资源再生可期待，开创节能新篇章

--怡球资源新股简评报告

怡球资源
601388

公司是中国铝资源再生领域的龙头企业之一。公司主营业务是将回收的来源于废旧汽车、建材、电器、机械、包装、设备等及生产过程中产生的铝渣、边角料等各方面的废铝资源，进行分选、熔炼、浇注等生产工序，制造出各种成分和型号的铝合金锭,并广泛应用于汽车、电器、机械、建筑、电力、交通、计算机、包装、五金等多个领域。公司的产品质量符合国际市场的标准(铝合金锭产品在 LME 注册并能实际交割销售)，并销往国内及亚欧美等国外地区。

铝再生行业能耗低、壁垒高、获得国家扶持。传统的原铝生产有高能耗、高污染、高排放的“三高”特性，再生铝由于主要采用回收的废旧铝作为原料(废铝占主营业务成本的比重在80%以上)，具有能源消耗低、资源耗费低、污染物排放低、建设资金低和再生铝的生产成本低等“五低”特性。同时，国家发改委 2007 年公布的《铝行业准入条件》规定了最低行业规模，提高了行业的规模和资金门槛，该行业在原材料采购和技术方面的壁垒也较高，限制了竞争者进入。另外，由于行业“五低”的特性，2011年国家发展和改革委员会颁布的《产业结构调整指导目录》中，再生有色金属被明确列入鼓励类目录，享受高新技术企业所得税15%的优惠税率政策。

铝加工行业下游需求不振，行业毛利率不高。铝再生行业的下游需求与普通铝锭及铝加工产品类似，主要应用在建筑、运输、机电设备、电力和耐用品等方面。由于下游需求不振，铝加工行业整体供过于求。近年来，我国铝行业的毛利率呈逐年下滑的趋势。以 2011 年为例，在宏观经济增速下滑、货币紧缩和原料铝价格上涨的三的双重压力下，铝板块的业绩普遍不佳，从已公布的公司年报情况来看，铝行业的毛利率基本维持在 10%左右，公司 2011 年上半年的毛利率亦不到 10%。

公司具有技术及上下游稳定的优势。公司业务分为一般贸易和来料加工两种模式。前者通过国内采购及相关子公司从国外采购废铝等原材料，生产再生铝合金产品，销售给国内企业；后者通过公司控股的子公司和睦公司或金城公司经过公司境外子公司（AME 公司）向国外供应商采购废铝等原材料,然后委托母公司在太仓进行来料加工并支付加工费，最后和睦公司或金城公司将加工后的再生铝合金产品销往海外。总的来说都是从事铝加工业务。公司的主要的看点在一下几个方面:

一. 工艺技术处于行业领先水平。公司是目前国内仅有的三家铝合金锭产品在LME注册并能实际交割销售的生产企业之一，技术水平在国内领

首次	不评级

分析师：鲍庆
投资咨询执业证书编号:
S0630207100035
联系信息:
021-50586660-8642
bq@longone.com.cn

联系人：罗彦明
联系方式:
021-50586660-8614
luoym@ longone.com.cn

日期
分析日期：2012 年 3 月 29 日
发布日期：2012 年 3 月 29 日
调研：无

公司估值

	2011E	2012E	2013E	2014E
EPS	0.74	0.76	1.05	1.31

注：EPS为股本摊薄后数据

先。其中，利用液态循环浸泡原理开发双室熔炼炉，配合永磁搅拌机的使用，这两项技术改进就可以使铝的溶解速度提高6%，热能的利用效率提高2%，回收率提高2%，并大大提高了产品质量。

二．具有完备的采购体系。公司经营废铝采购二十多年，已建立了国际化的废铝采购网络，与国外大型废铝供应商建立了多年的业务互信关系，原材料供应稳定。公司建立了完善的统计数据，充分了解各地废铝的货源情况、各供应商的信誉、材料品质、供应能力和定价特点。经过二十多年的积累，公司采购经验方面的经验亦技高一筹。

三．下游客户需求稳定。公司产品主要供应给汽车、电子电器、五金等领域的客户，公司在行业中积累了多年的知名度和信誉，已成为多家世界知名汽车生产商、电器和电子生产企业及其在中国的合资或独资企业的供应商，如本田、日产、丰田、三菱、飞利浦、东风汽车、盖茨传动、德尔福、博世、松下电器、普利司通等等。公司与上述国际知名客户建立了稳定的合作关系，下游客户需求稳定。

募投项目投资于产能扩张和建设研发中心项目。公司目前公司现有再生铝合金锭产能32万吨，其中国内26.9万吨，国外（马来西亚）5.1 万吨。2010年和2011年上半年，公司的产量分别为22.9万吨和15.3万吨，2011年上半年，公司的销售额中的62%来自国外市场。目前，子公司马来西亚怡球计划以自有资金进行铝合金锭产能扩建项目，其产能将增加至12.60 万吨/年（新增产能7.5万吨，原产能5.10 万吨/年的老旧设备将停产检修），预计2013年初达产。本次计划发行1.05亿股（原有3.05股本亿股），募集资金主要投入到异地扩建废铝循环再生铸造铝合金锭项目和建设研发中心项目，计划投资金额分别为6.66亿元和0.8亿元。其中废铝循环再生铝合金锭项目设计产能为年产铝合金锭27.36万吨，项目建设期为3年，预计2014年底达产，届时，公司铝合金锭总生产能力将达到66.86万吨/年。

表格 1 公司目前状况及发展目标

	公司目前状况	发展目标
太仓基地	2009年，4、5、6号炉投产，产能14.3万吨；2010年下半年，1、2号炉节能减排技改项目完成，年产能12.6万吨。	利用募集资金新增产能27.36万吨
马来西亚基地	现有产能5.1 万吨；设备老旧，技术水平较太仓基地有较大差距	完成技术改造，新增产能7.5万吨；技术水平达到太仓基地现有水平。

资料来源：公司招股说明书

盈利预测。由于公司的盈利模式主要是将废铝进行回收后加工成铝合金锭，赚取加工费，生产周期约为两个月，主要经营成本来自于废铝的收购，所以废铝原材料与铝合金锭产品的市场价格波动趋势是影响公司营业毛利的重要因素，在报告期内，废铝原材料与铝合金锭产品的价格波动趋势基本一致，两者价差基本稳定在4000元左右，因此，当价格处于较低水平时，产品毛利率水平反而会较高。另外，由于废铝原材料成本对产品成本影响的滞后性，在市场价格下降初期，毛利率会下降，而在市场价格上涨初期，毛利率会上升。

图表 1 公司单位铝合金耗铝成本与铝合金价格价差波动情况

数据来源：公司招股说明书 注:占比约为价差与铝合金锭价格比

我们假设 2011 年公司产能利用率为 100%，2012 年产能利用率小幅提高，2013 年公司子公司马来西亚怡球的扩产项目投产（7.5 万吨），同时，旧设备停产检修。2014 年，由于公司幕投项目在年末投产，当年产量亦在 2013 年的基础上小幅提高；由于根据公司重点开拓国内市场的发展目标，假设毛利率在今年的基础上有所增长，三项费用率保持稳定，同时公司在未来几年继续享受税收优惠政策，我们预测 2012 年至 2014 年公司摊薄后的 EPS 分别为 **0.76、1.05 和 1.31 元。**

表格 2 行业相关公司比较

公司名称	2010 年 3 月 27 日收盘价 [单位] 元	EPS			PE		
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
中孚实业	6.85	0.13	0.18	0.2	52.7	38	34.2
新疆众和	16.62	0.72	1.04	1.90	23.1	16	8.7
明泰铝业	13.54	0.62	1.09	1.37	21.8	12.4	9.9
平均值					**32.5**	**22.1**	**17.6**

数据来源：WIND 资讯，东海证券

目前公司具有技术优势，且与传统铝锭及铝加工企业相比具有“五低”的优势，并有国家政策的扶持，我们认为 18-20 倍的市盈率较为合理，按照这样的市盈率，新股的价格在 13.68-15.2 之间。

风险提示。铝价的大幅波动会影响公司盈利能力。行业下游需求疲软将会影响公司业绩。

附表:

利润表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**176787**	**367333**	**540343**	**570062**	**667999**	**734798**
营业成本	140342	313491	486481	507355	587839	639275
营业税金及附加	1	4	4	0	0	0
销售费用	1932	3781	5207	5701	6680	7348
管理费用	6771	10690	13450	14252	16700	18370
财务费用	2993	2595	(2160)	5738	6091	6860
投资收益	244	(217)	580	0	0	600
资产减值及公允价值变动	1141	4002	1979	0	0	0
其他收入	(2505)	(8179)	(3749)	0	0	0

营业利润	23628	32378	36171	37017	50689	63546
营业外净收支	640	504	304	0	0	50
利润总额	**24268**	**32882**	**36475**	**37017**	**50689**	**63596**
所得税费用	3278	5214	5889	5664	7755	9730
少数股东损益	24	32	45	46	63	79
归属于母公司净利润	**20966**	**27636**	**30541**	**31307**	**42871**	**53786**
增长率	437.4%	31.8%	10.5%	2.5%	36.9%	25.5%

现金流量表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	20966	27636	30541	31307	42871	53786
资产减值准备	(1918)	2415	75	(572)	0	0
折旧摊销	2173	3955	4549	4848	6096	7653
公允价值变动损失	(1141)	(4002)	(1979)	0	0	0
财务费用	2993	2595	(2160)	5738	6091	6860
营运资本变动	(46421)	(25580)	(37586)	5883	(21046)	(13787)
其它	1943	(2383)	(30)	618	63	79
经营活动现金流	**(24399)**	**2042**	**(4430)**	**42083**	**27983**	**47731**
资本开支	(5880)	(21378)	(9322)	(12103)	(12202)	(12857)
其它投资现金流	251	74	(99)	0	0	0
投资活动现金流	**(5629)**	**(21304)**	**(9421)**	**(12103)**	**(12202)**	**(12857)**
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(399)	(431)	(410)	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	(6261)	(8574)	(10757)
其它融资现金流	**51199**	**32971**	**18178**	**5390**	**33068**	**36824**
融资活动现金流	50401	32109	17358	(871)	24494	26067
现金净变动	20373	12846	3506	29109	40275	60941
货币资金的期初余额	17323	37696	50542	54048	83157	123433
货币资金的期末余额	37696	50542	54048	83157	123433	184374
企业自由现金流	0	367	(5179)	34841	20940	40134
权益自由现金流	0	0	12588	35370	48849	71148

资产负债表(万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	37696	50542	54048	83157	123433	184374
应收款项	29775	37976	54754	57787	67715	74486
存货净额	53839	81516	108918	103320	119601	129850
其他流动资产	3723	2748	2845	2850	3340	3674
流动资产合计	**125007**	**172683**	**220565**	**247115**	**314089**	**392385**
固定资产	31969	43298	46205	54348	60770	66290
无形资产及其他	6154	9943	9473	9157	8841	8526
投资性房地产	1227	1329	1223	1223	1223	1223
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	**164358**	**227252**	**277466**	**311843**	**384923**	**468423**

短期借款及交易性金融负债	108086	132056	160651	166041	199110	235934
应付款项	4591	5539	9207	9643	11163	12119
其他流动负债	13668	19772	22664	26123	30256	32867
流动负债合计	**126344**	**157367**	**192522**	**201808**	**240529**	**280921**
长期借款及应付债券	1299	868	458	458	458	458
其他长期负债	517	475	424	424	424	424
长期负债合计	**1816**	**1343**	**882**	**882**	**882**	**882**
负债合计	**128160**	**158710**	**193405**	**202690**	**241411**	**281803**
少数股东权益	401	420	444	490	553	632
股东权益	35796	68122	83618	108663	142960	185989
负债和股东权益总计	**164358**	**227252**	**277466**	**311843**	**384923**	**468423**

关键财务与估值指标	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益	0.51	0.67	0.74	0.76	1.05	1.31
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.15	0.21	0.26
每股净资产	0.87	1.66	2.04	2.65	3.49	4.54
ROS	12%	8%	6%	5%	6%	7%
ROE	59%	41%	37%	29%	30%	29%
毛利率	21%	15%	10%	11%	12%	13%
EBIT Margin	16%	12%	7%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	18%	13%	8%	8%	9%	11%
收入增长	-27%	108%	47%	6%	17%	10%
净利润增长	437%	32%	11%	3%	37%	25%
资产负债率	78%	70%	70%	65%	63%	60%
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	3.6	2.8	3.9	7.8	7.0	6.7

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

鲍　庆：宏观策略分析师，上海财经大学产业经济学硕士，3 年银行业从业经验，3 年以上证券业从业经验，2007 年加入东海证券研究所，主要负责宏观策略、行业比较与配置、主题投资等方面的研究。

评级定义

市场指数评级　看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级　超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级　买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京　东海证券研究所	上海　东海证券研究所
中国　北京　100089	中国　上海　200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：（8610）66216231	电话：（8621）50586660
传真：（8610）59707100	传真：（8621）50819897