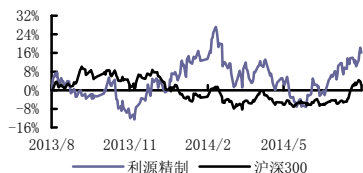


原材料 - 有色

2014 年 8 月 8 日

市场数据	2014 年 8 月 7 日
当前价格 (元)	15.10
52 周价格区间 (元)	11.37-16.53
总市值 (百万)	7066.80
流通市值 (百万)	5068.39
总股本 (百万股)	468.00
流通股 (百万股)	335.66
日均成交额 (百万)	72.92
近一月换手 (%)	63.52%
Beta (2 年)	
第一大股东	王民
公司网址	http://www.liyuanlye.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
利源精制	103.13	173.20	242.06%
沪深 300	8.47%	9.54%	3.03%

周宏

执业证书号: S1030511010002

0755-83199424

zhouhong@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 周宏, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

利润增加主要源于建筑用材增长明显

—利源精制 (002501) 2014 年中报点评

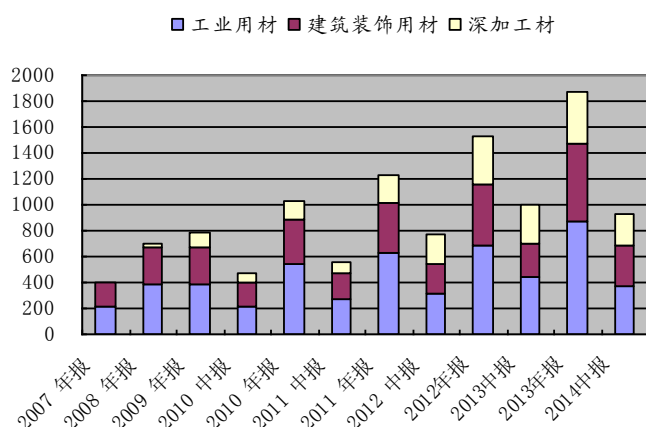
评级: 买入 (维持)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1878	2080	2430	2800
净利润 (百万元)	289	417	496	587
每股收益 (元)	0.62	0.89	1.06	1.25
净利润增长率%	43%	42	19%	18%
市盈率	25	17	15	12

资料来源: 世纪证券研究所

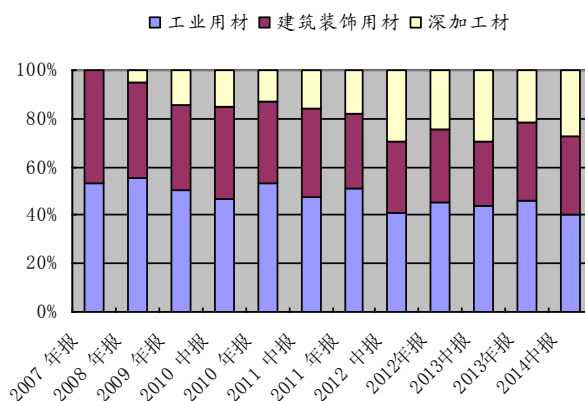
- **2014 年上半年收入下降 7%, 净利润增长 41%。**2014 年上半年实现销售收入 9.31 亿元, 同比下降 7.01%; 营业利润 2.45 亿元, 同比增长 41.01%; 利润总额 2.51 亿元, 同比上涨 40.32%; 实现归属于母公司股东的净利润 2.12 亿元, 同比增长 40.66%; 基本每股收益 0.45 元。2014 年 1-9 月净利润预计变动幅度为 30%-50%。
- **铝价下跌导致收入下降, 同期加工费上升, 导致毛利率显著上升。**公司产品定价模式为“铝锭基价+加工费”, 公司利润来源为加工费, 沪铝去年上半年价格约 1.4 万元/吨左右, 今年上半年约 1.3 万元/吨左右, 导致收入下降, 同期毛利率也由 2013 年的 26%, 显著上升到 33%。净利润的增长与公司产品销量增加、加工费上升, 以及财务费用下降有关。
- **分产品来看, 建筑材利润贡献突出。建筑材的利润占比由 24% 拉长到 32%。**在铝价下跌 10% 的背景下, 根据公司提供的收入和利润数据粗算, 公司建筑材的销量预计增加了 25% 左右。这可能与东北地区房地产业发展速度较快, 带动了建筑铝型材需求的快速增长有关, 尤其是北方地区因气温因素, 对建筑节能标准高, 对高品质节能建筑铝型材门窗需求日益提高。
- **募投项目投产使公司产能已具备, 未来增长速度看新订单。**公司非公开发行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。产能由 6 万吨增加到 8 万吨, 预计未来产能将增加到 11 万吨左右。另外, 公司 IPO 项目“特殊铝型材及铝型材深加工项目”、“大截面交通运输铝型材深加工项目”将提高产品加工费, 提升公司毛利率。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2014-2016 年动态 PE 分别为 17 倍、15 倍和 12 倍, 公司估值水平偏低, 结合公司行业地位与可成长性预期, 维持“买入”评级。
- **风险因素。**项目建设慢于预期、新产能投产初期开工率不达预期。

Figure 1 主营收入 (单位: 百万元)



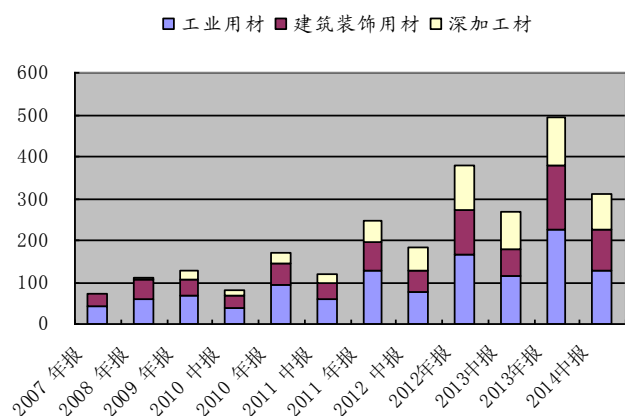
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 2 各产品对主营收入的贡献度 (%)



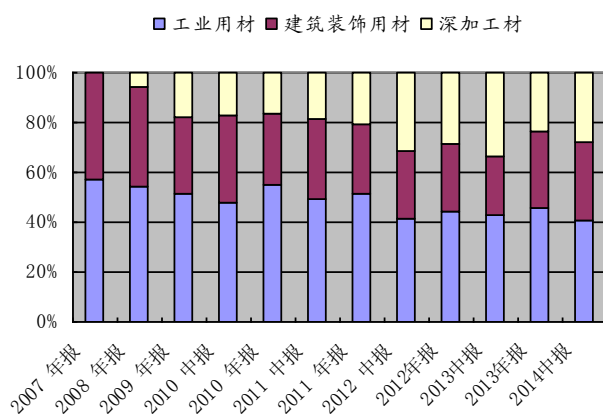
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 3 主营利润 (单位: 百万元)



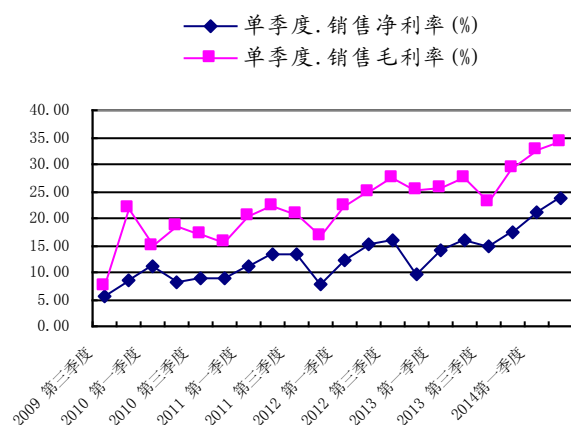
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 4 各产品对主营利润的贡献度 (%)



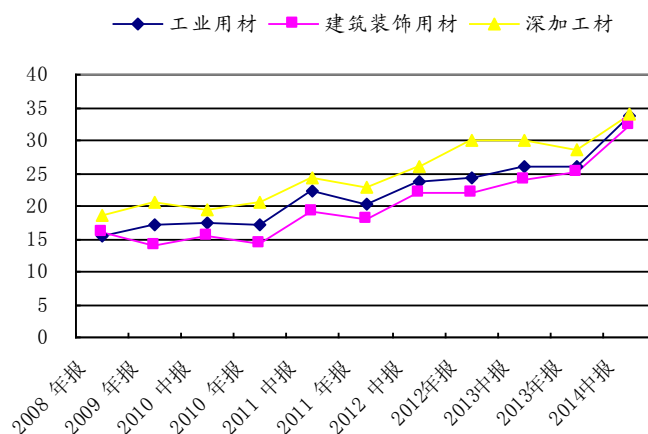
资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 5 单季度毛利率与净利率 (%)



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 6 各产品毛利率情况



资料来源: WIND 世纪证券研究所

盈利预测

假设条件:

- 1、2014-2016 年销量分别为 8.0\9.0\10.0 万吨。
- 2、未来三年,由于深加工产品的占比增加,加工费不断走高。
- 3、所得税率不变。

Figure 7 盈利预测

	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入(百万元 人民币)	1878	2080	2430	2800
营业成本(百万元 人民币)	1383	1442	1688	1950
营业税金及附加(百万元 人民币)	6	9	10	10
销售费用(百万元 人民币)	7	9	9	9
管理费用(百万元 人民币)	39	45	50	50
财务费用(百万元 人民币)	109	85	90	90
营业利润(百万元 人民币)	336	490	583	691
加: 营业外收支(百万元 人民币)	11	0	0	0
利润总额(百万元 人民币)	346	490	583	691
减: 所得税(百万元 人民币)	54	74	87	104
净利润(百万元 人民币)	292	417	496	587
每股收益: (元)	0.62	0.89	1.06	1.25

资料来源: WIND 世纪证券研究所

盈利预测与估值。预计公司 2014-2016 年动态 PE 分别为 17 倍、15 倍和 12 倍, 公司估值水平偏低, 结合公司行业地位与可成长性预期, 维持“买入”评级。

风险因素分析

经济下滑需求不振; 新项目进展不利。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.