

明泰铝业(601677)新股定价

成本赢得未来

定价区间
19.36-22.88 元

原材料/有色金属/铝

发布时间：2011 年 9 月 16 日

投资要点：

- **公司产能规模大，行业地位突出。**公司当前热轧产能达 40 万吨，铸轧 12 万吨，冷轧产能 35 万吨。产品包括印刷铝板基（CTP 和 PS 版基）、合金板、电子铝箔、包装箔等。公司铝加工行业规模排名第三，公司印刷铝板产量全国第一，轧制铝材产量全国第二。
- **工艺与成本优势突出。自行设计、安装的国内唯一一条“1+4”热连轧生产线是公司的最大看点。**该生产线建造成本低，为公司低成本运营提供了条件，而且该生产的折旧期即将到期，届时公司的成本优势更为突出。同时生产线的设计与安装经验为公司不断进行改造、扩大产能提供了基础。
- **未来铝板带箔需求将持续快速增长。**预计到 2015 年国内铝板带、铝箔消费量将分别达到 780 万吨、208.1 万吨，比 2009 年分别增长 50.1%和 58.1%。
- **业绩预测与估值。**根据我们对公司产销量、加工费和加工成本的假设，我们对公司 EPS 预测为 2011 年 0.88 元，2012 年 1.13 元。在当前的市场状况下，我们认为公司的合理价值在 19.36-22.88 元之间，对应的 2011 年 EPS 的 PE 区间为 22-26 倍。
- **风险提示。**产能扩张导致加工费下降风险。铝价波动风险。出口相关风险如人民币升值和出口退税的调整等。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	市盈率 (倍)
2010	498,964.35	51.68	26,438.29	68.18	0.71	
2011E	724,561.00	45.21	38,171.76	44.38	0.88	
2012E	803,015.00	10.83	49,313.11	29.19	1.13	
2013E	916,758.00	14.16	60,876.75	23.45	1.40	

发行数据	2010 年
发行前股本（万股）	34,100
发行数量（万股）	6,000
发行价格（元）	20.00
发行前 EPS（元）	0.71
发行后 EPS（元）	0.60
发行前每股净资产（元）	3.41
发行日期	2011-9-7
上市日期	2011-9-19
主承销商	平安证券

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621)6337 7000-319

FAX: (8621)6337 3209

Email: chenbh@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

目 录

一、明泰铝业：铝板带箔深加工工业巨头	4
（一）股权结构	4
（二）营收结构	4
（三）经营模式	5
二、明泰铝业竞争优势分析	6
（一）规模与产品优势	6
（二）工艺与成本优势	6
（三）集群与客户优势	9
三、铝板带行业前景	9
四、募投项目	12
五、盈利预测与估值	13
六、风险提示	15
（一）产能扩张过快，并导致加工费下降风险。	15
（二）铝价波动风险。	15
（三）出口相关风险如人民币升值和出口退税的调整等。	15

图表目录

表 1 公司发行前后的股东结构变动.....	4
表 2 公司的营收结构	4
表 3 公司销售方式的对比	5
表 4 公司销售以国内为主，但国外市场重要性日趋提升	6
表 5 双辊式铸轧与 1+X 热轧的综合性比较	7
表 6 热连扎是公司热轧供坯的主要工艺.....	8
表 8 公司热连轧生产线成本优势突出.....	9
表 9 铝板带、铝箔产能、产量快速增长.....	11
表 10 公司冷轧生产线产能利用率已达极致.....	12
表 11 公司募投项目的产品方案.....	13
表 12 公司相关产品产量、加工费及单位加工成本的假设.....	13
表 13 行业内主要公司估值比较.....	15
图 1 公司的产能结构	6
图 2 公司的铸锭热轧和连续铸轧工艺.....	7
图 3 明泰铝业固定资产与营业收入和产品产量变化对比图.....	8
图 4 公司 1+4 势连轧生产线简图	9
图 5 铝加工产业链	10
图 6 2010 年中国铝板带消费结构.....	10
图 7 2010 年中国铝箔消费结构.....	10

一、明泰铝业：铝板带箔深加工业巨头

明泰铝业，位于河南巩义，自设立以来一直专注于铝板带箔的生产与销售业务。目前公司主要产品包括印刷铝版基（CTP 版基、PS 版基）、合金板、复合铝板带箔、电子箔、包装箔、其他板带箔材等，公司产品广泛用于印刷制版、电子家电、电力设施、建筑装饰、交通运输、食品和医药包装、汽车制造等领域。

（一）股权结构

在公司当前的股权结构中，马廷义占发行前股本的 31.06%，是公司的实际控制人。公司发行前的总股本为 34,100 万股，本次拟发行不超过 6,000 万股人民币普通股，本次发行的股份占发行后总股本的比例为 14.96%。在公司的股权结构当中，公司的董事会、高管及核心技术人员都实现了持股，基本解决了高管、核心技术人员与公司利益的一致性问题。

表 1 公司发行前后的股东结构变动

股东姓名或名称	发行前		发行后	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
马廷义	10,591.68	31.06	10,591.68	26.41
马廷耀	4,433.64	13.00	4,433.64	11.06
雷敬国	3,937.68	11.55	3,937.68	9.82
王占标	3,262.48	9.57	3,262.48	8.14
化新民	2,184.04	6.40	2,184.04	5.45
马跃平	2,184.04	6.40	2,184.04	5.45
李可伟	2,076.44	6.09	2,076.44	5.18
其他 75 位自然人	4,030.00	11.82	4,030.00	10.05
其他 3 个法人	1,400.00	4.11	1,400.00	3.49
社会公众股	-	-	6,000.00	14.96
合计	34,100.00	100.00	40,100.00	100.00

资料来源：招股说明书，东北证券。

（二）营收结构

近几年来，公司销售收入与利润稳步增长，即便是在国内外困难重重的金融危机期间，公司的营收也较为稳定地从 2008 年的 41 亿元增加到 2010 年的 49.8 亿元。

从收入结构来看，铝板带中的合金板及 PS 版基是公司的主要产品，两者合计在收入结构中占比超过了 50%，与此同时，它们贡献的营业利润高于其营收比例，达到了 58%。与此同时，毛利贡献比例大于营业收入比例的产品还包括 CTP 和阴极箔等。

表 2 公司的营收结构

	营业收入	营收占比	毛利	毛利占比
铝板带	302,723.34	86.78%	29,294.16	87.27%
铝板带-合金板	131,639.88	37.73%	14,027.24	41.79%
铝板带-PS 版铝版基	60,686.36	17.40%	5,469.85	16.29%
铝板带-普通铝板带材	47,357.18	13.57%	2,356.07	7.02%
铝板带-花纹板	20,605.27	5.91%	3,055.62	9.10%
铝板带-铝垫片	15,741.17	4.51%	333.50	0.99%

铝板带-瓶盖料	15,274.61	4.38%	1,512.95	4.51%
铝板带-CTP	8,142.94	2.33%	2,033.59	6.06%
铝板带-手机电池壳料	1,598.08	0.46%	128.20	0.38%
铝板带-钎焊料	1,566.75	0.45%	351.51	1.05%
铝板带-镜面板	111.11	0.03%	25.64	0.08%
铝箔	46,136.42	13.22%	4,274.34	12.73%
铝箔-包装箔	11,192.03	3.21%	1,090.75	3.25%
铝箔-阴极箔	10,969.57	3.14%	2,098.89	6.25%
铝箔-铝塑板板基	6,893.23	1.98%	298.99	0.89%
铝箔-阳极箔	109.41	0.03%	44.77	0.13%
铝箔-其他铝箔	16,972.18	4.87%	740.94	2.21%
	348,859.76	100.00%	33,568.50	100.00%

资料来源：招股说明书，东北证券。

（三）经营模式

1、采购模式

公司主要原材料为铝锭。公司与一些具有一定规模和经济实力的铝锭供应商签订长期采购协议，建立长期稳定的合作关系。在安排生产采购方面，公司采用“以销定产、以产定购”方式，根据客户订单及生产经营计划采用持续分批量的形式向供应商采购。

2、生产模式

公司采取“以销定产”的生产模式。根据行业特性以及主要客户群体较为稳定的特点，公司每年与客户签订长期合作协议，依据客户的订单制定生产计划并组织实施。

3、销售模式

销售网络。铝板带箔产品一般不作为直接产品面对消费者，而是作为半成品提供给下游企业再加工，最终生产出成品，销售给消费者。公司产品销售既对生产企业进行销售，也对铝材经销商进行销售。对大型用户以直销方式进行销售，有利于建立长期、稳定的客户渠道，能有效地提高产品销售价格，实现效益最大化；通过经销商向零散用户进行销售，有利于发挥经销商在当地的销售网络优势，提高公司资金运作效率，实现效益最大化。公司两种销售方式的收入确认原则相同，2010 年直销和经销业务情况如下：

表 3 公司销售方式的对比

项目	直销	经销	合计
主营业务收入（万元）	249,668.93	247,425.10	497,094.03
所占比例（%）	50.23	49.77	100.00

资料来源：招股说明书，东北证券。

销售区域。公司产品销往全国各地，但主要集中在中原地区、珠江三角洲、长江三角洲等地区；此外，公司产品也出口到美国、韩国、日本等国家和地区。

目前公司的客户包括：乐凯集团第二胶片厂、富士星光有限公司、四川炬光印刷器材有限公司、韩国 JCC、伦扬高科韶关有限公司、上海飞乐天和电容器有限公司、深圳市同力高科技有限公司、深圳市友邦通宝实业有限公司、山东丽鹏股份有限公司等。

表 4 公司销售以国内为主，但国外市场重要性日趋提升

项目	2011 年 1-6 月		2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
国内市场	219,840.10	62.65	362,994.30	72.75	279,234.86	84.88	302,291.42	72.91
国外市场	131,085.82	37.35	135,970.05	27.25	49,724.60	15.12	112,335.33	27.09
合计	350,925.92	100.00	498,964.35	100.00	328,959.45	100.00	414,626.75	100.00

资料来源：招股说明书，东北证券。

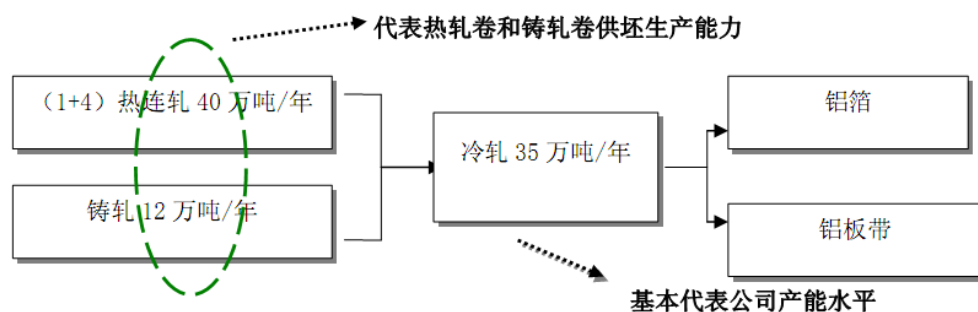
销售定价。公司目前主要采用的产品定价方式为：对于国内销售的产品，主要采用“发货当天上海长江现货铝平均价格 + 加工费”确定；对于出口产品，主要采用“发货日前一个月的伦敦金属交易所市场现货铝平均价 + 加工费”确定。加工费根据产品性能和市场供求等因素确定，但公司设定每种产品的加工费底线。对于印刷铝版基等高附加值、高精度产品的加工费标准，公司有较强的定价能力；对于普通板带箔材的加工费标准，主要根据市场确定。

二、明泰铝业竞争优势分析

（一）规模与产品优势

近五年来，公司总产量始终居铝加工行业前三位，2010 年度公司铝板带箔产量达到 28 万多吨。公司当前热轧产能达 40 万吨，铸轧 12 万吨，冷轧产能 35 万吨。产品包括印刷铝板基（CTP 和 PS 片基）、合金板、电子铝箔、包装箔等。在细分市场上，公司印刷铝板产量全国第一，轧制铝材产量全国第二。相比之下，2010 年，中国 240 家铝板带轧制企业平均产能为 2.63 万吨，143 家铝箔企业平均产能为 1.33 万吨。

图 1 公司的产能结构



资料来源：招股说明书，东北证券。

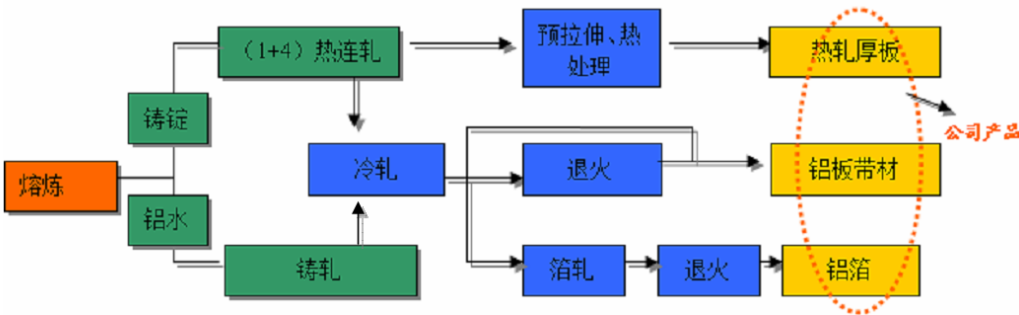
公司产品涵盖了 1 系、3 系、4 系、5 系、6 系、7 系和 8 系铝合金等多品种、多规格的产品系列，拥有产品厚度从 0.008mm 到 300mm 的不同规格、不同牌号、不同状态的铝板、铝带、铝箔，能够满足不同行业、不同客户的多元化需求。

（二）工艺与成本优势

在铝加工行业当中，热轧坯料的供坯主要生产工艺有：铸锭热轧（热轧）和连续铸轧（铸轧）等。铸锭热轧是先将铝熔体铸成厚度为 200-650mm 的扁锭，经过锯切、铣面后再加热、均匀化到 500 左右以后，经过热轧机轧制成厚板或带坯的过程。连续铸轧法是指铝熔体在两根受冷却的旋转轧辊之间凝固的同时，受到一定轧制力的作用而形成具有一定厚度、宽度的铝带材的生产方式。

热连轧生产线是集机械、液压、工艺模型、电气传动、自动化控制等先进技术为一体的大型装备，在某种程度上代表着一个国家铝加工行业的整体水平。多机架热连轧生产线由1台可逆式热轧轧机或外加1台热中轧机与2机架~6机架串联的热精轧机组成，其特点是产量大、工艺稳定、生产率高、产品品质高且稳定（厚度偏差小、板凸度均匀）、板形优良等特点，可生产所有铝合金板带材，是生产铝及铝合金冷轧用带坯的主流。热轧产品在内部组织性能、表面质量及深冲性能等各方面都有较大的优越性，即使是同样产品，质量也明显优于铸轧产品。（1+4）热连轧工艺生产的产品附加值相对较高，适于生产需求量大、具有一定加工难度的高附加值高精度产品。

图 2 公司的铸锭热轧和连续铸轧工艺



资料来源：招股说明书，东北证券。

铸轧工艺特点是液态金属一次成坯或成材，省去了铸锭及热轧工艺，成本相对较低。铸轧工艺设备简单，占地少、投资小、建设速度快，其设备费用远低于热轧机。但铸轧工艺能生产的产品种类少，目前2系、6系、7系、大部分4系及5系合金带坯还不能用此法生产，产品用途受限制。

在世界铝板、带、箔总产量中，必须用铸锭热轧坯料的冷轧板还不到20%，而80%以上的板、带、箔都可用成本低一些的双辊式连续铸轧板带坯或哈兹莱特连铸连轧板带坯进行冷轧生产。

公司的热轧供坯采用了“1+4”热轧工艺和铸轧工艺两种生产工艺。其中，热轧生产产能为40万吨，铸轧产能12万吨，冷轧35万吨。

公司的“1+4”热轧生产线，是国内首条也是唯一一条自行设计的热连轧生产线，自2003年投产以来，发挥了生产能力大，工艺稳定、生产效率高、产品品质好等优势，为公司的快速发展奠定了基础。在2002年7月（1+4）热连轧生产线投入明泰铝业之后，公司从2002年到2010年，产量从3.8万吨增长到28万吨，营业收入保持32.17%的年均复合增长率。（1+4）热连轧生产线对公司快速发展起到了决定性的作用。

表 5 双辊式铸轧与 1+X 热轧的综合性比较

分 类	双辊式铸轧	1+0 热轧	1+1 热轧	1+3 热轧
投 资	低	中	中	高
生产资金	低	高	高	中
能 耗	低	高	高	高
产 量	低	中	中	很高
合金种类	有限	较多	较多	很多
板材厚度/mm	4~7	3~5	3~4	2~4
质量稳定性	高	低	低	高

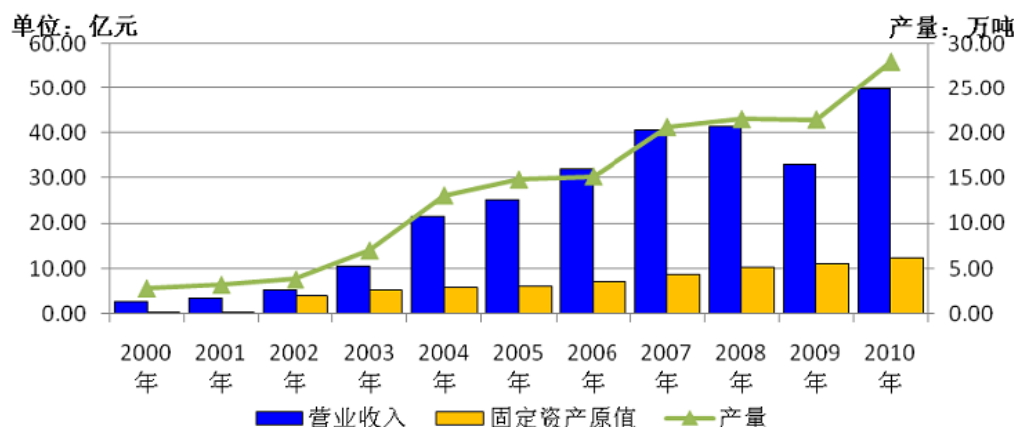
资料来源：上海铝业网，东北证券。

表 6 热连轧是公司热轧供坯的主要工艺

生产工艺	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
(1+4) 热连轧	81.08%	76.44%	71.26%	70.73%
铸轧	18.92%	23.56%	28.74%	29.27%

资料来源：招股说明书，东北证券。

图 3 明泰铝业固定资产与营业收入和产品产量变化对比图



资料来源：招股说明书，东北证券。

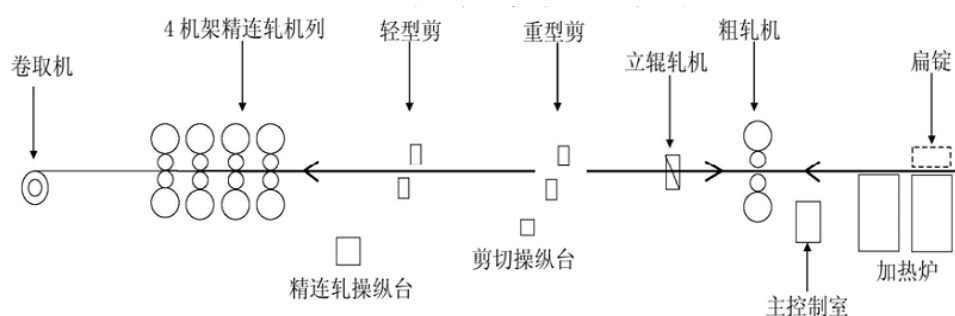
公司的“1+4”热连轧生产线的设计与制造充分发挥了公司的自主创新能力和把握了市场机遇，造就了该生产线的成本优势。在热轧生产线的生产过程中，公司自行设计、制造等方式节约了大量成本。如自行制备热连轧机架与底座坯料，自行完成了包括熔炼炉、静置炉、铸锭机、推进式加热炉、运输辊道、液压剪、压下装置等大量机械设备的设计和加工制作。抓住钢铁行业装备升级更新的机遇，以清算价购买了钢铁行业装备，通过技改后应用于铝加工，降低了外购设备成本。例如，购买首钢 1+3 轧钢生产线支承辊和工作辊的价格仅为 2700 元/吨，购买 110 千伏变电站设备，节约了成本 3000 万元。

公司在设计、制造这条生产线的过程中也积累了富贵的设计与生产经验。建设(1+4)热连轧生产线必需具有共性核心单元控制技术以及 60 余项关键技术，从机械、液压、工艺、电气传动、自动化控制等方面进行突破，目前国内除明泰铝业之外，尚没有其他企业掌握其全部关键技术。这使公司可以不断地对生产线进行技改，使该生产线的产能从最初的 15 万吨/年，提升到目前的 40 万吨/年，生产效率也有了大幅提升，产品品质和板型也更加优良。

目前我国共建成了 3 条(1+4)热连轧生产线，除公司的生产线是由自主研发的之外，南山铝业的(1+4)热连轧生产线自日本石川岛播磨株式会社成套买入，西南铝业引进奥钢联(VAI)所属的英国戴维公司(Davy)核心技术。自国外引进技术建设(1+4)热连轧生产线需巨额投资(10-30 亿元)，一般企业难以承受。相比之下，公司自主设计、研制开发的(1+4)热连轧生产线的账面价值仅为 3 亿元。即便是按照原设计产能 15 万吨计算，公司的单吨产能投资额也仅为 0.2 万元，而西南铝和南山铝业的生产线的单吨产能投资额达到了 0.4 和 0.67 万元，体现在折旧方面，如果按机器设备 10 年的折旧期计算，公司的热轧产品中所含的折旧仅为 200 元/吨，要远低于另两条线。

该生产线自 2003 年开始投入生产进行折旧，到 2011 年 6 月 30 日为止，主要设备的成新率仅为 27-32%，按公司的折旧政策，机器设备的折旧期为 6-10 年，意味着在 2 年多后该生产线将折旧完毕。届时，公司的成本优势将更为突出。

图 4 公司 1+4 势连轧生产线简图



资料来源：招股说明书，东北证券。

表 7 公司热连轧生产线成本优势突出

公司名称	投产时间	固定资产投资规模	产能	单吨产能投资额	主要产品
明泰铝业	2002 年	约 3 亿元	15 万吨/年	0.2 万元	PS 版基、合金板
西南铝业	2005 年	约 10 亿元	25 万吨/年	0.4 万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板、高档 PS 版基
南山铝业	2007 年	约 30 亿元	45 万吨/年	0.67 万元	光盘板、高档装饰板、箔坯、罐板

资料来源：招股说明书，东北证券。

（三）集群与客户优势

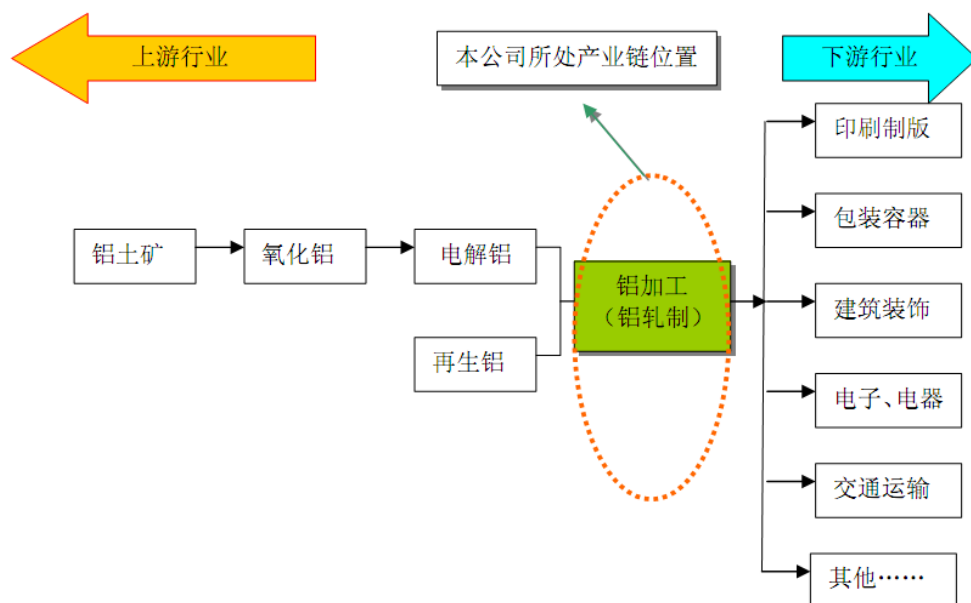
产业集群优势。公司所在的河南省，多年来一直是全国铝锭产量最高的省份，每年产量约占国内总产量的 1/4。在公司 200 公里范围内，铝锭供应商更是在 10 家以上，年产能超过 300 万吨。与此同时，在河南当地的铝加工产能规模突出，形成了产业集群。河南当地有积极的产业政策，力图将河南建成具有国际竞争力的铝工业基地，铝加工产能达到 280 万吨以上并重点发展箔材、PS 版基等铝精深加工产品。优越的地理位置减少了铝锭采购的运输费用，而且为公司采取按日持续批量采购铝锭创造了条件，集群内企业的相互协作和竞争不断促进公司开发新产品、开拓新市场、发展新模式，核心竞争力不断增强。

客户优势。公司与一些下游行业内的关键企业形成了长期稳定的合作关系。在 CTP 版基、PS 版基领域，公司是国内最主要 CTP 版、PS 版生产企业乐凯集团第二胶片厂（中国最大的印刷感光材料科研生产基地）、富士星光有限公司以及四川炬光印刷器材有限公司等的供应商。其中公司是乐凯集团第二胶片厂 PS 版基的最大供应商，近五年来，占该厂国内采购总量的 80% 左右。在电子箔领域，公司主要客户包括韩国 JCC、伦扬高科韶关有限公司（产品主要供给日本松下、日立、东芝、美国通用、联想、海尔、康佳等公司）、上海飞乐天和电容器有限公司等优质客户。在手机电池壳料领域，公司的主要客户包括深圳市同力高科技有限公司、深圳市友邦通宝实业有限公司等优质客户。其中深圳市同力高科技有限公司是国内规模最大的锂离子电池铝壳生产企业，产品主要供给韩国三星集团、韩国 LG 集团、飞毛腿电池有限公司等企业。

三、铝板带行业前景

公司所处的产业为铝加工行业的铝板带箔子行业，主要以电解铝或再生铝为原材料，经合金熔铸、变形加工等环节后形成铝板带及铝箔，供下游印刷制版、包装容器等行业使用。

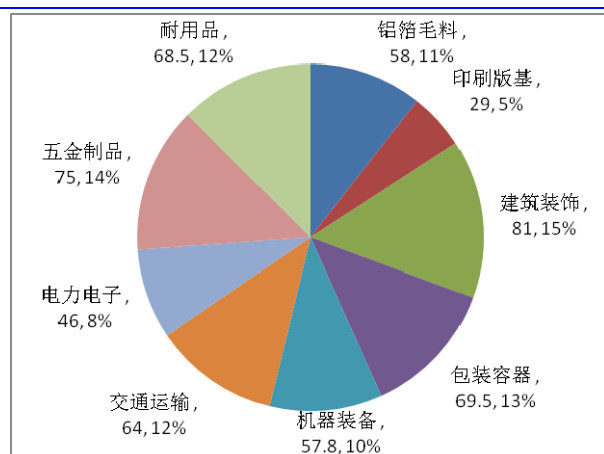
图 5 铝加工产业链



资料来源：招股说明书，东北证券。

铝板带应用广泛，目前在铝板带的消费结构当中，铝板带的主要下游行业有建筑装饰、包装容器、五金制品、交通运输、机器设备、电力电子及耐用消费品及印刷版基等行业，此外，铝板带还作为铝箔的毛料，供生产铝箔使用。

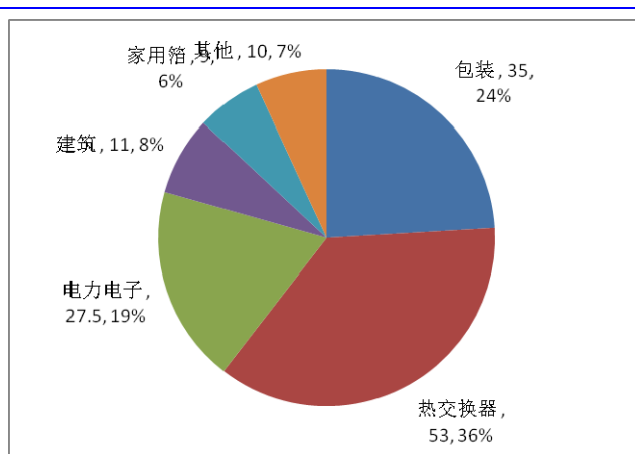
图 6 2010 年中国铝板带消费量及结构



注：印刷版基，29，5%表示，消费量为 29 万吨，占消费结构的 5%。

资料来源：招股说明书，东北证券。

图 7 2010 年中国铝箔消费量及结构



注：包装，35，24%表示，包装行业铝箔消费量为 35 万吨，占消费结构的 24%。

资料来源：招股说明书，东北证券。

中国国民经济的快速发展，刺激了对各种铝材的消费需求。2000 - 2010 年，铝板带消费量年均增长率达到 25.2%，铝箔的消费量年均增长 19.2%。

虽然我国的铝板带箔的消费量有了大幅增加，但与世界主要国家相比，我国的铝板带箔的人均消费量仍明显偏低。2008 年，德国、加拿大和美国人均铝板带的消费量分别为 15.8kg、14.8kg、14.1kg，而我国铝板带的人均消费量仅为 3.1kg。若将铝板带人均消费量提高到美国铝板带人均消费水平 14.1kg 的一半，即 7.05kg/人，我国铝板带年需求量

将增加 500 万吨以上。国内铝箔人均消费量虽高于世界平均水平，但与北美、欧洲等发达国家相比，还有较大的差距。2010 年，我国人均铝箔消费 1.08kg，而北美、欧洲的人均消费是 1.6kg。因此，从人均消费量来看，我国的铝板带箔消费前景看好，有巨大的增长空间。

表 8 铝板带、铝箔产能、产量快速增长

年份		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
铝板带	产能	170	200	250	320	430	450	500	544	625	725
	产量	52	60.9	91.9	145	222	283	360	451	525	630
	产能利用率 (%)	30.6	30.5	36.8	45.3	51.6	62.9	72	82.9	84	86.9
铝箔	产能	36	45	50	68.5	93.6	115	130	178.3	185	213
	产量	28.1	32.5	39.5	49	62.5	76	109.8	157.1	162	190
	产能利用率 (%)	78.1	72.2	79.0	71.5	66.8	66.1	84.5	88.1	87.6	89.2

资料来源：招股说明书，东北证券。

尚轻时代预计，2010-2015 年，中国铝板带消费量的年均增长率将在 7.0%，铝箔消费量的年均增长率将在 7.9%。据此判断，到 2015 年国内铝板带、铝箔消费量将分别达到 780 万吨、208.1 万吨，比 2009 年分别增长 50.1%和 58.1%。主要的增长与变化包括：

1. 铝制印刷版基行业增长可期，CTP 版替代 PS 版替代为大势所趋。

在国内报业和印刷快速发展以及出口贸易快速发展的背景下，以铝制印刷版基制造的印刷版亦呈现快速增长之势，2002 至 2008 年印刷版产量年复合增长率达到 23.1%。

目前铝基印刷版主要有两种产品，PS 版及 CTP 版。CTP 版基在印刷上的应用是通过 CTP 技术，用激光光源在印刷版上直接扫描成像。与使用 PS 版基相比，使用 CTP 版基晒版方法简单，省去了软片的中间环节，省去了晒版工序，节约了制版时间，并且输出分辨率更高。同时，由于使用 CTP 版基的 CTP 技术节约了软片扫描工序，降低了银盐的使用量，也有利于摆脱暗室操作。CTP 版取代常规的 PS 版是印刷行业发展的大势所趋。

近年来，我国 CTP 版基发展势头超过了 PS 版。其中：PS 版 2002 年到 2008 年的年复合增长率为 18.2%，CTP 版 2004 年至 2008 年的年复合增长率为 141.3%。2009 年，全国 PS 版销售量为 2.13 亿平方米，比 2008 年 2.12 亿平方米的销售量增长 0.47%；CTP 版销售量为 0.75 亿平方米，比 2008 年 0.58 亿平方米的销售量增长 29.31%。

目前发达国家 CTP 版的使用量占印刷材料的一半左右，而我国只达 15%。中国印刷及设备器材工业协会预计，未来 CTP 版在中国的发展将有更大的市场空间，其在整个印刷版材行业所占的比重还将会继续增加。预计在 2010-2013 年间 CTP 版产量的年复合增长率为 33.9%，到 2013 年国内 PS 版/CTP 版的总产量将达到 57500 万平米，其中 CTP 版为 18000 万平米，所占比重为 31.3%，比目前增加 13.3 个百分点；预计到 2013 年中国对 PS/CTP 版基的总需求量将达到 46 万吨，年复合增长率为 15.6%，主要体现在 CTP 版基增长上。

2. 包装行业

据中国包装联合会公布的数据测算，2002-2009 年包装箔消费年均增长率达到 23%，高于铝箔总消费年均增长率 2.7 个百分点，但与工业发达的欧美日相比差距仍很大。目前，中国包装箔的消费比例为 23.6%，而欧美仅软包装箔就已达 50%、日本已达 70%。我国铝箔在包装业的应用比例与发达国家相比还有很大的发展空间。例如，目前，我国医药包装业年产值为 150 亿元，仅能满足国内制药企业 80%的包装需求。同时，在国外已有 85%以上的药品包装材料使用铝塑泡罩包装铝箔，而国内的使用仅占 30%。因此，药品包装用铝箔发展前景看好，市场广阔。

3. 铝电解电容器行业

根据中国电子元件行业协会信息中心的数据,2005 年至 2009 年铝电解电容器用铝箔市场规模增长率分别为 22.86%、30.23%、14.89%及 10.42%。2009 年我国铝电解电容器估计产量为 825 亿只,但电子箔供不应求。据尚轻时代统计,2009 年电子箔的生产与消费量分别为 7.3 万吨和 12 万吨。据此测算,电子箔需求量缺口额在 2009 年达到了 39.2%。同时中国电子元件行业协会信息中心预计 2010-2012 年我国铝电解电容器市场规模将保持 5%-9%的增长速度。铝电解电容器产量的迅速提升带动了对电子箔需求量的快速增长。

四、募投项目

由此可见,铝板带箔市场仍有非常大的发展空间,公司具备的多方面优势如规模与产品优势、工艺与成本优势等,这些优势的发挥,已使公司的产能接近极致,2011 年上半年,公司的冷轧机产能利用率已经超过了 100%,表明公司面临着较大的产能约束。为了进一步利用市场扩容的机遇,解决产能利用率居高,产能不足的问题,公司借上市的机遇将进一步拓展产能规模,提升企业竞争力。

表 9 公司冷轧生产线产能利用率已达极致

项目	2011 年 1-6 月	2010 年度	2009 年度	2008 年度
冷轧机产能 (吨)	350,000.00	262,500.00	250,000.00	250,000.00
产品产量 (吨)	186,280.62	280,132.08	214,865.12	215,285.95
产能利用率 (%)	106.45	106.72	85.95	86.11

注:2011 年上半年按照全年 35 万吨折半计算产能利用率。

资料来源:招股说明书,东北证券。

公司拟公开发行 6000 股,募集资金 7.03 亿元,用于“铝板带箔生产线技术发行项目”。募投项目将充分利用当前技术先进、产能规模巨大的热轧生产线,弥补公司在冷轧环节的产能不足,增加及改造一台冷轧机,并增强公司在铝箔业务上的产能,引进 2 台铝箔轧机,同时改造两台铝箔轧机,及引进或改造其他一些设备。募投项目建设规模为年产能 10 万吨,其中新增年产能 5 万吨,升级换代产品年产能 2 万吨,结构调整替代产品年产能 3 万吨。通过设备的改造,实现公司 PS 版基产品升级为 CTP 版基。具体产品方案如表 10。

募投项目的铝板带箔生产线的工艺流程是采用公司或国内外已有的先进、成熟的生产工艺,面临的技术风险不大。项目建设期为 1.5 年,建设投资在第一年(半年)投入 40%,第二年投入 60%。预计投产后第三年达到设计生产规模。

表 10 公司募投项目的产品方案

序号	产品名称	合金牌号	规格范围	年产能 (吨)	技术条件	备注
1	铝板材	1xxx, 3xxx, 5xxx 系, F, H, O	0.3-40*1000-1600* 2000-12000	20,000	-	-
1.1	合金板	3003, F	-	8,000	GB/T3880-2006	-
1.2	合金板	5052, F	-	4,000	GB/T3880-2006	-
1.3	合金板	5052, H24	-	8,000	GB/T3880-2006	-
2	铝带材	1xxx, 3xxx, 5xxx 系, 434, H, O	0.3-2.0*50-1600	55,000	-	-
2.1	CTP 版基	1060, H18	-	30,000	YS/T421-2007	结构调整
2.2	CTP 版基	1060, H18	-	20,000	YS/T421-2007	升级产品
2.3	复合带	434, O	-	5,000	企业标准	-
3	铝箔	1xxx, 3xxx 系, 434, H, O	0.02-0.2*15-1500	25,000	-	-
3.1	复合箔	434, H14	-	5,000	YS/T446-2002	-
3.2	阴极箔	1070A, H19	-	4,000	GB/T3615-2007	-
3.3	阳极箔	1A99, O	-	6,000	GB/T3615-2007	-
3.4	药用铝箔	1060, O	-	4,000	GB/T3198-2003	-
4.3 .2	家用铝箔	1235, O	-	6,000	GB/T3198-2003	-
	合计	-	-	100,000	-	-

资料来源：招股说明书，东北证券。

五、盈利预测与估值

根据，对铝价，公司相关产品产量、加工费及单位加工成本的假设，我们预测公司 2011 年、2012 年和 2013 年的业绩分别为 0.88 元，1.13 元和 1.40 元，在今后两年年均增长率在 30%左右。公司增长的来源于两个方面，一是公司产能主要是募投项目产能的投放，二是公司产品结构的优化，如 PS 版升级为 CTP 版等。

表 11 公司相关产品产量、加工费及单位加工成本的假设

		2011	2012	2013
铝价		14360	14500	14600
加工费	铝板带			
	PS 版基	3600	3600	3600
	合金板	5580	5580	5580
	铝垫片	2200	2200	2150
	普通铝板带材	3500	3500	3500
	瓶盖料	3300	3250	3200
	钎焊料	9900	10000	10000
	CTP 版基	7000	7000	7000
	手机电池壳体	3200	3200	3200
	花纹板	7000	6600	6300

	镜面板	6600	6700	6700
	铝箔			
	包装箔	4760	4700	4600
	阴极箔	7650	7650	7650
	阳极箔	17500	17000	16000
	铝塑板板基	2400	2400	2400
	其他铝箔	2850	2800	2800
单吨加工 成本	铝板带			
	PS 版基	2000	2000	2000
	合金板	3200	3200	3200
	铝垫片	1800	1800	1800
	普通铝板带材	2700	2700	2700
	瓶盖料	1550	1600	1600
	钎焊料	4400	4400	4400
	CTP 版基	2000	2000	2000
	手机电池壳体	1800	1800	1800
	花纹板	3600	3600	3600
	镜面板	1800	1800	1800
	铝箔			
	包装箔	2900	2900	2900
	阴极箔	3400	3300	3250
	阳极箔	4500	4400	4400
	铝塑板板基	1700	1700	1700
	其他铝箔	2100	2100	2100
销量	铝板带	330700	353300	399700
	PS 版基	67000	60000	60000
	合金板	140000	150000	160000
	铝垫片	20000	22000	24000
	普通铝板带材	55000	60000	65000
	瓶盖料	18000	20000	24000
	钎焊料	1500	1800	2000
	CTP 版基	7000	15000	40000
	手机电池壳体	2000	2200	2300
	花纹板	20000	22000	22000
	镜面板	200	300	400
	铝箔	52100	64000	71000
	包装箔	13000	20000	23000
	阴极箔	10000	13000	14000
	阳极箔	100	1000	3000
	铝塑板板基	9000	10000	11000
	其他铝箔	20000	20000	20000

资料来源：东北证券。

当前铝加工行业内主要公司的估值情况表明,2011 年 PE 的区间为 15-51 倍,均值为 31 倍,2012 年业绩的 PE 区间为 11-32 倍,均值为 21 倍。

考虑到上述铝加工公司多是中小板企业,市值不高,市场对中小公司存在着一定的溢价,我们认为,上述可比公司中新疆众和和东阳光铝的市值规模在 100 亿左右,具有较高的参考价值(新疆众和和东阳光铝 2011 年 PE 估值均值为 26 倍),同时再给予一定的申购折让和安全边际(10-20%),我们认为公司的合理价值在 19.36-22.88 元之间,对应的 2011 年 EPS 的 PE 区间为 22-26 倍。

表 12 行业内主要公司估值比较

代码	简称	最新价 (110905)	EPS			PE			每股 净资产 MRQ	PB
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
002501	利源铝业	23.07	1.3	0.76	1.11	17.75	30.28	20.84	6.31	3.66
002333	罗普斯金	11.7	0.26	0.33	0.46	45	35.34	25.71	4.79	2.44
600888	新疆众和	23.98	0.83	0.87	1.32	28.94	27.58	18.23	11.16	2.15
002160	常铝股份	12.21	0.26	0.24	0.38	46.25	50.58	32.33	2.01	6.08
002379	鲁丰股份	12.52	0.5	0.36	0.7	25.04	35	17.97	5.62	2.23
600673	东阳光铝	13.35	0.3	0.55	0.74	44.5	24.3	18.11	2.85	4.68
002082	栋梁新材	12.8	0.64	0.85	1.13	20	15.11	11.29	4.1	3.12
	平均值					32.5	31.17	20.64		3.48

资料来源:WIND,东北证券。

六、风险提示

公司面临的风险主要包括以下几个方面:

(一) 产能扩张过快,并导致加工费下降风险。

铝板带项目是近来铝加工市场投资的热点。十一五期间,我国建成了南山铝业“1+4”、渤海铝业“1+3”、亚洲铝业“1+5”三条热连轧生产线,再加上西南铝“1+4”和公司“1+4”一共有五条热连轧。现在在建的超过了五条,主要有青海“1+3”、中铝瑞闽“1+3”、中孚实业“1+4”、山东鲁丰“1+4”、广西柳州“1+4”,拟建的生产线则更多,生产线规模日趋增长,而技术也越来越先进。在此背景下,铝板带箔市场很可能会出现产能扩张太快,导致产能过剩的局面,并将给整个铝加工业的行业加工费和行业利润带来负面影响。

(二) 铝价波动风险。

公司目前主要采用的产品定价方式为:对于国内销售的产品,主要采用“发货当天上海长江现货铝平均价格+加工费”确定;对于出口产品,主要采用“发货日前一个月的伦敦金属交易所市场现货铝平均价+加工费”确定。对于国内销售的产品来说,如果在订单日与发货日之间,铝价出现下跌,则会给公司带来风险。对于海外业务,铝国内外价差的变动,及国际价格的波动,也会给公司的经营带来风险。

(三) 出口相关风险如人民币升值和出口退税的调整等。

出口业务一直是公司业务的重要组成部分。2011 年上半年,公司的境外销售比例达到了 37%,这就使公司暴露在出口业务的相关风险之中,例如,人民币升值风险,出口退税调整风险等。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。