

# 工业金属

## 忠旺借壳上市持续推进，铝加工龙头有望登录 A 股

### 忠旺集团借壳上市稳步推进

根据中房股份 2018 年 6 月公告，中房股份拟以其持有的新疆中房 100% 股权作为置出资产，与忠旺精制持有的忠旺集团 100% 股权中的等值部分进行置换。置出资产作价 2 亿元，置入资产作价 282 亿元，差额部分由公司 7.12 元/股向忠旺精制发行 39.33 亿股进行购买。

若本次交易顺利完成，忠旺精制成为上市公司的控股股东，刘忠田将成为上市公司的实际控制人，忠旺集团将实现借壳上市，目前本次交易尚需取得证监会和商务部门的核准和备案。

### 置入资产忠旺集团为全球领先的铝加工龙头企业

忠旺集团是香港忠旺控股（01333.HK）的全资子公司，是全球领先的铝挤压型材制造商。规模上，根据安泰科数据，2016 年忠旺集团铝挤压产量居亚洲第一，全球第二。盈利水平上，忠旺集团以附加值较高的工业铝挤压产品为主，毛利率远高于国内铝型材行业平均值。忠旺集团有着优异的盈利能力，2015-2017 年分别实现归母净利润 24.9 亿元，31 亿元和 36.6 亿元，未来业绩有望随着新增产能投放而继续提高。

### 高端工业铝挤压材需求不断提升

目前中国铝挤压产品生产主要集中在中低端产品，中低端铝挤压产品市场由于竞争激烈，毛利率逐年下降。与此同时，高端工业铝挤压产品毛利率较高，市场前景广阔，产品需求不断提升。

忠旺集团顺应行业趋势，大力发展高毛利率水平的工业铝挤压产品。目前忠旺集团是国内为数不多拥有规模化生产高端工业铝挤压产品的公司，未来有望受益于行业发展趋势，进一步扩大公司全球竞争力。

### 若资产重组成功过会，中房股份建议关注

中房股份本身房地产开发业务已经处于停滞状态，此次重组拟置入的忠旺集团若成功注入，将对公司盈利能力产生较大影响。根据业绩承诺数据，忠旺集团 2018-2020 归母净利润将不低于 42 亿、48 亿和 50 亿元。若资产重组顺利过会，我们建议对公司进行关注。

**风险提示：**资产重组无法顺利完成的，贸易争端影响置入资产盈利能力的，置入资产未来产品销售产量和价格不及预期的风险

证券研究报告

2018 年 09 月 26 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**杨诚笑** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517020002  
 yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110516110003  
 sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517030003  
 tianyuan@tfzq.com

**王小芑** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110517060003  
 wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110518080005  
 tianqingzheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《工业金属-行业点评:美铝西澳工厂罢工，全球氧化铝价格有望抬升》 2018-08-09
- 《工业金属-行业点评:工信部定调产能置换方案与时间表，继续看好电解铝》 2018-01-17
- 《工业金属-行业研究简报:重视一季度铜铝锌板块行情，重点公司弹性汇总》 2018-01-02

根据中房股份 2018 年 6 月发布的公告，公司拟通过重大资产置换和发行股份的方式购买忠旺集团 100% 股权。若交易顺利完成，忠旺精制将成为公司控股股东，忠旺集团将实现借壳上市。中房股份将转型为以铝挤压型材为主营业务的龙头公司。

## 1. 忠旺集团借壳上市稳步推进

### 1.1. 中房股份资产置换和发行股份的方式进行重组

根据中房股份于 2018 年 6 月发布的公告，公司拟以其持有的新疆中房 100% 股权作为置出资产，与忠旺精制持有的忠旺集团 100% 股权中的等值部分进行置换。置出资产作价 2 亿元，置入资产作价 282 亿元，差额部分由公司 7.12 元/股向忠旺精制发行 39.33 亿股进行购买。

若本次交易顺利完成，忠旺精制将持有上市公司 39.33 亿股份，持股比例达 87.16%，忠旺精制成为上市公司的控股股东，刘忠田将成为上市公司的实际控制人。目前本次交易尚需取得证监会和商务部门的核准和备案。

表 1: 若交易完成，忠旺精制将成为公司控股股东

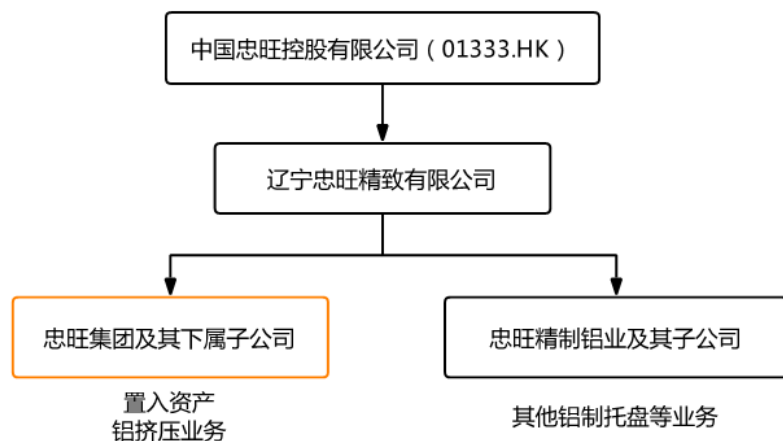
股东名称	交易前		交易后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
嘉益投资	112,782,809	19%	112,782,809	3%
天津中维	64,961,700	11%	64,961,700	1%
<b>忠旺精制</b>	-	-	<b>3,932,584,269</b>	<b>87%</b>
其他股东	401,450,416	69%	401,450,416	9%
合计	579,194,925	100%	4,511,779,194	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 重组后中房股份转型为铝挤压材生产公司

此次重组拟置入的资产忠旺集团为中国忠旺控股（01333.HK）子公司。2016 年，为了借壳上市顺利进行，忠旺内部进行了内部重组。忠旺精制将铝挤压业务保留在忠旺集团，将除了铝挤压业务外的铝制托盘及铝运输组件业务的资产（含相关无形资产）作价 6.73 亿元剥离至忠旺精制深加工及其子公司。忠旺集团注入后，公司主营业务将以铝挤压业务为主。

图 1: 拟将忠旺集团铝挤压业务注入



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 忠旺集团—全球铝加工龙头企业

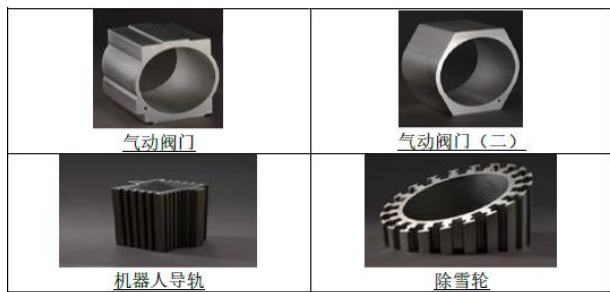
此次资产重组中，拟置入的忠旺集团为全球领先的铝加工龙头企业。规模上，根据安泰科数据，2016年忠旺集团铝挤压产量居亚洲第一，全球第二。盈利水平上，忠旺集团以附加值较高的工业铝挤压产品为主，毛利率远高于国内铝型材行业平均值。忠旺集团有着优异的盈利能力，2015-2017年分别实现归母净利润24.9亿元，31亿元和36.6亿元，公司未来业绩有望随着新增产能投放而继续提高。

### 2.1. 以铝挤压型材产品为主的龙头企业

忠旺集团是香港忠旺控股（01333.HK）的全资子公司，是全球领先的工业铝型材研发制造商。2016年，忠旺进行了内部重组，集团将铝制托盘及铝运输组件业务的资产（含相关无形资产）作价6.7亿元剥离至忠旺精深加工及其子公司，忠旺集团将主要从事铝挤压业务。

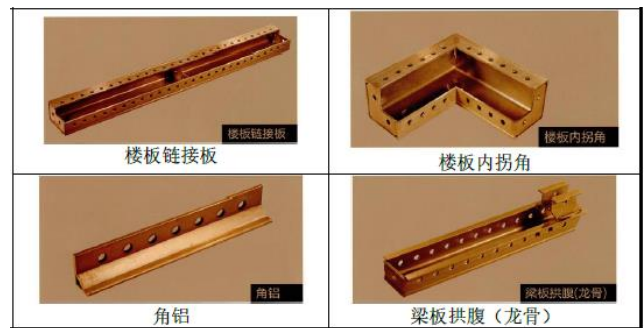
忠旺集团目前主要包括工业铝挤压型材业务、铝合金模板业务、建筑铝挤压产品业务和铝锭及铝合金棒业务。公司产品广泛应用于交运、电力工程、机械设备、建筑施工等领域。

图 2：公司铝挤压型材产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司铝合金模板产品。



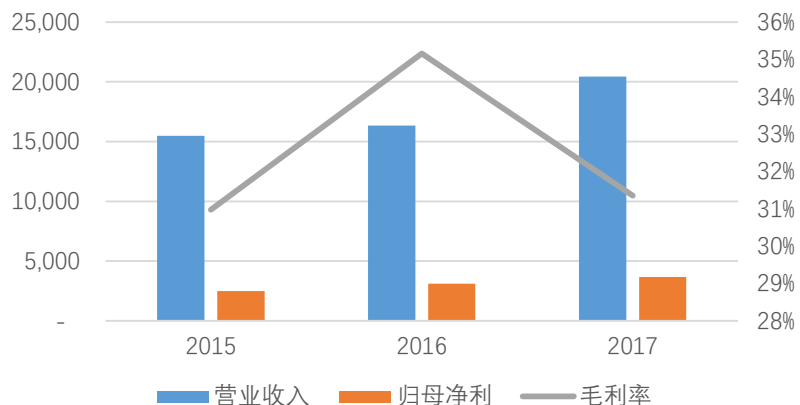
资料来源：公司公告，天风证券研究所

忠旺集团在规模和技术上都具有强有力的竞争优势。忠旺集团目前具有铝挤压业务设计产能100万吨/年，引进了来自日本和德国等地的高端先进生产设备，拥有超过90条铝挤压生产线，包括22条75MN及以上大型铝挤压生产线（含1条225MN超大型铝挤压生产线、4条125MN特大型铝挤压生产线）。大型铝挤压生产线可以有效节约生产成本，为研发生产高精度、高复杂程度产品提供基础。

### 2.2. 业绩稳步增长，高附加值铝合金模板业务逐渐发力

忠旺集团以铝挤压材为主营业务，过去三年营业收入和利润都实现稳步增长。2017年，忠旺集团实现营业收入204.37亿元，同比增长25.2%；实现归母净利润36.64亿元，同比增长18.4%。

图 4：忠旺集团营收利润稳步增长（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

忠旺集团的业绩增长的主要原因之一来自于业务结构的调整。忠旺集团采用“铝锭价格+加工费”的方式确定销售价格，2016年以来，忠旺集团开始布局加工费更高，毛利率更高的铝合金模板业务，公司盈利能力不断提升。

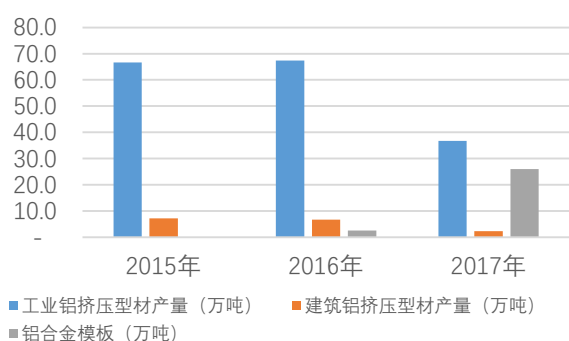
表 2：铝合金模板业务加工费较高（单位：元/吨）

	2015	2016	2017
工业铝挤压型材	10,679	9,910	10,023
铝合金模板	-	21,988	21,963
建筑铝挤压产品	4,449	4,840	4,491

资料来源：公司公告，天风证券研究所

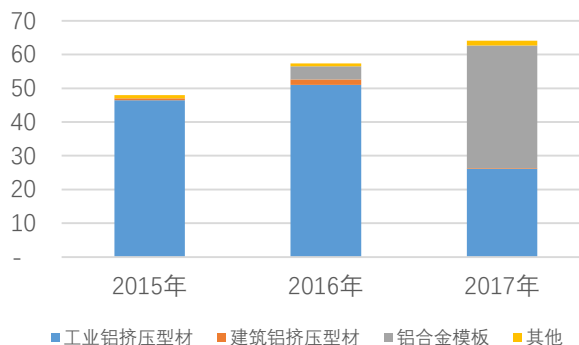
2015-2017 年间,工业铝挤压型材和建筑铝挤压型材的产量和对毛利贡献占比都有所降低,而盈利能力更强的铝合金模板产量和利润贡献占比逐渐提升。

图 5：忠旺集团铝合金模板产量大幅提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：忠旺集团毛利构成情况（单位：亿元）

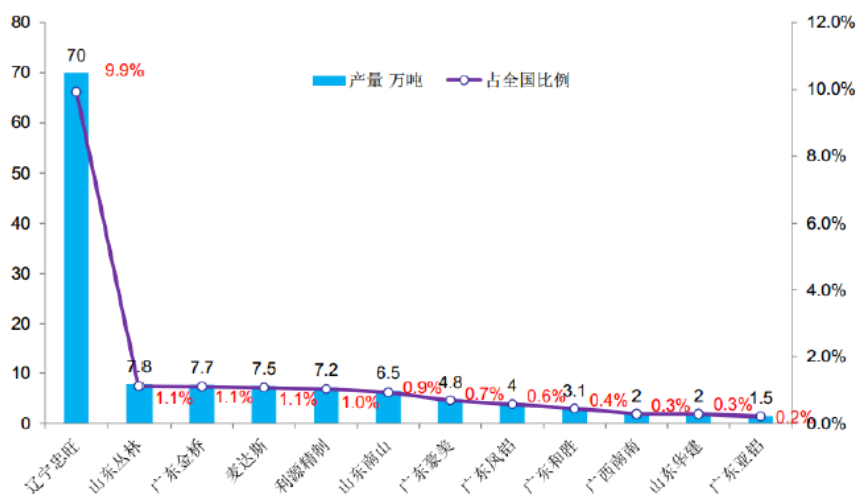


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从规模上看，截止 2016 年忠旺集团铝挤压产品排名亚洲第一，全球第二。在国内同行业中，2016 年忠旺铝挤压材产量占绝对优势，市占率达到 9.9%，行业第二名的铝挤压材市占率仅为 1.1%，行业第二名至第十名铝挤压材产量市场占比合计仅为 7.2%。

图 7：忠旺集团铝挤压材市占率高居前列

2016 年中国主要工业铝挤压材生产商产量市场占比情况



资料来源：安泰科，天风证券研究所

从盈利水平来看，公司所生产的铝挤压材附加值相对较高，公司 2015-2017 年的毛利率大幅高于行业内铝型材公司平均水平。

表 3: 忠旺集团毛利率高于国内铝型材公司平均水平

公司名称	2015	2016	2017
利源精制	35.77%	37.15%	33.25%
南山铝业	12.93%	22.66%	22.58%
亚太科技	22.85%	23.66%	20.53%
平均值	23.85%	27.82%	25.45%
忠旺集团	30.87%	35.05%	31.22%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

### 2.3. 继续完善产品种类、扩大产能，未来业绩有望继续提升

忠旺集团在现有产品结构和产能基础上，不断根据市场需求完善产品种类、扩大产能，忠旺集团目前在建新增项目情况包括 1. “年产 60 万吨高强度、大断面工业铝挤压产品”项目。2. 集团扩增产能。3. 营口忠旺高精铝及加工材项目。项目顺利完成后，忠旺集团业绩有望继续增长。

### 2.4. 相关业绩承诺

在此次资产重组中，根据最新更新的利润补偿协议：若本次重大资产重组的资产过户实施完毕日在 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日之间，则忠旺集团在 2016 年度、2017 年度、2018 年度、2019 年度和 2020 年度预测实现的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别为 28 亿元、35 亿元、42 亿元、48 亿元和 50 亿元，若实际利润低于承诺利润，忠旺精制应当在本次重组中获得的对价股份进行补偿，不足部分以现金进行补偿。

## 3. 高端铝工业挤压型材需求不断提升

铝具有质量轻、防锈蚀、导电性能和热传输性能卓越等特点，在加入其它金属成为铝合金后更有高强度、高韧性的优势，铝加工产品广泛应用于交通运输、电力工程、机械设备及基础建设等领域。随着我国经济不断发展，国民经济结构不断改善。铝加工材应用范围不断扩大，需求量不断提升。

顺应市场需求，中国铝加工材产量近年来稳步增长。根据安泰科数据，铝加工材产量 2016 年达到 3520 万吨，同比增长 8.3%；2017 年产量达到 3820 万吨，同比增长 8.5%。预计 2018 年度仍将持续增长，产量预计可达 4031 万吨。

铝挤压产品是中国铝加工材市场中占比最大的板块，2017 年铝挤压产品产量为 1950 万吨，占铝加工材总产量的 51%。安泰科预计，2018 年铝挤压产品产量将达到 2030 万吨，同比增长 4.1%。

表 4: 中国铝加工材产量稳步增长 (单位:万吨)

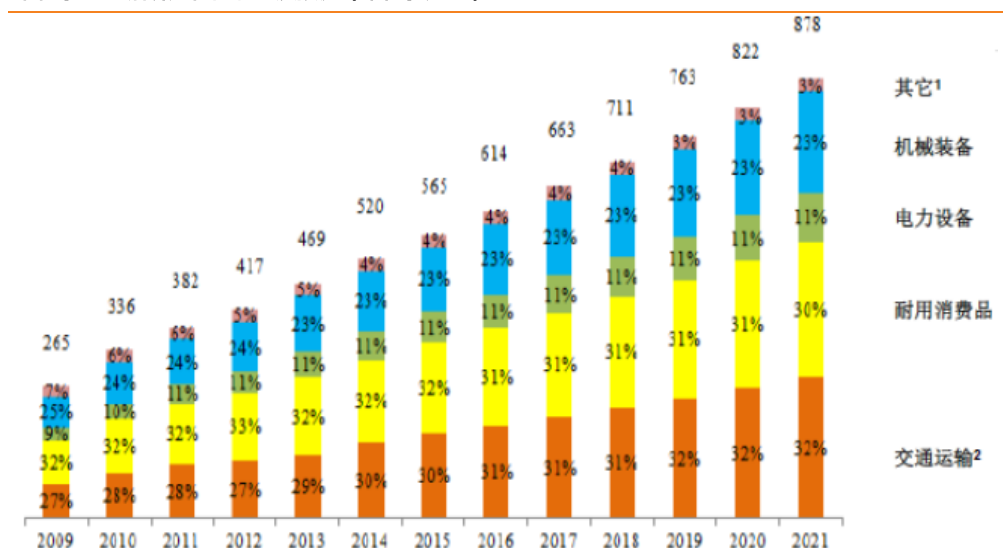
	2016	2017	2018E
中国铝加工材产量	3520	3820	4031
铝加工材产量增长率	8.30%	8.50%	5.52%
中国铝挤压材产量	1855	1950	2030
铝挤压材产量增长率	7.85%	5.12%	4.10%

资料来源: 安泰科, 天风证券研究所

铝挤压产品分为工业铝挤压产品和建筑铝挤压产品，其中工业铝挤压产品通常用于先进工业领域和高端消费领域，附加值较高。建筑铝挤压产品附加值较低。目前中国铝挤压产品生产主要集中在中低端产品，中低端铝挤压产品市场由于竞争激烈，毛利率逐年下降。与此同时，高端工业铝挤压产品毛利率较高，市场前景广阔。国内只有忠旺等少数几家公司拥有规模化生产高端工业铝挤压产品的能力。

根据安泰科的统计，2017 年工业铝挤压产品需求量为 663 万吨，2018 年和 2019 年需求量有望达到 711 万吨和 763 万吨，需求增速分别为 7.24%和 7.31%。

图 8：工业铝挤压材需求量及预测（单位：万吨）



资料来源：安泰科，天风证券研究所

随着我国经济不断发展，技术要求更高，附加值更高的高端铝挤压产品需求量有望不断提升。忠旺集团顺应行业趋势，大力发展高毛利率水平的工业铝挤压产品。目前忠旺集团是国内为数不多拥有规模化生产高端工业铝挤压产品的公司，未来有望受益于行业发展趋势，进一步扩大公司全球竞争力。

#### 4. 若资产重组成功过会，中房股份建议关注

中房股份本身房地产开发业务已经处于停滞状态，此次重组拟置入的忠旺集团若成功注入，将对公司盈利能力产生较大影响。根据业绩承诺数据，忠旺集团 2018-2020 扣非后归母净利润将不低于 42 亿、48 亿和 50 亿元。若此次重组顺利过会，我们建议对中房股份进行关注。

#### 5. 风险提示

资产重组无法顺利完成的的风险，贸易争端影响置入资产盈利能力的风险，置入资产未来产品销售产量和价格不及预期的风险。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com