

有色金属/铝

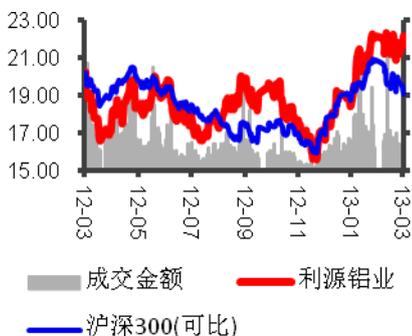
报告原因:年报点评

2013年3月13日

市场数据:2013年3月13日

收盘价(元)	22.14
一年内最高/最低(元)	22.29/15.60
市净率	2.91
市盈率	20.51
流通A股市值(亿元)	41.45

近一年公司股价走势图



分析师:张旭

执业证书编号: S0760511010001

Tel: 0351-8686835

E-mail: zhangxu@sxzq.com

研究助理:郭瑞

电话: 0351-8686977

联系人:张小玲

电话: 0351-8686990

E-mail: sxzqys@i618.com.cn

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

山西证券股份有限公司

请务必阅读正文之后的特别声明部分

利源铝业(002501)

增持

业绩稳定增长,继续关注深加工项目投产情况

公司研究/年报点评

盈利预测表:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	EPS	PE
2010A	1025.63		93.38		1.30	17.03
2011A	1234.95	20.41%	141.70	51.75%	0.76	29.13
2012A	1522.91	23.32%	202.05	42.58%	1.08	20.50
2013E	1949.33	28.00%	204.11	1.02%	1.09	20.28
2014E	2378.18	22.00%	249.67	22.32%	1.34	16.58

基本业绩:2012年,公司实现营业收入1522.91百万元,较2011年增长23.32%,实现营业利润228.85百万元,同比增长2.51%,实现归属于母公司的净利润202.05百万元,同比增长42.58%,基本每股收益为1.08元,上年为0.76元。公司经本次董事会审议通过的利润分配预案为:以2012年12月31日的公司总股本为基数,向全体股东每10股派发现金红利2.2元(含税),送红股0股(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增8股。

公司营业收入、毛利率不断增加。2012年度,公司实现营业收入1522.91百万元,同比增长23.32%。四季度公司营业收入394.03百万元,较三季度增长10.46%,与前两年情况有所差异。主要原因一是首发募投项目“特殊铝型材及铝型材深加工项目”投产,使销售收入大幅增长;二是公司客户源的增加,形成了新老客户齐头并进的局面。2010年-2012年,公司毛利率不断增加,2012年,公司综合毛利率为25%,比上年增加5.01个百分点,其中,工业用材毛利率为24.40%,建筑装饰用材毛利率为22.01%,深加工材毛利率为29.95%,分别比上年增加4.17、4.10、7.03个百分点。

公司经营活动现金流净额大幅增加。2012年,公司经营活动产生的现金流量净额为552.41百万元,上年为-87.86百万元,增加的主要原因有:1、公司销售商品、提供劳务受到的现金增加283.94百万元;2、公司受到税费返还增加22.88百万元;3、购买商品、接受劳务支付的现金减少640.43百万元,公司于2011年底支付预付款集中采购的铝锭在2012年上半年到货,公司支付的原材料采购现金流量减少。

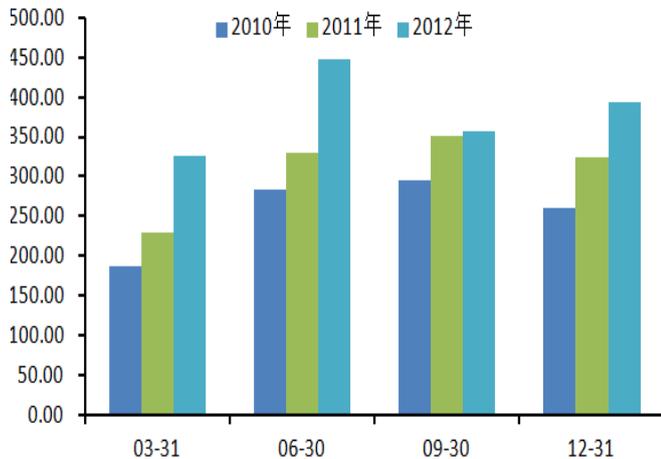
深加工材带动销售收入增长。2012 年公司深加工材收入 367.37 百万元，同比增长 24.12%，毛利率增长 29.95%。公司“特殊铝型材及铝型材深加工项目”与 2012 年年初完工投产并实现效益 51.30 百万元，使公司深加工材占销售收入的比例由 2011 年的 17.96% 提升到 24.12%；公司大截面交通铝型材深加工项目由于进口设备到货时间延迟等原因无法按原计划完工投产。目前，该项目设备安装已经完毕，处于调试阶段，该项目有望受益于国内轨道交通建设而为公司业绩提供支撑。

公司产品“因客户而变”，为开发新客户提供了保障。2012 年，公司根据客户的需要，成功试制了地铁封闭门用铝型材及深加工材、西门子大型电子设备散热器、铝合金无缝管及变径无缝管、宝马 V205 汽车用铝合金保险杠型材、平板电脑壳体铝型材、高压齿轮泵壳体、太阳能电池边框、90 地弹门、74 断桥隔热窗 9 项新产品，部分新产品已投放市场。特别是铝合金变径管的试制成功，是一个重大突破，可替代进口填补国内空白。公司 2012 年成功开发了中建钢构江苏有限公司，为其承揽的重庆国际博览中心铝格栅深加工项目提供深加工铝型材。该客户的成功开拓，为公司在铝结构代替钢结构的趋势下，成功承揽铝结构深加工项目提供了契机。2012 年，公司业务由东北向华北、华东拓展，公司东北地区营业收入 88301.65 百万元，占全年营业收入比重为 66.44%，比去年下降 9.12 个百分点，而华北地区、华东地区业务分别比去年增长 1.72、5.06 个百分点。

盈利预测：在公司大截面交通铝型材深加工项目顺利投产的情况下，根据我们的假设测算，公司 2013 年、2014 年 EPS 分别为 1.09 元、1.34 元，对应的 PE 为 20.28 倍和 16.58 倍。考虑到 2013 年公司大截面交通铝型材深加工项目的投产，该项目可能受益于国内轨道交通建设的发展而为公司业绩带来支撑，长期看，公司具有投资价值，给予公司“增持”评级，但目前公司股价处于一年内高位，注意回调风险。

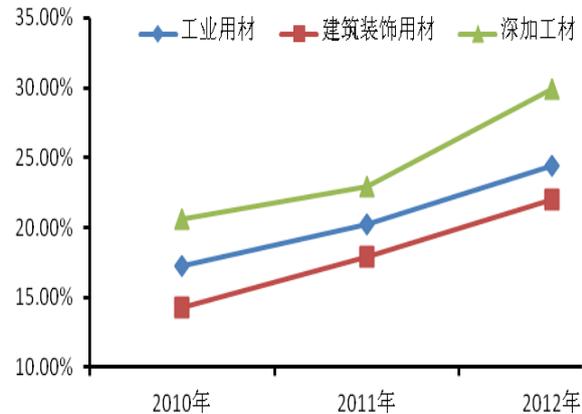
投资风险：大截面交通运输铝型材深加工项目进度慢于预期。

图 1：公司营业收入情况



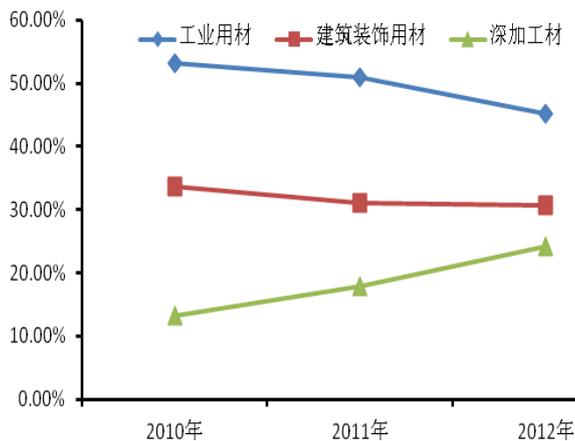
数据来源：公司公告 山西证券研究所

图 2：2010-2012 年公司毛利率不断增长



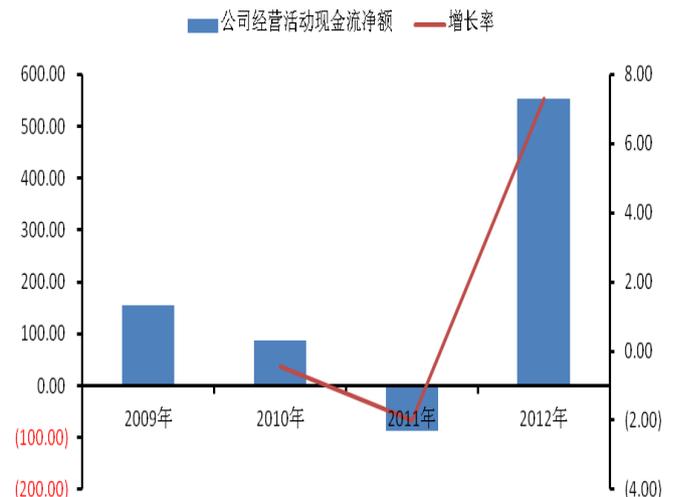
数据来源：公司公告 山西证券研究所

图 3：2010-2012 年公司各产品销售收入占比



数据来源：公司公告 山西证券研究所

图 4：2012 年公司经营活动产生的现金流净额大幅增加



数据来源：公司公告 山西证券研究所

表 1：盈利预测表

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
营业总收入	1025.63	1234.95	1522.91	1949.33	2378.18
营业收入	1025.63	1234.95	1522.91	1949.33	2378.18
增长率		20.41%	23.32%	28.00%	22.00%
营业总成本	926.66	1073.38	1294.06	1709.20	2084.45
营业成本	854.71	988.06	1142.15	1510.79	1843.16
增长率		15.60%	15.60%	32.28%	22.00%
毛利率	17%	20%	25%	22%	22%
营业税金及附加	4.37	8.35	2.70	8.31	10.14
销售费用	13.73	6.88	8.56	10.96	13.37



管理费用	25.22	26.93	38.45	49.22	60.05
财务费用	29.37	43.33	98.77	126.43	154.25
资产减值损失	(0.73)	(0.17)	3.43	3.50	3.50
营业利润	98.96	161.57	228.85	240.13	293.72
增长率		63.26%	41.64%	4.93%	22.32%
营业外收入	15.59	6.94	11.44	0.00	0.00
营业外支出	0.91	2.43	1.87	0.00	0.00
利润总额	113.64	166.07	238.43	240.13	293.72
所得税	20.26	24.37	36.38	36.02	44.06
净利润	93.38	141.70	202.05	204.11	249.67
归属于母公司所有者的净利润	93.38	141.70	202.05	204.11	249.67
增长率		51.75%	42.58%	1.02%	22.32%
基本每股收益(元)	1.30	0.76	1.08	1.09	1.34
稀释每股收益(元)	1.30	0.76	1.08	1.09	1.34

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。