

铝价下跌与期间费用影响中期业绩

——怡球资源（601388）2012 年中报点评

2012 年 8 月 20 日

推荐/维持

怡球资源

中报点评

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

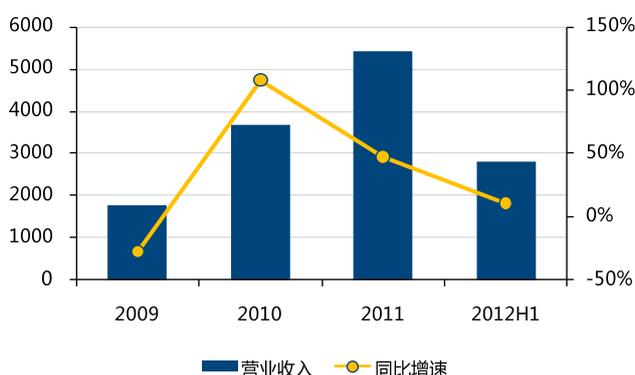
事件：

公司发布 2012 年中报。报告期内公司实现营业收入 27.93 亿元，同比增长 10.63%，实现归属上市公司股东净利润 9268 万元，同比下降 35.92%，EPS 0.24 元，扣非后归属上市公司股东净利润 8682 万元，同比下降 37.95%。

评论：

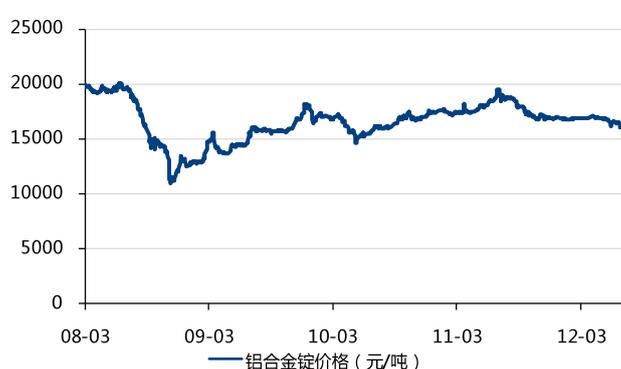
- 营业收入同比微增长，毛利率水平大幅下滑：**公司主营产品为再生铝锭，其价格与金属铝价格正相关。2012年上半年金属铝价格相比上年同期下降约3-5%，在金属铝价格下跌，公司产能没有答复扩张的情况下，公司能够取得营业收入稳步增长实属不易。。从国内金属铝价格走势来看，2011年下半年金属铝价格出现了一个波约20%的涨幅，如果2012年下半年国内金属铝价格仍旧延续平稳或窄幅下跌的态势，将对公司2012年下半年业绩产生较为严重的影响。2012年上半年公司综合毛利率水平为8.79%，相比上年同期下滑1.44个百分点，对公司报告期营业利润产生了一定的负面影响。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

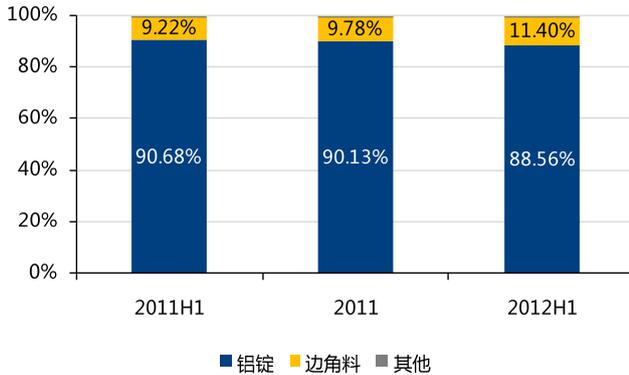
图 2：金属铝价格走势



资料来源：wind，东兴证券研究所

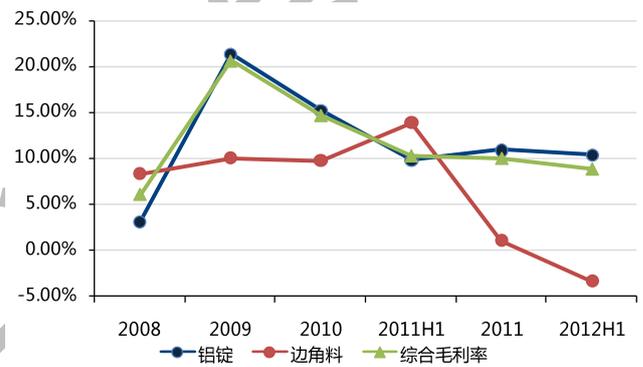
从公司营业收入结构来看，再生铝锭仍是公司营业收入的主要来源，在报告期公司营业收入中占比88.56%，同比增长7.95%。报告期公司再生铝锭毛利率水平为10.35%，与2011年毛利率水平基本持平。报告期内公司边角料产品（主要为废不锈钢、废铜、废镁和废锌）营业收入36.63%，在公司营业收入中占比11.4%，较上年同期提升了2.18个百分点。但报告期内边角料产品受相关金属价格下跌影响，毛利率水平为-3.36%，相比上年同期下降17.21个百分点，这也是导致公司综合毛利率水平下降的主要原因。

图 3: 营业收入中各业务占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司分业务毛利率水平

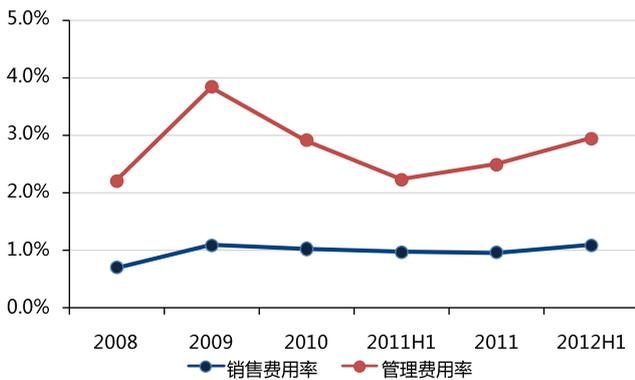


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **期间费用增加较多, 汇兑损失影响财务费用:** 报告期内公司管理费用和销售费用相比上年同期有所提升。2012年上半年公司管理费用率为2.9%, 相比上年同期提高0.5个百分点。从绝对值上来看, 报告期管理费用和销售费用相比上年同期分别增加了2551万元和598万元, 相当于公司报告期营业利润的29%。导致公司管理费用大幅提升的主要原因为2011年7月末公司薪资上调, 导致报告期工资及福利增加了1098万元, 另外相比上年同期增加了500万元的维修费用。

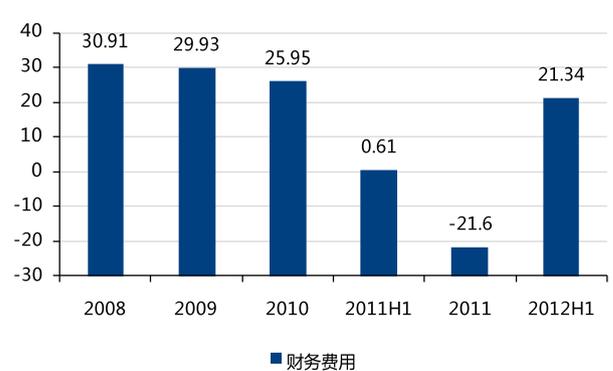
2012年上半年公司财务费用为2134万元, 相比上年同期61万元的水平增加约2070万元。汇兑损益是导致报告期财务费用大幅提升的主要原因。2011年上半年受人民币对美元汇率持续升值, 公司实现汇兑收益2700万元, 而2012年上半年由于人民币兑美元汇率持续贬值, 公司汇兑损失506万元。目前公司持有货币资金2415万美元和58.8万美元长期负债, 人民币对美元汇率未来走势对公司业绩将产生一定影响。另外, 公司2012年5月份使用1.54亿元超募资金偿还银行贷款, 按照基准利率6.56%计算, 能够减少利息支出1010万元, 能够起到降低下半年财务费用的作用。

图 3: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司财务费用



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- **再生铝龙头, 关注国内再生铝应用领域开拓以及公司产能扩张:** 公司目前是国内再生铝行业的龙头企业, 但是由于国内回收体系不健全以及再生铝应用技术落后, 导致公司原材料和产品市场均依赖海外市场的现状。“十二五”期间随着国内回收体系建设程度不断提高, 以及再生铝应用技术的突破, 再生铝相对原铝的价格优势将进一步得到体现。在“十二五”期间, 公司作为再生铝龙头企业其原材料和产品市场回归国内值得期待。依托募投资金, 公司积极推进产能扩张, 2013年和2014年将是公司新建产能集中释放阶段, 外延式扩张对公司业绩的拉动同样值得关注。

表 1: 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
马来西亚怡保	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

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.53 元、0.76 元、1.09 元, 对应 PE 27.13 倍、18.88 倍、13.07 倍, 维持推荐评级。

投资风险

1、金属铝价格进一步下跌; 2、公司新建产能进度低于预期; 3、人民币兑美元汇率下跌。

表 2: 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	5,803.86	7,254.10	9,876.79
(+/-)%	107.78%	47.10%	7.41%	24.99%	36.15%
EBITDA	389.28	385.61	315.70	438.44	611.82
(+/-)%	35.19%	-0.94%	-18.13%	38.88%	39.54%
净利润	276.36	305.41	216.26	310.70	448.79
(+/-)%	31.81%	10.51%	-29.19%	43.67%	44.45%
每股净收益 (元)	0.95	1.00	0.53	0.76	1.09

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。