

# 怡球资源 (601388)

## 铝价上涨弹性大，业绩反转估值低

### 废铝回收分选冶炼龙头

公司主业是回收汽车、建筑建材、机械、电器等淘汰下来的铝合金部件、产品，再进行分选、熔炼、浇注等生产工序制造出替代电解铝的包括 ADC12 在内的铝合金产品。主要用于汽车、电器、建筑、机械、交通等行业。近两年汽车行业收入占比接近 50%，三大日系品牌以及东风、奇瑞都是他的客户。公司拥有合计约 65 万吨再生铝锭生产能力，年产约 60 万吨金属的拆解分类回收能力。其再生铝合金锭产能位列全国第一。

### 废铝供应大增，充分受益铝价上涨

公司铝业务利润来源主要在于废铝和电解铝的价差，俗称废精铝差。近年来，随着国内废铝产量不断加大，同时海外废铝产量居高不下，增大的供应和持续上升的需求（近年来国内铝消费年均增速维持在 9%）导致废精铝差逐渐自 2016 年 7 月从正转负以来不断拉大，公司的毛利率水平也随着价差拉大而不断上升。我们判断，未来随着中国大量汽车进入报废期，中国废铝的回收期已经到来，国内废铝供应有望从 10% 增长提升到 15% 增速，而另一端电解铝价格则有望随着供给侧改革的不断推进有望迎来牛市，怡球资源作为国内最大的废旧铝回收分选冶炼公司，将充分享受这一过程带来的利润增加，考虑到公司现有 60 万吨产能利用率才近一半，一旦公司解决废铝来源渠道问题，弹性值得期待。

### 汽车拆解千亿市场爆发近在眼前

根据《国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定（征求意见稿）》，报废汽车回收业不再纳入特种行业管理。允许报废汽车“五大总成”交给再制造企业，明确禁止任何单位或者个人利用报废汽车“五大总成”及其他零配件拼装汽车，禁止报废汽车整车、拼装车进入市场交易或者以其他任何方式交易。单辆报废汽车中，90% 以上的钢铁或有色金属等零部件都可以通过拆解、再制造实现回收及进一步利用，玻璃塑料等回收重复使用率也可达到 50%。日本的汽车用 ADC12 铝合金基本都是用废铝生产。目前我国汽车报废回收率仅为保有量 1%，远低于发达国家 5-7% 水平，公司收购的 EMA 后拥有了全套先进的汽车拆解、分类回收技术，作为国内汽车拆解市场打开的潜在最受益者，公司未来拆解业务潜力巨大。

### 铝板块的优选标的：低估值+业绩反转

公司预计 2017 年上半年实现净利润 1.7-1.9 亿元，去年同期为亏损约 1200 万。前两季度扣非净利润为 5190 万和 6600-8600 万，业绩扭转迹象明显。考虑未来公司北美业务整合以及铝价上涨。预计公司 2017 年-2019 年净利润分别为 4.04 亿、5.51 亿、7.02 亿元。对应 PE 分别为 21.6、15.8、12.4 倍，首次覆盖，给予增持评级。

**风险提示：**铝价大幅下跌，汽车拆解、废铝等国家政策变化

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,490.39	3,766.84	6,026.95	7,533.69	9,040.43
增长率(%)	(19.09)	7.92	60.00	25.00	20.00
EBITDA(百万元)	140.21	202.35	552.40	715.57	925.63
净利润(百万元)	9.75	25.85	403.82	551.37	701.64
增长率(%)	(67.60)	165.10	1,462.24	36.54	27.25
EPS(元/股)	0.00	0.01	0.20	0.27	0.35
市盈率(P/E)	895.30	337.72	21.62	15.83	12.44
市净率(P/B)	4.14	4.00	3.22	2.69	2.23
市销率(P/S)	2.50	2.32	1.45	1.16	0.97
EV/EBITDA	88.38	41.37	18.41	12.86	10.63

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4.31 元
目标价格	5.5 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	2,025.40
流通 A 股股本(百万股)	2,025.40
A 股总市值(百万元)	8,729.47
流通 A 股市值(百万元)	8,729.47
每股净资产(元)	1.13
资产负债率(%)	47.79
一年内最高/最低(元)	23.80/3.32

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 废铝回收分选冶炼龙头.....	3
1.1. 再生铝合金锭国内龙头.....	3
1.2. 领先的技术优势.....	4
1.3. 国内汽车拆解业务的领先者.....	4
2. 上游废铝供应大增，充分受益铝价上涨.....	5
2.1. 我国废铝产量进入快速上升期，上游原料供应大幅增加.....	5
2.2. 我国再生铝产能受制于各种因素增速下降.....	6
2.3. 推演：废铝料过剩和铝供给侧改革会引发再生铝行业怎样的变化？.....	7
2.4. 怡球资源充分受益于废精价差拉大.....	7
3. 汽车拆解千亿市场爆发尽在眼前.....	8
3.1. 报废汽车回收率进入快速提升期，千亿市场爆发即将到来.....	9
3.2. 怡球资源是汽车回收拆解领先者.....	10
4. 投资建议：业绩反转的低估值标的.....	12
5. 风险提示.....	13

## 图表目录

图 1：怡球资源主要结构.....	3
图 2：我国的报废汽车行业发展迅速.....	4
图 3：我国废铝料回收量（万吨）.....	5
图 4：我国废铝年度进口量（万吨）及同比增速（%）.....	6
图 5：我国再生铝年产量及同比增速.....	7
图 6：废铝料（90-92%破碎熟铝）与铝锭价差图（不含税 元/吨）.....	8
图 7：怡球资源近 5 年毛利率水平（%）.....	8
图 8：Metalico 属于公司产业链上游.....	9
图 9：美国汽车使用再制造零件比例（%）.....	10
图 10：Metalico 的收入构成（2014 年 %）.....	11
表格 1 公司历年市占率（单位：万吨）.....	4
表格 2：怡球资源技术领先.....	4
表格 3：单辆报废汽车价值量估算（未考虑再制造）.....	9
表格 4：2020 年汽车回收市场规模预测.....	9
表格 5：我国报废机动车回收潜力巨大，而现有拆解企业、网点数都严重滞后.....	10
表格 6：Metalico 丰富的并购整合经验非常适用分散的中国市场.....	12
表格 7：关键假设表.....	13

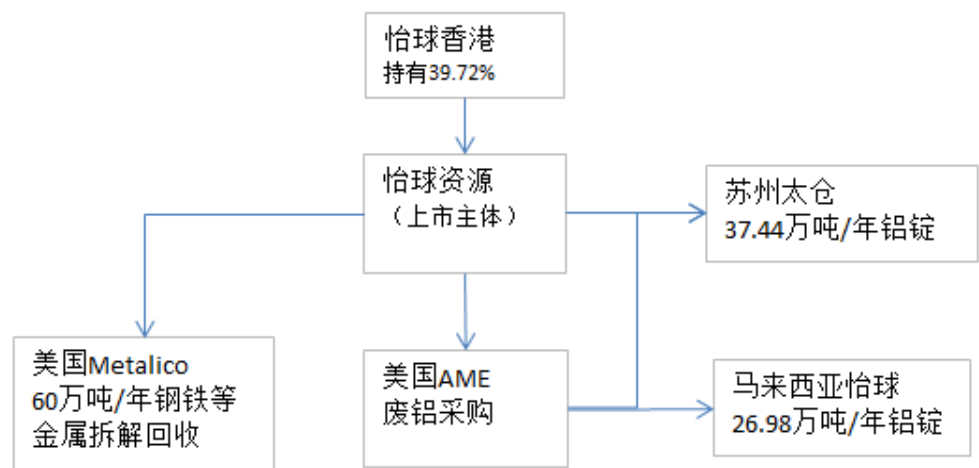
## 1. 废铝回收分选冶炼龙头

公司起源于实际控制人黄崇胜、林胜枝夫妇与 2001 年设立的怡球金属（太仓）有限公司，最早可以追溯到 1984 年设立的马来西亚怡球，经过三十多年发展，公司发展成为回收汽车、建筑建材、机械、电器等淘汰下来的铝合金部件、产品以及生产过程中的铝渣、边角料等各方面废铝资源，再进行分选、熔炼、浇注等生产工序制造出替代电解铝的包括 ADC12 在内的铝合金产品，广泛用于汽车、电器、建筑、机械、交通等行业的再生铝龙头企业。

公司铝锭产品在伦敦金属交易所注册，表明质量满足国际市场的标准，另外公司 2016 年完成收购的美国 Metalico 主营含铁及非含铁废金属材料回收（包括铝），催化式排气净化器去壳业务以及废金属交易业务。

近两年汽车行业收入占比接近 50%，三大日系品牌以及东风、奇瑞都是他的客户。公司拥有合计约 65 万吨再生铝锭生产能力，年产约 60 万吨金属的拆解分类回收能力。其再生铝合金锭产能位列全国第一。

图 1：怡球资源主要结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.1. 再生铝合金锭国内龙头

公司目前拥有江苏太仓、马来西亚两个合计产能约 65 万吨的再生铝合金锭生产基地，以及废旧铝回收子公司美国 AME，公司用于生产的原料是废旧铝。其中 60-70%来自于美国进口，美国作为全球废旧铝最大来源国，也是公司长期的最大稳定原料来源。同时公司在马来西亚、新加坡等东南亚国家也有完善的回收体系用于保障马来西亚怡球的 27 万吨铝锭年产能的原料。

公司是国内再生铝的龙头企业。国内再生铝企业上千家，产能 10 万吨以上的企业较少，公司的主要竞争对手包括立中集团、上海新格有色金属有限公司、重庆顺博铝合金有限公司、浙江万泰铝业、肇庆大正铝业。

表格 1 公司历年市占率 (单位: 万吨)

年份	产量:再生铝:中国 (万吨)	怡球 (万吨)	市占率
2012	480	34.2	7.13%
2013	520	31.93	6.14%
2014	565	29.34	5.19%
2015	615	25	4.06%
2016	640	25	3.91%

资料来源: Wind 天风证券研究所

### 1.2. 领先的技术优势

我国再生铝公司普遍存在设备简陋、技术落后的问题, 导致了成本高、利润薄。比如废铝熔炼过程中的烧损大, 铝金属回收率低, 不少企业只有 80-90%, 普遍低于发达国家的 90%; 其次, 产品一致性差导致性能不达标。另外环保水平也比较低。

公司通过自主研发, 配备了先进设备, 总回收率达到 92%, 高出行业平均水平 4%。在能耗大幅降低的同时大幅提升了熔炼速度从而提高了周转率。

表格 2: 怡球资源技术领先

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

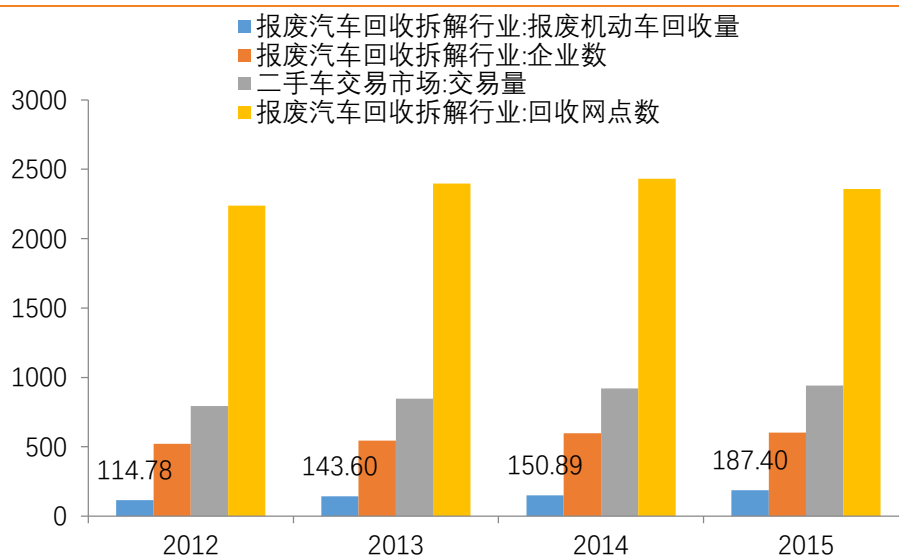
资料来源: 怡球资源 IPO 说明书 天风证券研究所

### 1.3. 国内汽车拆解业务的领先者

公司于 2016 年 7 月 1 日完成对美国 Metalico 公司的收购。其拥有三条金属废料粉碎线, 年处理报废汽车 15 万辆左右, 约占收入 40%, 报废汽车拆解是其金属废料的主要来源。收购 Metalico 后, 公司在获得稳定废料来源后, 其丰富的技术经验和成熟的商业模式使得其进入国内汽车回收拆解市场具备了较大的先发优势。

近年来, 我国的报废汽车行业发展迅速, 无论是报废汽车的量、还是回收企业的数量和网点数量都在快速增加。回收渠道的通畅将会使得行业未来几年加速成长。

图 2: 我国的报废汽车行业发展迅速



资料来源: WIND 天风证券研究所

## 2. 上游废铝供应大增，充分受益铝价上涨

公司铝业务目前主要的利润来源在于废铝和铝锭的价差。

中国有色金属协会再生分会在总结再生铝上半年运行态势时表示：2017 年上半年，铝合金锭价格上涨，废料价格震荡下跌，企业经营利好公司。

铝合金锭价格上涨主要因为电解铝价格上涨，而废铝价格趋弱，则是因为废铝相对于再生铝产量大幅增加所致。分析如下：

### 2.1. 我国废铝产量进入快速上升期，上游原料供应大幅增加

废铝与铝锭价格背离的背后离不开我国废铝料产量的快速提升。

近年来，我国废铝进口逐年下降，一是由于之前国际价格与国内价格倒挂，限制了进口量。二是中国工业品报废周期来临，国内废铝料供应大幅增加。过去 3 年废铝进口数量年均增幅在 -8.51%（见图 4）。

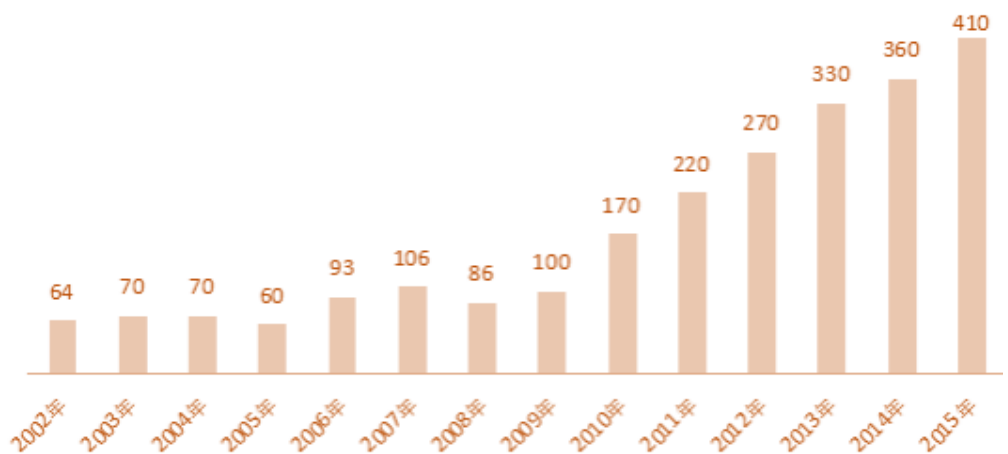
国内废铝产量不断加大是导致海外进口的废铝逐年同比下降原因，以上海辛格为例，之前公司原料进口占比较大，近年来进口量越来越少，但产量没有降低。放大到全国，近年来我国进口废铝料逐年减少，而再生铝产量逐年提升，也说明国内废铝产量快速增加。

根据有色协会再生分会数据，2016 年我国再生铝产能约在 1000 万吨，产量 640 万吨，其中利用进口废料 190 万吨，70%是国内回收废料生产。国内废料已成为我国再生铝行业主要原料来源。

中国再生资源产业技术创新联盟数据显示，我国废铝资源以每年 20% 增长。2010 年，我国废铝料产量为 284 万吨，到 2015 年达到 450 万吨，增长近 60%，年均复合增速约为 10%。而中国有色协会数据显示 2015 年废铝回收量为 410 万吨，同比增长 13.89%。

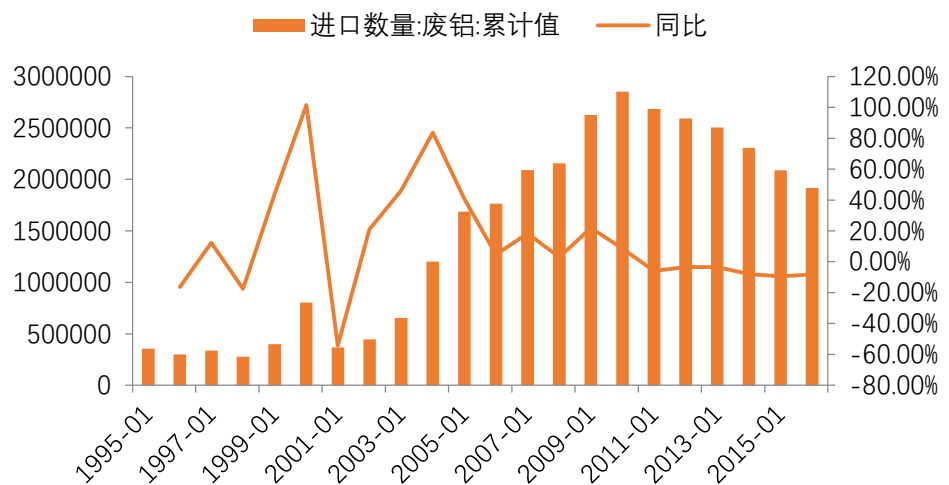
其两者皆预计自 2017 年起，国内废铝料的产量年增速将上升到 15% 以上。

图 3：我国废铝料回收量（万吨）



资料来源：中国再生金属 天风证券研究所

图 4：我国废铝年度进口量（万吨）及同比增速（%）



资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

## 2.2. 我国再生铝产能受制于各种因素增速下降

特别要注意的是 2016 年我国再生铝年产量同比增长仅 4.07%，约为 640 万吨，而这一数据在 2015 年、2014 年分别为年均增幅在 8.85%、8.65%。中国有色协会预测 2017 年上半年我国再生铝产量约为 335 万吨，以此假设年化，2017 年我国再生铝同比增速仅为 4.68%。

过去 10 年来看，2005-2015 年，我国再生铝产量从 194 万吨增长至约 620 万吨，其中 2005-2010 年期间，再生铝产量每年同比增长率都维持在 20% 左右（除了 2008 年）；2011-2015 年期间，我国再生铝产量每年同比增长率回落至 8-10%。（见图 5）

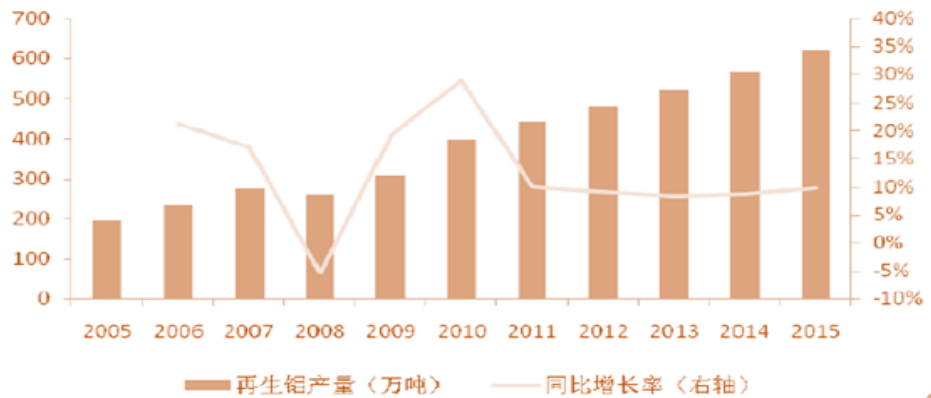
产能增速下降与前几年行业利润水平迅速下滑有很大关系。在过去几年铝价下行周期，我国再生铝企业产品结构单一、产品同质化严重、低端铸造铝合金为主、成本高、技术含量低等弱点得到放大。导致我国再生铝企业产能利用率维持低位，有色协会预计 2016 年中国再生铝产能利用率仅 64%，而怡球资源产能利用率不到 40%。

在价格下行周期，我国再生铝行业出现了洗牌，中小企业逐步退出竞争。

根据 2013 年工信部颁布的《铝行业规范条件》：新建再生铝项目，规模必须在 10 万吨以上，现有企业生产准入规模为 5 万吨/年。一些小型再生铝企业被迫合并或淘汰、倒闭、关停。另外，环保督查导致不少中小企业关停，影响了产能。



图 5：我国再生铝年产量及同比增速



资料来源：中国产业信息网 天风证券研究所

### 2.3. 推演：废铝料过剩和铝供给侧改革会引发再生铝行业怎样的变化？

根据上文的测算，保守估计，以 2016 年我国新增废铝料回收约为 56 万吨，扣除掉进口下降减少的 17 万吨（统计局数据），2016 年预计新增废铝料供给 30 万吨。而 2016 年中国再生铝产量增长约为 28 万吨（以协会数据 640 万吨产量，同比增速 4.07% 计算）。

更重要的是趋势，我们认为在 2016 年，国内废铝料每年的回收体量已经大到了一个临界点，再叠加上增速还要上一个台阶，因此，在下游再生铝行业总产量没有大幅提升的情况下，预计废铝料与铝锭价格之间的差距将会继续拉大。

**产业趋势的重要推演一！**而继续往后推演，随着电解铝供给侧改革逐步深入，电解铝新增产能受限甚至是存量削减刺激铝价上涨情况（铝锭和废铝会同时上涨、但铝锭涨幅更大），涨价带来的利润快速增加会提升再生铝的产能利用率、预计届时有望从目前的 64% 提升到 80% 左右。在此情况下，再生铝公司新增的废料回收会刺激海外废铝料进口再回升（因为电解铝供给侧改革会让海外废铝料价格再度变得有吸引力起来）。

**产业趋势的重要推演二！**根据 2010-2015 年我国进口废铝料的量演变测算，未来即便是未来 1 年内再生铝年产量增加 160 万吨，海外废铝能够解决 100 万吨左右，国内按照 450 万吨年增长 15% 计算也能解决 67.5 万吨左右，合计能够较好的解决再生铝产能利用率提升带来的废铝料用量提升。

因此，总结下来，在未来 1-2 年内，我们会先看到再生铝公司盈利出现大幅改善（量价齐升）。接着会看到再生铝企业开工率达到历史高值，而维持约 1 年后，龙头公司大概率开始重新扩张再生铝产能。

### 2.4. 怡球资源充分受益于废精价差拉大

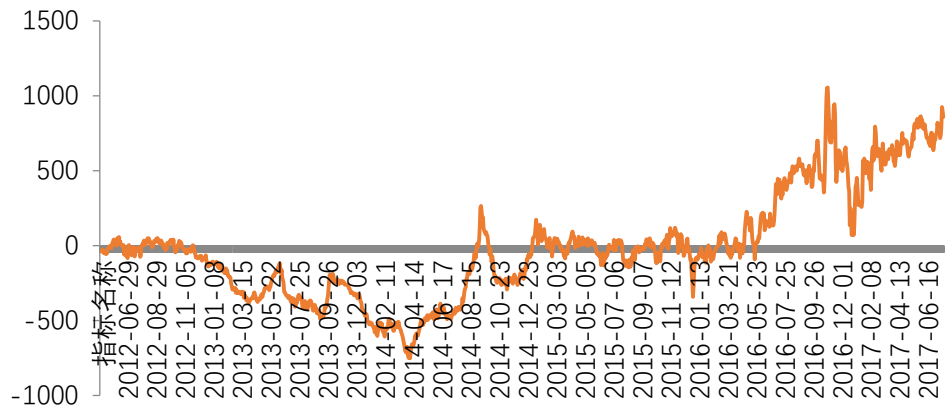
我们对比了怡球资源的再生铝业务毛利率变化趋势、废铝料与铝锭之间价差的变化趋势。**高度趋同！**（见下图）因为数据频率的不同，我们这里并没有做相关系数。

我们看到，价差对公司业务临界点在 2016 年二季度末附近。废铝料增大的供应和铝锭需求的持续上升（近年来国内铝消费年均增速维持在 9%）导致两者差逐渐拉大，在 2016 年 7 月向上突破，怡球资源毛利率水平也随着价差拉大而不断上升。

按照目前的趋势，公司单吨利润正在近 5 年的高点，2017 年 1 季度公司整体毛利率水平 5 年来首次超过 10%。

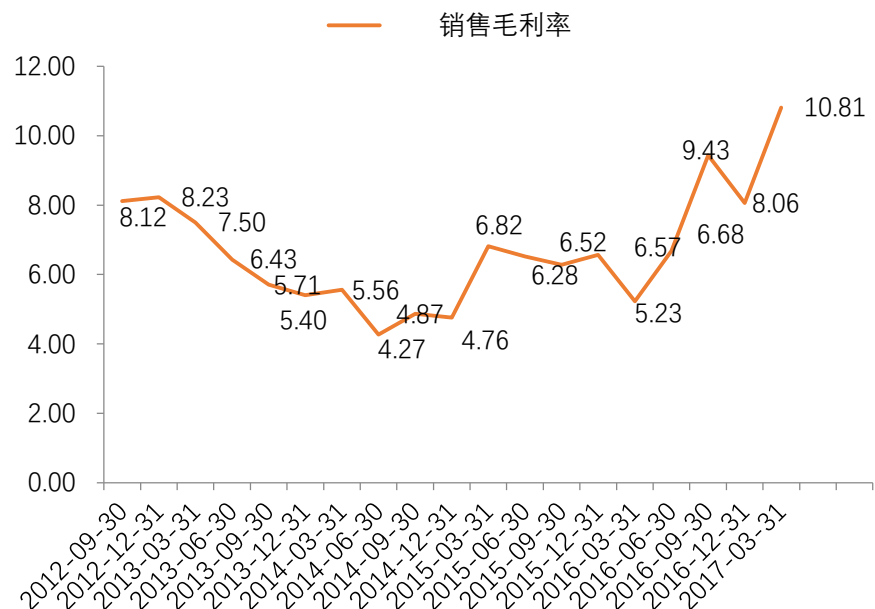
而另一端电解铝价格则有望随着供给侧改革的不断推进有望迎来牛市，怡球资源作为国内最大的废旧铝回收分选冶炼公司，将充分享受这一过程带来的利润增加，考虑到公司现有 60 万吨产能利用率才 40%，弹性值得期待。

图 6：废铝料（90-92%破碎熟铝）与铝锭价差图（不含税 元/吨）



资料来源：亚洲金属网，Wind，天风证券研究所

图 7：怡球资源近 5 年毛利率水平（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3. 汽车拆解千亿市场爆发尽在眼前

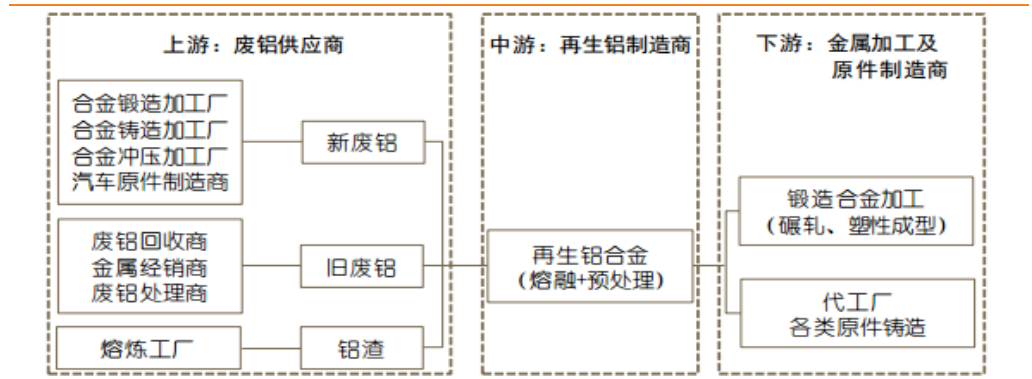
报废汽车拆解后可得到大量再生资源：包括钢铁(五大总成)、有色金属(铅、铜、铝、锡)、贵金属(铂)、玻璃、工程塑料、皮革等可循环利用材料；电器配件(发电机、电动机)、电子配件(传感器、ECU)、标准件(门窗玻璃、紧固件、连接件)等循环利用零部件。

长期而言，怡球资源往上游延伸，获取废铝料的回收渠道有助于其获得稳定的原料来源，从而保证产品稳定性的情况下进行技术升级。另一方面，获取废铝料回收渠道有望降低原料成本，获取更多利润。

怡球资源于 2016 年 7 月完成了对美国 Metalico 公司的收购。Metalico 是美国一家综合性再生资源回收处理企业，主营报废汽车回收、拆解、深加工（催化器回收转化等）等业务，可为再生金属制造企业提供回收处理后的废旧钢铁或有色金属作为原材料，属于怡球资源的上游产业。



图 8: Metalico 属于公司产业链上游



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3.1. 报废汽车回收率进入快速提升期, 千亿市场爆发即将到来

国务院关于修改〈报废汽车回收管理办法〉的决定(征求意见稿)》2016年9月19日发布。根据意见稿, 报废汽车回收业务的审核部门将由经贸管理部门变为**报废汽车回收主管部门和环保部门**, 报废汽车回收业不再纳入特种行业管理。意见稿明确国家对报废汽车回收企业实行资格认定制度, 允许报废汽车“五大总成”交给再制造企业, 明确禁止任何单位或者个人利用报废汽车“五大总成”及其他零配件拼装汽车, 禁止报废汽车整车、拼装车进入市场交易或者以其他任何方式交易。

2016年我国汽车报废回收量仅为159.2万辆, 不到保有量1.94亿辆的1%, 远低于发达国家5%-7%的水平。国内正规报废汽车拆解处理能力也远远不足。

截至2017年中, 我国汽车保有量达到2.05亿辆, 2020年将超过2.7亿辆, 按照回收率4%计算, 年报废汽车量将达到1,080万辆, 仅考虑废旧材料回收价值, 到2020年报废汽车行业的市场空间在350亿元左右。若考虑“五大总成”交给再制造企业, 能够继续使用的零部件标明“报废汽车回用件”后可以出售, 价值量将得到大幅提升, 有望达到千亿市场规模。随着国内报废汽车拆解行业相关法律逐渐健全, 法律执行力度逐渐加大, 行业将逐渐超规范化发展, 再制造企业的旧件来源也将大量增加, 促进行业蓬勃发展

表格 3: 单辆报废汽车价值量估算 (未考虑再制造)

材料种类	平均数量 (Kg/辆)	占比 (%)	单价 (元/吨)	回收价值 (元)
生铁	45	3	2,000	90
钢材	1,155	77	1,500	1,732.50
有色金属	75	5	15,000	1,012.50
玻璃塑料等	225	15	1,200	270
合计	-	-	-	3,105

资料来源: 天风证券研究所测算

表格 4: 2020 年汽车回收市场规模预测

	产量 (万吨)	产值 (亿元)
生铁	48.6	9.7
钢材	1247.4	187.1
有色金属	81	121.5
玻璃塑料等	243	29.2
合计	-	347.5

资料来源: 天风证券研究所测算

表格 5：我国报废机动车回收潜力巨大，而现有拆解企业、网点数都严重滞后

指标名称	我国报废机动车回收量(万辆)	同比 (%)	报废汽车回收拆解行业:企业数 (家)	同比 (%)	报废汽车回收拆解行业:回收网点数 (个)	同比 (%)
2012	114.78		522.00		2,237.00	
2013	143.60	<b>25.11%</b>	544.00	<b>4.21%</b>	2,398.00	<b>7.20%</b>
2014	150.89	<b>5.08%</b>	597.00	<b>9.74%</b>	2,432.00	<b>1.42%</b>
2015	187.40	<b>24.20%</b>	603.00	<b>1.01%</b>	2,358.00	<b>-3.04%</b>
2016	179.80	<b>-4.06%</b>				

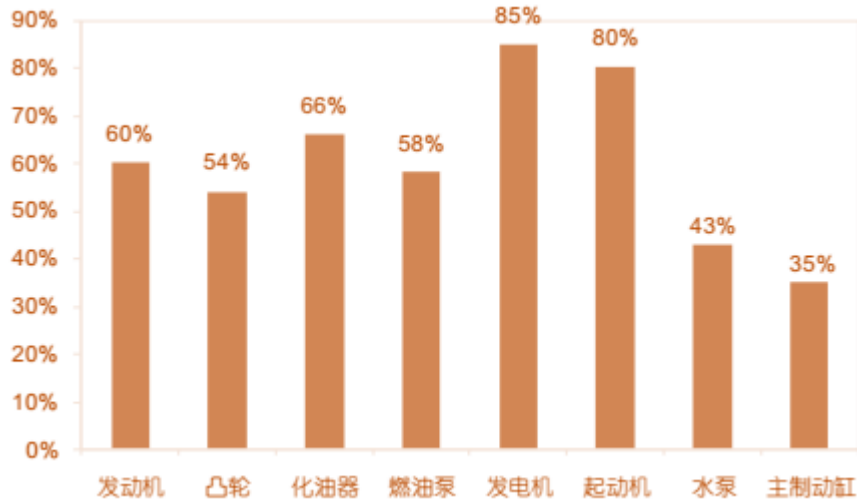
资料来源：Wind 天风证券研究所

2000 年后我国新车销售量迅速增长，汽车保有量也持续增加，现已成为全球最大的汽车生产消费市场。汽车报废期限通常为 10-15 年，我国即将进入汽车报废高峰期，对汽车报废更新的需求会逐年放大。放松汽车报废回收企业的准入经营权，将引入更多企业参与市场化竞争，有利于行业长期健康成长。

“五大总成”指汽车发动机、变速箱、前桥、后桥、车架等总体构架，现行条例规定须作为废金属强制回炉，造成了资源和能源大量浪费。意见稿规定“五大总成”可交给钢铁企业作为冶炼原料或再制造企业，能够继续使用的零部件标明“报废汽车回用件”后可以出售，这与多数发达国家做法相符。

在汽车回收拆解产业链中，零部件再制造部分获利能力较强，其平均毛利水平约在 40% 左右。与新零件相比，再制造零件一般可节省成本 50%、节能 60%、节材 70%，价格也仅为新品的 50%至 70%，具有很高的经济性和实用性。美国汽车维修和配件市场中再制造产品所占比例高达 50%，产值超过 500 亿美元。美国汽车零件再制造行业空间广阔，技术及模式相对成熟。

图 9：美国汽车使用再制造零件比例 (%)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 3.2. 怡球资源是汽车回收拆解领先者

Metalico 拥有三条金属废料粉碎线，年处理报废汽车 15 万辆左右，约占收入 40%，报废汽车拆解是其金属废料的主要来源。目前 Metalico 年金属处理能力达到 60 万吨左右，2016 年实际生产废料 21.53 万吨。

Metalico 并入公司之后， 从前端的回收环节到后端的深加工处理环节垂直整合， 完成了公司的上下游产业链布局， 使公司的产业链得到了延伸， 提高了公司的竞争力及获利能力。

收购 Metalico， 公司迈出了朝上游产业链延伸的关键第一步， 进入美国上游市场， 不光有助于公司及时掌握最新废铝料等回收料价格情况， 同时因为美国目前是公司进口废铝料的主要来源国。

Metalico 在美国汽车回收领域积累的先进技术及模式， 在获取国内汽车回收拆解资质后， 可以迅速进入国内市场， 利用资本市场平台， 迅速打造国内汽车回收拆解行业完整产业链。

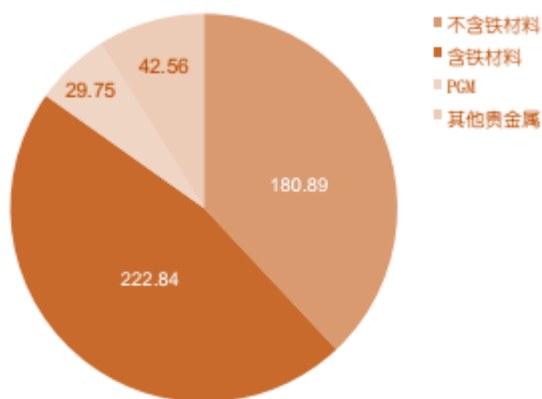
2017 年以来， Metalico 的经营业绩开始反转， 主要由于：

- 1、 含铁金属和铜、铝等有色金属商品价格大幅回升，
- 2、 标的公司 Metalico 自 2008 年以来通过银行贷款收购多家公司资金链紧张、财务费用较高的状况得到缓解。

2015 年 9 月， TML 收购 Metalico 后为其支付 6100 万美元用于偿还各类债务， 其财务问题得到解决； 整合完成后， 公司在 Metalico 的原料采购量逐渐增加， 其盈利状况将很快得到改善。

目前， 美国报废汽车回收处理行业整体规模已超过 700 亿美元， 占美国循环经济整体产值的三分之一。美国目前拥有 12000 多家报废汽车回收企业、约 20000 家零部件再制造企业 and 约 200 家拆后报废汽车粉碎企业。美国的报废汽车处理体系完善， 每年可回收废钢铁 1600 万吨， 废铝 85 万吨， 废轮胎 38.6 万吨， 以及超过 4.6 万吨的可再制造零部件， 75%的报废汽车材料能够实现回收利用， 汽车回收产业的技术经验丰富， 盈利模式成熟。

图 10： Metalico 的收入构成（2014 年 %）



资料来源：Metalico 天风证券研究所

我国汽车拆解企业多而小、行业整合空间大： 目前全国获得回收资质的企业数量为 597 家， 报废汽车回收网点已覆盖全国 80%以上的县级行政区域。2012 年， 报废汽车回收量排名前 50 家企业， 共回收报废汽车 24.78 万辆， 仅占全国报废汽车总回收量的 41.3%。由于地域的限制， 国内大多数汽车回收拆解企业回收量较小， 行业分散程度高， 行业整合预期强烈。

表格 6: Metalico 丰富的并购整合经验非常适用分散的中国市场

1997/10	收购 Taracorp, 在 Granite City IL 的一家铝制品厂
1997/12	收购在 College Grove TN 的一家铝熔炼厂
1998/02	收购 Rochester NY 的 Lyell Metal 废料场
1998/06	收购 Buffalo NY 的 Lake Erie Recycling 废料场
1998/08	收购 Niagara Falls NY 的 Louis Levin & Co 废料场
1999/08	收购 Gulf Coast Recycling, 一家在 Tampa 铝熔炼厂
2004/09	收购 Mayco Industries
2006/05	收购在 Syracuse NY 的 WabashAlloys Aluminum Deox 熔炼厂
2007/05	收购在 Lancaster PA 的 Tranzact, 一家回收稀有金属及生产耐火材料的工厂
2007/07	收购在 Akron OH 的 Annaco 废料场、在 Elizabeth NJ 的 Totalcat 催化转换器厂和 West Chester PA 的超催化转换器厂
2008/01	收购回收催化式排气净化系统的 American Catcon
2008/05	收购 Snyder Group, 一家破碎厂及四家 Feeder Yards
2009/12	收购 Youngstown Iron, 一家破碎厂及两家 Feeder Yards
2011/01	收购 Goodman Services 的三家废料场
2011/04	收购 Bethlehem Shredder 厂房
2012/02	收购在 Buffalo NY 的 Skyway Auto Parts, 一家回收废汽车和拆解零部件的公司
2012/12	收购在 Bergen NY 的 Bergen Auto, 一家回收废汽车和拆解零部件的公司
2013/07	收购 Warren PA 和 Olean NY, Segel & Sons 的两家废料场
2013/12	收购 North East PA 的 Furlow North East Auto, 一家回收废汽车和拆解零部件的公司
2014/02	收购一家在 Lackawanna NY 的小型废料场

资料来源: WIND, 公司网站, 天风证券研究所

#### 4. 投资建议: 业绩反转的低估值标的

公司预告了 2017 年上半年预计将实现 1.7-1.9 亿元净利润, 如我们上文所描述的, 我们认为随着国内废铝料供应的增加和电解铝供给侧改革的实施, 未来公司铝锭业务单吨利润有望长期上行。同时公司的产能利用率有望迅速由 2016 年的 40% 爬坡。

关键假设:

- 1、2017-2019 年的单吨毛利假设分别为 1500 元、1800 元、2000 元。
- 2、预计 2017 年、2018 年公司产能利用率有望攀升至 60-70% 水平, 2018 年有望超过 70%。预计 2017 年、2018 年公司再生铝产量在 36 万吨、42 万吨。
- 3、预计 Metalico 2017 年将实现 25% 增长, 达到 31.25 万吨处理量, 毛利率水平回升到 15%。

在以上假设下, 我们预计 2017-2019 年公司将实现归母净利润分别为 4.04 亿元、5.51 亿元、7.02 亿元。

表格 7：关键假设表

		2017 年	2018 年	2019 年
单吨毛利（元）	再生铝	1500	1800	2000
销售量（吨）	再生铝	330000	420000	500000
	废料	321500	360000	420000

资料来源：天风证券研究所

## 5. 风险提示

铝价大幅下跌；汽车拆解、废铝等国家政策变化

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,153.32	753.26	482.16	602.70	723.23	营业收入	3,490.39	3,766.84	6,026.95	7,533.69	9,040.43
应收账款	347.48	683.30	765.90	692.17	1,057.52	营业成本	3,261.02	3,463.14	5,303.72	6,591.98	7,819.97
预付账款	25.32	34.30	70.65	51.91	93.01	营业税金及附加	0.69	4.97	2.48	4.85	7.15
存货	796.21	980.12	1,875.75	1,668.14	2,541.31	营业费用	37.77	35.59	57.60	74.90	87.23
其他	434.45	667.36	660.71	640.57	693.57	管理费用	114.33	169.22	113.73	182.32	241.38
<b>流动资产合计</b>	<b>2,756.79</b>	<b>3,118.35</b>	<b>3,855.17</b>	<b>3,655.49</b>	<b>5,108.64</b>	财务费用	56.63	82.19	54.93	50.85	47.64
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	35.13	33.95	34.97	34.68	34.53
固定资产	487.73	1,032.43	1,034.00	1,054.22	1,072.64	公允价值变动收益	(7.43)	16.49	(26.41)	3.83	6.25
在建工程	95.83	8.32	40.99	72.59	73.56	投资净收益	49.75	12.84	33.99	33.99	33.99
无形资产	87.63	101.94	97.34	92.73	88.13	其他	(84.63)	(58.66)	(15.17)	(75.65)	(80.49)
其他	190.69	233.36	208.00	207.77	211.15	<b>营业利润</b>	<b>27.14</b>	<b>7.11</b>	<b>467.11</b>	<b>631.94</b>	<b>842.76</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>861.88</b>	<b>1,376.03</b>	<b>1,380.32</b>	<b>1,427.32</b>	<b>1,445.47</b>	营业外收入	2.28	15.00	7.09	8.12	10.07
<b>资产总计</b>	<b>3,618.67</b>	<b>4,494.38</b>	<b>5,235.50</b>	<b>5,082.81</b>	<b>6,554.12</b>	营业外支出	1.07	4.67	2.27	2.67	3.20
短期借款	1,268.49	1,490.29	1,907.49	1,352.04	1,977.07	<b>利润总额</b>	<b>28.35</b>	<b>17.43</b>	<b>471.93</b>	<b>637.40</b>	<b>849.63</b>
应付账款	75.81	189.04	136.93	256.84	239.09	所得税	18.64	(8.42)	68.79	87.16	148.85
其他	26.99	87.40	50.98	57.29	68.66	<b>净利润</b>	<b>9.71</b>	<b>25.85</b>	<b>403.15</b>	<b>550.24</b>	<b>700.77</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,371.29</b>	<b>1,766.73</b>	<b>2,095.40</b>	<b>1,666.17</b>	<b>2,284.82</b>	少数股东损益	(0.04)	0.00	(0.67)	(1.14)	(0.87)
长期借款	117.31	175.34	290.41	0.00	136.75	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9.75</b>	<b>25.85</b>	<b>403.82</b>	<b>551.37</b>	<b>701.64</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.00	0.01	0.20	0.27	0.35
其他	19.99	370.04	137.42	175.82	227.76						
<b>非流动负债合计</b>	<b>137.30</b>	<b>545.38</b>	<b>427.83</b>	<b>175.82</b>	<b>364.51</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,508.58</b>	<b>2,312.11</b>	<b>2,523.23</b>	<b>1,841.99</b>	<b>2,649.33</b>						
少数股东权益	(0.01)	(0.01)	(0.64)	(1.76)	(2.61)	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	533.00	2,025.40	2,025.40	2,025.40	2,025.40	<b>成长能力</b>					
资本公积	1,110.53	101.35	101.35	101.35	101.35	营业收入	-19.09%	7.92%	60.00%	25.00%	20.00%
留存收益	1,794.41	331.38	687.51	1,217.18	1,882.00	营业利润	-33.36%	-73.81%	6472.78%	35.29%	33.36%
其他	(1,327.84)	(275.85)	(101.35)	(101.35)	(101.35)	归属于母公司净利润	-67.60%	165.10%	1462.24%	36.54%	27.25%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,110.09</b>	<b>2,182.27</b>	<b>2,712.27</b>	<b>3,240.82</b>	<b>3,904.79</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,618.67</b>	<b>4,494.38</b>	<b>5,235.50</b>	<b>5,082.81</b>	<b>6,554.12</b>	毛利率	6.57%	8.06%	12.00%	12.50%	13.50%
						净利率	0.28%	0.69%	6.70%	7.32%	7.76%
						ROE	0.46%	1.18%	14.88%	17.00%	17.96%
						ROIC	1.07%	6.41%	15.94%	14.20%	19.77%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	41.69%	51.44%	48.19%	36.24%	40.42%
						净负债率	-27.66%	-47.22%	-5.53%	-5.28%	-3.38%
						流动比率	2.01	1.77	1.84	2.19	2.24
						速动比率	1.43	1.21	0.94	1.19	1.12
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	8.58	7.31	8.32	10.33	10.33
						存货周转率	3.81	4.24	4.22	4.25	4.30
						总资产周转率	0.94	0.93	1.24	1.46	1.55
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.00	0.01	0.20	0.27	0.35
						每股经营现金流	0.15	0.02	-0.43	0.54	-0.26
						每股净资产	1.04	1.08	1.34	1.60	1.93
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	895.30	337.72	21.62	15.83	12.44
						市净率	4.14	4.00	3.22	2.69	2.23
						EV/EBITDA	88.38	41.37	18.41	12.86	10.63
						EV/EBIT	147.91	93.75	19.48	13.48	11.05

资料来源:公司公告, 天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com