

2017年03月22日

利源精制 (002501.SZ)

沈北项目投产迅速，成长性极强

■受财务费用上升影响，2016年业绩增速放缓：2月28日，公司发布2016年业绩快报，预计全年收入25.6亿元，归属母公司净利润5.5亿元，同比增速15%。公司净利润增速较2015年有所放缓，主要在于沈阳新区轨交项目的投建导致公司资产负债率提升，致使全年财务费用开支较2015年预计增加5000万以上。

■定增资金到位，利好公司第三次战略转型。1月20日，公司公告以11.38元/股价格非公开发行26,362万股，合计募集资金30亿元，用于“轨道车辆制造及铝型材深加工”，目前该新增股份已完成上市。值得重视的是，公司自2015年起已充分调动内源融资渠道，在沈阳新区进行项目投建，彰显公司推进高端轨交项目的坚定决心；另一方面，在建工程的提升也使得公司财务负担加重，本次定增成功有望缓解公司前期较为紧张的资金链压力，为公司第三次前瞻性战略转型奠定基础。

■沈阳新区项目投产迅速，成长性极强。第一，项目规划产能大，打开公司成长空间。包括1000辆整车产能以及6万吨以上深加工体量，公司公告称达产后年均销售收入124亿元，带来10.91亿元的净利润增量；第二，深加工投产迅速，下游需求旺盛，未来订单有望逐渐放量。目前深加工项目已于去年9月开始投产，诸如3C、汽车等国内外大客户订单有望逐步落地，为17~18年业绩增长奠定坚实基础；第三，轨交项目投建迅速，轨交订单潜力巨大。我们预计年底之前轨交项目有望顺利投产，国内外轨交大单有望逐步落地，为公司业绩进一步增长提供强大支撑。

■公司具有“五大成功基因”。上市以来，公司收入持续高速增长，复合盈利增速维持在20%以上：一是民营企业做铝加工，机制优势显著；第二，战略布局极具前瞻性，对下游市场发展潮流极为敏感，不断切入新蓝海；第三，纵深发展，吃尽整条产业链利润；第四，与全球领先装备制造紧密合作，持续引进、消化学习，掌握核心装备的技术诀窍。第五，发挥东北区位优势，搭建多元化、稳定、优质客户群。

■内外兼修，向高铁整车供应商挺进。利源精制此次向高铁整车制造商转型，符合其“五大成功基因”的一贯逻辑，以及“一带一路”对外输出低成本优势产能的国家战略。一是国内地铁项目建设如火如荼，公司有望利用技术、成本及区位优势获取市场份额。二是海外市场需求巨大，国外轨交装备市场稳步上升，公司定增方案公告1000辆整车产能保守估计将带来10.5亿元净利润增量。三是利源借助三井物产的技术和销售网络，借船出海，并规避与中国中车的直接竞争，分享巨大海外市场。四是与国企相比，公司在对外输出产能时具有更强的成本优势以及商业模式特色。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价18元。我们预计公司2016~2018年归属母公司净利润5.6亿元、7.1亿元和11.5亿元，净利润增速15%、30%、60%，业绩增长来自轨交铝型材、车体项目投产，以及深加工产品持续放量，考虑此次高铁项目将使公司主营转为铝加工与高端制造并行，开辟更为广阔的海外蓝海，给予公司2017年摊薄后30x动态市盈率。

■风险提示：轨交、深加工项目投产进度不及预期，下游订单不足

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,932.4	2,296.8	2,591.2	4,174.5	5,465.6
净利润	397.8	478.1	559.5	706.7	1,151.5
每股收益(元)	0.33	0.39	0.59	0.58	0.95
每股净资产(元)	2.83	3.16	4.60	7.42	8.34

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	39.9	33.2	22.2	22.5	13.8
市净率(倍)	4.6	4.1	2.8	1.8	1.6
净利润率	20.6%	20.8%	21.6%	16.9%	21.1%
净资产收益率	11.6%	12.5%	12.8%	7.8%	11.4%

公司快报

证券研究报告

铝

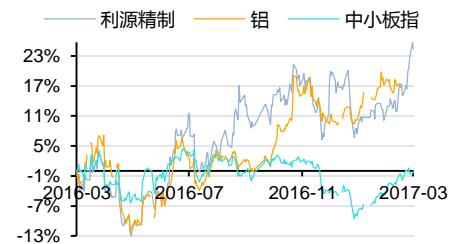
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：18元
股价(2017-03-21) 13.08元

交易数据

总市值(百万元)	15,890.05
流通市值(百万元)	8,830.15
总股本(百万股)	1,214.84
流通股本(百万股)	675.09
12个月价格区间	9.14/13.21元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.16	-0.87	29.69
绝对收益	13.05	3.81	32.23

齐丁

分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

衡昆

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

余懿

报告联系人
yuyi1@essence.com.cn
010-83321065

蔡宇杰

报告联系人
caiyj@essence.com.cn
010-83321070

相关报告

利源精制：增发获批，看涨期权价值凸显	2016-12-13
利源精制：轨交新星，重装上阵	2016-03-09

股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	16.0%	16.3%	10.2%	9.6%	13.1%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,932.4	2,296.8	2,591.2	4,174.5	5,465.6	成长性					
减:营业成本	1,284.1	1,475.3	1,584.7	2,788.5	3,537.2	营业收入增长率	2.9%	18.9%	12.8%	61.1%	30.9%
营业税费	4.1	21.5	10.4	27.6	36.1	营业利润增长率	37.5%	20.2%	17.2%	24.3%	70.6%
销售费用	7.5	6.0	10.4	15.9	20.8	净利润增长率	37.2%	20.2%	17.0%	26.3%	62.9%
管理费用	43.2	58.5	51.8	91.8	120.2	EBITDA 增长率	34.3%	34.3%	12.7%	29.5%	36.0%
财务费用	128.1	184.5	283.7	442.4	372.4	EBIT 增长率	32.6%	25.4%	26.4%	33.9%	40.0%
资产减值损失	4.1	-3.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	31.9%	25.1%	24.0%	31.8%	41.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.7%	98.9%	39.2%	4.3%	-2.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	11.1%	11.7%	14.0%	106.1%	12.3%
营业利润	461.3	554.6	650.2	808.4	1,379.0	利润率					
加:营业外净收支	13.2	17.0	8.0	38.0	-	毛利率	33.5%	35.8%	38.8%	33.2%	35.3%
利润总额	474.5	571.6	658.2	846.4	1,379.0	营业利润率	23.9%	24.1%	25.1%	19.4%	25.2%
减:所得税	76.7	93.5	98.7	139.7	227.5	净利润率	20.6%	20.8%	21.6%	16.9%	21.1%
净利润	397.8	478.1	559.5	706.7	1,151.5	EBITDA/营业收入	36.7%	41.4%	41.4%	33.3%	34.6%
						EBIT/营业收入	30.5%	32.2%	36.0%	30.0%	32.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	245	390	507	406	405
						流动资产周转天数	31	-14	-9	24	29
						流动营业资本周转天数	416	284	163	157	184
						应收账款周转天数	13	12	11	9	10
						存货周转天数	15	21	20	11	12
						总资产周转天数	1,051	1,216	1,449	1,068	876
						投资资本周转天数	642	889	1,254	925	713
						投资回报率					
						ROE	11.6%	12.5%	12.8%	7.8%	11.4%
						ROA	5.9%	5.4%	4.6%	5.6%	8.3%
						ROIC	16.0%	16.3%	10.2%	9.6%	13.1%
						费用率					
						销售费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
						管理费用率	2.2%	2.5%	2.0%	2.2%	2.2%
						财务费用率	6.6%	8.0%	10.9%	10.6%	6.8%
						三费/营业收入	9.3%	10.8%	13.3%	13.2%	9.4%
						偿债能力					
						资产负债率	48.7%	56.5%	64.6%	30.8%	28.5%
						负债权益比	95.0%	129.8%	182.2%	44.5%	39.9%
						流动比率	1.61	0.21	0.26	0.92	1.58
						速动比率	1.57	0.15	0.24	0.84	1.49
						利息保障倍数	4.60	4.01	3.29	2.83	4.70
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	-	-	-	-
						分红比率	21.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	397.8	478.1	559.5	706.7	1,151.5	EPS(元)	0.33	0.39	0.59	0.58	0.95
加:折旧和摊销	119.3	212.6	138.3	138.3	138.3	BVPS(元)	2.83	3.16	4.60	7.42	8.34
资产减值准备	4.1	-3.5	-	-	-	PE(X)	39.9	33.2	22.2	22.5	13.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.6	4.1	2.8	1.8	1.6
财务费用	122.6	194.6	283.7	442.4	372.4	P/FCF	11.2	-7.7	11.4	-4.2	11.4
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	8.2	6.9	4.8	3.8	2.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.9	16.3	17.3	12.8	8.7
营运资金的变动	153.8	-67.4	-166.0	-196.1	-129.6	CAGR(%)	21.1%	34.0%	24.5%	21.1%	34.0%
经营活动产生现金流量	733.8	839.5	815.5	1,091.3	1,532.5	PEG	1.9	1.0	0.9	1.1	0.4
投资活动产生现金流量	-832.9	-3,965.1	-	-	-	ROIC/WACC	1.5	1.6	1.0	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	1,551.9	933.3	-1,046.0	1,187.4	-372.4	REP	2.3	1.3	1.8	1.8	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034