

# 怡球资源 (601388) 新股定价报告

循环铺就坦途，渠道创造价值

再生金属

定价区间  
10.36-12.58 元

发布时间：2012 年 4 月 20 日

## 投资要点：

- 怡球资源是一家从业经验近 30 年的再生铝生产企业。产品为各种标准化的合金锭。现有再生铝生产能力 32 万吨，其中 26.9 万在江苏太仓，5.1 万吨在马来西亚。
- 再生铝行业获得了国家政策的大力支持。再生铝行业节能减排特点突出，我国发展滞后。按相关政策测算，到 2015 年，再生铝产量约 720 万吨，2011-2015 复合增长率达 13.9%。
- 公司的经营模式占用大量现金流。公司国际采购付款方式一般采用验货后付款；在销售时，公司对重要的老客户，通常给予 15-60 天不等的信用期。上下游都要挤占公司的现金流，在公司扩大生产规模时，现金流占用规模也将提高。
- 公司具有技术、渠道等优势。如公司已经形成了全球化采购网络，并在积极开发国内采购渠道，规划设立欧洲采购基地，渠道优势帮助公司突破废铝贸易中的信息不对称约束，扩大原材料来源，保障原材料的供应。公司自主研发并建成的铝料自动压碎分类分选系统及熔炼系统，技术先进，公司铝金属回收率、炉次和熔炼能耗参数要优于国内同行。
- 募投项目突破产能约束。项目将增加 27.36 万吨产能，同时马来西亚扩建项目也将提升产能至 12.6 万吨，届时公司产能将达到 66.86 万吨，巩固公司龙头地位与规模优势。
- 盈利预测与估值。预计公司 2012 年至 2014 年 EPS 为 0.74 元、0.76 元和 0.83 元。公司合理价格为 10.36-12.58 元。
- 风险提示：原材料供应及价格波动风险；铝价及角边料价格波动风险；产能释放不及预期风险；财务与汇总损失风险等。

## 业绩预测：

|       | 主营收入<br>(万元) | 增长率<br>(%) | 净利润<br>(万元) | 增长率<br>(%) | EPS<br>(元) | 市盈率<br>(倍) |
|-------|--------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 2011  | 540,343      | 47.10      | 30,541      | 10.51      | 0.74       |            |
| 2012E | 579,310      | 7.21       | 30,465      | -0.25      | 0.74       |            |
| 2013E | 686,319      | 18.47      | 31,052      | 1.93       | 0.76       |            |
| 2014E | 870,329      | 26.81      | 33,887      | 9.13       | 0.83       |            |

| 发行数据         | 2011 年    |
|--------------|-----------|
| 发行前股本 (万股)   | 30,500    |
| 发行数量 (万股)    | 10,500    |
| 发行价格 (元)     | 13.00     |
| 发行前 EPS (元)  | 1.00      |
| 发行后 EPS (元)  | 0.74      |
| 发行前每股净资产 (元) | 2.74      |
| 发行日期         | 2012-4-9  |
| 上市日期         | 2012-4-23 |
| 主承销商         | 华泰联合      |

分析师：陈炳辉

执业证书编号：S0550511070002

TEL: (8621) 20361131

FAX: (8621) 20361159

Email: chenbh@nesc.cn

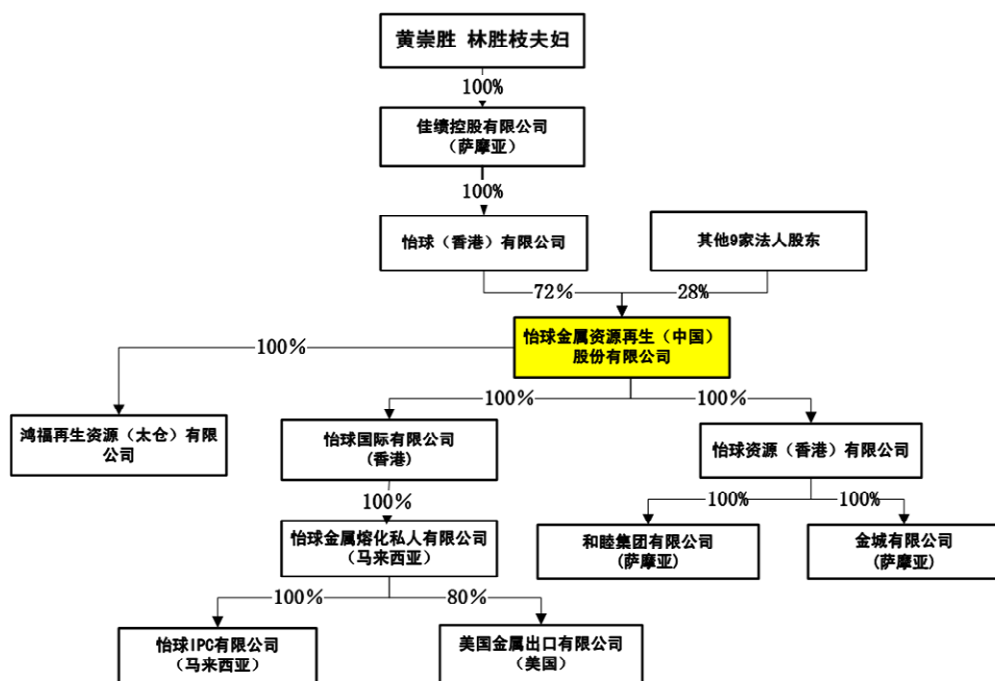
地 址：上海市源深路 305 号

邮 编：200135

## 一、怡球资源：领跑再生铝

怡球资源是一家再生铝生产企业，扎根于再生铝行业已近三十年，其产品为各种品种和成分的铝合金锭，如A14130（Al-Si系合金）、ADC10（Al-Si-Cu系合金）、A360（Al-Si-Mg系合金）、A380（Al-Si-Cu-Zn系合金）、B390（Al-Si-Cu-Mg系合金）等，广泛运用于汽车、电器、机械、建筑、电力、交通、计算机、包装、五金等领域。

图 1 公司的组织结构



资料来源：招股说明书，东北证券。

公司现有再生铝生产能力 32 万吨。再生铝的生产实体分别为怡球资源母公司（位于江苏太仓，产能 26.9 万）和怡球金属熔化私人有限公司（马来西亚怡球，产能 5.1 万吨）。和睦集团、金城有限，美国金属出口有限公司（AME）主营为贸易，负责为公司收购原材料。

公司实际控制人为黄崇胜、林胜枝夫妇，二人通过佳绩控股持有怡球资源 72% 的股权，通过太仓智胜商务咨询持有 1.5% 的股权，同时，公司主要高管也实现了持股。此次公司 IPO 发行 1.05 亿股，占发行后股本的 25.61%

公司业务为采购废铝，进行再生铝的生产，在收入结构当中，铝合金锭是公司收入与利润的核心，边角料衍生于再生铝生产过程，对公司利润的贡献也不大。

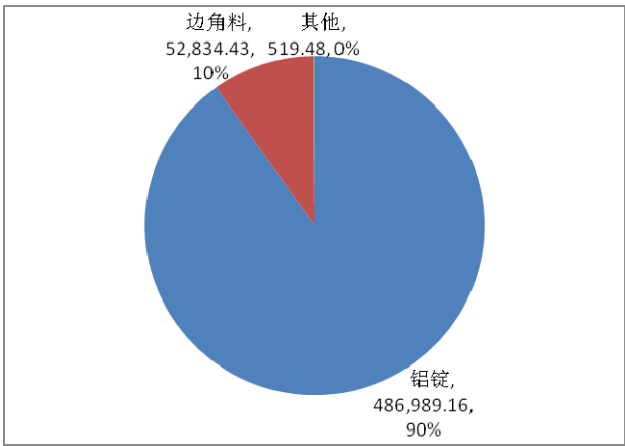
表 1 本次发行前后发行人的股本结构

| 股东名称                                      | 发行前       |         | 发行后       |         |
|-------------------------------------------|-----------|---------|-----------|---------|
|                                           | 持股数量      | 持股比例    | 持股数量      | 持股比例    |
| 怡球（香港）有限公司                                | 21,960.00 | 72.00%  | 21,960.00 | 53.56%  |
| Wiselink Investment Holding Co., Limited  | 3,050.00  | 10.00%  | 3,050.00  | 7.44%   |
| Starrl Investment Holding Co., Limited    | 1,464.00  | 4.80%   | 1,464.00  | 3.57%   |
| Zest Deck Investment Holding Co., Limited | 1,464.00  | 4.80%   | 1,464.00  | 3.57%   |
| Phoenicia Limited                         | 915.00    | 3.00%   | 915.00    | 2.23%   |
| 太仓智胜商务咨询有限公司                              | 457.50    | 1.50%   | 457.50    | 1.12%   |
| 太仓环宇商务咨询有限公司                              | 366.00    | 1.20%   | 366.00    | 0.89%   |
| 太仓嵘胜商务咨询有限公司                              | 366.00    | 1.20%   | 366.00    | 0.89%   |
| 太仓怡安商务咨询有限公司                              | 305.00    | 1.00%   | 305.00    | 0.74%   |
| 富兰德林咨询（上海）有限公司                            | 152.50    | 0.50%   | 152.50    | 0.37%   |
| 社会公众股                                     | -         | -       | 10,500.00 | 25.61%  |
| 合 计                                       | 30,500.00 | 100.00% | 41,000.00 | 100.00% |

资料来源：招股说明书，东北证券。

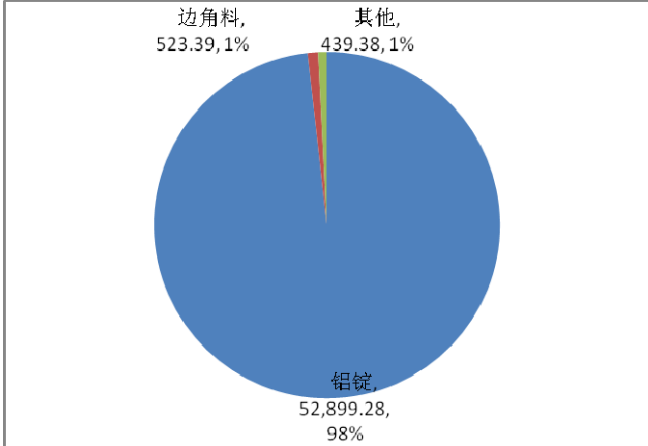
注：公司实际控制人黄崇胜持有太仓智胜商务咨询 100%股权；公司总经理陈镜清持有太仓环宇商务咨询 100%股权；公司副总经理杜万源持有太仓嵘胜商务咨询 100%股权；公司董事会秘书叶国梁持有太仓怡安商务咨询 100%股权。

图 2 2011 年公司的营收结构



资料来源：招股说明书，东北证券。

图 3 2011 公司的利润结构



资料来源：招股说明书，东北证券。

## 二、政策、上下游推动再生铝行业快速发展

### （一）再生铝节能减排优势突出

再生铝的生产方式具有低能耗、环境友好等特点。再生铝制造业，以废铝为原材料，经熔炼、精炼后制成铝合金锭。与原铝相对，再生铝可节约大量的自然资源，如 1 吨再生铝就可以节约每 5 吨铝土矿，同时节省 1.2 吨石灰石、22 吨水等自然资源；降低能源消耗，再生铝的能耗仅为原铝能耗的 4%；排放很低，再生铝生产，所产生的温室效应气体二氧化碳的排放量只有以火力发电生产原铝的 3-5%，有害气体氟和赤泥的排放量为零，每生产 1 吨再生铝可以少排放二氧化碳 0.8 吨、二氧化硫 0.06 吨。

表 2 再生铝节能减排特点突出

| 序号 | 差别       | 原铝（电解铝）              | 再生铝                                 |
|----|----------|----------------------|-------------------------------------|
| 1  | 生产原料来源   | 铝土矿山                 | 废铝料                                 |
| 2  | 生产工艺     | 化学分解提炼、电解            | 分选、熔炼                               |
| 3  | 能源消耗     | 很高（吨铝消耗 3916 千克标煤/吨） | 低（吨铝消耗 150 千克标煤/吨，单位产品能耗低于原铝生产的 4%） |
| 4  | 对环境影响    | 很大                   | 小（单位产品温室气体排放量低于原铝生产的 5%）            |
| 5  | 生产产品     | 原铝金属                 | 铝合金                                 |
| 6  | 国家产业政策方向 | 限制                   | 支持                                  |
| 7  | 产业经济模式   | 传统资源消耗型              | 循环经济、资源再生型                          |

资料来源：招股说明书，东北证券。

因此，西方国家，多重视再生铝行业的发展，到目前为止，西方许多国家再生铝产量占整个铝产品产量的比例超过了 50%，日本更是高达 98%，全球平均水平也达到了 33%。相比这下，我国该比例在 2010 年还仅为 21%，2011 年为 24%，离全球平均水平尚且有很大的发展空间。

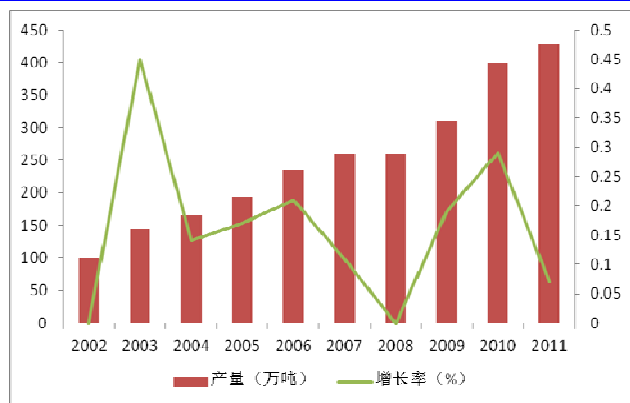
### （二）政策驱动再生铝行业快速发展

再生铝行业获得了国家政策的大力支持。自“十一五”以来，我国出台了大量促进与规范再生铝行业发展的规章制度与政策。如 2007 年 10 月国家发改委制定的《铝行业准入条件》规定了新建再生铝项目，规模必须在 5 万吨/年以上；现有企业生产准入规模为大于 2 万吨/年；改、扩建项目规模必须在 3 万吨/年以上，及国家税务局对再生资源实行增值税优惠措施。

“十二五”期间再生铝将步入快速发展期。2011 年，我国电解铝产量达到了 1755 万吨（其中再生铝约 428 万吨），按照《有色金属行业十二五发展规划》测算，至 2015 年我国原铝产量将达到约 2400 万吨。同时，发改委出台的《“十二五”资源综合利用指导意见》，明确指出，2015 年我国再生铝占总产量比例达到 30%（2011 年该比例仅约 24%）。

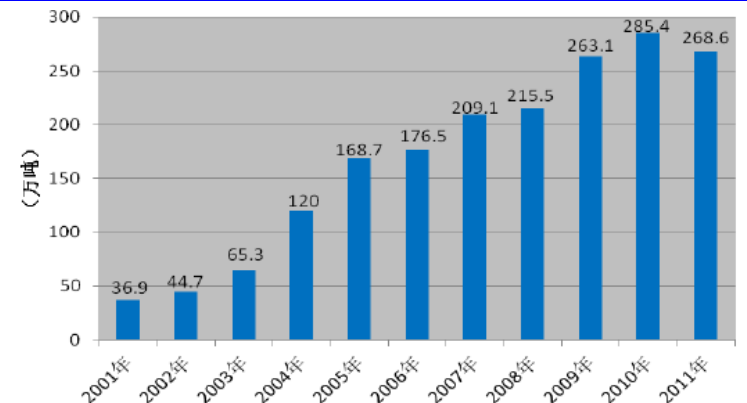
可见到 2015 年，再生铝产量约 720 万吨，期间复合增长率达 13.9%。

图 4 我国再生铝产量



资料来源：招股说明书，东北证券。

图 5 2001-2011 年中国废铝料进口量



资料来源：招股说明书，东北证券。

### （三）废铝供应量将快速增长

2008 年，我国废铝原料来源中 43%左右依靠进口，34%为国内旧废铝，23%为国内生产环节产生的新废铝和铝渣。未来我国废铝原料将更为充足。

我国铝材即将进入报废期，废铝供应量增长空间大。2000 年以来我国铝消费增速加快，铝材的平均报废年限在 10-15 年之间，可见，我国也即将步入铝材的报废期。将为我国再生铝行业的发展贡献原材料支持。

海外废铝进口仍有空间。近几年来，海外废铝进口一直是我国再生铝行业的重要资源来源。目前，海外废铝的进口量达到了 260-280 万吨，未来仍有成长的空间。

表 3 2009-2013 年，我国废铝（金属量）供应量的预测情况如下：

| 年度      | 2008   | 2009E  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2013E  | CAGR   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 国内回收废铝  | 221    | 229    | 284    | 356    | 372    | 403    | 12.77% |
| 进口废铝    | 166    | 162    | 178    | 203    | 227    | 245    | 8.10%  |
| 合计      | 387    | 391    | 462    | 559    | 599    | 648    | 10.86% |
| 进口废铝所占比 | 42.89% | 41.43% | 38.53% | 36.31% | 37.90% | 37.81% |        |

资料来源：招股说明书，东北证券。

### （四）下游行业再生铝需求持续增长

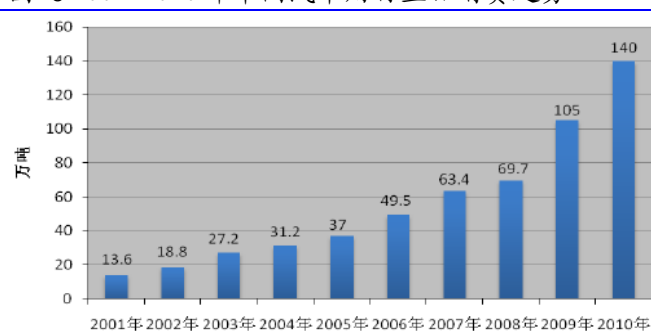
再生铝的下游行业非常广泛，涵盖的产业包括汽车、摩托车、家电、电子产品航空、建筑、机械、船舶等。其中又交通运输、耐用消费品占比较高。未来这些行业将保持增长，带来再生铝需求增速在 10%左右。

表 4 主要下游行业再生铝消费需求旺盛

| 行业    | 再生铝消费增长率                                            |
|-------|-----------------------------------------------------|
| 汽车行业  | 再生铝消费复合增长率可达 11%。                                   |
| 摩托车行业 | 2010-2015 年摩托车再生铝消费复合增长率达到 8.2%，预计 2015 年可达到 40 万吨。 |
| 家电工业  | 预计 2015 年家用电器的再生铝消费量达到 35 万吨，2010-2015 年复合增长率为 9%。  |
| 电子信息  | 预计 2015 年上述数据将增长到 1.3 万吨，2010-2015 年复合增长率达到 11.7%   |

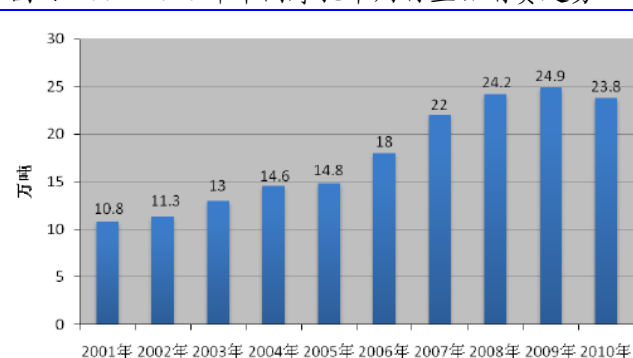
资料来源：招股说明书，东北证券。

图 6 2001-2010 年中国汽车用再生铝消费趋势



资料来源：招股说明书，东北证券。

图 7 2001-2010 年中国摩托车用再生铝消费趋势



资料来源：招股说明书，东北证券。

### 三、公司的运营模式现金流要求高

生产模式。公司通过 AME 公司向美洲和欧洲、马来西亚怡球向东南亚和大洋洲，母公司向国内采购废铝原料。公司的生产基地在太仓和马来西亚。对于怡球资源太仓的母公司，其生产组织模式主要是通过和睦集团或金城有限进行一般贸易和来料加工。其中，来料加工模式，可以规避进出口环节的相关税收，而得到了广泛的采用，来料加工的成品由和睦集团或金城有限负责出售。

表 5 怡球资源母公司生产的组织以来料加工为主

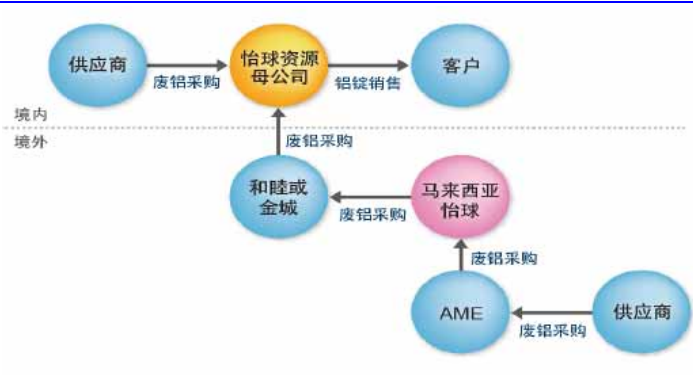
| 项 目         | 2009 年度 | 2010 年度 | 2011 年度 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 销量 (吨)      | 106,431 | 181,612 | 265,924 |
| 其中：一般贸易 (吨) | 59,489  | 58,746  | 51,781  |
| 来料加工 (吨)    | 46,942  | 122,866 | 214,143 |

资料来源：招股说明书，东北证券。

现金结算。在采购时，公司对国外大供应商一般采用取得运输单证后付款的方式。对国内采购，付款方式一般采用验货后付款。在销售时，公司对重要的老客户，通常给予 15-60 天不等的信用期。可见，对上游，公司需要在取得运输单证之后付款，考虑海

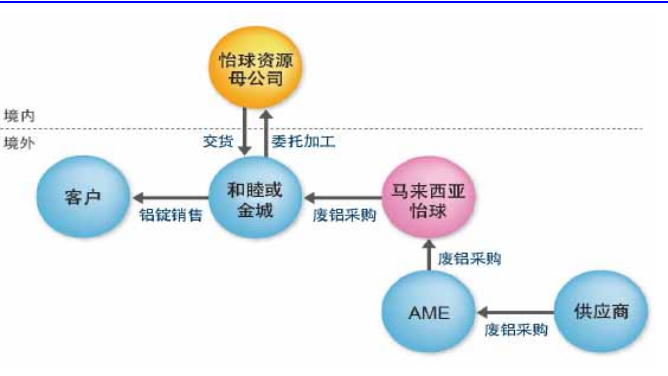
运 2 个月的时间，相当于货到之前就已付款；对下游，公司还要给予一定的信用期。上下游都要挤占公司的现金流，因此，公司的现金结算模式需要大量的现金流支撑。在公司扩大生产规模时，上下游的现金流占用规模也将提高，这也是公司经营性现金流一直不佳的原因。

图 8 怡球资源母公司一般贸易模式的业务流程



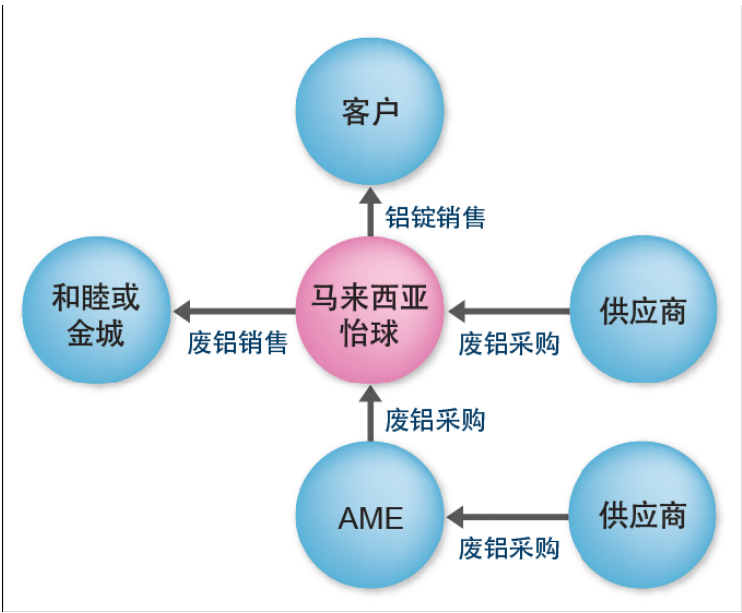
资料来源：招股说明书，东北证券。

图 9 怡球资源母公司来料加工模式



资料来源：招股说明书，东北证券。

图 10 马来西亚怡球的业务流程



资料来源：招股说明书，东北证券。

四、公司的竞争优势：技术与渠道

(一) 技术优势

(1) 预处理阶段。公司自主研发并建成目前国内先进的铝料自动压碎分类分选系统，

该系统采用多种精细分类分选技术代替以人工分选为主的传统技术，以电脑控制为中心，配置大型破碎设备、涡电流等分选装置等。先进的系统大大提高了废铝的分选效率，有助于提高熔炼速度、降低烧损和提高铝回收率。

(2) 熔炼阶段。公司利用多年的工艺经验，持续研发生产技术，对熔炼系统进行了多项改进，如利用液态循环浸泡原理开发双室熔炼炉，配合永磁搅拌机的使用，这两项技术改进就可以使铝的溶解速度提高 6%，热能的利用效率提高 2%，回收率提高 2%。同时，减少人工的搅拌，成功的解决了人工搅拌不均匀的问题，使铝合金产品结晶细化，大大提高了产品质量。此外，公司在熔炼阶段自主研发了原料预热系统、余热再利用系统，并采用了蓄热燃烧、低温熔炼、可倾式回转炉处理工艺等多种先进熔炼和节能技术，该技术均处于业内领先水平。

作为技术优势的具体反映，公司生产过程中铝金属回收率、炉次和熔炼能耗参数等技术指标，都要优于行业平均水平。

表 6 公司技术水平要高于同行

| 项目     | 总回收率 | 多品种平均熔炼速度（炉次/天） | 能耗(天然气/吨)  |
|--------|------|-----------------|------------|
| 行业平均水平 | 88%  | 2.0-2.5         | 100-120 立方 |
| 公司水平   | 92%  | 2.8-3.2         | 85-90 立方   |

资料来源：招股说明书，东北证券。

## (二) 渠道优势

由于我国还没有进入到铝材的报废期，国内废铝主要来源于海外。再生铝企业是否拥有原材料采购渠道成为竞争的关键点。

公司已经形成了全球化采购网络。在长达 30 年的运营过程中，公司先后在马来西亚和美国开展废铝原料的采购业务，形成了全球化的废铝采购网络，包括美国、马来西亚、加拿大、墨西哥、欧洲等国家和地区，其中在美国的采购量最大。子公司 AME 公司专门负责在美国等地的原材料采购业务，在美国纽约和洛杉矶设立了两个采购分中心，分别负责美国东部和西部地区的原材料采购。此外公司也在积极设立欧洲的原料采购基地。

表 7 国际化的废铝采购网络

| 部门         | 采购区域                                                    |
|------------|---------------------------------------------------------|
| AME 公司     | 负责在美国等地的原材料采购业务，在美国纽约和洛杉矶设立了两个采购分中心，分别负责美国东部和西部地区的原材料采购 |
| 公司在太仓的采购部门 | 负责面向国内市场采购原材料和物料                                        |
| 马来西亚怡保     | 向马来西亚本地、新加坡等东南亚国家及其他地区进行采购                              |
|            | 正在考察设立欧洲采购网络                                            |

资料来源：招股说明书，东北证券。

近年来，公司积极开发国内采购渠道，国内采购量逐步提高。现阶段已经在江苏太

仓和深圳两地设立了采购中心，并计划在国内十个左右的省份增设新的物料集散点。预计随着国内废铝供给量的增长，公司国内采购比例将会稳步上升。

渠道优势帮助公司突破信息不对称约束，扩大原材料来源。废铝的国际贸易，存在着严重的信息不对称，是一个典型的柠檬市场。由于废旧金属的国际贸易通常采用取得运输单证之后付款的惯例，因此，在采购时，买方无从得知货物的真实成份与金属含量，货物与合同约定极易发生偏差，而给买方带来极大的风险。公司在 2002 年就在美国设立了 AME 公司专门从事废铝的收集与销售，在废铝贸易中积累了大量的经验，形成了长期、稳定的供应商网络，掌握了价格信息的渠道。这些有助于公司突破信息的不对称，降低采购风险，保障公司原材料的供应。例如，公司在借助于事前对卖方诚信状况，交易历史的回顾与评估，来控制交易风险。

表 8 公司原材料采购网络国际化，并以美国为主

| 地区     | 2009 年度   | 2010 年度   | 2011 年度   |
|--------|-----------|-----------|-----------|
| 国内     | 8464.69   | 15439.51  | 51721.44  |
| 美洲     | 110007.10 | 211610.77 | 311147.07 |
| 马来西亚   | 15260.19  | 35120.13  | 31933.92  |
| 亚洲其他地区 | 10601.61  | 18494.95  | 28892.29  |
| 其他     | 353.33    | 1725.17   | 12781.60  |
| 合计     | 144686.93 | 282390.54 | 436476.32 |

资料来源：招股说明书，东北证券。

### （三）客户与市场优势

公司产品主要供应给汽车、电子电器、五金等领域的客户，公司在行业中积累了多年的知名度和信誉，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，如本田、日产、丰田、三菱、飞利浦、东风汽车、盖茨传动、德尔福、博世、松下电器等等。

表 9 公司客户优质

|       | 客户名称 | 客户基本情况（行业地位）                |
|-------|------|-----------------------------|
| 汽车    | 本田   | 日本前三大汽车制造公司，世界最大的摩托车生产厂家之一  |
|       | 日产   | 日本前三大汽车制造公司，世界最大的汽车发动机制造商之一 |
|       | 丰田   | 全球最大的汽车制造公司之一               |
|       | 东风   | 国内三大汽车制造公司之一                |
|       | 奇瑞   | 国内著名汽车制造公司，国内自主品牌销量领先       |
|       | 三菱   | 由三菱重工和美国克莱斯勒公司合资成立的著名汽车公司   |
| 电子    | 微密   | 新加坡知名公司，主要从事电脑配件等高科技产品的制造   |
| 家电    | 飞利浦  | 全球 500 强公司，涉及电子、家电等多个领域     |
| 传动    | 盖茨   | 世界最大的机械和动力传动制造公司            |
| 电动工具  | 博世   | 世界著名的电动工具和汽车零部件制造企业         |
| 汽车零部件 | 德尔福  | 世界最大的汽车系统和零部件供应商            |

资料来源：招股说明书，东北证券。

与此同时，公司是目前国内仅有的少数几家铝合金锭产品在 LME 注册并能实际交割销售的生产企业之一。公司产品成为 LME 注册品牌，为保障公司生产运营打开了一条路，在客户订单不足之时，公司可通过在 LME 市场上出售产品来保障公司的持续运营，例如在 2011 年，公司受到了日本地震与核危机的影响，公司下游客户订单不足，但利用 LME 市场公司实现了近 6 个亿的销售收入。

#### （四）规模优势

公司规模居国内再生铝行业前列。我国再生铝行业市场竞争充分，目前全国再生铝企业约 2,000 多家，大多数为小型企业甚至家庭作坊，产能在十万吨以上的企业较少，主要有怡球资源、上海新格等。怡球资源的市场占有率在 2011 年达到了 6.18%。2011 年，怡球资源还是国内最大的废铝进口商，及最大的铝合金锭出口企业。

表 10 公司市场地位不断提升

|           | 2011    | 2010    | 2009   | 2008   |
|-----------|---------|---------|--------|--------|
| 公司国内产量（吨） | 264,604 | 184,752 | 97,656 | 82,542 |
| 国内总产量（万吨） | 428     | 400     | 310    | 260    |
| 市场占比      | 6.18%   | 4.62%   | 3.15%  | 3.17%  |

资料来源：招股说明书，东北证券。

规模优势有助于公司，与上游原材料供应商建立更长期、稳定的协作关系，以有利的价格保障原材料供应。规模优势能公司带来融资上的便利。规模的扩大也能帮助企业产量分摊的折旧等生产成本。

#### 五、募投项目突破产能约束

公司自进入中国以来一直在扩大生产。近几年来，公司的产能由 2008 年的 13.7 万吨，快速提升至 2011 年的 32 万吨，但公司的产能利用率在 2011 年就达到了 100%，表明公司面临着一定的产能约束。

表 11 公司产能利用率达到饱和

| 项 目   | 2008    | 2009    | 2010    | 2011H1  | 2011    |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 产能（吨） | 137,000 | 194,000 | 257,000 | 160,000 | 320,000 |
| 产量（吨） | 136,401 | 132,073 | 229,106 | 152,555 | 320,621 |
| 销量（吨） | 135,129 | 141,460 | 223,091 | 146,422 | 320,931 |
| 产能利用率 | 99.56%  | 68.08%  | 89.15%  | 95.35%  | 100.19% |

资料来源：招股说明书，东北证券。

为此公司拟发行 1.05 亿股，募资 7.46 亿元用于增加 27.36 万吨产能及建设研发中心。产能扩建项目，将有助于巩固公司再生铝行业的龙头地位，抢占布局国内再生铝市场的先机。该募投项目建设期 3 年（第 2、3 年为建设经营期），生产经营期 9 年，第 4

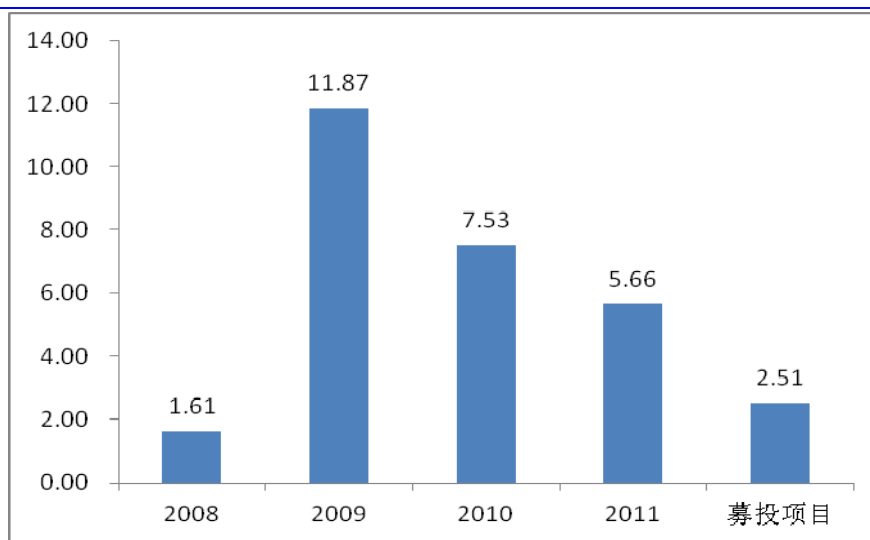
年起为达产年。达产后，预计，营业收入为 35.65 亿元，平均利润总额为 1.19 亿元，每年将给公司带来 8961 万元的净利润，净利率为 2.51%，要显著低于 2011 年的 5.66% 及 2010 年的 7.53%。

表 12 公司拟募资 7.46 亿元用于扩大产能

| 序号 | 项 目                               | 投资金额<br>(万元)     | 建设期<br>(月) | 立项备案/批复<br>情况         | 项目环保核<br>查批复情况                       |
|----|-----------------------------------|------------------|------------|-----------------------|--------------------------------------|
| 1  | 异地扩建年产 27.36 万吨废铝<br>循环再生铸造铝合金锭项目 | 66,592.20        | 36         | 苏发改环资发<br>[2010]325 号 | 苏环审<br>[2010]27 号                    |
| 2  | 建设研发中心项目                          | 7,990.80         | 12         | 太发改投核<br>[2010]37     | 建设项目环<br>境影响登记<br>表审批意见<br>2010—53 号 |
|    | 合 计                               | <b>74,583.00</b> |            |                       |                                      |

资料来源：招股说明书，东北证券。

图 11 募投项目净利润降至 2.51%



资料来源：招股说明书，东北证券。

与此同时，马来西亚怡球计划以自有资金进行铝合金锭产能扩建项目，预计 2013 年初投产，其产能将增加至 12.60 万吨/年（原产能 5.10 万吨/年将停产检修）。两个项目达产时，公司的产能将达到 66.86 万吨。

## 六、盈利预测与估值

根据前述介绍，在盈利预测时，我们做下假设

1. 公司产能稳步增长，在此条件下公司铝合金锭的产能将由 2011 年的 32 万吨提升至 2014 年的 52 万吨。
2. 毛利率方面，近几年来公司废铝采购价与铝合金售价之间的差额不断降低，

单吨毛利及毛利率也呈缓步下行态势，考虑到当前再生铝行业的发展需要挤压海外竞争对手的生存空间，因此，预计废铝采购价与铝合金售价之间的差额仍将保持下降态势，与此同时，受人工成本等提高影响，再生铝加工成本也降提升，使得毛利率回落。

表 13 公司毛利率水平呈下降态势

| 项 目             | 2009 年度   | 2010 年度   | 2011 年度   |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|
| 铝合金锭单位毛利（元/吨）   | 2,535.09  | 2,230.63  | 1,648.31  |
| 铝合金锭平均销售价格（元/吨） | 11,893.13 | 14,714.23 | 15,174.25 |
| 铝合金锭毛利率         | 21.32%    | 15.16%    | 10.86%    |

资料来源：招股说明书，东北证券。

- 2011 年公司财务费用为负，主要得益于公司在人民币和马币兑美元升值，使得相关美元借款出现了汇兑利得。在 2012 年，预计，人民币升值的步伐会放缓，同时美元借款的利率也有可能升高，不过募投资金的到位有助于公司降低资产负债率和有息债务。

表 14 盈利预测关键假设

|         | 2012     | 2013     | 2014     |
|---------|----------|----------|----------|
| 铝价      | 14017.09 | 14200    | 14200    |
| 铝合金锭售价  | 14858.12 | 15052.00 | 15052.00 |
| 销量-铝合金锭 | 351000   | 410000   | 520000   |
| 成本-铝合金锭 | 13280.12 | 13599.00 | 13696.00 |

资料来源：东北证券。

根据假设，预计公司 2012 年、2013 年和 2014 年摊薄后每股收益分别为 0.74 元、0.76 元和 0.83 元。

参考，当前状况下同类公司的估值水平，我们认为 2012 年 14-17 倍 PE 水平是较为合理的，对应的公司每股价格为 10.36-12.58 元之间。

表 15 同行估值对比表

| 简称   | 最新价<br>(12-4-19) | 预测 EPS |      |      | 预测 PE |       |       |
|------|------------------|--------|------|------|-------|-------|-------|
|      |                  | 2011   | 2012 | 2013 | 2011  | 2012  | 2013  |
| 格林美  | 21.86            | 0.49   | 0.68 | 1.01 | 44.61 | 32.15 | 21.64 |
| 闽发铝业 | 10.77            | 0.45   | 0.57 | 0.77 | 23.93 | 18.89 | 13.99 |
| 亚太科技 | 14.09            | 0.64   | 0.9  | 1.26 | 22.02 | 15.66 | 11.18 |
| 利源铝业 | 18.4             | 0.76   | 1.15 | 1.49 | 24.21 | 16.00 | 12.35 |
| 明泰铝业 | 13.4             | 0.82   | 1.06 | 1.33 | 16.34 | 12.64 | 10.08 |
| 南山铝业 | 7.49             | 0.53   | 0.61 | 0.79 | 14.13 | 12.28 | 9.48  |
| 新疆众和 | 16.37            | 0.72   | 0.88 | 1.32 | 22.74 | 18.60 | 12.40 |
| 东阳光铝 | 8.59             | 0.35   | 0.51 | 0.64 | 24.54 | 16.84 | 13.42 |
| 均值   |                  |        |      |      | 24.07 | 17.88 | 13.07 |

资料来源：WIND，东北证券。

## 七、风险提示

- (一) 原材料供应及价格波动风险
- (二) 铝价及角边料价格波动风险
- (三) 公司产能释放不及预期风险
- (四) 财务与汇总损失风险

表 16 利润预测表

|                      | 2012E            | 2013E            | 2014E            |
|----------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>一、营业总收入</b>       | <b>579310.37</b> | <b>686319.46</b> | <b>870328.93</b> |
| 营业收入                 | 579310.37        | 686319.46        | 870328.93        |
| <b>二、营业总成本</b>       | <b>543605.67</b> | <b>649611.19</b> | <b>830225.43</b> |
| 营业成本                 | 520602.99        | 622839.93        | 794971.01        |
| 营业税金及附加              | 4.06             | 4.80             | 6.09             |
| 销售费用                 | 5503.45          | 6520.03          | 8268.12          |
| 管理费用                 | 14598.62         | 16471.67         | 20887.89         |
| 财务费用                 | 579.31           | 1715.80          | 3481.32          |
| 资产减值损失               | 2317.24          | 2058.96          | 2610.99          |
| <b>三、其他经营收益</b>      |                  |                  |                  |
| 公允价值变动净收益            | 0                | 0                | 0                |
| 投资净收益                | 100              | 200              | 200              |
| 汇兑净收益                | 0                | 0                | 0                |
| <b>四、营业利润</b>        | <b>35804.70</b>  | <b>36908.27</b>  | <b>40303.50</b>  |
| 加：营业外收入              | 1000.00          | 600.00           | 600.00           |
| 减：营业外支出              | 200.00           | 200.00           | 200.00           |
| <b>五、利润总额</b>        | <b>36604.70</b>  | <b>37308.27</b>  | <b>40703.50</b>  |
| 减：所得税                | 6039.78          | 6155.86          | 6716.08          |
| 加：未确认的投资损失           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| <b>六、净利润</b>         | <b>30564.93</b>  | <b>31152.40</b>  | <b>33987.42</b>  |
| 减：少数股东损益             | 100.00           | 100.00           | 100.00           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润</b> | <b>30464.93</b>  | <b>31052.40</b>  | <b>33887.42</b>  |
| <b>七、每股收益：</b>       |                  |                  |                  |
| (一) 基本每股收益(元)        | 1.00             | 1.02             | 1.11             |
| (二) 稀释每股收益(元，摊薄后)    | 0.74             | 0.76             | 0.83             |

资料来源：东北证券。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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。

### 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。