

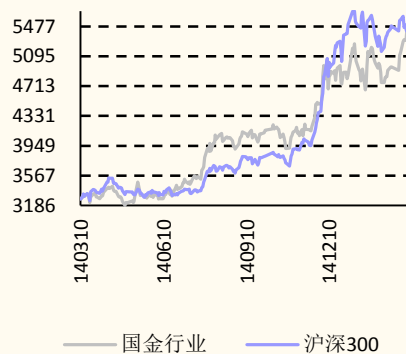
## 四通新材 (300428.SZ)

## 新股研究报告

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|          |         |
|----------|---------|
| 国金有色金属指数 | 5398.85 |
| 沪深300指数  | 3478.52 |



1. 《聚焦供给 心随风动》，2015.1.5

2. 《聚集供给,关注国企改革》，2014.12.29

3. 《铝业调研纪要：铝土矿短期不成问题》，2014.9.15

4. 《核电系列报告之二》，2014.9.11

5. 《包头稀土会议纪要与体会：喜忧参半》，2014.8.11

陈炳辉 分析师 SAC 执业编号：S1130514090003  
(8621)60230238  
chenbinghui@gjzq.com.cn

## 剑指全球龙头的中间合金厂商

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.728  | 0.965  | 0.857  | 1.001  | 1.096  |
| 每股净资产(元)    | 3.87   | 4.88   | 8.10   | 9.00   | 9.99   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.47   | 0.41   | 0.53   | 0.80   | 0.99   |
| 市盈率(倍)      | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 行业优化市盈率(倍)  | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    | N/A    |
| 净利润增长率(%)   | 7.35%  | 32.64% | 18.28% | 16.82% | 9.50%  |
| 净资产收益率(%)   | 18.80% | 19.77% | 10.58% | 11.12% | 10.96% |
| 总股本(百万股)    | 60.60  | 60.60  | 80.80  | 80.80  | 80.80  |

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 四通新材，专业从事中间合金类功能性合金新材料的研发、制造和销售，拥有超过 100 种的铝基中间合金产品，是国内最大的中间合金生产企业之一。产品主要用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑建材、食品医药包装等终端产品所需的中高端铝材加工。
- 铝中间合金具有良好的发展前景。铝中间合金可改善合金材料的性能，是生产铝材的关键原材料之一，应用于汽车制造、轨道交通、航空航天、电子电力等行业铝材的加工。我国铝中间合金行业固定资产投资少，企业规模小、技术水平低。由于技术等进入壁垒比较高，优势企业利润还比较好。预计 2015 年，我国铝基中间合金的需求量将从 2013 年的 16 万吨，增长至 23 万吨以上，年复合增速约 20%，市场规模将超过 48 亿元；全球铝基中间合金的需求量将超过 100 万吨，市场规模将超过 200 亿元。
- 公司是国内铝基中间合金行业龙头企业之一。2013 年公司在铝基中间合金市场上的市场占有率已近 14%。公司产品在国内、国外两个市场，获取了许多优质客户的认可。其中，公司的海外销售占营业收入的 30% 左右。国内外客户包括挪威海德鲁铝业、Hoesch Metals and Alloys GmbH，辽宁忠旺、东北轻合金、山东创新科技等公司。
- 公司技术实力突出，研发契合行业升级方向。公司拥有 4 项发明专利、10 项实用新型专利，14 项非专利技术。公司对用于高端装备制造业的中间合金进行了技术研发和准备，已成功研发出铝钕中间合金、铝锂中间合金等应用于航空航天等高端装备行业的铝合金材料，契合了铝加工业的升级方向。同时，公司也在加紧对铝钕锆、铜基中间合金等合金的研发。
- 公司剑指全球龙头，此次拟发行不超过 2020 万股，募集资金拟投资于年产 2.2 万吨功能性合金材料项目及补充与主营业务相关的营运资金。

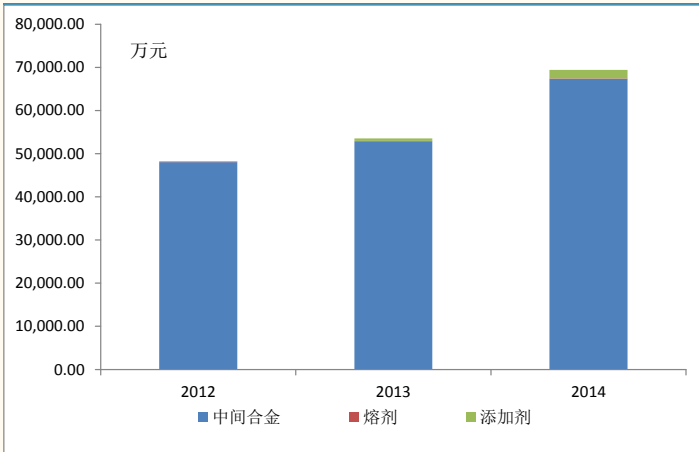
## 投资建议

- 盈利预测：我们预计，按发行 2020 万股摊薄后，公司 2015，2016 年的 EPS 分别为 0.86 和 1.00 元。申购价预计为 14.71 元。公司二次市场的合理估值应为 2015 年摊薄后 EPS 的 30-36 倍，对应的股价区间为 25.80 至 30.96 元。
- 风险提示：行业竞争加剧，毛利率下降风险，贸易摩擦与人民币贬值风险，技术风险等。

## 四通新材：国内铝基中间合金龙头企业

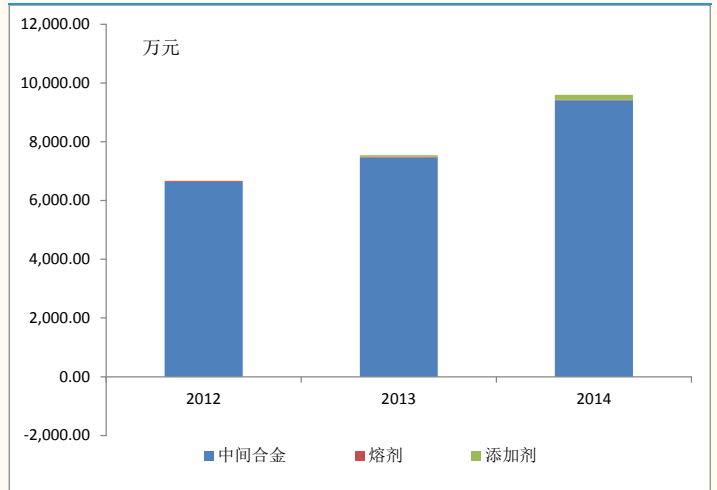
- 四通新材，专业从事中间合金类功能性合金新材料的研发、制造和销售，是国内最大的中间合金生产企业之一。公司的主营业务收入源于铝基中间合金的生产和销售，拥有超过 100 种的铝基中间合金产品。公司产品按照客户的规格和质量标准定制化生产，产品主要用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑建材、食品医药包装等终端产品所需的中高端铝材加工。
- 四通新材的产品以铝基中间合金为主，搭配也销售些熔剂和金属添加剂。在公司的销售收入与毛利结构当中，铝基中间合金都占据核心位置。

图表 1：公司营收情况



来源：国金证券研究所

图表 2：公司毛利情况



来源：国金证券研究所

- 四通新材的实际控制人为臧氏家族（包含公司前十位自然人股东），其控制了公司 99% 以上的股权。四通新材目前仅持有一家子公司四通科技，位于香港，从事公司原材料或产品的国际贸易。
- 目前公司的股本为 6060 万股，公司拟发行不超过 2020 万股，募集资金 26844 万元用于年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目等。

图表 3：公司发行前后的股权结构对比

| 股东名称         | 发行前             |                | 发行后             |                |
|--------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|              | 持股数量(万股)        | 持股比例           | 持股数量(万股)        | 持股比例           |
| 臧永兴          | 960.00          | 15.84%         | 960.00          | 11.88%         |
| 臧娜           | 900.00          | 14.85%         | 900.00          | 11.14%         |
| 臧永建          | 900.00          | 14.85%         | 900.00          | 11.14%         |
| 臧亚坤          | 900.00          | 14.85%         | 900.00          | 11.14%         |
| 臧永奕          | 600.00          | 9.90%          | 600.00          | 7.43%          |
| 臧永和          | 600.00          | 9.90%          | 600.00          | 7.43%          |
| 臧洁爱欣         | 600.00          | 9.90%          | 600.00          | 7.43%          |
| 臧立国          | 200.40          | 3.31%          | 200.40          | 2.48%          |
| 陈庆会          | 199.80          | 3.30%          | 199.80          | 2.47%          |
| 刘霞           | 139.80          | 2.31%          | 139.80          | 1.73%          |
| 北京和嘉瑞兴投资有限公司 | 60.00           | 0.99%          | 60.00           | 0.74%          |
| 社会公众投资者      | -               | -              | 2,020.00        | 25.00%         |
| <b>合计</b>    | <b>6,060.00</b> | <b>100.00%</b> | <b>8,080.00</b> | <b>100.00%</b> |

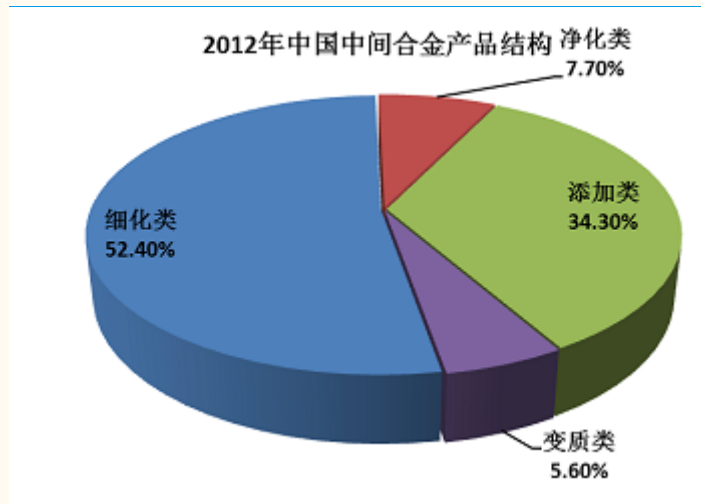
来源：国金证券研究所

## 铝基中间合金：依托铝加工，快速发展的原材料行业

### 行业简介与发展趋势

- 铝基中间合金可改善合金材料的性能。中间合金是指由一种金属做基体，与其他金属（包括过渡族元素和稀土）或非金属通过热熔和/或化学反应生成的具有特定功能的合金新材料。铝基中间合金是以铝做基体的中间合金，按照功能不同可分为晶粒细化类、金相变质类、金属净化类和元素添加类。如晶粒细化类中间合金，通过孕育处理向金属熔体提供晶格结构相近的异质形核质点，以大幅度提高金属结晶凝固过程中晶粒的形核机率，并阻碍晶粒长大，从而消除对性能有害的树枝状或羽毛状晶粒，将晶粒尺寸由毫米级细化到微纳米级，使金属力学性能、表面性能和冷热加工性能得到大幅提升。
- 铝基中间合金是生产变形铝合金和铸造铝合金的关键原材料之一，不能作为金属材料直接使用。
- 目前，我国的铝中间合金主要为晶粒细化类合金，其次为元素添加类，变质类与净化类占比较小。

图表 4：中间合金多为细化类合金，其次为添加类合金



来源：国金证券研究所

- **铝基中间合金应用广泛。**铝基中间合金可应用于汽车制造、轨道交通、航空航天、电子电力等行业铝材的加工当中，例如在汽车制造中，汽车轮毂、发动机、车体和其他零部件的制造过程中都使用了中间合金，在制造过程中，中间合金，通过细化铝合金的晶粒，对铝合金组织进行变质处理，从而提高金属性能。
- **我国铝基中间合金行业在 21 世纪初爆发，但当前仍面临行业分散，企业规模小、技术水平低等问题。**我国铝基中间合金孕育于上世纪 50 年代，但直到 90 年代才进入到产业化阶段，伴随我国铝工业的飞跃，铝基中间合金在 21 世纪初迅速发展。目前，铝基中间合金行业的市场需求预计在 16 万吨，行业内共有数百家企业，但大部分还都是中小企业，产量超过 1 万吨的企业少之又少。同时，国内企业研发能力普遍不足，中高端铝基中间合金供不应求，低水平重复建设导致低端产品产能过剩。
- **未来，铝基中间合金行业的年复合增速约 20%。**随着中国铝加工产业升级持续加速，据中国市场调查研究中心数据显示，预计 2015 年，我国铝基中间合金的需求量将从 2013 年的 16 万吨，增长至 23 万吨以上，年复合增速约 20%，市场规模将超过 48 亿元；全球铝基中间合金的需求量将超

过 100 万吨，市场规模将超过 200 亿元。铝基中间合金需求的增长主要有两个方面：

- 一是整个铝加工业的稳步增长。我国电解铝及铝材行业的产量将稳步增长，例如，2013 年，我国电解铝产量为 2194 万吨，而 2014 年电解铝的产量就已达到了 2438 万吨。未来，我国电解铝产量增速将保持在 8-10% 之间，由于电解铝基本上都以合金形态应用于下游，中间合金的用量至少会与电解铝的用量保持同步增长态势。
- 一是铝加工业需求结构升级，对铝材性能提出了更高的要求，中间合金的使用也会越来越多。特别是航空航天、交运装备等行业的需求不断提升，工业节能降耗要求提升，要求铝加工业产品的性能更加优异，而能耗则要更低，这将拓宽铝基中间合金的应用空间。

**行业特点：固定资产投入少，技术、客户壁垒比较高，利润还比较好**

- **中间合金行业需要一定的固定资产投入，但相比并不高。**铝中间合金行业的固定资产投入主要是房屋与建筑物，其次才为机器设备，关键的设备为电磁感应炉，其投资规模不大（国产的电磁炉，投资额只需几十万）。
- **铝基中间合金行业的技术与客户壁垒较高。**例如在技术壁垒方面，中间合金的生产与研制过程中，技术含量不低，特别是当前合金成分的发展趋势要求是含量高、偏析度低、组织均匀。同时，客户要求中间合金产品在使用过程中保持稳定性和均匀性，要达到这些要求需要积累较长期的经验。在客户壁垒方面，铝基中间合金的性能对铝加工最终产品的性能有着直接的影响，特别是在汽车、航空航天、电子电力等领域，产品的性能与稳定性要求较高，中间合金的客户都对供应商有严格的质量与准入要求，中间合金厂家要获得客户供货资格认证一般需耗时 1-2 年，且一旦建立合作关系，不会轻易变更。
- **在技术与客户门槛的保护下，铝基中间合金行业内，有技术与规模的企业利润水平较好。**行业内生产企业的利润水平存在较大差异，拥有雄厚的研发实力和先进的技术装备、能够生产高质量产品且规模化经营的生产企业，盈利稳定且利润水平普遍较高，并稳步上升，在上游电解铝生产和下游铝加工行业产能过剩，行业盈利下滑的情况下，形成铝基中间合金行业利润水平一枝独秀的局面。

**四通新材：布局高端产品，瞄准全球龙头**

**公司是国内最大的铝中间合金生产商之一**

- 公司成立于 1998 年，并于 2002 年开始进行铝基中间合金的研制与生产，并于 2005 年逐步转身铝基中间合金的生产，经过十余年的发展，铝基中间合金业务已成为公司的核心业务，目前，公司产品包括添加类、变质类、晶粒细化类、净化类等铝基中间合金产品，产品主要应用领域于铝深加工领域，终端客户为汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑铝型材等多个领域。目前，公司拥有超过 100 种的铝基中间合金产品，

图表 5：四通新材业务概况

| 产品简介                                      | 产品用途和功能   | 应用领域  | 主要客户   |
|---|---|---|--|
| 中间合金主要分为四类：<br>添加类<br>变质类<br>晶粒细化类<br>净化类 | <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 用于铝板、铝带、铝箔的晶粒细化，提高产品延展性能。</li> <li>➢ 用于工业铝型材和民用铝型材的晶粒细化，改变金相组织，提高产品强度。</li> <li>➢ 用于各种铝合金中的高熔点、易燃烧和稀贵金属的元素添加，降低成本，提高生产效率。</li> <li>➢ 用于特种合金（航空航天、高铁、军工）产品，提高金属强度，提升综合力学性能和加工性能。</li> </ul> | 主要应用领域为铝深加工领域（铸造合金仅占整个铝深加工领域较小的一部份），终端客户为汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑铝型材等多个领域。 | 德国 HC（全球知名金属贸易商，A 股上市公司云海金属的主要客户）；挪威海德鲁铝业（综合铝加工企业，挪威上市公司）；山东创辉（国内知名电工圆铝杆生产企业）；辽宁忠旺（HK.1333，亚洲第一大工业铝型材生产企业）；东北轻合金（高铁、航天、军用铝材，中铝总公司子公司）等 |

来源：国金证券研究所

- 公司已成为铝基中间合金市场中的龙头企业之一。2013 年，公司在铝基中间合金市场中的市场占有率已提升至近 14%。

图表 6：公司是铝基中间合金业内龙头企业，市场占有率不断提升，

| 项目        | 2011 年度 | 2012 年度 | 2013 年度 |
|-----------|---------|---------|---------|
| 公司国内销量（吨） | 11,720  | 16,774  | 22,191  |
| 国内总需求量（吨） | 124,000 | 139,000 | 161,000 |
| 公司国内占比    | 9.45%   | 12.07%  | 13.78%  |

来源：国金证券研究所

- 公司产能利用率已经非常高。在全国铝加工业快速增长的背景下，铝基中间合金行业也快速增长，公司抓住了行业发展机遇，自 2012 年以来，不断提升产能，其中 2013 年增加了 1 台，2014 年 6 月增加了 6 台电磁感应炉。然而即便如此，2014 年公司的产能利用率仍然达到了 100%。

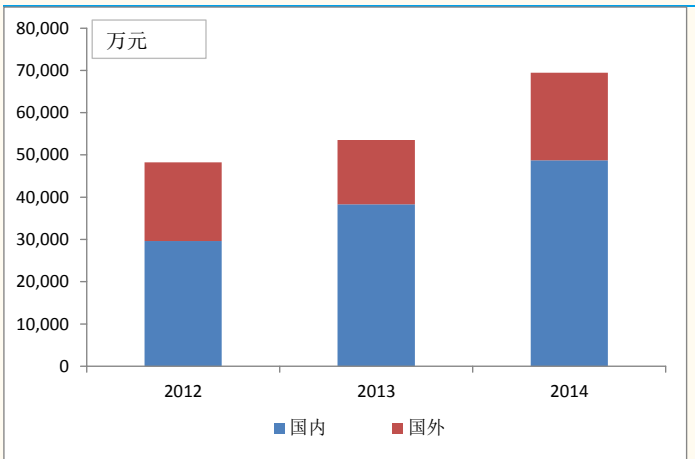
图表 7：公司产能不断提升，但利用率仍达极限

| 项目       | 2012   | 2013   | 2014   |
|----------|--------|--------|--------|
| 产能(吨)    | 25,277 | 30,410 | 37,760 |
| 产量(吨)    | 26,137 | 31,253 | 39,353 |
| 销量(吨)    | 25,819 | 30,574 | 38,970 |
| 销售收入(万元) | 48,038 | 52,853 | 67,351 |
| 产能利用率(%) | 103.4  | 102.77 | 104.22 |
| 产销率(%)   | 98.78  | 97.83  | 99.03  |

来源：国金证券研究所

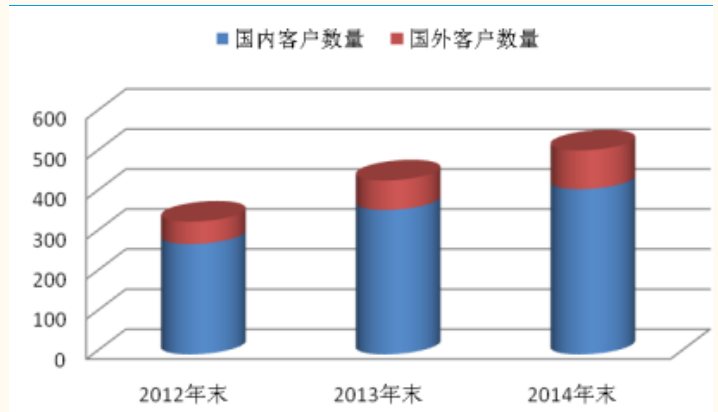
- 公司产品在国内、国外两个市场，获取了许多优质客户的认可。例如，公司的海外销售占公司营业收入的 30%左右。目前，公司已经与国内外知名的铝材生产商形成了稳定的供应关系，例如，挪威海德鲁铝业、Hoesch Metals and Alloys GmbH，辽宁忠旺、东北轻合金、山东创新科技，西安飞机工业铝材航材等公司。

图表 8: 海外市场是公司的重要市场, 贡献约 30% 收入



来源: 国金证券研究所

图表 9: 近两年公司客户分布

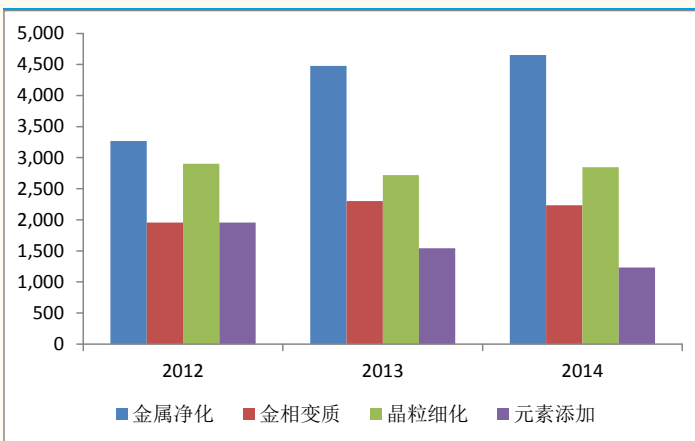


来源: 国金证券研究所

### 公司盈利能力较为稳定

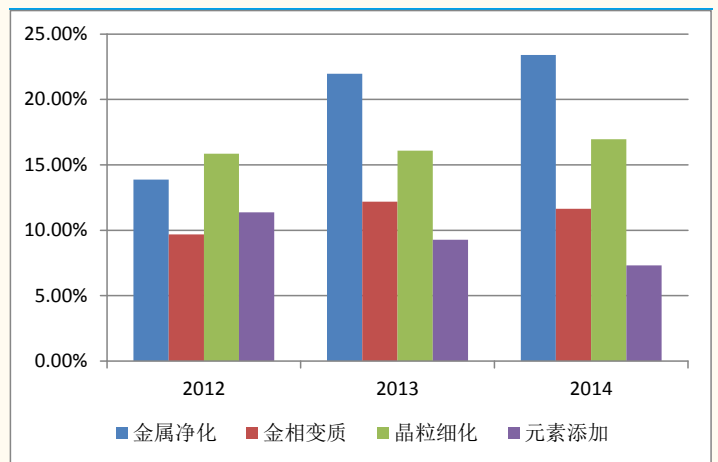
- 公司基本上采用“原材料价格+加工费”的定价模式, 原材料价格波动对行业内企业的冲击相对较小。例如, 近几年来, 国内外市场铝价持续下跌, 但公司一些产品的单位毛利额并没有出现下降, 公司的毛利率整体保持了稳定。

图表 10: 公司各类产品的单位毛利变化情况



来源: 国金证券研究所

图表 11: 公司各类产品毛利率整体稳定



来源: 国金证券研究所

- 公司成本主要是原材料成本、制造费用等, 其中原材料成本占比约 91%, 制造费用在 4.5% 左右。公司最主要的原材料为铝锭, 2014 年公司采购的铝锭达到了 3 万吨以上, 占生产成本的 60% 多, 此外, 钛、硅等也是公司的主要原材料。

### 公司战略指向全球中间合金龙头

- 公司战略目标瞄准, 全球最大的中间合金制造商之一。公司将全力实施高端技研、精益生产、全球销售的经营战略, 通过增加产品种类、细分产品等级、重点研发高端产品, 实现差异化经营, 满足未来市场需求。依靠专业化、规模化、领先技术提高市场占有率, 成为全球最大的中间合金功能材料制造商之一。
- 增加产品类型。公司在做大铝基系列主导产品的基础上, 着力研发铜基、镁基、锌基等系列产品, 力争到 2015 年实现产销量 4.6 万吨的经营目标。

- 加大科技资金投入，通过自主研发、合作开发和购买专利等途径不断提升技术实力。争取每年开发成功 3 种以上高端新产品、申请 1-3 项发明专利。

**技术实力较强，布局高端中间合金**

- 公司技术实力较强，公司自主研发了多项技术，在铝基中间合金的生产过程应用取得了良好的效果，提高了产品的性能。例如，公司拥有 4 项发明专利（另取得一项发明专利的使用权）、10 项实用新型专利，14 项非专利技术，7 项储备技术和 10 项正在研发的产品项目。

**图表 12：公司自主研发了多项核心技术**

| 序号 | 主要技术                  | 应用产品                         | 技术来源 | 所处阶段 |
|----|-----------------------|------------------------------|------|------|
| 1  | 自沉式除钙，硅速熔技术           | AlSi50 等                     | 自主研发 | 生产应用 |
| 2  | 坩埚梯度控温技术              | AlZr15, AlCr20 等             | 自主研发 | 生产应用 |
| 3  | 痕量杂质元素控制技术            | AlZr5, AlB3 等                | 自主研发 | 生产应用 |
| 4  | 熔体多频次净化处理技术、复合多角度搅拌技术 | 铝钛中间合金、铝锰中间合金、铝铁中间合金、铝钒中间合金等 | 自主研发 | 生产应用 |
| 5  | 易偏析合金的连铸、连轧棒材生产技术     | 铝硼中间合金、铝钛中间合金等               | 自主研发 | 生产应用 |
| 6  | 在线熔体净化处理技术            | 铝钛硼中间合金、铝钛碳中间合金等             | 自主研发 | 生产应用 |

来源：国金证券研究所

**图表 13：公司拥有 4 项发明专利**

| 序号 | 发明创造名称              | 申请人           | 专利证号             | 申请日期       |
|----|---------------------|---------------|------------------|------------|
| 1  | 铜镁中间合金的制备工艺         | 四通新材          | ZL201110240990.2 | 2011/08/20 |
| 2  | 一种低钠铝锂中间合金材料及其制备方法  | 四通新材、北京航空航天大学 | ZL201110442578.9 | 2011/12/26 |
| 3  | 一种铝及铝合金用无钠精炼剂及其生产方法 | 四通新材          | ZL201110240985.1 | 2011/08/20 |
| 4  | 一种铝热还原法制备铝钒中间合金的方法  | 四通新材、北京航空航天大学 | ZL201110288762.2 | 2011/09/26 |

来源：国金证券研究所

- 积极布局高端铝基中间合金需求扩张。
  - 随着铝加工材需求结构的升级，高端装备制造等行业对铝材的需求量和性能要求不断提升，也对铝基中间合金提出了更高性能与供应需求。高端铝基中间合金需求不断增长。
  - 公司提前对高端装备制造业的中间合金需求进行了技术研发和准备。目前已成功研发出铝钒中间合金、铝锂中间合金等应用于航空航天的铝合金材料。同时，公司也在加紧对铝钨钼、铜基中间合金等合金的研发。

**图表 14：研发成功的储备技术**

|            | 应用领域                           | 公司产品特点  |
|------------|--------------------------------|---|
| 铝钪中间合金     | 航空航天领域                         | 公司开发的铝钪中间合金成分精确，组织均匀，性能优异。                                    |
| 铝钛碳中间合金    | 晶粒细化剂                          | 铝钛碳作为一种新型的晶粒细化剂，在对铝及铝合金铸锭组织细化的同时，还能防止铬、锰、锆等元素对传统铝钛硼细化剂功能的不利影响 |
| 铝锂中间合金     | 飞机和航空航天产品                      | 公司成功开发出 AlLi5 和 AlLi10 中间合金，具有功能稳定、实收率高等优点。                   |
| 铝磷中间合金     | 应用于含硅量为 12%以上的铝硅合金中初晶硅的变质及细化处理 | 铝磷中间合金：杂质元素含量低、吸收率高，产品变质效果好、性能稳定，金属损耗小。                       |
| 铝锆钛碳四元中间合金 |                                | 它集锆的变质作用与铝钛碳的细化作用于一体，比单一的加入铝钛碳晶粒细化剂或铝锆变质剂的效果更显著。              |
| 铝钼中间合金     | 新型航空航天铝合金材料                    | 公司成功研制铝钼中间合金，其能够提高金属钼在铝中的溶解速度和均匀性，容易获得性能优异的耐高温铝合金材料。          |
| 铝铟中间合金     | 用于新型高强铝合金的研发和生产                | 公司自主研发了铝铟中间合金，铟元素含量在 5%-10%之间，在铝合金中添加微量的铟元素能够提高合金的强度          |

来源：国金证券研究所

- 因此，我们认为公司对铝加工业的产业升级做了充分的准备，随着铝加工升级推进，高端装备等行业铝材需求的释放，公司的产品结构与市场需求都有望改善。

### 募投项目

- 公司拟发行不超过 2020 万股，募集资金到位后，拟投资项目按轻重缓急用于年产 2.2 万吨功能性合金材料项目及补充与主营业务相关的营运资金。
  - 其中，“年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目”在扩大现有常规产品规模的基础上，继续完善产品结构，并开发高端铝基中间合金，如铝钪、铝钼、铝锂、铝磷等，从而提高公司的盈利水平和市场占有率。
  - 2.2 万吨功能性合金新材料项目在达产后将供应晶粒细化类合金 1.42 万吨，金属净化类 2500 吨，金相变质类 3750 吨，元素添加类 1550 吨。对包括铝钪、铝锂、铝钼、铝稀土等大量高端应用中间合金实现产业化。

**图表 15：公司募投项目**

| 序号 | 项目名称                | 固定资产投资 (万元) | 流动资金 (万元) | 募集资金投资总额 (万元)    | 项目实施主体 | 项目备案情况          |
|----|---------------------|-------------|-----------|------------------|--------|-----------------|
| 1  | 年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目 | 20,674.00   | 4,220.00  | 24,894.00        | 四通新材   | 清苑发改备字(2011)87号 |
| 2  | 与主营业务相关的营运资金项目      | -           | -         | 1,950.00         | 四通新材   | -               |
|    | <b>合计</b>           |             |           | <b>26,844.00</b> |        |                 |

来源：国金证券研究所

### 盈利预测与建议

#### 盈利预测

- 根据行业与公司的发展趋势，我们预计，按发行 2020 万股摊薄后，公司 2015、2016 年的 EPS 分别为 0.86 和 1.00 元。

图表 16: 盈利预测关键假设

|      |           | 2015     | 2016     | 2017      |
|------|-----------|----------|----------|-----------|
| 中间合金 | 销量 (吨)    | 46400.00 | 62000.00 | 75000.00  |
|      | 销售收入 (万元) | 80279.50 | 92161.00 | 102373.00 |
|      | 生产成本 (万元) | 69229.00 | 79543.00 | 88282.00  |
|      | 毛利率       | 13.77%   | 13.69%   | 13.76%    |
| 熔剂   | 销售收入 (万元) | 100      | 110      | 121       |
|      | 生产成本 (万元) | 75       | 82.5     | 90.75     |
| 添加剂  | 销售收入 (万元) | 3000     | 3300     | 3630      |
|      | 生产成本 (万元) | 2750     | 3025     | 3327.5    |

来源：国金证券研究所

### 建议

- 公司此次募集资金投资总额为 26844 万元，发行费用为 2871.58 万元，发行股本不超过 2020 万股，预计申购价为 14.71 元，对应 2015 和 2016 年摊薄后 EPS 的 PE 水平为 17 和 15 倍。
- 我们以二级市场公司同行的价格来确定公司合理的二级市场价格，我们认为，公司二级市场的合理估值应为 2015 年摊薄后 EPS 的 30-36，对应的股价区间为 25.80 至 30.96 元。

图表 17: 公司二级市场同行的估值状况

|      | EPS   |         |       |       | PE     |       |       | 每股净资产<br>MRQ | PB   |
|------|-------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------------|------|
|      | 2013A | 2014A/E | 2015E | 2016E | 2014   | 2015E | 2016E |              |      |
| 利源精制 | 0.68  | 0.85    | 1.01  | 1.29  | 30.54  | 25.79 | 20.17 | 7.34         | 3.54 |
| 罗普斯金 | 0.34  | 0.21    | 0.67  | 0.79  | 64.62  | 20.17 | 17.17 | 5.30         | 2.56 |
| 南山铝业 | 0.41  | 0.37    | 0.47  | 0.53  | 26.54  | 21.35 | 18.66 | 8.83         | 1.12 |
| 明泰铝业 | 0.15  | 0.37    | 0.52  | 0.76  | 40.80  | 28.69 | 19.84 | 6.44         | 2.34 |
| 博威合金 | 0.39  | 0.38    | 0.54  | 0.85  | 54.50  | 38.45 | 24.36 | 9.19         | 2.26 |
| 云海金属 | 0.09  | 0.10    | 0.18  | 0.29  | 140.10 | 76.51 | 46.22 | 3.17         | 4.24 |
| 均值   |       |         |       |       | 59.52  | 35.16 | 24.40 |              | 2.68 |
| 四通新材 | 0.73  | 0.96    | 0.86  | 1.00  |        |       |       | 4.88         |      |

来源：国金证券研究所

### 风险提示

- 行业竞争加剧风险，铝基中间合金行业固定资产投入相对较小，盈利能力较好，在铝加工业有可能进入产能过剩的背景下，新进入到行业中的企业可能会比较多，从而导致行业的集中度下降，竞争更趋激烈。
- 下游陷入产能过剩，下游压力之下，公司毛利率有下降风险。
- 贸易摩擦与人民币贬值风险，这将导致公司海外销售业务的拓展及其盈利能力。
- 技术风险，公司新产品开发能否成功具有不确定性，同时，公司技术也可能有扩散的风险。

## 附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元)          |            |            |            |            |            |              | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |            |            |            |            |            |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E      | 2017E        |                 | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E      | 2017E      |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>484</b> | <b>537</b> | <b>696</b> | <b>836</b> | <b>958</b> | <b>1,064</b> | 货币资金            | 64         | 52         | 76         | 291        | 286        | 296        |
| 增长率                   |            | 11.0%      | 29.5%      | 20.1%      | 14.6%      | 11.0%        | 应收款项            | 102        | 133        | 127        | 154        | 174        | 192        |
| 主营业务成本                | -417       | -462       | -600       | -722       | -828       | -919         | 存货              | 48         | 49         | 67         | 71         | 82         | 91         |
| %销售收入                 | 86.2%      | 85.9%      | 86.2%      | 86.4%      | 86.5%      | 86.4%        | 其他流动资产          | 5          | 6          | 28         | 30         | 33         | 36         |
| 毛利                    | 67         | 76         | 96         | 113        | 129        | 144          | 流动资产            | 218        | 240        | 298        | 546        | 574        | 614        |
| %销售收入                 | 13.8%      | 14.1%      | 13.8%      | 13.6%      | 13.5%      | 13.6%        | %总资产            | 71.6%      | 68.5%      | 60.2%      | 70.9%      | 67.5%      | 65.4%      |
| 营业税金及附加               | -1         | -1         | -2         | -2         | -2         | -3           | 长期投资            | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| %销售收入                 | 0.1%       | 0.3%       | 0.2%       | 0.3%       | 0.3%       | 0.3%         | 固定投资            | 32         | 48         | 145        | 173        | 227        | 276        |
| 营业费用                  | -9         | -9         | -11        | -13        | -16        | -17          | %总资产            | 10.6%      | 13.7%      | 29.3%      | 22.5%      | 26.7%      | 29.4%      |
| %销售收入                 | 1.8%       | 1.6%       | 1.5%       | 1.6%       | 1.6%       | 1.6%         | 无形资产            | 52         | 51         | 50         | 49         | 48         | 47         |
| 管理费用                  | -13        | -15        | -18        | -22        | -25        | -28          | 非流动资产           | 87         | 111        | 197        | 224        | 277        | 325        |
| %销售收入                 | 2.7%       | 2.8%       | 2.6%       | 2.6%       | 2.6%       | 2.6%         | %总资产            | 28.4%      | 31.5%      | 39.8%      | 29.1%      | 32.5%      | 34.6%      |
| 息税前利润 (EBIT)          | 44         | 51         | 65         | 76         | 86         | 97           | <b>资产总计</b>     | <b>305</b> | <b>351</b> | <b>495</b> | <b>770</b> | <b>851</b> | <b>939</b> |
| %销售收入                 | 9.2%       | 9.4%       | 9.4%       | 9.1%       | 9.0%       | 9.1%         | 短期借款            | 80         | 70         | 90         | 0          | 0          | 0          |
| 财务费用                  | -4         | -7         | -6         | -5         | -1         | -1           | 应付款项            | 24         | 25         | 50         | 46         | 53         | 59         |
| %销售收入                 | 0.7%       | 1.2%       | 0.9%       | 0.5%       | 0.1%       | 0.1%         | 其他流动负债          | 13         | 12         | 7          | 17         | 18         | 18         |
| 资产减值损失                | -1         | -1         | -2         | 0          | 0          | -1           | 流动负债            | 117        | 107        | 146        | 63         | 71         | 78         |
| 公允价值变动收益              | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 长期贷款            | 0          | 0          | 37         | 37         | 37         | 38         |
| 投资收益                  | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 其他长期负债          | 0          | 10         | 15         | 16         | 16         | 16         |
| %税前利润                 | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%         | <b>负债</b>       | <b>117</b> | <b>117</b> | <b>199</b> | <b>115</b> | <b>124</b> | <b>131</b> |
| 营业利润                  | 40         | 43         | 58         | 71         | 85         | 94           | <b>普通股股东权益</b>  | <b>188</b> | <b>235</b> | <b>296</b> | <b>654</b> | <b>727</b> | <b>807</b> |
| 营业利润率                 | 8.4%       | 7.9%       | 8.3%       | 8.5%       | 8.9%       | 8.9%         | 少数股东权益          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          |
| 营业外收支                 | 7          | 9          | 10         | 10         | 10         | 10           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>305</b> | <b>351</b> | <b>495</b> | <b>770</b> | <b>851</b> | <b>939</b> |
| 税前利润                  | 47         | 52         | 68         | 81         | 95         | 104          | <b>比率分析</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 利润率                   | 9.8%       | 9.6%       | 9.8%       | 9.7%       | 9.9%       | 9.8%         |                 | 2012       | 2013       | 2014       | 2015E      | 2016E      | 2017E      |
| 所得税                   | -6         | -7         | -9         | -12        | -14        | -16          | <b>每股指标</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 所得税率                  | 13.4%      | 14.5%      | 13.8%      | 15.0%      | 15.0%      | 15.0%        | 每股收益            | 0.678      | 0.728      | 0.965      | 0.857      | 1.001      | 1.096      |
| 净利润                   | 41         | 44         | 59         | 69         | 81         | 89           | 每股净资产           | 3.101      | 3.872      | 4.883      | 8.096      | 8.997      | 9.992      |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 每股经营现金净流        | 0.284      | 0.472      | 0.411      | 0.529      | 0.803      | 0.991      |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>41</b>  | <b>44</b>  | <b>59</b>  | <b>69</b>  | <b>81</b>  | <b>89</b>    | 每股股利            | 0.000      | 0.000      | 0.000      | 0.100      | 0.100      | 0.100      |
| 净利率                   | 8.5%       | 8.2%       | 8.4%       | 8.3%       | 8.4%       | 8.3%         | <b>回报率</b>      |            |            |            |            |            |            |
|                       |            |            |            |            |            |              | 净资产收益率          | 21.87%     | 18.80%     | 19.77%     | 10.58%     | 11.12%     | 10.96%     |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |            |            |            |            |            |              | 总资产收益率          | 13.47%     | 12.56%     | 11.83%     | 8.99%      | 9.50%      | 9.43%      |
|                       |            |            |            |            |            |              | 投入资本收益率         | 14.38%     | 14.17%     | 13.32%     | 9.35%      | 9.60%      | 9.71%      |
| 净利润                   | 41         | 44         | 58         | 69         | 81         | 89           | <b>增长率</b>      |            |            |            |            |            |            |
| 少数股东损益                | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 主营业务收入增长率       | 25.91%     | 10.97%     | 29.54%     | 20.08%     | 14.61%     | 11.04%     |
| 非现金支出                 | 5          | 7          | 8          | 13         | 17         | 23           | EBIT 增长率        | 9.80%      | 13.50%     | 29.40%     | 16.33%     | 13.43%     | 11.93%     |
| 非经营收益                 | 3          | 6          | 6          | -5         | -7         | -7           | 净利润增长率          | 15.01%     | 7.35%      | 32.64%     | 18.28%     | 16.82%     | 9.50%      |
| 营运资金变动                | -32        | -28        | -47        | -35        | -26        | -24          | 总资产增长率          | 45.70%     | 15.13%     | 40.81%     | 55.58%     | 10.54%     | 10.37%     |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>17</b>  | <b>29</b>  | <b>25</b>  | <b>43</b>  | <b>65</b>  | <b>80</b>    | <b>资产管理能力</b>   |            |            |            |            |            |            |
| 资本开支                  | -46        | -34        | -57        | -30        | -60        | -60          | 应收账款周转天数        | 41.6       | 44.3       | 43.1       | 43.0       | 42.0       | 42.0       |
| 投资                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 存货周转天数          | 37.7       | 38.3       | 35.3       | 36.0       | 36.0       | 36.0       |
| 其他                    | 0          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0            | 应付账款周转天数        | 21.3       | 16.2       | 19.4       | 20.0       | 20.0       | 20.0       |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-46</b> | <b>-34</b> | <b>-57</b> | <b>-30</b> | <b>-60</b> | <b>-60</b>   | 固定资产周转天数        | 24.5       | 20.7       | 69.1       | 69.7       | 77.5       | 83.2       |
| 股权募资                  | 0          | 0          | 0          | 297        | 0          | 0            | <b>偿债能力</b>     |            |            |            |            |            |            |
| 债权募资                  | 45         | -10        | 57         | -90        | 1          | 1            | 净负债/股东权益        | 8.37%      | 7.51%      | 17.13%     | -38.82%    | -34.21%    | -31.97%    |
| 其他                    | -4         | 3          | -1         | -6         | -11        | -11          | EBIT 利息保障倍数     | 12.5       | 7.5        | 10.8       | 16.5       | 77.4       | 84.9       |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>41</b>  | <b>-7</b>  | <b>56</b>  | <b>202</b> | <b>-10</b> | <b>-10</b>   | 资产负债率           | 38.41%     | 33.21%     | 40.18%     | 14.99%     | 14.55%     | 14.01%     |
| <b>现金净流量</b>          | <b>12</b>  | <b>-12</b> | <b>24</b>  | <b>215</b> | <b>-5</b>  | <b>10</b>    |                 |            |            |            |            |            |            |

来源：公司年报、国金证券研究所

**定价区间的说明：**

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；  
目标价格：预期未来 6—12 个月内该股票目标价格区间；  
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,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,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。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用;非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: 021-61620767

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD