

怡球资源 (601388)

证券研究报告

2017年08月15日

被遗忘的高弹性低估值的再生铝龙头，深度受益废铝进口禁令

公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年上半年实现营收 25.4 亿元，同比增长 81.2%；实现归母净利润 1.8 亿元；EPS 为 0.09 元/股，符合市场预期。上下游垂直效应和铝回收毛利提升，公司业绩大涨。

Metalico 助力上下游垂直整合。 Metalico 是公司于 2016 年 7 月 1 日收购的美国子公司，有三条金属废料粉碎线，年处理报废汽 15 万辆左右，约占收入 40%，报废汽车拆解是其金属废料的主要来源。此次并购实现了公司从前端的回收环节到后端深加工处理环节的垂直整合，使公司的业务上上游延伸，进一步提升公司的原材料的成本优势。上半年，上下游垂直整合的协同效应初步彰显，同时 Metalico 已经开始实现营收和盈利的增长，公司业绩大幅上涨。

废精铝差价增大，毛利率持续提升。 公司铝业务利润来源主要在于废铝和铝锭的差价，俗称废精铝差。近年废铝供应不断上升和铝价持续上涨不断拉大废精铝价差，公司的毛利率水平持续增加，业绩大涨。未来铝回收市场有望双喜临门：一方面随着中国大量汽车进入报废期，中国即将迎来废铝回收高峰期，届时国内废铝供增速有望从 10%提升到 15%，进一步增大原料供应；另一方面铝价则有望随着供给侧改革的推进迎来牛市，进一步增大废铝回收毛利，怡球资源作为国内最大的废旧铝回收分选冶炼公司，将充分享受这一过程带来的利润增加，考虑到公司现有 60 万吨产能利用率才近一半，一旦公司解决废铝来源渠道问题，弹性值得期待。

独享海外低价废铝、国内高价产品的优势。 废七类废铝属于此次政府禁止进口的洋垃圾之列，我的有色网估计占整个废铝 50%左右，折合约 100 万吨。一旦实施，将会引发海外废铝价格走低、国内废铝即铝锭价格走高。作为拥有美国回收拆解资质的公司，公司将享受海外低价废铝国内高价产品的优势。未来怡球资源也将为废七类废铝供应贡献可观的份额。

汽车拆解千亿市场爆发尽在眼前。 截至 2017 年中，我国汽车保有量达到 2.05 亿辆，2020 年将超过 2.7 亿辆，按照回收率 4%计算，年报废汽车量将达到 1,080 万辆，仅考虑废旧材料回收价值，到 2020 年报废汽车行业的市场空间在 350 亿元左右。

盈利预测和投资建议：我们预测，公司 2017-2019 年净利润分别为 4.67 亿、6.06 亿和 7.05 亿，EPS 分别为 0.23 元、0.30 元和 0.35 元，对应 8 月 14 日的收盘价，动态 PE 分别为 18 倍、14 倍和 12 倍。怡球资源相对于铝价业绩弹性高、估值低，且将享受海外废铝进口禁令，上调至“买入”评级。

风险提示：铝价下跌，汽车拆解、废铝等国家政策发生变化

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,490.39	3,766.84	6,026.95	7,533.69	9,040.43
增长率(%)	(19.09)	7.92	60.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	140.21	202.35	624.72	775.84	925.63
净利润(百万元)	9.75	25.85	467.01	606.30	704.65
增长率(%)	(67.60)	165.10	1,706.74	29.82	16.22
EPS(元/股)	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
市盈率(P/E)	1,063.56	401.19	22.21	17.10	14.72
市净率(P/B)	4.91	4.75	3.75	3.09	2.58
市销率(P/S)	2.97	2.75	1.72	1.38	1.15
EV/EBITDA	88.38	41.37	18.75	13.84	12.28

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	5.19 元
目标价格	6.9 元
上次目标价	5.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,025.40
流通 A 股股本(百万股)	2,025.40
A 股总市值(百万元)	10,511.83
流通 A 股市值(百万元)	10,511.83
每股净资产(元)	1.17
资产负债率(%)	46.59
一年内最高/最低(元)	5.84/3.32

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《怡球资源-首次覆盖报告:铝价上涨弹性大，业绩反转估值低》2017-07-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,153.32	753.26	482.16	602.70	723.23	营业收入	3,490.39	3,766.84	6,026.95	7,533.69	9,040.43
应收账款	347.48	683.30	765.90	692.17	1,057.52	营业成本	3,261.02	3,463.14	5,231.39	6,531.71	7,819.97
预付账款	25.32	34.30	69.22	52.23	92.70	营业税金及附加	0.69	4.97	2.48	4.85	7.15
存货	796.21	980.12	1,836.81	1,674.68	2,534.77	营业费用	37.77	35.59	57.60	74.90	87.23
其他	434.45	667.36	660.71	640.57	693.57	管理费用	114.33	169.22	113.73	182.32	241.38
流动资产合计	2,756.79	3,118.35	3,814.80	3,662.34	5,101.79	财务费用	56.63	82.19	53.40	47.63	43.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	35.13	33.95	34.97	34.68	34.53
固定资产	487.73	1,032.43	1,034.00	1,054.22	1,072.64	公允价值变动收益	(7.43)	16.49	(26.41)	3.83	6.25
在建工程	95.83	8.32	40.99	72.59	73.56	投资净收益	49.75	12.84	33.99	33.99	33.99
无形资产	87.63	101.94	97.34	92.73	88.13	其他	(84.63)	(58.66)	(15.17)	(75.65)	(80.49)
其他	190.69	233.36	208.00	207.77	211.15	营业利润	27.14	7.11	540.97	695.43	846.41
非流动资产合计	861.88	1,376.03	1,380.32	1,427.32	1,445.47	营业外收入	2.28	15.00	7.09	8.12	10.07
资产总计	3,618.67	4,494.38	5,195.12	5,089.66	6,547.26	营业外支出	1.07	4.67	2.27	2.67	3.20
短期借款	1,268.49	1,490.29	1,834.78	1,250.57	1,861.72	利润总额	28.35	17.43	545.79	700.89	853.28
应付账款	75.81	189.04	133.29	256.88	239.05	所得税	18.64	(8.42)	79.55	95.84	149.49
其他	26.99	87.40	50.98	57.29	68.66	净利润	9.71	25.85	466.24	605.05	703.78
流动负债合计	1,371.29	1,766.73	2,019.05	1,564.74	2,169.43	少数股东损益	(0.04)	0.00	(0.77)	(1.25)	(0.87)
长期借款	117.31	175.34	270.75	0.00	134.15	归属于母公司净利润	9.75	25.85	467.01	606.30	704.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
其他	19.99	370.04	137.42	175.82	227.76						
非流动负债合计	137.30	545.38	408.17	175.82	361.91						
负债合计	1,508.58	2,312.11	2,427.21	1,740.56	2,531.34	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	(0.01)	(0.01)	(0.74)	(1.97)	(2.82)	成长能力					
股本	533.00	2,025.40	2,025.40	2,025.40	2,025.40	营业收入	-19.09%	7.92%	60.00%	25.00%	20.00%
资本公积	1,110.53	101.35	101.35	101.35	101.35	营业利润	-33.36%	-73.81%	7512.06%	28.55%	21.71%
留存收益	1,794.41	331.38	743.25	1,325.68	1,993.35	归属于母公司净利润	-67.60%	165.10%	1706.74%	29.82%	16.22%
其他	(1,327.84)	(275.85)	(101.35)	(101.35)	(101.35)	获利能力					
股东权益合计	2,110.09	2,182.27	2,767.91	3,349.11	4,015.92	毛利率	6.57%	8.06%	13.20%	13.30%	13.50%
负债和股东权益总	3,618.67	4,494.38	5,195.12	5,089.66	6,547.26	净利率	0.28%	0.69%	7.75%	8.05%	7.79%
						ROE	0.46%	1.18%	16.87%	18.09%	17.53%
						ROIC	1.07%	6.41%	18.15%	15.59%	19.73%
						偿债能力					
						资产负债率	41.69%	51.44%	46.72%	34.20%	38.66%
						净负债率	-27.66%	-47.22%	-5.42%	-5.22%	-3.28%
						流动比率	2.01	1.77	1.89	2.34	2.35
						速动比率	1.43	1.21	0.98	1.27	1.18
						营运能力					
						应收账款周转率	8.58	7.31	8.32	10.33	10.33
						存货周转率	3.81	4.24	4.28	4.29	4.30
						总资产周转率	0.94	0.93	1.24	1.47	1.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
						每股经营现金流	0.15	0.02	-0.38	0.54	-0.26
						每股净资产	1.04	1.08	1.37	1.65	1.98
						估值比率					
						市盈率	1,063.56	401.19	22.21	17.10	14.72
						市净率	4.91	4.75	3.75	3.09	2.58
						EV/EBITDA	88.38	41.37	18.75	13.84	12.28
						EV/EBIT	147.91	93.75	19.71	14.45	12.76

现金流量表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	9.71	25.85	467.01	606.30	704.65
折旧摊销	60.61	116.66	30.35	32.77	35.23
财务费用	74.59	87.93	53.40	47.63	43.99
投资损失	(49.75)	(12.84)	(33.99)	(33.99)	(33.99)
营运资金变动	532.68	1.09	(1,261.93)	440.81	(1,278.02)
其它	(333.16)	(169.73)	(27.18)	2.58	5.38
经营活动现金流	294.69	48.96	(772.35)	1,096.10	(522.76)
资本支出	169.41	250.37	292.63	41.60	(1.94)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	109.08	(1,178.79)	(268.46)	(95.52)	(25.51)
投资活动现金流	278.48	(928.42)	24.16	(53.92)	(27.45)
债权融资	1,385.79	1,708.86	2,119.95	1,269.78	2,021.50
股权融资	(142.36)	443.84	121.10	(47.63)	(43.99)
其他	(1,296.69)	(1,659.91)	(1,763.97)	(2,143.79)	(1,306.75)
筹资活动现金流	(53.26)	492.80	477.08	(921.64)	670.75
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	519.91	(386.66)	(271.10)	120.54	120.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com

