

李伟峰

执业证书编号：S0270511070001

电话：021-60883496

liwf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年4月6日

再生铝行业龙头扬帆起航

——怡球资源（601388）新股定价报告

研究报告-新股定价报告

报告关键要素：

我们预测公司2012-2014年每股收益（摊薄后）分别为0.63元、0.66元、0.84元。由于公司是国内首家再生铝行业上市公司，缺乏可比公司。我们主要选取与再生铝盈利模式和产品相似的铝及铝加工行业作为参考。同比公司2012年平均市盈率14倍，考虑公司是国内唯一一家再生铝上市公司，给予一定的估值溢价，我们认为公司合理的估值在15-20倍，建议询价区间为9.45元-12.60元。

事件：

- **怡球资源IPO询价：**发行前公司总股本30500万股，本次拟发行10500万股，拟募集资金74583万元，进行27.36万吨再生铸造铝合金锭建设项目和研发中心建设项目。

点评：

- **循环经济、节能减排助推国内金属再生行业大发展：**再生铝是使用废铝为原料经熔炼制成符合技术标准的铝金属或铝合金，与原生铝高能耗、高排放行业特点不同，废铝属于循环经济范畴，生产不依赖铝土矿资源，能耗也明显低于原铝。《有色金属产业调整和振兴规划》明确提出，2011年，再生铝占铝产量的比例提高到25%，比2008年提高4个百分点。按照《再生有色金属产业发展推进计划》，到2015年，我国再生铝占铝的总产量比例将提高到30%。按照《有色金属工业中长期科技发展规划（2006-2020年）》，到2020年，我国再生铝占铝的总产量比例将提高到40%，行业政策东风频吹，我国再生铝行业发展前景广阔。
- **公司是国内再生铝行业龙头企业：**公司现有再生铝产能32万吨，其中江苏太仓产能26.9万吨，海外马来西亚5.1万吨。目前，国内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，其他的均为小型企业甚至家庭作坊，行业集中度不高，从产量数据来看，近几年公司市场占有率稳中有升（2011年国内市场占有率约6.18%），处于行业领先地位，未来在国内政策引导下，行业整合空间较大。
- **废铝磁选分类自动化设备和高废铝回收率保障公司低成本优势：**公司单位产品天然气能耗低于行业平均水平，按公司现行天然气使用价格核算，能耗方面的优势使得公司单位产品成本较行业平均水平下降约72元/吨。估算，铝回收率提高1%，单位铝合金产品废铝料用量减少约0.013吨，按公司铝合金锭价格和废铝进口单价核算，铝合金锭单位成本下降约145元/吨，公司铝回收率的技术方面的优势使得公司单位生产成本低于行业平均水平约575元/吨，对应提高毛利水平约3.36%。
- **公司完善的废铝采购渠道是行业重要的进入门槛：**再生铝行业的原材料主要为各种废铝，废铝采购能力是影响企业生产经营的关键因素之一。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。
- **风险提示：**募投项目产能建设进度低于预期；汽车等下游行业增速下滑；废铝价格大幅上涨；

1、国内再生铝行业龙头企业

怡球资源是我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。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。

图 1：公司营业收入构成

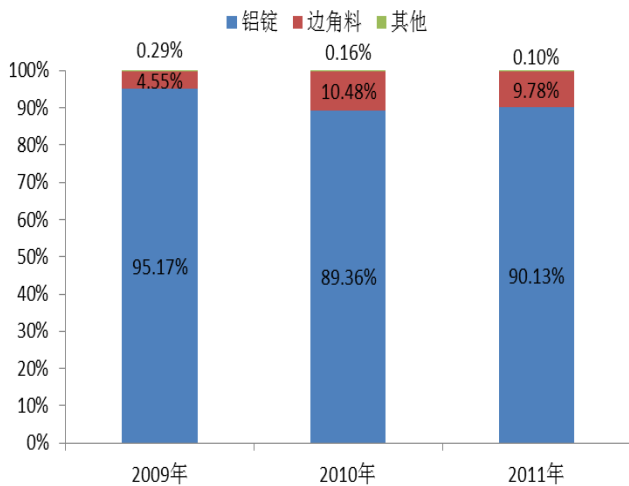
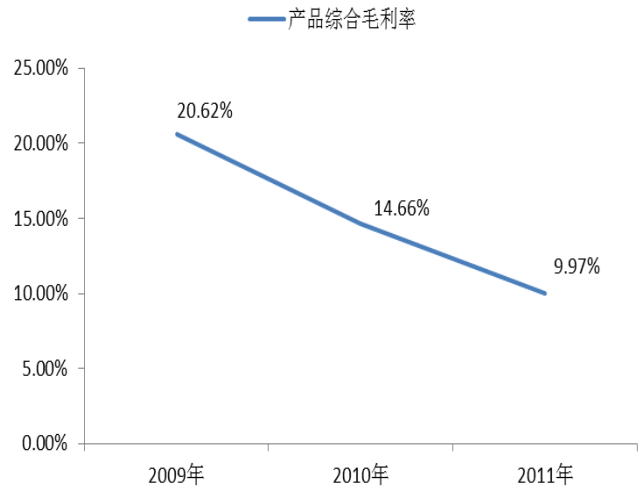


图 2：公司综合毛利率变化



数据来源：WIND 资讯；万联证券研究所

公司现有再生铝产能32万吨，其中江苏太仓产能26.9万吨，海外马来西亚5.1万吨。目前，国内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，其他的均为小型企业甚至家庭作坊，行业集中度不高，从产量数据来看，近几年公司市场占有率稳中有升（2011年国内市场占有率约6.18%），处于行业领先地位，未来在国内政策引导下，行业整合空间较大。

表 1 国内再生铝主要厂商产能（2011 年）

序号	厂商	投资方	产能（万吨）
1	上海新格有色金属有限公司	内资、合资	40
2	重庆新桥华福铝业有限公司	台湾	10
3	怡球金属资源再生（中国）股份有限公司	香港	30
4	重庆剑涛铝业有限公司		30
5	漳州新格有色金属有限公司		20
6	重庆新格有色金属有限公司		5

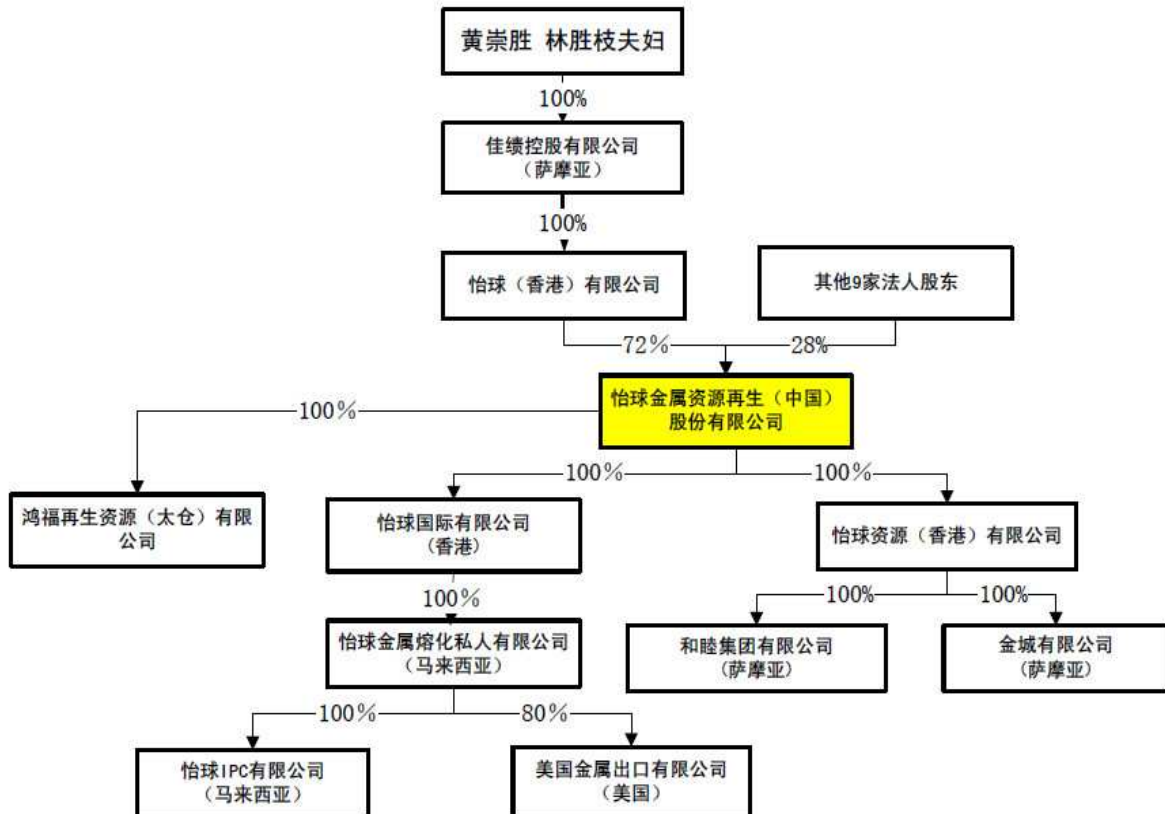
7	浙江万泰铝业有限公司	台湾	10
8	重庆顺博铝合金有限公司	内资、合资	10
9	中铝南海合金有限公司		11
10	中铝青岛轻金属有限公司	欧洲	12
11	肇庆大正铝业有限公司		10

数据来源：尚轻时代、万联证券研究所

公司由怡球有限整体变更设立，怡球（香港）有限公司等10位法人股东以对原怡球金属（太仓）有限公司的权益作为出资，发起设立。公司控股股东为怡球（香港）有限公司，实际控制人为黄崇胜、林胜枝夫妇，二者通过持有佳绩控股的全部股权间接控制公司73.5%股权。

本次发行前，公司总股本为30500万股，拟公开发行10500万股人民币普通股，占发行后公司总股本25.61%。

图 3：公司主要子公司构成



数据来源：公司招股说明书、万联证券研究所

公司业务分为一般贸易和来料加工两种模式，前者通过国内采购及相关子公司从国外采购废

铝等原材料，生产再生铝合金产品，销售给国内企业；后者通过公司控股的子公司和睦公司或金城公司经过公司境外子公司（AME公司）向国外供应商采购废铝等原材料，然后委托怡球资源在太仓的生产基地进行来料加工并支付加工费，最后由和睦公司或金城公司将加工后的再生铝合金产品销往海外。现阶段公司以来料加工业务为主，同时根据国内外市场的需求和价格变化进行相应业务比例调整，以保障利润增长。

2、公司投资看点

2.1 循环经济、节能减排助推国内金属再生行业大发展

再生铝是使用废铝为原料经熔炼制成符合技术标准的铝金属或铝合金，与原生铝高能耗、高排放行业特点不同，废铝属于循环经济范畴，生产不依赖铝土矿资源，能耗也明显低于原铝。根据中国有色金属工业协会测算，从铝矿采选到氧化铝、电解铝的冶炼再到铝金属产品的生产的综合能耗为3,916千克标煤/吨，而再生铝产品生产的能耗只有150千克标煤/吨，不到原铝生产能耗的4%，从而极大地节约了能源消耗。

表 2 再生铝与原铝生产区别

序号	差别	原铝（电解铝）	再生铝
1	生产原料来源	铝土矿	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（仅为原铝生产4%）
4	对环境的影响	高污染、高排放	小（仅为原铝生产5%）
5	生产产品	原铝金属	铝合金
6	国家产业政策方向	限制类	鼓励类
7	产业经济模式	传统资源消耗型	循环经济、资源再生型

数据来源:公司招股说明书、万联证券研究所

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%。总体来看，西方发达国家走在再生铝行业发展前沿。很多国家的再生铝产量占整个铝产品产量比例超过50%，日本更高达98%以上。我国目前再生铝占铝产量的比例较低，2011年约21%，远低于33%的全球平均水平，较发达国家50%以上的水平有较大差距，再生铝行业在我国有巨大的发展空间。

《有色金属产业调整和振兴规划》明确提出，2011年，再生铝占铝产量的比例提高到25%，比2008年提高4个百分点。按照《再生有色金属产业发展推进计划》（工信部联节[2011]51号），到2015年，我国再生铝占铝的总产量比例将提高到30%。按照《有色金属工业中长期科

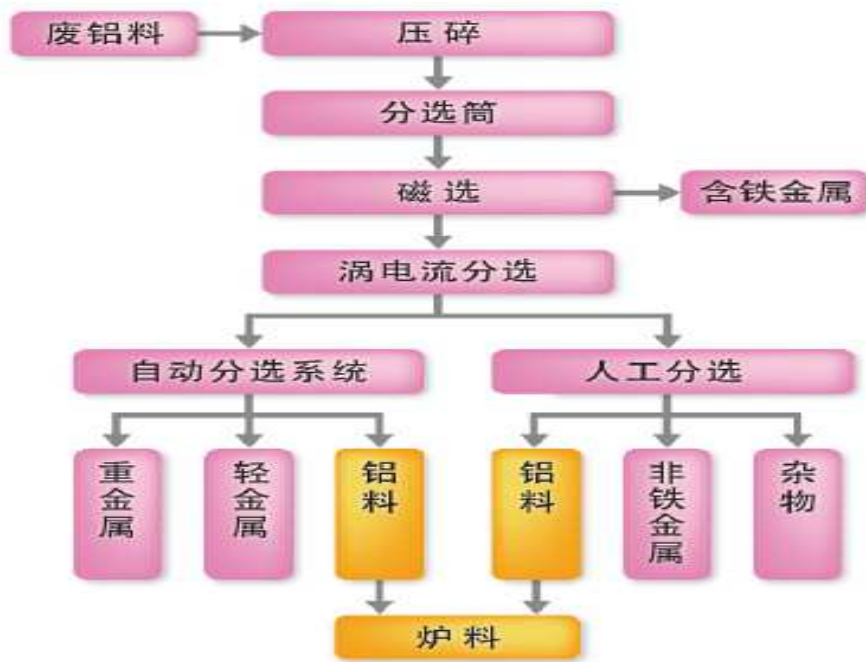
技发展规划（2006-2020年）》，到2020年，我国再生铝占铝的总产量比例将提高到40%。

2.2 公司具有废铝采购渠道优势与铝回收技术壁垒

废铝磁选分类自动化设备和高废铝回收率保障公司低成本优势

多年来，公司坚持引进吸收和自主研发相结合的技术创新方式，持续进行技术创新和设备改良。公司的生产技术优势主要体现在废铝预处理和熔炼两个生产环节，通过电磁涡流分选、双室反射炉、高效永磁搅拌、低温熔铸、余热利用、静电除尘等技术和工艺，公司在废铝回收率、熔炼速度、能耗等技术指标上均达到行业领先水平。

图 4：公司废铝生产主要工艺流程



数据来源：公司招股说明书、万联证券研究所

公司的技术优势主要通过三个指标体现：铝金属回收率、熔炼速度、单位天然气能耗。数据显示，公司三项指标明显领先于行业平均水平；其中铝回收率和单位天然气能耗两个指标领先直接转化为公司生产成本的下降，使公司享有成本竞争优势。

表 3 公司主要技术指标与行业平均水平比较

	铝金属回收率	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

数据来源:公司招股说明书、万联证券研究所

由于公司单位产品天然气能耗低于行业平均水平，按公司现行天然气使用价格核算，能耗方面的优势使得公司单位产品成本较行业平均水平下降约72元/吨。

公司采购废铝料含铝量78-89%，生产铝合金锭平均铝含量约89%，估算，铝回收率提高1%，单位铝合金产品废铝料用量减少约0.013吨，按公司铝合金锭价格和废铝进口单价核算，铝合金锭单位成本下降约145元/吨，公司铝回收率的技术方面的优势使得公司单位生产成本低于行业平均水平约575元/吨，对应提高毛利水平约3.36%。

表 4 公司在研项目进展情况

序号	在研项目名称	项目说明	项目进展情况
1	废弃电路板回收技术	提高废弃电路板中贵金属回收效率技术	试验中后期
2	铝灰回收技术	废弃铝灰的回收方法和技术	试验后期
3	除镁剂研发	自行开发除镁剂生产技术	试验后期
4	泡沫铝生产研发	研发新产品泡沫铝	研发后期
5	自动压碎分类分选系统	自行研发和改进大型原材料自动分选系统	研究阶段完成
6	低偏析高硅铝合金研发	研发新产品	研究阶段
7	全自动有色金属分离系统	自行研发提高有色金属分选效率的系统	研究阶段

数据来源：公司招股说明书、万联证券研究所

公司完善的废铝采购渠道是行业重要的进入门槛

再生铝行业的原材料主要为各种废铝，废铝采购能力是影响企业生产经营的关键因素之一。目前，我国废铝回收体系尚不完善，废铝回收行业存在企业数量众多、企业规模小且比较分散的状况，市场集中度较低，各地区市场情况不一致，规范程度较低。而国际废铝供应市场基本属于卖方市场，以适当价格从国外取得稳定的废铝供应需要与国外废铝供应企业建立长期的业务和信任关系。

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。

另一方面，公司也在逐步完善国内采购渠道建设，现阶段公司已经设立江苏太仓和深圳两个国内采购中心，并计划在国内十个左右的重点省份增设新的物料集散点，以加强公司国内的采购和集散网络。

3、募投项目进一步巩固公司再生铝行业龙头地位

公司本次公开发行募集资金主要用于扩建废铝循环再生铸造铝合金锭产能，项目实施后将新增27.36万吨产能，计划投资66592.20万元。此外，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年初达产，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）。上述项目建成后，公司铝合金锭总生产能力将达到66.86万吨/年。

此外，公司将部分资金用于研发检测中心建设项目，项目包括建设研发中心大楼，引进先进研发检测设备和企业ERP管理系统，计划投资7990.80万元。

表5 公司募投建设项目

序号	项目名称	投资金额(万元)	建设期(月)	产能投放进度
1	异地扩建年产27.36万吨废铝循环再生铸造铝合金锭项目	66592.2	36	第一年无产能投放；第二年5.47万吨；第三年19.15万吨；第四年27.36万吨；
2	建设研发中心项目	7990.8	12	1栋研发楼；61台研发、检测设备；1套ERP系统

数据来源：公司招股说明书、万联证券研究所

4、盈利预测与投资建议

产能及产销率假设

根据公司公告的个项目建设计划，公司各产品产能将从2013年开始进入快速增长期，我们对公司未来产能及利用率进行如下假设：

公司综合产能及利用率假设						
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E	2015E
产能(吨)	257000	320000	352000	406700	543500	625600
产能利用率	89.15%	100.19%	100	95	95	95
产量(吨)	229106	320621	352000	386365	516325	594320
产销率	97.37%	100.10%	100	95	90	90
销量(吨)	223091	320931	352000	367046.75	464692.5	534888
铝锭销售均价(元/吨)	14714.23	15174.25	16000	16000	16000	16500

数据来源：公司公告、万联证券研究所

公司盈利预测与投资建议

基于上述各项业务假设，我们预测公司2012-2014年每股收益（摊薄后）分别为0.63元、0.66元、0.84元。

由于公司是国内首家再生铝行业上市公司，缺乏可比公司。我们主要选取与再生铝盈利模式和产品相似的铝及铝加工行业作为参考。同比公司2012年平均市盈率14倍，考虑公司是国内唯一一家再生铝上市公司，给予一定的估值溢价，我们认为公司合理的估值在15-20倍，建议合理询价区间为9.45元-12.60元。

可比公司市盈率								
公司名称	主营业务	最新股价	EPS			PE		
			2011A/E	2012E	2013E	2011A/E	2012E	2013E
利源铝业	工业铝型材	17.38	0.76	1.05	1.37	23	17	13
亚太科技	汽车用铝型材	13.64	0.74	1.11	1.39	18	12	10
闽发铝业	建筑、工业铝型材	10.34	0.37	0.57	0.77	28	18	13
南山铝业	煤电铝一体化	7.19	0.53	0.61	0.79	14	12	9
明泰铝业	铝板带材	12.51	0.82	1.06	1.33	15	12	9
平均值						20	14	11

数据来源：WIND资讯、万联证券研究所

注：其中，利源铝业、亚太科技为我们重点覆盖行业，其他同行业公司2012-2013年的EPS参考WIND资讯一直预期。

5、风险提示

募投项目产能建设进度低于预期；汽车等下游行业增速下滑；废铝价格大幅上涨；

附表：盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	540	1024	762	777	营业收入	5403	5629	5976	7768
应收款项	548	563	598	777	营业成本	4865	5124	5467	7126
存货净额	1089	1007	1071	1396	营业税金及附加	0	45	48	62
其他流动资产	28	28	30	39	销售费用	52	56	60	78
流动资产合计	2206	2622	2460	2988	管理费用	135	144	153	197
固定资产	462	669	851	972	财务费用	(22)	36	36	37
无形资产及其他	95	92	88	85	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(18)	(16)	(16)	(16)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	93	115	150
资产总计	2775	3395	3412	4058	营业利润	362	301	313	402
短期借款及交易性金融	1607	1880	1651	1872	营业外净收支	3	5	5	5
应付款项	92	97	103	134	利润总额	365	306	318	407
其他流动负债	227	366	389	508	所得税费用	59	46	48	61
流动负债合计	1925	2342	2144	2513	少数股东损益	0	0	0	1
长期借款及应付债券	5	(0)	(0)	(0)	归属于母公司净利润	305	259	270	345
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	9	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1934	2346	2147	2517	净利润	305	259	270	345
少数股东权益	4	5	5	6	资产减值准备	1	(6)	0	0
股东权益	836	1044	1259	1535	折旧摊销	45	48	67	88
负债和股东权益总计	2775	3395	3412	4058	公允价值变动损失	18	16	16	16
					财务费用	(22)	36	36	37
关键财务与估值指标					营运资本变动	(376)	206	(71)	(364)
每股收益	1.00	0.63	0.66	0.84	其它	(1)	6	0	1
每股红利	0.56	0.13	0.13	0.17	经营活动现金流	(7)	529	282	86
每股净资产	2.74	2.55	3.07	3.75	资本开支	(56)	(262)	(262)	(222)
ROIC	13%	8%	7%	8%	其它投资现金流	(1)	0	0	0
ROE	37%	25%	21%	22%	投资活动现金流	(57)	(262)	(262)	(222)
毛利率	10%	11%	12%	11%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%	负债净变化	(4)	(5)	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	支付股利、利息	(170)	(52)	(54)	(69)
收入增长	47%	4%	6%	30%	其它融资现金流	447	273	(228)	220
净利润增长率	11%	--	4%	28%	融资活动现金流	99	216	(282)	151
资产负债率	70%	69%	63%	62%	现金净变动	35	483	(262)	15
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	货币资金的期初余额	505	540	1024	762
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	540	1024	762	777
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	(34)	291	44	(112)
EV/EBITDA	4.9	5.9	5.0	4.6	权益自由现金流	409	529	(215)	77

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。