

下游出货量增加，二季度业绩改善明显

■上半年业绩同比下降 15.21%，但环比改善明显。公司上半年实现收入 1.75 亿元，净利润 0.21 亿元，分别同比增长 18.22%和下降 15.21%。由于公司正处于向 3C 产品结构转型的拐点，关注环比变化更能把握公司目前的发展态势。

■二季度收入环比增长 23.47%，上半年 3C 类产品收入占比已达 54.2%。一是相比于一季度，原先由于终端客户供应链组织原因延迟的 3C 铝合金结构件(如 HTC、Gopro 等) 订单出货量和收入确认开始加快，二是在产能扩张之后，3C 镁合金结构件订单及出货量明显增加，三是传统订单出现略微增加。

■二季度综合毛利率 30.15%，基本保持稳定，仅环比微降 0.13 个百分点。2013 年以来，公司毛利率稳中有涨，主要得益于两点，一是 3C 类产品收入占比提高，优化产品结构，二是铝、镁等原材料价格较年初均有 5%左右的下降。我们预计，随着公司 3C 产品结构产能的扩张，以及行业竞争程度的提升，整体毛利率水平虽短期持稳，但在中长期内仍面临下降的风险。

■二季度三费费用率 17.04%，销售费用率仍在上升。相比于一季度 18.24%的三费费用率，二季度管理费用环降 1.49 个百分点，但销售费用率仍在上升，环增 0.87 个百分点。这超出我们此前预期，但结合公司在销售回款上也在放宽信用，这一定程度反映公司在 3C 产品结构产能扩张后，大力开拓市场的努力。

■公司二季度的经营状况明显改善，有望受益于 3C 产品结构需求迅猛增长的行业趋势。公司目前产能投放顺畅、技术实力增强，市场开拓成为重中之重。二季度的经营改善虽难免有季节性的因素，但公司主要下游客户的终端出货量向好是其业绩改善的主要驱动力。鉴于在 3C 产品结构需求迅猛增长的背景下，公司在收购德威铸造后在总体产品设计制造以及订单获取能力方面将获较大提升，公司未来有望在智能手机内部支架、超极本外壳方面取得更大进展。

■投资建议：增持-A 投资评级，6 个月目标价 16.50 元。由于德威铸造何时并表尚不确定，我们暂不计入其 2013~2015 年承诺的业绩。预计 2013~2015 年收入增速分别为 72.1%、50.9%和 22%，净利润增速分别为 38.7%、22.8%和 19.3%。如果德威铸造 3 季度末并表，预计未来三年 EPS 分别为 0.52 元、0.72 元和 0.85 元。给予增持-A 评级，6 个月目标价 16.5 元，相当于 31.73x 的动态市盈率。

■风险提示：1) 公司的 3C 产品结构订单缩减或市场拓展受阻；2) 产能投建和技术研发进度不达预期；3) 宏观经济持续低迷，拖累传统压铸件订单。

| 摘要(百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 322.0 | 296.5 | 510.2 | 769.9 | 939.6 |
| 净利润 | 55.5 | 39.6 | 55.0 | 67.5 | 80.5 |
| 每股收益(元) | 0.50 | 0.35 | 0.49 | 0.60 | 0.72 |
| 每股净资产(元) | 2.04 | 5.29 | 5.29 | 5.77 | 6.35 |

| 盈利和估值 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 32.0 | 44.8 | 32.3 | 26.3 | 22.0 |
| 市净率(倍) | 7.8 | 3.0 | 3.0 | 2.7 | 2.5 |
| 净利润率 | 17.2% | 13.4% | 10.8% | 8.8% | 8.6% |
| 净资产收益率 | 24.3% | 6.7% | 9.3% | 10.4% | 11.3% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 40.3% | 17.4% | 18.7% | 13.1% | 13.5% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

投资评级

增持-A

下调评级

6 个月目标价

16.50 元

股价 (2013-08-19)

15.85 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 1,775.20 |
| 流通市值(百万元) | 443.80 |
| 总股本(百万股) | 112.00 |
| 流通股本(百万股) | 28.00 |
| 12 个月价格区间 | 11.98/21.36 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|-------|
| 相对收益 | -1.46 | -3.15 | 30.97 |
| 绝对收益 | 4.97 | -13.20 | 31.75 |

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004

hengkun@essence.com.cn

010-66581658

报告联系人

齐丁

010-66581768

qiding@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--------------------------------|------------|
| 做大做强内构件业务，积极布局外壳市场 | 2013-06-18 |
| 公司处于转型期，关注环比更实际 | 2013-04-24 |
| 转型初期有风雨，镁好未来仍可期：宜安科技 2012 年报点评 | 2013-04-12 |

财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月20日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | (百万元) | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 322.0 | 296.5 | 510.2 | 769.9 | 939.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 221.0 | 208.8 | 355.8 | 550.8 | 672.6 | 营业收入增长率 | 17.9% | -7.9% | 72.1% | 50.9% | 22.0% |
| 营业税费 | 2.1 | 1.5 | 3.3 | 5.0 | 6.1 | 营业利润增长率 | 6.5% | -30.8% | 54.9% | 25.9% | 21.4% |
| 销售费用 | 5.7 | 5.8 | 20.4 | 30.8 | 37.6 | 净利润增长率 | 13.6% | -28.5% | 38.7% | 22.8% | 19.3% |
| 管理费用 | 36.9 | 41.9 | 71.4 | 107.8 | 131.5 | EBITDA 增长率 | 6.3% | -25.1% | 42.8% | 22.4% | 18.9% |
| 财务费用 | 1.5 | -1.7 | -0.1 | 0.1 | 0.2 | EBIT 增长率 | 3.1% | -35.7% | 62.0% | 26.4% | 21.5% |
| 资产减值损失 | 1.8 | 3.5 | 2.6 | 3.8 | 4.7 | NOPLAT 增长率 | 4.5% | -36.0% | 61.7% | 26.0% | 21.2% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 47.9% | 50.9% | 79.9% | 17.0% | 13.6% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 32.0% | 159.5% | 0.1% | 9.1% | 10.0% |
| 营业利润 | 53.0 | 36.7 | 56.8 | 71.5 | 86.8 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 10.8 | 9.1 | 7.9 | 7.9 | 7.9 | 毛利率 | 31.4% | 29.6% | 30.3% | 28.5% | 28.4% |
| 利润总额 | 63.8 | 45.8 | 64.7 | 79.4 | 94.7 | 营业利润率 | 16.5% | 12.4% | 11.1% | 9.3% | 9.2% |
| 减:所得税 | 8.3 | 6.1 | 9.7 | 11.9 | 14.2 | 净利润率 | 17.2% | 13.4% | 10.8% | 8.8% | 8.6% |
| 净利润 | 55.5 | 39.6 | 55.0 | 67.5 | 80.5 | EBITDA/营业收入 | 19.4% | 15.8% | 13.1% | 10.6% | 10.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 16.9% | 11.8% | 11.1% | 9.3% | 9.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 固定资产周转天数 | 91 | 140 | 140 | 129 | 115 |
| 货币资金 | 61.7 | 336.7 | 128.8 | 102.7 | 91.3 | 流动营业资本周转天数 | 62 | 107 | 96 | 96 | 107 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 189 | 413 | 316 | 209 | 206 |
| 应收帐款 | 59.1 | 77.3 | 138.5 | 207.9 | 253.7 | 应收帐款周转天数 | 60 | 83 | 76 | 81 | 88 |
| 应收票据 | 12.7 | 6.6 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 存货周转天数 | 30 | 56 | 45 | 42 | 47 |
| 预付帐款 | 7.3 | 23.8 | 42.7 | 66.1 | 80.7 | 总资产周转天数 | 304 | 593 | 492 | 360 | 332 |
| 存货 | 35.5 | 56.1 | 71.2 | 110.2 | 134.5 | 投资资本周转天数 | 163 | 265 | 259 | 239 | 226 |
| 其他流动资产 | 0.9 | 3.0 | 2.3 | 3.5 | 4.2 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 24.3% | 6.7% | 9.3% | 10.4% | 11.3% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 18.3% | 5.9% | 7.6% | 8.2% | 8.8% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 40.3% | 17.4% | 18.7% | 13.1% | 13.5% |
| 投资性房地产 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 97.9 | 133.2 | 262.9 | 289.5 | 313.0 | 销售费用率 | 1.8% | 2.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| 在建工程 | 12.7 | 19.4 | - | - | - | 管理费用率 | 11.5% | 14.1% | 14.0% | 14.0% | 14.0% |
| 无形资产 | 7.1 | 7.9 | 7.6 | 7.3 | 7.0 | 财务费用率 | 0.5% | -0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 13.7% | 15.5% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 资产总额 | 302.8 | 673.4 | 721.9 | 819.9 | 912.2 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 13.4 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 15.0 | 资产负债率 | 24.6% | 12.1% | 17.9% | 21.1% | 22.0% |
| 应付帐款 | 39.8 | 44.8 | 73.2 | 112.2 | 136.5 | 负债权益比 | 32.7% | 13.8% | 21.8% | 26.8% | 28.3% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 2.74 | 7.13 | 3.33 | 3.08 | 3.01 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 2.19 | 6.34 | 2.73 | 2.40 | 2.30 |
| 长期借款 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | - | 利息保障倍数 | 37.04 | -20.87 | -497.08 | 487.37 | 367.40 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 74.6 | 81.5 | 129.1 | 173.2 | 201.0 | DPS(元) | - | 0.10 | - | - | - |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 0.0% | 28.3% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| 股本 | 84.0 | 112.0 | 112.0 | 112.0 | 112.0 | 股息收益率 | 0.0% | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 144.5 | 480.3 | 480.9 | 534.9 | 599.3 | | | | | | |
| 股东权益 | 228.1 | 591.9 | 592.8 | 646.8 | 711.2 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 净利润 | 55.5 | 39.6 | 55.0 | 67.5 | 80.5 | EPS(元) | 0.50 | 0.35 | 0.49 | 0.60 | 0.72 |
| 加:折旧和摊销 | 9.5 | 13.9 | 10.1 | 10.1 | 10.1 | BVPS(元) | 2.04 | 5.29 | 5.29 | 5.77 | 6.35 |
| 资产减值准备 | 1.8 | 3.5 | - | - | - | PE(X) | 32.0 | 44.8 | 32.3 | 26.3 | 22.0 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 7.8 | 3.0 | 3.0 | 2.7 | 2.5 |
| 财务费用 | 1.7 | 1.1 | -0.1 | 0.1 | 0.2 | P/FCF | -154.5 | -37.2 | -11.4 | -140.8 | 377.1 |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | P/S | 5.5 | 6.0 | 3.5 | 2.3 | 1.9 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | - | 33.6 | 24.8 | 20.5 | 17.4 |
| 营运资金的变动 | -11.6 | -46.3 | -59.2 | -91.3 | -59.5 | CAGR(%) | 6.8% | 26.6% | 4.0% | 6.8% | 26.6% |
| 经营活动产生现金流量 | 45.0 | 16.3 | 5.7 | -13.6 | 31.4 | PEG | 4.7 | 1.7 | 8.0 | 3.9 | 0.8 |
| 投资活动产生现金流量 | -43.8 | -68.7 | -0.1 | - | - | ROIC/WACC | 11.5 | 5.0 | 5.3 | 3.7 | 3.9 |
| 融资活动产生现金流量 | -13.1 | 327.7 | -5.0 | 2.2 | 2.2 | REP | - | 1.2 | 0.7 | 0.8 | 0.7 |

数据来源: 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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

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 | 张勤 | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 黄方禅 | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| | 潘冬亮 | 010-59113590 | pandl@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

