释放

（1）产品升级

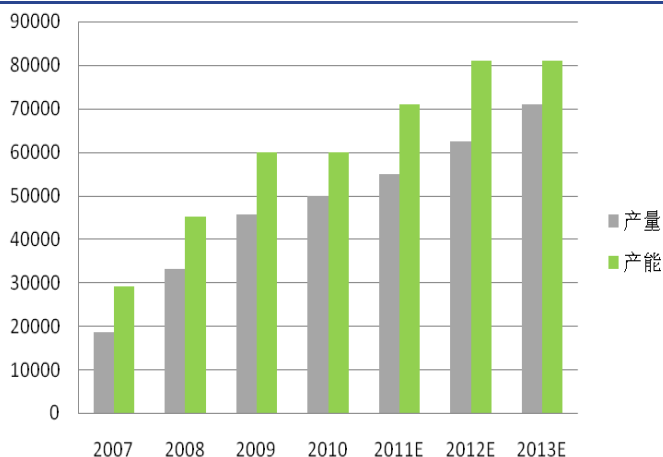
- 建筑型材：低端银白氧化材基本停止生产，以高档电泳木纹材、幕墙材和隔热材为主。
- 工业型材：引进年产 1 万吨的大截面交通铝型材深加工项目。
- 深加工：苹果外壳基材订单持续增长，公司将由基材向成品延伸，毛利率有望提升 10%。

(2) 产能释放

公司上市募投项目的特殊铝型材及铝深加工项目已接近投产期，主要包括深加工型材 5000 吨，特殊铝型合金材料 6000 吨，10000 吨的大截面交通铝型材。

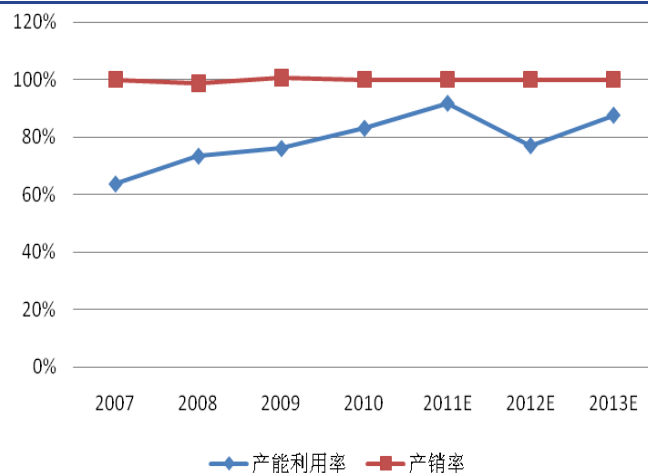
预计公司 2011 年产量为 55000 吨。深加工和特殊铝型合金材料已于 2011 年 11 月底投产，大截面交通铝型材则 2012 年 3 月投产。我们假设深加工、特殊铝合金和大截面铝型材 2012 年投产分别为 50%、50%和 20%，2013 年投产分别为 85%、85%和 50%，则 2012 和 2013 年产量预计为 6.25 万吨和 7.09 万吨。

图表 9 产能和产量情况



资料来源: Wind 财富证券

图表 10 产能利用率和产销率情况



资料来源: Wind 财富证券

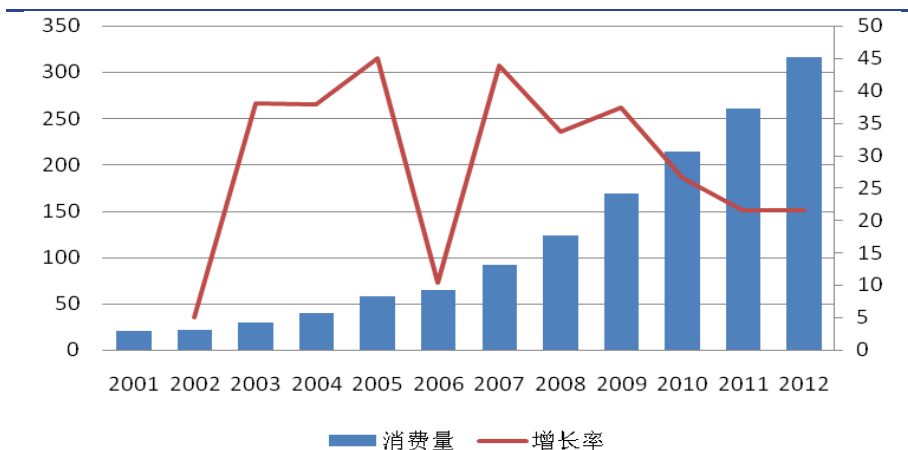
募投项目的投产对公司积极影响是不言而喻的：产业链的进一步延伸，产品结构更趋优化，盈利能力将得到提高。对于增加的产量能否得到市场的消化，我们认为是不需要太过担心：第一，公司采取“以销定产”方式组织生产，产销率历年都保持 100%左右。第二，经过产品结构调整后，产品主要为中高端，面临的竞争小，需求也相对刚性。第三，公司身处东北地区“蓝海市场”，工业发达，即使高铁投资放缓，新增 10000 吨大截面铝型材也不用太担心，汽车和集装箱订单完全可以消化掉这部分产量。

二、公司主要产品前景分析

1、消费电子外壳：“轻薄化”，铝合金外壳成首选

消费类电子电器是铝型材消费增速最快的领域之一，包括家用电器、电脑（主要是笔记本）和电子办公用品等。铝材在这些领域主要是以外壳、散热器和铝管形式体现。根据尚轻时代预测，2009-2012 年消费类电子电器行业铝型材消费规模将达到 96 万吨，年复合增长率达到 26.6%。

图表 11 消费电子电器铝型材消费情况（千吨）



资料来源：尚轻时代 财富证券

由于电子电器范围太广泛，我们仅以笔记本外壳为例来阐述。在消费升级的大背景下，人们对笔记本电脑提出更高的要求，“轻薄化”成为当前的大趋势。苹果作为趋势的引领者，更是将“轻薄化”演绎至极点。其代表作品超轻薄本 MAC air 和平板电脑 IPAD 系列的相继面世，便受到市场的热烈关注和追捧。

图表 12 时尚范儿 MAC air

轻，薄，却坚如磐石。

坚固的铝合金 Unibody 一体成型设计，令 MacBook Air 时尚耐用，胜任各项工作。



资料来源：苹果官网 财富证券

图表 13 Ipad2 引领“后 PC”时代

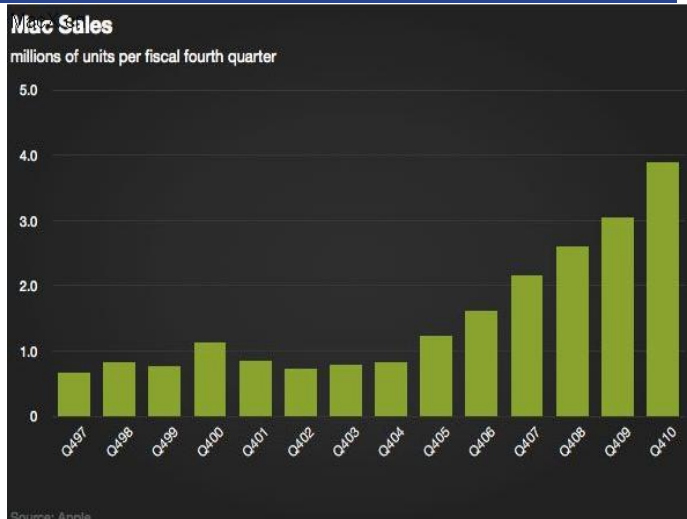


资料来源：PChome 财富证券

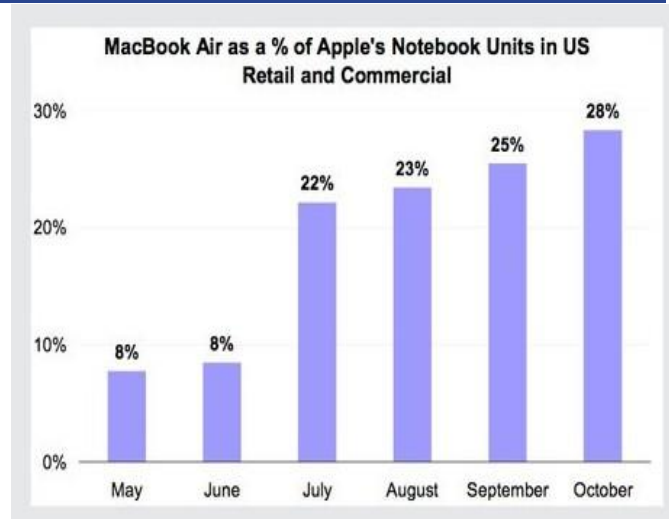
从目前能获得的苹果销售数据来看，面对传统 PC 景气逐渐下降的状况，Mac air 依然保持高增长，而且在苹果电脑出货量中的比重也越来越大。这一结果正好印证我们前面所讲，消费大众的要求越来越高，消费电子将面临的局面就是中高端产品的崛起和低端产品的没落。铝合金外壳作为消费者意识中的高端产品的标识之一，越来越多的 PC 制造商为迎合消费者观念，加大铝合金外壳笔记本的投入。

图表 14 MAC 销量逐年上升

图表 15 MAC AIR 占苹果出货量的比值



资料来源: MACX 财富证券



资料来源: 公开资料 财富证券

对于制造商来讲,在现有可供选择的外壳材料中,铝合金外壳是价格和成本最完美的结合;在消费者看来,铝合金外壳笔记本是品质和品位的象征,美观且具有强烈的设计感,体验中将能带来更大的享受。

图表 16 笔记本外壳材料优缺点比较

材料类型	优点	缺点	应用程度
PC+ABS 工程塑料	成本较低,尺寸稳定性好	质量重,散热性和环保性不好	广泛
铝合金	强度高、质量轻、散热好、时尚美观	成本较高,加工成型难	日益广泛
镁合金	强度高、质量轻、耐冲击性好	化学稳定性较差,成本比铝合金高	日益广泛
碳纤维	强韧性好、质量轻、散热好	成本高、外观单调、缺乏变化	较少
钛合金	集以上材料优点于一身	造价高昂、成本很高	极少

资料来源: 财富证券

2、汽车铝材: 轻量化成趋势, 铝化率有望提高

节能减排, 环保安全已成为汽车行业发展大趋势, 汽车轻量化是汽车降低燃油消耗及减少排放的最有效措施之一。汽车轻量化的途径有两种: 一是优化汽车框架结构; 另一个是在车身制造上采用轻质材料。

目前在汽车轻量化方面的可选材料包括铝合金、镁合金、钛合金及其他复合材料, 铝合金的比强度优于钢铁和镁合金, 性价比高于钛合金, 且汽车用铝合金的生产加工技术比较成熟, 因此铝合金是目前汽车轻量化领域的首选材料。同时, 在最近的一次对零部件供应商和汽车制造商的最新调查发现: 铝成为最能满足汽车各项新标准的材料。

图表 17 汽车制造商对各材料的认可程度

材料种类	铝	塑料	碳纤维复合材料	碳纤维加固材料	高强度钢	镁
认可程度	73%	68%	68%	60%	59%	43%

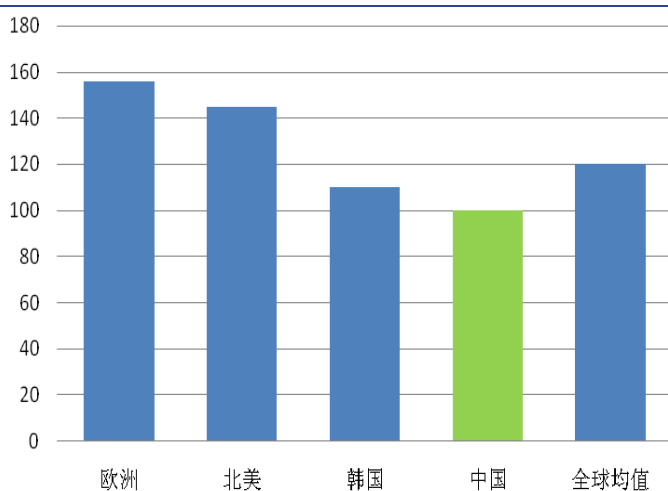
资料来源: 中铝网 财富证券

据测算, 典型的铝质零件一次减重效果可达 30~40%, 二次减重则可进一步提高

到 50%。铝合金制造发动机可减重 30%，铝质散热器比相同的铜制品轻 20%-40%，轿车铝车身比钢材制品轻 40%以上，汽车铝车轮可减重 30%左右，所以铝合金代替铸铁和钢材制品件有显著的减重效果。那么根据测算，汽车减重 10%，油耗可以降低 6-8%，燃油效率提高 5.5%。

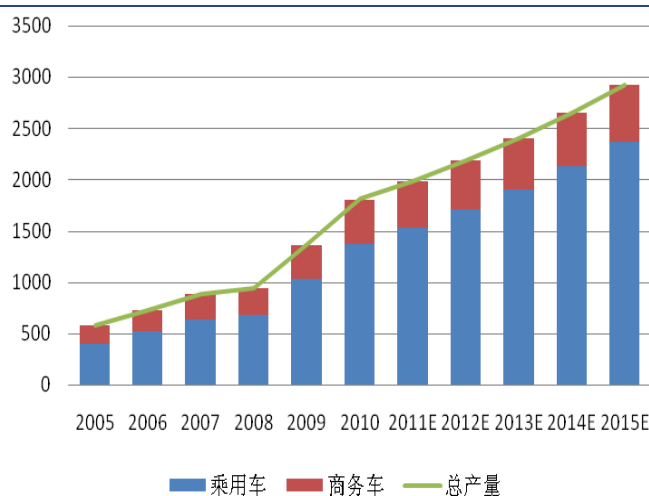
因此，汽车轻量化已经是不可逆转的趋势。全球的轻型汽车的铝含量在不断地攀升，目前北美和欧洲平均每辆汽车铝合金使用量为 145kg 和 156kg。而据杜克公司（Duker）估计全球已有 67 款汽车（欧洲 49 款、日本 18 款）的轻合金含量为高达 182kg/辆，而我国每辆汽车铝合金使用量仅 100kg，甚至不及全球平均水平 120kg。所以，我国汽车铝化率的提升将会给汽车铝合金带来空间。

图表 18 我国汽车铝化率有待提升



资料来源：公开资料 财富证券

图表 19 我国汽车产量预测



资料来源：Wind 财富证券

我们保守假设 2011-2015 年，每辆汽车铝材使用量为 105kg、110kg、115kg、120kg 和 125kg，那么汽车铝材的使用量为 208.5 万吨、264.7 万吨、276.7 万吨、318.2 万吨和 365.4 万吨，其中挤压材的比例大概为 10%，也即 20.8 万吨、26.4 万吨、27.7 万吨、31.8 万吨和 36.5 万吨。而根据中国有色金属报预测，“十二五”期间中国汽车用铝挤压材平均增速将保持在 18%-20%。

3、高速列车和轨道交通铝材：必然趋势，重启之日可待

铁路作为国家重要的基础设施和大众化的交通工具，具有运能大、成本低、占地少、节能环保、安全性好等多种比较优势，是符合我国国情和可持续发展要求的绿色交通工具。另一方面，中国正经历着迅猛的城市化进程，预计到 2020 年城市人口占比将达到 50%。城市轨道交通的发展能解决包括交通拥堵、土地消耗、能源过耗、环境污染在内的一系列社会问题，并有助于实现商贸的聚集效益，是大中城市及其交通可持续发展的必然选择。

高速列车。根据铁道部发布的数据，到 2010 年 10 月底，中国已投入运营的高速铁路网络总长 7431 公里，且于 2012 年之前增加至 1.3 万公里（包括新建的高速连

线以及为时速 200-250 公里的列车而进行升级的现有轨道)。到 2020 年,我国将建设规划建成“四纵四横”的城际快速客运系统,客运专线 1.6 万公里以上。

中国铁路客运专线动车组主要采用以下四种车型: CRH1、CRH2、CRH3、CRH5,除 CRH1 型车体采用的是不锈钢材,其余 3 种动车组车体均为铝合金材质。从技术角度来讲,高速行驶下对材料特性和焊接方式要求非常高,所以一般来说时速 250 公里以上的高速列车必须采用铝合金材质。

根据目前我国动车车辆密度 0.7 辆/公里,2020 年 1.6 万公里的客运专线,需要 1.12 万辆,每辆动车用铝型材 8-9 吨、铝板材 1.5 吨来计算,预计中国 2020 年动车组车体就需铝型材 7 万吨、铝板材 1.2 万吨。

轨道交通。随着城市化的快速推进,城市轨道交通网络建设也在快速发展。截至 2010 年底,中国已有 36 座城市向国家主管部门上报了城市轨道交通建设规划,其中有 28 座城市的轨道交通近期建设规划得到政府批准,共规划线路 90 多条,总里程约 2700 公里,总投资超过 10720 亿元。目前正在建设的轨道交通的路线总长为 1400 公里。

2011 年发改委基础产业司批复了合肥、长春、大连三个城市的轨道交通 1 号线工程,加上武汉和深圳新批复的规划线路共 13 条线路。中国城市轨道交通协会会长表示,“十二五”期间将要建成投运 2500 公里左右,年均 500 公里左右,到 2020 年末,全国将建成总里程将达 7000 公里左右。

目前城市轨道交通主要包括地铁和轻轨两种形式,从车体材料来分主要包括铝合金车和不锈钢车两种。根据不同的城市环境和要求,可以选择不同的车体。随着工艺水平的发展,铝合金车体已逐渐取代不锈钢车体成为主流。

图表 20 铝合金和不锈钢车体耗铝量

	部类	铝合金车体耗铝量 (kg)	不锈钢车体耗铝量 (kg)
1	底架	4027.3	2866
2	侧墙	1936	1558
3	车顶	651	665
4	端墙	200.6	206
总计	车体	6814.9	5295

资料来源: 工信部 财富证券

据统计,2009 年中国制造城市轨道车辆约 3740 辆。那么预计到 2015 年,我国城市轨道需车辆约 2-2.6 万辆,其中 60%的车辆采取铝合金材料。按每辆车 6-7 吨计算,则需要 7.2-11 万吨铝合金材。

综合以上数据,我们发现高速列车和城市轨道交通铝材市场容量并不大,而且目前产能也超过需求量。但事实上,这种大型、宽幅、长尺寸的中空铝合金型材是属于最高端产品,之前完全依靠从国外进口,价格高达 13 万/吨,目前国内也仅有山东丛林、辽宁忠旺、吉林麦达斯,南山铝业和公司能进行量产,即使是以上企业产品成材率也还是有待提高的。

三、盈利预测

1、主要假设条件

- 深加工和特殊铝型合金材料已于 2011 年 11 月底投产,大截面交通铝型材则 2012 年 3 月投产。我们保守假设深加工、特殊铝合金和大截面铝型材 2012 年投产分别为 50%、50%和 20%, 2013 年投产分别为 85%、85%和 50%。预计 2011-2013 年产量分别为 5.5、6.25 和 7.09 万吨。产销率根据历史水平, 假设 2011-2013 年均为 100%。
- 2011 年前三季度销售毛利率分别为 20.44%、22.2%和 20.77%, 净利率分别为 11.28%、13.41%和 13.31%, 预计 2011 年全年销售毛利率为 20.5%。随着中高端产品比重不断提高, 销售毛利率将有望随之提升。

图表 21 公司盈利预测表

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
产量 (万吨)				
建筑型材	1.9	2	2.1	2.2
工业型材	2.58	2.7	3.05	3.49
深加工	0.52	0.8	1.1	1.4
总计	5	5.5	6.25	7.09
平均价格 (元/吨)				
电解铝	15704.3	16896.2	16900	17000
建筑型材	18194.8	19386.7	20390.5	21390.5
工业型材	21109.6	22301.6	24305.4	25405.4
深加工	26018.9	27210.8	31214.6	32314.6
收入 (万元)				
建筑型材	34570	38773.4	42820	47059.1
工业型材	54462.7	60214.3	74131.5	74652.8
深加工	13529.8	21768.6	34336.1	45240.4
总计	102562.5	120756.3	151287.6	166952.3
毛利率 (%)				
建筑型材	14.25	18.99	20.1	20.1
工业型材	17.22	21.8	23.02	24.2
深加工	20.61	24.1	25.3	26.7

资料来源: 财富证券

2、业绩预测

预计公司 2011-2013 年收入分别为 12.07、15.13 和 16.7 亿元, 净利润为 1.57、2.41 和 2.86 亿元, 每股收益分别为 0.84、1.29 和 1.53 元, 对应市盈率为 21.4X、13.97X 和 11.8X。给予公司 2012 年 20XPE, 目标价为 25.8 元, 而且考虑到公司成长比较确定, 给予公司“推荐”评级。但是公司存在限售股解禁的风险, 对股价还将会形成压力, 短期不宜介入, 待风险释放完毕, 将会是比较好的买点。

图表 22 重点关注公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	每股收益 (元)			市盈率 (X)			评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
002501	利源铝业	18.03	0.5	0.84	1.29	36.1	21.4	13.97	推荐
600888	新疆众和	15.89	0.82	0.81	1.5	19.37	19.6	10.6	推荐
002379	鲁丰股份	16.07	0.24	0.28	0.56	66.9	57.4	28.7	谨慎推荐
600219	南山铝业	6.5	0.4	0.55	0.7	16.25	11.8	9.28	推荐
002540	亚太科技	16.16	0.5	0.66	1.08	71	24.5	14.9	推荐

资料来源: Wind 财富证券

四、风险提示

产能释放不达预期。

附：三大报表

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	705.36	784.31	1025.63	1207.56	1512.88	1669.52
减: 营业成本	593.71	654.63	854.71	960.01	1164.91	1268.84
营业税金及附加	4.25	8.05	4.37	8.27	10.36	11.43
营业费用	2.01	8.09	13.73	16.18	16.64	18.36
管理费用	17.13	20.97	25.22	29.69	37.20	41.05
财务费用	35.06	38.12	29.37	8.00	-0.39	-6.88
资产减值损失	1.73	1.95	-0.73	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-1.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	49.80	52.50	98.96	185.41	284.16	336.73
加: 其他非经营损益	3.70	23.49	14.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	53.50	75.99	113.64	185.41	284.16	336.73
减: 所得税	11.81	22.40	20.26	27.81	42.62	50.51
净利润	41.69	53.59	93.38	157.60	241.53	286.22
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	41.69	53.59	93.38	157.60	241.53	286.22
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3.81	49.75	968.35	1045.09	1178.16	1698.27
应收和预付款项	78.53	191.99	160.99	119.89	225.66	152.87
存货	77.56	32.23	51.28	77.25	78.72	91.16
其他流动资产	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	478.90	514.91	603.71	529.18	454.65	380.11
无形资产和开发支出	9.59	9.38	9.18	8.12	7.06	6.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资产总计	648.38	798.26	1795.51	1781.52	1946.24	2330.41
短期借款	80.80	101.50	290.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	78.30	93.67	37.48	155.90	79.08	177.03
长期借款	160.00	285.00	284.00	284.00	284.00	284.00
其他负债	100.28	35.50	44.80	44.80	44.80	44.80
负债合计	419.38	515.67	656.28	484.70	407.89	505.84
股本	70.00	70.00	93.60	93.60	93.60	93.60
资本公积	144.03	144.03	883.69	883.69	883.69	883.69
留存收益	14.97	68.56	161.94	319.54	561.07	847.29
归属母公司股东权益	229.00	282.59	1139.23	1296.83	1538.36	1824.57
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	229.00	282.59	1139.23	1296.83	1538.36	1824.57
负债和股东权益合计	648.38	798.26	1795.51	1781.52	1946.24	2330.41
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	-38.80	157.77	92.59	368.15	124.41	504.11
投资性现金净流量	-25.54	-149.70	-222.10	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	62.59	36.69	924.30	-291.41	8.65	16.00
现金流量净额	-1.75	44.76	794.79	76.75	133.07	520.11

■ 投资评级系统说明:

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

免责声明

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.