

大浪淘沙 沉者为金

——怡球资源（601388）调研简报

2012年7月21日

推荐/首次

怡球资源

调研快报

弓永峰

执业证书编号: S1480111020051

联系人: 陈鹏 弓永峰 李根 侯建峰

chen-peng@dxzq.net.cn

010-66554081

事件:

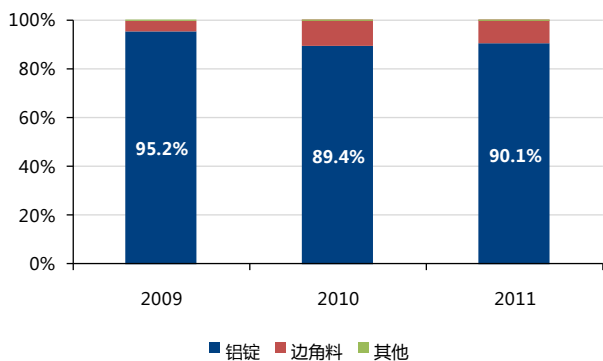
近日我们调研了怡球资源,就公司未来发展情况进行交流。

主要观点如下:

1. 再生铝龙头企业,金属铝价格下跌拖累公司业绩。

公司目前是国内再生铝行业的龙头企业。公司主要通过回收废旧铝材,通过破碎、分选、冶炼生产再生铝锭,公司产品主要应用于汽车、电子产品等领域。目前再生铝锭业务在公司营业收入中占绝对主导地位。公司主要原材料为废铝材,目前以美国为主的海外市场是公司废铝的主要来源。公司原材料采购价格和产品销售价格均按照国际金属铝价格来定价,所以国家金属铝价格对公司业绩影响巨大。国际金属铝价格自2011年初开始,经历了较大幅度的下滑,近期价格更是接近历史低点,对再生铝行业整体盈利能力形成较大压力,公司作为行业龙头企业很难独善其身。

图 1: 公司各项主营业务收入占比



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

图 2: LME 金属铝价格走势



资料来源:wind,东兴证券研究所

2. 稳定的回收网络,保证公司充足的原料供给。

公司作为再生铝生产企业,上游稳定的原材料供应是公司正常运转的重要保障。目前公司主要原材料采购至海外市场,公司在美国拥有全资子公司 AME 公司,负责公司废铝原材料的采购。AME 公司在美国纽约和洛杉矶分别设有两个采购中心,负责美国东、西部的废铝采购工作。公司在海外废铝采购方面积累了丰富的经验和大量优秀的合作伙伴,为公司原材料供应提供有力保障。目前公司采购自美国的废铝仅占美国年度废铝回收量的 6%,上升空间巨大,同时也为公司国内回收体系的搭建提供了充足的时间。

3. 技术实力独步国内，为公司超额收益提供保障。

再生铝行业属于可再生资源回收利用领域，有效金属回收的效率和能耗水平是影响行业内公司盈利水平的主要因素。公司对本行业核心竞争力有着深刻的认识，不断通过对设备的技术改造和生产流程优化，来提高再生铝回收效率、降低能耗水平。目前公司金属总回收率达到92%，明显高于行业平均88%的水平，熔炼速度高于行业平均0.8炉次/天，平均能耗水平仅为行业平均水平的80%。上述技术优势保证公司净利润率水平能够高于行业其他公司约4-5%。

表 1：公司生产过程中核心指标

项目	总回收率	多品种平均熔炼速度（炉次/天）	能耗（天然气/吨）
行业平均水平	88%	2.0-2.5	100-120 立方米
公司水平	92%	2.8-3.2	85-90 立方米

资料来源：公司公告 东兴证券

4. 产能扩张稳步推荐，是公司业绩增长的主动力。

目前公司业绩表现除了与国际金属铝价格紧密相关外，产能扩张将是中短期内支撑公司业绩增长的主要动力。公司募投项目将新增产能27.4万吨/年，募投项目将应用公司最新的生产技术，在回收率和熔炼速度方面将有所提升。目前募投项目进展顺利，第一批产能将按时与2013年释放。马来西亚怡球目前拥有5.1万吨产能，但生产技术和生产设备陈旧，关键技术指标较低。公司目前计划以自有资金在马来西亚新建7.5万吨产能，该部分产能将在2013年初投产，新产能投产后将对原有5.1万吨产能进行更新。按照公司产能建设计划，至2015年，公司合计产能将达到66.9万吨，是目前公司32万吨产能的一倍。

表 2：公司产能

（万吨）	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
太仓基地	26.9	26.9	26.9	26.9	26.9
募投项目产能	0	0	5.5	19.2	27.4
马来西亚怡球	5.1	5.1	7.5	12.6	12.6
合计	32	32	39.9	58.7	66.9
同比增速（%）	-	0%	25%	47%	14%

资料来源：公司公告 东兴证券

5. 凭借超额收益受益行业整合。

由于目前国内废铝回收体系建设进度缓慢，废铝回收成本偏高，所以目前国内再生铝企业大多采用从海外采购废铝作为原材料。国内的外汇管理机制使国内再生铝企业在海外采购废铝时需要承担较高的资金成本。公司凭借马来西亚公司的资金优势，原材料采购资金成本明显低于国内企业。结合公司在生产技术上的优势，公司盈利水平明显高于行业平均水平。虽然目前金属铝价格持续走低，在短期内对公司业绩形成了一定的压力，但是对于挣扎在盈亏平衡线上的其他企业更是致命的打击。另外，2007年国家发改委出台的《铝行业准入条件》对再生铝行业企业设置了明确的门槛。未来再生铝行业加速整合将是大势所趋，公司作为享有超额收益的龙头企业将在未来的行业整合中优先受益。

表 3: 再生铝行业准入要求

项目类型	产能要求
新建再生铝项目	> 5 万吨/年
现有再生铝准入规模	> 2 万吨/年
改造扩建再生铝项目	> 3 万吨/年

资料来源: 发改委 东兴证券

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.72 元、0.92 元、1.27 元, 对应 PE21.78 倍、17.00 倍、12.35 倍, 给予推荐评级。

投资风险

1、国际金属铝价格持续走低; 2、新产能建设进度低于预期。

表 1: 投资组合盈利预测和估值

万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3,673.33	5,403.43	5,560.34	6,895.45	9,339.58
(+/-)%	107.78%	47.10%	2.90%	24.01%	35.45%
EBITDA	389.28	385.61	411.74	521.78	699.56
(+/-)%	35.19%	-0.94%	6.78%	26.73%	34.07%
净利润	276.36	305.41	295.89	379.10	521.82
(+/-)%	31.81%	10.51%	-3.12%	28.12%	37.65%
每股净收益(元)	0.95	1.00	0.72	0.92	1.27

资料来源: 东兴证券

分析师简介

弓永峰

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

联系人简介

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

新能源与电力设备小组简介

弓永峰资深研究员，组长

清华大学材料科学与工程系硕士，韩国 POSTECH 大学工学博士，电力设备与新能源行业首席分析师，新兴产业小组组长。从事新材料研究开发 7 年，在各种国际期刊及会议上发表论文十余篇。2010 年加盟东兴证券从事电力设备与新能源、新材料行业研究，擅于从产业链精细梳理和新技术的深度剖析中挖掘具有潜在成长性的中小市值股票。

李根研究员

清华大学电气工程专业硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（二次设备、节能环保）研究。

陈鹏研究员

清华大学材料科学与工程系硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事新能源行业（储能设备与新能源汽车、固体废弃物处理）研究。

侯建峰研究员

清华大学工商管理硕士，天津大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事电力设备行业（核电与一次设备）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。