

有色金属

2017 年 09 月 08 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2017 年 09 月 07 日

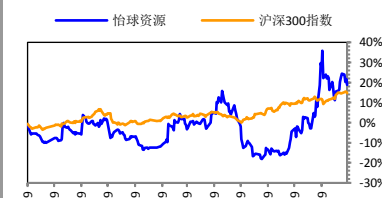
收盘价（元）	4.98
一年内最高/最低（元）	5.84/3.32
市净率	4.3
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	10086
上证指数/深证成指	3365.50/10969.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	1.17
资产负债率%	46.59
总股本/流通 A 股（百万）	2025/2025
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人

王宏为
(8621)23297818 转
wanghw@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

怡球资源 (601388)

——迎来行业公司双拐点的高速成长的铝回收企业，给予“买入”评级

投资要点：

- **公司收购 Metalico，完善上下游布局。**三条浮选线将于 2018 年初投产，Metalico 将废料精细化分选，以满足中国对废料进口的环保要求，而且 Metalico 公司的产能利用率也会得到很大的提高，废料的分类更加精细，可以使公司的原料供应得以保障。浮选线建成后公司将成为首家全球性再生铝回收+处理+利用的一体化企业，不仅获得了产业链上 100% 的盈利，还避免了中间环节的损耗；同时还使公司与 Metalico 的资产周转效率得到了大幅提升，产业链整体的盈利能力将提升，经营模式得到优化及升级，生产成本大幅降低。同时 Metalico 拥有成熟的汽车拆解回收经验，未来有望复制到国内，享受国内巨大的报废汽车拆解市场红利。
- **苏州分部预计今年下半年将复产一个炉，产能利用率逐渐提升。**国内的回收渠道目前仍然散乱，集中度不高，废料品质难保障，对企业盈利的负面影响较大，因此太仓基地一直未达产，随着公司收购美国 Metalico 公司后废铝原料供应得到进一步保障，同时国内对于废铝的需求稳步提升，太仓基地关停的两个炉将逐渐复产，下半年预计将复产一个炉，公司盈利能力将得到显著提升。
- **马来西亚分部目前产能利用率 50%，下半年预计将逐渐提高产能利用率。**马来西亚分部原料主要来自马来西亚及新加坡，原料供给充足。过去公司盈利下滑主要受全球宏观经济影响，12-15 年，废铝原材料中的边角料铜、锌等资源价格持续下跌，这部分没有客户订单对冲，吃掉了公司利润。随着铜、锌等边角料价格回暖，同时废铝精铝价差不断扩大，公司盈利能力显著提升，马来西亚分部产能利用率将快速提升。
- **电解铝供给侧改革限制原铝供给、利好废铝需求，同时关于铝废料进口趋严的政策也将更加凸显公司海内外布局的优势。**中国 2016 年废铝需求 640 万吨，同比增长 6%，预计 2017 年以后废铝需求增速将快速提高，我们预计 2017 年废铝需求增速 6%，2018-2020 年国内废铝需求增速为 10%，至 2020 年国内废铝总需求将达到 903 万吨。公司盈利模式为赚取废铝精铝价差，短期铝价波动影响有限。
- **迎来行业公司双拐点的高速成长的铝回收企业，给予买入评级！**我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 4.84 亿、7.02 亿、8.19 亿，对应净利润增速 1772.6%、45.1%、16.6%，剔除今年由于同比低基数的高速增长，未来两年公司净利润复合增速 30%。对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元、0.40 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 21 倍、14 倍、12 倍。怡球资源可比公司 2018 年平均 PE22 倍，同时考虑到公司未来两年利润复合增速 30%，同时公司是可比公司中唯一同时受益限制铝废料进口以及电解铝供给侧改革的标的，未来利润增速更加确定，且长期具有成长属性，因此给予 2018 年目标 PE20 倍，目标价 7.0 元，对应最新股价有 40% 空间，首次覆盖给予买入评级。

- 风险提示：铝废料进口限制增多、原铝供给超预期增加。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3,767	2,540	6,818	7,944	9,178
同比增长率（%）	7.92	81.20	81.00	16.50	15.50
净利润（百万元）	26	179	484	702	819
同比增长率（%）	165.13	-	1772.60	45.10	16.60
每股收益（元/股）	0.01	0.09	0.24	0.35	0.40
毛利率（%）	8.1	10.8	14.4	16.7	16.4
ROE（%）	1.2	7.6	17.1	23.7	27.8
市盈率	389		21	14	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

2017-2019 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元、0.40 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 21 倍、14 倍、12 倍。怡球资源可比公司 2018 年平均 PE22 倍，但是考虑到公司未来两年利润复合增速 30%，同时公司是可比公司中唯一同时受益限制铝废料进口以及电解铝供给侧改革的标的，未来利润增速更加确定，且长期具有成长属性，因此给予 2018 年目标 PE20 倍，目标价 7.0 元，对应最新股价有 40%空间，首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

2017-2019 年公司铝合金锭产能利用率分别为 55%、65%、75%；

2017-2019 年铝锭不含税价格分别为 1.20 万/吨、1.22 万/吨、1.24 万/吨；

2017-2019 年铝废料单吨成本分别为 0.96 万/吨、0.98 万/吨、0.99 万/吨。

有别于大众的认识

1、市场担忧公司周期属性，盈利增长难以持续。实际上公司属性上更加偏性成长股，公司的盈利模式本质是通过快速的资金周转赚取废铝、精铝价差，对铝价波动并不敏感，目前公司拥有铝合金锭回收产能 64.42 万吨，开工率仅 50%，随着未来美国铝废料回收生产线建成，未来公司原料供应更加充足，开工率将逐渐提升，公司盈利能力将逐渐增强，本质上公司仍属于成长股，未来盈利确定性强。

2、市场担忧中国对铝废料进口逐渐趋严将损害废铝回收行业利润空间。我们认为进口铝废料趋严对于怡球资源公司来说反而是利好，虽然短期限制废料进口国内苏州分部的原料供应会受影响，但是长期看公司拥有马来西亚分部以及美国分部，海外原料供应充足，同时美国分部 2018 年建成铝废料回收生产线，可以向国内供应高纯度铝废料，不会受到进口趋严影响，而随着依赖进口铝废料的回收企业由于原料不足退出市场，公司将充分受益行业格局的出清。

股价表现的催化剂

铝废料进口政策趋严；废铝精铝价差扩大。

核心假设风险

美国子公司铝废料生产线投产时间低于预期；废铝行业政策突然变化风险；

目录

1. 上下游实现一体化的铝资源回收龙头企业	5
1.1 苏州太仓分部：稳健运营、享受废铝原铝价差	5
1.2 马来西亚分部：产能利用率快速提升，预计 2018 年将满产	6
1.3 收购美国 Metalico——打造完备的废料回收体系	6
2. 行业：限制洋垃圾进口+国内供给侧改革利好废铝龙头企业	10
2.1 国内废铝需求稳定增长	10
2.2 限制洋垃圾进口：预计公司成为少数能够进口废旧金属的企业	11
2.3 电解铝供改：原铝供给受压制，废铝需求被动提升	13
3. 盈利分拆：短期看产能利用率上升，长期看国内外资源整合协同	16
3.1 盈利模式：赚取废铝精铝价差，铝价波动影响有限	16
3.2 Metalico：盈亏平衡点 1900 万美元/月，2017 年预计开始盈利	16
3.3 苏州和马来西亚：2017 和 2018 年主要利润增量来源	17
4. 估值及投资建议：	18

图表目录

图 1：公司主营铝废料回收.....	5
图 2：毛利率持续好转.....	5
图 3：废铝回收流程.....	6
图 4：Metalico 公司业务流程	7
图 5：Metalico 公司原料来源	7
图 6：中国汽车销量（万辆）	9
图 7：中国汽车报废量（万辆）	9
图 8：中国废铝进口量（万吨/月）	10
图 9：中国废铝年产量稳步增长（万吨）	11
图 10：全球废铝占铝总供给比例逐年提升	11
图 11：全球废铝消费量稳定增长	15
图 12：废铝原铝价差	16
图 13：钢铁部分盈利分布	17
图 14：有色金属部分盈利分布	17
表 1：国内报废汽车政策变迁	8
表 2：报废汽车收入计算	9
表 3：中国报废汽车市场空间	10
表 4：国内主要铝回收企业.....	12
表 5：减产情况	13
表 6：复产情况	14
表 7：新投产情况	14
表 8：中国电解铝供需平衡表	15
表 9：苏州、马来西亚产能利用率持续提升	17
表 10：怡球资源可比公司估值对比（云铝股份、中孚实业来自 wind 一致预期）	18

1. 上下游实现一体化的铝资源回收龙头企业

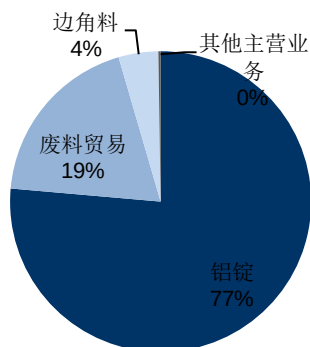
公司中国铝资源回收的龙头企业。公司主营业务是利用废旧汽车、建材、电器、机械、包装、设备等及生产过程中产生的铝渣、边角料等各方面的废铝资源，制造出替代原铝的再生铝产品，以达到铝金属资源循环利用的目的。

收购美国 Metalico 公司，完善产业链布局。Metalico 公司是美国一家综合性再生资源回收处理企业，2016 年 7 月公司完成收购美国 Metalico 公司 100% 股权。从整个产业链来说，Metalico 公司处于上市公司的上游行业，公司通过收购 Metalico 进入产业链上游，在提供部分废旧金属原料的同时，帮助公司更加了解在美国市场上废旧金属回收的经营、定价、利润空间等信息，增强企业在原材料进口上的议价能力。

公司拥有优质客户及回收渠道优势。公司的原料采购部经营废铝采购三十年，已建立了国际化的废铝采购网络，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。公司废铝制铝锭的下游客户包括众多国际知名汽车厂商，主要客户包括本田、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。

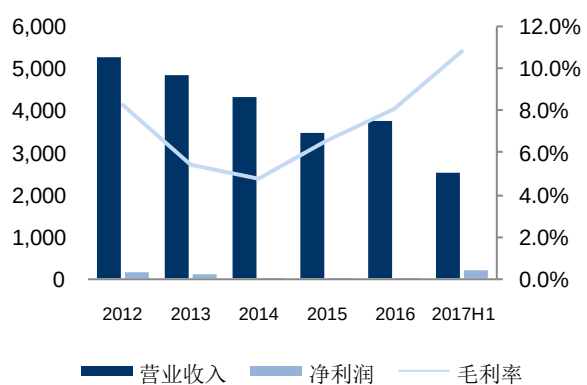
公司毛利率持续提升。随着公司提炼技术升级、产能利用率的提升和废铝原铝价差逐渐扩大，公司毛利率自 2014 年起持续好转，2017 年中报毛利率 10.8%，并实现归母净利润 1.79 亿，同比扭亏为盈。

图 1：公司主营铝废料回收



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 2：毛利率持续好转



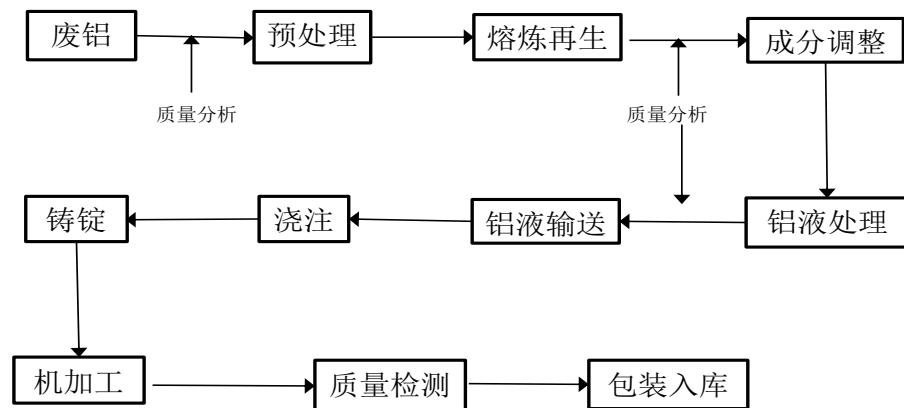
资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.1 苏州太仓分部：稳健运营、享受废铝原铝价差

苏州太仓共有铝合金产能 37.44 万吨，目前产能利用率 50%。目前太仓基地 4 个炉中有两个炉处于生产状态，两个炉处于关停状态。太仓基地废铝多数来自海外，少部分来自国内；销售方面采用以销定产方式，下游客户主要是汽车、家电等行业。

预计 2017 年下半年将复产一个炉，产能利用率逐渐提升。国内的回收渠道目前仍然散乱，集中度不高，废料品质难保障，对企业盈利的负面影响较大，因此太仓基地一直未达产，随着公司收购美国 Metalico 公司后废铝原料供应得到进一步保障，同时国内对于废铝的需求稳步提升，太仓基地关停的两个炉将逐渐复产，2017 年下半年预计将复产一个炉，公司盈利能力将进一步改善。

图 3：废铝回收流程



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

1.2 马来西亚分部：产能利用率快速提升，预计 2018 年将满产

马来西亚分部拥有 26.98 万吨产能。2015 年 11 月马来西亚怡球全资子公司 YE CHIU NON-FERROUS 的年产 21.88 万吨的再生铝合金锭扩建项目建设顺利投产，公司马来西亚分部产能增加到 26.98 万吨。

目前产能利用率 50%，未来产能利用率持续提升。马来西亚分部原料主要来自马来西亚及新加坡，同时美国 metalico 子公司也提供部分原料，相较国内，马来西亚分布的原料供给十分充裕。我们预计公司 2017 年下半年将逐步提升马来西亚分部的产能利用率。

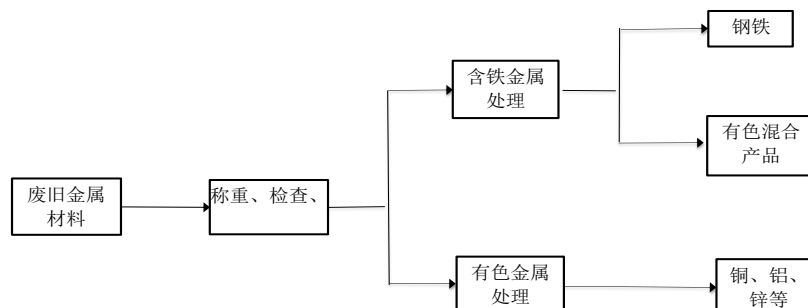
盈利方面，过去马来西亚分部盈利下滑主要受全球宏观经济影响，12-15 年，废铝原材料中的边角料铜、锌等资源价格持续下跌，这部分没有客户订单对冲，磨损了公司利润。随着铜、锌等边角料价格回暖，同时废铝原铝价差不断扩大，公司盈利能力将显著提升。

1.3 收购美国 Metalico——打造完备的废料回收体系

公司收购 Metalico，完善上下游布局。Metalico 公司是美国一家综合性再生资源回收处理企业。2016 年 7 月公司完成收购美国 Metalico 公司 100% 股权。Metalico 公司是美国东部废料回收区域龙头。目前公司金属回收产能 100 万吨/年，拥有回收网点及处理工厂约 27

家、员工约 500 人，年回收量约 50 万吨，在美国东部四州废料产生量约 250 万吨，公司市场占比约 25%，是区域龙头。

图 4：Metalico 公司业务流程

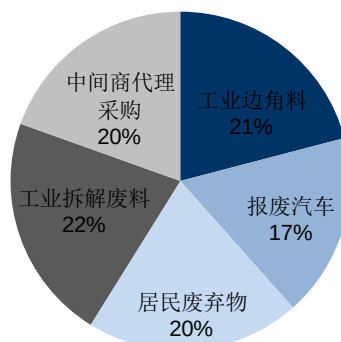


资料来源：Metalico 公告、申万宏源研究

区域回收渠道是公司的核心竞争力。Metalico 公司破碎处理厂周边大型钢铁厂密集，销售和回收成本优势明显。2016 年 Metalico 公司采购原料中自主回收占比为 80.5%，其中工业边角料 20.9%、报废汽车 17.5%、居民废弃物 20.4%、工业拆解废料 21.6%，其他 19.5% 是向中间代理商采购。

相比国内废料回收企业，Metalico 公司拥有更高的毛利率以及更稳定的原料供应。目前 Metalico 公司毛利率为 25%，未来随着开工率由目前的 50% 逐渐提升，毛利率有望达到 30%，而国内回收企业毛利率相对偏低，如格林美 2017 中报电子废弃物毛利率为 12.63%。同时国内由于报废汽车五大总成不允许销售给零件供应商再利用，导致单辆报废汽车回收价格仅为 800 元左右，原料供应有限且不稳定，而美国由于允许报废汽车零部件进行再利用，汽车回收价格高于国内，且销售渠道健全，Metalico 公司的经营稳定性和持续性远强于国内回收企业。

图 5：Metalico 公司原料来源



资料来源：Metalico 公告、申万宏源研究

此外，Metalico 公司拥有成熟的汽车回收中心，一般报废汽车周转期 2 个月，销售方式是公司统一拆解零部件进行销售或企业、个人客户自主上门拆解所需零部件，零部件拆解完后的整车将压块后由自己的破碎厂处理。

表 1：国内报废汽车政策变迁

时间	单位	政策	内容
2001. 06	国务院	《报废汽车回收管理办法》	规定汽车满足报废标准后，必须到公安部门注销车辆信息，并交由具有相关资质的企业回收拆解。报废汽车回收企业拆解的“五大总成”不得进行再制造，其他零件可以再造
2006. 02. 06	发改委、科技部、环保部	《汽车产品回收利用技术政策》	规划了报废汽车的回收利用进程
2008. 03	发改委	《汽车零部件再制造试点管理办法》	14 家企业试点五大总成再造，但只能再造本企业产品，不能从拆解厂回购，且再造产品不能上零售市场，只能进入售后。
2010. 07	国务院	《报废机动车回收拆解管理条例（征求意见稿）》	对拆解的发动机、方向机、变速器、前后桥、车架等机动车总成以及其他零部件，照国家规定能够用于再制造的，应当交给再制造企业；不能用于再制造的，当交给冶金企业作为冶炼原料。
2011. 09		《关于深化再制造试点工作的通知》	扩大再制造试点内容和范围，批准两批共 36 家企业
2013. 09	五部委	《再制造产品“以旧换再”试点实施方案》	以汽车发动机、变速箱等再制造产品为试点“以旧换再”，以后年度视实施情况逐步扩大试点范围。
2013. 12	商务部	《机动车强制报废标准规定》	规定了各类机动车的报废年限，所有人应当将机动车交给报废机动车回收拆解企业
2014. 09. 15	环境保护部	《关于印发 2014 年黄标车及老旧车淘汰工作实施方案的通知》	
2015. 06. 09	工业和信息化部	《汽车有害物质和可回收利用率管理要求》公告	对汽车行业 M1 类车辆中铅、汞、镉、六价铬、多溴联苯和多溴联苯醚 6 种有害物质使用的含量限值以及可再利用率、可回收利用率等方面提出了具体要求
2015. 09. 11	国家发改委联合工信部	《电动汽车动力电池回收利用技术政策（2015 年版）》征求意见稿	落实生产者责任延伸制度，电动汽车生产企业应承担电动汽车废旧动力电池回收利用的主要责任，动力电池生产企业应承担电动汽车生产企业售后服务体系之外的废旧动力电池回收利用的主要责任，梯级利用电池生产企业应承担梯级利用电池回收利用的主要责任，报废汽车回收拆解企业应负责回收报废汽车上的动力电池。
2015. 11	环保部、财政部、公安部、交通运输部、商务部	《关于全面推进黄标车淘汰工作的通知》	1、督促企业及时淘汰 2005 年底前注册登记的运营黄标车； 2、2015 年底前，各地公安机关交通管理部门、交通运输部门向环保部门提供 2005 年底前注册登记使用性质为运营的汽车的注销登记信息和公告作废机动车牌信息等。
2016. 09. 19	国务院	《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定（征求意见稿）》	规定拆解的报废汽车“五大总成”，可按照国务院报废汽车回收主管部门会同国务院循环经济发展综合管理部门制定的有关规定交给零部件再制造企业。

2017

《机动车强制报废
标准规定》

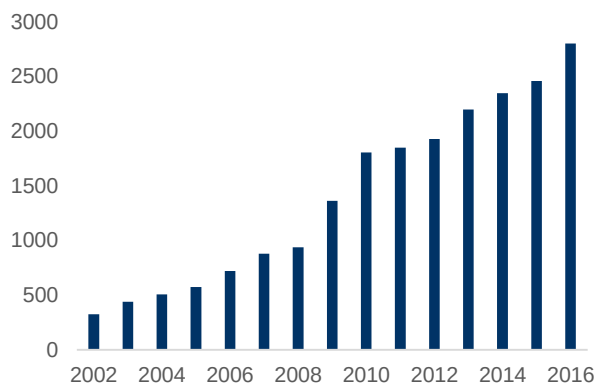
具体规定了各大类型机动车的强制报废年限

资料来源：各部委公告、申万宏源研究

未来随着中国报废汽车零部件销售的放开,公司有望将 Metalico 公司成熟的汽车拆解、工业废弃物回收处理、催化剂贵金属回收等先进再生资源回收模式及处理技术引入中国,这是公司中长期的一个看点!

我们预计中国报废汽车量未来将快速提升。中国汽车使用年限一般 10 年,在 2000 年-2010 年中国汽车销售量快速提升,这阶段快速提升的销量将在 2010 年以后逐渐报废,我们预计今年中国汽车报废量为 880 万辆,到 2020 年报废量将提升到 1850 万辆。

图 6: 中国汽车销量 (万辆)



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

图 7: 中国汽车报废量 (万辆)



资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

2020 年报废汽车回收市场空间将达到 800 亿。目前单辆报废汽车回收价值接近 3000 元,未来随着报废汽车“五大总成”可回收政策的放开,单车回收价值将大幅提升,保守估计单辆报废汽车回收价值 4342 元,国内 2020 年 1851 万辆报废汽车对应 803 亿市场价值。

表 2: 报废汽车收入计算

材料种类	平均重量 (kg)	占比	回收价值 (元)
废金属等	1000	78.35%	2590
废塑料玻璃	110	9.18%	270
可再生产零件	138	12.47%	1482
合计			4342

资料来源：中国产业信息网、申万宏源研究

表 3：中国报废汽车市场空间

年份	报废量（万辆）	总价值（亿元）
2017	879	382
2018	938	407
2019	1365	592
2020	1851	803

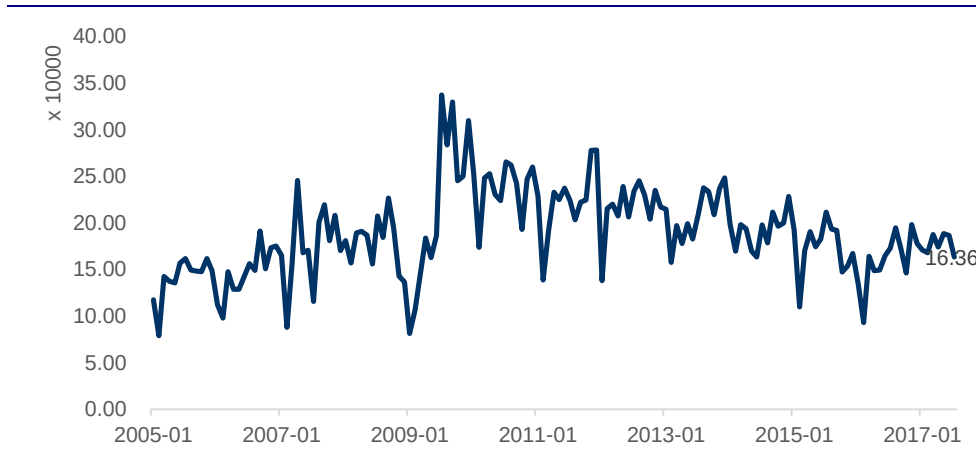
资料来源：申万宏源研究

2. 行业：限制洋垃圾进口+国内供给侧改革利好废铝龙头企业

2.1 国内废铝需求稳定增长

2016 年中国共进口废铝原料 192 万吨，占国内铝废料来源的 30%，2010 年是进口铝废料量的最高峰达到 285 万吨，但是随着 2011 年以来全球原铝供应持续过剩以及高库存压制，铝价持续下跌的同时废铝精铝价差不断被压缩，导致国内废铝回收企业利润被持续压缩，进而导致进口废铝量逐渐减少。

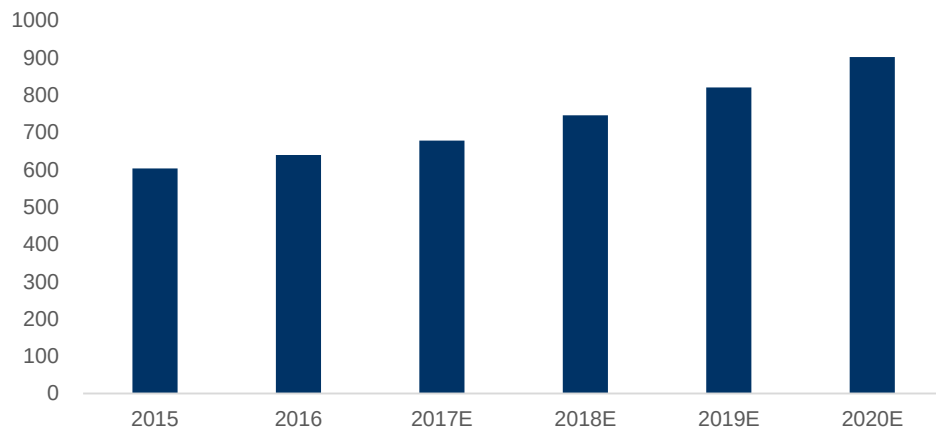
图 8：中国废铝进口量（万吨/月）



资料来源：海关总署、申万宏源研究

2016 年中国废铝产量 640 万吨，同比增长 6%。2016 年中国原铝供应 3249 万吨，铝总供应为 3889 万吨，废铝占比 16.5%。

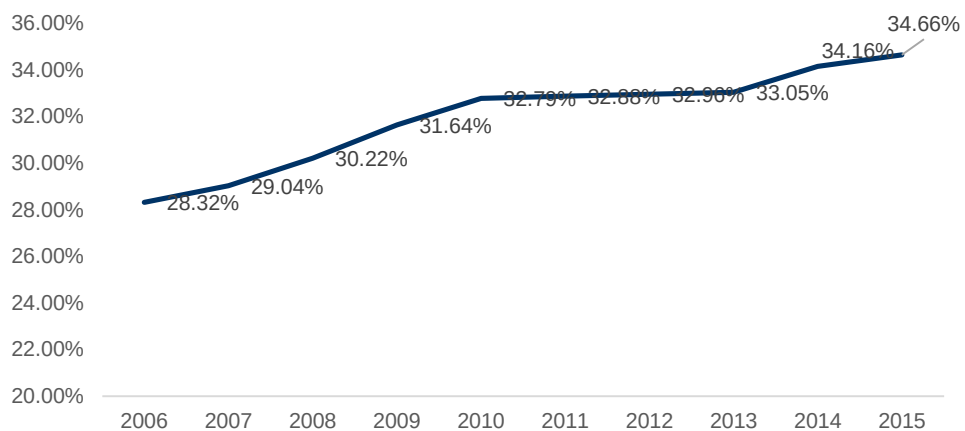
图 9：中国废铝年产量稳步增长（万吨）



资料来源：怡球资源 2016 年报、申万宏源研究

2006 年全球废铝占铝总供给比例为 28.32%，到 2015 年比例增长到 34.66%，中国废铝占铝供给比例为 16.5%，远低于全球平均水平，发达国家再生铝占比普遍高于 50%，其中日本在 2011 年再生铝占社会铝制品供应的比重已经达到 99.4%。

图 10：全球废铝占铝总供给比例逐年提升



资料来源：前瞻产业研究院、申万宏源研究

2.2 限制洋垃圾进口：预计公司成为少数能够进口废旧金属的企业

中国进口固体废物将被严格监管。2017 年 4 月 18 日，中央全面深化改革领导小组第三十四次会议，会议审议通过了《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》，会议指出，要以维护国家生态环境安全和人民群众身体健康为核心，完善固体废物进口管理制度，分行业分种类制定禁止固体废物进口的时间表，分批分类调整进口管

理目录，综合运用法律、经济、行政手段，大幅减少进口种类和数量。要加强固体废物回收利用管理，发展循环经济。

国内铝废料进口将受限，30%铝回收产能将受影响。我们预计关于废铝进口限制的政策征求意见稿会在年底出台，预计将由原来的多金属元素含量 80%以上准许进口修改为单一金属元素含量超过 90%以上准许进口，这会大大限制国内铝回收企业的原料来源；而怡球资源由于美国 Metalico 工厂存在能够提供纯度够高的废料，原料的自给在限制进口政策的帮助下，将完全成为未来企业的核心竞争力！

小型废铝企业加速淘汰，行业供给格局持续优化。目前国内废铝回收的最大障碍是缺乏完善的废料回收渠道，废铝回收企业没有充足稳定的原料来源，随着国家对进口铝废料的进一步限制，国内的废铝回收企业经营将遇到更大挑战，小的废铝回收企业很可能由于原料缺失及环保问题退出市场。

目前全国再生铝产能 1000 万吨，已有再生铝企业约为 2000 家，其中，生产规模在年产 1 万吨以上的再生铝企业只有 30 家左右，年产 10 万吨以上的只有怡球金属资源再生(中国)股份有限公司、上海新格等少数几家公司，其它的均为小型企业甚至家庭作坊。而发达国家从事再生金属回收利用的企业一般少则几家，至多不过几十家。

表 4：国内主要铝回收企业

再生铝企业	企业全称	当前产能	备注
怡球资源	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	64.4	
上海新格有色	上海新格有色金属有限公司	56.0	
云海金属	南京云海特种金属股份有限公司	28.5	
其中：南京云海本部		15.5	9 万吨铝合金 DC 棒材，其余为再生铝锭
台州云泽			
铝业		3.0	再生铝锭
运城永济			
云海		10.0	4 万吨铝合金 DC 棒材，其余为再生铝锭
顺博合金	重庆顺博铝合金股份有限公司	32.5	江苏溧阳年产 10 万吨产能的生产基地正在建设，18 年投产。
其中：重庆合川		20.0	
重庆涪陵		3.0	
广州清远		9.5	
			30 万吨再生铝锭项目厂房建设接近尾声，17 年 10 月份投产
博远金属	浙江兰溪博远金属有限公司	15.0	
大正铝业	肇庆大正铝业有限公司	30.0	
隆达铝业	保定隆达铝业有限公司	30.0	隆达铝业隶属于立中集团
鸿劲铝业	南通鸿劲金属铝业有限公司	3.9	再生铝锭产能 3.9 万吨
万泰铝业	浙江万泰铝业有限公司	10.0	2012 年产能 10 万吨

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2.3 电解铝供改：原铝供给受压制，废铝需求被动提升

四部委联合整治电解铝违规产能。2017年4月12日，国家发展改革委、工业和信息化部、国土资源部和环境保护部四部委联合发布《清理整顿电解铝行业违法违规项目专项行动工作方案》，力争全面完成电解铝违法违规项目清理整顿工作，电解铝供给侧改革将分为四个阶段：企业自查阶段，时间截至2017年5月15日；地方核查阶段，截至6月30日；专项抽查阶段，截至9月15日；督促整改阶段，截至10月15日。

冬季取暖季2+26城市关停30%产能，影响年产量130万吨。2017年3月23日，环境保护部会同京津冀及周边地区大气污染防治协作小组及有关单位制定《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》，各地采暖季电解铝厂限产30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产50%以上，以生产线计。取暖季涉及关停产能约1300万吨，关停30%，北方取暖季4个月（1月、2月、11月、12月），每年“2+26政策”影响的电解铝实际产量为130万吨。

全国总计减产323.9万吨，仍有92万吨待减产。百川资讯数据显示，截止2017年8月17日全国累计落实减产产能231.9万吨，待落实减产产能92万吨，总计共减产323.9万吨。

表 5：减产情况

电解铝企业	已落实减产量 (万吨)	待落实减产量 (万吨)	总减产量 (万吨)	备注
魏桥铝电（集团）	93	37	130	130万吨包括25万吨240KA槽型；68万吨320KA槽型；37万吨或将减产但未明确
内蒙古锦联铝材有限公司	10	15	25	
信发集团（山东）	53	0	53	
新疆嘉润资源控股有限公司	20	0	20	
新疆东方希望有色金属有限公司	40	40	80	
其他	15.9	0	15.9	
总计	231.9	92	323.9	

资料来源：百川资讯、申万宏源研究

今年国内累计复产111.8万吨。百川资讯数据显示，截止2017年8月17日全国累计复产产能111.8万吨，待复产产能84.2万吨，预计年内还可以复产44.5万吨。

表 6：复产情况

电解铝企业	已落实复产量(万吨)	待落实复产量(万吨)	总复产量(万吨)	备注
广西信发铝电有限公司	0	11	11	拟复产 11 万吨, 开始做复产准备
云南东源煤业集团曲靖铝业有限公司	15.7	1.5	17.2	预期年内还可复产 1.5 万吨, 9 月份投产
广西百色银海铝业有限公司	10	5	15	预期年内还可复产 5 万吨, 9 月份达产
兴仁县登高铝业有限公司				已购部分指标, 开始准备复产
青海百和再生铝业有限公司				正在修槽, 下一步待定
其他	86.1	66.7	152.8	
总计	111.8	84.2	196	

资料来源：百川资讯、申万宏源研究

百川资讯数据显示, 截止 2017 年 8 月 17 日全国已投产新产能 262.7 万吨, 待投产新产能 399.8 万吨。预计年内还可投产 267.5 万吨。

表 7：新投产情况

电解铝企业	已投产新增产能(万吨)	待投产新增产能(万吨)	新增产能合计(万吨)	
内蒙古华云新材料有限公司	28	28	56	待投产 28 万吨预期年内投产完成
贵州华仁铝业有限公司				公司即将建成, 初定 8 月 28 日通电投产
内蒙古创源金属有限公司				已购约 30 万吨指标
营口忠旺铝业有限公司				产能已经形成, 投产时间暂定
内蒙古锦联铝材有限公司	36.5	16.5	53	待投产 16.5 万吨年内可投产, 但新产能受到政策影响, 暂难增产
广西苏源投资股份有限公司	8.5	0	8.5	百矿放弃收购, 年内难以增产
兴仁县登高铝业有限公司				被批“未批先擅自建设”企业, 复产存疑
遵义铝业股份有限公司				接近达产
广西来宾银海铝业有限公司	0	25	25	新产能 25 万吨, 在建, 初拟 11 月投产
兴仁县政府与青州电力合作项目				指标问题影响其建设进度, 年内难形成产能
德保高性能铝型材有限公司	0	10	10	在建, 年底部分建成, 可投产 10 万吨
其他	189.7	320.3	510	
总计	262.7	399.8	662.5	

资料来源：百川资讯、申万宏源研究

长期看电解铝供给侧改革将压制原铝供给，供应过剩逐渐缩窄，铝价中枢不断上行。解铝需求明年预计仍将维持 7% 增长，明年新投产 137.1 万吨以及复产 39.7 万吨均按照一半产量计算，由此得出明年国内电解铝总供给为 3903 万吨，过剩 67 万吨，2019 年随着需求稳步提升，供给端仍然受限，预计国内电解铝供需将趋于平衡，未来铝价中枢将不断上行。

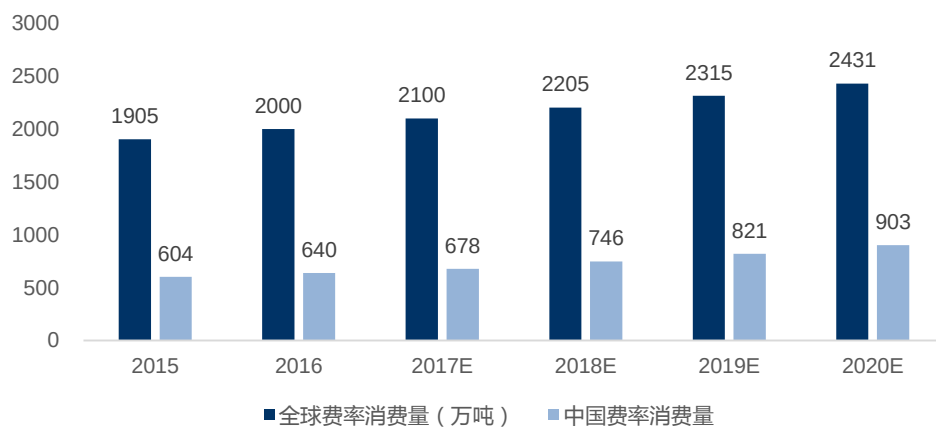
表 8：中国电解铝供需平衡表

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
国内电解铝产量（万吨）	2353	2653	2832	3167	3248	3716	3903	4051
国内电解铝需求量（万吨）	2295	2662	2807	3131	3348	3585	3836	4066
净进口量（万吨）	39	26	17	12	11	11	0	10
国内供需平衡情况	98	17	42	48	-89	142	67	-5

资料来源：百川资讯、申万宏源研究

原铝供给受压制、废铝需求被动提升。电解铝供给侧改革以及取暖季限产都将限制原铝的有效供给，同时提高原铝价格中枢上移，进而导致废铝需求被动增加。中国 2016 年度废铝需求 640 万吨，同比增长 6%，预计 2017 年以后废铝需求增速将快速提高，我们预计 2017 年度废铝需求增速 6%，而 2018-2020 年国内废铝需求复合增速预计将达到 10%，至 2020 年，国内年度废铝总需求将达到 903 万吨。

图 11：全球废铝消费量稳定增长



资料来源：怡球资源 2016 年报、申万宏源研究

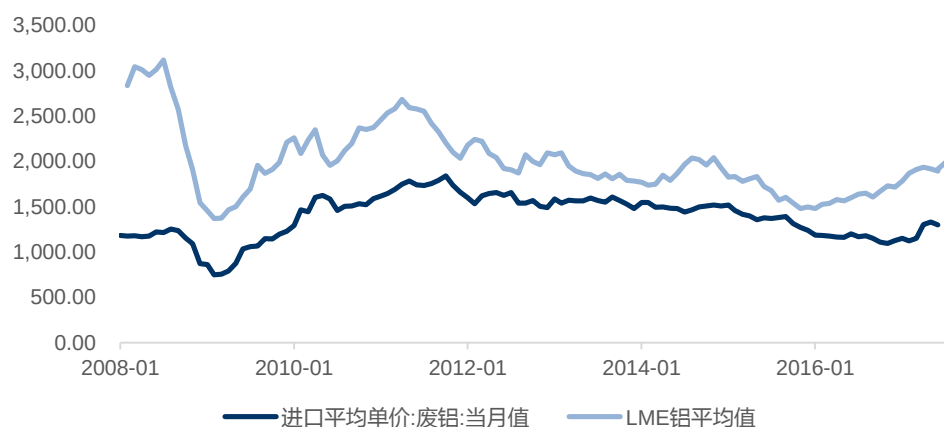
3. 盈利分拆：短期看产能利用率上升，长期看国内外资源整合协同

3.1 盈利模式：赚取废铝精铝价差，铝价波动影响有限

公司是类加工费的盈利模式。公司盈利来自废铝精铝价差，一般情况下废铝回收价格与精铝价格走势相关，即废铝精铝价差相对铝价波动比较稳定，公司盈利模式类似铝加工的加工费模式，受铝价波动影响较小。

2 个月铝价波动 1000 元/吨对应库存收益变动 1900 万元。一般铝回收周期两个月，两个月内铝价波动导致库存收益变动将在短期影响公司利润，我们预计今年公司回收铝合金锭 35.4 万吨，对应两个月产量 5.9 万吨，单吨铝价波动 1000 元对应库存收益变动 1900 万（假设价格缓慢变动，原料采购及产品销售量稳定）。

图 12：废铝原铝价差（美元/吨）



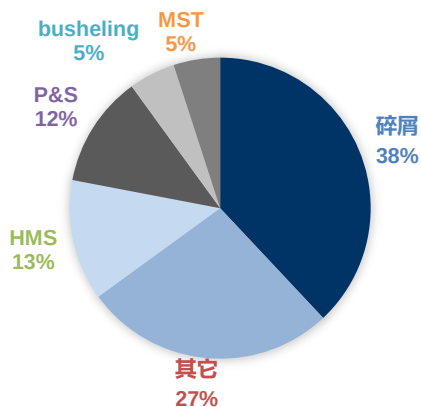
资料来源：Wind、申万宏源研究

3.2 Metalico：盈亏平衡点 1900 万美元/月，2017 年预计开始盈利

Metalico 公司增加三条浮选线，提高废铝回收量，保障原料供应。三条浮选线将于 2018 年初投产，Metalico 将废料精细化分选，以满足中国对废料进口的环保要求，而且 Metalico 公司的产能利用率也会得到很大的提高，废料的分类更加精细，可以使公司的原料供应得以保障。浮选线建成后公司将成为首家全球性再生铝回收+处理+利用的一体化企业，不仅获得了产业链上 100% 的盈利，还避免了中间环节的损耗；同时还使公司与 Metalico 的资产周转效率得到了大幅提升，产业链整体的盈利能力将提升，经营模式得到优化及升级，生产成本大幅降低。

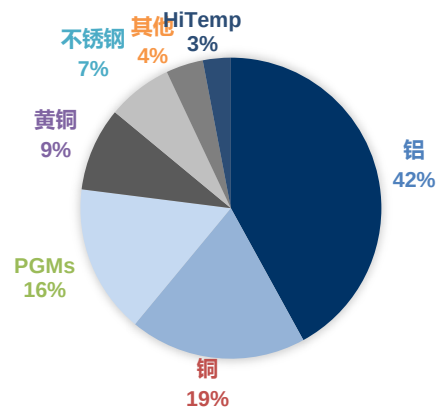
2016 年盈利开始反转，盈亏平衡点是 1900 万美元/月。Metalico 并入上市公司之后，2016 年公司实现营业收入 2.15 亿美元，实现净利润 39 万美元，同比扭亏为盈。2016 年公司再生金属回收总量为 51.3 万吨，其中有色 5.98 万吨，1.45 万吨给怡球资源。2017 年 1 月以来 Metalico 公司每月营业收入达到 2400 万美元/月，目前毛利率水平为 22%，随着开工率提升，未来公司毛利率将逐渐提高至 30%。由于过去五年公司亏损，未来 2000 万美元以下盈利不需要缴税。

图 13：钢铁部分盈利分布



资料来源：Metalico、申万宏源研究

图 14：有色金属部分盈利分布



资料来源：Metalico、申万宏源研究

3.3 苏州和马来西亚：2017 和 2018 年主要利润增量来源

苏州太仓分部和马来西亚分部盈利能力显著提升。苏州太仓分部和马来西亚分部目前开工率均为 50%，随着公司下游客户需求上升以及公司原料供应充足，下半年苏州和马来西亚产能利用率将逐步提升，今年总体铝回收产能利用率预计为 55%，预计 2017 年毛利率提升到 11.5%（2016 年为 8.5%），对应毛利提升为 5.61 亿。未来随着公司产能利用率持续提升，公司苏州太仓分部和马来西亚分部的毛利将显著提升，我们预计 2018-2019 年毛利分别达 7.2 亿、8.33 亿。

表 9：苏州、马来西亚产能利用率持续提升

		2016	2017E	2018E	2019E
苏州	产能（万吨）	37.44	37.44	37.44	37.44
	开工率	40%	55%	65%	75%
	产量（万吨）	14.98	20.59	24.34	28.08
	产能（万吨）	26.98	26.98	26.98	26.98
马来西亚	开工率	37%	55%	65%	75%
	产量（万吨）	9.85	14.84	17.54	20.24
	产能（万吨）	64.42	64.42	64.42	64.42
	开工率	39%	55%	65%	75%
总计	产量（万吨）	24.82	35.43	41.87	48.32

边角料	产量	4.44	7.09	8.37	9.66
	铝锭价格 (万/吨)	1.04	1.04	1.20	1.22
	铝合金锭价格 (万/吨)	1.15	1.15	1.33	1.35
	铝废料单吨成本 (万/吨)	0.84	0.84	0.96	0.98
	边角料价格 (万/吨)	0.25	0.25	0.29	0.30
	营业收入 (百万元)	3038	3038	4906	5922
	营业成本 (百万元)	2780	4342	5202	6096
	毛利 (百万元)	258	563	720	833
	毛利率	8%	11%	12%	12%

资料来源：申万宏源研究

4. 估值及投资建议：

下半年公司苏州分部及马来西亚分部由于原料充足、客户需求增多，产能利用率将快速提升，同时美国子公司由于资金周转情况持续好转，产能利用率也将显著提升，同时明年美国分部铝废料生产线投产后将大幅提升公司原料供给能力及降低原料成本，基于以上几点，我们预计 2017-2019 年公司归母净利润分别为 4.84 亿、7.02 亿、8.19 亿，对应净利润增速 1772.6%、45.1%、16.6%，剔除今年由于同比低基数的高速增长，未来两年公司净利润复合增速 30%。对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.24 元、0.35 元、0.40 元，对应 2017-2019 年 PE 分别为 21 倍、14 倍、12 倍。怡球资源可比公司 2018 年平均 PE22 倍，同时考虑到公司未来两年利润复合增速 30%，且公司是可比公司中唯一同时受益限制铝废料进口以及电解铝供给侧改革的标的，未来利润增速更加确定，且长期具有成长属性，因此给予 2018 年目标 PE20 倍，目标价 7.0 元，对应最新股价有 40%空间，首次覆盖给予买入评级。

表 10：怡球资源可比公司估值对比（云铝股份、中孚实业来自 wind 一致预期）

代码	名称	股价	EPS				PE	
		2017/9/7	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
601388. SH	怡球资源	4.98	0.01	0.24	0.35	498.00	20.86	14.37
601677. SH	明泰铝业	14.06	0.59	0.83	1.12	23.83	16.94	12.55
002540. SZ	亚太科技	7.21	0.29	0.36	0.44	24.86	20.03	16.39
600219. SH	南山铝业	4.04	0.14	0.18	0.21	28.86	22.44	18.97
000807. SZ	云铝股份	12.98	0.05	0.27	0.38	259.60	48.07	34.16
600595. SH	中孚实业	7.20	0.03	0.19	0.28	240.00	37.89	25.71

资料来源：申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,490	3,767	6,818	7,944	9,178
铝合金锭	3,239	2,877	4,699	5,673	6,637
废料	241	720	1,903	2,012	2,240
边角料	11	161	206	249	292
其他	0	9	9	9	9
A	-	-	-	-	-
营业总成本	3,506	3,789	6,299	7,107	8,179
营业成本	3,261	3,463	5,834	6,617	7,671
铝合金锭	3,002	2,615	4,139	4,956	5,807
废料	251	676	1,485	1,409	1,568
边角料	7	166	204	246	289
A	-	-	-	-	-
其他	0	7	7	7	7
营业税金及附加	1	5	9	10	12
销售费用	38	36	68	71	83
管理费用	114	169	307	318	321
财务费用	57	82	87	90	93
资产减值损失	35	34	-5	0	0
公允价值变动损益	-7	16	0	0	0
投资收益	50	13	69	33	40
营业利润	27	7	588	870	1,038
营业外收支	1	10	0	0	0
利润总额	28	17	588	870	1,038
所得税	19	-8	104	167	220
净利润	10	26	484	702	819
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	10	26	484	702	819

资料来源：申万宏源研究

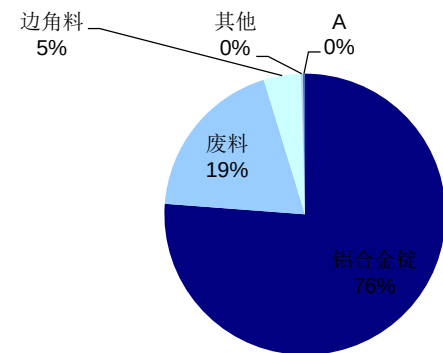
合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,757	3,118	4,314	4,811	5,410
现金及等价物	1,238	877	886	959	1,037
应收款项	474	848	1,354	1,556	1,777
存货净额	796	980	1,660	1,883	2,182
其他流动资产	248	414	414	414	414
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	584	1,041	973	906	836
无形资产及其他资产	278	335	324	313	302
资产总计	3,619	4,494	5,611	6,030	6,548
流动负债	1,371	1,767	2,382	2,593	3,057
短期借款	1,268	1,534	2,036	2,209	2,623
应付款项	96	165	278	315	365
其它流动负债	0	2	2	2	2
非流动负债	137	545	604	682	747
负债合计	1,509	2,312	2,986	3,275	3,804
股本	533	2,025	2,025	2,025	2,025
资本公积	1,111	101	91	91	91
盈余公积	95	95	95	95	95
未分配利润	589	135	588	718	707
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	2,110	2,182	2,830	2,960	2,949

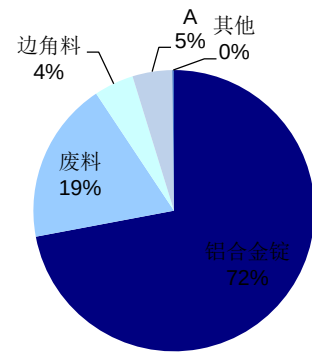
关键假设 (吨)

	2016	2017E	2018E	2019E
铝合金锭	250290.00	354310.00	418730.00	483150.00
废料	215264.00	500000.00	600000.00	700000.00
边角料	44378.00	70862.00	83746.00	96630.00
收入结构	-	-	-	-

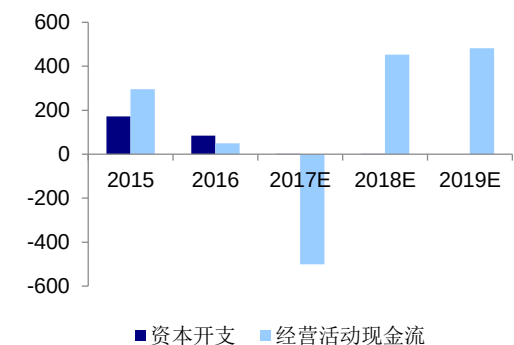
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



负债和股东权益合计	3,619	4,494	5,816	6,235	6,752
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	10	26	484	702	819
加：折旧摊销减值	96	151	75	81	81
财务费用	75	88	87	90	93
非经营损失	-44	-49	-69	-33	-40
营运资本变动	158	-162	-1,068	-388	-470
其它	0	0	-10	0	0
经营活动现金流	295	49	-501	452	482
资本开支	172	85	2	2	0
其它投资现金流	450	-208	94	29	34
投资活动现金流	278	-928	92	27	34
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	-70	537	561	252	479
支付股利、利息	47	42	117	662	923
其它融资现金流	64	-2	0	0	0
融资活动现金流	-53	493	443	-411	-444
净现金流	501	-395	35	69	72

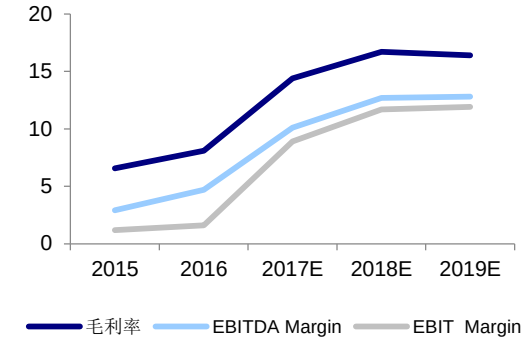
资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

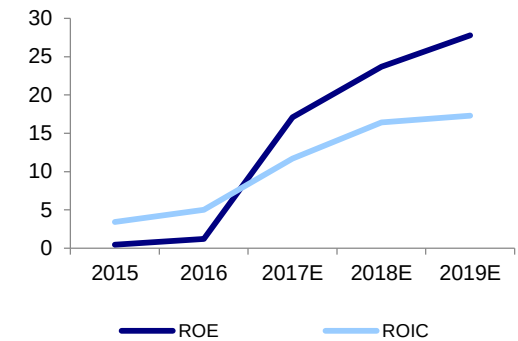
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.00	0.01	0.24	0.35	0.40
每股经营现金流	0.15	0.02	-0.25	0.22	0.24
每股红利	0.02	0.01	0.02	0.28	0.41
每股净资产	1.04	1.08	1.40	1.46	1.46
关键运营指标(%)					
ROIC	3.4	5.0	11.7	16.4	17.3
ROE	0.5	1.2	17.1	23.7	27.8
毛利率	6.6	8.1	14.4	16.7	16.4
EBITDA Margin	2.9	4.7	10.1	12.7	12.8
EBIT Margin	1.2	1.6	8.9	11.7	11.9
收入同比增长	-19.1	7.9	81.0	16.5	15.5
净利润同比增长	-67.6	165.1	1772.6	45.1	16.6
资产负债率	41.7	51.4	53.2	54.3	58.1
净资产周转率	1.65	1.73	2.41	2.68	3.11
总资产周转率	0.96	0.84	1.22	1.32	1.40
有效税率	-87.1	-183.3	20.0	20.0	22.0
股息率	0.4	0.3	0.3	5.7	8.2
估值指标(倍)					
P/E	1034.5	390.2	20.8	14.4	12.3
P/B	4.8	4.6	3.6	3.4	3.4
EV/Sale	2.9	3.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	100.5	63.9	17.3	11.9	10.6

资料来源：申万宏源研究

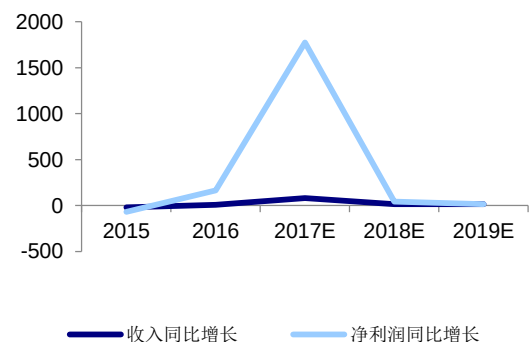
经营利润率(%)



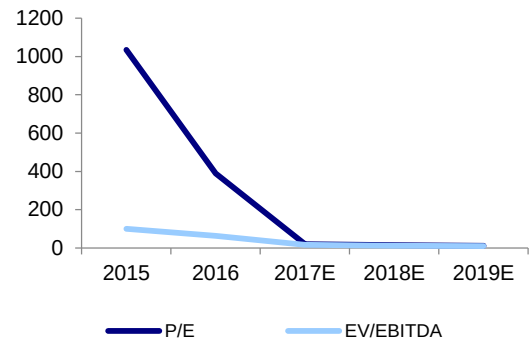
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。