



增持(维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 2.72

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

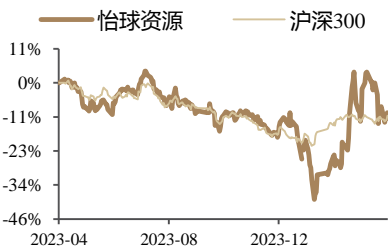
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.42	18.78	11.48
相对涨幅(%)	1.10	16.22	3.96

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《怡球资源(601388.SH): 铝资源再生领域龙头企业, 印尼项目扩产打开成长空间》, 2024.1.25

怡球资源(601388.SH): 量价齐跌致23年净利下滑65%, 马来项目将成业绩增长点

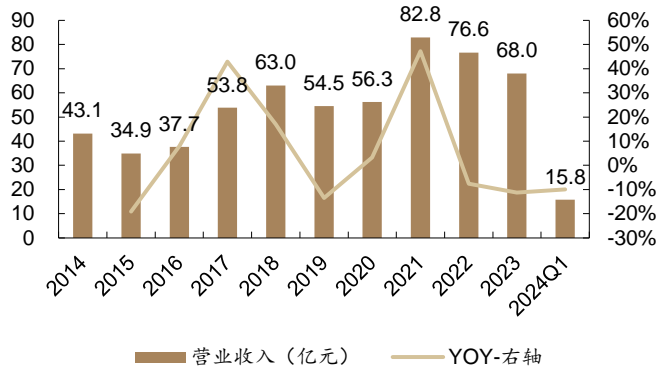
投资要点

- 事件: 公司发布2023年报及2024年一季报。**公司2023年全年实现营收68.0亿元, 同比-11.27%, 实现归母净利1.3亿元, 同比-65.15%, 实现扣非归母净利1.4亿元, 同比-60.65%, 销售毛利率7.98%, 同比下降2.92个百分点, 销售净利率1.96%, 同比下降3.02个百分点。利润减少主要系宏观经济因素的影响, 下游需求疲软, 公司主要产品铝合金锭、黑色金属和有色金属的销售价格下跌; 其次国内太仓工厂因受到原料进口政策的影响处于停产状态, 导致公司销量下滑、利润下降。公司2024Q1单季度实现营收15.8亿元, 环比-4.99%, 同比-9.96%, 实现归母净利2865万元, 环比+224.94%, 同比-61.27%。公司拟派发现金红利人民币2862万元(含税), 股利支付率21.53%。
- 2023年公司量价齐跌, 盈利下滑。**产量方面, 2023年全年公司生产铝合金锭22.3万吨, 同比减少9.14%, 废料贸易生产61.6万吨, 同比增加4.95%。价格方面, 2023年公司铝锭销售实现营收36.7亿元, 营业成本35.2亿元, 实现毛利1.57亿元, 同比下降62.0%。我们计算铝锭平均销售价格为16494元/吨, 较2022年的17681元/吨下降6.7%; 单位毛利703元/吨, 较2022年的1661元/吨下降57.6%。2023年公司废料贸易实现营收26.6亿元, 营业成本24.1亿元, 实现毛利2.53亿元, 同比下降16.4%。我们计算废料平均销售价格为4276元/吨, 较2022年的4672元/吨下降8.5%; 单位毛利406元/吨, 较2022年的500元/吨下降18.9%。
- 马来西亚年产130万吨铝合金锭项目将强势提升公司产能。**公司在马来西亚扩建130万吨铝合金锭项目, 已于2021年10月正式动工。2023年公司重点建设“马来西亚年产130万吨铝合金锭”项目。前期因公共卫生事件严重影响了扩厂的进度, 另外受到经济下行以及项目所在国气候环境等因素影响。同时, 为了提高项目的经济效益, 公司对项目原设计方案进行优化和调整, 整体建设进度放缓, 当前项目基本建设完毕。
- 盈利预测。**我们预计公司2024-2026年实现营收分别为87.7/111.0/162.6亿元; 实现归母净利3.5/4.8/7.7亿元, 同比增速分别为+161.2%、+37.0%、+61.5%; 实现EPS分别为0.16/0.22/0.35元。截至2024年4月26日收盘, 对应2024-2026年PE分别为17.25x、12.59x、7.79x, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 新项目建设不及预期; 原材料供应端扰动致成本上行; 宏观经济下行风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	2,201.22		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1092.49	营业收入(百万元)	7,660	6,797	8,770	11,097	16,263
52 周内股价区间(元):	11.55-21.38	(+/-)YOY(%)	-7.5%	-11.3%	29.0%	26.5%	46.6%
总市值(百万元):	14.23835	净利润(百万元)	381	133	347	476	768
总资产(百万元):	20.568.28	(+/-)YOY(%)	-55.2%	-65.2%	161.2%	37.0%	61.5%
每股净资产(元):	13.24	全面摊薄 EPS(元)	0.17	0.06	0.16	0.22	0.35
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	10.9%	8.0%	10.4%	10.3%	10.4%
		净资产收益率(%)	9.0%	3.1%	7.5%	9.5%	13.5%

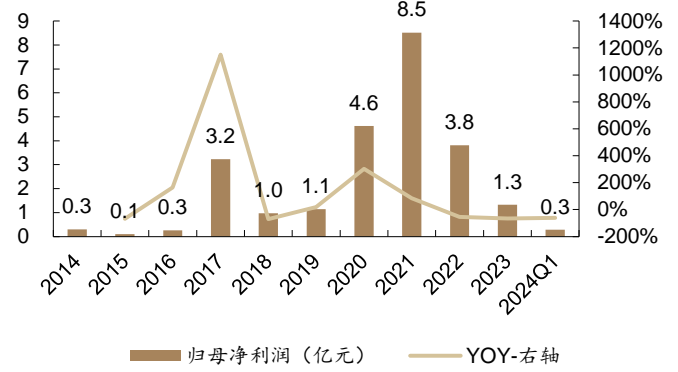
资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



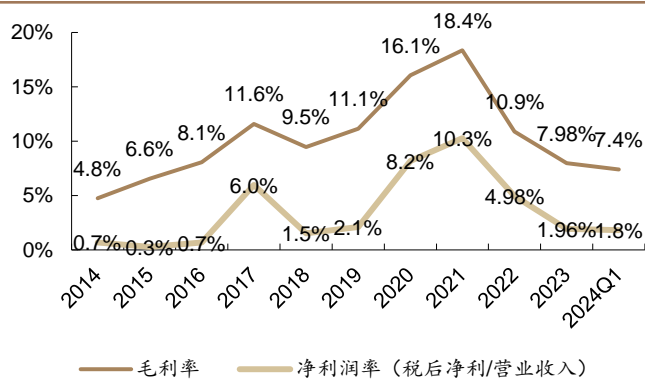
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利和增速



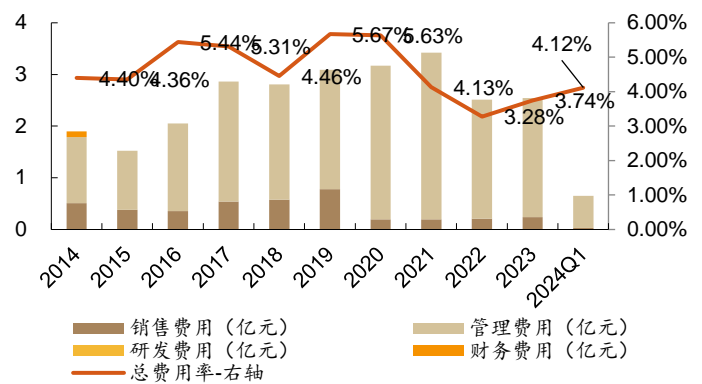
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

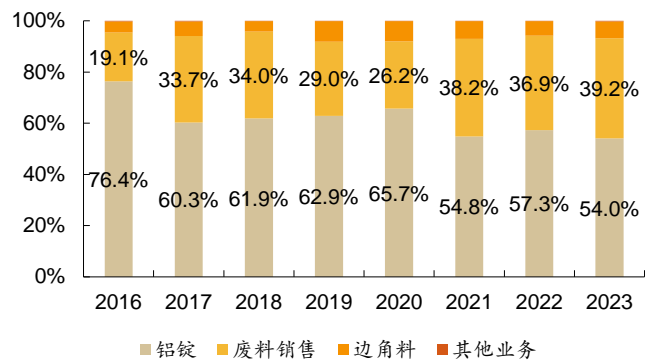
图 4: 公司期间费用及期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

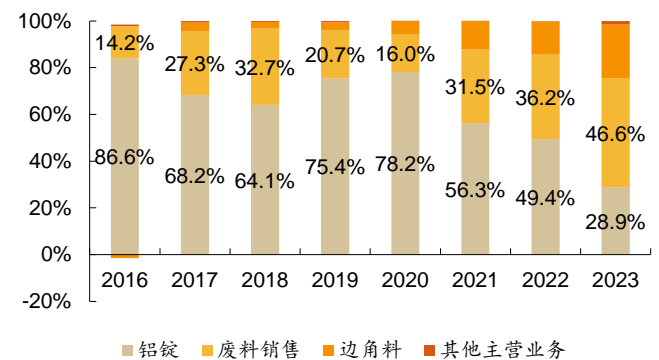
注: 由于会计准则的变化, 2018 年之前的研发费用体现在管理费用中

图 5: 公司营业收入结构



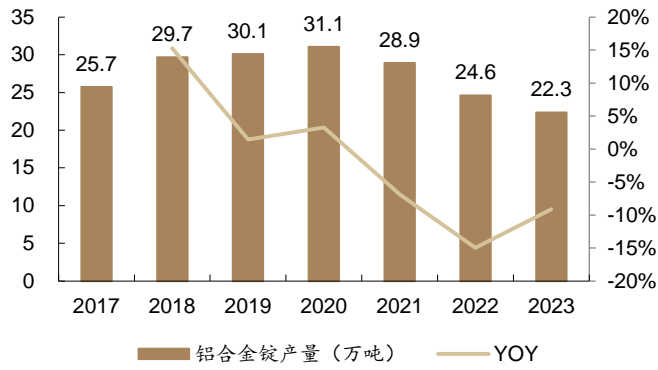
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司毛利结构



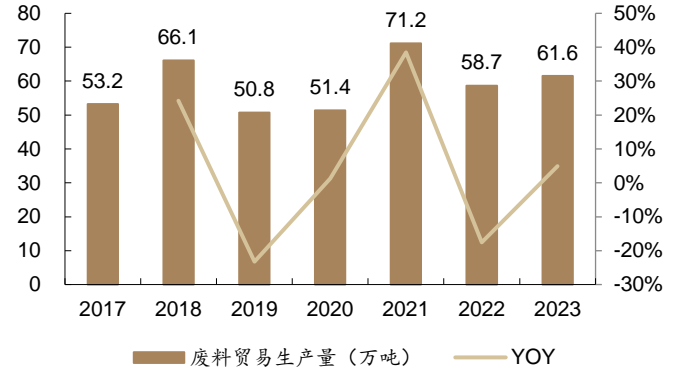
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 7: 公司铝合金锭产量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 8: 公司废料贸易产量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.06	0.16	0.22	0.35
每股净资产	1.95	2.11	2.28	2.58
每股经营现金流	0.27	0.06	0.33	0.63
每股股利	0.01	0.00	0.04	0.05
价值评估(倍)				
P/E	43.31	17.25	12.59	7.79
P/B	1.34	1.29	1.19	1.05
P/S	0.88	0.68	0.54	0.37
EV/EBITDA	13.86	9.28	7.44	3.96
股息率%	0.5%	0.0%	1.5%	1.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	8.0%	10.4%	10.3%	10.4%
净利润率	2.0%	4.0%	4.3%	4.7%
净资产收益率	3.1%	7.5%	9.5%	13.5%
资产回报率	2.3%	5.6%	7.5%	11.1%
投资回报率	3.3%	6.8%	8.4%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-11.3%	29.0%	26.5%	46.6%
EBIT 增长率	-52.5%	124.1%	27.8%	58.0%
净利润增长率	-65.2%	161.2%	37.0%	61.5%
偿债能力指标				
资产负债率	24.5%	24.8%	21.0%	17.7%
流动比率	3.7	4.1	5.5	7.7
速动比率	2.0	2.0	2.9	4.9
现金比率	0.7	0.5	1.1	3.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	30.0	25.0	20.0	10.0
存货周转天数	77.3	60.0	50.0	30.0
总资产周转率	1.2	1.4	1.7	2.4
固定资产周转率	5.8	6.1	6.6	8.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	133	347	476	768
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	177	129	77	103
非经营收益	96	26	24	12
营运资金变动	194	-380	146	500
经营活动现金流	600	122	723	1,383
资产	-560	-500	-188	-188
投资	-79	35	-9	-9
其他	15	20	17	20
投资活动现金流	-624	-445	-181	-178
债权募资	6	164	-200	-100
股权募资	0	0	0	0
其他	-135	-53	-140	-153
融资活动现金流	-128	111	-340	-253
现金净流量	-167	-212	202	952

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,797	8,770	11,097	16,263
营业成本	6,254	7,859	9,950	14,579
毛利率%	8.0%	10.4%	10.3%	10.4%
营业税金及附加	14	17	23	33
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	23	27	36	52
营业费用率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	231	281	333	407
管理费用率%	3.4%	3.2%	3.0%	2.5%
研发费用	3	3	3	5
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	262	588	752	1,187
财务费用	50	67	48	37
财务费用率%	0.7%	0.8%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-5	-5	0	0
投资收益	15	18	17	20
营业利润	213	532	731	1,181
营业外收支	-8	3	1	1
利润总额	205	534	732	1,182
EBITDA	431	708	829	1,290
所得税	72	187	256	414
有效所得税率%	35.1%	35.0%	35.0%	35.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	133	347	476	768

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	642	430	631	1,584
应收账款及应收票据	577	671	603	336
存货	1,198	1,417	1,342	1,088
其它流动资产	734	706	706	715
流动资产合计	3,150	3,223	3,283	3,724
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,172	1,429	1,691	1,898
在建工程	914	1,060	945	859
无形资产	282	274	266	258
非流动资产合计	2,532	2,945	3,078	3,184
资产总计	5,682	6,169	6,360	6,907
短期借款	365	325	125	25
应付票据及应付账款	347	270	283	244
预收账款	4	0	0	0
其它流动负债	140	197	188	216
流动负债合计	857	792	596	485
长期借款	420	620	620	620
其它长期负债	113	117	117	117
非流动负债合计	533	737	737	737
负债总计	1,390	1,529	1,333	1,222
实收资本	2,201	2,201	2,201	2,201
普通股股东权益	4,293	4,640	5,028	5,686
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	5,682	6,169	6,360	6,907

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。