

销量和毛利率双升保障业绩大幅增长

2013年4月10日

强烈推荐/维持

利源铝业

财报点评

——利源铝业(002501) 季报点评

林阳	有色金属行业首席分析师		执业证书编号: S1480510120003
	linyong@dxzq.net.cn	010-6655 4024	
张方	zhangfang@dxzq.net.cn	010-6655 4023	执业证书编号: S1480512040003

事件:

公司公布2013年一季度报,一季度实现营业收入4.31亿元,同比增长32.34%;归属上市公司股东净利润0.6亿元,同比增长52.06%;基本每股收益0.32元,基本符合我们的预期。预计2013年1-6月归属于上市公司股东的净利润预计比2012年增长40%-60%,约1.50亿元-1.72亿元。

公司分季度财务指标

指标	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1
营业收入(百万元)	350.8	323.8	325.6	446.5	356.7	394.0	430.9
增长率(%)	19.2%	24.1%	41.4%	35.3%	1.7%	21.7%	32.3%
毛利率(%)	20.8%	16.6%	22.4%	24.9%	27.4%	25.1%	25.7%
期间费用率(%)	5.6%	7.0%	7.9%	8.2%	9.0%	13.0%	9.3%
营业利润率(%)	14.3%	9.4%	13.9%	16.3%	18.4%	11.5%	15.9%
净利润(百万元)	46.7	24.8	39.5	67.9	57.2	37.4	60.0
增长率(%)	77.4%	7.0%	52.0%	53.4%	22.6%	51.0%	52.1%
每股盈利(季度,元)	0.25	0.13	0.21	0.36	0.31	0.20	0.32
资产负债率(%)	37.9%	43.8%	43.0%	53.3%	57.5%	60.4%	64.1%
净资产收益率(%)	3.8%	2.0%	3.1%	5.1%	4.1%	2.6%	4.0%
总资产收益率(%)	2.4%	1.1%	1.7%	2.4%	1.8%	1.0%	1.5%
净利率(%)	13.3%	7.6%	12.1%	15.2%	16.0%	9.5%	13.9%

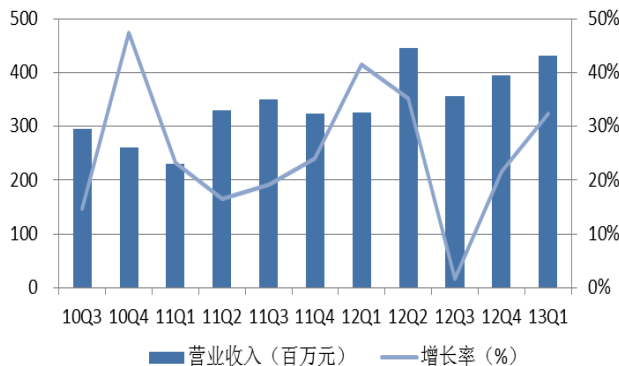
评论:

销量和毛利率双升是2013年一季度业绩大幅增长的原因。公司主要产品分为铝建筑型材、工业型材和深加工材,近年高毛利的工业型材和深加工产品占比逐步提升(2012年收入已超过70%),客户主要是知名的三井、苹果、英利、北车等,代表性产品有笔记本外壳、太阳能支架及链接件、汽车结构件、轨交型材、无缝管等。2013年一季度公司营业收入增长32.34%,主要是IPO募投项目“特殊铝型材及铝型材深加工项目”全面投产,产能瓶颈打开。一季度净利润同比增长52.06%,高于营业收入增幅,主要是高毛利的工业型材和深加工材收入进一步提升,从而带动公司整体毛利率提升3.3个百分点至25.7%。

积极因素:

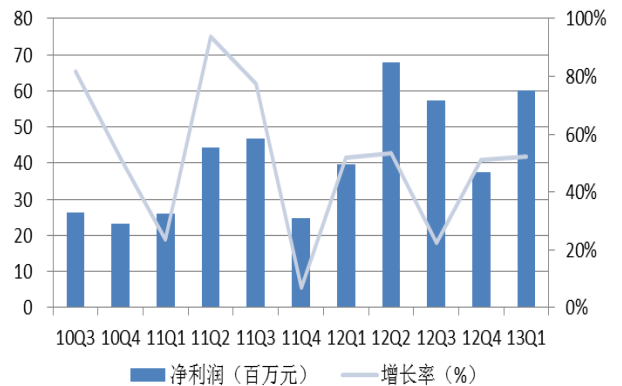
- **募投项目投产保障2013年业绩增速40-60%，石油钻探用铝杆项目2014年放量将是增长的新动力。**2013年业绩增长主要来自：（1）消费电子领域扩展，主要为苹果等厂商提供笔记本壳基材。（2）高档汽车客户延伸，主要为高端汽车提供防撞梁、保险杠、汽缸等部位的基材和成品。（3）轨道交通型材放量，主要为北车及西门子供应轨道交通型材。（4）无缝管领域，包括石油钻探用铝杆等。公司的无缝管主要由IPO项目4500吨挤压机生产，公司与海隆集团签订20年合作协议，以不高于进口价向海隆集团提供石油钻探杆用无缝管，2012年试生产，预计2013年将有合同实施，2014年将放量。另外，三井太阳能支架及构件2013年继续放量，预计2013年达到4000吨，增幅100%。
- **客户稳定，销售费用下降。**2013年一季度公司销售费用118万元，较同期减少30.41%，原因为公司客户相对稳定，市场推广等费用相应减少。

图 1: 单季度营业收入及增长率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2: 单季度净利润及增长率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

消极因素:

- **财务费用和应付职工薪酬上升较快。**2013年一季度财务费用3152万元，同比增长102.06%，主要原因是报告期短期借款增加，贷款利息及融资租赁费用增加。一季度应付职工薪酬614万元，较年初增长48.96%，原因为公司应付职工的工资及福利费等

图 3: 单季度毛利率、净利率变化情况

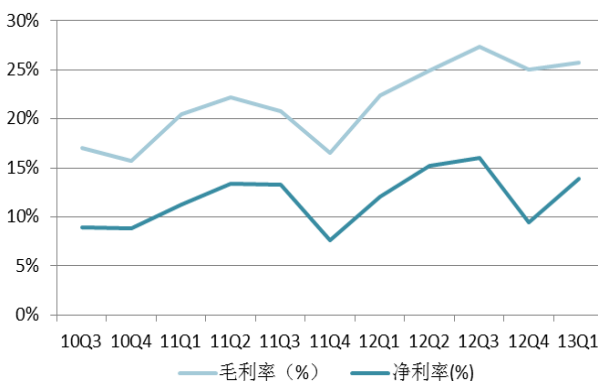
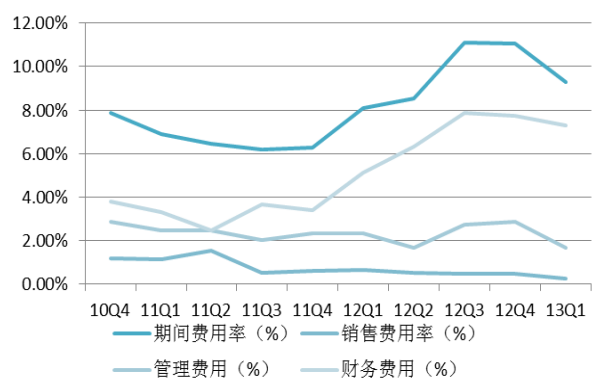


图 4: 单季度期间费用率变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

资料来源：公司公告，东兴证券

业务展望：

- 公司非公开发行预计将在4月份完成定增，为公司高增长带来新动力。公司拟以不低于17.3元/股发行不超过7280万股，计划募集不超过15亿元，募集资金主要用于引进1.5万吨、8200吨挤压机设备，轨道交通车头、车体及深加工建设项目。厂房已经建设完毕，其中8200吨挤压机5月份到厂安装调试，预期9月可以投产；1.5万吨挤压机将于2014年年初到厂。

盈利预测与投资建议：

我们维持公司的盈利预测，预计公司2013-2015年每股收益1.61/2.03/2.53元（若考虑定增摊薄分别为1.16/1.47/1.84元），对应动态PE分别为15/12/9倍（考虑定增摊薄分别为19/15/12倍），公司在产品加工工艺、快速反应机制、地域等方面优势明显，保证了公司强大的订单获取能力，成长性良好，估值低于同行业25倍的估值水平，给予公司6个月目标价29元（对应13年摊薄后EPS1.16元和PE25倍），维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目进展不达预期，下游客户变动带来的风险等。

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入（百万元）	1,522.91	1,815.21	2,220.72	2,642.86
主营收入增长率	23.32%	19.19%	22.34%	19.01%
EBITDA（百万元）	386.63	535.94	742.89	853.54
EBITDA 增长率	55.08%	38.62%	38.61%	14.89%
净利润（百万元）	202.05	301.80	380.66	474.22
净利润增长率	42.58%	49.37%	26.13%	24.58%
ROE	14.19%	19.24%	21.64%	23.76%
EPS（元）	1.080	1.612	2.033	2.533
P/E	21.77	14.58	11.56	9.28
P/B	3.09	2.81	2.50	2.21

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
营业收入	1,522.91	1,815.21	19.19%	2,220.72	22.34%	2,642.86	19.01%
营业成本	1,142.15	1,360.11	19.08%	1,630.40	19.87%	1,939.12	18.93%
营业费用	8.56	10.89	27.22%	13.32	22.34%	15.86	19.01%
管理费用	38.45	41.75	8.58%	51.08	22.34%	60.79	19.01%
财务费用	98.77	40.00	-59.50%	68.26	70.64%	56.83	-16.74%
投资收益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	228.85	351.56	53.62%	444.34	26.39%	554.41	24.77%
利润总额	238.43	355.06	48.92%	447.84	26.13%	557.91	24.58%

所得税	36.38	53.26	46.40%	67.18	26.13%	83.69	24.58%
净利润	202.05	301.80	49.37%	380.66	26.13%	474.22	24.58%
归属母公司所有者的净利润	202.05	301.80	49.37%	380.66	26.13%	474.22	24.58%
NOPLAT	277.64	332.83	19.88%	435.70	30.91%	519.55	19.24%
资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
货币资金	1,075.24	544.56	-49.35%	666.22	22.34%	792.86	19.01%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	59.66	34.81	-41.65%	42.59	22.34%	50.68	19.01%
预付款项	258.01	367.91	42.59%	499.65	35.81%	656.33	31.36%
存货	68.44	111.79	63.34%	134.01	19.87%	159.38	18.93%
流动资产合计	1,467.43	1,072.95	-26.88%	1,359.28	26.69%	1,679.14	23.53%
非流动资产	2,132.53	2,047.86	-3.97%	1,847.56	-9.78%	1,625.26	-12.03%
资产总计	3,599.96	3,120.81	-13.31%	3,206.84	2.76%	3,304.39	3.04%
短期借款	1,231.38	972.34	-21.04%	843.11	-13.29%	674.20	-20.03%
应付帐款	45.56	22.36	-50.92%	26.80	19.87%	31.88	18.93%
预收款项	11.32	25.85	128.24%	43.61	68.74%	64.75	48.48%
流动负债合计	1,612.96	1,086.23	-32.66%	981.92	-9.60%	842.37	-14.21%
非流动负债	562.93	459.61	-18.35%	459.61	0.00%	459.61	0.00%
少数股东权益	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	1,424.07	1,568.36	10.13%	1,758.69	12.14%	1,995.80	13.48%
净营运资本	(145.53)	(13.27)	N/A	377.36	N/A	836.77	121.74%
投入资本 IC	2,162.98	2,411.14	11.47%	2,350.59	-2.51%	2,292.15	-2.49%
现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	增长率%	2014E	增长率%	2015E	增长率%
净利润	202.05	301.80	49.37%	380.66	26.13%	474.22	24.58%
折旧摊销	59.00	0.00	N/A	230.30	N/A	242.30	5.21%
净营运资金增加	(719.84)	132.26	N/A	390.63	195.35%	459.41	17.61%
经营活动产生现金流	552.41	250.35	-54.68%	539.47	115.49%	609.49	12.98%
投资活动产生现金流	(1,018.28)	(60.00)	N/A	(30.00)	N/A	(20.00)	N/A
融资活动产生现金流	824.55	(721.03)	N/A	(387.82)	N/A	(462.85)	N/A
现金净增(减)	358.68	(530.68)	N/A	121.65	N/A	126.64	4.10%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

张方

东北财经大学经济学硕士，有色金属行业高级分析师，2012年3月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。