

# 马来项目投产在即，利稳量增下公司盈利能力有望大幅提高

## 核心观点

- 1、公司 2022 年归母净利润 3.81 亿元，同降 55.22%，2023Q1 归母净利润 0.74 亿元，同降 50.46%。主要系铝合金锭业务量利齐降所致。
- 2、国内废铝原料和铝合金锭价格倒挂，2022 年公司太仓工厂产能利用率及生产毛利低下，2023 年公司太仓工厂暂停生产，减少对整体利润侵蚀。
- 3、马来项目稳步推进，一期 65 万吨产能预计 2023 年下半年投产，上拓原料采购网络保证原料供给，下扩新能源汽车客户市场份额，积极布局免热一体压铸成型铝合金锭技术，产品附加值有望提升。利稳量增下公司盈利能力有望大幅提高。

## 事件

### 公司发布 2023 年第一季度报告

公司 2023 年第一季度归属于母公司的净利润为 0.74 亿元，同比下降 50.46%。2023 年第一季度归属于母公司的扣除非经常损益的净利润为 0.70 亿元，同比下降 51.75%。

### 公司发布 2022 年年度报告

公司 2022 年归属于母公司的净利润为 3.81 亿元，同比下降 55.22%。2022 年归属于母公司的扣除非经常损益的净利润为 3.63 亿元，同比下降 57.29%。

## 简评

### 1、铝合金锭业务：量利齐降致净利润下滑

**量：**2022 年公司铝合金锭产量 24.59 万吨，同降 15%；销量 24.84 万吨，同降 14%。主要系：1) 国内产业政策调整，公司被迫取消来料加工，同时国内原料价格一直居高不下，太仓工厂 2022 年整体产能利用率低下；2) 为保障后期市场恢复时能够开足马力，公司选择在行情低迷期对生产线进行维修。

**利：**2022 年公司铝合金锭吨售价 1.77 万元 (+13%)，吨成本 1.60 万元 (+26%)，吨毛利 1661 元 (-44%)；受到宏观经济的影响，公司产品的原材料废铝价格上涨，产品成本同比大幅上升，导致公司的产品的毛利率同比下降。

## 怡球资源 (601388.SH)

维持

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

SAC 编号:s1440521110005

发布日期：2023 年 04 月 28 日

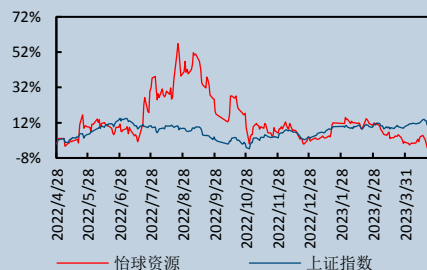
当前股价：3.06 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.50/-13.12	-17.76/-18.40	-8.79/-22.63
12 月最高/最低价 (元)		5.13/3.01
总股本 (万股)		220,144.19
流通 A 股 (万股)		202,079.48
总市值 (亿元)		66.26
流通市值 (亿元)		60.83
近 3 月日均成交量 (万)		1966.75
主要股东		
怡球(香港)有限公司		35.64%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 22-11-07 【中信建投金属和金属新材料】怡球资源(601388):成本售价周期错配,看好再生铝业务发展
- 22-08-21 【中信建投金属和金属新材料】怡球资源(601388):再生铝盈利底部确立,产能扩张将带动业绩倍增

## 2、暂停太仓基地生产，调配人员支援马来项目顺利投产

废铝进口标准执行日趋严格，国内企业再生铝原料进口受阻、短缺加剧，同时，国内废铝尚未到达大规模报废期，短期内国内新增废铝数量有限。废铝价格居高不下，国内废铝原料和铝合金锭出现倒挂现象，导致公司国内基地产能利用率低下。叠加全球经济下行，铝合金锭市场需求萎缩，2022 年公司太仓工厂铝合金锭生产毛利严重低下，一度出现负值，2023 年公司决定太仓工厂暂停生产，从而减少太仓工厂对公司整体利润的侵蚀。

太仓工厂停产后，公司仍保留原有运营团队，通过集团调拨铝锭方式满足太仓工厂现有业务需求，持续开拓国内铝合金锭市场，此外公司将统一安排部分技术人员支援马来西亚扩建年产 130 万吨铝合金锭项目，以保证该项目第一期产能顺利释放。

## 3、马来西亚项目稳步推进，一期 65 万吨产能预计 2023 年下半年投产

2021 年 10 月，公司为充分利用自身跨国经营优势、马来西亚的人力及能源成本优势以及交通运输便捷优势，决定在马来西亚扩建年产 130 万吨铝合金锭项目。目前该项目按计划正有序推进，已完成部分土建工程，相关配套的生产设备也陆续到位，采购、生产、销售人员的配备和培训工作也按既定计划有条不紊的进行中，预计 2023 年下半年即可完成全部的基础建设和第一期 65 万吨产能的逐步释放。近年来，国内产业结构的转型升级加速了传统制造业的外迁，以东南亚为主的发展中国家对铝合金锭的需求日益增加，但国内铝锭出口关税较高，预计马来项目达产后，公司将有更多的国际市场释放。

图表1：公司 130 万吨扩建项目现场图



资料来源：公司公告，中信建投

图表2：公司 130 万吨扩建项目现场图



资料来源：公司公告，中信建投

## 4、上拓原料采购网络，下扩新能源汽车客户市场份额

公司持续推进布局“报废汽车回收—拆解—资源再生—汽车供应链”的报废汽车回收利用全产业链战略规划，目前已建立国际化的原材料采购及产品销售的体系。

上游端，公司持续优化国外采购渠道，继续向产业链上游布局，一方面计划在东南亚、欧洲、日本等地新建采购办事处积极持续健全原料采购网络，另一方面通过新建、并购等方式持续拓宽 M 公司的采购半径，进一步提高市场占有率，同时充分利用上下游的垂直整合优势，加大对国外原材料采购价格的把控力度，为公司盈利提供更加坚实的保障。

下游端，公司已成为多家世界知名汽车生产商、电器和电子生产企业及其在中国的合资或独资企业的供应商，公司与下游客户间的供货关系稳定，主要是同一牌号铝合金锭的成份及物理性能的细微差异可能造成客户产品合格率或良品率的差别，具有一定的客户粘性。由于目前公司主要产品铝合金锭下游汽车客户中传统燃油车企占比相对较高，公司将顺应时代的发展，开发拓展与新能源汽车厂商的合作机会，加大产品的研发投入以满足新能源汽车的需求，扩大新能源汽车客户的市场份额，目前已与宁波旭升、泉峰汽车等公司建立合作。

### 5、积极布局免热一体压铸成型铝合金锭技术，产品附加值有望提升

近年来国内新能源汽车行业高速发展，为满足下游客户的技术升级需求，公司已成立免热一体压铸成型铝合金锭研发专案小组，并多次与知名院校、研究院及行业协会进行探讨并交换意见。不同于以原铝作为免热一体压铸铝主要材料的市场主流研究发现，为进一步节约原料成本，促进资源的循环利用，公司确认了利用再生铝原料开发免热处理铸造铝合金的技术路线，完成了技术路线的测试验证，此路线力争打破现有一体压铸免热处理铸造铝合金原材料的技术壁垒，预计伴随免热合金产品放量，公司产品附加值有望大幅提升。

### 6、废料回收贸易业务：新投入自动金属分选系统，原料处理能力有望提升

公司的废旧金属主要来自于家庭废弃物、工业报废品以及报废汽车，下游市场区域以美国国内为主，为满足原料的需求，公司在美国建设有二十几个回收点，分布于美国东部的五大洲，回收半径广阔，有较高的行业壁垒，且该行业在美国属于成熟市场，行业渗透率高，业绩稳定性强。在废金属回收、贸易业务领域，依托于技术、地理及规模的优势，Metalico 公司与行业内众多的钢铁企业建立了长期稳定的合作关系，已成为美国 REPUBLIC STEEL、MULTIMETCO INC 等钢铁垄断巨头的主要供应商之一。

**量：**公司的废料回收贸易业务经营区域位于美国，受当地经济影响，2022 年公司废料回收贸易业务共销售黑色金属 56.12 万吨（-14.4%），有色金属 4.28 万吨（-4.6%），回收量下降导致公司的整体利润下降。

**利：**2022 年公司废料回收贸易业务吨售价 0.47 万元（+4%），吨成本 0.42 万元（+9%），吨毛利 500 元（-27%）。

**新项目：**M 公司投入了自动金属分选系统，项目建设期一年半，该设备的投入可以增加 M 公司的原料处理能力，减少原料损耗，提高废铝的回收率，同时还节约公司间调拨的运费成本；同时 M 公司对起重设备进行了更新升级，提高了生产效率，节约了公司的维护成本。随着公司处理效率的逐步提高，公司将持续扩大回收半径，增加废旧金属的回收量。

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年归母净利分别为 4.81 亿元、8.43 亿元和 10.95 亿元，对应当前股价 PE 分别为 14.0、8.0 和 6.1 倍，考虑到公司在再生铝行业的地位和成长性，给予公司“买入”评级。

图表3： 公司重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,283	7,660	9,423	16,555	23,269
增长率（%）	47.2	-7.5	23.0	75.7	40.6
净利润（百万元）	852	381	481	843	1,095
增长率（%）	84.4	-55.2	26.1	75.3	29.9
ROE（%）	22.0	9.0	10.4	15.4	16.7
EPS（元/股，摊薄）	0.39	0.17	0.22	0.38	0.50
P/E（倍）	7.9	17.7	14.0	8.0	6.1
P/B（倍）	1.8	1.6	1.5	1.2	1.0

资料来源：Wind，中信建投

## 风险分析

**1、全球经济大幅度衰退，铝合金锭需求断崖式萎缩；**国际货币基金组织 IMF 在 4 月 11 日的《世界经济展望报告》中预计 2023 年全球经济增速为 2.8%，相较其今年 1 月的预测下调了 0.1%；其预计 2023 年约 90% 发达经济体的经济增速将放缓，预计 2023 年发达经济体的平均增速为 1.3%，2024 年为 1.4%。欧美经济数据已出现下降趋势，若陷入深度衰退将抑制铝的消费。

**2、产品及原材料价格波动风险；**公司主要产品铝合金锭的主要原材料是废铝料，废铝原材料成本在公司主营业务成本中所占比重较高，废铝料多数以其中所含金属量定价，价格随着国际市场金属价格变动而变动。虽从长期看铝合金锭的价格和原材料价格波动对公司盈利影响较小，但短期内，由于成品的价格和原材料的价格波动存在时间差和滞后性，对企业的利润会产生一定的影响。

**3、新项目投产不及预期风险；**马来西亚年产 130 万吨铝合金锭项目目前已完成部分土建工程，相关配套的生产设备也陆续到位，采购、生产、销售人员的配备和培训工作也按既定计划有条不紊的进行中。若新建项目进度不及预期，将可能导致项目投资额扩大以及公司业绩不及资本市场预期。

## 分析师介绍

**王介超：**建投金属新材料首席分析师

高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）。实业工作 8 年，金融行业工作 5 年，主编国标 GB/T 18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利技术，擅长金属及建筑产业链研究，曾获得 wind 金牌分析师，水晶球奖钢铁行业第二名，上证报材料行业最佳分析师，新浪财经金麒麟钢铁有色行业最佳分析师等。

## 研究助理

**覃静** qinjing@csc.com.cn

**李想** lixiangdcq@csc.com.cn

**邵三才** shaosancai@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层  
电话: (8610) 8513-0588  
联系人: 李祉瑶  
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
上海浦东新区浦东南路 528 号  
南塔 2103 室  
电话: (8621) 6882-1600  
联系人: 翁起帆  
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区福中三路与鹏程一路交  
汇处广电金融中心 35 楼  
电话: (86755) 8252-1369  
联系人: 曹莹  
邮箱: caoying@csc.com.cn

## 中信建投 (国际)

香港  
中环交易广场 2 期 18 楼  
电话: (852) 3465-5600  
联系人: 刘泓麟  
邮箱: charleneliu@csc.hk