

利源铝业 (002501.SZ) 金属制品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

杨诚笑

分析师 SAC 执业编号: S1130511090003

(8621)61038282

yangchengxiao@gjzq.com.cn

非典型性铝加工商

事件

我们近日组织了对利源铝业的联合调研, 与公司高管层就公司目前的经营情况、未来的发展规划以及铝挤压行业的整体情况进行了深入调研和沟通。根据此次调研的情况, 我们形成以下几方面的主要观点:

评论

高铁及城市轨道交通铝型材明年放量: 1、公司目前仅有 60MN 挤压机能够生产轨道交通铝型材, 因挤压力较小和优先满足苹果订单, 2011 年预计轨道交通铝型材产量全年约在 700 吨, 预计公司 2011 年全年铝型材产量将达到 55000 吨, 轨道交通铝型材占比很小; 2、公司募投项目购买的 100MN 挤压机预计将在 2012 年 3 月投产, 将主要用于大截面铝型材的生产, 其中约 5000 吨左右用于轨道交通铝型材, 明年是公司轨道交通铝型材的产能投放期; 3、北车集团近期下拨 300 亿资金至旗下长春轨道客车有限公司, 预计新的轨道交通铝型材订单招标或将于近期启动, 后者是公司轨道交通铝型材的主要客户, 公司是北车全国 5 家 A 级供应商之一, 并陆续为其配套了上海 6、8 号线, 北京 12 号线等项目, 同时公司是距离长春轨道客车最近的供应商, 考虑到不菲的运输费用, 公司具备明显的区位优势, 获得订单可能性较大。

苹果笔记本外壳基材成品化若顺利盈利能力将猛增: 1、苹果外壳基材订单持续增长, 预计 11 月度产量将达到 35 万片, 远超过 20 万片/月的年平均水平, 以每片 4kg 计算, 全年预计接近 1 万吨, 同比增长近 100%; 2、募投项目 45MN 挤压机投产后, 36MN、45MN、60MN 都具备了苹果笔记本外壳基材产能, 保守预计 2012 年苹果外壳基材产量增幅将在 40%-50% 左右的水平; 3、公司订购的 50 台深加工设备明年将开始投入笔记本外壳生产, 如果调试和生产顺利, 全年产量预计将达到 40 万片, 由于外壳成品净重仅 0.6kg, 基材至成品部分废料绝大部分回收循环利用, 同时外壳成品售价也高于基材, 预计如果生产顺利, 公司将逐年将达外壳基材至外壳成品的转化率直至 100%, 苹果笔记本业务的盈利能力将进一步大幅增强。

建筑铝型材瞄准高端: 1、主要侧重于大型幕墙铝型材和门窗铝型材, 低端银白氧化材基本已经停止生产, 以高档电泳木纹材、幕墙材和喷涂材、隔热型材为主, 这部分产品加工费在 6000-8500 之间, 接近中截面工业铝型材; 2、公司未来将主要以为全球幕墙行业排名第一的沈阳远大集团项目配套为主, 沈阳远大已经成功打通美日欧等全球市场, 参与了水立方、鸟巢、上海中心大厦、阿布扎比商业中心、法兰克福航空铁路中心、东京 COCOON 大厦等项目; 3、公司 2010 年全年建筑铝型材产量 19000 吨, 上市募投项目达产后将新增 5000 吨/年的大型玻璃幕墙型材产能。

三井物产金属订单明年大幅增长可能性较大: 1、2011 年全年预计公司为日本三井供货量 1500 吨, 以集成电路散热器和太阳能支架为主, 终端用户有三洋、东芝等。2、根据框架协议, 日本三井物产金属需要在中国境内采购的铝产品, 只要利源铝业生产将优先采购利源铝业的产品。3、募投项目达产后, 公司新增了挤压设备和深加工设备, 我们推测明年供给三井的产品将成倍增长, 达到 3000-4000 吨左右的水平。

如何认识利源铝业的轨道铝材订单担忧问题: 1、公司主要生产设备为挤压机, 对于市场担忧的高铁投资放缓连累下游车体铝型材需求的看法我们观点如下: 车体铝型材的主要生产设备为大型或特大型铝挤压机, 从成品率上来讲, 至少需要 45MN 吨位以上挤压机, 同时挤压机吨位每上升 30%, 成材率约有 10% 左右的提升, 未来国内高铁车体铝型材的订单将集中在 100MN 吨位以上挤压机。2、公司未来高铁车体铝材订单主要通过 100MN 挤压机完成, 从铝挤压专业角度出发, 挤压机生产何种产品取决于何种模具, 因此即便是公司没有接到高铁车体铝型材订单, 100MN 挤压机同样可以生产集装箱、汽车用铝材等众多需要大截面铝材的产品和行业。

投资建议

明年公司业绩增长点众多但具体订单数还无法确定, 我们暂不调整盈利预测, 预计 2011-2013 年每股收益分别为 0.89 元, 1.63 元, 1.81 元。不过公司目前受到小非解禁的影响股价受到一定压制, 但从长期看公司业绩高增长态势清晰, 深加工发展方向正确, 维持“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	705	784	1,026	1,193	1,940	2,076
增长率		11.2%	30.8%	16.3%	62.6%	7.0%
主营业务成本	-594	-655	-855	-939	-1,499	-1,587
%销售收入	84.2%	83.5%	83.3%	78.7%	77.3%	76.4%
毛利	112	130	171	255	441	489
%销售收入	15.8%	16.5%	16.7%	21.3%	22.7%	23.6%
营业税金及附加	-4	-8	-4	-6	-10	-10
%销售收入	0.6%	1.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2	-8	-14	-16	-25	-31
%销售收入	0.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%
管理费用	-17	-21	-25	-30	-49	-52
%销售收入	2.4%	2.7%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	88	93	128	203	358	396
%销售收入	12.5%	11.8%	12.4%	17.0%	18.4%	19.1%
财务费用	-35	-38	-29	-19	-12	-11
%销售收入	5.0%	4.9%	2.9%	1.6%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-2	-2	1	-4	-2	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	0	0	0
%税前利润	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	50	52	99	180	344	384
营业利润率	7.1%	6.7%	9.6%	15.1%	17.7%	18.5%
营业外收支	4	23	15	15	15	15
税前利润	53	76	114	195	359	399
利润率	7.6%	9.7%	11.1%	16.4%	18.5%	19.2%
所得税	-12	-22	-20	-29	-54	-60
所得税率	22.1%	29.5%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	42	54	93	166	305	339
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	42	54	93	166	305	339
净利率	5.9%	6.8%	9.1%	13.9%	15.7%	16.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	42	54	93	166	305	339
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	27	35	42	50	62	76
非经营收益	36	35	29	14	5	5
营运资金变动	-144	32	-77	-7	-84	11
经营活动现金净流	-39	155	87	222	288	431
资本开支	-26	-150	-99	-139	-236	-287
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	-123	0	0	0
投资活动现金净流	-26	-150	-222	-140	-236	-287
股权募资	125	0	767	104	10	0
债权募资	-28	74	188	-335	0	1
其他	-35	-37	-31	-29	-20	-20
筹资活动现金净流	63	37	924	-260	-10	-19
现金净流量	-2	42	789	-177	42	125
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	5	50	959	782	824	950
应收款项	41	70	55	72	119	127
存货	78	32	51	64	103	109
其他流动资产	38	122	108	143	197	192
流动资产	161	274	1,174	1,061	1,243	1,378
%总资产	24.8%	34.3%	65.7%	59.5%	57.7%	54.7%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	479	515	604	709	899	1,123
%总资产	73.6%	64.4%	33.8%	39.7%	41.7%	44.6%
无形资产	10	9	9	10	12	14
非流动资产	490	526	613	722	913	1,139
%总资产	75.2%	65.7%	34.3%	40.5%	42.3%	45.3%
资产总计	651	800	1,787	1,783	2,156	2,517
短期借款	158	107	295	0	0	0
应付款项	78	94	37	85	138	157
其他流动负债	3	1	-8	5	9	11
长期负债	239	201	324	90	147	168
长期贷款	160	285	284	284	284	285
其他长期负债	23	31	40	0	0	0
负债	422	517	648	374	431	453
普通股股东权益	229	283	1,139	1,409	1,724	2,064
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	651	800	1,787	1,783	2,156	2,517
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.596	0.766	0.998	0.887	1.630	1.813
每股净资产	3.271	4.037	12.171	7.529	9.212	11.025
每股经营现金净流	-0.563	2.212	0.929	1.188	1.538	2.303
每股股利	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.20%	18.96%	8.20%	11.78%	17.69%	16.44%
总资产收益率	6.40%	6.70%	5.23%	9.31%	14.15%	13.48%
投入资本收益率	12.58%	9.68%	6.10%	10.20%	15.14%	14.32%
增长率						
主营业务收入增长率	77.29%	11.19%	30.77%	16.33%	62.63%	7.00%
EBIT增长率	56.69%	4.88%	37.85%	59.25%	76.05%	10.64%
净利润增长率	51.35%	28.56%	74.25%	77.80%	83.74%	11.23%
总资产增长率	20.23%	22.84%	123.49%	-0.22%	20.89%	16.78%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.0	24.6	21.8	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	29.4	30.6	17.8	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	27.0	10.3	6.4	8.0	8.0	10.0
固定资产周转天数	245.1	226.3	174.6	166.6	119.4	133.4
偿债能力						
净负债/股东权益	136.45%	120.93%	-33.38%	-35.33%	-31.32%	-32.20%
EBIT利息保障倍数	2.5	2.4	4.3	10.5	30.9	35.4
资产负债率	64.82%	64.66%	36.25%	20.96%	20.00%	18.01%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-31	买入	30.18	N/A
2	2011-10-27	买入	22.81	28.00 ~ 28.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B