

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

舍近求远

——怡球资源(601388)调研简报

证券研究报告-公司调研

增持(首次)

发布日期: 2012年5月28日

报告关键要素:

由于欧洲经济不景气,海外铝合金锭行业竞争加剧,2012年以来海外铝合金价格下跌幅度大于废铝价格下跌幅度,公司来料加工模式盈利能力出现下滑,预计年内公司将加大国内销售,利用内外废铝、铝合金价格倒挂的有利形势,改善经营业绩。

事件:

- 近期,我们实地调研了怡球资源(601388),就经营现状、未来发展趋势等问题,与公司总经理和财务长进行了充分交流。

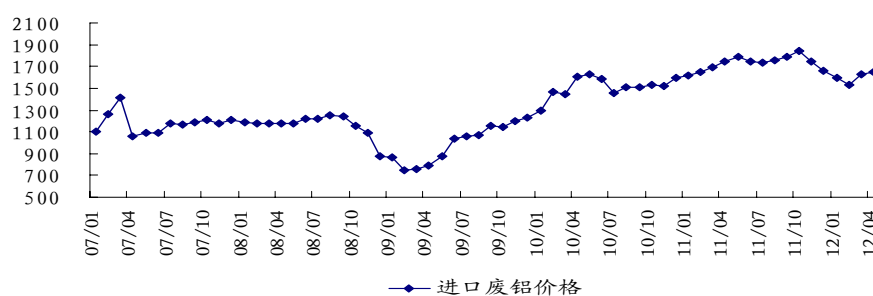
点评:

- 中国再生铝龙头企业之一。公司从事再生铝合金生产经营近30年,1984怡球金属熔化有限公司在马来西亚成立,2001年将业务重心搬至中国成立怡球金属(太仓)有限公司,并于2003年开始投产。当前铝合金锭产能32万吨,其中江苏太仓产能26.9万吨、马来西亚5.1万吨,本次IPO募投项目太仓基地异地扩产27.36万吨,以自有资金扩产马来西亚基地产能7.5万吨,全部达产后总产能66.86万吨。

公司主要业务模式是废铝来料加工,也即废铝原料主要来自海外采购,再生铝合金锭也主要销往海外市场。凭借多年上游废料采购经验积累和下游需求客户稳定的合作互赢关系,以及在废料自动分选处理和熔炼环节的技术积累,公司再生铝业务获得了长足发展。公司当前10%左右的毛利率远高于行业平均6%左右水平。

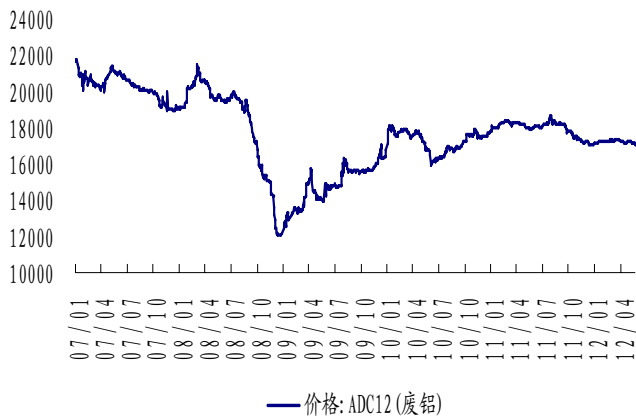
- 2012年以来满负荷生产。2012年中国经济增速大幅放缓,美日经济持续低迷,而欧洲经济有恶化倾向,总体来说全球铝合金市场需求低迷,国内部分再生铝合金企业已经出现停产限产情况,整个行业的订单明显不足。公司业务也受到影响,但是公司仍然是满负荷生产,订单排到了7、8月份。
- 废铝、再生铝合金内外市场倒挂。2011年以来,欧洲和日本经济低迷,美国经济复苏乏力,海外铝合金价格持续低迷,并拖累上游废铝市场;而国内由于电价多次上调以及人力成本的上升,使得原铝生产成本大幅提升,进而抬高了国内废铝和铝合金价格,加上人民币汇率的升值,使得内外废铝和铝合金价格出现倒挂。

图1: 中国进口废铝价格 单位: 美元/吨



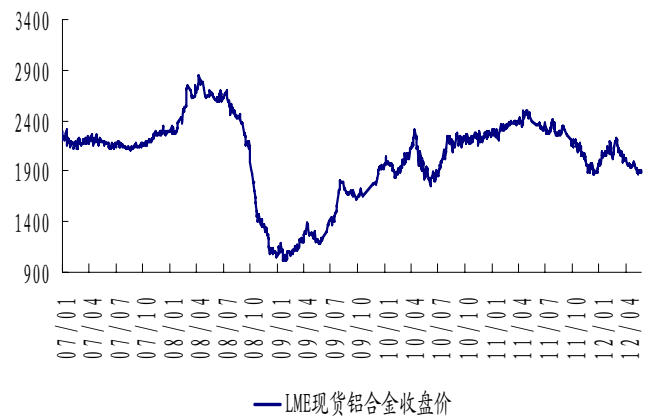
资料来源: 中国海关

图2: 再生铝合金ADC12价格 单位: 元/吨



资料来源: 上海有色金属网

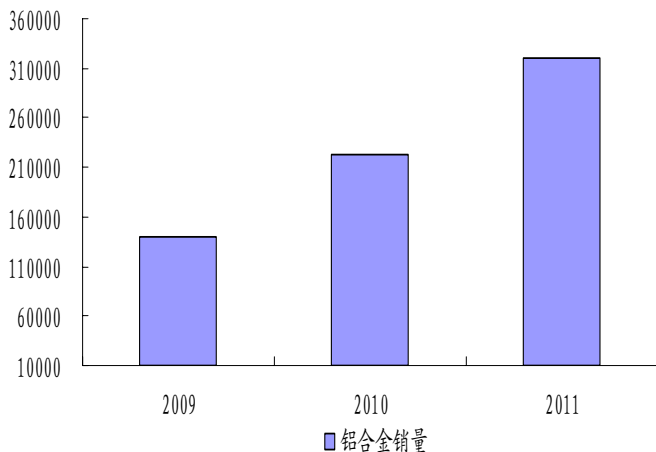
图3: LME铝合金现货收盘价 单位: 美元/吨



资料来源: LME

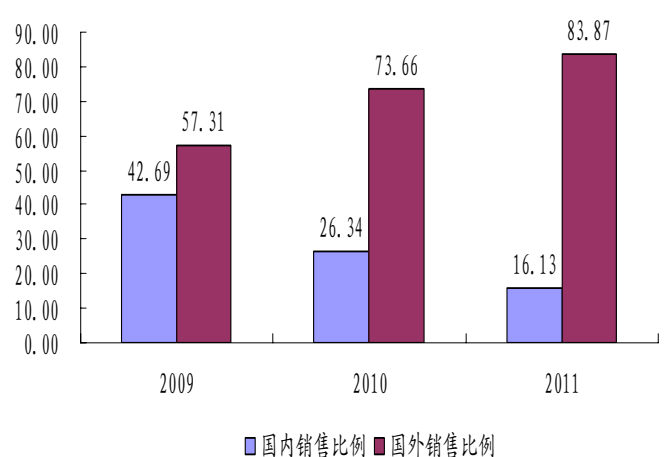
- **牺牲短期利益, 满足海外下游客户订单。**公司本可以利用废铝、铝合金内外价格倒挂, 大幅增加国内铝合金销售, 减少海外市场销售, 来改善再生铝业务的盈利能力, 但是2012年以来公司海外销售占比仍然高达75%-80%, 与2011年相当。之所以公司铝合金销售仍然以海外市场为主, 主要原因是公司从长远利益出发, 维护下游客户合作关系。2009年以来, 公司产能和产量大幅增长, 销量从2009年的14万吨, 增加到2010年的22万吨, 2011年销量达到32万吨, 消化公司产能主要还是依靠海外市场。公司产能较大, 流动资金巨大, 需要稳定和长期下游合作伙伴, 从长远利益出发, 公司继续满足海外客户订单需求。

图4: 公司再生铝合金销量 单位: 万吨



资料来源: 公司公告

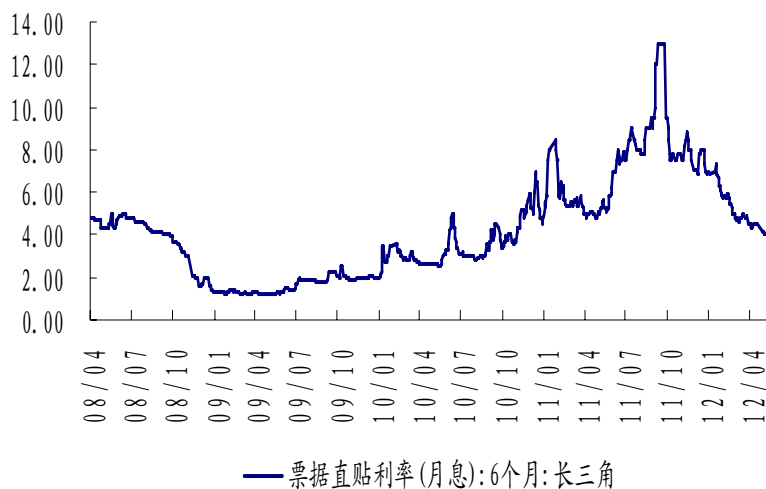
图5: 公司铝合金销售量分布 单位: %



资料来源: 公司公告

- **预期年内有望加大国内铝合金销售, 改善盈利。**尽管公司从长远角度出发, 牺牲短期利益, 满足海外订单生产, 但是我们看到国内各种有利条件已经显现, 预期下半年公司加大国内销售, 内外价格倒挂的有利形势将体现业绩上。首先, 中国政府刺激经济增长政策陆续出台, 下游需求有望回暖; 其次, 资金成本已经大幅下降, 有利于开展国内销售业务, 一般来说, 国内的销售资金账期3个月左右, 而国外销售款到账时间很短, 公司属于资金密集型企业, 盈利水平较低, 公司业务对利率波动特别敏感。长三角6个月期票据直贴利率(月息)从2011年中的13%降到2012年5月份的4%。此外公司已经将超募的部分资金补充到流动资金, 这也有利于开展国内业务。

图6: 长三角票据直贴利率 单位: %



资料来源: 中国海关

- **首次给予公司“增持”的评级。**由于欧美日经济持续低迷, 海外市场铝合金价格下降幅度大于废铝下降幅度, 公司来料加工的盈利能力有所下滑, 预期年内加大国内市场开拓, 有利于对冲业绩下滑。预计2012-2013年EPS为0.55元和0.80元, 按照5月25日收盘价对应PE为26倍和18倍, 估值水平基本合理, 首次给予公司“增持”评级。

利润表	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
营业收入	367,333.16	540,343.07	527,860.00	682,520.00
减 营业成本	313,491.24	486,481.03	475,961.12	611,774.60
营业税费	3.64	3.86	5.28	6.83
销售费用	3,780.75	5,206.87	5,278.60	6,825.20
管理费用	10,689.75	13,450.19	13,196.50	17,063.00
财务费用	2,594.74	-2,159.91	4,604.49	5,124.69
资产减值损失	4,089.61	1,874.45	2,378.03	3,063.86
加 公允价值变动收益	-87.95	104.86	0.00	0.00
投资收益	-217.46	579.84	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	32,378.02	36,171.27	26,435.98	38,661.82
加 营业外收入	712.16	496.61	500.00	500.00
减 营业外支出	208.53	192.93	200.00	200.00
利润总额	32,881.65	36,474.95	26,735.98	38,961.82
减 所得税	5,214.01	5,888.70	4,315.19	6,288.44
净利润(含少数股东权益)	27,667.64	30,586.25	22,420.80	32,673.38
减 少数股东权益	31.71	45.30	33.63	49.01
归属与母公司所有者的净利润	27,635.93	30,540.95	22,387.17	32,624.37
基本 EPS	0.95	1.00	0.55	0.80

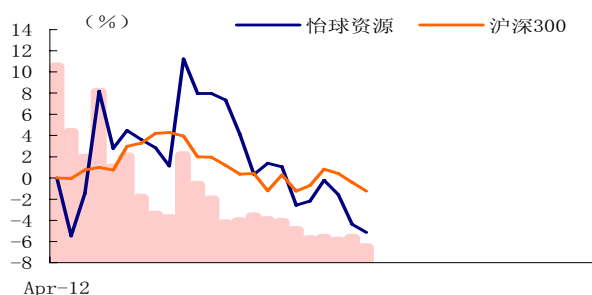
市场数据 (2012年05月25日)

收盘价(元)	14.36
一年内最高/最低(元)	16.88/13.68
沪深300指数	2573.10
市净率(倍)	5.24
流通市值(亿元)	12.06

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	2.74
每股经营现金流(元)	
毛利率(%)	9.96
净资产收益率(%)	36.52
资产负债率(%)	69.70
总股本/流通股(万股)	/
B股/H股(万股)	/

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。