



何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

瞄准中国扩张, 高成长亦可期

——怡球资源 (601388) 调研简报

证券研究报告-公司调研

买入 (调升)

发布日期: 2013 年 1 月 25 日

报告关键要素:

未来公司将业务拓展中心放在中国, 利用强有力的竞争优势扩大中国市场份额, 实现产能产量再上新台阶。随着经济和行业复苏, 以及中国废铝原料进入高速增长期, 公司规模推动业绩高速增长可期。

事件:

- 近期实地调研了怡球资源, 与公司总经理陈镜清先生进行了深入交流。

点评:

- 2010年以来再生铝行业经营环境持续恶化。2010年以来中国再生铝行业经历了两次大的经营考验, 以行业龙头企业怡球资源为例, 毛利率水平经历了两次大幅下降, 从2009年最高的21.32%, 降至2010年的15.16%, 下降6个百分点左右; 从2011年的10.86%, 降至2012年第三季度的6.67%, 下降4个百分点左右。效益持续下滑主要原因是第一阶段内外废铝价格倒挂, 第二阶段需求放缓竞争加剧。

其一、2010年初-2011年中, 期间内外原铝价格出现较大幅度倒挂, 国外价格水平明显高出国内数千元不等, 原铝是废铝价格参考标准。由于当前国内再生铝原料对外依存度在60%以上, 价格倒挂导致中国再生铝行业效益快速下滑。

图1: 内外铝价及其价差

单位: 元/吨

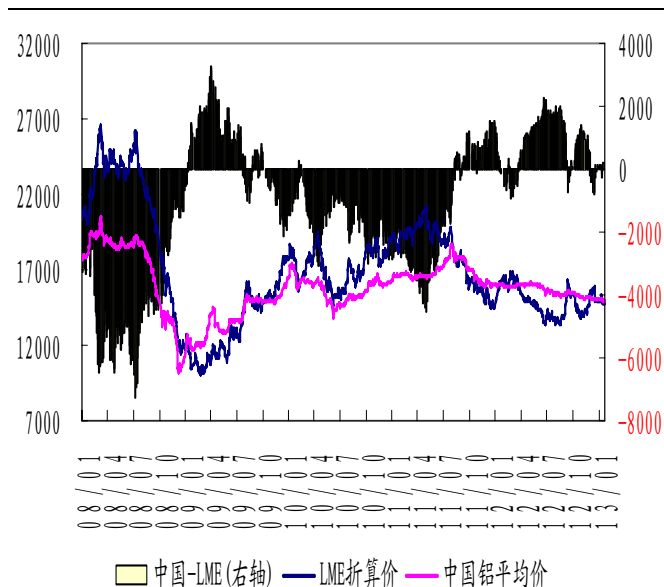
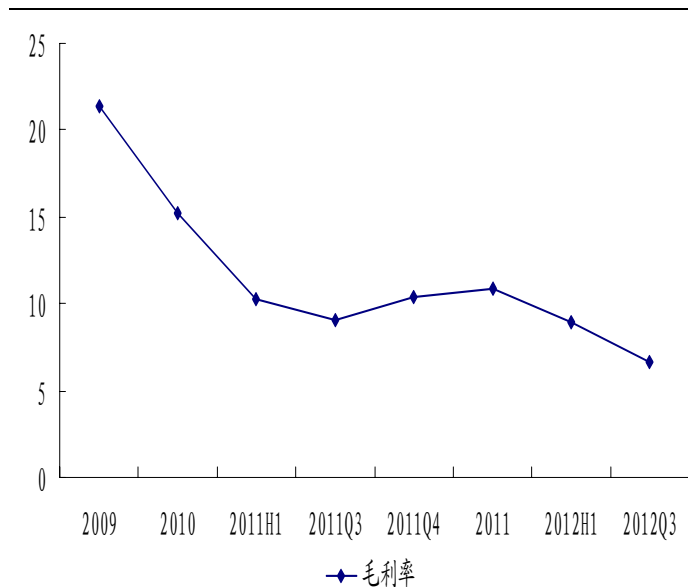


图2: 怡球资源毛利率

单位: %



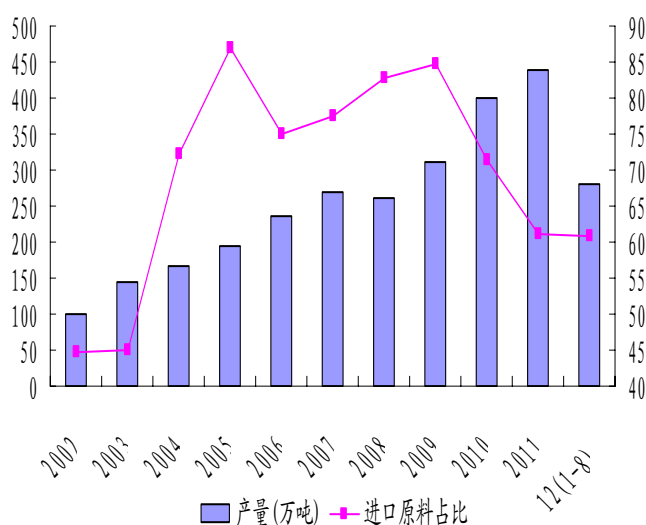
资料来源: wind资讯

资料来源: 公司公告

其二、2011年以来再生铝行业量价齐跌。2011年中国经济增速并未企稳而持续下滑，2011年3月份日本发生地震并引发核泄漏、2012年随着钓鱼岛事件升级，中日贸易受到冲击。受各种负面因素叠加影响，中国再生铝产量、表观消费量和出口增速大幅回落，其中2012年1-8月份产量为280万吨，同比增长降至个位数4%；表观消费量236万吨，同比增长也降至个位数7.28%；出口为44万吨，同比下降-10.63%，08年金融危机之后再次出现负增长。再生铝行业需求回落，使得行业内部展开了一场惨烈的加工费价格战，导致龙头企业或盈利能力大幅下滑或限产，甚至个别前十大型企业倒闭，小企业迎来关停限潮。

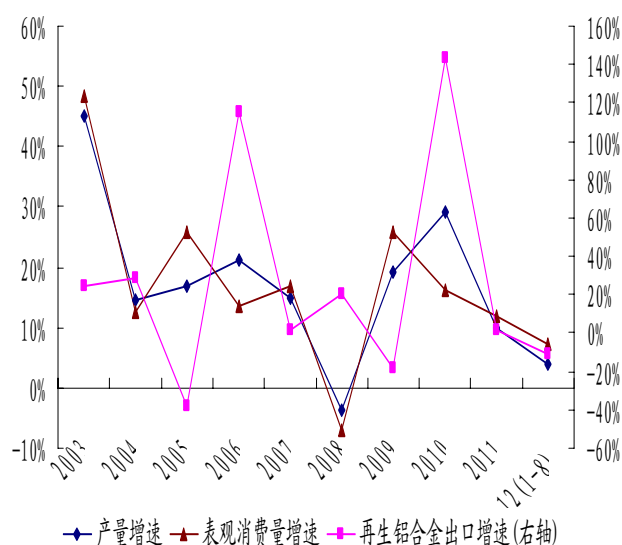
图3：中国废铝产量及其增速

单位：吨、%



资料来源：wind资讯

图4：再生铝产量、表观消费量和出口增速 单位：%



资料来源：wind资讯

图5：中国废铝合金价格

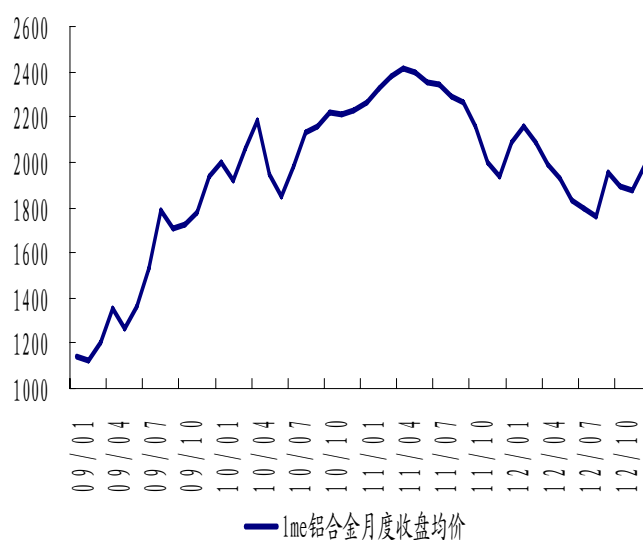
单位：元/吨



资料来源：wind资讯

图6：LME铝合金价格

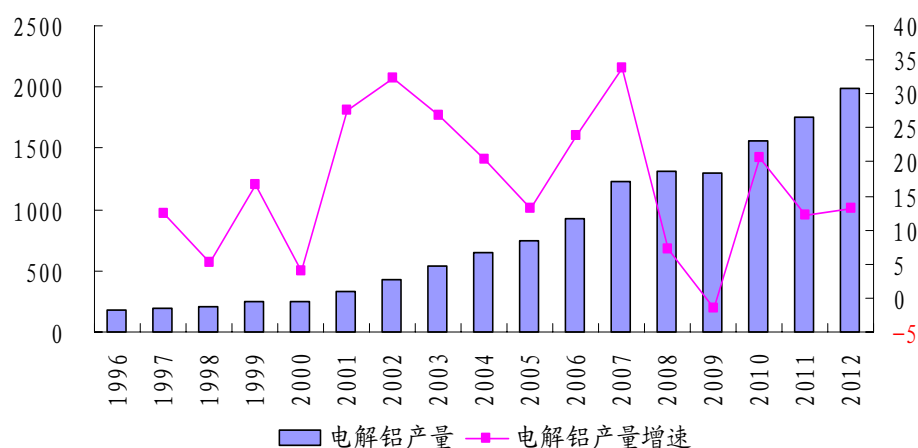
单位：美元/吨



资料来源：wind资讯

- **再生铝行业前景仍然光明。**中国再生铝行业主要由外资、民企组成，市场化程度非常高，行业平均年回报率达到了均衡水平。行业前景仍然光明主要表现在以下两方面：其一、随着行业复苏以及打击偷税漏税、节能环保方面规范化发展，行业毛利率水平有望恢复到10%以上的水平；其二、中国废铝产量将进入高速增长期，一般原铝使用周期为15年，2001年起中国进入了原铝消费高峰期，按照15年使用周期，十二五末废铝产量将迎来高速增长周期。

图7：中国电解铝产量及其增速 单位：万吨、%



资料来源：wind资讯

- **2012年下半年公司经营效益见底。**受内外经济体下游行业需求放缓影响，行业竞争加剧，公司经营效益下滑，预计2012年下半年达到底部。2012年前三季度实现营业收入42.23亿元，同比增长6.75%，归属上市公司股东净利润1.15亿元，同比下降47.49%。2012年行业竞争加剧，个别龙头企业产能利用率大致为20%，部分企业出现关停，而公司仍然保持满负荷运行，再生铝合金锭产量大致增长7%左右。

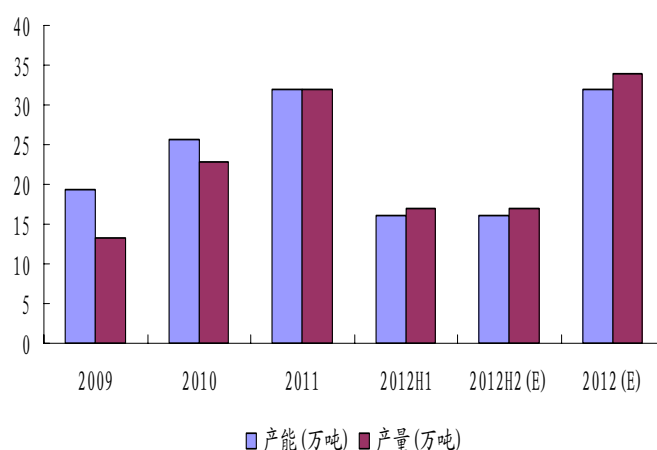
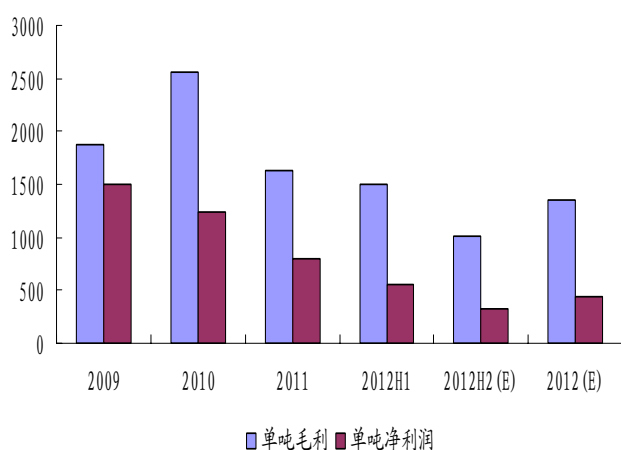
但是单吨的毛利和净利润出现较大回落，根据测算2011年单吨毛利为1634元/吨，2012年上半年为1493元/吨，下半年降为1018元/吨；相应的2011年单吨净利润为794元/吨，2012年上半年为552元/吨，下半年降至323元/吨。总体来说，行业景气度低迷，价格战加剧有利于行业洗牌，优势企业能够获得更大的市场份额，随着行业复苏和规范发展，盈利能力能够恢复到合理水平。

图8：公司单吨毛利和净利润

单位：元/吨

图9：公司产能产量

单位：吨

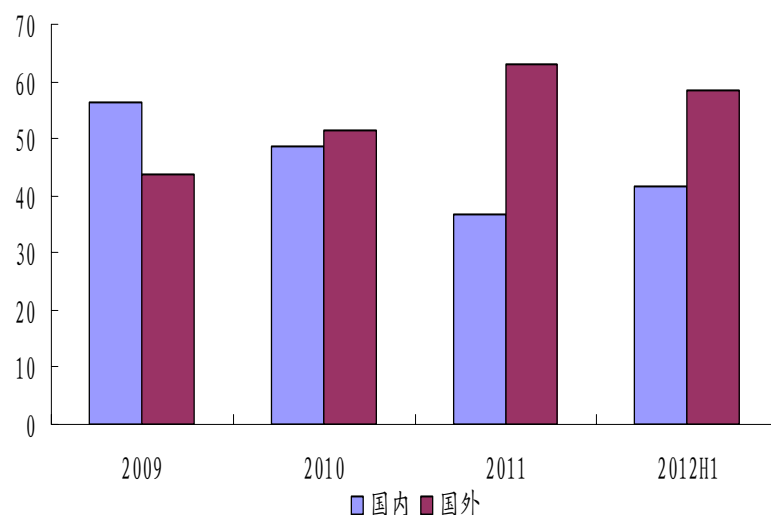


资料来源：公司公告、中原证券估算

资料来源：公司公告、中原证券估算

- **瞄准中国市场，准备逆势扩张。**2012年4月份公司完成上市之后，由于中国经济增速持续放缓，募投项目27万吨异地产能扩张进度有所滞后，预计2013年该募投项目将建成，2015年能够全面达产。同时考虑到中国经济未来增长潜力，以及庞大的原料和需求市场，预计公司将充分发挥原料采购，自动化分选和冶炼等方面的优势，进一步扩大产能，大幅度提高在中国市场份额。

图10：公司铝合金销售收入分布 单位：%



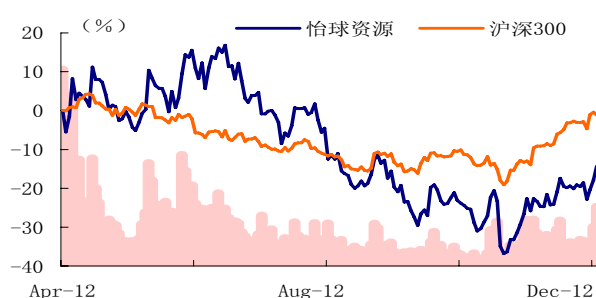
资料来源：公司公告

- **给予公司“买入”的评级。**预计2012-2013年EPS为0.36元和0.48元，按照1月25日收盘价11.70元，对应PE为32.50倍和24.38倍，估值水平基本合理，考虑到行业景气度见底，同时公司利用自己强有力的竞争优势拟大幅提高中国市场份额，未来公司具备高成长性，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**行业价格战进一步加剧，公司扩大中国市场份额未达预期。



利润表	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	540,343.07	536,808.85	524,326.32
减 营业成本	486,481.03	493,385.05	475,488.77
营业税费	3.86	5.37	5.24
销售费用	5,206.87	5,368.09	5,243.26
管理费用	13,450.19	15,030.65	14,681.14
财务费用	-2,159.91	5,251.52	5,106.29
资产减值损失	1,874.45	600.00	600.00
加 公允价值变动收益	104.86	0.00	0.00
投资收益	579.84	130.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00
营业利润	36,171.27	17,298.17	23,201.62
加 营业外收入	496.61	830.00	500.00
减 营业外支出	192.93	100.00	200.00
利润总额	36,474.95	18,028.17	23,501.62
减 所得税	5,888.70	3,064.79	3,995.28
净利润（含少数股东权益）	30,586.25	14,963.38	19,506.35
减 少数股东权益	45.30	22.45	29.26
归属与母公司所有者的净利润	30,540.95	14,940.93	19,477.09
基本 EPS	1.00	0.36	0.48

个股相对沪深 300 指数走势



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。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。