

减值拖累 Q2 业绩，免热合金积极谋篇布局

➤ **公司公布 2022 年半年报。**2022H1 公司实现营业收入 39.79 亿元，同比增加 0.7%，实现归母净利润 2.71 亿元，同比减少 36.5%；实现扣非归母净利润 2.43 亿元，同比减少 43.3%。2022Q2 公司营业收入，归母净利润 1.21 亿元，同比减少 45.7%，环比减少 18.7%；扣非归母净利润 0.99 亿元，同比减少 56.1%，环比减少 31.7%，业绩弱于我们预期。

➤ **废铝进口趋严，产品量利齐跌。**量：2022H1 公司铝合金锭产量 11.79 万吨，同比减少 20%，主要因为国内废铝进口标准执行严格，公司废铝进口量下降明显，取消了来料加工，此外，公司生产线也进行维修；公司回收黑色金属 30.15 万吨，同期比减少 8%，回收有色金属 3.87 万吨，同期比增加 4%。利：2022H1，国内铝精废价差 4518 元/吨，同比增加 873 元/吨，但由于内外铝价倒挂，运输成本上升，公司盈利能力下降。

➤ **Q2 投资收益环比增加，铝价下跌导致减值损失上升。**22Q2 环比看，主要增利点有公允价值变动损益 (+1341 万元)、投资收益 (+622 万元)，主要因为公司持有的交易性金融资产带来的增值；减利点有减值损失 (-2578 万元)，主要因为 Q2 铝价下跌较多，存货跌价损失和合同履约成本减值损失增加，毛利 (-720 万元)；三费费用环比基本持平，22Q2 财务费用 1929 万元，环比大增 966%，主要因为人民币贬值，公司汇兑损失增加。22Q2 同比看，主要增利点为公允价值变动损益 (+2565 万元)，主要减利点有毛利 (-8153 万元)，减值损失 (-3233 万元)，费用和税金 (-1473 万元)。

➤ **再生铝板块低成本+高成长，积极布局免热处理合金。**①**废铝保证能力强+低成本优势：**随着再生铝重要性日益突出，废铝的渠道建设尤为重要，公司回收渠道遍及海内外，废铝供应保障能力强。海外废铝采购成本普遍低于国内，根据 SMM 数据，2022 年上半年国内和美国废铝平均价差达到 4614 元/吨，成本差距较大。②**高成长：**马来西亚 130 万吨扩产项目部分土建工程已经完成，预计一期 65 万吨将于 2023 年下半年投产。达产后公司马来西亚总产能将达到 156.98 万吨，相比于原产能 26.98 万吨增幅达到 482%。③**积极研发免热处理合金工艺。**公司与知名院校合作，以再生铝为原料，攻克大型铸件热处理过程的变形及表面缺陷等问题，提高原料的强度和韧性，目前已完成首批配料测试，免热处理业务初步成型。

➤ **投资建议：**公司全球布局废铝收购，原料采购优势突出，未来马来西亚项目的投产将助力公司业绩保持高速增长。考虑到废铝进口管控严格对公司产量的影响，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 6.96 亿元、10.83 亿元、16.24 亿元，对应 8 月 17 日收盘价的 PE 为 13x、8x 和 6x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，精废铝价差下跌，废铝进出口政策改变等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8283	7299	10958	16786
增长率 (%)	47.2	-11.9	50.1	53.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	852	696	1083	1624
增长率 (%)	84.4	-18.2	55.5	50.0
每股收益 (元)	0.39	0.32	0.49	0.74
PE	11	13	8	6
PB	2.3	2.1	1.8	1.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
4.10 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhang.yiqing@mszq.com

相关研究

1.怡球资源 (601388.SH) 2021 年年报点评：
海外渠道优势凸显，期待马来西亚扩产项目投产-2022/04/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8283	7299	10958	16786
营业成本	6762	6026	9003	13832
营业税金及附加	12	13	19	29
销售费用	19	22	44	67
管理费用	322	292	438	671
研发费用	5	4	6	10
EBIT	1122	941	1448	2177
财务费用	9	31	39	68
资产减值损失	-36	-16	-16	-16
投资收益	13	4	5	8
营业利润	1094	897	1398	2100
营业外收支	23	7	9	10
利润总额	1117	904	1407	2110
所得税	266	208	324	485
净利润	852	696	1083	1624
归属于母公司净利润	852	696	1083	1624
EBITDA	1270	971	1487	2237

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	802	1176	889	575
应收账款及票据	936	842	1261	1927
预付款项	24	181	270	354
存货	1952	1762	2655	4063
其他流动资产	426	338	264	194
流动资产合计	4140	4298	5339	7114
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1086	1063	1166	1358
无形资产	294	409	545	691
非流动资产合计	1610	1722	2297	2872
资产合计	5749	6020	7635	9986
短期借款	1089	932	1438	2132
应付账款及票据	286	251	383	584
其他流动负债	384	323	477	702
流动负债合计	1759	1506	2299	3417
长期借款	29	109	199	309
其他长期负债	97	95	94	92
非流动负债合计	126	204	293	401
负债合计	1885	1709	2591	3818
股本	2202	2202	2202	2202
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3864	4311	5044	6168
负债和股东权益合计	5749	6020	7635	9986

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	47.20	-11.88	50.13	53.18
EBIT 增长率	117.98	-16.11	53.77	50.39
净利润增长率	84.43	-18.23	55.53	49.99
盈利能力 (%)				
毛利率	18.36	17.43	17.84	17.60
净利润率	10.28	9.54	9.88	9.68
总资产收益率 ROA	14.81	11.57	14.19	16.27
净资产收益率 ROE	22.04	16.15	21.47	26.34
偿债能力				
流动比率	2.35	2.85	2.32	2.08
速动比率	1.23	1.56	1.05	0.79
现金比率	0.46	0.78	0.39	0.17
资产负债率 (%)	32.79	28.39	33.94	38.23
经营效率				
应收账款周转天数	40.47	40.62	40.64	40.61
存货周转天数	105.34	107.95	108.43	107.76
总资产周转率	1.44	1.21	1.44	1.68
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.32	0.49	0.74
每股净资产	1.76	1.96	2.29	2.80
每股经营现金流	0.21	0.35	0.01	-0.01
每股股利	0.08	0.11	0.16	0.23
估值分析				
PE	11	13	8	6
PB	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	7.40	9.21	6.61	4.89
股息收益率 (%)	1.95	2.77	3.88	5.54
现金流量表 (百万元)				
净利润	852	696	1083	1624
折旧和摊销	148	30	40	60
营运资金变动	-669	-8	-1167	-1791
经营活动现金流	459	768	14	-23
资本开支	-104	-131	-593	-614
投资	40	106	98	98
投资活动现金流	-52	-21	-490	-508
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-69	-78	595	801
筹资活动现金流	-257	-373	190	217
现金净流量	125	374	-287	-314

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026