

何卫江

执业证书编号: S0730511050001

021-50588666-8036

hewj@ccnew.com

行业景气度见底, 公司扩张战略成行

——怡球资源(601388)年报点评

证券研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2013年4月23日

报告关键要素:

行业景气度见底, 公司凭借技术、渠道和管理等优势, 拟大幅扩张产能, 看好公司发展前景。

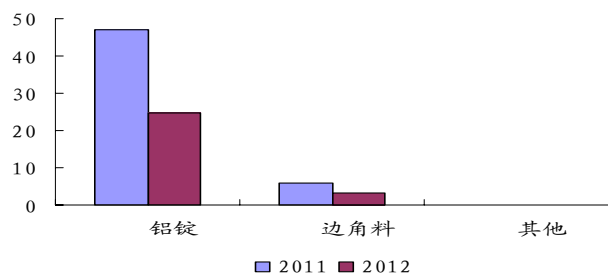
事件:

- 怡球资源公布2012年报。

点评:

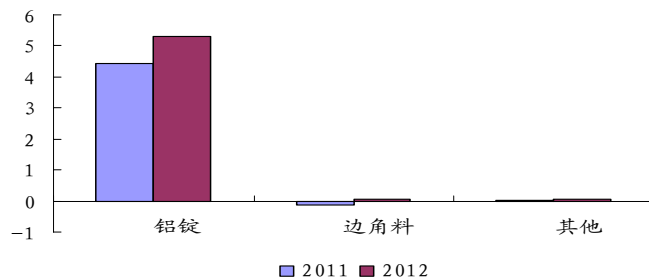
- 2012年净利润同比下降近五成。2012年实现营业收入52.95亿元, 同比下降2.00%; 综合毛利率为8.23%, 较2011年下降1.74个百分点; 营业利润1.82亿元, 同比下降49.72%; 归属上市公司股东净利润1.64亿元, 同比下降46.21%; 基本每股收益为0.44元。2012年产销量为34.2万吨、33.07万吨, 同比分别增长6.68%和3.05%

图1: 主要产品营业收入 单位: 亿元



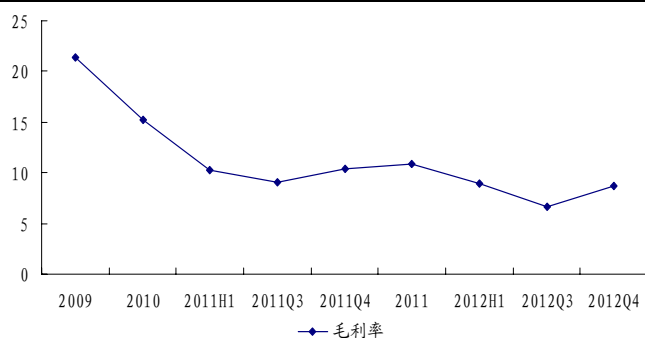
资料来源: 公司公告

图2: 主要产品营业利润 单位: %



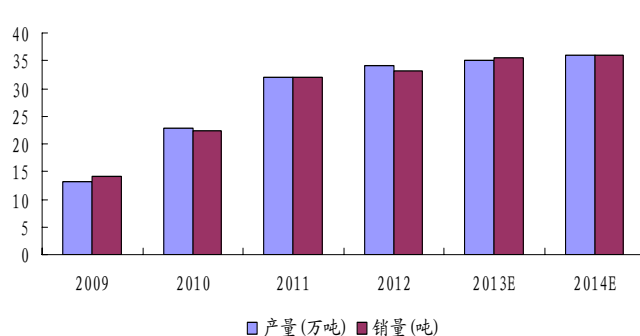
资料来源: 公司公告

图3: 公司综合毛利率水平 单位: %



资料来源: 公司公告

图4: 公司产销量 单位: 吨

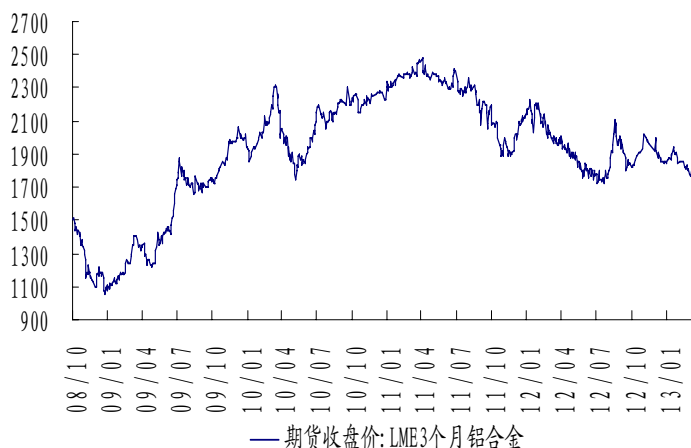
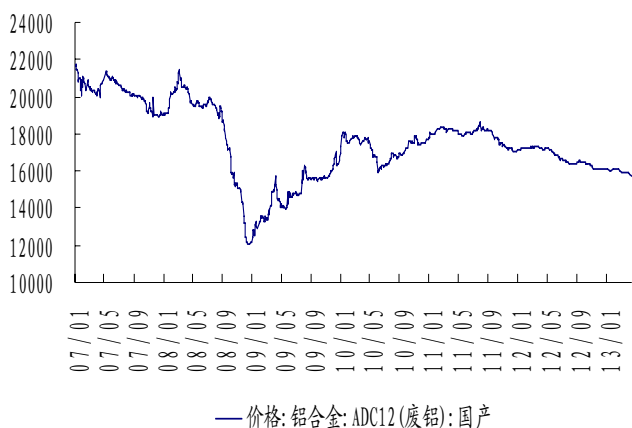


资料来源: 公司公告、中原证券估算

2011年以来再生铝行业量价齐跌是业绩下滑主要原因。2011年中国经济增速并未企稳而持续下滑，日本地震、钓鱼岛事件，中日贸易受到冲击。受各种负面因素叠加影响，中国再生铝产量、表观消费量和出口增速大幅回落，其中2012年1-8月份产量为280万吨，同比增长降至个位数4%；表观消费量236万吨，同比增长也降至个位数7.28%；出口为44万吨，同比下降-10.63%，08年金融危机之后再次出现负增长。受需求回落影响，2012年LME铝合金价格同比下降13.46%，国产再生铝合金价格同比下降6.49%。

图5：中国废铝合金价格 单位：元/吨

图6：LME铝合金价格 单位：美元/吨



资料来源：wind资讯

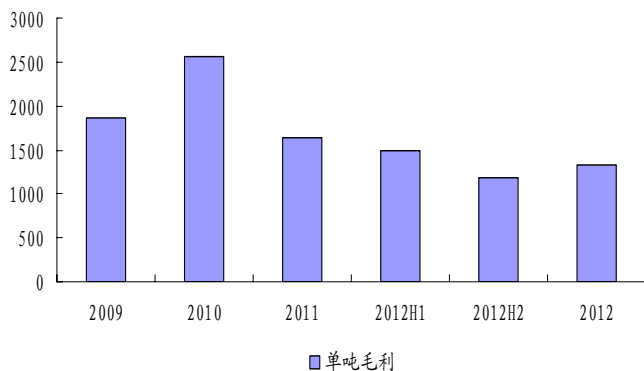
资料来源：wind资讯

- **近几年再生铝行业经营环境持续恶化。**由于产能扩张和需求放缓，2010年以来再生铝行业经营环境急剧恶化，以行业龙头企业怡球资源为例，毛利率水平经历了两次大幅下降，从2009年最高的21.32%，降至2010年的15.16%，下降6个百分点左右；从2011年的10.86%，降至2012年第三季度的6.67%，下降4个百分点左右。

受行业景气度下滑，公司盈利能力大幅下滑，单吨的毛利出现较大回落，根据测算2011年单吨毛利为1634元/吨，2012年上半年为1493元/吨，下半年降为1184元/吨。从有利的角度来看，行业景气度低迷，价格战加剧有利于行业洗牌，优势企业能够获得更大的市场份额。未来，随着行业复苏和规范发展，盈利能力能够恢复到合理水平。

图7：公司单吨毛利 单位：元/吨

图8：公司产销 单位：吨



资料来源：公司公告、中原证券估算

资料来源：公司公告、中原证券估算

- **汇兑收益大幅减少是三费增加主要原因。**三项费用合计2.48亿元，同比大幅增加51.22%。销售费用0.54亿元，同比增加3.15%；管理费用1.64亿元，同比增长22.60%，其中增量最大的一笔是研发费用从1682万元增加到3362万元，增幅为99.88%；财务费用0.30亿元，同比增长236.42%，主要是2011年人民币升值，公司持有美元贷款实现汇兑收益0.70亿元，而2012年人民币小幅升值，汇兑收益只有66万元。

表1: 公司三项费用 单位: 亿元、%

	2011	2012	同比增长
销售费用	0.52	0.54	3.15
管理费用	1.34	1.64	22.60
财务费用	-0.22	0.30	236.42
合计	1.64	2.48	51.22

资料来源: 公司公告

- **再生铝行业前景仍然光明。**中国再生铝行业主要由外资、民企组成，市场化程度非常高，行业平均年回报率达到了均衡水平。随着行业复苏以及打击偷税漏税、节能环保方面规范化发展，行业毛利率水平有望恢复到10%以上的水平；并且按照15年使用周期，十二五末中国废铝产量将进入高速增长期，行业发展空间广阔。公司计划未来3-5年产能扩张，根据安排，公司规划马来西亚怡球21.88万吨扩建项目和太仓异地扩建27.36万吨IPO募投项目，全部达产后总产能达到76.14万吨。
- **给予公司“买入”的评级。**预计2013-2014年EPS为0.48元和0.52元，按照4月19日收盘价10.56元，对应PE为22倍和20倍，估值水平合理，考虑到行业景气度见底，同时公司利用自己强有力的竞争优势拟大幅提高中国市场份额，未来公司具备高成长性，给予公司“买入”评级。
- **风险提示: 行业价格战进一步加剧，公司扩大中国市场份额未达预期。**



利润表	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	540,343.07	529,517.86	552,026.32	573,476.32
减 营业成本	486,481.03	485,927.02	503,388.55	520,774.93
营业税费	3.86	3.62	5.52	5.73
销售费用	5,206.87	5,370.80	5,520.26	5,734.76
管理费用	13,450.19	16,489.99	16,560.79	17,204.29
财务费用	-2,159.91	2,946.54	4,737.40	5,936.09
资产减值损失	1,874.45	825.37	0.00	0.00
加 公允价值变动收益	104.86	5.74	0.00	0.00
投资收益	579.84	272.99	300.00	300.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36,171.27	18,233.24	22,113.80	24,120.51
加 营业外收入	496.61	932.95	800.00	800.00
减 营业外支出	192.93	137.01	100.00	100.00
利润总额	36,474.95	19,029.19	22,813.80	24,820.51
减 所得税	5,888.70	2,575.31	3,193.93	3,474.87
净利润(含少数股东权益)	30,586.25	16,453.88	19,619.87	21,345.64
减 少数股东权益	45.30	26.95	29.43	32.02
归属与母公司所有者的净利润	30,540.95	16,426.93	19,590.44	21,313.62
基本 EPS	1.00	0.44	0.48	0.52

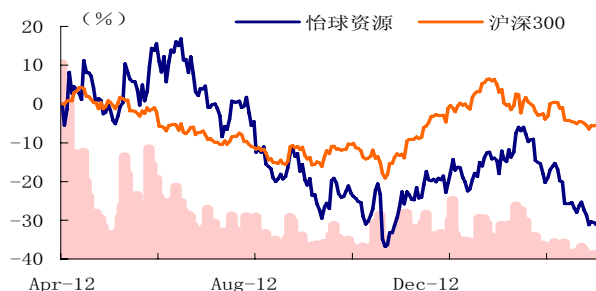
市场数据 (2013年04月19日)

收盘价(元)	10.56
一年内最高/最低(元)	18.15/8.83
沪深300指数	2533.83
市净率(倍)	1.94
流通市值(亿元)	11.09

基础数据 (2012年12月31日)

每股净资产(元)	5.43
每股经营现金流(元)	0.33
毛利率(%)	8.23
净资产收益率(%)	7.38
资产负债率(%)	39.79
总股本/流通股(万股)	41,000/10,500
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。