

利源铝业（002501）

有色金属冶炼与加工/有色金属

发布时间：2012-08-15

报告类型 / 公司动态报告

推荐

上次评级：推荐

业绩符合预期，维持推荐评级

报告摘要：

公司业绩符合预期。报告期内，公司实现营业收入 77,217 万元，较上年同期增长 37.79%；实现营业利润 11,804 万元，较上年同期增长 46.01%；归属于上市公司股东的净利润为 10,742 万元，较上年同期增长 52.19%。EPS，0.57 元，同比增长 50%。完全符合我们之前的预期。**公司利润增长较快，在铝加工行业当中独树一帜，**其主要原因有：1. 公司产能进入释放期，4500T 挤压机，已于上半年正式投产，10000 吨挤压机预计也将在 7 月 31 日达到预定使用状态。2. 公司产品结构向高端化演进，深加工产品的比例提升，同时，各产品的毛利率都有所上升。

经营性现金流状况良好。公司上半年经营活动产生的现金流量净额达 2.16 亿元，同比增长 58.79%，高于净利润的 1.07 亿元。公司的应收减少，应付增加。

成本抬升，费用率提高。在生产成本方面，公司折旧由上年同期的 2049 万元提升至 2514 万元，与此同时，公司的人员工资由 1019 万元提升至 2118 万元。随着公司事先推进轨道交通车体材料深加工项目，公司长期借款增加了 1 亿元，短期借款增加了 1.2 亿元，并采用融资租赁融资 2 个多亿。这使得公司的财务费用及财务费用率迅速提升。此外，公司的管理费用也有所增加，但费用率下降。

盈利预测与评级：公司业绩下半年仍将保持较快的增长势头，公司披露预计 1-9 月份净利润增速介于 40-60% 之间。我们预计，2012 年到 2013 年，公司的业绩分别为 1.11 元、1.49 元，同比增长 47% 和 34%，对应 2012 年 16 倍、2013 年 12 倍 PE。成长性好，估值低，我们维持公司的推荐评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；小非解禁风险；客户与市场风险；产能释放与项目建设风险；非公开增发审批等风险。

股票数据	2012/8/14
收盘价(元)	17.75
12个月股价区间(元)	14.91~28.55
总市值(百万元)	3,323
总股本(百万股)	187
A股(百万股)	187
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	-4%	-37%
相对收益	4%	6%	-19%

相关报告

《利源铝业一季报点评：业绩同比增长 52%，维持推荐评级》

2012-4-17

《利源铝业非公开增发点评：增发驶上新轨道》

2012-1-10

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,026	1,235	1,580	1,870	2,297
(+/-)%	31%	20%	28%	18%	23%
净利润	93	142	208	278	383
(+/-)%	74%	52%	47%	34%	38%
每股收益(元)	1.00	0.76	1.11	1.49	2.04
市盈率	17.8	23.4	16.0	11.9	8.7
市净率	1.46	2.65	2.33	2.00	1.65
净资产收益率(%)	8.2%	11.3%	14.6%	16.7%	19.0%
股息收益率(%)	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
总股本(百万股)	94	187	187	187	187

证券分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002
(021)20361131 chenbh@nesc.cn

公司业绩符合预期。报告期内，公司实现营业收入 77,217 万元，较上年同期增长 37.79%；实现营业利润 11,804 万元，较上年同期增长 46.01%；归属于上市公司股东的净利润为 10,742 万元，较上年同期增长 52.19%。EPS, 0.57 元，同比增长 50%。完全符合我们之前的预期。

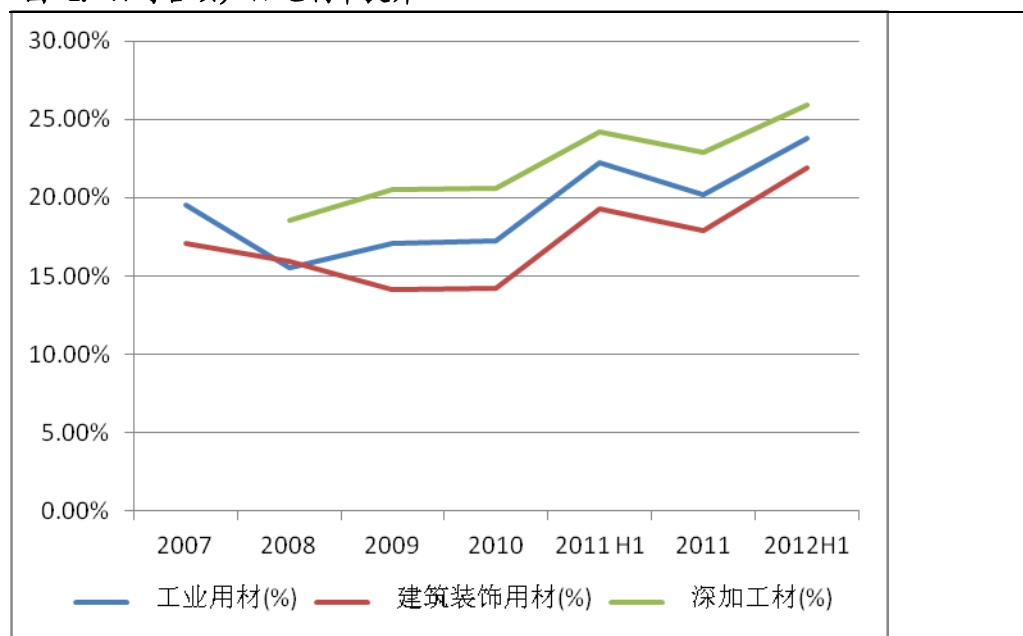
业绩增长的主要原因是产能增长、产品高端化和毛利率的提升。

在产能方面：公司首次公开发行股票募投项目的陆续投产，使公司生产能力得到了提高。其中，公司特殊铝型材及铝型材深加工项目中的 4500 吨挤压机已于上半年投产，而深加工设备也都投入运营。大截面交通运输铝型材深加工项目中的 10000 吨挤压机预计也将在 7 月 31 日达到预定使用状态。

在产品结构优化方面：上半年，公司获得了中建江苏的工字铝订单，拓展了深加工业务，使深加工业务在营收中的占比从上年同期的 16% 提升到了 29%，并贡献了 32% 的毛利润。

在毛利率方面：上半年公司综合毛利率达到了 23.87%，较去年同期上升了 2.39%，各个产品的毛利率都有提升，例如工业材毛利率由 22.26% 提升至 23.82%，建筑材毛利率由 19.26% 提升至 21.90%，深加工材毛利由 24.20% 提升至 25.93%。

图 1：公司各项产品毛利率提升



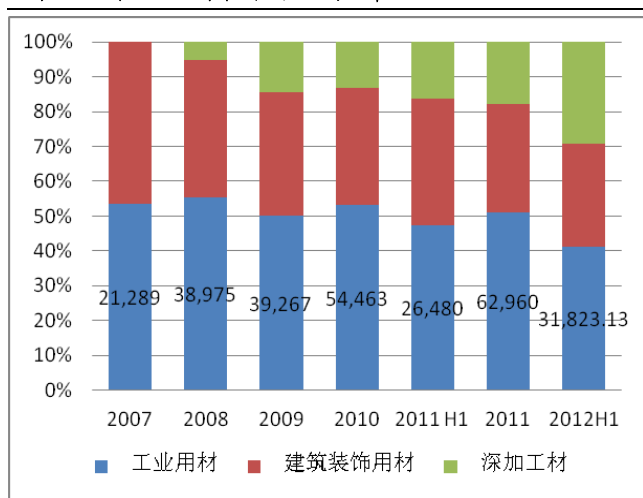
数据来源：东北证券，Wind

经营性现金流状况良好。公司上半年经营活动产生的现金流量净额达 2.16 亿元，同比增长 58.79%，高于净利润的 1.07 亿元，公司的应收减少，应付增加。

成本抬升，费用率提高。在生产成本方面，公司折旧由上年同期的 2049 万元提升至 2514 万元，与此同时，公司的人员工资由 1019 万元提升至 2118 万元。

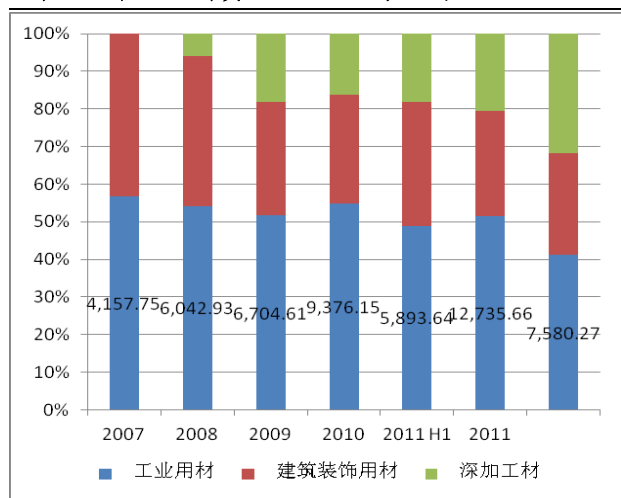
财务费用提升。随着公司事先推进轨道交通车体材料深加工项目，公司长期借款增加了 1 亿元，短期借款增加了 1.2 亿元，并采用融资租赁融资 2 个多亿。这使得公司的财务费用及财务费用率迅速提升。此外，公司的管理费用也有所增加，但费用率下降。

图 2: 深加工材营收占比提升



数据来源: 东北证券

图 3: 深加工材贡献了 32% 的毛利

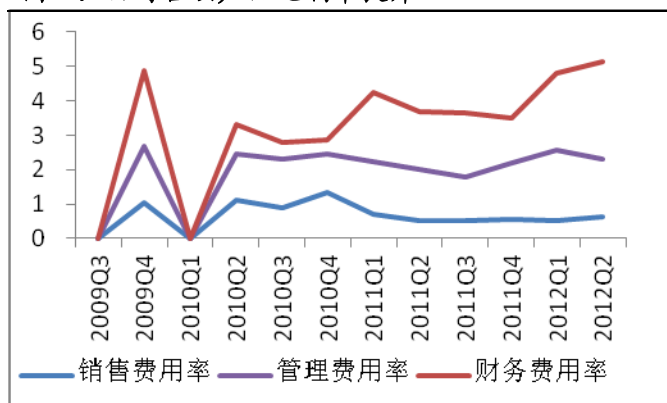


数据来源: 东北证券

盈利预测与评级: 公司业绩下半年仍将保持较快的增长势头, 公司披露预计 1-9 月份净利润增速介于 40-60% 之间。我们预计, 2012 年到 2013 年, 公司的业绩分别为 1.11 元、1.49 元, 同比增长 47% 和 34%, 对应 2012 年 16 倍、2013 年 12 倍 PE。成长性好, 估值低, 我们维持公司的推荐评级。

风险提示: 行业竞争加剧风险。小非解禁风险; 客户与市场风险; 产能释放与项目建设风险; 非公开增发审批等风险。

图 4: 公司各项产品毛利率提升



数据来源: 东北证券, Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	364	367	320	467
交易性金融资产	0	367	320	467
应收款项	22	40	66	64
存货	95	86	123	129
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,146	1,111	1,157	1,181
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	546	1,046	1,246	2,246
无形资产	9	9	9	9
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	1,085	1,416	1,718	2,070
资产总计	2,231	2,527	2,875	3,250
短期借款	510	565	602	454
应付款项	17	23	21	33
预收款项	4	5	6	7
一年内到期的非流动负债	40	40	50	210
流动负债合计	571	683	731	761
长期借款	370	420	480	480
其他长期负债	37	0	0	0
长期负债合计	74	0	0	0
负债合计	978	1,103	1,211	1,241
归属于母公司股东权益合计	1,253	1,423	1,664	2,010
少数股东权益	0	0	0	0
负债和股东权益总计	2,231	2,527	2,875	3,250

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,235	1,580	1,870	2,297
营业成本	988	1,224	1,416	1,704
营业税金及附加	8	11	13	16
资产减值损失	-0.17	1.16	0.75	3.95
销售费用	7	9	10	13
管理费用	27	34	41	50
财务费用	43	60	67	65
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	162	240	323	446
营业外收支净额	4.50	4.50	4.50	4.50
利润总额	166	245	327	450
所得税	24	37	49	68
净利润	142	208	278	383
归属于母公司净利润	142	208	278	383
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	142	208	278	383
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	44	68	98	149
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	43	60	67	65
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	-326	57	-93	140
其他	0	0	0	0
经营活动净现金流量	-88	392	348	738
投资活动净现金流量	-732	-395	-395	-499
融资活动净现金流量	263	6	1	-92
企业自由现金流	-1,090	-14	-59	227

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.76	1.11	1.49	2.04
每股净资产 (元)	6.69	7.60	8.89	10.73
每股经营性现金流量 (元)	-0.47	2.10	1.86	3.94
成长性指标				
营业收入增长率	20.4%	27.9%	18.4%	22.8%
净利润增长率	51.7%	46.8%	33.8%	37.6%
盈利能力指标				
毛利率	20.0%	22.5%	24.3%	25.8%
净利率	11.5%	13.2%	14.9%	16.7%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	11	7	10	10
存货周转率 (次)	27	27	27	27
偿债能力指标				
资产负债率	43.8%	43.7%	42.1%	38.2%
流动比率	2.01	1.63	1.58	1.55
速动比率	1.84	1.50	1.41	1.38
费用率指标				
销售费用率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用率	3.5%	3.8%	3.6%	2.8%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
估值指标				
P/E (倍)	23.45	15.98	11.94	8.68
P/B (倍)	2.65	2.33	2.00	1.65
P/S (倍)	2.69	2.10	1.78	1.45
净资产收益率	11.3%	14.6%	16.7%	19.0%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760