

分析师：李伟峰

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883496

邮箱：liwf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年04月20日

下游向好+产能投放推动业绩高速增长

——利源铝业（002501）深度报告

公司深度报告

买入（调升）

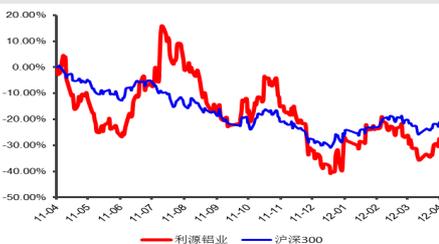
市场数据（2012-04-18）

收盘价（元）	18.95
一年内最高/最低（元）	31.00/14.91
上证指数	2370.80
市净率（倍）	2.75
流通市值（亿元）	21.03

基础数据（2012-03-31）

每股净资产（元）	6.90
每股经营现金流（元）	1.53
毛利率（%）	22.39
净资产收益率（%）	3.06
资产负债率（%）	43.01
总股本/流通股（亿股）	1.87/1.11
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数表现



相关研究

《享受产业转型的超额收益——利源铝业调研简报》20120307；

《近看 IPO 募投项目投产，远观定向增发预案——利源铝业 2011 年年报点评》—20120221

报告关键要素：

铝加工企业业绩增长主要依赖于产能增长速度以及产能的市场消化程度。产能增长为公司业绩增长前提条件，产能的市场消化程度决定公司摊薄高昂的设备等固定资产投资成本，决定盈利增长的速度。高端精深加工能力决定公司定价能力及盈利增长质量。

投资要点：

- **兼具“苹果”和“高铁”概念的精深铝加工投资标的：**目前公司是中国北车车体和装饰件A级供应商。公司是广达电脑主要供货商，生产苹果笔记本电脑外壳基材和深加工产品。随着募投项目投产，公司产品结构有望进一步从现有的工业型材向深加工产品转型，增强公司的盈利能力。
- **募投项目投产为今明两年增长提供产能保障：**2012年公司IPO募投资建设项目进入达产期。特殊型材与深加工项目有望达产7000吨产能，大截面交运铝型材加工项目有望达产5000吨产能。随着公司深加工产能投放，产品加工费提升值得期待。
- **拟定增建设项目融资需求有望成为公司股价催化剂：**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，投入轨道交通车体材料深加工项目，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，奠定公司在国内高端铝型材加工领先企业基础。
- **盈利预测与投资建议：**我们预测公司2012、2013年每股收益1.05元、1.37元，对应当前股价的PE分别为18倍、14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，给予公司2012年25倍的估值，对应股价26元。
- **风险因素：**创投退出减持风险、募投项目投产进度低于预期、原材料集中采购风险。

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	10.26	12.35	16.09	18.79
增长比率(%)		20.37	30.28	16.78
净利润(亿元)	0.93	1.42	1.97	2.56
增长比率(%)		52.69	38.73	29.95
每股收益(元)	1.30	0.76	1.05	1.37
市盈率(倍)		25	18	14

投资核心观点

● 公司整体判断

公司是国内较早从建筑型材向工业型材以及深加工转型的铝加工企业。消费电子、高铁、机电设备是公司主要的下游需求。公司首发募投项目今、明两年逐步达产为未来增长提供产能保障，公司不断拓展铝型材深加工能力，有望增强公司与下游的议价能力，提高产品盈利能力。拟定增建设项目将进一步巩固公司在工业型材和深加工材领域优势地位。公司是国内较早布局工业型材和深加工材领域，有望获取铝加工产业转型升级的超额收益。

● 差异化观点

1、下游需求向好为公司产能投放提供广阔的产品市场：

消费电子兴起：苹果Mac Air超轻系列笔记本和Ipad平板电脑热销引发以英特尔和微软为首的IT巨头关注，英特尔联合全球主要PC厂商提出“超级本”(Ultrabook)概念，超级本定位高端，出货量未来三年复合增速高达74.61%。超级本外壳基材主要采用铝镁合金材料，公司作为苹果电脑代工厂商广达电脑的主要外壳基材供应商，将在消费电子领域占据领先优势。

高铁、城轨投资复苏：今年以来中国经济面临外需疲软、投资乏力、消费平稳的不利局面，我们认为随着实体经济增速下滑，中央政府重启投资的可能性在不断加大，作为政府投资的主要方向高铁、城轨建设将重新步入高速增长期可能性在不断加大。去年受“甬温高铁事故”和铁道部偿债问题影响而停滞的全国高铁建设高潮有望复苏，进入高速增长期，公司作为中国南、北车5家A级车体材料供应商，有望在高铁、城轨投资建设高潮中收益。

2、募投产能集中投放为业绩增长提供保障：

加工企业的主要业绩驱动之一在于产能增长进度，公司募投项目今、明两年集中投放，2012年特殊型材与深加工项目有望达产7000吨产能，大截面交运铝型材加工项目有望达产5000吨产能，2013年IPO募投项目全部投产。募投项目产能集中投放为公司业绩高速增长提供保障。

3、深加工能力提升增强公司产品盈利能力：

公司近年来不断调整产能结构，提高深加工产能占比，随着公司100MN挤压机投入运营，公司深加工能力拓展将提高公司议价能力，提高产品盈利能力。

● 估值和评级

我们预测公司2012、2013年每股收益1.05元、1.37元，对应当前股价的PE分别为18倍、14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，给予公司2012年25倍的估值，对应股价26元。

● 股价触发因素

定增项目获批；超级本概念的消费电子兴起；高铁城轨投资复苏；

● 风险提示

原材料价格大幅波动；铝锭集中采购、全款预付风险；募投项目产能投放进度不达预期；

目录

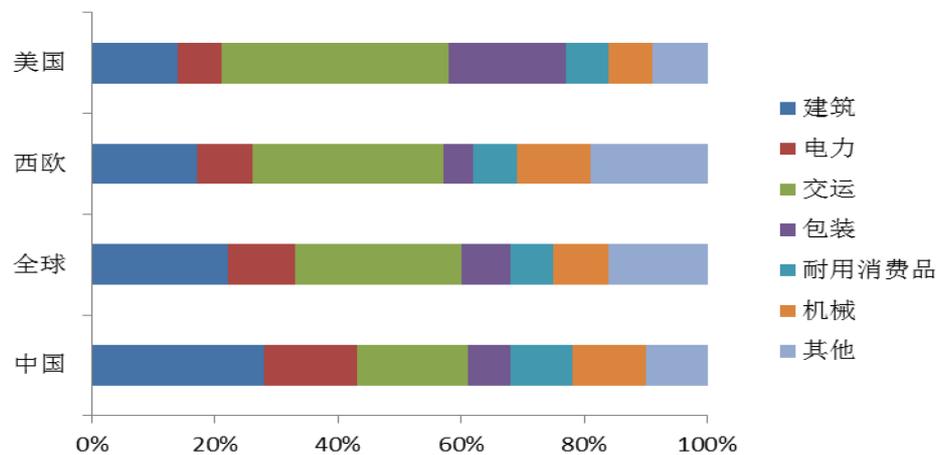
1 下游需求向好为公司产品开拓新的蓝海.....	4
1.1 高端消费电子的兴起将成为精深加工铝型材消费大户.....	4
1.1.1 “超级本”(Ultrabook)兴起有望引爆精深铝型材消费.....	4
1.2 高铁与城轨建设的投资复苏为交运铝型材提供广阔市场空间.....	5
1.2.1 中央政府重启投资大旗, 高铁投资有望重新进入高速增长期.....	6
1.2.2 地方政府投资冲动强烈, 城市轨道交通方兴未艾.....	7
2 产能集中投放与深加工能力提升为业绩提供双轮驱动.....	7
2.1 募投项目产能今明两年集中投放.....	8
2.2 深加工能力随着募投项目建成大幅提升.....	8
3 拟定增项目巩固公司高端铝型材供应商地位.....	9
4 走向精深加工的铝型材企业.....	9
4.1 以工业型材、精深加工为主、建筑型材为辅的公司主营业务.....	10
4.2 公司具有较强的设备技术、高端客户、地域竞争优势.....	10
5 盈利预测及公司估值.....	13
5.1 主要假设.....	13
5.2 公司估值.....	13
图 1: 全球主要工业国家铝型材主要消费领域.....	4
图 2: 全球笔记本出货量及超级本占比预测(2012—2015年).....	5
图 3: 全国中长期铁路网规划(2008年调整).....	6
图 4: 铝型材在轨道列车中的应用.....	7
图 5: 公司股权结构(2011年年报公告).....	9
图 6: 公司毛利组成变化.....	10
图 7: 公司产品毛利率变化.....	10
图 8: 公司熔铸与合金配比技术.....	11
表 1: 公司首发募投项目产能.....	8
表 2: 拟定向增发预案投建项目.....	9
表 3: 国内铝型材企业大型挤压机(60MN以上, 油压)保有量.....	11
表 4: 公司主要客户分布.....	12

1 下游需求向好为公司产品开拓新的蓝海

铝合金挤压型材产品主要应用于建筑、交通运输、机电设备、家电及电子产品、电力等行业。受城市化率不断提高推动，国内铝型材产量由2001年到2009年增长了4.2倍，复合增长率为20%，目前在铝型材总产量和总消费上位居全球第一。

但是我国铝合金挤压材生产主要集中在建筑型材领域，高端工业型材产能严重不足。随着国内产业升级，交通运输、机械设备等领域高端铝型材需求增长快速，为铝型材生产企业开辟蓝海。

图 1：全球主要工业国家铝型材主要消费领域



数据来源：公司公告；万联证券研究所

目前，工业型材产量占比上升较快，市场前景广阔。北美、欧洲等发达地区2009年铝型材在工业领域的消费平均占比已经超过50%，中国铝型材在工业领域的消费量仅32%。随着国内装备制造产业升级、高铁城轨投资建设以及新兴电子消费兴起，未来精深铝加工将取代建筑型材成为铝加工行业发展方向。

1.1 高端消费电子的兴起将成为精深加工铝型材消费大户

1.1.1 “超级本”（Ultrabook）兴起有望引爆精深铝型材消费

美国苹果公司推出的Mac系列电脑引领笔记本超轻时代，公司是苹果电脑主要代工公司广达电脑在大陆的唯一供货商。主要给广达电脑提供笔记本用铝型材，占广达采购量的比例已上升到70%左右。

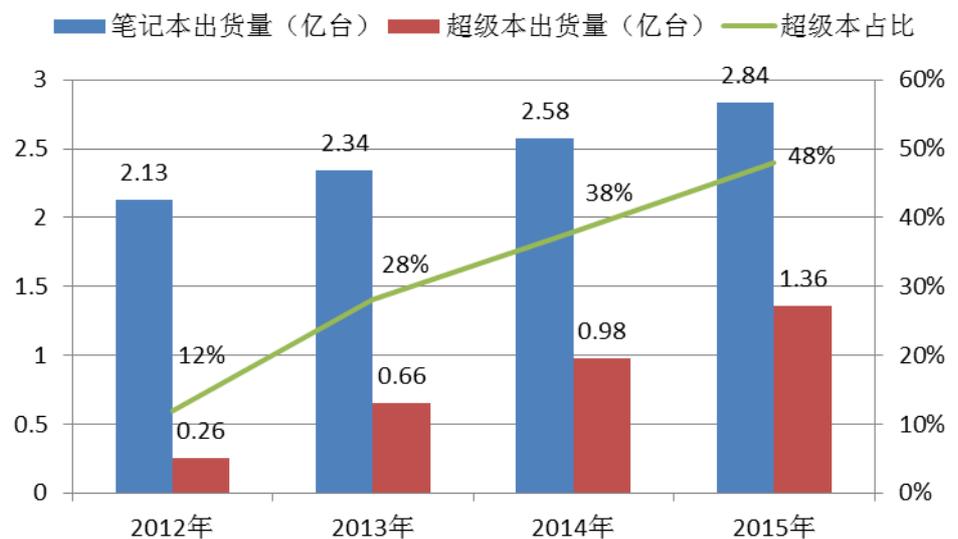
苹果MacBook Air在2011年的销量增速迅猛，其设计理念已成为行业共识，也为下一代笔记本指明了发展方向。MacBook Air的热销刺激了其他消费电子产品制造商，英特尔于2011年公布了其“超级本”（Ultrabook）计划。

“超级本”（Ultrabook）是英特尔公司联合微软在2011年针对苹果Mac Air和iPad产品热销提出的新概念笔记本，作为一种新的智能终端，超级本主张

轻薄、反应速度快、待机时间长等特征，另外，超级本还将采用触控技术，业内评价其为“传统笔记本与Pad”的结合体。在超级本概念提出不到一年的时间里，联想、三星、华硕、宏碁等全球主要PC厂商纷纷推出多款超级本产品。

根据权威市场研究公司HIS发布的报告，预计超级本2012年将达到约12%的笔记本市场份额，2013年到2015年分别达到28%、38%和43%。专业机构的数据显示，2012年笔记本出货量将增加9%，达到2.13亿台，按12%的比例计算，今年超级本销量将达到2500万台。以此测算，未来3年超级本出货量复合增速有望高达74.61%。

图 2：全球笔记本出货量及超级本占比预测（2012—2015 年）



数据来源：HIS；万联证券研究所

笔记本外壳主要有塑胶外壳和铝镁外壳两种，塑胶外壳主要使用注塑机以及射出成型技术生产，成本较低，但是耐用性、散热性、耐热性差，而铝镁合金外壳主要使用精密数控机床以及一体成型技术设计加工而成，在耐用性、轻薄性、散热性等关键指标上优势明显。

超级本是英特尔联合微软以及主要PC厂商提出的以替代苹果公司的Mac Air和Ipad为目标，产品定位高端、以轻薄、散热为卖点，PC厂商大多倾向于采用铝镁合金外壳，超级本的畅销将为消费电子用铝型材提供广阔的市场空间。

公司作为苹果电脑外壳基材主要供应商，在超轻笔记本用铝镁合金外壳基材和深加工生产浸淫多年，以苹果的成功经验类推，我们有理由相信公司将在超级本铝合金型材外壳材料市场拔得头筹。

1.2 高铁与城轨建设的投资复苏为交运铝型材提供广阔市场空间

交通运输业中的铝型材应用，主要包括汽车制造、铁路及轨道车辆制造、集装箱制造三大领域。交通运输行业是国内铝型材消费增长最快的市场之一，

2001年~2008年年复合增长率达28%。其中，轨道交通车体铝型材的生产对技术要求较高，工艺复杂、生产过程控制难度大，特别是截面较大、需使用超过50MN的大型挤压机。目前在国内超过600家型材厂家中，具备大型挤压机的约17家，其中为南车或北车提供过轨道交通车体铝型材的企业不超过8家，目前交运铝型材行业依然处于“蓝海”阶段。

1.2.1 中央政府重启投资大旗，高铁投资有望重新进入高速增长期

从铁道部的投资计划看，在2011年~2015年铁道部对铁路系统投资将达到2万亿规模，其中重点发展地铁和高铁，预计轨道列车的需求未来5年将快速增长，带动工业铝型材需求大幅增加。2007年~2010年国内轨道列车用铝型材的需求年均增速超过30%。

图 3：全国中长期铁路网规划（2008 年调整）



数据来源：中长期铁路网规划（2008 年调整）；万联证券研究所

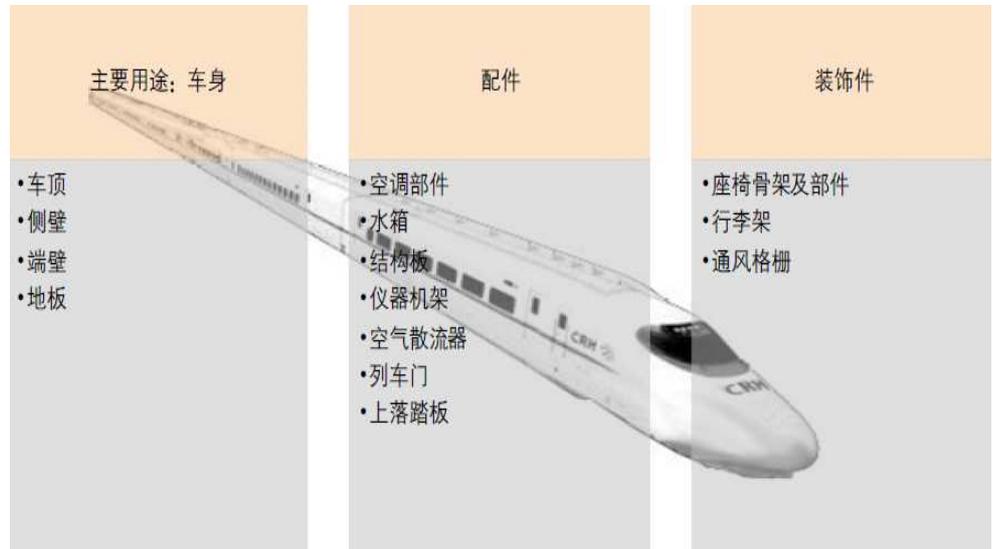
2011年各地高铁投资受到“甬温动车事故”以及铁道部偿债问题质疑出现停滞，2012年3月21日在国务院常务会议做出“建成一批重大铁路项目，适时开工一批急需必需项目”的部署后，国务院总理温家宝4月初在广西、福建等地调研经济运行情况时再次表示，今年铁路5000亿元的投资要到位，使在建的铁路线路开工。

4月13日，温家宝在主持召开国务院常务会议上再次强调：确保国家重大在建续建项目资金需求，有序推进“十二五”规划重大项目按期实施。加强农村和西部地区基础设施、城市市政工程、铁路、节能环保等建设。

今年以来中国经济面临外需疲软、投资乏力、消费平稳的不利局面，我们认为随着实体经济增速下滑，中央政府重启投资的可能性在不断加大，作为政

府投资的主要方向高铁、城轨建设将重新步入高速增长期可能性在不断加大。

图 4：铝型材在轨道列车中的应用



数据来源：万联证券研究所

在高速铁路建设方面，2009年我国高速铁路列车车厢生产总数为1192节，预计2012年将增至2400节。而根据城市轨道交通系统规划，2009地铁车厢生产总数为2628节，其中铝制车厢1799节，铝制车厢占比68.45%；预计到2012年车厢生产总数为2800节，其中铝制车厢2000节，铝制车厢占比71.43%。

据上述数据，按照每节高铁车厢耗铝量18.75吨计算，2012年全国高铁车辆用铝型材需求总量约4.5万吨，按照每节城轨车厢用铝量10吨计算，城市轨道交通通用铝型材需求总量约2万吨，共6.5万吨。

1.2.2 地方政府投资冲动强烈，城市轨道交通方兴未艾

2011北京国际城市轨道交通建设运营及装备展览会在京召开。中国交通运输协会城市轨道交通专业委员会主任高毓才在展览会开幕式上表示，到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。

目前有15个城市在建城轨，里程总计1212公里。根据国务院《关于优先发展城市公共交通的意见》(国办发[2005]46号)，有19个城市轨道交通规划得到了国家批准，计划到2015年建设70条轨道交通线路，总长度约2,100公里。若按每公里配备10节车厢，每节车厢需要8吨铝型材计算，将新增16万吨铝型材需求量。

2 产能集中投放与深加工能力提升为业绩提供双轮驱动

铝加工企业业绩增长主要依赖于产能增长速度以及产能投放的市场消化程

度。产能增长为公司业绩增长提供前提条件和保障，产能的市场消化程度决定公司摊薄高昂的设备等固定资产投资成本，决定盈利增长的速度。高端精深加工能力决定公司定价能力及盈利增长质量。

2.1 募投项目产能今明两年集中投放

2010年公司IPO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2012年进入达产期。经与公司董秘交流，2012年特殊型材与深加工项目有望达产7000吨产能，大截面交运铝型材加工项目有望达产5000吨产能，2013年IPO募投项目全部投产。

随着公司100MN大型挤压机投入使用，将使公司在产品种类和订单安排上更加合理，不仅突破现有产能瓶颈，同时实现产品种类多元化。增强公司今后两年业绩保障。

2.2 深加工能力随着募投项目建成大幅提升

随着公司100MN大型挤压机上马运行，公司在与主要下游客户商议产品加工费的提升空间增大。按照公司未来发展计划，今后产品中工业型材与建筑型材销量占比约为7:3，其中深加工产品占总销量50%以上。随着公司募投项目投产，深加工产能释放以及产品加工费提升有望为公司业绩提供双轮驱动。

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)	主要设备	产能投放进度		
一	特殊合金材							
1	工业型材	6061-T6	10~2500cm	1000	新购一台 45MN 双动反向挤压机	1万吨产能，2012 年投产7千吨，2013 年达产		
		6082-T6		1000				
2	棒材	2A11-T4	Φ 40~155	2000				
3	挤制管材	2A12-T4	Φ 50~240×	700				
		5A02-H14	5~30	300				
4	拉制管材	2A11-T4	Φ 50~240× 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)	主要设备	产能投放进度
1	大截面交通运输工	6082-T6	23.09~320 cm	2000	新购一台	1万吨产能，2012

业型材	6005A-T6	×28000~ 30000mm 最大外接圆直 径 400mm	3000	100MN 卧式油 压挤压机	年投产 5000 吨, 2013 年达产。
	6082-T6		3000		
	6005-T6		2000		
小计			10000		

数据来源：公司公告；万联证券研究所

3 拟定增项目巩固公司高端铝型材供应商地位

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15亿元，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，奠定公司在国内交运领域铝型材加工领先企业基础。

表 2：拟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

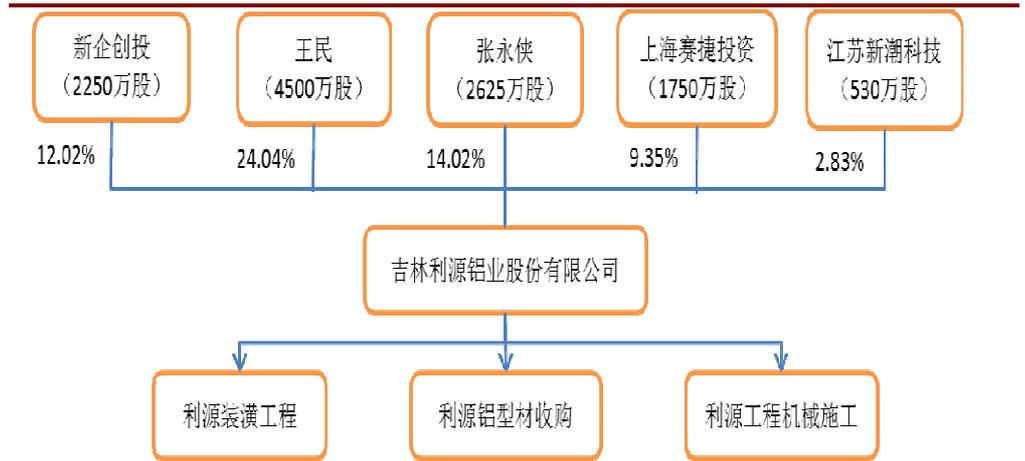
数据来源：公司公告；万联证券研究所

4 走向精深加工的铝型材企业

吉林利源铝业股份有限公司（以下简称“利源铝业”）位于辽宁省辽源市，是2008年由利源集团整体变更设立的股份有限公司。

利源铝业的控股股东及实际控制人为王氏、张永侠夫妇，合计持有股份公司7125万股股份，持股比例为38.06%。王氏现任公司董事长、总经理；张永侠曾于2001年11月份至2008年11月份历任利源有限监事、监事会主席。除此之外，王氏夫妇未投资设立其他企业。新企投资、上海赛捷和江苏新潮三名法人股东则是利源铝业2008年引进的战略投资者。

图 5：公司股权结构（2011 年年报公告）



数据来源：公司公告；万联证券研究所

4.1 以工业型材、精深加工为主、建筑型材为辅的公司主营业务

利源铝业主要从事铝型材及深加工产品的研发、生产与销售业务，主要产品为工业铝型材、建筑铝型材和深加工产品。2011年，三种产品毛利占比分别是51.58%、27.83%和20.59%。

图 6：公司毛利组成变化

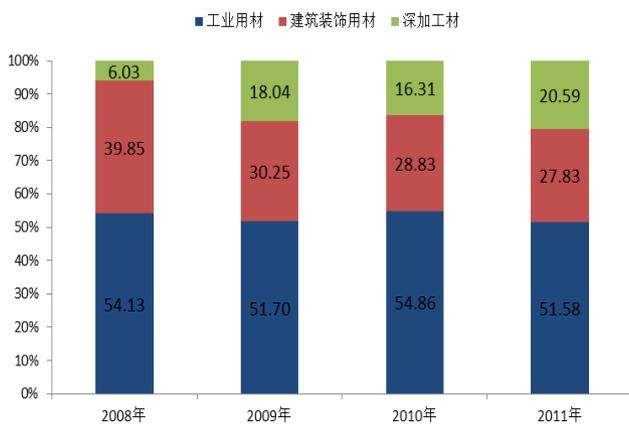
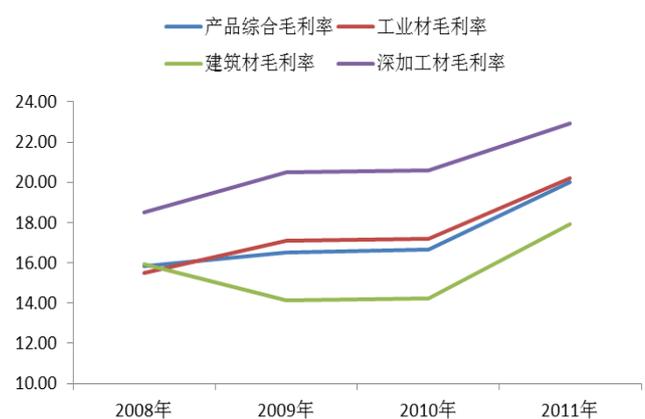


图 7：公司产品毛利率变化



数据来源：WIND；万联证券研究所

公司的工业铝型材及深加工产品按照客户的规格和质量标准定制生产，产品主要用作交通运输、电子电器、耐用消费品、机电设备、电力传输设备、医疗器械等终端产品的零件与部件。建筑铝型材产品则主要用于组装楼宇建筑采用的门窗框、幕墙系统以及室内装修材料。

近年来，利源铝业不断进行产品结构的优化升级。公司2008年开始涉足工业材深加工产品，目前此类产品的毛利占比已从2008年的6.0%上升至2011年20.59%。我们预计，随着募投项目的逐步建成和投产，利润率较高的工业铝型材和工业材深加工产品的比重将逐渐加大，成为公司未来的利润增长点。

4.2 公司具有较强的设备技术、高端客户、地域竞争优势

技术优势

利源铝业于2008年完成安装并投产的60MN油压双动铝挤压机来自意大利达涅利公司全套引进，为目前国内同型号中最先进的挤压机之一。同时引进的熔铸设备选用世界最先进的熔铝炉、均质炉，公司在熔炼环节烧损率在1.5%左右，较行业平均水平低50%，烧损率降低有利于提高公司产品成品率、节约熔炼环节成本。

图 8：公司熔铸与合金配比技术

熔炼	铝液净化	合金配比	铸造
<ul style="list-style-type: none"> 公司拥有先进的圆形开盖高效节能熔铝生产线，辅以炉底电磁搅拌系统、互换式燃气燃枪、蓄热装置、倾动炉自动控制系统。 	<ul style="list-style-type: none"> 铝合金在熔炼过程中，熔体中存在气体、各种夹杂物，影响洁净度，使铸锭产生气泡、气孔、夹杂、疏松、裂纹、白斑等缺陷，因此在熔炼过程中往往需要对铝液进行净化，公司通过自主研发，采用混合气体混吹精炼和溶剂精炼相结合的方式对铝液进行除渣，经净化后，铝液纯度可接近100%。 	<ul style="list-style-type: none"> 公司自主研发，采用添加合金元素与原Al00的元素反应方法，加入特殊微量元素，对净化，除气，除杂，细化，变质，微合金化等都有良好的强化效果，大大增强铝合金的综合机械性能和焊接性能，能够满足铝型材用户对铝型材品质日益提高的要求。 	<ul style="list-style-type: none"> 实心圆铝锭铸造技术在国内外较为成熟，掌握此项技术的企业较多，但目前国内掌握铝合金空心圆铸锭技术的企业只有极少数，公司通过引进、消化吸收再创新，已熟练掌握空心圆铸锭技术，能够生产多种空心圆铸锭，生产技术国内领先。

数据来源：公司公告；万联证券研究所

另外，公司还是国内同行中少数几家拥有大型立式淬火系统的企业，该系统是公司生产高附加值、高强度的特殊铝型材的技术保障。公司目前拥有两条全自动氧化—着色—电泳涂漆生产线一条、静电粉末喷涂生产线、六条木纹转印生产线、八条隔热复合生产线。铝挤压机是铝型材生产企业的核心设备，决定铝型材生产企业的产品质量和产品线深度。按照国内大型铝型材挤压机的数量、价格、先进性排名，利源铝业挤压机设备位居行业前列。

表 3：国内铝型材企业大型挤压机（60MN 以上，油压）保有量

排序	铝型材企业	数量（台）	设备规格	产地
1	南山铝业	1	165MN	德国 SMS
2	山东兖矿轻合金公司	1	150MN（双动正向）	德国 SMS
3	忠旺控股	3	125MN（双动正向）	国产
			75MN（单动正向）	国产
			55MN（双动正向）	国产
4	中铝萨帕铝业	1	120MN	
5	山东丛林铝业	2	100MN（双动正向）	国产
			80MN（单动正向）	日本宇部

6	青海国鑫	2	100MN (双动正向)	国产
			55MN (双动反向)	德国 SMS
7	西南铝业	1	80MN (单动正向)	国产
8	吉林麦达斯	2	75MN (单动正向)	国产
			55MN (双动反向)	国产
9	南山铝业	3	70MN (双动正向)	德国 SMS
			60MN (双动反向)	德国 SMS
			50MN (单动正向)	德国 SMS
10	广东伟业	1	70MN (双动反向)	国产
11	亚洲铝业	2	60MN (单动正向)	美国(二手)
			50MN (单动正向)	美国(二手)
12	利源铝业	1	60MN (双动正向)	意大利达涅利
13	广东金桥铝材	1	60MN (双动反向)	日本宇部
14	广东兴发铝业	1	60MN (双动正向)	国产

数据来源：公司公告；万联证券研究所

客户优势

随着产品结构调整战略的持续推进,公司工业铝型材及深加工材销售额占比逐年提高,大型工业客户数量逐年增加。尤其是2008年4季度60MN大型挤压机投产以及若干中型挤压机相继达产后,公司为提高生产效率和产能利用率,充分发挥大中型挤压机的技术装备优势,重点发展和积累了一大批高端客户群。

表 4: 公司主要客户分布

客户名称	应用领域	行业地位
广达电脑	苹果电脑外壳及主体架	全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司
长春轨道客车有限公司	城轨、高铁车辆	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
长春英利汽车部件有限公司	奥迪、奔驰、宝马等高端品牌汽车	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
山东泰开高压开关有限公司	电力设备	国内最大的输变电设备提供商之一
沈阳远大集团	建筑幕墙	全球最大的建筑幕墙提供商

数据来源：公司公告；万联证券研究所

目前,公司是国内仅有的具备轨道交通车体铝型材生产能力的5家厂商之一,向长春轨道客车股份公司供应轨道列车型材。同时,公司凭借在成品率、铝材纯度等方面的优势,成为广达电脑Macbook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中国大陆唯一供应商。

相较于建筑型材客户，工业材及深加工产品客户通常规模较大，对公司研发能力、管理水平，及产品质量、精度、交货时间要求较高，同时工业材及深加工产品客户在选择供应商时更加注重供应商的规模、产品品质、售后服务等可持续性方面，从而通常对供应商的考察期较长，一旦确定供应商后不会轻易变动，具有业务关系和需求稳定的特点。

在传统的建筑铝型材方面，公司目前以沈阳远大集团、哈尔滨隆迪科工贸有限公司、哈尔滨华加新型建材有限公司，以及全国各地大型建筑铝型材经销商为主，在东北、华北地区具有众多、稳定的客户群。

地域优势

铝型材生产和销售具有明显的区域特征。受经济运输半径等因素的影响，铝型材行业存在产能分布的地域性，通常的销售半径为500公里。例如，从辽宁省至上海市的铝型材运费达500元/吨，约占据销售价格的2%。因此，长途销售铝型材将降低企业的成本优势。

公司销售区域主要集中于东北、华北地区，是该地区仅次于辽宁忠旺的铝型材供应商。该销售区域地处东北老工业基地，紧邻充满经济活力的京津冀蒙地区，靠近原料和消费市场，在生产和销售方面均具有明显的区域优势和产业链配套优势。

公司所处的东北、华北地区铝型材生产能力严重不足，是我国最大的铝型材净输入地区。2008年，东北、华北地区的GDP、工业总产值、建筑及房地产总产值等指标占全国的比重均超过20%，而该地区铝型材产量占全国比重约为13%，2008年供需缺口达到60万吨，是国内铝型材的“蓝海市场”。

5 盈利预测及公司估值

5.1 主要假设

项目	产品类别	2012E	2013E	2014E
	铝锭价格	16500	16500	16500
加工费 (元/吨)	工业型材	5500	6000	6500
	建筑型材	3500	4000	4000
	深加工产品	15000	17000	19000
产品价格 (元/吨)	工业型材	22000	22500	23000
	建筑型材	20000	20500	20500
	深加工产品	31500	33500	35500
	综合单价	23491	24558	25508
产品销量 (吨)	工业型材	33500	38550	39550
	建筑型材	20000	20000	18000
	深加工产品	14950	17950	18950
	合计	68450	76500	76500

数据来源：万联证券研究所

5.2 公司估值

我们预测公司2012、2013年每股收益1.05元、1.37元，对应当前股价的PE分别为17倍、13倍。以可比公司2012年平均估值30倍为

参考依据，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，我们认为公司较早从建筑型材向工业型材及深加工转型，有望享受产业转型的超额收益。给予公司2012年25倍的估值，对应股价26元。

代码	公司名称	当前股价	EPS				PE		主营业务
			2010A	2011A	2012E	2013E	2012E	2013E	
002182.SZ	云海金属	10.31	0.15	0.01	0.19	0.27	54	38	Ipad用外壳
002578.SZ	闽发铝业	10.76	0.41	0.37	0.57	0.77	19	14	建筑型材、工业型材
002333.SZ	罗普斯金	12.51	0.26	0.34	0.43	0.52	29	24	建筑型材、工业型材
002540.SZ	亚太科技	13.84	1.01	0.62	0.90	1.26	15	11	汽车用铝挤压材
平均							29	22	

数据来源：Wind；万联证券研究所

附：财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	364	178	121	100	营业收入	1235	1609	1879	1951
应收款项	33	48	56	59	营业成本	988	1352	1624	1733
存货净额	95	126	144	149	营业税金及附加	8	11	13	14
其他流动资产	653	97	113	117	销售费用	7	16	19	20
流动资产合计	1146	449	434	424	管理费用	27	33	38	39
固定资产	1075	1800	2513	2282	财务费用	43	56	70	73
无形资产及其他	9	9	8	8	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	92	186	244
资产总计	2231	2259	2956	2716	营业利润	162	232	301	318
短期借款及交易性金融负债	550	526	1146	723	营业外净收支	5	0	0	0
应付款项	17	35	39	41	利润总额	166	232	301	318
其他流动负债	5	7	7	8	所得税费用	24	35	45	48
流动负债合计	571	567	1193	771	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	370	270	170	170	归属于母公司净利润	142	197	256	270
其他长期负债	37	37	37	37					
长期负债合计	407	307	207	207	现金流量表 (百万元)				
负债合计	978	874	1400	978	净利润	142	197	256	270
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	1	0	0	0
股东权益	1253	1385	1557	1737	折旧摊销	44	80	173	231
负债和股东权益总计	2231	2259	2956	2716	公允价值变动损失	(0)	0	0	0
					财务费用	43	56	70	73
关键财务与估值指标					营运资本变动	(578)	530	(36)	(10)
每股收益	0.76	1.05	1.37	1.44	其它	(1)	(0)	0	0
每股红利	0.40	0.35	0.45	0.48	经营活动现金流	(392)	808	393	491
每股净资产	6.69	7.40	8.31	9.28	资本开支	(516)	(805)	(885)	0
ROIC	9%	8%	6%	5%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	14%	16%	16%	投资活动现金流	(516)	(805)	(885)	0
毛利率	20%	27%	33%	36%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	20%	20%	负债净变化	86	(100)	(100)	0
EBITDA Margin	20%	23%	29%	32%	支付股利、利息	(76)	(65)	(84)	(89)
收入增长	20%	30%	17%	4%	其它融资现金流	293	(24)	620	(423)
净利润增长率	52%	39%	30%	6%	融资活动现金流	313	(189)	435	(512)
资产负债率	44%	39%	47%	36%	现金净变动	(595)	(186)	(57)	(21)
息率	2.1%	1.8%	2.3%	2.4%	货币资金的期初余额	959	364	178	121
P/E	25.8	18.5	14.3	13.5	货币资金的期末余额	364	178	121	100
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1	企业自由现金流	(846)	51	(433)	553
EV/EBITDA	18.6	12.3	9.3	7.5	权益自由现金流	(468)	(121)	27	68

资料来源：公司资料和万联证券预测

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。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：李伟峰

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

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、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603
电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层
电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008