

战略金属再生项目上马，打造百亿循环经济产业龙头

事件：

7月20日，公司控股子公司中航上大与河北省清河县人民政府签署了《中航上大建设中航工业再生战略金属及合金工程框架协议书》，计划投资32.7亿元，建设再生战略金属及合金工程项目。

我们的观点：

- **战略金属短缺，循环产业是我国解决资源瓶颈的不二法门。**目前国内稀有金属资源非常短缺，以镍为例全国探明储量仅为828万吨，占全球可探明总量的5.1%；2010年我国镍消费量为50.5万吨，占当年全球镍消费量的34.5%，自给率仅为18%。我国稀有金属严重供不应求。与此同时，我国稀有金属却浪费严重，例如航空工业的高温合金、钛合金有效利用率仅为10%-15%，2010年我国产生高温合金、钛合金返回料达7000吨，这些返回料基本没有得到利用，大量稀有金属被浪费，而国外高温合金返回料比例一般达到70%以上，一些牌号的返回料比例甚至达到100%。
- **政策转变，稀有金属回收再利用迎来产业大发展的春天。**上世纪90年代，国家管理部门发布文件要求屑料返回料不允许使用，块料返回料利用率不能超过30%，致使我国稀有金属回收再利用产业落后。近些年来，国家政策发生转变，《十二五规划纲要》要求重点发展资源循环利用关键技术装备、产品和服务；今年1月工信部、科技部、财政部三部委联合发布了《再生有色金属产业发展推进计划》，支持在具备产业基础的地区培育形成一批贵金属等其他废旧有色金属回收利用项目。这些规划为稀有金属回收再利用提供了政策支持，有利于该产业的快速发展。
- **联手中航，河北上大成我国稀贵金属回收产业龙头。**中航上大主要从事镍基和特种合金回收，2010年销售收入为3.5亿元，2011年一季度销售收入已达1.58亿元。公司研发实力强大，取得了三大项、七小项特种合金废料净化技术，填补了国内空白，取得了5项净化技术专利。中航重机收购中航上大打通了锻造业务产业链，公司锻造产业的大量返回料得以统一回收再利用，提高了锻造产业效益。
- **首个战略金属合金再生项目，项目建成后预期收入超100亿元。**公司建设再生战略金属及合金工程，将打造中航工业战略金属及合金废料再生利用和中航工业战略金属及合金材料研发制造两大基地。项目分两期建设，据21世纪经济报道，其中一期投资13亿元，预计2年后投运，可实现收入27.6亿元，净利润近2.5亿元；预期全部工程投产后，可实现再生利用战略金属及合金废料33万吨，收入有望达到110亿元。该项目预计将为我国战略金属和合金再生形成行业标准和规范，为我国再生材料产业结构优化和产品升级提供示范作用，推动再生利用技术进步。
(<http://www.21cbh.com/HTML/2011-5-20/yNMDAwMDIzOTYyNQ.html>)
- 我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.63、0.94、1.25元，目标价为27.32元，维持公司“买入”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860109061266

联系人

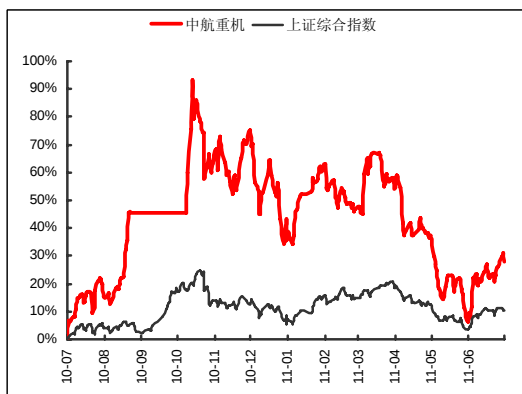
肖婵

8621×63325888 × 6078

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年7月20日)	15.80元
目标价格	27.32元
总股本/A股(百万股)	778
A股市值(亿元)	123
国家/地区	中国
行业	军工
报告发布日期	2011年7月21日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4191	9493	12817	16978
同比(%)	46.51%	126.51%	36.31%	32.46%
归属母公司净利	230	551	816	1091
同比(%)	-11.80%	139.57%	48.14%	33.68%
毛利率(%)	24.17%	22.60%	22.68%	22.76%
每股收益(元)	0.30	0.63	0.94	1.25

资料来源：东方证券研究所

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	5470	7527	9017	10678	营业收入	4191	6748	9269	12273
货币资金	1952	1999	1783	1101	营业成本	3178	5241	7196	9526
应收款项	1992	3223	4427	5862	营业税金及附加	7	14	19	26
存货	1217	1808	2123	2810	销售费用	98	131	180	238
预付账款	310	498	684	905	管理费用	461	727	999	1323
非流动资产	2422	3009	3805	4858	财务费用	98	118	143	172
长期股权投资	297	299	301	303	资产减值损失	58	74	91	109
投资性房地产	0	0	0	0	公允价值变动损益	0	0	0	0
固定资产	1838	2393	3130	4111	投资收益	10	34	48	65
无形资产	239	287	345	414	营业利润	301	476	689	944
其他	47	29	29	29	营业外收入	22	40	56	74
资产总计	7892	10536	12822	15536	营业外支出	6	10	14	19
流动负债	3853	5521	7101	8889	利润总额	317	506	730	999
短期借款	2136	2636	3136	3636	所得税	65	101	146	200
应付账款	1213	2044	2806	3715	净利润	253	405	584	799
其他	504	842	1159	1539	少数股东损益	23	36	53	72
非流动负债	643	1245	1440	1673	归属母公司净利润	230	369	531	727
长期借款	450	523	523	523	EBITDA	556	800	1088	1435
其他	193	722	917	1150	EPS	0.30	0.47	0.68	0.93
负债合计	4496	6766	8541	10562	EPS (资产注入后)	0.32	0.63	0.94	1.25
股东权益	3397	3771	4281	4973	主要财务比率				
实收资本	778	778	778	778	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
资本公积	1104	1104	1104	1104	成长能力				
留存收益	877	1214	1672	2293	营业收入	46.51%	61.01%	37.37%	32.41%
外币报表折算差额	0	0	0	0	营业利润	3.00%	58.04%	44.56%	37.13%
归属于母公司所有者					归属于母公司净利润	-11.80%	60.13%	44.14%	36.87%
权益合计	2758	3096	3553	4174	获利能力				
少数股东权益	638	675	727	799	毛利率	24.16%	22.33%	22.37%	22.38%
负债和股东权益	7892	10536	12822	15536	净利率	5.49%	5.46%	5.73%	5.92%
现金流量表					ROE	7.44%	10.74%	13.64%	16.07%
单位：百万元					偿债能力				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债率	56.96%	64.21%	66.61%	67.99%
经营活动现金流	32	-71	298	149	流动比率	1.42	1.36	1.27	1.20
净利润	230	369	531	727	速动比率	1.10	1.04	0.97	0.89
少数股东损益	23	36	53	72	运营能力				
折旧摊销	161	199	243	298	总资产周转率	0.61	0.73	0.79	0.87
财务费用	106	118	143	172	应收账款周转率	2.81	2.75	2.58	2.54
投资损失	-10	-34	-48	-65	存货周转率	2.95	3.47	3.66	3.86
营运资金减少	-524	-843	-716	-1165	每股指标 (元)				
其他	-10	9	0	0	每股收益	0.30	0.47	0.68	0.93
投资活动现金流	-416	-761	-992	-1285	每股经营现金流	0.04	-0.09	0.38	0.19
投资收益	10	34	48	65	每股净资产	0.04	0.05	0.06	0.06
资本支出	-448	-802	-1038	-1349	估值比率				
长期投资	32	-2	-2	-2	P/E	54	25	17	13
其他	-10	9	0	0	P/B	4	3	3	3
筹资活动现金流	858	879	479	455					
财务费用	-98	-118	-143	-172					
短期借款	572	500	500	500					
长期借款	335	0	0	0					
股本及资本公积	80	0	0	0					
其他	-115	498	122	127					
现金净增加额	474	47	-215	-682					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn