



中以博胜 小求精当

铝价下跌导致利润下滑，下半年业绩有望改善

——怡球资源（601388）点评报告

2014 年 08 月 21 日

推荐/维持

怡球资源

点评报告

分析师：弓永峰

执业证书编号：S1480111020051 010-66554025 gongyf@dxzq.net.cn

联系人：侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 汤杰 罗柏言

中小市值团队：弓永峰 侯建峰 高坤 宋凯 孙玉姣 何昕 汤杰 罗柏言

事件：

公司发布 2014 年半年报，上半年公司实现收入和利润分别为 23.1 亿元和 564 万元，较去年同期分别下降-3.89% 和-92.15%，实现每股收益 0.01 元；扣非后利润 226 万元，同比下滑-96.8%；看毛利率为 4.273%，同比下降 2.16 个百分点，期间费用率 3.78%，同比上升 1.37 个百分点，营业利润率 0.33%，大幅下降 3.64 个百分点。分季度来看，2 季度实现收入和利润分别为 12.1 亿元和亏损-1058 万元；二季度净利润率为-0.85%，环比下降-2.48 个百分点，期间费用率 3.98%，增加 0.42 个百分点。公司业绩大幅下跌的主要原因是：报告期内，虽然全球宏观经济形势好转，但铜、铝、铅三个品种较去年同期进一步回落，国内的跌幅更大，导致毛利率大幅下降，净利润大幅下降。分产品来看，铝锭，边角料和其它毛利率分别为 4.59, 1.15 和 31.55，分别减少了 2.09, 1.51 和 0.01 个百分点。总体来看，公司主要产品盈利能力与国际及国内铝价相关，受影响较大。随着国际铝价趋稳回升以及国内废旧汽车保费另增加而带来的原材料增加，公司未来业绩较大概率有触底反转。

公司亮点：

公司未来亮点：1) 国际铝价下跌导致上半年成公司利润低点，随国际铝价企稳回升，公司下半年盈利将改善；2) 公司目前再生铝原材料主要源自国外，未来随着国内汽车报废量起来，将极大增加国内原材料比率；3) 公司再生铝产品客户 80%是海外客户，未来会逐步提升国内客户比例；4) 公司依靠自身实力设计分拣线，回收率达到 95%，属于业内最高的回收率，具备规模化分拣优势；5) 汇兑损失，财务成本对公司影响比较大，人民币贬值对公司是负面的，因为 40%要换成美元；6) 原材料采购都是现款交易，因此借助于海外资金成本低的优势，可以增强公司盈利能力；7) 国内铝价对公司影响不大，主要是海外再生铝价格，应为公司客户和原料都是来自海外；8) 随着国外企业向东南亚迁移，公司也积极向东南亚扩产，未来新增 31 万吨产能；9) 进口国外镁铝合金废品行业需要转入证，目前仅有浙江一些企业有，竞争不算激烈。我们预计公司 2014-2016 年每股盈利分别为 0.03、0.17 和 0.24，对应动态 PE 分别为 313、53、和 37，我们给予公司“推荐”评级。

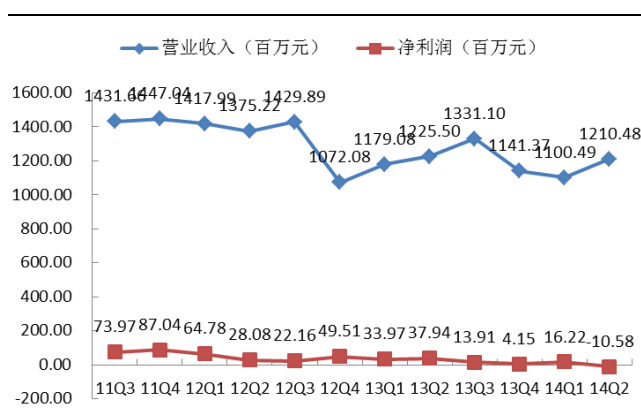
点评：

1. 铝价下跌导致二季度成全年盈利低点，下半年业绩有望提升。

上半年公司实现收入和利润分别为 23.1 亿元和 564 万元，较去年同期分别下降-3.89%和-92.15%，实现每股收益 0.01 元；扣非后利润 226 万元，同比下滑-96.8%；看毛利率为 4.273%，同比下降 2.16 个百分点，期间费用率 3.78%，同比上升 1.37 个百分点，营业利润率 0.33%，大幅下降 3.64 个百分点。分季度来看，2 季度实现收入和利润分别为 12.1 亿元和亏损-1058 万元；二季度净利润率为-0.85%，环比下降-2.48 个百分点，

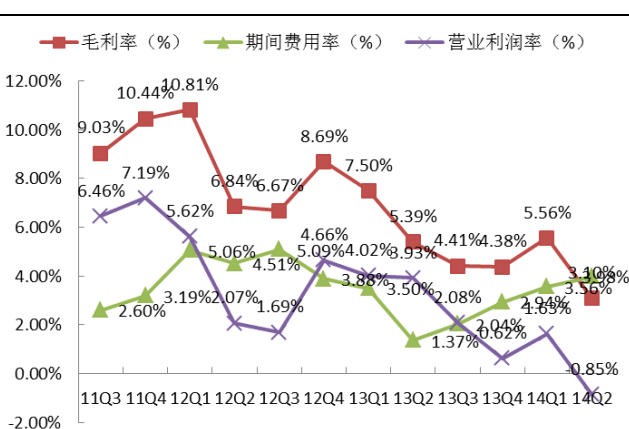
期间费用率 3.98%，增加 0.42 个百分点。公司业绩大幅下跌的主要原因是：报告期内，虽然全球宏观经济形势好转，但铜、铝、铅三个品种较去年同期进一步回落，国内的跌幅更大，导致毛利率大幅下降，净利润大幅下降。分产品来看，铝锭，边角料和其它毛利率分别为 4.59、1.15 和 31.55，分别减少了 2.09、1.51 和 0.01 个百分点。总体来看，公司主要产品盈利能力与国际及国内铝价相关，受影响较大。随着国际铝价因海外需求回升而趋稳回升以及国内废旧汽车保费另增加而带来的国内原材料增加，一定程度对冲海外原材料涨价因素，公司未来业绩较大概率有触底反转。

图 1：公司历史单季度收入与利润情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 2：公司历史单季度毛利率、期间费用率和净利率情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

2. 再生铝龙头，国内报废汽车放量改善原材料来源结构

金属铝是报废汽车中含量仅次于钢铁的金属，以重量计其占比约为 3-4%，而且高端车含量更高。未来报废汽车数量猛增之 1000 万台计算，国内汽车报废铝产量也将随之大幅增加至 30-40 万吨。目前公司作为以再生铝为主业的企业，其原材料主要来自于进口废铝，美国和东南亚是其主要原材料来源。未来国内废铝供应量上升将有助于公司改善原材料来源结构，而且随着报废汽车量猛增也将有助于国内车企通过技术进步，开始采购再生铝作为原料，为公司将凭借技术优势开打新的市场。

3. 稳定的回收网络，保证充足的原料供给。

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%，未来随着产能的增加，其上升空间巨大，同时也为公司国内回收体系的搭建提供了充足的时间。

4. 技术实力独步天下，为回收率最高的企业。

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品的主要因素。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 95%，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%。

5. 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，新产能投产后公司将对原有 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。

6. 获得国外低成本融资资源，发挥海外资金优势。

公司在铝合金原料回收领域，具有典型的资金成本优势。由于该行业都是以现款方式采购原材料，而销售产品则有一定账期，因此对资金的消耗和资金成本的管控成为影响公司盈利的另一个关键因素。公司利用海外子公司的优势，能够以 2%以内的成本获取大量资金，对保障公司业绩具有较大优势。

盈利预测：

我们认为，“十二五”期间国家加大在废旧金属回收方面的投入是大势所趋，短期废旧金属价格波动对公司业绩会产生一定的不利影响，但我们仍看好中长期国内废旧金属处理设备方面旺盛的市场需求。我们预计公司 2014-2016 年每股盈利分别为 0.03、0.17 和 0.24，对应动态 PE 分别为 313、53、和 37，我们给予公司的“推荐”评级。

投资建议：

投资亮点：1) 国际铝价下跌导致上半年成公司利润低点，随国际铝价企稳回升，公司下半年盈利将改善；2) 公司目前再生铝原材料主要源自国外，未来随着国内汽车报废量起来，将极大增加国内原材料比率；3) 公司再生铝产品客户 80%是海外客户，未来会逐步提升国内客户比例；4) 公司依靠自身实力设计分拣线，回收率达到 95%，属于业内最高的回收率，具备规模化分拣优势；5) 汇兑损失，财务成本对公司影响比较大，人民币贬值对公司是负面的，因为 40%要换成美元；6) 原材料采购都是现款交易，因此借助于海外资金成本低的优势，可以增强公司盈利能力。7) 国内铝价对公司影响不大，主要是海外再生铝价格，应为公司客户和原料都是来自海外。8) 随着国外企业向东南亚迁移，公司也积极向东南亚扩产，未来新增 31 万吨产能；9) 进口国外镁铝合金废品行业需要转入证，目前仅有浙江一些企业有，竞争不算激烈。我们预计公司 2014-2016 年每股盈利分别为 0.03、0.17 和 0.24，对应动态 PE 分别为 313、53、和 37，我们给予公司“推荐”评级。

投资风险：

1、国际金属铝价格低迷；2、人民币持续贬值。

表 1：盈利预测和估值

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	5,295.18	4,877.04	5,177.57	6,202.25	7,829.67
主营收入增长率	-2.00%	-7.90%	6.16%	19.79%	26.24%
EBITDA（百万元）	263.55	114.73	213.56	365.62	450.64
EBITDA 增长率	-31.65%	-56.47%	86.14%	71.20%	23.25%
净利润（百万元）	164.27	89.96	15.19	89.95	129.98
净利润增长率	-46.21%	-45.24%	-83.11%	492.05%	44.50%
ROE	7.38%	4.04%	1.24%	6.93%	9.27%
EPS（元）	0.440	0.220	0.029	0.169	0.244
P/E	20.30	40.59	313.27	52.91	36.62
P/B	1.64	1.64	3.88	3.67	3.39
EV/EBITDA	14.50	39.62	25.64	15.28	12.30

资料来源：东兴证券，按照新股本摊薄

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2949	2984	6513	7615	9399	营业收入	5295	4877	5178	6202	7830
货币资金	1226	592	2071	2481	3132	营业成本	4859	4614	4854	5804	7344
应收账款	389	449	993	1189	1502	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	6	10	10	12	15	营业费用	54	51	49	59	74
预付款项	25	60	12	-46	-120	管理费用	165	141	138	165	208
存货	1238	1188	2247	2687	3401	财务费用	29	-73	115	160	189
其他流动资产	0	612	612	612	612	资产减值损失	8.25	19.17	3.60	3.60	3.60
非流动资产合计	750	721	690	891	1000	公允价值变动收益	0.06	-0.38	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	2.73	5.35	0.00	99.00	148.00
固定资产	407.59	368.30	520.36	562.82	596.46	营业利润	182	130	19	110	159
无形资产	96	100	90	#REF!	70	营业外收入	9.33	2.47	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.37	5.28	0.00	0.00	0.00
资产总计	3699	3704	7203	8507	10399	利润总额	190	127	19	110	159
流动负债合计	1437	1449	5918	7053	8660	所得税	26	38	3	20	29
短期借款	1381	1475	2787	3306	3916	净利润	165	90	15	90	130
应付账款	114	65	1250	1495	1891	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	5	6	11	17	25	归属母公司净利润	164	90	15	90	130
一年内到期的非流动负债	4	1	0	0	0	EBITDA	264	115	214	366	451
非流动负债合计	35	27	22	22	22	BPS (元)	0.44	0.22	0.03	0.17	0.24
长期借款	1	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1472	1476	5940	7075	8682		成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	-2.00%	-7.90%	6.16%	19.79%	26.24%
实收资本 (或股本)	410	410	533	533	533	营业利润增长	-49.59%	-28.55%	-85.78%	492.05%	44.50%
资本公积	1234	1234	0	0	0	归属于母公司净利润增长	-83.11%	492.05%	-83.11%	492.05%	44.50%
未分配利润	567	588	598	661	752	获利能力					
归属母公司股东权益合计	2227	2229	1227	1298	1402	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	3699	3704	7166	8373	10085	净利率 (%)	3.11%	1.84%	0.29%	1.45%	1.66%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	4.44%	2.43%	0.21%	1.06%	1.25%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE (%)	7.38%	4.04%	1.24%	6.93%	9.27%
经营活动现金流	135	-85	1305	173	141	偿债能力					
净利润	165	90	15	90	130	资产负债率 (%)	40%	40%	83%	84%	-
折旧摊销	51.75	57.71	0.00	95.87	103.50	流动比率	2.05	2.06	1.10	1.08	1.09
财务费用	29	-73	115	160	189	速动比率	1.19	1.24	0.72	0.70	0.69
应收账款减少	0	0	-544	-197	-312	营运能力					
预收帐款增加	0	0	5	6	8	总资产周转率	1.64	1.32	0.95	0.80	0.85
投资活动现金流	-239	-650	-1	-105	114	应收账款周转率	13	12	7	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	51.42	54.54	7.87	4.52	4.62
长期股权投资减少	0	0	183	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	3	5	0	99	148	每股收益 (最新摊薄)	0.44	0.22	0.03	0.17	0.24
筹资活动现金流	771	38	175	341	395	每股净现金流 (最新摊薄)	1.63	-1.70	2.77	0.77	1.22
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.43	5.44	2.30	2.44	2.63
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	105	0	123	0	0	P/E	20.30	40.59	313.27	52.91	36.62
资本公积增加	1170	0	-1234	0	0	P/B	1.64	1.64	3.88	3.67	3.39
现金净增加额	668	-698	1479	410	651	EV/EBITDA	14.50	39.62	25.64	15.28	12.30

资料来源：东兴证券研究所

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研究员，新兴产业组组长。在国内及海外从事新材料研究开发 7 年，在 Microscopy Oxford、Metallurgical and Materials Transactions、Materials Science&Technology、Material Science Forum、Steel Research International、ISIJ International、Corrosion Science and Technology 等国际著名期刊发表论文近 20 余篇，并受邀多次参加 EUROMATE、APGALVA、ICEC 以及 ISIJ 等国际学术会议。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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高成长性的优质股票标的。

东兴证券中小市值团队简介

弓永峰 首席分析师，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研究员，新兴产业组组长。2010 年回国加盟东兴证券从事新能源与新材料行业研究，获得东兴证券 2011 年度“优秀工作者”以及 2011 年度“青年岗位能手”称号。2012 年带领团队获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。主要覆盖新能源产业中的太阳能、风能和生物质发电、新材料以及循环经济与节能环保等领域，专业功底深厚，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高成长性的优质股票标的。

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。获得第六届（2012）“水晶球”卖方分析师“新能源”行业公募、私募类第二名以及“电力设备”行业非公募类第六名；获得第二届（2012）“金罗盘”电力设备行业最佳分析师。

高 坤 研究员

产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。现专注于中小市值零售及电子商务销售领域研究。

宋 凯 研究员

中小市值研究员，制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。现专注于中小市值医药领域研究。

孙玉姣

南开大学理学学士、经济学硕士，资本市场从业 6 年。2008—2011 年在某保险资产管理公司从事消费品行业研究，2011 年底加盟东兴证券研究所。研究领域涵盖军工、食品饮料、汽车、环保等行业。“理学+经济学”的复合学历背景、“买方+卖方”的双重从业背景，擅长从资产配置角度进行跨行业研究及个股挖掘，精于相对收益与绝对收益的把控，注重投资标的长期、中期与短期机会与风险的平衡。现专注于中小市值军工领域的研究。

何昕 研究员

经济学、国际商务管理双硕士，曾任职于东海证券。2014 年初加盟东兴证券研究所中小市值团队，现专注于高端装备制造业、节能环保、新能源汽车等领域的研究

汤杰 研究员

经济学（金融方向）学士，美国金融硕士，曾就职于美国研究机构 JG-Capital，从事中概 TMT 行业研究。2014 年初加盟东兴证券研究所，现专注于 TMT 互联网行业研究。

罗柏言 研究员

经济学硕士，4 年工作经验，对宏观经济和主要行业都有比较深入的了解，擅长自上而下发掘投资机会。2014 年 2 月加盟东兴证券中小市值组，现专注于中小市值策略研究。

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。