

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：2013年08月13日

产品结构优化，业绩持续高成长

——利源铝业（002501）半年报点评

公司点评报告

增持

事件：

利源铝业2013年半年报：上半年，公司实现营业收入100,155.29万元，较同期增长29.71%；营业成本73,470.81万元，较同期增长24.98%；期间费用支出9,027.87万元，较同期增长13.58%；净利润15,042.97万元，较同期增长40.04%。

业绩预告：2013年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动幅度（%）：30%~50%；

事件点评：

- **国内铝型材产业升级转型的践行者，业绩持续高增长：** 铝加工行业挤压机装备水平决定产品结构及毛利率，纵观公司发展史基本把握住国内铝加工产业升级转型节奏，2008年公司引进意大利达涅利公司60MN油压双动挤压机，进入工业材生产，公司产品结构成功从建筑铝型材向工业型材转型；2010年公司IPO首发，随着首发募投两大募投项目成功实施，2011年公司从德国西马克引进45MN双动双向挤压机正式投产，该挤压机实现恒力挤压，满足变径无缝管等高端工业型材加工要求，工业型材、及深加工产品占比进一步提升；2013年，首发募投另一“大截面交通运输型材项目”引进的100MN正向挤压机正式投产，公司成为国内少数大截面交通铝材生产商行列。2013年公司再接再厉成功实施定增项目“轨道车体材料深加工项目”，拟引进150MN、82MN挤压机，进一步强化公司在轨道交通铝型材领域先发优势。公司产业转型节奏契合国内铝型材产品结构升级，新增高端产品旺盛的市场需求成功化解铝加工行业高投资额带来的固定资产折旧，募投项目产能投放成功转化为公司净利增长，公司净利润连续三年实现40%以上的高速增长。随着公司定增项目的实施，以及国内高铁、城轨建设高峰期转入客车营运阶段，公司在轨道车体材料布局有望进一步催生业绩成长。

图 1：公司分产品收入结构

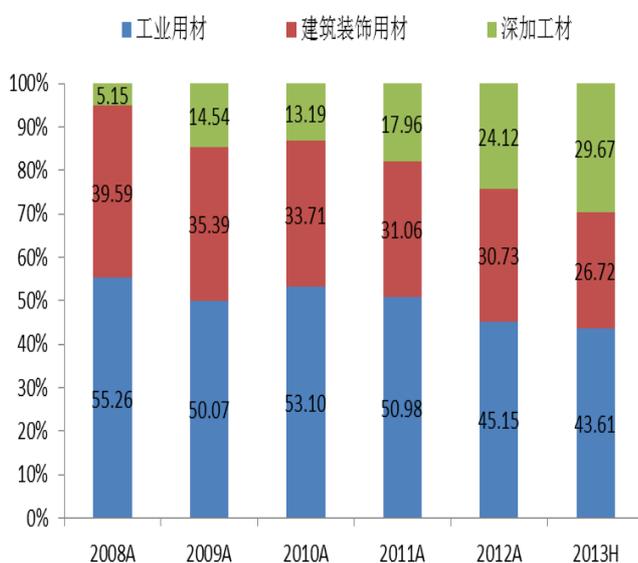
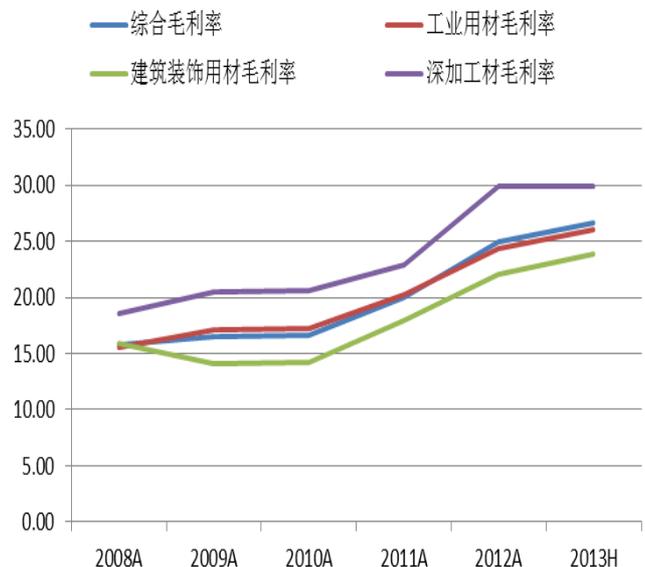


图 2：公司各项产品毛利率



数据来源：公司公告；万联证券研究所

- **定增项目成功实施有望优化财务结构，减少利息支出：**报告期内公司期间费用支出9027.87万元，同比增长13.58%，其中财务费用7212.83万元，同比增长81.77%，主要是上半年新增银行借款约40亿元带来的利息支出。随着上半年公司定增项目实施，募投资金置换银行借款，公司财务结构有望得到优化，上半年高额的财务费用支出侵蚀利润情况将得到有效缓解。
- **定增项目建设有望成为公司未来利润增长点：**2013年5月公司成功实施定向增发，定增项目建成后公司将新增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，该项目拟购买160MN、82MN 挤压机各一台，公司将一举成为全球少数几家拥有特大型挤压机公司之一，进一步巩固公司轨道交通铝型材先发优势。

根据定增方案，定增项目建设产能折算为工业型材共3万吨，销售均价在5万元/吨左右，单吨加工费用有望在3万元以上，定增建设项目投产不仅能够丰富公司产品线，同时也能进一步提升公司盈利能力。

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

- **盈利预测与投资建议：**随着公司首发募投项目进入集中投产期，公司产品结构进一步优化，业绩高速增长有望持续，拟定增项目建设增强公司在高铁、城轨等高端铝型材领域产品布局，有望为公司未来成长提供新的增长动力，我们预测公司2013年、2014年每股收益0.69元、0.96元，对应当前股价的PE分别为20倍、15倍。给与公司“增持”评级。
- **风险提示：**募投产能投放低于预期，主要下游需求出现下滑。
- **盈利预测**

销量及加工费预测

公司主要产品销量及加工费预测				
项目	产品	2013E	2014E	2015E
产品销量 (吨)	工业型材	37550	49550	61550
	建筑型材	20000	20000	20000
	深加工产品	16950	17450	17450
	合计	74500	87000	99000

加工费 (元/吨)	工业型材	7043	13451	17359
	建筑型材	5000	5000	5000
	深加工产品	17283	18000	18000
数据来源：万联证券研究所				

财务报表：

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1025.63	1234.95	1522.91	1886.68	2516.08	3116.08
增长率(%)	30.77%	20.41%	23.32%	23.89%	33.36%	23.85%
归属母公司股东净利润	93.38	141.70	202.05	323.09	448.59	569.18
增长率(%)	74.25%	51.75%	42.58%	59.91%	38.84%	26.88%
每股收益(EPS)	0.200	0.303	0.432	0.690	0.959	1.216
每股股利(DPS)	0.000	0.060	0.080	0.088	0.123	0.155
每股经营现金流	0.198	-0.179	1.228	0.496	1.871	1.192
销售毛利率	16.67%	19.99%	25.00%	26.43%	25.95%	25.57%
销售净利率	9.10%	11.47%	13.27%	17.13%	17.83%	18.27%
净资产收益率(ROE)	8.20%	11.31%	14.19%	18.94%	21.39%	21.95%
投入资本回报率(ROIC)	16.12%	22.65%	14.59%	18.88%	18.32%	21.64%
市盈率(P/E)	69.91	46.07	32.31	20.21	14.55	11.47
市净率(P/B)	5.73	5.21	4.58	3.83	3.11	2.52
股息率(分红/股价)	0.000	0.004	0.006	0.006	0.009	0.011
报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1025.63	1234.95	1522.91	1886.68	2516.08	3116.08
减: 营业成本	854.71	988.06	1142.15	1388.09	1863.19	2319.19
营业税金及附加	4.37	8.35	2.70	3.34	4.45	5.51
营业费用	13.73	6.88	8.56	10.61	14.14	17.52
管理费用	25.22	26.93	38.45	47.64	63.53	78.68
财务费用	29.37	43.33	98.77	56.90	43.00	25.55
资产减值损失	-0.73	-0.17	3.43	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	98.96	161.57	228.85	380.11	527.75	669.63
加: 其他非经营损益	14.68	4.50	9.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	113.64	166.07	238.43	380.11	527.75	669.63
减: 所得税	20.26	24.37	36.38	57.02	79.16	100.44
净利润	93.38	141.70	202.05	323.09	448.59	569.18
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	93.38	141.70	202.05	323.09	448.59	569.18

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	968.35	368.92	1073.19	18.87	25.16	220.98
应收和预付款项	160.99	686.51	323.05	486.61	598.88	751.03
存货	51.28	94.68	68.44	105.03	127.82	162.02
其他流动资产	2.00	0.00	0.70	0.70	0.70	0.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	603.71	1075.13	2060.69	2359.20	2537.08	2207.75
无形资产和开发支出	9.18	9.02	67.55	60.47	53.40	46.32
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1795.51	2234.26	3593.62	3030.88	3343.03	3388.79
短期借款	290.00	510.00	1231.38	571.81	263.89	0.00
应付和预收款项	37.48	24.58	162.46	-22.49	206.33	19.55
长期借款	284.00	370.00	370.00	370.00	370.00	370.00
其他负债	44.80	76.83	405.70	405.70	405.70	405.70
负债合计	656.28	981.41	2169.55	1325.02	1245.92	795.25
股本	93.60	187.20	187.20	187.20	187.20	187.20
资本公积	883.69	790.09	790.09	790.09	790.09	790.09
留存收益	161.94	275.56	446.78	728.58	1119.83	1616.26
归属母公司股东权益	1139.23	1252.85	1424.07	1705.86	2097.11	2593.54
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1139.23	1252.85	1424.07	1705.86	2097.11	2593.54
负债和股东权益合计	1795.51	2234.26	3593.62	3030.88	3343.03	3388.79
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	92.59	-83.56	574.47	232.30	875.66	558.01
投资性现金净流量	-222.10	-732.09	-1018.28	-528.85	-461.10	0.00
筹资性现金净流量	924.30	262.65	824.55	-757.77	-408.27	-362.19
现金流量净额	794.79	-553.00	380.74	-1054.32	6.29	195.82

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 珠江东路11号高德置地广场F座18层
电话：020-38286833 传真：020-38286831