

中国铝资源再生领域龙头企业

——怡球资源（601388）新股定价报告

2012 年 3 月 26 日

估值区间：18.09—23.77

怡球资源

新股定价

摘要：

- 公司是中国铝资源再生领域的龙头企业之一，生产和节能技术水平领先，是我国循环经济产业的典型企业。公司主营业务是利用所回收的来源于废旧汽车、电器、机械、包装等及生产过程中产生的铝渣、边角料等各方面的废铝资源，进行分选、熔炼、浇注等生产工序，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。公司是国内仅有的三家铝合金锭产品在伦敦金属交易所注册并能实际交割销售的生产企业之一。
- 开发“城市矿山”，循环利用资源。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。先进的系统大大提高了废铝的分选效率，提高了熔炼速度、降低烧损和提高铝回收率。公司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。
- 募投项目扩大产能，提升技术含量。公司本次拟公开发行 10500 万股普通股，计划募集资金为 7.45 亿元，本次募投资金拟投入两个项目：1）异地扩建废铝循环再生铸造铝合金锭 27.36 万吨/年项目、2）研发检测中心建设项目。项目建成后公司产能将达到 59.36 万吨/年。
- 盈利及估值预测：2012—2014 年销售收入分别为：55.72 亿、64.60 亿、86.42 亿，实现归属母公司净利润分别为：2.76 亿、3.23 亿、4.55 亿，对应 EPS 分别为：0.67 元、0.79 元、1.11 元。相对估值合理估值区间为相对于 2012 年业绩的 27—33 倍 PE，对应的价格区间为：18.09—22.11 元，DCF 绝对估值区间为：19.02—23.77 元，结合相对估值和绝对估值，公司的合理价值区间为：18.09—23.77 元。

财务指标预测

指标	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	5,403.43	5,572.25	6,460.23	8,642.30
主营收入增长率	47.10%	3.12%	15.94%	33.78%
EBITDA（百万元）	385.61	459.48	499.27	657.91
EBITDA 增长率	-0.94%	19.16%	8.66%	31.78%
净利润（百万元）	305.41	278.32	326.53	458.42
净利润增长率	10.51%	-8.87%	17.32%	40.39%
ROE	36.52%	22.71%	21.97%	24.73%
EPS（元）	1.00	0.67	0.79	1.11
P/E	21.03	30.98	26.41	18.81
P/B	7.67	7.04	5.80	4.65
EV/EBITDA	19.41	436.94	18.75	14.51

林阳

有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

010-6655 4024

linyang@dxzq.net.cn

李晨辉

联系人

010-66554028

lich@dxzq.net.cn

估值区间

18.09—23.77

上市首日定价区间

发行上市资料

总股本（万股）	30500
发行量（万股）	10500
发行日期	待定
发行方式	IPO
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.74
净资产收益率（%）	36.52
资产负债率（%）	69.70

主要股东和持股比例

怡球（香港）有限公司	72.00%
Wiselink Investment Holding Co.Limited	10%
Starl Investment Holding Co.Limited	4.8%
Zest Deck Investment Holding Co Limited	4.8%
Phoenicia Limited	3%

目 录

1. 公司概况	4
1.1 公司主营业务	4
1.2 公司股权结构	5
1.3 公司主要子公司	6
2. 再生铝行业下游需求广阔	6
2.1 汽车行业	6
2.2 摩托车行业	7
2.3 家用电器行业	8
2.4 电子信息产品	9
3. 开发“城市矿山”，循环利用资源	9
3.1 再生铝与原铝	10
3.2 再生铝的显著优势	11
3.3 公司经营模式	11
4. 竞争优势分析	12
4.1 行业地位优势	12
4.2 工艺技术优势	12
4.3 原材料采购优势	12
4.4 客户优势	13
4.5 国际化经营优势	13
5. 募投项目分析	13
5.1 募投项目基本情况	13
5.2 募投项目前景分析	14
6. 公司盈利预测与投资建议	15
6.1 盈利预测及主要假设	15
6.2 相对估值：18.09 - 22.11 元	16
6.3 绝对估值：19.02—23.77 元	17
6.4 合理估值：18.09 - 23.77 元	18
7. 风险提示	18

表格目录

表 1: 公司再生铝产品产量 (单位: 吨)	4
表 2: 本次发行前后发行人的股本结构 (单位: 万股)	5
表 3: 公司及下属子公司的具体业务情况	6
表 4: 2002-2010 年中国汽车用再生铝消费量	7
表 5: 2002-2010 年中国摩托车用再生铝消费量	8
表 6: 铜管材应用领域	10
表 7: 公司各项工艺技术水平	12
表 8: 公司各行业主要客户	13

表 9: 募投项目资金使用说明 (单位: 万元)	14
表 10: 中国 2010 年至 2015 年的再生铝预计产量	14
表 11: 本项目主要产品设计规模和达产产量情况如下	14
表 12: 项目建设投资概算	15
表 13: 盈利预测假设指标	16
表 14: 公司收入预测表	16
表 15: 行业可比公司估值表	16
表 16: 绝对估值假设表	17
表 17: 公司绝对估值表	17
表 18: 绝对估值敏感性分析表	17
表 19: 绝对估值假设表	18

插图目录

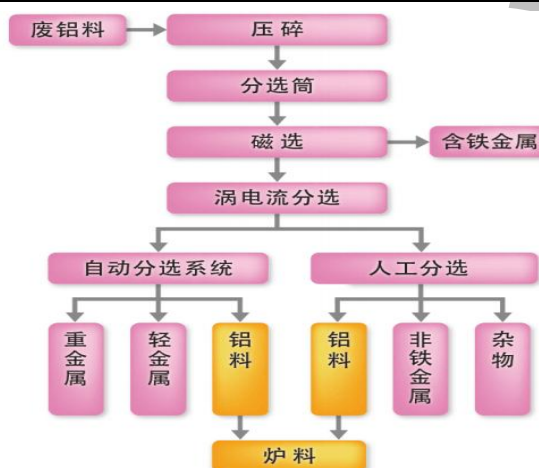
图 1: 废铝再生工艺流程	4
图 2: 铝合金锭熔炼铸造	4
图 3: 公司 2008—2011 年再生铝锭产量 (单位: 吨)	5
图 4: 公司历年净利润 (单位: 亿元)	5
图 5: 发行人的股东结构图	6
图 6: 发行人下属子公司结构图	6
图 7: 全球汽车平均铝含量	7
图 8: 2002-2010 年中国汽车用再生铝消费量	8
图 9: 2002-2010 年中国摩托车用再生铝消费趋势	8
图 10: 2002-2010 年中国家用电器用再生铝消费	9
图 11: 2002-2010 年电子信息产品再生铝消费	9
图 12: 循环利用资源	10
图 13: 怡球资源母公司一般贸易模式	11
图 14: 怡球资源母公司来料加工模式	11

1. 公司概况

1.1 公司主营业务

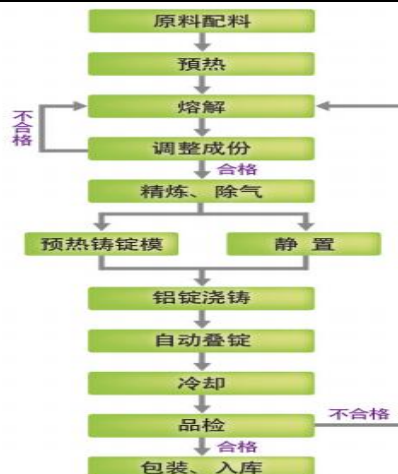
怡球资源是中国铝资源再生领域的龙头企业之一，生产和节能技术水平领先，是我国循环经济产业的典型企业。公司的主营业务是利用所回收的来源于废旧汽车、建材、电器、机械、包装、设备等及生产过程中产生的铝渣、边角料等各方面的废铝资源，进行分选、熔炼、浇注等生产工序，制造出替代原铝的再生铝产品，以达到铝金属资源循环利用的目的。

图 1：废铝再生工艺流程



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 2：铝合金锭熔炼铸造



资料来源：招股说明书、东兴证券

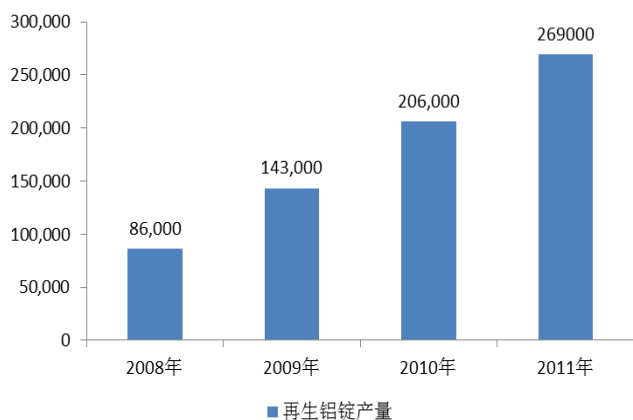
近年来，公司产能不断扩充，销售规模持续扩大，已发展成为国内较大的再生铝产品生产企业。目前，再生铝行业中小企业数量较多，行业集中度不高，国家鼓励的行业整合具有相当空间。2008-2010 年，公司母公司再生铝产品（不包括马来西亚怡球的产量）占国内生产总产量的比例情况如下：

表 1：公司再生铝产品产量（单位：吨）

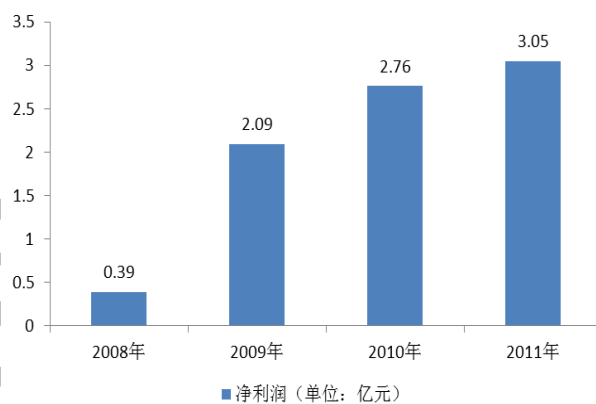
项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
公司国内产量	184,752	97,656	82,542
我国总产量	4,000,000	3,100,000	2,600,000
国内占比	4.62%	3.15%	3.17%

资料来源：招股说明书、东兴证券

根据尚轻金属《中国再生铝工业月市场研究报告》估计，2008 年、2009 年世界再生铝产量分别约为 1,912 万吨、2,010 万吨，而公司 2008 年、2009 年合并总产量分别为 136,401 吨、132,073 吨，占全球产量的比例分别为 0.71%、0.66% 左右。

图 3：公司 2008—2011 年再生铝锭产量（单位：吨）


资料来源：招股说明书、东兴证券

图 4：公司历年净利润（单位：亿元）


资料来源：招股说明书、东兴证券

1.2 公司股权结构

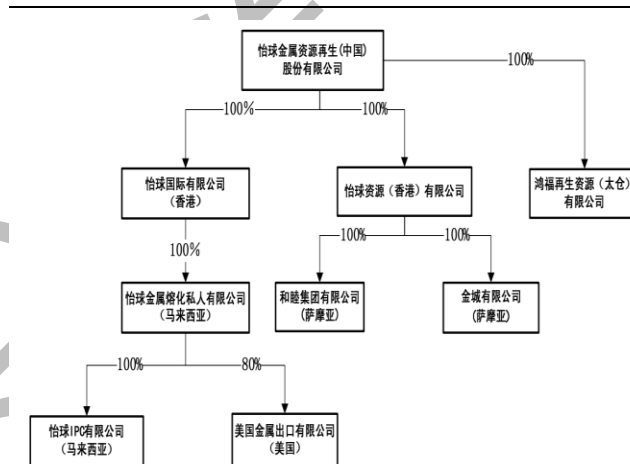
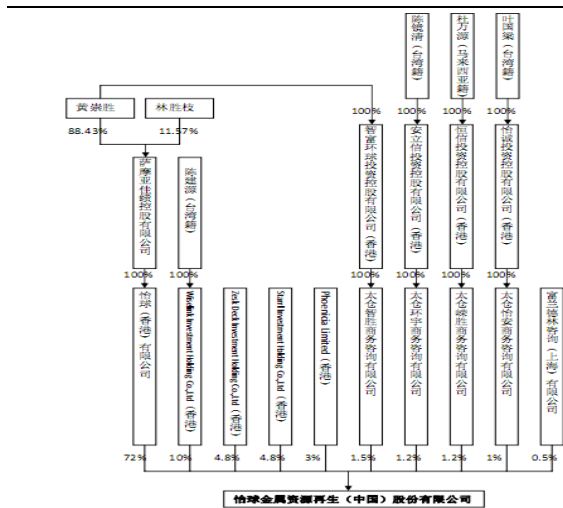
发行人的控股股东怡球（香港）有限公司和实际控制人黄崇胜、林胜枝夫妇直接或间接持有的发行人股份未被质押，也不存在其他有争议的情况。

本公司股本总额为 30,500 万股。公司本次拟公开发行不超过 10,500 万股社会公众股。以发行 10,500 万股计算，本次发行的股份占发行后总股本比例约为 25.61%，本次发行前后发行人的股本结构如下：

表 2：本次发行前后发行人的股本结构（单位：万股）

股东	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	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
Starri 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
公众投资者	0.00	0.00	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、东兴证券

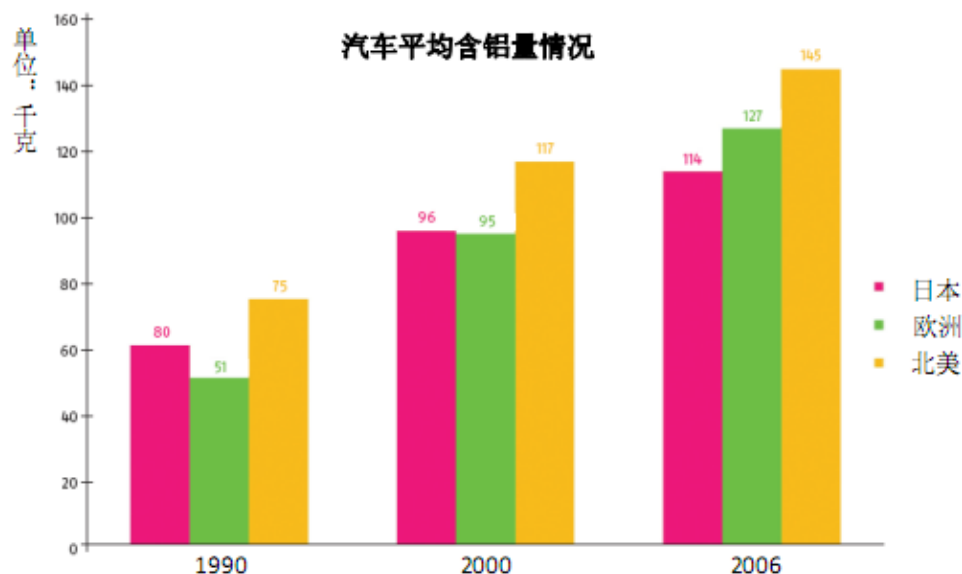


资料来源：招股说明书、东兴证券

公司名称	注册资本	公司出资比例	主要业务	主要产品
怡球国际有限公司	5,100 万港元	100%	主要职能是投资控股	现仅直接持有马来西亚怡球的全部股权，无其他对外投资。
怡球金属熔化私人有限公司	2 亿林吉特	100%	从事再生铝合金锭的生产和销售业务	再生铝合金锭
美国金属出口有限公司	250 万美元	80%	主要负责美国境内废铝的收购	废铝原料
怡球资源（香港）有限公司	100 万港币	100%	主要职能是投资控股	现仅直接持有和睦公司、金城公司的全部股权，无其他对外投资
和睦集团有限公司	100 万美元	100%	从事废铝原料的采购和铝合金锭产品的销售业务	再生铝合金锭
金城有限公司	100 万美元	100%	废旧金属等国际贸易业务	再生铝合金锭
鸿福再生资源（太仓）有限公司	584 万元	100%	进口废旧金属的加工、利用、生产金属复合材料、新型合金材料	新型合金材料

属材料，已被广泛用于汽车引擎等各种零部件的生产。在过去 20 年中，全球所生产的每辆汽车的铝合金用量一直保持增加的趋势，在具有代表性的北美市场，生产每辆汽车的铝合金用量已经从 1990 年的 75 千克/辆增长到 2006 年的 145 千克/辆，用量几乎增加了一倍。目前，全球汽车工业每年消耗铝约为 600 万吨，其中有 70% 是再生铝。

图 7：全球汽车平均铝含量



资料来源：招股说明书、东兴证券

根据中国汽车工业协会数据，2010 年，我国汽车产销量分别达到 1826.47 万辆和 1806.19 万辆，同比分别增长 32.44%和 32.37%，已经超过美国成为世界最大的汽车生产国和销售市场。以生产每辆车使用 110 千克铝合金计算，年需消耗铝合金约 200 万吨。虽然已经成为最大的汽车生产和消费国，但我国目前的汽车普及率只有 5%左右，不仅远低于发达国家，也大大低于世界平均水平，随着我国经济的快速发展，汽车市场将在相当长一段时间内保持较快的增长，因此，我国汽车工业对再生铝合金的需求将会保持持续较快的增长。

表 4：2002-2010 年中国汽车用再生铝消费量

年 份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
汽车产量 (万辆)	325	444	509	572	728	888	932	1,379	1,826
增长率 (%)	38.3	36.6	14.6	12.4	27.3	22.0	8.3	48.0	32.4
汽车再生铝消费 (万吨)	18.8	27.2	31.2	37.0	49.5	63.4	69.7	105.0	140.0
增长率 (%)	47.3	44.7	21.6	18.8	34.2	27.9	13.5	50.6	33.3

资料来源：招股说明书、东兴证券

2.2 摩托车行业

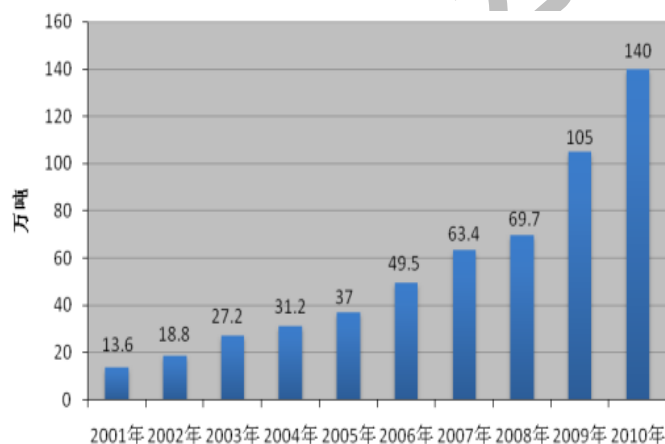
经过多年来的快速发展，中国已经成为全球摩托车第一产销大国。2010 年中国摩托车产量达到 2,700 万辆，拥有长江、嘉陵、建设、钱江、力帆、宗申、隆鑫 7 家百万辆摩托车制造企业。摩托车工业是应用铝合金较多的行业，其中 90%为再生铝铸件，主要包括发动机部件和车轮毂。

表 5：2002-2010 年中国摩托车用再生铝消费量

年 份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
摩托车产量 (万辆)	1,292	1,475	1,675	1,690	2,069	2,485	2,740	2,850	2,700
增长率 (%)	4.5	14.2	13.6	0.9	22.4	20.1	10.3	4.0	-5.0
摩托车车再生 铝消费(万吨)	11.3	13.0	14.6	14.8	18.0	22.0	24.2	24.9	23.8
增长率 (%)	4.6	15.0	12.3	1.4	21.6	22.2	10.0	2.9	-4.4

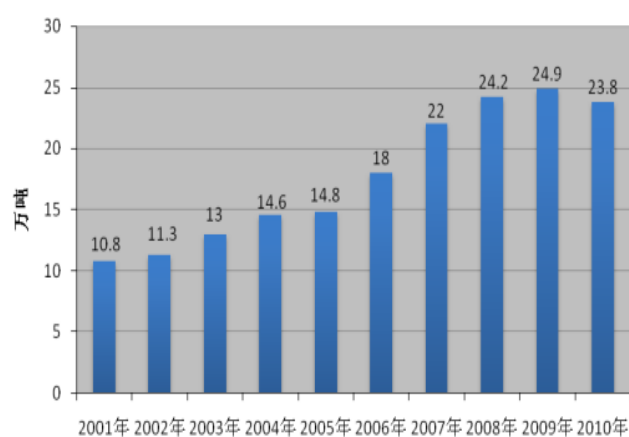
资料来源：招股说明书、东兴证券

图 8：2002-2010 年中国汽车用再生铝消费量



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 9：2002-2010 年中国摩托车用再生铝消费趋势



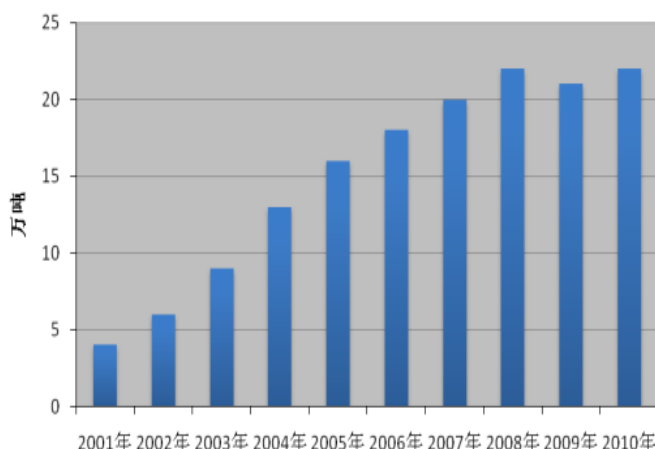
资料来源：招股说明书、东兴证券

2.3 家用电器行业

中国家用电器工业经过产业调整重组与大规模扩张，已成为全球家用电器生产大国。家用电器分为大家电和小家电，大家电包括电冰箱及压缩机、冰柜、空调器及压缩机、洗衣机、微波炉等，小家电包括电风扇、吸尘器、食品加工机、电吹风、电熨斗、电饭锅（煲）、咖啡机、电水壶、电烤面包器等。近年来，由于国内消费市场的升级和出口量的大幅增长，无论大家电还是小家电的增长率都在 20%以上。特别是电冰箱、冰柜、制冷压缩机产量表现出良好的增长态势。

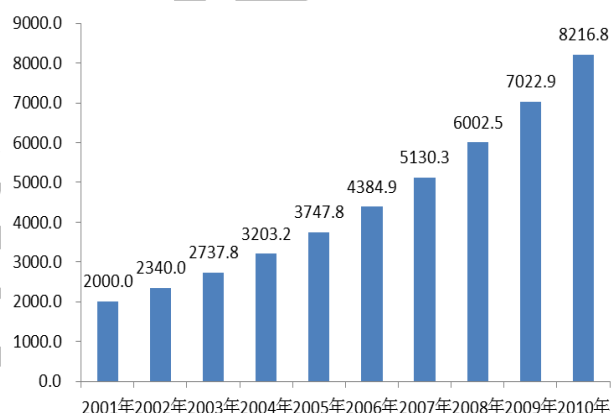
家用电器工业是再生铝的重要消费行业，如洗衣机的洗涤筒支架；电饭锅的内锅；电熨斗的底板；制冷压缩机的转子鼠笼；电机的鼠笼、端盖等。据统计，2001-2007 年主要家电产品再生铝需求年复合增长率约为 20%，2009 上半年，全球金融危机使家电行业的再生铝消费受到一定影响。

图 10: 2002-2010 年中国家用电器用再生铝消费



资料来源: 招股说明书、东兴证券

图 11: 2002-2010 年电子信息产品再生铝消费



资料来源: 招股说明书、东兴证券

未来中国家用电器工业仍将呈现增长态势, 理由如下: 一是城镇化规模的扩大; 二是家电下乡的持续推进, 促使农村市场增长; 三是大家电产品相继进入大批量更新期; 四是房地产业将保持稳定发展。以上因素必将为家用电器工业提供新的市场机会。另外, 目前家电业铝代铜消费趋势明显。在家用电器产量增长的同时, 再生铝在家电业的消费将会保持快速增长, 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%。

2.4 电子信息产品

在各类电子信息产品中, 铝铸件成本比例约占通信设备的 2.3%、占视听设备的 2.1%、占计算机的 1.4%。2009 年, 各类电子信息产品消费再生铝约为 6,700 吨, 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%。除此以外, 建筑、航空、船舶、电力、机电机床、电动工具、五金制品、电讯仪表等行业都需要大量的再生铝合金产品。随着我国国民经济持续发展, 这些行业将保持稳定增长, 从而带动再生铝需求量的持续增加。

3. 开发“城市矿山”, 循环利用资源

发行人的主营业务属于开发“城市铝矿”, 以满足社会经济可持续发展对铝资源的需求。地球资源是有限的, 专家预测全球锌、铜、铁、铝的可开采年限分别约为 14 年、18 年、60 年和 168 年。我国铝矿保有储量只有世界总量的 1.94%, 而经过多年工业建设和消费品生产的发展, 城市中各种报废的工业、建筑和消费品大量增加, 比如 2009 年我国有 270 万辆汽车和 9,000 万台电视机、电冰箱、洗衣机、空调、电脑等五类电器报废, 且数量持续增长。众多报废的城市用品中含有大量可以回收利用的金属资源, 包括铜、铁、铝、金、银、铅、钨、钼、锂等等, 不仅利用价值巨大, 是社会可持续发展的必需资源, 且回收成本较低。因此人类利用地球金属资源的方式正在发生根本改变, 从开发自然矿山转变为开发“城市矿山”, 成为社会经济发展的必然

趋势。在这个方面，发达国家走在了前面，目前平均已有超过 50%的铝产量来自再生铝生产，而我国的这个比例只有 21%。

图 12：循环利用资源



资料来源：招股说明书、东兴证券

3.1 再生铝与原铝

原铝的生产原料来源为铝土矿资源，开采之后，主要生产过程分为两步：第一步为通过一系列化学过程从铝土矿中提炼生产出氧化铝，第二步为通过电解的方式将氧化铝生产成为金属铝，也称电解铝。原铝的生产具有消耗铝矿资源，生产周期较长、生产过程能耗较大、产品铝金属纯度高的特点。

由于铝金属的抗腐蚀性强，除某些铝制的化工容器和装置外，铝在使用期间几乎不被腐蚀，损失极少，可回收率很高，因此，铝及铝合金制品在使用期满报废后，具有很高的再生利用价值，而且大多数铝制品的重复使用不会改变铝的基本特性，所以铝可以多次循环利用而不丧失其物理和化学性能。在当前使用的金属材料中，铝的可回收性是最高的。这种由废铝或含铝废料，经重新熔化提炼得到的铝金属或铝合金，就是再生铝。

表 6：铜管材应用领域

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	低(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、东兴证券

3.2 再生铝的显著优势

铝作为必需的生产资源不可或缺，但是原铝生产却消耗大量的电力、煤炭等资源，同时产生显著的污染和二氧化碳排放，因此被国家列入限制发展的产业。而再生铝生产与原铝有本质的不同，属于应该大力鼓励和提倡的绿色产业。相对于原铝生产高能耗、高污染、高排放的“三高”特性，再生铝具有如下“五低”的具体优势。

我国经济建设需要大量的铝作为原材料，目前我国的铝产量名列世界第一，而我国铝矿保有资源储量只占世界总量的 1.94%，国产铝资源远不能满足需求，需要大量进口。国际上主要铝土矿山资源被发达国家的跨国公司控制，在国际市场上我国进口铝矿资源处于被动地位，影响铝工业长期的战略发展。

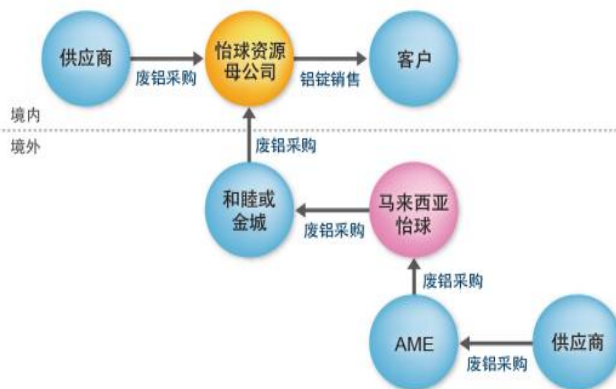
生产 1 吨原铝约需 2 吨氧化铝，相当于 5 吨铝土矿。因此如果回收废铝生产 1 吨再生铝就可以节约每 5 吨铝土矿，同时节省 1.2 吨石灰石、22 吨水等自然资源。

3.3 公司经营模式

废铝是公司主要的原材料，废铝的采购分三个来源，大部分来自于在美国的子公司 AME 公司，其采购对象主要是美洲，其中来自美国的采购量占比最高，其他部分来自加拿大、墨西哥和欧洲等地区。另外，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；马来西亚怡球则向马来西亚本地、新加坡等东南亚国家及其他地区进行采购。

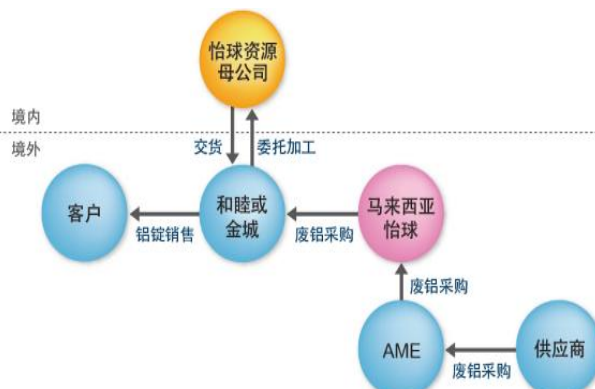
公司有位于苏州太仓和马来西亚的两个生产基地，一般采取“以销定产”的方式组织生产，即以订单为主线，根据客户订单要求，制定生产计划，安排规模化生产；同时针对客户特殊的定制要求，采取灵活的多品种搭配生产。

图 13：公司一般贸易模式



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 14：公司来料加工模式



资料来源：招股说明书、东兴证券

公司产品的价格确定参照 LME、上海期货交易所、长江有色金属现货市场和灵通网的报价，并考虑成本和利润，与客户协商确定。针对国际商品市场上金属价格频繁波动的形势，公司在 LME 期货市场进行了套期保值，有效降低了铝产品价格波动给公司经营带来的影响。

4. 竞争优势分析

4.1 行业地位优势

公司专注于再生铝行业超过二十年，在国内外市场营销、生产管理、技术革新和原材料采购等各方面积累了丰富的运营经验。经过多年发展，公司成为国内领先的大型再生铝生产企业，是目前国内仅有的三家铝合金锭产品在 LME 注册并能实际交割销售的生产企业之一。

公司拥有成熟的废铝采购、分类处理、熔炼等方面的生产体系和经验，技术水平在国内领先。公司是中国有色金属工业协会再生金属分会的理事单位，是江苏省循环经济标准化试点企业。公司参与起草了国家标准《GB/T 13586-2006 铝及铝合金废料》。

4.2 工艺技术优势

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。

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。

表 7：公司各项工艺技术水平

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，东兴证券

4.3 原材料采购优势

再生铝行业中，废铝原材料采购对企业的发展至关重要。公司经营废铝采购二十多年，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。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。近年来，公司积极开发国内采购渠道，国内采购量逐步提高。

公司在超过二十年的业务实践中，与国外大型废铝供应商建立了多年的业务互信关系，树立了牢固的市场地位和公司信誉，能够以适当价格从国际市场获得充分的原材料供应来源。

4.4 客户优势

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、普利司通等等。

表 8：公司各行业主要客户

行业	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
汽车零部件	普利司通	日本著名的汽车零部件供应商

资料来源：招股说明书

4.5 国际化经营优势

目前，再生铝行业的原材料与产品的国际与国内价格走势趋同，国内市场与国际市场的联系日益紧密，市场的竞争也不再限于国内市场，而是更多地在全球市场层面展开。公司拥有超过 20 年的国际化经营经验，拥有马来西亚怡球、美国 AME 公司等境外经营实体，建立了国际化的原材料采购体系和销售网络。公司管理层也具备多年国际化的经营经验。国际化的企业经营架构以及拥有国际化经营经验的管理团队，使得公司在市场竞争中具备一定的优势。

5. 募投项目分析

5.1 募投项目基本情况

公司本次拟公开发行 10500 万股普通股，计划募集资金为 7.45 亿元，本次募投资金拟投入两个项目：1）异地扩建废铝循环再生铸造铝合金锭 27.36 万吨/年项目、2）研发检测中心建设项目。怡球资源母公司现有铝合金锭产能为 26.90 万吨/年，子公司马来西亚怡球现有铝合金锭产能为 5.10 万吨/年，合计为 32.00 万吨/年。本次募集资金投资项目之废铝循环再生铝合金锭项目的设计产能为年产铝合金锭 27.36 万吨，项目建成后公司产能将达到 59.36 万吨/年。

表 9：募投项目资金使用说明（单位：万元）

序号	项目名称	募集资金投入（万元）	建设周期
1	异地扩建废铝循环再生铸造铝合金锭 27.36 万吨/年项目	66,592.20	3 年
2	研发检测中心建设项目	7,990.80	2 年

资料来源：招股说明书、东兴证券

5.2 募投项目前景分析

（一）异地扩建年产 27.36 万吨废铝循环再生铸造铝合金锭项目

本项目属于公司扩大现有产能的项目，项目实施后将形成年产 27.36 万吨再生铝合金锭的生产能力。公司募投项目的建设期为 3 年，预计将于 2014 年底达产，即 2015 年的新增产能为 27.36 万吨，仅占当年国内再生铝产量（664 万吨）的 4.12%。因此，公司募投项目的新增产能不会对市场产生重大影响，较容易被市场消化。

根据欧洲铝业协会（EAA）、国际铝业协会（IAI）等发布的报告，全球再生铝产量占铝产量比例从 1950 年的不到 20% 增长到 2006 年的 33%，再生铝产量占比稳步提高。很多西方发达国家的再生铝产量都超过了原铝产量，日本的再生铝产量占比更是高达 98%。我国再生铝产量仅占铝产量的 21%，明显低于全球 33% 的平均水平，到 2020 年我国再生铝占铝产量比例将提高到 40%。因此，再生铝行业在我国有巨大的发展空间。

表 10：中国 2010 年至 2015 年的再生铝预计产量

年度	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
产量	369	428	487	546	605	664

资料来源：招股说明书、东兴证券

表 11：募投项目设计规模和达产时间

产 品	建设期	2011E
铝合金锭	第 1 年	—
	第 2 年	5.47
	第 3 年	19.15
	建成后	27.36

资料来源：招股说明书、东兴证券

本项目属于再生铝行业。与原铝相比，再生铝在生产过程中的能耗不足原铝的 5%，温室效应气体二氧化碳排放量仅有火力发电生产原铝的 3%—5%，有害气体氟与赤泥的排放量为零，具有明显的环保优势与节能减排效应，具有十分积极的环境和社会意义。

（二）建设研发中心项目

在过去多年里，公司通过不断技术创新和提高产品质量，逐步完善和强化管理体系，已发展成为国内技术水平最先进的再生铝企业之一。基于废铝循环再生行业优越的发展前景和广阔的市场空间，为更好地跟随和引领行业技术进步和提高产品更新的能力，增强公司市场竞争力与自主创新能力，公司迫切需要一个研发力量相对集中、能提供关键技术研发和产业化的平台，以保证公司生产技术、生产效率和管理水平的持续提升。本项目的实施，对保持公司的技术优势、加强公司在行业内的领先地位具有重大意义。

本项目主要包括研发中心大楼建设、先进研发检测设备的引进和 ERP 管理系统的提升，项目建设明细情况如下：

表 12：项目建设投资概算

序号	项 目		投资金额（万元）	占比
1	研发中心大楼	6,879.60 m ²	2,633.23	32.95%
2	研发、检测设备	61 台/套	3,092.77	38.70%
3	ERP 系统	1 套（含配套设施）	2,264.80	28.34%
	合 计		7,990.80	100.00%

资料来源：招股说明书、东兴证券

本项目的实施有助于公司的持续技术研发和技术更新，使公司保持并提高在行业内的技术领先优势。由于再生铝行业的产品同质性较高，原材料价格和产品价格相对透明，因此，行业内企业的竞争主要是生产效率、生产成本和管理水平的竞争。基于上述原因，本项目的研发方向主要集中在提高生产效率、降低生产成本和加强公司管理水平几个方面。具体的研发方向包括：废铝料自动分选技术、熔炼效率及降耗、高效溶剂和再生铝合金新产品。

6. 公司盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测及主要假设

对公司 2012—2014 年业绩进行预测，假设如下：1）公司 27.36 万吨废铝循环再生铸造铝合金锭项目投产后，预计 2013 年释放产能 5.47 万吨，2014 年释放产能 19.15 万吨，2015 年完全达产；2）公司费用率与此前年份保持稳定，所得税率按照 15% 计算；

按照上述假设,得到公司业绩预测结果,2012—2014年销售收入分别为:55.72亿、64.60亿、86.42亿,实现归属母公司净利润分别为:2.76亿、3.23亿、4.55亿,对应EPS分别为:0.67元、0.78元、1.11元。

表 13: 盈利预测假设指标

指标	2012E	2013E	2014E
铝锭全年均价(元,不含税)	13,700	13,700	13,700
原材料废铝价格(元,不含税)	11,946	11,946	11,946
再生铝锭产量(万吨)	32	37.47	51.15

资料来源:公司资料,东兴证券

表 14: 公司收入预测表

指标	2011E	2012E	2013E
铝锭			
销量(万吨)	32.00	37.47	51.15
加工费(元/吨)	3,800	3,800	3,800
销售价格(元/吨)	15,746	15,746.00	15,746
收入(万元)	503,872	590,002	805,407
边角料			
增长率	5%	5%	5%
收入(万元)	52,834	55,475	58,249
其他			
增长率	5%	5%	5%
收入(万元)	519	545	572
主营业务收入(百万元)	5,572	6,460	8,642
主营收入增长率%	3.1%	15.9%	33.8%

资料来源:公司资料,东兴证券

6.2 相对估值: 18.09—22.11 元

以3月26日收盘价来计算,2家可比公司的估值情况如表12所示,这2家公司按2012年预测业绩计算的市盈率区间为33倍-52倍,均值为42.7倍;按2013年预测业绩计算的市盈率区间为22倍-48倍,均值为35.2倍

表 15: 行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新股价	EPS			PE			PB
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
600459	贵研铂业	19.7	0.25	0.38	0.41	78.8	51.8	48.0	3.42
002340	格林美	22.8	0.41	0.68	1.02	55.6	33.5	22.4	3.06
平均						67.2	42.7	35.2	3.24

资料来源:Wind,东兴证券

注：价格为 2012 年 3 月 26 日股价

公司再生铝回收业务在业务模式上与贵研铂业、格林美相近，但与格林美、贵研铂业相比，公司再生铝业务在业务品种与回收技术上略逊一筹，我们从保守角度出发，给予 2012 年 30 倍 PE 计算公司估值中值为 20.1 元，我们对公司相对估值水平区间设定在 27 - 33 倍，对应估价区间为：18.09 - 22.11 元。

6.3 绝对估值：19.02—23.77 元

我们采取三阶段现金流折现模型估算公司绝对价值。主要假设条件如下：

表 16：绝对估值假设表

假设	数值		
第二阶段年数	8	Ke	8.00%
第二阶段增长率	10.00%	税率	15.00%
长期增长率	1.50%	Kd	5.11%
无风险利率 Rf	3.50%	Ve	200.00
β	1.0	Vd	932.35
Rm	8.00%	WACC	7.99%

资料来源：东兴证券

DCF 模型显示，在永续增长率为 1%的条件下，公司的绝对价值为 21.03 元/股。

表 17：公司绝对估值表

DCF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	820.47	8.73%
第二阶段	2,779.08	29.59%
第三阶段（终值）	5,793.65	61.68%
企业价值 AEV	9,393.21	100.00%
+ 非核心资产价值	167.17	1.78%
- 少数股东权益	4.89	-0.05%
- 净债务	932.35	-9.93%
总股本价值	8,623.14	91.80%
股本（百万股）	410.00	
每股价值（元）	21.03	

资料来源：东兴证券

表 18：绝对估值敏感性分析表

敏感性测试	长期增长率（g）								
WACC	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
5.49%	28.97	30.93	33.27	36.14	39.74	44.36	50.53	59.17	72.18
5.99%	25.91	27.48	29.33	31.55	34.26	37.66	42.03	47.87	56.05

6.49%	23.32	24.59	26.07	27.82	29.92	32.49	35.70	39.84	45.36
6.99%	21.09	22.13	23.34	24.74	26.39	28.38	30.81	33.85	37.77
7.49%	19.17	20.03	21.02	22.15	23.48	25.05	26.93	29.23	32.11
7.99%	17.49	18.21	19.02	19.96	21.03	22.29	23.77	25.55	27.73
8.49%	16.01	16.62	17.30	18.07	18.95	19.97	21.16	22.57	24.26
8.99%	14.71	15.22	15.79	16.44	17.17	18.01	18.97	20.10	21.43
9.49%	13.54	13.98	14.47	15.01	15.62	16.32	17.11	18.02	19.09
9.99%	12.50	12.88	13.29	13.76	14.27	14.85	15.51	16.26	17.13
10.49%	11.57	11.89	12.25	12.64	13.08	13.57	14.12	14.74	15.45

资料来源：东兴证券

6.4 合理估值：18.09—23.77 元

结合公司绝对估值和相对估值的结果，公司股价合理区间为：18.09—23.77 元。

表 19：绝对估值假设表

估值方法	估值区间（元/股）
相对估值	18.09—22.11
绝对估值	19.02—23.77
合理价格区间	18.09—23.77

资料来源：东兴证券

7. 风险提示

首先，募集资金项目的实施风险，如果项目不能如期实施、市场环境突变或行业竞争加剧等情况发生，或项目建设过程中管理不善导致不能如期实施，将会给募集资金投资项目的预期效益带来较大影响。

其次，下游行业需求风险。尽管目前公司产品供不应求，产品库存量低，但公司产能在未来几年扩张较快，将给公司产品的市场开拓带来较大压力。

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	5,403.43	5,572.25	3.12%	6,460.23	15.94%	8,642.30	33.78%
营业成本	4,864.81	4,986.63	2.50%	5,775.68	15.82%	7,710.99	33.51%
营业费用	52.07	53.49	2.74%	62.02	15.94%	82.97	33.78%
管理费用	134.50	139.31	3.57%	189.93	36.34%	254.08	33.78%
财务费用	(21.60)	69.05	N/A	52.12	-24.51%	58.61	12.45%
投资收益	5.80	5.00	-13.77%	5.00	0.00%	5.00	0.00%
营业利润	361.71	325.07	-10.13%	381.78	17.45%	536.94	40.64%
利润总额	364.75	327.97	-10.08%	384.68	17.29%	539.84	40.33%
所得税	58.89	49.19	-16.46%	57.70	17.29%	80.98	40.33%
净利润	305.86	278.77	-8.86%	326.98	17.29%	458.87	40.33%
归属母公司所有者的净利润	305.41	278.32	-8.87%	326.53	17.32%	458.42	40.39%
NOPLAT	285.20	335.00	17.46%	368.82	10.10%	506.22	37.25%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	540.48	167.17	-69.07%	193.81	15.94%	259.27	33.78%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	409.45	417.54	1.98%	484.07	15.94%	647.58	33.78%
预付款项	28.45	29.45	3.51%	30.61	3.92%	32.15	5.04%
存货	1,089.18	1,106.62	1.60%	1,281.73	15.82%	1,711.21	33.51%
流动资产合计	2,205.65	1,862.13	-15.57%	2,154.09	15.68%	2,869.44	33.21%
非流动资产	569.01	554.62	-2.53%	539.26	-2.77%	476.90	-11.56%
资产总计	2,774.66	2,416.75	-12.90%	2,693.35	11.45%	3,346.34	24.24%
短期借款	1,602.81	924.07	-42.35%	923.00	-0.12%	1,171.02	26.87%
应付帐款	92.07	92.90	0.90%	107.60	15.82%	143.66	33.51%
预收款项	5.64	6.75	19.77%	8.04	19.13%	9.77	21.49%
流动负债合计	1,925.22	1,177.42	-38.84%	1,192.35	1.27%	1,478.15	23.97%
非流动负债	8.82	9.08	2.95%	9.08	0.00%	9.08	0.00%
少数股东权益	4.44	4.89	10.14%	5.34	9.21%	5.79	8.43%
母公司股东权益	836.18	1,225.36	46.54%	1,486.59	21.32%	1,853.32	24.67%
净营运资本	280.43	684.71	144.17%	961.75	40.46%	1,391.29	44.66%
投入资本 IC	1,903.55	1,995.43	4.83%	2,229.40	11.73%	2,779.14	24.66%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	305.86	278.77	-8.86%	326.98	17.29%	458.87	40.33%
折旧摊销	45.49	0.00	N/A	65.36	N/A	62.36	-4.59%
净营运资金增加	127.27	404.29	217.66%	277.04	-31.48%	429.54	55.05%
经营活动产生现金流	(179.23)	322.67	N/A	193.84	-39.93%	(33.56)	N/A

投资活动产生现金流	(87.69)	(51.02)	N/A	(48.70)	N/A	1.30	N/A
融资活动产生现金流	124.99	(644.97)	N/A	(118.50)	N/A	97.72	N/A
现金净增（减）	(141.92)	(373.32)	N/A	26.64	N/A	65.46	145.73%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所基础工业组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。