

李伟峰

执业证书编号: S0270511070001

电话: 021-60883496

liwf@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

电话: 021-60883487

发布日期: 2012年02月21日

近看 IPO 募投项目投产, 远观定向增发预案

——利源铝业 (002501) 公告点评

点评报告

增持 (首次)

事件:

利源铝业2011年年度报告: 报告期公司实现营业收入12.35亿, 同比增长20.41%, 实现利润总额1.66亿元, 同比增长46.13%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.42亿, 同比增长51.75%, 实现基本每股收益0.76元, 同比增长16.92%。2011年累计完成产品销量56018吨, 同比增长13.71%, 但低于市场一致预期0.83元。业绩增长略低于市场预期。

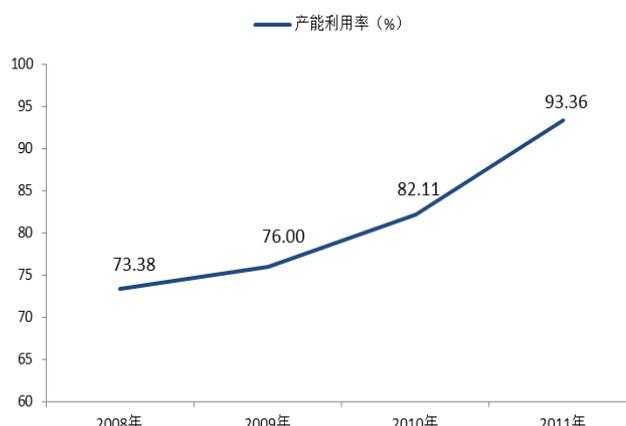
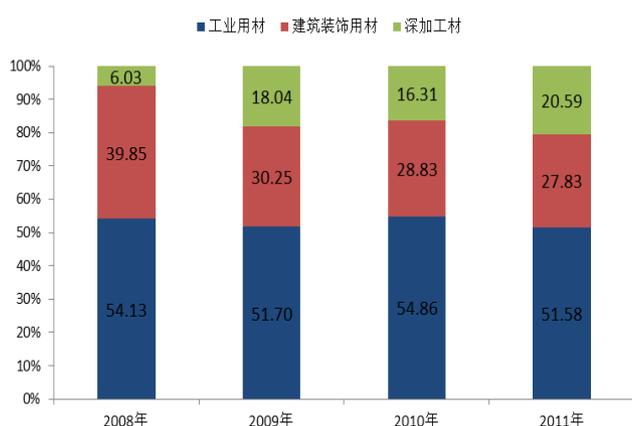
2011年年度利润分配预案: 拟以2011年年末公司总股本18720万股为基数, 向全体股东每10股派现金2元 (含税), 共计分配现金红利3744万元 (含税)。

点评:

- **产品结构持续优化, 贡献业绩增长:** 公司现有产能6万吨, 2011年销售5.6万吨铝材, 产能利用率达93.36%。我们认为产能利用率提升主要得益于产品结构调整得到市场认可, 高端深加工铝材销量增加所致。深加工铝材产品占公司毛利贡献20.59%, 同比增长4.28%。工业型材毛利贡献保持稳定。公司高端产品毛利占比逐年提升。体现产品结构优化对公司业绩增长。

图 1: 公司毛利组成变化

图 2: 公司产能利用率变化



数据来源: WIND; 万联证券研究所

- **高端产品毛利增长低于预期, 期间费用率控制良好:** 公司2011年销售费用688万元, 同比大幅减少49.89%, 销售费用减少与公司上市后知名度显著提高, 市场推广更为顺畅, 另外公司注销了销售公司, 节约了市场推广费用。2011年公司三项费用率6.25%, 同比减少0.41%, 体现公司良好的费用控制能力。公司2011年产品综合毛利率19.99%, 同比增长3.32%, 其中建筑装饰型材增长3.66%, 工业用材和深加工材毛利率增长分别为3.01%和2.31%。公司工业型材和深加工材毛利率增长低于建筑型材, 导致公司业绩增长不达市场预期。值得注意的是公司2011年经营活动现金流为-8785万元, 主要是公司年末为降低采购成本, 集中采购了部分铝锭, 集中支付预付账款3亿元, 影响当期现金流量为负数。

图 3：三项费用率变化

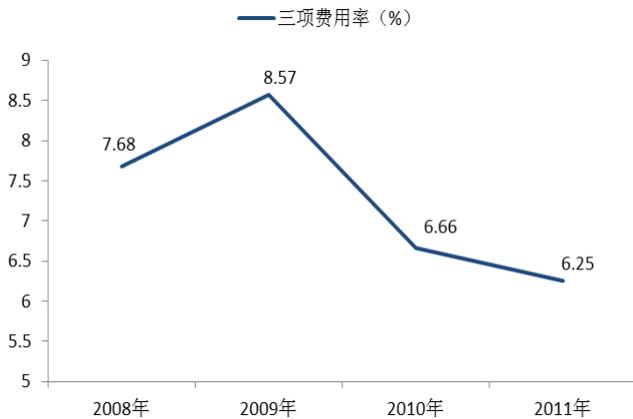
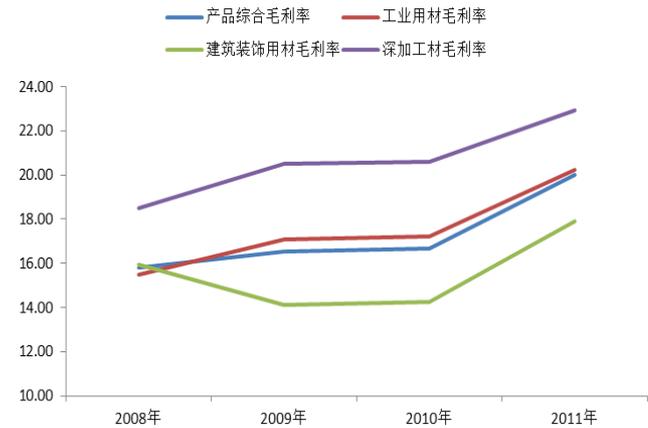


图 4：公司产品毛利率变化



数据来源：WIND；万联证券研究所

- **募投项目投产，公司有望进入高速成长期：**2010年公司IPO首发募资建设的两大项目：特殊铝型材及铝型材深加工项目和大截面交通运输铝型材深加工项目有望在2012年达产，将新增两条挤压生产线，产能分别增加11000和10000吨，募投项目产品定位高端，加工费水平均有望保持在20000/吨以上水平，进一步提升高端产品占比和毛利贡献。随着公司IPO建设项目的达产，公司业绩有望进入高速成长期。

表 1：公司首发募投项目产能

特殊铝型材及铝型材深加工项目				
序号	产品名称	合金牌号	规格范围	年产量(t)
一 特殊合金材				
1	工业型材	6061-T6	10~2500cm ²	1000
		6082-T6		1000
2	棒材	2A11-T4	Φ40~155	2000
3	挤制管材	2A12-T4	Φ50~240×5~30	700
		5A02-H14		300
4	拉制管材	2A11-T4	Φ50~240×2~10	400
		5A02-0		400
		2A12-T4		200
小计				6000
二 深加工材				
1	笔记本电脑外壳	6064-T5		100 万片
2	电机壳	6064-T5		1000
3	电子元器件	6061-T6		1000
4	散热器片	6061-T6		1000
5	大型玻璃幕墙型材	6061-T6		5000
大截面交通铝型材深加工项目				
序号	产品名称	合金牌号	规格范围	年产量(t)
1	大截面交通运输工业型材	6082-T6	23.09~320 cm ²	2000
		6005A-T6	×28000~30000mm	3000

	6082-T6	最大外接圆直径 400mm	3000
	6005-T6		2000
合计			10000

数据来源：公司公告、万联证券研究所

- **定向增发预案建设项目确立公司进军铝型材行业信心：**公司2012年1月10日公布增发预案，非公开发行股票不超过7280万股，确定发行价格不低于17.50元/股，计划募资不超过15万元，投入轨道交通车体材料深加工项目，项目预计建设周期24个月，建成后将新增11000吨/年汽车、机电等专用铝型材和400套/年轨道车体（头）大部件产品。公司投建项目产品符合国家关于有色金属行业“十二五”发展规划中提出的铝合金精深加工的发展方向，项目投资收益率有望达27.1%。建成后公司将形成交通运输专用铝型材生产基地，进一步提升高端产品比例。

表 2：定向增发预案投建项目

序号	名称	合金牌号	规格范围	年产量(t)
一 挤压型材产品				
1	机电产品铝型材	6063-T5	20.0~221.0cm ²	4000
2	高档轿车铝型材	6061-T6		4000
3	轨道交通型材	6082-T6		1000
		6005A-T6		1000
		7005-T6		1000
小计				11000
二 大部件产品				
1	车体大部件	6082-T6; 6005A-T6;	最长 28m	400 辆
2	车头大部件	7005-T6;		400 辆

数据来源：公司公告、万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们预测公司2012、2013、2014年每股收益1.15元、1.48元、1.85元，对应当前股价的PE分别为17倍、13倍、11倍。考虑到公司IPO募投和定向增发投资项目均符合有色金属十二五发展规划相关行业发展方向指引，首次给予公司“增持”评级。

- **风险因素：**轨道交通投资增速下滑、募投项目建设进度低于预期、铝锭价格大幅波动。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	10.25	12.34	17.40	20.82
增长比率(%)	30.77	20.41	40.87	19.72
净利润(亿元)	0.93	1.42	2.30	2.95
增长比率(%)	74.25	51.75	62.36	28.07
每股收益(元)	0.99	0.76	1.16	1.48
市盈率(倍)	--	26.29	17.22	13.50

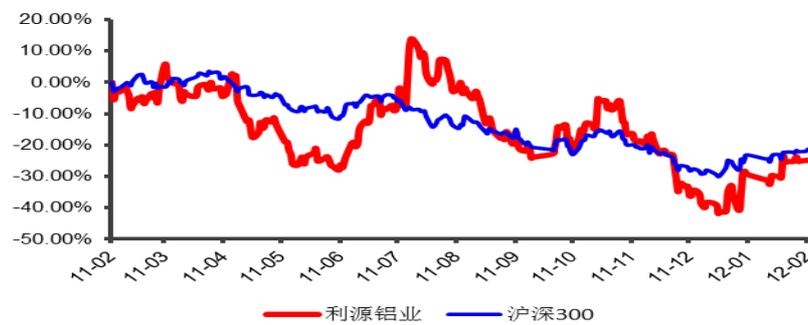
市场数据

收盘价 (元)	19.98
一年内最高/最低 (元)	57.60/14.91
沪深300 指数	2562.45
市净率 (倍)	2.99
流通市值 (亿元)	22.38

基础数据

每股净资产 (元)	6.69
每股经营现金流 (元)	-0.47
毛利率 (%)	19.99
净资产收益率 (%)	11.31
资产负债率 (%)	43.84
总股本/流通股 (万股)	1.12/1.87
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



行业投资评级

- 强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
- 同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
- 弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

- 买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
- 增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
- 观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
- 卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。