

公司研究

投资简报

首次评级：推荐

## 全产业链发展，快速增长可期

——海源达(831329)公司投资价值分析

### 核心观点

**1、公司概况：国内较大的铝行业贸易商。**海源达主营业务为大宗矿产品及有色金属的贸易，主要贸易商品为铝土矿、氧化铝、铝锭和镍矿等原材料。公司主要业务与铝产业链密切相关，公司是国内较大的铝行业贸易商。铝产业链主要由采矿、冶炼和加工三大部分组成，主要分为生产环节和流通环节。在生产环节中，2.5吨左右铝土矿加工后可获得约1吨氧化铝，1吨氧化铝经过电解处理可获得约0.5吨原铝。因此，下游生产企业对上游原材料需求较大。流通环节就是将各生产环节企业生产的产品销售给下游企业及其他有需求客户，例如公司将铝土矿销售给氧化铝企业，或将氧化铝销售给电解铝企业等。公司主营业务主要涉及铝土矿、氧化铝和铝锭的流通。

**2、行业特征：收入稳定增长，景气度较高。**2005年-2013年中国氧化铝产量整体呈上升趋势。2005年我国氧化铝产量仅为841.75万吨，2006年氧化铝产量开始大幅上升。2008年，由于经济衰退，氧化铝需求减少，产量有一定的下滑，但随着经济好转，氧化铝产量持续上升，2013年全国氧化铝产量4,418.9万吨，同比增长17.29%，随着国民经济的发展和市场对氧化铝的刚性需求，氧化铝行业的发展前景仍然可观，因此也带动了氧化铝贸易企业的发展。

**3、主营业务：规模较大及全产业链发展。**公司从2008年成立以来业务保持高速增长，业务规模从08年的1000多万增长到2014年的超过40亿，2015年预计将达到70亿的规模。在快速发展的过程中，公司建立了从铝土矿到氧化铝到铝锭遍及整个铝产业链的庞大的供应商网络和销售网络，使得公司能够在铝产业链的多个节点上提供服务、获取利润，并且随着公司业务规模的扩大，资本实力的增强，公司的销售网络和供应商网络呈指数级增长，规模优势逐渐强化。

公司已经在巴西、印尼、柬埔寨进行矿产的寻找与合作。2014年10月份，公司与柬埔寨高棉云鼎资源开发有限公司签订代理协议，指定山东海源达国际贸易股份有限公司为中国的独家代理商，代理商品是负责销售矿区生产的所有铜金矿。

经过市场调研及可行性财务数据测算，根据柬埔寨方公司的生产能力，海源达在国内月销售量可达10000吨，销售毛利率在百分之三左右，较保守估计，年盈利额约在人民币4000万元-5000万元。将加快公司的营收和利润增速。

公司联合国内几家大型铝业公司，拟投资建立一家以新疆为基础的全国氧化铝和电解铝的电子交易平台。电子交易平台将通过市场化运作吸收氧化铝冶炼贸易商，在全球范围内开展氧化铝交易，以市场准确信息，发掘最佳的采购时机，降低国内氧化铝的采购成本，获得较大的利润。通过电子交易平台初步估算可以使海源达氧化铝销售量提高30万吨（收入8-10亿元）左右，电解铝销售量12万吨（产收入20亿元）左右，极大提升海源达的市场影响力和行业地位。

**4、竞争优势：**1) 客户和供应商优势。经过多年经营，公司建立了上游供应商、下游客户网络；2) 业务链优势。公司业务围绕铝土矿—氧化铝—电解铝展开，可以同时开展铝土矿、氧化铝和铝锭业务。公司对氧化铝和电解铝客户，既可以作为供应商，又可以作为下游客户；公司可以在铝土矿—氧化铝—电解铝业务链条中寻找合适的业务机会，为客户提供多样化的业务便利；3) 业务规模优势。公司基于多年业务经验和客户积累，在铝业务链中形成了相当大的业务规模，有利于从上游供应商以优惠价格取得货源，又有利于客户开拓。

**投资建议：**根据公司目前发展情况来看，整体盈利形势比较优秀。我们预计公司2014年全年收入增加15%左右，超过40亿元，由于优越的物流渠道及成本的控制，因此盈利能力大幅提高，预计2014-2016年可实现净利润2550万元、5153万元和6336万元，同比增长115%、

### 股价走势图

2014/1/8~2015/1/8



### 基础数据

总股本(万股)	0.00
流通A股(万股)	0.00
52周内股价区间(元)	0.0-0.0
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

102%和 23%，EPS 分别为 0.33 元、0.67 元和 0.82 元。当前股价 4.1 元对应的 PE 分别是 12.42、6.12 和 5.03 倍。

**风险因素：**（1）金属价格波动的风险；（2）下游需求下降的风险；（3）汇率波动风险。

### 财务数据与估值

	2013A	2014E	2015E	2016E	
主营业务收入(百万)	3480.01	4010.02	7020.00	7882.05	<b>研究员:肖世俊</b>
同比增速(%)	62.75	15.23	75.50	12.28	电话: 010-84183372
净利润(百万)	11.86	25.50	51.53	63.36	Email: xiaoshijun@guodu.com
同比增速(%)	4.40	115.01	102.07	22.96	执业证书编号:
EPS(元)		0.33	0.67	0.82	S094051012001
P/E		12.42	6.12	5.03	<b>联系人:李存</b>
					电话: 010- 84183372
					Email: licun@guodu.com

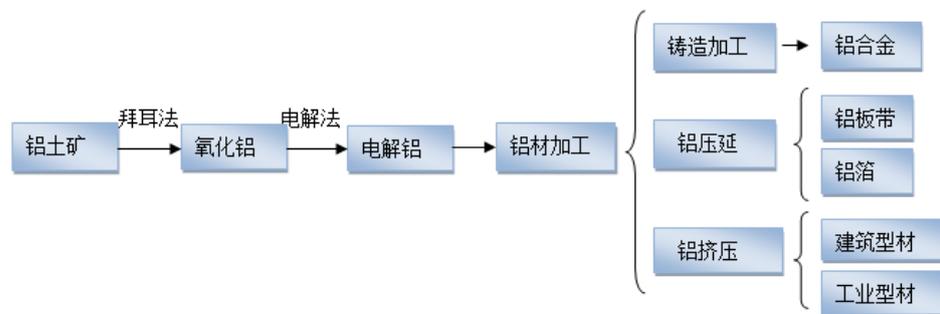
独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、公司概况：国内较大的铝行业贸易商

公司主营业务为大宗矿产品及有色金属的贸易，主要贸易商品为铝土矿、氧化铝、铝锭和镍矿等原材料。2013年7月，中国社会科学院中国产业与企业竞争力研究中心授予公司“2012年中国铝工业最具竞争力十大贸易商”。在该研究中心举办的“2013年最具竞争力铝企业”评选活动中，公司被评为：最具竞争力铝矾土贸易商第一名，最具竞争力氧化铝贸易商第二名。2014年3月，中华人民共和国济南海关将海源达调整为适用“A类管理”。

公司主要业务与铝产业链密切相关，公司是国内较大的铝行业贸易商。铝产业链主要由采矿、冶炼和加工三大部分组成，主要分为生产环节和流通环节。在生产环节中，2.5吨左右铝土矿加工后可获得约1吨氧化铝，1吨氧化铝经过电解处理可获得约0.5吨原铝。因此，下游生产企业对上游原材料需求较大。流通环节就是将各生产环节企业生产的产品销售给下游企业及其他有需求客户，例如公司将铝土矿销售给氧化铝企业，或将氧化铝销售给电解铝企业等。

图 1：铝产业链模式图



数据来源：招股说明书

就国内铝行业而言，大部分生产企业集中在产业链的中下游，对上游铝资源需求较大，这给贸易商提供了充足的业务空间。

## 二、主营业务：规模增长较快，产业升级空间较大

### 1、行业特点：收入稳定增长，产业升级空间较大

图 2：氧化铝产量

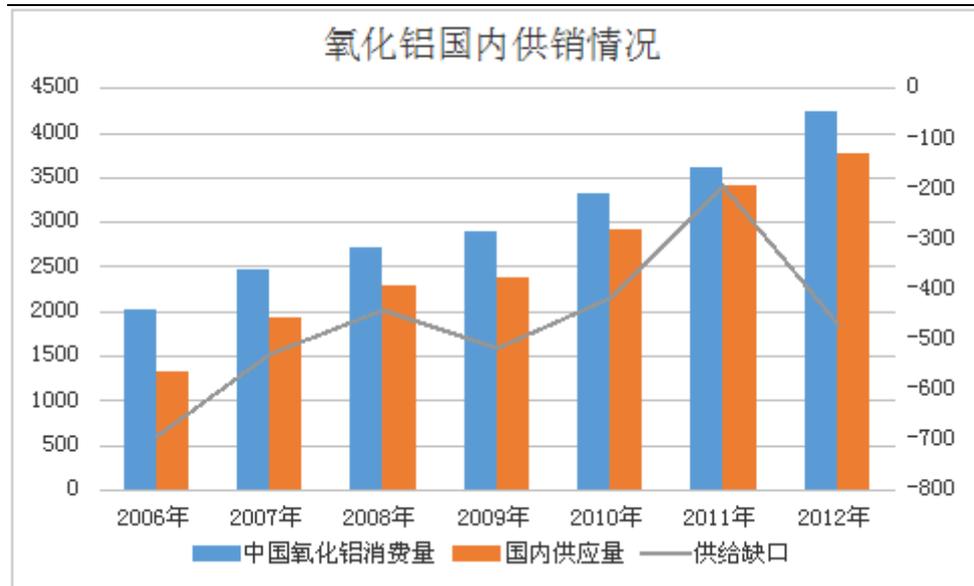


数据来源：国都证券

从上述图表中可以看出，2005年-2013年中国氧化铝产量整体呈上升趋势。2005年我国氧化铝产量仅为841.75万吨，2006年氧化铝产量开始大幅上升。2008年，由于经济衰退，氧化铝需求减少，产量有一定的下滑，但随着经济好转，氧化

铝产量持续上升，2013年全国氧化铝产量4,418.9万吨，同比增长17.29%，随着国民经济的发展和对于氧化铝的刚性需求，氧化铝行业的发展前景仍然可观，因此也带动了氧化铝贸易企业的发展。

图 3: 氧化铝国内供销情况



数据来源：国都证券

从上图可知，国内氧化铝的供需失衡状况还是比较严重的，每年都存在几百万吨的供给缺口，而这也造成我国多年来对氧化铝一直有着一定的进口需求，为氧化铝贸易企业提供了较大的发展空间。预计我国氧化铝贸易行业在未来几年仍将保持平稳增长，需求将主要由以下几方面拉动：

(1) 由于铝具有轻便性、导电性、导热性、可塑性、耐腐蚀性等方面的优良特性，已经成为全球除钢铁外应用最为广泛的金属，是国民经济诸多行业乃至军事工业和航空航天工业的重要原材料。世界各国在其经济发展的过程中均对铝及铝相关产品有着巨大的需求，其中北美地区房地产和汽车行业的强劲表现成为拉动铝业消费的一个主要因素，欧洲经济复苏以及亚洲经济快速发展也带动了铝业市场的快速发展。这种需求也为国内外的氧化铝及氧化铝贸易行业带来了巨大的机遇。

(2) 随着我国电解铝、陶瓷、医药、电子、机械等行业的快速发展，市场对氧化铝需求量仍有较大的增长空间，氧化铝产量将会不断增长。另外，中国在建施工面积按年计持续增长，且由于不断推行城镇化，未来铝业前景乐观。铝及氧化铝良好的发展前景将进一步拓展氧化铝贸易企业的发展空间。

(3) 由于中国大部分铝矿石属于一水硬铝石，不仅难融化，而且含硅量较高。这种铝土矿溶出温度高，如用普通拜耳法处理此品味的矿石，会导致碱耗高和矿石氧化铝回收率低。国外铝土矿矿石主要是三水铝石型，次为一水软铝石型，而一水硬铝石型铝土矿极少。国外的三水铝石型铝土矿具有高铝、低硅、高铁的特点，矿石质量好，适合耗能低的拜耳法处理。而我国三水铝石型铝土矿极少，所以铝土矿品质的差异促进了贸易的发展。

(4) 1995年以后随着中国电解铝工业的迅猛发展带动了氧化铝工业的快速发展，持续到2001年其平均增长幅度为14.5%，2001年氧化铝产量达到了468.7万吨，是全球增长最快的国家。到2013年末，实际产量4,418.90万吨，是2005年产量的4倍，已经居世界第一位，成为世界氧化铝生产大国，但仍存在较大的供给缺口，供需失衡导致氧化铝贸易水涨船高。

## 2、竞争格局：行业中处于领先地位

**行业概况：**国内从事氧化铝贸易的公司比较多，专做氧化铝贸易的公司约在几十家左右，市场竞争激烈。公司所面临的最大的竞争者是铝企所设下属贸易公司，这些贸易公司由于具有天然的资源优势，会蚕食一部分潜在的贸易机会，但目前与本公司形成稳固合作关系的大型铝企目前还没有设置贸易公司。

海源达长久以来在市场中树立了良好信誉，与国内大型铝企形成了稳固的合作关系，凭借着与上下游企业建立的长期稳定的业务合作关系，海源达在激烈的竞争环境中处于领先地位。

**行业地位：**2013年7月，中国社会科学院中国产业与企业竞争力研究中心授予山东海源达国际贸易股份有限公司“2012年中国铝工业最具竞争力十大贸易商”称号。2014年3月，中华人民共和国济南海关将山东海源达国际贸易股份有限公司调整为适用“A类管理”。2014年3月13日，百川资讯暨北京盈孚科技有限公司为海源达颁发“2013年度中国铝行业诚信经营企业”。

**行业主要企业业务比较：**(1)中铝国际贸易有限公司为国内融资贸易量最大的企业，其母公司中国铝业总公司为国内最大的氧化铝和电解铝生产商，融资渠道便捷，通过为电解铝企业解决资金困难进行氧化铝供应、电解铝和铝加工采购等贸易，最终实现利润。其最主要的贸易方式为通过签订合同，向下游融资企业提供长单氧化铝供应，以低于市场的价格采购铝锭、铝合金等终端产品，利用规模优势实现价差。(2)北京联强铝业有限公司的主要下游客户是中铝国际贸易有限公司和甘肃东兴铝业有限公司，其利用资金优势为中铝国际贸易有限公司提供氧化铝原料，并且为甘肃东兴铝业有限公司垫资采购氧化铝，主要利润来源是氧化铝的价差，偶尔进行氧化铝与铝锭的易货贸易，平均年氧化铝贸易量在一百二十万吨左右。(3)北京中煤顺通国际煤炭销售有限责任公司归属于北京市发改委、北京市地方煤炭工业总公司，属煤炭行业二类中型企业。公司注册资本金2,000万元，拥有独立煤炭经营销售权、铁路公路运输代理权、铁路航空公路客票销售权、酒店经营管理权、矿产资源销售权、铁路特供专供酒经营销售权。煤炭年供应销售量200万吨以上，氧化铝年销售量100万吨以上，铝土矿年销售量150万吨以上，铁路发运铝土矿每年可达270万吨以上。借助良好的铁路发运优势、资金优势和原料优势，该公司与下游铝厂建立起良好的合作关系，通过融资平台，与下游企业签订氧化铝和铝土矿供应合同。

### 3、竞争优势：规模相对较大，抗风险能力较强

**管理优势：**海源达是2010年在齐鲁股权托管交易中心挂牌的企业，公司财务管理严谨，制度完善，并且与各银行建立了良好的合作关系，保证了公司在业务发展中资金方面的需求。经过多年的发展与努力，海源达被评为“2012年中国铝工业最具竞争力十大贸易商”。2013年被评为“最具竞争力铝矾土贸易商第一名，最具竞争力氧化铝贸易商第二名”。

**经营模式优势：**公司业务围绕铝土矿—氧化铝—电解铝产品展开，着力完善上下游产业链条，建立长期稳定货源，在发展壮大铝业务集群的同时，开展镍矿业务。与此同时，公司围绕重点优质客户，基于同优质大客户建立起来的良好合作关系，拓展业务范围。公司围绕铝土矿—氧化铝—电解铝业务链条，采用现货、长单、易货、期货相结合的交易方式，不断开拓业务机会，降低风险。

**信息和服务优势：**海源达作为贸易型的企业，信息和服务是公司快速发展的有力保障。海源达与阿里巴巴、阿拉丁中英文网、中国铁合金在线网、亚洲金属网等行业内网站签订了长期合作协议，公司内部成立了信息小组，信息小组成员定期向公司高层领导发送信息邮件，以更好地掌握市场动态。公司物流部与山东、山西、新疆、广西、内蒙、天津、江苏、东北三省等十几个省市物流企业建立了长期稳定的合作关系，有力的保障氧化铝运输的门到门服务。针对海源达的大客户，公司会安排专门的销售和物流人员为客户提供门到门的无缝对接服务。

### 4、盈利能力：积极开拓资源、进入资本市场

(1)积极进入资本市场，提高融资能力 公司主要业务为大宗商品贸易，经营需要资金额巨大。公司计划在全国股份转让系统挂牌后，引入战略投资者，以增加公司资本金，控制更多优质货源。同时提高直接融资比例，降低公司融资成本，提升盈利能力。

(2)积极开拓货源，增强企业竞争力。铝土矿：利用公司的客户和大宗采购优势，积极开拓圭亚那、印度、几内亚等地货源，通过长期稳定的长单合同建立稳定的货源渠道。氧化铝：利用公司稳定的客户渠道和大宗采购优势，与供应商签订长单合同，稳定供应渠道。铝锭：利用长单和现货模式稳定供应渠道，以销售带动形成更有力的长单合同，促进公司销售。

(3)积极采用新的经营模式，大力开展下游客户。①利用公司积累的客户资源，在

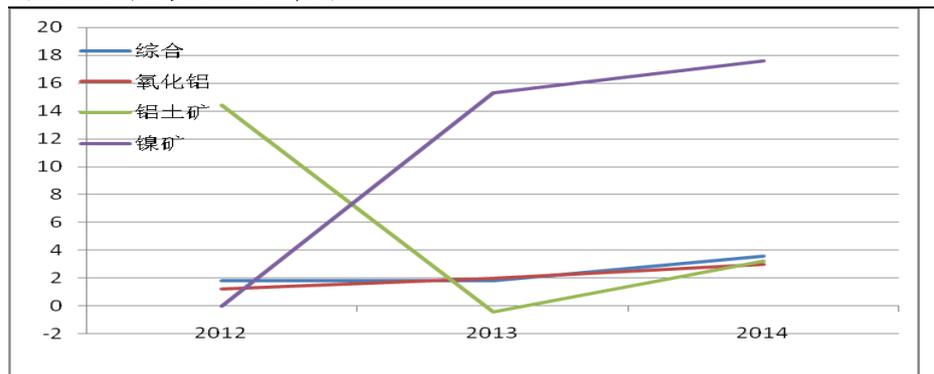
巩固现有铝土矿—氧化铝—铝锭客户的基础上，进一步采用易货、长单等方式开拓新的客户。② 依托积累的铝业务链客户，积极开发新的业务种类，增加盈利来源。③ 针对资金流动性不强，却具有良好商业信誉，发展潜力大的公司，为其提供供应链融资服务。与供应链融资公司或银行、仓储管理公司合作，在客户驻地设立仓库，客户缴纳一定的费用，仓储管理公司派人监管，客户带款提货。

## 5、毛利率逐步提高，应收款风险不大

公司适应市场供需及价格变化，适时调整贸易结构，从而实现了综合毛利率的稳步提高。具体到各类产品，氧化铝毛利率的提高，主要是由于公司采购渠道优化成本降低所致；镍矿毛利率提高是公司通过与印尼等地镍矿的贸易商建立合作关系以较低价格取得货源，市场需求旺盛导致销售价格稳步提高所致；公司铝土矿业务在 2012 年度实现了较高的毛利，但由于 2013 年市场价格大幅度降低导致公司毛利率大幅度降低。因铝锭市场信息高度公开透明，采购和销售价格同步变化，公司报告期内铝锭业务毛利率波动较小。

公司应收账款周转率变动幅度较大，但一直保持了较高的周转率，主要原因是 2013 年度公司营业收入大幅度增加的同时应收账款保持较低余额，使周转率大幅度提高。

图 4：公司各产品毛利率图



## 三、公司的商业模式

公司的商业模式是通过良好的信誉不断扩大客户网络，提高公司主营各贸易商品的市场占有率和业务规模，以此从供应商获得有利的价格、供应份额等条款，稳步建立长期、稳定的货源渠道，并以此开拓更多的客户资源，通过滚动发展，充分利用国内外资源、开拓国内外市场，在各方共赢的基础上实现公司的长期可持续发展。公司的业务模式和盈利模式分以下几种：1、公司一般情况下根据客户订货需求及市场价格情况，以及市场商品的供应情况，先签订采购合同，在与供应商确定价格的同时公司与客户谈判确定销售价格并签订销售合同，这种方式一般用于铝锭采购销售；2、公司与供应商约定以低于市场价格取得货源，公司根据市场价格向客户进行销售并签订销售合同的同时向供应商进行采购，此方式一般用于国内氧化铝采购销售；3、在公司预测商品市场价格有上升趋势、货源紧张及落实客户需求时，公司会提前采购部分商品，此种方式一般用于进口氧化铝、铝土矿和镍矿业务。

在公司根据以上1、2两种方式的业务模式中，公司的采购和销售价格基本上同步确定，公司一般会获得稳定的购销价差，收益较为稳定。在采用业务模式3，公司提前采购商品时，在货源紧张市场价格持续上升时，公司会获得较高的购销差价，收益率较高；但如果商品市场价格下降并低于采购价格，公司有可能以低于采购价格进行销售，从而造成经营损失。

## 四、投资建议：有较大成长空间

我们认为，铝贸易行业未来几年将保持平稳增长，行业有集中度提高空间。海源达具有规模、渠道、物流和渠道优势，收入规模现为 40 亿多元，明年随着新的矿业的释放将达到 70 亿规模。未来还有较大成长空间。

图 5: 公司盈利预测简表:

利润表(万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	348,001.4	401,002.3	702,000.4	788,205.8
营业成本	341,639.3	395,678.3	694,471.2	779,644.33
营业税金及附加	57.57	64.48	97.52	121.48
销售费用	3,444.17	4,050.00	6,047.00	6,968.00
管理费用	618.02	630.05	830.00	900.00
财务费用	-12.73	-10.56	-15.36	-18.00
资产减值损失	593.29	590.00	570.00	590.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	0.00	0.00	0.00
营业利润	1601.74	3,382.09	6,955.09	8,552.34
加: 营业外收入	0.50	0.54	0.60	0.60
减: 营业外支出	2.31	2.51	2.23	2.50
利润总额	1599.94	3,380.12	6,953.46	8,550.44
减: 所得税	414.22	875.10	1,800.23	2,213.68
净利润	1,185.72	2,505.02	5,153.23	6,336.76
减: 少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	1,185.72	2,505.02	5,153.23	6,336.76
EPS(摊薄)	0.22	0.33	0.67	0.82

公司 2014-2016 年的 EPS 约为 0.33、0.67、0.82 元。我们认为，对比可比公司中金岭南等 30 倍动态 PE，合理价格应约为 9.9 元。

风险因素: (1) 当前国内电解铝产能利用率维持 80% 左右，处于历史较高水平，但行业产能明显过剩。受全球经济减速影响，电解铝需求增速下降、供应过剩，电解铝厂家减产及价格压力加大，资金周转紧张，必然影响氧化铝销售价格和回款，对氧化铝及上下游贸易行业产生影响。(2) 公司经营的商品铝土矿、氧化铝和铝锭属于国际贸易的大宗商品，国内价格和国际价格、期货价格高度接轨。上述商品市场除总体上受供求关系影响外，还受市场集中度、国际宏观政治经济变化、各国环保法规政策等多种因素综合影响，并且铝土矿、氧化铝和电解铝市场波动不一致，公司经营面临较大的市场风险。(3) 汇率波动风险。

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	煤炭、钢铁、公用事业	wangshubao@guodu.com
严凯	TMT行业	yankai@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
张葳	房地产	zhangweiwei@guodu.com	李晨光	医药	lichenguang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	张小强	农林牧渔	zhangxiaoqiang@guodu.com
刘苗	医药	liumiao@guodu.com	程广飞	金融工程	chengguangfei@guodu.com
尹德才	化工	yindecai@guodu.com			