



销量和毛利率继续提升

——利源精制（002501）年报点评

2014年03月21日

强烈推荐/维持

利源精制

财报点评

张方	分析师 zhangfang@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480512040003 010-66554023
----	------------------------------	--

事件:

公司公布2013年年报，全年实现营业收入18.78亿元，同比增长23.32%；归属上市公司股东净利润2.9亿元，同比增长43.51%；基本每股收益0.68元。利润分配方案为每10股发现金股利1.3元（含税）。2013年Q4净利润7171万元，同比增长91.75%。

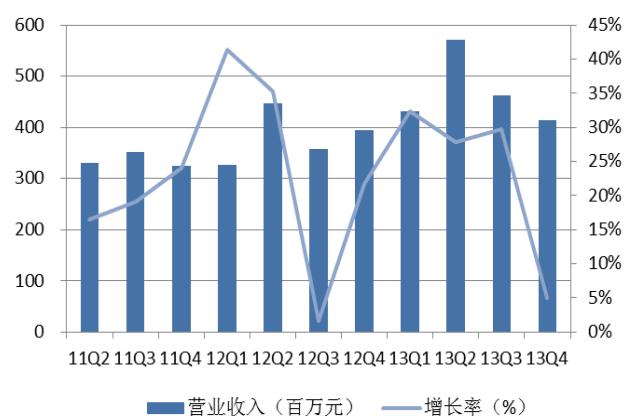
公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	446.54	356.72	394.03	430.93	570.62	462.85	413.6
增长率（%）	35.27%	1.70%	21.68%	32.34%	27.79%	29.75%	4.97%
毛利率（%）	24.95%	27.38%	25.06%	25.69%	27.36%	23.04%	29.35%
期间费用率（%）	8.24%	8.95%	13.03%	9.27%	8.82%	5.90%	8.88%
营业利润率（%）	16.30%	18.38%	11.48%	15.93%	18.37%	17.18%	19.95%
净利润（百万元）	67.93	57.23	37.40	60.05	90.38	67.82	71.71
增长率（%）	53.43%	22.56%	51.05%	52.06%	33.05%	18.49%	91.75%
每股盈利（季度，元）	0.36	0.31	0.20	0.32	0.19	0.14	0.15
资产负债率（%）	53.26%	57.53%	60.44%	64.06%	35.53%	30.24%	32.43%
净资产收益率（%）	5.14%	4.15%	2.63%	4.05%	3.06%	2.25%	2.32%
总资产收益率（%）	2.40%	1.76%	1.04%	1.45%	1.98%	1.57%	1.57%

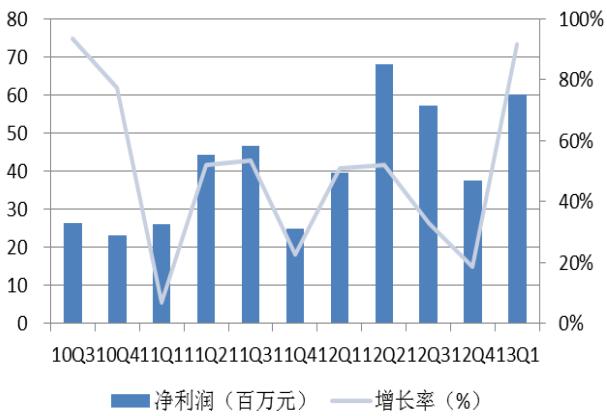
观点:

- **销量和毛利率双升、财务费用下降是2013年业绩大幅增长的原因。**公司主要产品为铝建筑型材、工业型材和深加工材，2013年在铝均价下跌7%的情况下，公司营业收入同比增长23%，主要得益于IPO项目“特殊铝型材及铝型材深加工项目”的全面投产，产能瓶颈打开；利润增幅达到43.5%，主要原因是产品结构改善，毛利提升1.36个百分点，达26.35%；另一方面，公司上半年完成定增，下半年财务费用节省约4000万元。
- **公司是国内极具竞争力的铝加工企业。**经过多年的耕耘和积累，公司产品已经全面进入建筑装修、轨道交通、机械制造、电子电力、石油化工、特殊型材六大领域。公司的主要竞争力主要体现在发展模式、设备与技术、产品品质、客户、管理等方面，以及由此带来的积极反馈。
- **项目有序进展，接力盈利增长。**报告期内，《轨道交通车体材料深加工》项目土建工程全部竣工，除16000

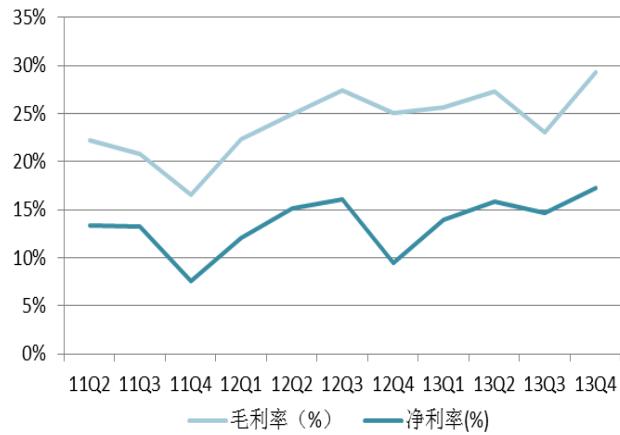
吨挤压生产线和部分深加工设备外，其他设备均已到厂，并进行安装调试。《特殊铝型材及铝型材深加工项目》和《大截面交通运输铝型材项目》建设内容圆满完成，并顺利投产，达到预期效益；轨道交通车体材料深加工项目预期2014年底投产。

图 1：单季度营业收入及增长率变化


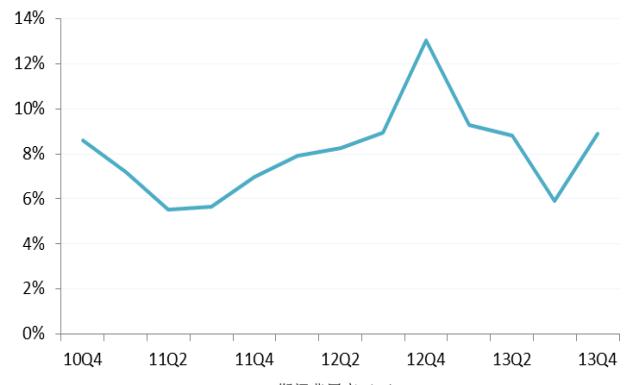
资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：单季度净利润及增长率变化


资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：单季度毛利率、净利率变化


资料来源：公司公告，东兴证券

图 4：单季度期间费用率变化


资料来源：公司公告，东兴证券

结论：

我们预计公司2014-2016年每股收益0.83、1.08、1.37元，对应动态PE分别为17、13、10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，给予公司6个月目标价18元，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。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
流动资产合计	1467	1578	1254	1316	1805	营业收入	1523	1878	2134	2495	2939			
货币资金	1075	1284	1067	1247	1872	营业成本	1142	1383	1565	1805	2088			
应收账款	60	63	70	82	97	营业税金及附加	3	6	7	9	10			
其他应收款	0	1	1	1	1	营业费用	9	7	11	12	15			
预付款项	258	142	15	-131	-299	管理费用	38	39	49	57	68			
存货	68	83	94	109	126	财务费用	99	109	47	18	4			
其他流动资产	1	0	0	0	0	资产减值损失	3.43	-1.33	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	2133	2999	2881	2776	2614	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	749.81	1115.6	1900.7	2225.3	2306.6	营业利润	229	336	454	593	754			
无形资产	68	66	60	53	46	营业外收入	11.44	10.40	10.00	10.00	10.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.87	2.06	2.00	2.00	2.00			
资产总计	3600	4577	4135	4092	4419	利润总额	238	344	462	601	762			
流动负债合计	1613	1107	480	198	223	所得税	36	54	72	94	119			
短期借款	1231	968	327	13	0	净利润	202	290	390	507	643			
应付账款	46	111	64	74	86	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	11	8	25	45	68	归属母公司净利润	202	290	390	507	643			
一年内到期的非流	213	41	0	0	0	EBITDA	387	528	639	757	921			
非流动负债合计	563	378	379	379	379	BPS (元)	1.08	0.68	0.83	1.08	1.37			
长期借款	370	279	279	279	279	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
负债合计	2176	1484	859	577	602	成长能力								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-18.9%	23.3%	13.61%	16.93%	17.80%			
实收资本(或股本)	187	468	468	468	468	营业利润增长	-30.7%	385.7%	35.42%	30.57%	27.16%			
资本公积	790	1922	1922	1922	1922	归属于母公司净利润	34.6%	244.7%	34.58%	30.04%	26.79%			
未分配利润	390	610	699	816	964	获利能力								
归属母公司股东权	1424	3092	3262	3501	3803	毛利率 (%)	25.00%	26.35%	26.63%	27.66%	28.96%			
负债和所有者权	3600	4577	4121	4078	4406	净利润率 (%)	13.27%	15.44%	18.29%	20.34%	21.89%			
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润 (%)	5.61%	6.34%	9.44%	12.40%	14.56%			
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	14.19%	9.38%	11.96%	14.49%	16.92%			
经营活动现金流	552	805	738	821	983	偿债能力								
净利润	202	290	390	507	643	资产负债率 (%)	60.44%	32.43%	20.84%	14.16%	13.67%			
折旧摊销	59.00	83.33	0.00	145.30	161.99	流动比率	0.91	1.43	2.61	6.64	8.10			
财务费用	99	109	47	18	4	速动比率	0.87	1.35	2.42	6.09	7.53			
应付帐款的变化	0	0	-47	10	12	营运能力								
预收帐款的变化	0	0	17	20	24	总资产周转率	0.52	0.46	0.49	0.61	0.69			
投资活动现金流	-1018	-808	-20	-40	0	应收账款周转率	37	31	32	33	33			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	48.99	23.92	24.27	36.03	36.74			
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	1.08	0.68	0.83	1.08	1.37			
筹资活动现金流	825	525	-934	-601	-359	每股净现金流(最新)	1.92	1.12	-0.46	0.39	1.33			
短期借款	1231	968	327	13	0	每股净资产(最新摊	7.61	6.61	6.97	7.48	8.13			
长期借款	370	279	279	279	279	估值比率								
普通股增加	0	281	0	0	0	P/E	13.13	20.85	17.01	13.08	10.31			
资本公积增加	0	1132	0	0	0	P/B	1.86	2.15	2.03	1.90	1.74			
现金净增加额	359	522	-217	181	625	EV/EBITDA	8.78	12.58	9.66	7.51	5.48			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张方

经济学硕士，工学学士，新材料、有色金属行业高级分析师，2012年3月加盟东兴证券，2011年“天眼”明星分析师第五名。

联系人简介

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。本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。