

公司研究

新股研究

建议询价区间: 31.83-35.81 元

加速进军高端铝型材加工领域

——利源铝业(002501)新股研究

核心观点

申购建议:

公司合理股价 **35.37-39.79 元**。考虑到限售期的影响,建议按 10% 的折扣价申购,建议申购价为 31.83-35.81 元。

主要依据:

公司为专业铝型材加工厂商,具备先进设备工艺与优质客户资源优势。公司主要产品包括建筑铝型材、工业铝型材、深加工铝型材,目前实际产能约60,000吨/年,09年实际产量45,600吨,约占全国的0.5%;公司采用国际先进水平的成套加工生产设备,在消费电子、交通运输、医疗及建筑等下游领域拥有国内外知名的客户群资源。

公司不断优化产品结构,提升工业及深加工铝型材等高附加值产品比重。公司产品销售定价主要采取“基准铝价+加工费”模式,近3年公司附加值较高的工业用铝型材、深加工铝型材的营收年均复合增速分别为35.81%、213.96%,远高于同期工业用铝型材的22.50%年均复合增速,前两者营收合计占比也从07年的53.51%稳步提升至09年的64.61%,使得公司综合毛利率水平大体呈现稳中有升。

我国铝型材生产与消费已占全球40%以上,但消费结构有待优化,未来工业铝型材及深加工铝型材迎来快速增长。受我国城市化率不断提高及国内建筑业持续高景气度推动,国内铝型材产量与消费量过去几年年均复合增速约20%,现已占全球40%以上,但附加值较低的建筑铝型材消费占比偏高;随着我国汽车、城轨及高铁等交运设备进入发展高峰期,预计未来几年工业及深加工铝型材需求量年均复合增速可达25%以上。

募投高端铝型材加工项目,储备持续增长动力。此次 IPO 募投 4.36 亿元用于特殊铝型材及深加工铝型材、大截面交通运输工业铝型材两大高端铝型材加工项目,2 年建成投产后,预计合计贡献营收、净利润各 7.24 亿元、1.19 亿元,为公司业绩持续快速增长储备充足动力。

预计公司 2010-12 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 25.64%、42.80%,预计 2010-2012 年每股收益分别为 0.88 元、1.41 元、1.80 元。参照同类可比公司的估值水平,给予公司 2010 年 40-45 倍的动态估值较为合理,合理股价为 **35.37-39.79 元**。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	784	1040	1332	1641
同比增速(%)	11.19%	46.72%	26.18%	18.63%
净利润(百万)	54	83	132	169
同比增速(%)	28.56%	54.45%	59.88%	27.54%
EPS(元)	0.57	0.88	1.41	1.80

基础数据

总股本(万股)	7000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	8.00
每股净资产(元)	4.04
建议询价区间(元)	31.83-35.81

研究员:肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	吉林利源铝业股份有限公司
公司简称	利源铝业
发行地	深圳
发行日期	2010. 11. 3
申购代码	002501
发行股数	2,360万股, 占发行后总股本的25.21%
发行方式	网下询价, 上网定价
发行后总股本	9,360万股
每股盈利(2009)	0.77元
发行后全面摊薄每股收益(2009)	0.57元
发行前每股净资产	4.04元

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2、公司概况

2.1、公司专注于铝型材加工业务

公司主营业务为各种铝合金型材产品的开发、生产和销售, 主要产品包括建筑铝型材、工业铝型材、深加工铝型材等铝合金型材产品, 产品广泛应用于汽车、轨道列车、消费电子电器、机电设备、电力设备、医疗器械、建筑等领域。

目前公司铝型材设计挤压生产能力约 100,000 吨/年, 实际产能约为 60,000 吨/年(09 年实际产量 45,600 吨, 约占全国的 0.5%), 远高于国内行业内企业不足 2 万吨的平均产能, 也大大低于全球第三大、亚洲最大的铝型材研发制造商中国忠旺集团的 53.5 万吨产能水平(2008 年)。公司设备技术先进, 大部分设备从意大利、日本、美国、德国进口, 在熔铸、挤压、表面处理各个环节的生产线设备, 均具有国际先进水平。

公司拥有诸多领域的国内、国际客户群体, 包括广达电脑(全球第一大笔记本电脑研发设计制造公司)、英利汽车部件(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(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)、北京岛津医疗(全球最大的医疗器械提供商在华子公司)、山东泰开集团(国内最大的输变电设备提供商之一)、辽宁远大集团(全球最大的建筑幕墙生产商)。公司已成为高铁车厢的 5 家铝型材供应商之一, 并成为苹果笔记本电脑外壳及主体架铝型材基材的中国大陆唯一供应商。多元化、稳定、优质的客户群提高了公司的资源配置与抗风险、抗周期能力。

图表 2: 公司主要产品及其用途

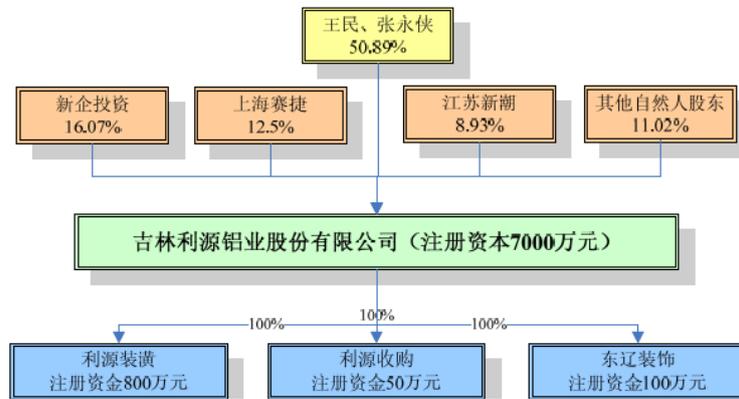
产品		用途
工业铝材	型材	火车及城市轨道交通车厢、轻型货车、汽车、飞机及船舶、耐用消费品、电子电器、电力传输设备、医疗器械、无缝管等
	棒材	
	管材	
铝型材	氧化着色	各类民用及商用建筑装饰装修
	电泳涂漆	
	粉末喷涂	
	木纹转印	
	氟碳喷涂	
隔热型材		
铝型材深加工产品	工业材深加工产品	电子产品零部件、散热器等

资料来源: 公司招股说明书、国都证券研究所

2.2、公司实际控制人为王民、张永侠夫妇

公司控股股东及实际控制人为王民、张永侠夫妇。本次发行前，王民夫妇合计持有公司 3,562.50 万股股份，占公司总股本的 50.89%；发行后王民夫妇持有公司 38.06% 股权，仍为公司实际控制人。

图表 3：利源铝业发行人股权结构及控股、参股子公司



资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

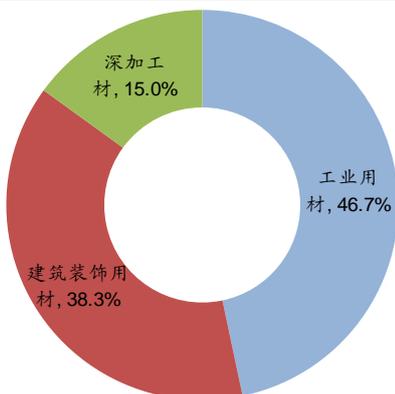
2.3、公司不断优化产品结构，提升工业及深加工铝型材等高附加值产品比重

公司主要产品包括工业用铝型材、建筑装饰用铝型材及深加工铝型材，2010 年上半年分别占公司主营业务的 46.7%、38.3%、15.0%，毛利占比分别为 47.8%、35.1%、17.1%；2007-09 年公司的高附加值产品工业用铝型材、深加工铝型材的营收年均复合增长分别为 35.81%、213.96%，远高于同期公司的工业用铝型材营收 22.50% 的年均复合增速，前两者营收合计占比也从 07 年的 53.51% 稳步提升至 09 年的 64.61%。

公司产品销售定价原则主要采取“基准铝价+加工费”模式，确定的加工费依据主要考虑：1) 生产成本，包括熔铸、辅助材料、挤压、氧化各生产环节的成本；2) 产品工艺复杂程度，包括订单产品的合金要求、尺寸、形状等；3) 客户订单批量和以前合作的情况等。

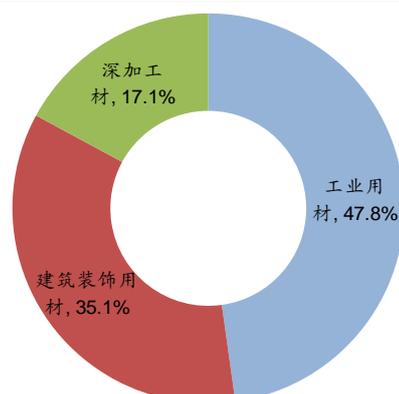
过去 3 年电解铝价格经历大幅震荡，国内现货价区间在 10,000-22,000 元/吨，导致公司产品单价亦出现较大波动，但随着公司产品结构不断优化，工业用铝型材及深加工铝型材等高附加值产品比重日益提高，公司综合毛利率水平大体呈现稳中有升，近 3 年又一期分别为 18.39%、15.83%、16.53% 及 16.98%。

图表 4：2010 上半年公司营业收入构成



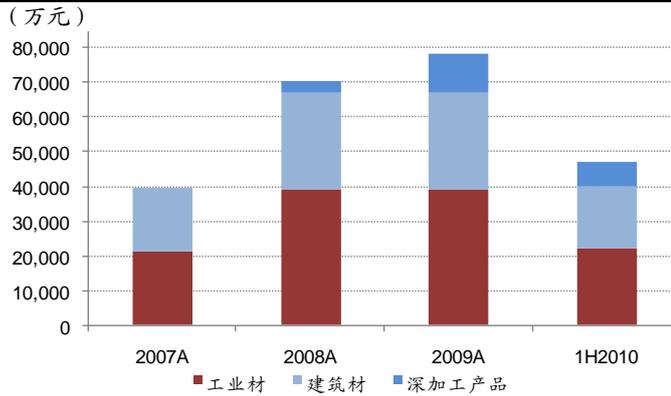
资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 5：2010 上半年公司营业毛利构成



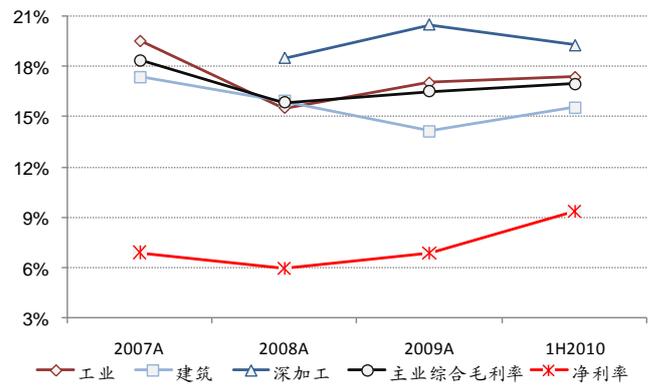
资料来源：公司招股说明书，国都证券

图表 6: 近三年又一期公司主营业务收入变化趋势



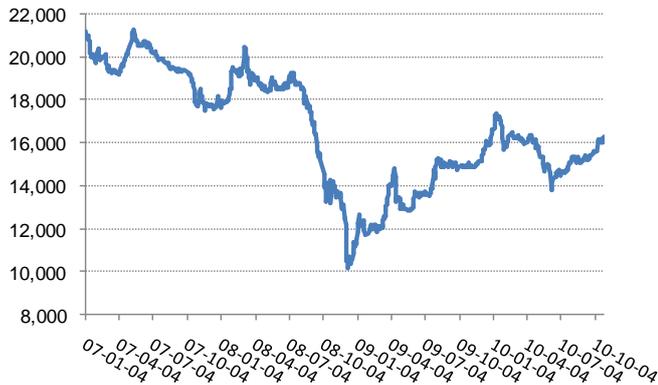
资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

图表 7: 近三年又一期公司盈利能力变化趋势



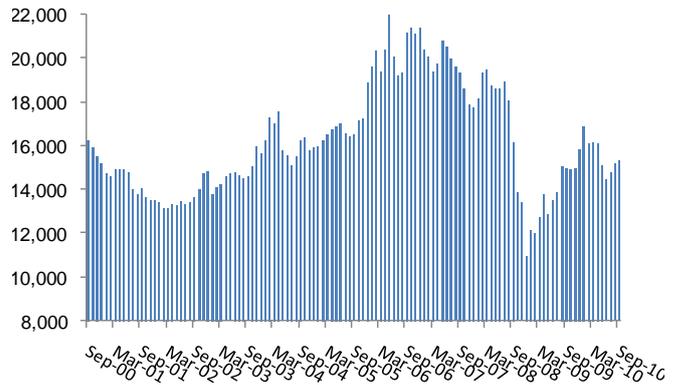
资料来源: 公司招股说明书, 国都证券

图表 8: 近几年国内电解铝日均现货价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国都证券

图表 9: 近十年国内电解铝月均现货价走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国都证券

图表 10: 近三年又一期公司各种铝型材平均加工费 (元/吨, 含税)

产品类型			2007A	2008A	2009A	1H2010A
建筑型材	低档	银白氧化材	4000	4000	4000	4000
	中档	喷涂材、隔热型材	5500	5500	5500/6000	6000
	高档	电泳木纹材、幕墙材料	7500/8000	7500/8000	7500/8000	7500-8500
工业型材	低档	小截面工业基材	5000	5000	6000	6000
	中档	中截面工业基材	7000/8000	7000/8000	7000/8000	8000
	高档	大截面工业基材	—	—	10000以上	10000以上【注】
深加工型材		笔记本外壳材	—	—	10000/12500	10000/12500

资料来源: 公司招股说明书、国都证券

从公司生产成本来看, 直接材料, 人工费及制造费用各约占 85-90%、1.0-1.5%、8-13%, 其中铝锭、废铝和铝棒等组成的铝材合计成本比重近 3 年又一期依次为 82.55%、88.59%、84.66% 和 85.02%, 铝锭在生产成本中的比重波动与铝锭采购价格的波动相对应。

图表 11: 公司主营产品的生产成本构成

项目 (万元)	1H2010		2009A		2008A		2007A	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	34,193	86.36%	57,022	86.98%	55,695	90.42%	27,372	86.22%
其中: 废铝	3,042	7.68%	31,968	48.76%	44,930	72.94%	16,809	52.95%
铝锭	26,562	67.09%	19,740	30.11%	9,638	15.65%	9,398	29.60%
铝棒	4,058	10.25%	3,799	5.79%	0		0	
其他	531	1.34%	1,516	2.31%	1,127	1.83%	1,165	3.67%
人工费	435	1.10%	750	1.14%	646	1.05%	433	1.36%
制造费用	4,965	12.54%	7,789	11.88%	5,257	8.53%	3,942	12.42%
其中: 折旧	1,893	4.78%	2,895	4.42%	2,331	3.78%	1,200	3.78%
物料消耗	1,258	3.18%	2,624	4.00%	628	1.02%	904	2.85%
电费	671	1.69%	1,206	1.84%	1,212	1.97%	1,035	3.26%
天然气	864	2.18%	874	1.33%	965	1.57%	719	2.26%
其他	280	0.71%	190	0.29%	121	0.20%	84	0.26%
合计	39,593	100%	65,561	100%	61,598	100%	31,746	100%

资料来源: 公司招股说明书、国都证券

3、行业发展趋势及公司竞争力分析

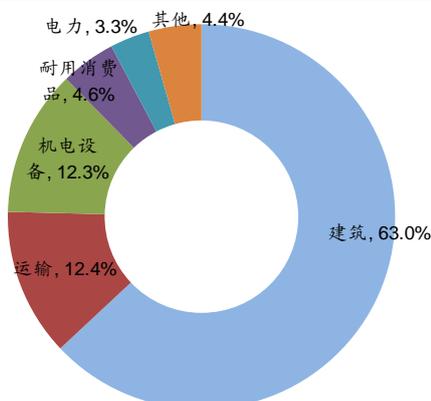
3.1、我国铝型材生产与消费已占全球 40%以上，但应用领域分布有待优化

铝具有轻便性、高导电性、高导热性、可塑性（易拉伸、易延展）、耐腐蚀性（不生锈）等优良特性，而成为仅次于钢铁的基本金属材料。铝加工是将铝锭（或再生铝）通过熔铸、压延、挤压和表面处理等多种工艺和流程，生产出供不同行业使用的铝型材、铝板带箔等最终产品，铝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。

从应用领域分布来看，2008 年全球建筑铝型材消费量的比重为 63%，工业铝型材为 37%，其中，运输领域为 12.4%、机器及设备领域为 12.3%、耐用消费品为 4.6%、电力领域为 3.3%。

与发达国家相比，中国建筑铝型材消费的比重仍然较高，2008 年我国铝型材在建筑与工业领域的占比分别为 67.9%、32.1%，随着我国工业化程度的提升，工业铝型材有望迎来持续快速增长。

图表 12: 全球铝型材应用领域分布（2008）



资料来源: CRU, 国都证券

图表 13: 全球铝型材消费区域分布及其增速对比（2001-2007）

(千吨)	2001A	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	CAGR(01-07)
中国	1,661	1,717	2,063	2,788	3,539	4,304	5,935	23.64%
欧洲	2,824	2,852	2,878	2,997	3,020	3,209	3,302	2.64%
北美洲	1,701	1,702	1,716	1,895	2,004	2,041	1,792	0.87%
中东及非洲	337	349	363	378	407	447	498	6.73%
日本	1,017	988	1,013	1,043	1,007	1,018	975	-0.70%
拉丁美洲	243	225	219	253	237	255	258	1.00%
澳大利亚及其他地	857	893	951	1,029	1,077	1,161	1,230	6.21%
全球合计	8,640	8,726	9,203	10,383	11,291	12,435	13,990	8.36%
中国占比	19.22%	19.68%	22.42%	26.85%	31.34%	34.61%	42.42%	

资料来源: CRU, 国都证券

全球铝型材产量由 2001 年约 880 万吨增长至 2007 年约 1,470 万吨，年复合增长约 9.0%。中国的铝型材产量占全球铝型材产量的比重，已从 2001 年的约 20%增长至 2007

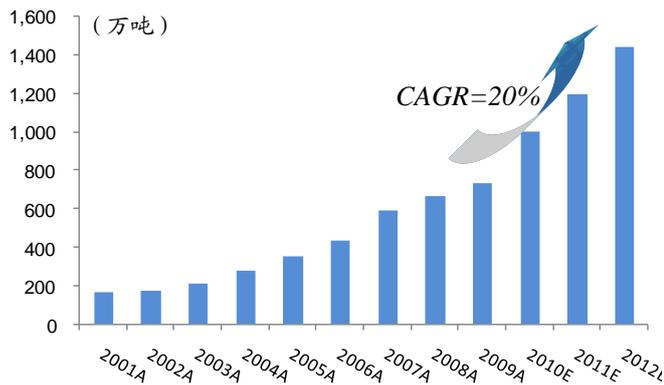
年的约 47%。从全球铝型材消费量来看，2001-2007 年，全球铝型材消费量年复合增长约 8.4%，同期中国的铝型材消费量年复合增长率达到 23.644%，所占全球比重已从 2001 年的约 19.2% 大幅提升至 2007 年的约 42.4%。

3.2、预计未来几年我国铝型材的产量与需求仍可保持 20% 以上的年均增速， 交运设备为主要增长引擎

受我国城市化率不断提高及国内建筑业持续高景气度推动，门窗、幕墙和装饰面板等铝型材需求旺盛，国内铝型材产量由 2001 年的 171.9 万吨增加到 2009 年的 729 万吨，年均复合增长率为 19.8%，预计未来三年铝型材产量可保持 20% 的增速，到 2012 年产量可到达 1440 万吨。

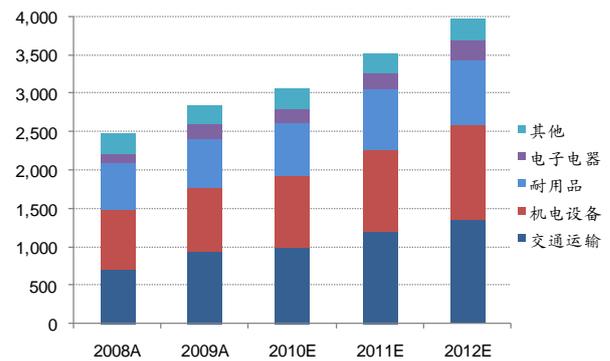
2009 年北美、欧洲等发达地区的铝型材在工业领域的消费平均占比已超过 50%，而中国铝型材在工业领域的消费比重仅为 32%。随着我国工业技术水平的提高与装备制造业朝高端化方向发展，我国规划未来 10 年内工业铝型材占铝型材总消耗量的比重将提升至近 70%，据此预计未来 5 年我国工业铝型材需求量年均增速在 30% 左右。

图表 14：预计未来几年我国铝型材产量年均复合增长约 20%



资料来源：招股说明书，国都证券

图表 15：交运设备需求推动我国铝工业型材仍可保持约 30% 的年均增速



资料来源：招股说明书，国都证券

汽车、铁路及轨道车辆、集装箱等三大领域组成的交通运输行业，是国内铝型材消费增长最快的市场之一，2001~2008 年年复合增长率达 28%。2008 年我国交通运输用铝型材仅占铝型材总消费量的 10%，与北美的 30%、欧洲的 18%、日本的 15% 相比，还有较大差距，发展潜力较大，预计未来 4 年我国交通运输用铝型材需求量的年均复合增速高达 25% 以上，由 2009 年的 93.5 万吨增长至 2012 年的 174.2 万吨。

3.3、行业集中度较低，地域性分布特征明显

目前，我国铝型材行业生产企业众多，产业集中度较低。据中国有色金属加工工业协会统计，截止到 2008 年底，中国约有 680 家铝型材生产企业，全年产量 818 万吨，平均产量 1.2 万吨，平均规模偏小，小企业较多，在低附加值产品领域存在过度竞争的状况。我国铝型材加工主要分布在广东、华东（江苏、浙江、山东）和东北（辽宁）地区，华南地区是最大的铝型材净输出地区，而华北地区则为最大的净输入地区。

因受运输成本等因素影响，铝型材行业存在产能分布的地域性，行业内存在一定销售半径的制约，通常销售半径为 500 公里。因此公司虽然在国内市场占有率不高，但在东北三省及华北地区，产能、产量、销量、收入、盈利等指标均处于前列，具有较强的竞争优势

势。

图表 16: 我国铝型材加工企业

地区	主要企业 (包括但不限于以下)
广东省	亚洲铝业、兴发、凤铝、豪美、坚美、华昌等
华东	浙江栋梁、苏州罗普斯金、南山、丛林
东北	忠旺、利源铝业、麦达斯
其他地区	主要分布在河南、湖南、湖北、福建等地，主要企业有：河南辉龙、湖南振升、湖南经阁、福建闽发、福建南平、青海国鑫等

资料来源：招股说明书，国都证券

图表 17: 2008 年中国铝型材产量前十名厂商

排序	企业名称	铝型材产量 (千吨)	全国行业占比
1	中国忠旺控股有限公司	389	4.76%
2	广东亚洲铝厂有限公司	270	3.30%
3	广东豪美铝业有限公司	217	2.65%
4	广东凤铝铝业有限公司	142	1.74%
5	广东兴发铝业有限公司	121	1.48%
6	福建闽发铝业有限公司	105	1.28%
7	广东华昌铝厂有限公司	101	1.24%
8	浙江栋梁新材股份有限公司	94	1.15%
9	福建南平铝业有限公司	93	1.14%
10	广东坚美铝型材厂有限公司	89	1.09%
	利源铝业	46	0.46%

资料来源：招股说明书，国都证券

3.4、公司核心竞争力：技术自主研发、丰富的管理经验及高效的设备利用

1) 国内领先的设备先进优势

公司采用技术先进的生产设备，其中大部分是从意大利、日本、美国、德国进口，保障公司可以生产大型、高质量、高附加值的铝型材及深加工产品。公司于 2008 年完成安装并投产的 60MN 油压双动铝挤压机为目前国内同型号中最先进的挤压机之一；公司熔铸设备选用世界最先进的圆形熔铝炉、均质炉，先进程度国内领先，在烧损率、节能减排方面具有较大优势，公司熔炼环节烧损率在 1.5% 左右，较行业平均水平低 50%；公司是国内同行中少数几家拥有大型立式淬火系统的企业，是公司生产高附加值、强硬度的特殊铝型材的技术保障；公司现拥有全自动氧化/着色/电泳涂漆生产线一条（日本爱铝麦克斯设计）、静电粉末喷涂生产线两条（瑞士进口）、木纹转印生产线六条（意大利进口）、隔热复合生产线八条，使得公司铝型材表面处理技术处于国内领先地位。

2) 地理区位优势

公司地处东北工业基地，紧邻充满经济活力的京津冀蒙地区，靠近原料和消费市场，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，多年来一直是铝型材净输入地区。该地区 2007 年 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），2008 年供需缺口达到 60 万吨，是国内铝型材的“蓝海市场”。此外，在国家

“振兴东北”以及“打造中国增长第三极”战略部署下，该地区原本在国内拥有重要地位的汽车整车及零部件（一汽集团、北汽集团、华晨、哈飞）、轨道交通（长春客车、唐山客车）、石油化工（大庆、辽河）、电力设备、IT、航空等产业，将迎来进一步发展的良好机遇，同时亦将对工业铝型材产品形成持续、快速增长的消费需求

3) 多元优质的客户群优势

公司拥有不同领域的国内、国际客户群体，多元化、稳定、优质的客户群。在工业铝型材及深加工产品领域，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；在建筑铝型材领域，公司目前以沈阳远大集团（中国 500 强企业，全球最大的建筑幕墙提供商）、哈尔滨隆迪科工贸有限公司（东北地区最大的建筑铝型材经销商之一）、哈尔滨华加新型建材有限公司（中加合资，东北地区大型铝型材门窗生产商之一），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。

4、募投项目分析

公司拟将此次募集资金的 4.36 亿元投向：1) 2.40 亿元投向特殊铝型材（工业型材、棒材、管材）以及铝型材深加工项目，募投项目 2 年建成投产后，新增特殊铝型材及深加工铝型材产能约 1.4 万吨。该募投项目全部达产后，预计年营收约 4.32 亿元、年净利润 0.64 亿元。2) 1.96 亿元投入大截面交通运输工业铝型材，募投项目 2 年建成投产后，新增大截面交通运输工业铝型材 1 万吨，项目全部达产后，预计年营收约 2.92 亿元、年净利润 0.54 亿元。

图表 18：公司 IPO 募投项目分析

拟投资项目	投资总额 (万元)	拟投金额 (万元)	建设周期 (月)	全部达产后 销售收入 (万元)	净利润 (万元)	税前投资回 收期(年)
特殊铝型材及铝型材深加工项目	34,010	24,010	24	43,172	6,423	6.0
大截面交通运输工业铝型材	29,638	19,638	24	29,224	5,428	5.9
合计	63,648	43,648		72,396	11,851	

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为 25.64%、42.80%，按发行后公司总股本 9,360 万股计算，预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 0.88 元、1.41 元、1.80 元。

图表 19: 利源铝业盈利预测假定

产品	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
国内电解铝现货均价	(万元/吨)	1.94	1.70	1.39	1.61	1.63	1.65
铝型材加工总产能	(吨)	29,000	45,000	60,000	60,000	70,000	85,000
建筑铝型材	销量(吨)	8,316	13,638	15,391	19,400	23,280	26,772
	加工毛利(万元/吨)	0.38	0.33	0.25	0.32	0.34	0.36
	平均售价(万元/吨)	2.22	2.05	1.80	2.04	2.05	2.06
	营业收入(万元)	18,497	27,927	27,758	39,594	47,724	55,150
	营业成本(万元)	15,281	23,479	23,835	33,429	39,809	45,512
	毛利率	17.39%	15.93%	14.13%	15.57%	16.59%	17.48%
工业铝型材	销量(吨)	8,073	17,516	21,071	23,000	29,900	37,375
	加工毛利(万元/吨)	0.52	0.35	0.32	0.38	0.39	0.41
	平均售价(万元/吨)	2.64	2.23	1.86	2.13	2.15	2.20
	营业收入(万元)	21,289	38,975	39,267	48,990	64,285	82,225
	营业成本(万元)	17,131	32,932	32,562	40,250	52,624	66,901
	毛利率	19.53%	15.50%	17.07%	17.84%	18.14%	18.64%
深加工铝型材	销量(吨)		1,405	4,753	5,800	7,830	9,788
	加工毛利(万元/吨)		0.48	0.49	0.52	0.56	0.58
	平均售价(万元/吨)		2.59	2.40	2.65	2.70	2.73
	营业收入(万元)		3,633	11,406	15,370	21,141	26,720
	营业成本(万元)		2,960	9,066	12,354	16,756	21,043
	毛利率		18.52%	20.51%	19.62%	20.74%	21.25%
合计	主营业务收入	39,786	70,536	78,431	103,954	133,150	164,095
	YOY		77.29%	11.19%	32.54%	28.09%	23.24%
	主营业务成本	32,412	59,371	65,463	86,033	109,189	133,457
	主业综合毛利率	18.54%	15.83%	16.53%	17.24%	18.00%	18.67%

资料来源: 国都证券研究所

图表 20: 利源铝业盈利预测(单位: 万元)

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	39,786	70,536	78,431	103,954	133,150	164,095
YOY%	/	77.29%	11.19%	46.72%	26.18%	18.63%
减: 营业成本	32,471	59,371	65,463	86,033	109,189	133,457
毛利率	18.39%	15.83%	16.53%	17.24%	18.00%	18.67%
营业税金及附加	324	425	805	624	865	1,231
销售费用	175	201	809	1,126	1,587	1,858
管理费用	1,183	1,713	2,097	2,223	2,705	3,167
财务费用	2,234	3,506	3,812	4,042	259	479
期间费用率(%)	9.03%	7.68%	8.57%	7.11%	3.42%	3.35%
资产减值损失	30	173	195	-30	1,000	1,500
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-60	-168	0	0	0	0
二、营业利润	3,308	4,980	5,250	9,936	17,545	22,404
YOY%	/	50.51%	5.43%	89.26%	76.58%	27.70%
加: 营业外收入	80	413	2,351	1,200	300	300
减: 营业外支出	78	42	1	100	200	200
三、利润总额	3,311	5,350	7,599	11,036	17,645	22,504
减: 所得税	573	1,181	2,240	2,759	4,411	5,626
四、净利润	2,738	4,169	5,359	8,277	13,233	16,878
归属于母公司的净利润	2,754	4,169	5,359	8,277	13,233	16,878
YOY(%)	/	51.35%	28.56%	54.45%	59.88%	27.54%
少数股东损益	-17	0	0	0	0	0
净利率(%)	6.92%	5.91%	6.83%	7.96%	9.94%	10.29%
总股本(万股)	9,360	9,360	9,360	9,360	9,360	9,360
五、每股收益(元)	0.29	0.45	0.57	0.88	1.41	1.80

资料来源: 国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与利源铝业同类可比的上市公司主要有罗普斯金、鲁丰股份、东阳光铝、南山铝业、新疆众和等（估值参见图表 21）。按 2010 年 10 月 27 日收盘价计算，可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率中值分别为 40 倍、26 倍、21 倍。可比上市公司 2010-12 年的净利润的 CAGR 中值为 24%，PEG 中值为 1.36，结合我们对公司未来三年净利润年均复合增速约 43% 的预测，我们认为，给予公司 2010 年 40-45 倍的动态估值较为合理。按我们预计公司 2010 年的每股收益 0.88 元计算，**公司合理股价为 35.37-39.79 元**。考虑到限售期的影响，建议按 10% 的折扣价申购，建议申购价为 31.83-35.81 元。

图表 21：同类可比上市公司的估值比较（以 2010 年 10 月 27 日收盘价计算）

公司简称	代码	股价	总市值 百万元	EPS				P/E				PEG	CAGR (10-12)	P/B
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E			
罗普斯金	002333	16.32	4,094	0.40	0.39	0.59	0.48	41	42	28	34	3.83	11%	3.5
鲁丰股份	002379	33.00	16,797	0.42	0.82	1.50	2.01	79	40	22	16	0.71	57%	3.6
新疆众和	600888	23.01	8,101	0.52	0.73	0.87	1.12	44	32	26	21	1.32	24%	3.9
南山铝业	600219	11.30	21,856	0.37	0.48	0.62	0.61	31	24	18	19	1.85	13%	1.5
东阳光铝	600673	18.14	15,010	0.09	0.34	0.51	0.66	202	53	36	27	1.36	39%	7.1
中值								79	40	26	21	1.36	24%	3.6

数据来源：国都证券研究所

7、风险提示

- 1) 电解铝价格波动风险；
- 2) 税收优惠政策变化风险；
- 3) 国内外宏观经济环境变化风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			