

# 再生铝盈利底部确立， 产能扩张将带动业绩倍增

## 事件

公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年实现营业收入 39.8 亿元，同比增长 0.7%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比下降 36.5%；实现扣非归母净利润 2.4 亿元，同比下降 43.3%。对此点评如下：

## 简评

### 铝价快速下跌致上半年归母净利同比下降 37%

公司 22 上半年实现营业收入 39.8 亿元，同比增长 1%；实现归母净利润 2.7 亿元，同比下降 37%；扣非后归母净利 2.4 亿元，同比下降 43.3%；据此测算，2022Q2 公司实现营业收入 20.2 亿元，同比增长 3.1%，环比增长 2.6%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比下降 45.7%，环比下降 18.7%。22 年上半年铝价从 2.1 万元/吨快速下跌至 1.7 万元/吨，22 年 Q2 铝价 2.06 万元/吨，同比增长 11%，环比下降 7%。同时，公司 22 年 H1 再生铝合金锭产量 11.8 万吨，同比下降 20%；主要原因系：1)《再生铸造铝合金原料》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，公司对产销布局进行调整并取消国内来料加工；2) 上半年铝价低迷，公司选择对生产线进行维修以保障后期市场转暖时公司产能实现充足释放。铝价快速下降导致减值损失 (-3789 万元) 以及检修减产致公司业绩下降。

### 再生铝盈利底部确立，产能扩张将带动业绩倍增

公司再生铝业务盈利主要由马来西亚产能基地（约 22 万吨再生铝产量）贡献，2022 年初以来铝价下降 9.6%至 1.8 万元/吨，根据我们团队跟踪的 LME 铝价-美国废铝价差，从年初高点 5000 元/吨收窄至 4500 元/吨，我们测算公司马来再生铝吨加工成本 1200 元/吨，加工毛利空间从 3800 元/吨下降到 3300 元/吨，上半年马来再生铝单吨净利约 1800 元/吨（不计减值损失约为 2200 元/吨），由于 Q2 铝价已经下跌至行业盈亏平衡线以下，预计未来铝价继续下降空间不大，并有望随着供给增速放缓和工业需求回暖铝价出现回升，海外再生铝产能的盈利底部确立，我们认为未来公司马来产能或将保持 2000 元/吨以上净利的盈利水平。随着 130 万吨产能扩建的落地产能，预计明年开始公司业绩将跟随产能扩张同步倍增。

## 怡球资源 (601388)

维持

买入

王介超

wangjiechao@csc.com.cn

18701680190

SAC 执证编号：S1440521110005

李木森

limusen@csc.com.cn

18818080793

SAC 执证编号：S1440521020001

发布日期：2022 年 08 月 21 日

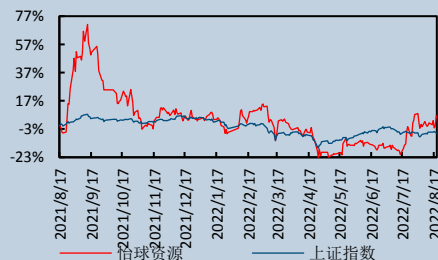
当前股价：4.46 元

### 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
23.87/21.87	22.56/15.44	0.52/6.91
12 月最高/最低价 (元)		7.48/3.2
总股本 (万股)		220,151.44
流通 A 股 (万股)		201,656.21
总市值 (亿元)		90.26
流通市值 (亿元)		82.68
近 3 月日均成交量 (万股)		5,881.06
主要股东		
怡球(香港)有限公司		35.64%

### 股价表现



### 相关研究报告

- 22.05.12 【中信建投金属和金属新材料】怡球资源(601388):产能扩张+精废铝价差扩大,再生铝龙头受益量利齐升
- 22.04.25 【中信建投金属和金属新材料】怡球资源(601388):打造亚洲再生铝龙头,业绩有望受益量利齐升

### 未来原铝继续新增产能空间有限，需求回暖下半年铝价有望回升

2022 年上半年，美国通货膨胀率居高不下，美联储加息举措接踵而至；供给端，伴随电力供应逐步宽松，国内云南、广西、甘肃等地区电解铝产能复产、新投产产能释放，国内电解铝产能边际出现增长；根据安泰科数据，截至 2022 年 7 月，中国电解铝建成产能 4404 万吨，其中运行产能 4132 万吨，较 2021 年底增加 362 万吨。产能利用率达 94%，比去年同期提高 5.0 个百分点，比 2021 年末提高 8.0 个百分点；需求端，国内多地受疫情反复的影响出现不同程度的停工停产，叠加“房地产断贷风波”，下游消费不振。三重因素叠加下，铝价自年初以来下降 9.6%。目前国内电解铝产能已逼近 4500 万吨产能红线，新增产能有限，叠加近期全球电力紧张致原铝减产扩大，预计伴随下半年需求回暖，铝价有望回升。

### 马来西亚项目稳步推进，一期 65 万吨产能预计 2023 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。2022 上半年，项目稳步推进，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计划稳步进行。预计 2023 年下半年可完成全部的基础建设和第一期 65 万吨产能的释放，预计 2023 年新增产能贡献 30 万吨新增产量。公司依托美国 Metalico 的拆解产能（20 余家拆解厂可拆解处理 10 万辆汽车）和 AME 公司全球废料采购网络，可以较好的保障未来马来西亚再生铝产能扩张的原料供应。

图表1： 马来西亚扩建项目施工图



资料来源：公司公告，中信建投

图表2： 马来西亚扩建项目卫星图



资料来源：卫星在线，中信建投

### 国内外能源紧张或导致电解铝产量下降，再生铝低能耗属性有望充分受益

**国内：**受极端高温天气影响，水电供应下降叠加用电需求大幅增长，电力供需紧张形势加剧，国内四川、重庆等多地出台“限电令”，由于每吨电解铝生产需消耗电力 13000 度以上，在电力供应紧张形势下，四川省电解铝减产规模扩大至近 40 万吨，未有复产时间表；广西电力紧张致原有复产计划推迟；综合当前四川减产和复产推迟的情况，我们下调将 2022 年国内电解铝产量预期从 4070 万吨下调至 4040 万吨，对应全年过剩量从 50 万吨下调至 20 万吨，即年底结转库存仅为 100 万吨；

**国外：**受俄乌冲突等因素影响，欧洲地区能源紧张。自去年四季度以来，欧洲电解铝受电价过高影响，开启陆续减产，截止 8 月中旬，累计减产超过 100 万吨。当前剩余运行产能 167 万吨，其中，约有 40 万吨未鉴定电力报价合同，即这 40 万吨电解铝产能在居高不下的电力价格下，仍面临减产威胁。根据麦格里银行数据，目前能源占到欧洲电解铝生产成本的 80% 左右，该数据历史均值为 40%；欧洲冶炼厂的关闭将削减今冬铝产能 75 万吨，额外的减产将会加大供应缺口，预估今年全球电解铝供需缺口将达到约 80 万吨。

再生铝的生产能耗不足电解铝的 5%，碳排放仅占电解铝的 2%；预计短期电力供应对再生铝的生产影响较小，中期全球电解铝供给下降或导致铝价再度回升，长期再生铝行业受益碳中和政策、有望迎来高速发展。

### 积极布局免热一体压铸成型铝合金锭技术，产品附加值有望大幅提升

公司国内客户主要为各类汽车部件压铸配套企业，如宁波旭升、泉峰汽车等，占比达到 79%。由于铝合金锭的成份及物理性能的细微差异与客户产品合格率密切相关，公司与下游客户间的供货关系比较稳定，客户粘性较高。公司汽车类铝合金材料产品享受更高的加工费溢价，根据 21 年报数据测算，吨毛利较机械五金等产品高 0.17 万元，毛利率高 6 个百分点达到 22%。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，公司采用再生铝为原料，努力攻克大型铸件热处理过程中因热应力带来的变形及表面缺陷等问题，从而提高原料的强度和韧性，目前公司已完成首批配料测试。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。

### 投资建议

预计公司 2022 年-2024 年归母净利润分别为 6.9、13.8 和 21.3 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 14.3、7.1 和 4.6 倍，考虑到公司未来成长性，维持公司“买入”评级。

考虑公司未来高成长性和压铸再生铝公司可比公司估值，给予 23 年业绩 20 倍 PE,对应目标市值 276 亿，较现价有 2.8 倍上涨空间。

采用 PEG 估值法，考虑到公司 15-21 年 CAGR101%，未来四年 CAGR51%，具有较高成长性，PEG 仅为 0.28，目标 PEG1，对应公司目标市值 350 亿有 3.6 倍上涨空间。

### 风险提示

疫情反复导致再生铝原料进口减少风险；流动性收紧铝价下降风险；海外项目受本地环保政策影响风险；新项目投产不及预期风险。

图表3： 公司重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,627	8,283	8,751	14,534	20,458
增长率（%）	3.3	47.2	5.7	66.1	40.8
净利润（百万元）	462	852	685	1,384	2,131
增长率（%）	301.7	84.4	-19.6	102.1	54.0
ROE（%）	14.1	22.0	15.7	24.0	27.0
EPS（元/股，摊薄）	0.21	0.39	0.31	0.63	0.97
P/E（倍）	21.3	11.5	14.3	7.1	4.6
P/B（倍）	3.0	2.6	2.3	1.7	1.3

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**王介超：**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）。冶金及建筑行业工作近 8 年，金融行业工作 5 年，2017 年开始从事卖方研究工作，主编国标 GB/T18916.31，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，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的行业经验，擅长金属及建筑产业链研究。

**李木森：**香港城市大学信息系统管理硕士，6 年有色金属行业研究经历，曾就职于招商期货研究所从事有色商品研究，熟悉有色大宗商品供需格局与价格分析。2018 年 8 月加入中信建投研究所。2019-2020 年 Wind 金牌分析师第二名团队成员，2020 年金牛奖第五名团队成员。

## 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2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 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@csci.hk