

日期: 2015年3月11日

行业: 有色金属冶炼和压延加工业



朱立民

021-53519888-1907



zhulimin@shzq.com

执业证书编号: S0870510120002

IPO 发行价 RMB 14.71 元
上市合理定价 RMB 28.80~34.56 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (万股)	2020
发行后总股本 (万股)	8080
发行数量占发行后总股本	25.0%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	兴业证券

主要股东 (IPO 前)

臧永兴	15.84%
臧娜	14.85%
臧永建	14.85%
臧亚坤	14.85%

收入结构 (2014)

中间合金	96.77%
添加剂	2.83%
熔剂	0.14%

报告编号: ZLM15-NSP04

首次报告日期: 2015年3月11日

小有特色的铝基中间合金企业

■ 投资要点:

公司为有色金属冶炼和压延加工业中的铝基中间合金加工企业

公司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,公司产品广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑铝型材、食品医药包装等领域。

募投项目为年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目

项目将新增铝基中间合金产能 2.2 万吨。其中两个生产车间相关设备已于 2014 年六月份进入试生产期,新增中间合金年产能 1.26 万吨。

盈利预测

2012 年-2014 年,公司营业收入的复合增长率达到 19.89%,公司保守估计 2015 年-2016 年营业收入复合增长率约为 15%左右,2016 年公司营业收入将达到 92,042.15 万元,

预计募投项目的建设进度,初步预计 2015-2016 年归属于母公司的净利润将实现变化 18%和 9%,相应的稀释后每股收益为 0.85 元和 0.93 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况,我们认为给予四通新材合理的定价为 28.80 元-34.56 元,对应 2014 年每股收益的 40~48 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	48,417	53,727	69,597	83,328	92,042
年增长率 (%)	26%	11%	30%	20%	10%
归属于母公司的净利润	4,112	4,431	5,830	6,890	7,494
年增长率 (%)	15%	8%	32%	18%	9%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.51	0.55	0.72	0.85	0.93

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 发行人的行业分类及简况

公司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，是中国最大的中间合金生产企业之一。

公司生产的铝基中间合金产品主要包括：晶粒细化类中间合金、金相变质类中间合金、金属净化类中间合金、元素添加类中间合金等。公司产品广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、建筑铝型材、食品医药包装等领域。

根据我国国民经济行业分类标准，公司主营业务属“有色金属合金制造”（C3240）；根据中国证监会发布的《上市公司行业分类指引（2012年修订）》，公司主营业务属“有色金属冶炼和压延加工业”（C32）。具体而言，公司所处铝基中间合金行业是有色金属合金制造业的一个细分子行业。

● 行业前景

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超过23万吨，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。

● 行业竞争结构及公司的地位

到上世纪90年代，我国中间合金产品才开始真正产业化生产，应用于各种铝加工和其他高端金属材料制造，尤其在汽车制造行业发挥重要作用。

目前，我国铝基中间合金生产企业已经超过百家，但从全行业来看，大部分仍为中小企业。绝大多数企业从事低端中间合金生产，同质化竞争严重，新型高端铝基中间合金的研发和生产仍与国外有一定差距。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，河北省2012年度创新型企业，河北省第七届最具成长性企业，安全生产标准化二级企业，并通过了ISO9001质量管理体系和ISO14001环境管理体系认证。公司拥有省级的“企业技术中心”，是“中国有色金属工业协会”会员单位、“钛工业进展”常务理事单位、“中国材料进展”常务理事单位。由公司参与起草的《铝中间合金国家标准（GB/T 27677-2011）》已于2012年10月1日起实施。此外，公司已经通过“武器装备科研生产单位三级保密资格”审查认证。公司现拥有4项发明专利、10项实用新型专利、14项非专利技术。

目前，公司中间合金年生产能力超过4万吨，产品种类超过100种。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身是由河北四通新型金属材料有限公司，2011年3月24日经整体变更改制设立四通新材。

公司十名自然人股东均属于臧氏家族。共同持有公司股份合计99.01%，是公司的实际控制人。

表 1：公司的股东及实际控制人情况（单位：万股、%）

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数	持股比例	持股数	持股比例
1	臧永兴	960	15.84%	960	11.88%
2	臧娜	900	14.85%	900	11.14%
3	臧永建	900	14.85%	900	11.14%
4	臧亚坤	900	14.85%	900	11.14%
5	臧永奕	600	9.90%	600	7.43%
6	臧永和	600	9.90%	600	7.43%
7	臧洁爱欣	600	9.90%	600	7.43%
8	臧立国	200	3.31%	200	2.48%
9	陈庆会	200	3.30%	200	2.47%
10	刘霞	140	2.31%	140	1.73%
11	北京和嘉瑞兴投资有限公司	60	0.99%	60	0.74%
12	社会公众投资者	-	-	2020	25.00%
	合计	6060	100.00%	8080	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014		2013年		2012年		2011年	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
中间合金	67,351	97.0%	52,853	98.7%	48,038	99.6%	38,130	99.7%
添加剂	1,973	2.8%	548	1.0%	44	0.1%		0.0%
熔剂	101	0.1%	129	0.2%	154	0.3%	117	0.3%
合计	69,424	100.0%	53,530	100.0%	48,235	100.0%	38,247	100.0%

资料来源：公司招股意向书

表 3：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2014		2013年		2012年		2011年
	金额	变动率	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	69,597	29.5%	53,727	11.0%	48,417	25.9%	38,453
营业利润	5,754	34.6%	4,276	5.6%	4,049	11.9%	3,617
利润总额	6,771	30.7%	5,180	9.1%	4,749	15.7%	4,105
归属于母公司股东的净利润	5,830	31.6%	4,431	7.8%	4,112	14.7%	3,586

资料来源：公司招股意向书等；

表 4: 公司主要产品的产量、销量及产销率

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

资料来源: 公司招股意向书等;

表 5: 公司分产品的毛利构成情况 (单位: 万元)

设备	2014 年	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入 (万元)				
中间合金	67,351	52,853	48,038	38,130
添加剂	1,973	548	44	
熔剂	101	129	154	117
合计	69,597	53,727	48,417	38,453
营业成本				
中间合金	57,948	45,386	41,406	32,319
添加剂	1,806	497	44	
熔剂	77	105	116	102
合计	59,985	46,167	41,734	32,621
毛利				
中间合金	9,403	7,467	6,632	5,811
添加剂	167	51	-1	
熔剂	24	24	38	15
合计	9,612	7,561	6,683	5,832
毛利率 (%)				
中间合金	13.96	14.13	13.81	15.24
添加剂	8.46	9.35		
熔剂	23.50	18.58	24.84	13.06
综合毛利率	13.81	14.07	13.80	15.17

资料来源: 公司招股意向书等;

● 募投资项目

表 6: 公司 IPO 募集资金项目概况

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)
1	年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目	20,674	4,220	24,894
2	与主营业务相关的营运资金项目	-	-	1,950
	合计			26,844

资料来源: 公司招股意向书

1) 年产 2.2 万吨功能性合金新材料项目

项目拟由公司在河北省清苑经济开发区兴建，项目将新增铝基中间合金产能 2.2 万吨。项目总投资 24,894 万元，建设期为两年。

目前进展情况：公司已经完成厂址选择、可研报告报批、环境影响评价及建筑设计等工作，为满足日益增加的订单需求，公司已开始使用自筹资金对募投项目部分工程进行建设。截至 2014 年底，其中 4 个生产车间、3 个库房、1 个办公楼已经基本建成，其中两个生产车间相关设备已于 2014 年六月份进入试生产期，新增中间合金年产能 1.26 万吨。

三、公司财务状况及盈利预测

● 业绩预测

2012 年-2014 年，公司营业收入的复合增长率达到 19.89%，公司保守估计 2015 年-2016 年营业收入复合增长率约为 15% 左右，2016 年公司营业收入将达到 92,042.15 万元，

预计募投项目的建设进度，初步预计 2015-2016 年归属于母公司的净利润将实现变化 18% 和 9%，相应的稀释后每股收益为 0.85 元和 0.93 元。

表 7 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	48,417	53,727	69,597	83,328	92,042
营业总成本	44,372	49,467	63,823	76,112	83,966
营业成本	41,734	46,167	59,985	71,820	79,331
营业税金及附加	65	137	160	167	184
销售费用	863	856	1,077	1,325	1,463
管理费用	1,305	1,517	1,840	2,333	2,577
财务费用	355	670	604	417	460
资产减值损失	50	119	156	50	-50
其他经营收益	4	15	-21	0	0
投资净收益	3	20	-21	0	0
营业利润	4,049	4,276	5,754	7,216	8,076
加：营业外收入	753	904	1,024	900	750
减：营业外支出	52	0	7	10	10
利润总额	4,749	5,180	6,771	8,106	8,816
减：所得税	637	749	940	1,216	1,322
净利润	4,112	4,431	5,830	6,890	7,494
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	4,112	4,431	5,830	6,890	7,494
发行后总股本（万股）	8,080	8,080	8,080	8,080	8,080
摊薄 EPS	0.51	0.55	0.72	0.85	0.93

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

主要原材料价格变动的风险

公司生产经营所需的主要原材料之一为电解铝，报告期内电解铝成本占营业成本的比例约为 70% 左右。

公司产品价格采用原材料价格与加工费相结合的定价方式，在一定程度上可有效规避原材料价格波动带来的风险，电解铝价格的波动不会对公司的产品销量产生显著影响。

但是电解铝价格上涨，将导致公司原材料及产品价格上涨，使公司的原材料及在产品占用更多的流动资金，增加公司流动资金压力；电解铝价格下跌，将导致公司原材料及产品价格下跌，使公司原材料及在产品对流动资金的占用减少，减轻公司流动资金压力。

如果电解铝价格小幅、不持续的波动，在现有的销售定价方式下，公司能够将原材料价格变动向客户传导并体现在产品售价上，保证了公司的利润水平。但如果电解铝价格持续、大幅、单方向波动，公司不能将原材料价格的变动完全和及时地转移，则会对公司的加工费水平及毛利率等造成一定的影响。因此，公司面临原材料价格波动的风险。

税收优惠政策发生变化的风险

1) 企业所得税税收优惠

公司作为高新技术企业，享受 15% 的所得税税收优惠政策。本公司作为高新技术企业，2012 年度、2013 年度和 2014 年度享受的企业所得税税收优惠金额分别为 467.52 万元、486.83 万元和 632.65 万元，分别占当期净利润的 11.37%、10.99% 和 10.85%。

2) 增值税税收优惠

根据财政部、国家税务总局颁发的财税[2007]92 号《关于促进残疾人就业税收优惠政策的通知》规定，“对安置残疾人单位的增值税和营业税政策：实际安置的每位残疾人每年可退还的增值税或减征的营业税的具体限额，由县级以上税务机关根据单位所在区县（含县级市、旗，下同）适用的经省（含自治区、直辖市、计划单列市，下同）级人民政府批准的最低工资标准的 6 倍确定，但最高不得超过每人每年 3.5 万元”。公司是经河北省民政厅批准的社会福利企业，自 2007 年 7 月 1 日起，享受此优惠政策。公司 2012 年度、2013 年度和 2014 年度实际收到的安置残疾人增值税退税金额分别为 187.54 万元、445.38 万元和 264.83 万元，分别占当期净利润的 4.56%、10.05% 和 4.54%。其中，2012 年度收到增值税退税金额中包括 2011 年度应退税额 55.71 万元，2013 年度收到增值税退税金额中包括 2012 年应退税额 183.75 万元，2014 年度收到增值税退税金额中包括 2013 年应退税额 48.42 万元。

上述税收优惠政策对公司的发展、经营业绩起到一定的促进作用，若国家调整有关高新技术企业及残疾人就业的相关优惠政策，可能会在一定

程度上影响公司的盈利水平。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均动态市盈率为 **55.6** 倍，2014 年平均动态市盈率 **42.9** 倍；最近上市的创业板股票中，2013 年平均动态市盈率为 **69.5** 倍、2014 年平均动态市盈率 **54.1** 倍。

表 8： 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率			P/B
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
601677.SH	明泰铝业	15.02	0.14	0.37	0.52	105.6	40.7	28.6	2.3
600888.SH	新疆众和	7.94	0.14		0.13	58.5		59.8	1.4
600219.SH	南山铝业	10.39	0.36	0.37	0.47	28.5	27.8	22.3	1.2
300337.SZ	银邦股份	15.04	0.20	0.21	0.32	74.3	71.3	46.6	3.2
002578.SZ	闽发铝业	19.46	0.27			72.5			3.4
002333.SZ	罗普斯金	13.40	0.34	0.32	0.67	38.9	41.4	19.9	2.5
002082.SZ	栋梁新材	10.84	0.47			23.1			2.0
002501.SZ	利源精制	27.11	0.62	0.81	0.97	43.8	33.4	27.9	3.7
国内同行业整体平均						55.6	42.9	34.2	2.5

数据来源：Wind (3月11日最新价)

表 9： 最近上市创业板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
300417.SZ	南华仪器	51.61	0.71	0.75	0.88	1.06	73.1	69.2	58.9	48.7
300418.SZ	昆仑万维	67.22	1.56	1.30	1.71	2.31	43.2	51.9	39.3	29.1
300419.SZ	浩丰科技	103.84	1.26	1.32	1.54	1.85	82.2	78.5	67.4	56.0
300420.SZ	五洋科技	26.89	0.48	0.52	0.40	0.44	56.1	51.7	66.5	61.0
300421.SZ	力星股份	22.86	0.44	0.62	0.54	0.61	51.4	36.7	42.5	37.2
300422.SZ	博世科	41.10	0.45	0.67	0.68	0.85	91.0	61.3	60.7	48.2
300423.SZ	鲁亿通	29.69	0.38	0.65	0.59	0.67	79.1	45.7	50.7	44.0
300425.SZ	环能科技	51.68	0.82	1.00	0.96	1.14	62.7	51.7	53.9	45.3
300426.SZ	唐德影视	87.98	0.80	1.43	1.41	1.83	110.2	61.5	62.3	48.2
300427.SZ	红相电力	27.78	0.60	0.85	0.72	0.78	46.4	32.7	38.6	35.6
平均值							69.5	54.1	54.1	45.3

资料来源：Wind；股价以 3 月 11 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况，我们认为给予**四通新材**合理的

定价为 28.80 元-34.56 元，对应 2014 年每股收益的 40~48 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 朱立民

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。