

经济下行，再生铝龙头难独善其身 增持

投资要点:

- 📖 净利润同比下降 46%
- 📖 毛利率降低与期间费用上升是公司盈利能力下降主要原因
- 📖 太仓 27.36 万吨异地扩张项目进度放缓

报告摘要:

- **净利润同比下降 46%**。公司 2012 年实现营业收入 52.95 亿元，同比微降 2.0%；实现归属于母公司所有者净利润 1.64 亿元，同比下降 46.21%，对应每股收益 0.44 元。其中四季度实现归属母公司所有者净利润 4924 万元，同比下降 43.44%，环比上升 120.37%。公司拟每 10 股派发现金红利 1.5 元（含税）。
- **毛利率降低与期间费用上升是公司盈利能力下降的主要原因**。公司历史毛利率走势与铝合金锭价格走势高度相关，受全球经济增速放缓带来原铝及铝合金需求量下降的不利影响，公司 2012 年产品综合毛利为 8.23%，较去年同期下降 1.74 个百分点。此外，受人民币升值放缓的影响，公司汇兑收益大幅减少 6973 万元。
- **太仓 27.36 万吨异地扩张项目进度放缓**。由于项目建设土地规划问题，公司预计太仓项目投产时间向后递延一年，其中“27.36 万吨废铝循环再生铸造铝合金锭”项目建成时间由 2015 年底递延至 2016 年底，“研发检测中心”项目由 2013 年底递延至 2014 年底。我们认为全球经济放缓的背景下，铝合金锭需求的萎缩使得公司不排除根据市场变化主动减缓项目建设进度的可能性。
- **下调 2013 年 EPS 至 0.47 元**。预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.47 元、0.98 元和 1.30 元，对应动态市盈率为 22 倍、11 倍和 8 倍，由于废铝相对原铝价格变化滞后，且幅度较小，基本金属价格弱势对公司盈利能力压制的局面短期仍难改观；但考虑到其在国内再生铝行业的龙头地位，和国家对资源回收行业的支持力度，维持“增持”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	5403.43	5295.18	5380.76	7125.33	9114.51
同比增长率	47.10%	-2.00%	1.62%	32.42%	27.92%
净利润	305.41	164.27	190.84	400.90	531.14
同比增长率	10.51%	-46.21%	16.18%	110.07%	32.48%
每股收益(元)	0.74	0.40	0.47	0.98	1.30

有色金属行业研究组

分析师:

赵丽明(S1180511010007)

电话: 010-88085099

Email: zhaoliming@hysec.com

闵丹(S1180511010010)

电话: 010-88085977

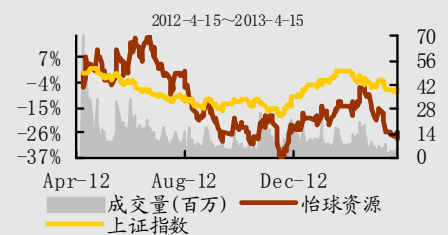
Email: mindan@hysec.com

刘喆(S1180511060001)

电话: 010-88085267

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	4.10
流通股本: 亿	1.05
第一大股东	怡球(香港)有限公司
第一大股东持股比例	53.56

数据来源: 宏源证券

相关研究

五大主题收益“新型城镇化”
2012-12-10

弹性渐退中把握时点与转型机会
2012-12-05

2012年有色金属行业三季报业绩总结:
业绩下滑逐渐收敛
2012-11-02

附表：盈利预测

单位:百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5295.18	5380.76	7125.33	9114.51
增长率 (%)	-2.00%	1.62%	32.42%	27.92%
归属母公司股东净利润	164.27	190.84	400.90	531.14
增长率 (%)	-46.21%	16.18%	110.07%	32.48%
每股收益 (EPS)	0.40	0.47	0.98	1.30
每股经营现金流	0.40	1.06	-1.43	1.55
销售毛利率	8.23%	8.30%	12.16%	12.45%
销售净利率	3.11%	3.55%	5.63%	5.84%
净资产收益率 (ROE)	7.38%	7.99%	14.69%	16.70%
投入资本回报率 (ROIC)	6.39%	7.40%	15.28%	13.78%
市盈率 (P/E)	26	22	11	8
市净率 (P/B)	2	2	2	1

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	5295.18	5380.76	7125.33	9114.51
减: 营业成本	4859.27	4934.16	6258.55	7979.56
营业税金及附加	0.04	0.04	0.05	0.06
营业费用	53.71	53.81	85.50	109.37
管理费用	164.90	161.42	242.26	309.89
财务费用	29.47	-0.51	56.30	75.21
资产减值损失	8.25	12.34	15.65	19.95
加: 投资收益	2.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.06	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	182.33	219.51	467.02	620.46
加: 其他非经营损益	7.96	5.34	5.34	5.34
利润总额	190.29	224.86	472.36	625.80
减: 所得税	25.75	33.73	70.85	93.87
净利润	164.54	191.13	401.51	531.93
减: 少数股东损益	0.27	0.29	0.60	0.80
归属母公司股东净利润	164.27	190.84	400.90	531.14

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1312.29	538.08	712.53	911.45
应收和预付款项	468.07	558.37	797.21	936.46
存货	1238.28	888.98	1809.26	1630.96
其他流动资产	0.04	0.04	0.04	0.04
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	190.02	190.02	190.02	190.02
固定资产和在建工程	454.61	639.14	807.03	957.28
无形资产和开发支出	95.68	95.68	95.68	95.68
其他非流动资产	6.09	0.00	0.00	0.00
资产总计	3765.09	2910.31	4411.78	4721.89
短期借款	1381.30	422.61	1332.88	1377.59
应付和预收款项	123.24	65.53	172.12	128.49
长期借款	0.87	0.00	143.23	0.00
其他负债	32.99	32.99	32.99	32.99
负债合计	1538.41	521.13	1681.22	1539.07
股本	410.00	410.00	410.00	410.00
资本公积	1233.53	1233.53	1233.53	1233.53
留存收益	583.16	745.37	1086.14	1537.61
归属母公司股东权益	2226.68	2388.90	2729.67	3181.14
少数股东权益	0.00	0.29	0.89	1.69
股东权益合计	2226.68	2389.19	2730.56	3182.82
负债和股东权益合计	3765.09	2910.31	4411.78	4721.89

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	164.82	435.83	-584.96	634.10
投资性现金净流量	-238.70	-195.46	-195.46	-195.46
筹资性现金净流量	771.01	-1014.58	954.88	-239.73
现金流量净额	715.26	-774.22	174.46	198.92

作者简介:

赵丽明: 赵丽明: 宏源证券有色钢铁行业研究员, 北京科技大学材料学博士, 具有多年产业和证券行业从业经验, 2010年加盟宏源证券研究所。

闵丹: 宏源证券有色行业研究员, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008年加盟宏源证券研究所, 期间2011-2012年获得《今日投资》“天眼”分析师第五名和第三名。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 5年证券从业经历, 2011年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 方大炭素、抚顺特钢、格林美、铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。