

怡球资源 (601388)

证券研究报告

2017年09月01日

再生铝业绩弹性高，尽享汽车拆解千亿市场及废七类政策红利

供改&环保限产持续推进，电解铝价格有望持续上涨

供给侧改革是国家长期发展的战略方针，去产能只是第一步，后续随着违规产能的关停，以及采暖季环保限产的实施，使电解铝行业实现产能出清、产能下降、库存回归至合理水平，行业供给过剩的局面得以扭转，企业利润持续改善，最终实现企业资产负债率下降至正常水平，行业得以平稳、健康、有序的发展。目前主要电解铝企业资产负债率仍然较高，违规产能正逐步关停，仍有较大的改善空间，在此期间，电解铝价格有望持续上涨。

上游废铝供应大增，但冶炼产能收缩，废铝行业盈利改善

铝制品的平均报废周期为 15-18 年，而我国铝消费大幅增长起步于 2003 年，随着报废期的来临以及基数的扩大，预计自 2017 年起，废铝的供应量将由之前 10%左右的增速上升至 15%。而废铝冶炼由于起步晚，发展不规范，存在众多小、乱、散冶炼厂，虽然我国先后颁布行业准入规范，集中度有所提升，但目前仍有 57%的产能属于违规产能，随着环保督查的推进，违规产能将加速出清，行业供需将由卖方市场转入买方市场，废铝行业盈利改善。

怡球资源：再生铝业绩弹性高，尽享汽车拆解千亿市场及废七类政策红利

公司拥有江苏太仓（38 万吨）、马来西亚（27 万吨）两个合计产能约 65 万吨的再生铝合金锭生产基地，充分受益废铝行业盈利改善，考虑到公司现有产能利用率不足 50%，随着产能利用率的提升，业绩弹性值得期待。2016 年公司完成对美国 Metalico 公司的收购，成为首家全球性再生铝回收+处理+利用的一体化企业，不但商业模式得以优化，原材料得以保证，更获得了产业链上 100%的利润。Metalico 公司 2017H1 净利润 3312 万元实现扭亏，增厚公司业绩。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，预测到 2020 年报废汽车行业的市场空间在 350 亿元左右。Metalico 公司具有较为成熟的汽车回收、拆解、深加工技术，未来凭借怡球资源的资金实力，在适当的时机将 Metalico 成熟的汽车回收、拆解、深加工模式引入到中国市场，积极参与中国报废汽车回收拆解市场整合，建设国内再生资源回收网络，有望成为公司新的业绩增长点。

废七类废铝属于此次政府禁止进口的洋垃圾之列，我的有色网估计废七类废铝占整个废铝 40-50%左右，折合约 100 万吨。一旦实施，将会引发海外废铝价格走低、国内废铝及铝锭价格走高。作为拥有美国回收拆解资质的公司，公司将享受海外低价废铝国内高价产品的优势，公司将尽享废七类禁止政策红利。

盈利预测及评级：

我们预测，公司 2017-2019 年净利润分别为 4.67 亿、6.06 亿和 7.05 亿，EPS 分别为 0.23/0.30/0.35 元，对应 PE 分别为 22/17/14 倍。相对于铝价业绩弹性高、估值低，且将享受海外废铝进口禁令，维持“买入”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	624.72	775.84	925.63
净利润(百万元)	9.75	25.85	467.01	606.30	704.65
增长率(%)	(67.60)	165.10	1,706.74	29.82	16.22
EPS(元/股)	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
市盈率(P/E)	1,046.94	394.92	21.86	16.84	14.49
市净率(P/B)	4.84	4.68	3.69	3.05	2.54
市销率(P/S)	2.92	2.71	1.69	1.35	1.13
EV/EBITDA	88.38	41.37	18.50	13.64	12.10

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	买入（维持评级）
当前价格	5.13 元
目标价格	6.9 元
上次目标价	6.9 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)	10,390.30
流通 A 股市值(百万元)	10,390.30
每股净资产(元)	1.17
资产负债率(%)	46.59
一年内最高/最低(元)	5.84/3.32

作者

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

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

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@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

- 1 《怡球资源-半年报点评:被遗忘的高弹性低估值的再生铝龙头，深度受益废铝进口禁令》 2017-08-15
- 2 《怡球资源-首次覆盖报告:铝价上涨弹性大，业绩反转估值低》 2017-07-20

内容目录

1. 供改&环保限产持续推进，电解铝价格有望持续上涨	4
1.1. 供给侧改革进入深化阶段，电解铝进入产能实质去化期	4
1.1.1. 去产能是第一步，最终目的是降杠杆，目前行业资产负债率仍处于高位	4
1.1.2. 仍存在 431 万吨违规产能有待关停，电解铝进入产能实质去化期	5
1.2. 环保限产，涉及电解铝产能 1748 万吨，影响产量约 500 万吨	6
1.3. 推演：供改&环保限产，将改变供需格局，电解铝价格有望持续上涨	7
2. 上游废铝供应大增，但冶炼产能收缩，废铝行业盈利改善	7
2.1. 铝报废期来临，废铝产生量预计大幅增长	7
2.2. 再生铝产能受制于各种因素增速下降	9
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？	11
3. 怡球资源：再生铝业绩弹性高，尽享汽车拆解千亿市场及废七类政策红利	11
3.1. 全产业链的再生铝龙头	11
3.2. 废铝业务充分受益于废精价差拉大	12
3.3. 进入千亿空间的汽车拆解市场，有望成为新的业绩增长点	13
3.4. 废七类被禁止，独享海外低价废铝、国内高价产品的优势	15
4. 盈利预测及估值	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：煤炭行业资产负债率仍处于高位（单位：%）	4
图 2：黑色采选及冶炼加工行业资产负债率仍处于高位（单位：%）	4
图 3：有色采选及冶炼加工行业资产负债率仍处于高位（单位：%）	5
图 4：电解铝行业仍处于产能过剩状态	5
图 5：“2+26”城市区域	6
图 6：主要企业资产负债率仍处于较高水平，存在较大的改善空间	7
图 7：自 2011 年起我国废铝料进口量呈现负增长	8
图 8：铝消费量大幅增长起步于 2003 年	8
图 9：预计 2017 年以后废铝产生量年均增速 15%	8
图 10：再生铝产量增速至 10%以下	9
图 11：再生铝合规产能占比仅为 43%	10
图 12：再生铝主要集中在广东、江浙、重庆、山东等地	10
图 13：再生铝合金行业开工率降至 50%以下（单位：%）	11
图 14：公司一体化的业务结构	12
图 15：废铝料（90-92%破碎熟铝）与铝锭价差图（不含税 元/吨）	13
图 16：怡球资源近 5 年毛利率水平（%）	13
图 17：美国汽车使用再制造零件比例（%）	15

表 1: 截止到 2017 年上半年仍存在 431 万吨违规产能有待关停	5
表 2: “2+26” 区域涉及电解铝产能 1748 万吨, 占总产能的 40.35%.....	7
表 3: 行业准入逐步加强.....	9
表 4: Metalico 公司 2017H1 净利润 3312 万元, 实现扭亏	13
表 5: 单辆报废汽车价值量估算 (未考虑再制造)	14
表 6: 2020 年汽车回收市场规模预测.....	14
表 7: 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	14
表 8: 关键假设表.....	16
表 9: 可比公司估值指标.....	16

1. 供改&环保限产持续推进，电解铝价格有望持续上涨

1.1. 供给侧改革进入深化阶段，电解铝进入产能实质去化期

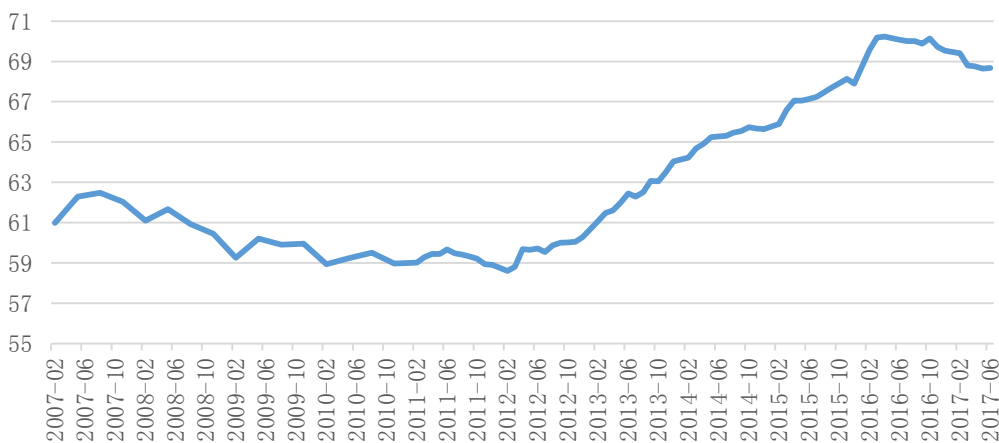
1.1.1. 去产能是第一步，最终目的是降杠杆，目前行业资产负债率仍处于高位

供给侧结构性改革，是在 2015 年 11 月 10 日召开的中央财经领导小组第十一次会议上第一次被提出的。随后在中央经济工作会议和 2016 年 1 月 26 日召开的中央财经领导小组第十二次会议上，“三去一降一补”的改革方案被研究并正式得到推动。“三去一降一补”即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。

李克强总理在 2017 年 8 月 23 日主持召开国务院常务会议，部署推进央企深化改革。会议认为当前要把国企降杠杆作为工作的重点；要求建立分行业负债率警戒线，严格投资把关；要求多渠道降低企业债务，积极稳妥推进市场化债转股，要加大央企兼并重组力度，严防地方政府隐性债务。从中央的决策来看，去产能、去库存的最终目的是去杠杆，需要工业企业的利润持续改善，以支持这些企业降低杠杆率。

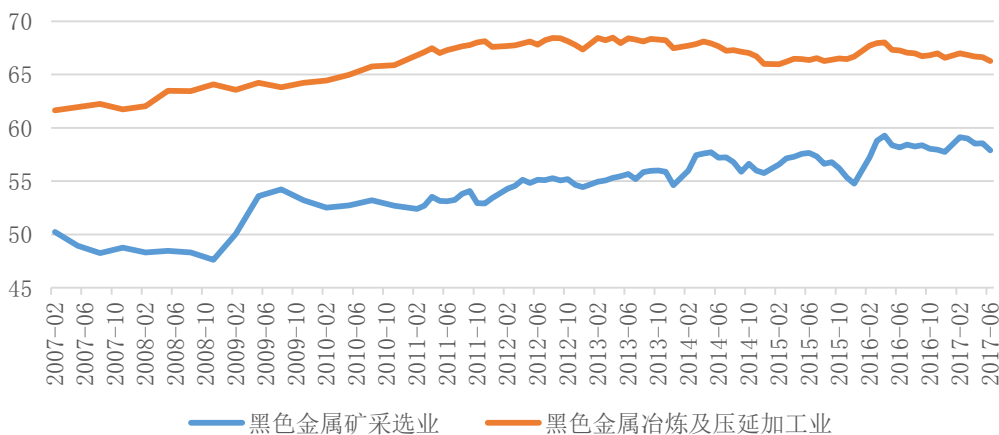
从目前钢铁、有色、煤炭三大主要上游资源行业资产负债率来看，2016 年以来行业资产负债率逐步下降，说明供给侧改革取得了显著的效果，但仍处于近十年的历史高位，供给侧改革仍将持续进入深化阶段。

图 1：煤炭行业资产负债率仍处于高位（单位：%）



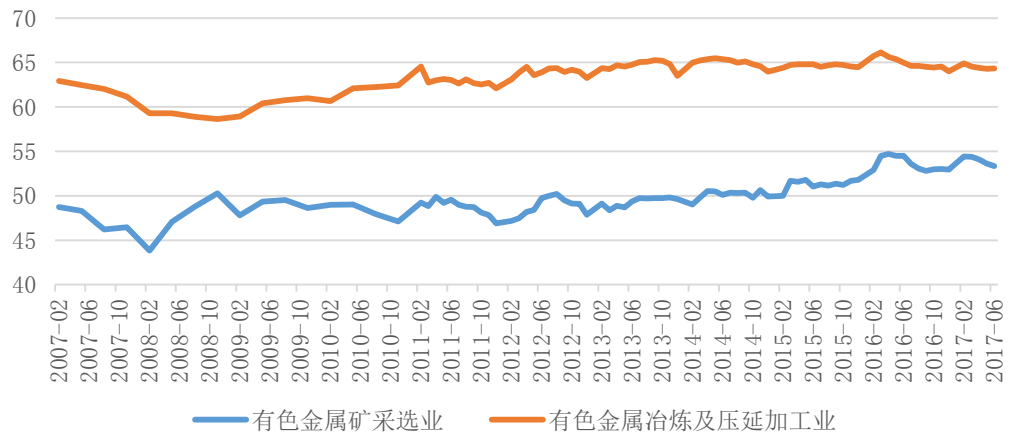
资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 2：黑色采选及冶炼加工行业资产负债率仍处于高位（单位：%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 3：有色采选及冶炼加工行业资产负债率仍处于高位（单位：%）

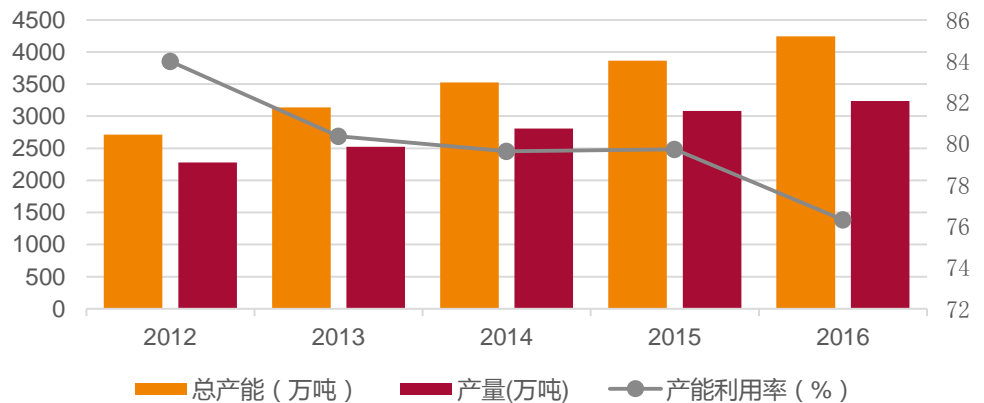


资料来源：国家统计局，天风证券研究所

1.1.2. 仍存在 431 万吨违规产能有待关停，电解铝进入产能实质去化期

根据阿拉丁数据显示截至到 2016 年底我国电解铝总产能 4244 万吨,而相对于 2016 年 3238 万吨的产量而言,产能利用率仅为 76%仍属于产能严重过剩行业。

图 4：电解铝行业仍处于产能过剩状态



资料来源：阿拉丁，天风证券研究所

根据山东发改委印发的《山东省 2017 年煤炭减量替代工作行动方案》指出,山东省存在电解铝违规产能 321 万吨需要关停,结合阿拉丁统计数据显示,内蒙古违规产能 40 万吨,新疆 95 万吨,合计违规电解铝产能 456 万吨。同时根据阿拉丁统计数据显示 2017 年上半年因合规问题减产能为 25 万吨,分别为魏桥集团 18 万吨、新疆嘉润 7 万吨,因此截止到 2017 年上半年仍存在 431 万吨违规产能有待关停,下一阶段电解铝行业将进入产能实质去化期。

表 1：截止到 2017 年上半年仍存在 431 万吨违规产能有待关停

地区	建成产能	在产产能剔除非扩建误差 (S)	工信部铝行业规范合规 (A)	地方公示备案合规 (B)	最小量违规产能 (S-B)	最大量违规产能 (S-A)
宁夏	138	121	99	135	0	0
青海	296.5	218	317	341.5	0	0
河南	403	286	367	379.5	0	0
云南	169.5	147	158	161.5	0	0

贵州	122.8	103.5	0	138.8	0	0
山东	1191	1150	662	932.6	252	487
广西	129	89.5	57	187	0	0
山西	107.5	98.5	64	108.5	0	0
甘肃	303	255	289	299	0	0
内蒙古	376	367.7	219	333	40	40
四川	93	44	25	92	0	0
陕西	83	80	0	83	0	0
湖北	28.6	11	0	27.4	0	0
湖南	32	0	0	32	0	0
辽宁	74	43	31	71	0	0
新疆	724.5	701	625	653.5	95	95
浙江	16	0	0	16	0	0
福建	15	14	15	15	0	0
重庆	69.3	50	16	73.3	0	0
河北	10	4	10	10	0	0
合计	4381.7	3783.2	2954	4089.6	387	622

资料来源：山东发改委，阿拉丁，天风证券研究所

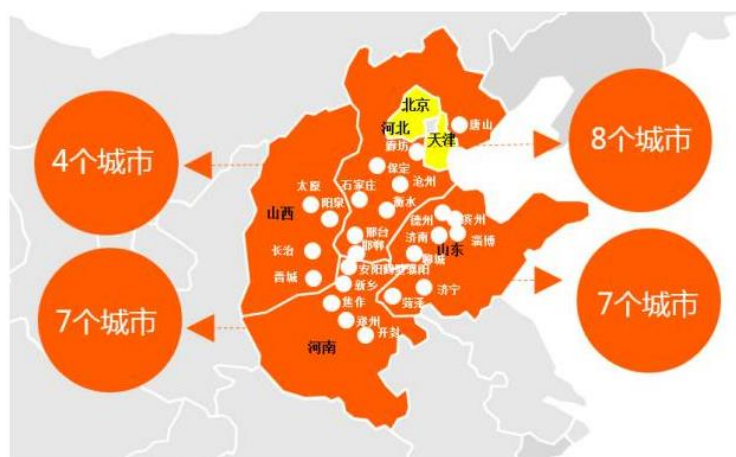
1.2. 环保限产，涉及电解铝产能 1748 万吨，影响产量约 500 万吨

2017 年 2 月印发的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》中明确指出针对“2+26”城市，采暖季电解铝厂限产 30%以上，以停产的电解槽数量计；氧化铝企业限产 30%左右，以生产线计；炭素企业达不到特别排放限值的，全部停产，达到特别排放限值的，限产 50%以上，以生产线计。

为进一步完善国家污染物排放标准，环保部决定修改《铝工业污染物排放标准》(GB 25464-2010)，同时修改《再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准》(GB 31574-2015)，都将增加“无组织排放控制措施”。新的排放标准自 2017 年 10 月 1 日起在京津冀“2+26”城市区域内的铝矿山、氧化铝厂、电解铝厂、再生铝厂等企业先期执行。

“2+26”城市包括北京市，天津市，河北省石家庄、唐山、廊坊、保定、沧州、衡水、邢台、邯郸，山西省太原、阳泉、长治、晋城市，山东省济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市，河南省郑州、开封、安阳、鹤壁、新乡、焦作、濮阳市。

图 5：“2+26”城市区域



资料来源：Mysteel，天风证券研究所

根据阿拉丁以及亚洲金属网数据显示，“2+26”城市区域（假设该省份所涉及产能均处于环保限产范围）涉及电解铝总产能 1748 万吨，占全国总产能的 40.35%；在产产能 1536.5 万吨，占全国在产总产能的 40.24%；月产量 129.38 万吨，占全国月总产量的 40.69%。按照采暖季 4 个月计算，影响产量约 500 万吨。

表 2：2+26” 区域涉及电解铝产能 1748 万吨，占总产能的 40.35%

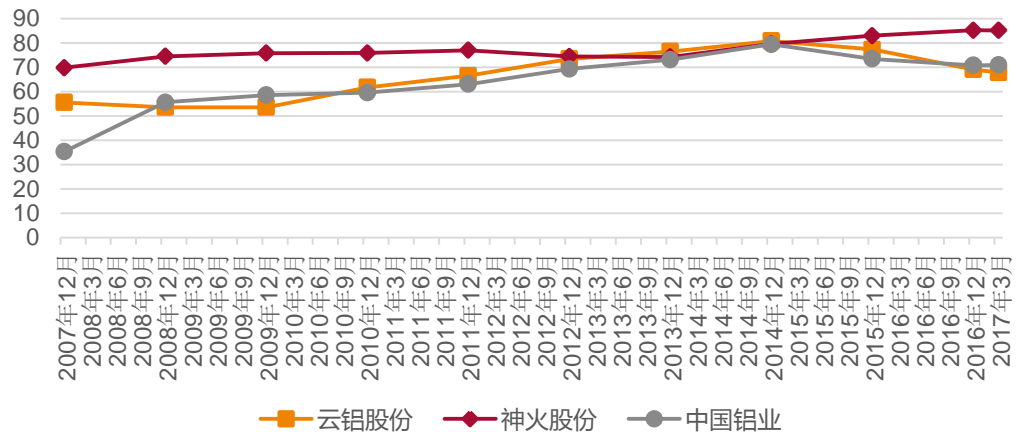
电解铝	总产能(万吨)	在产产能(万吨)	开工率(%)	产能利用率(%)	产量(万吨)
全国	4,332.20	3,818.70	88.15	88.07	317.93
山东	1,204.00	1,165.00	96.76	97.05	97.37
河南	405.00	282.00	69.63	69.81	23.56
山西	129.00	89.50	69.38	78.60	8.45
河北	10.00	0.00	0.00	0.00	0.00
"2+26"涉及产能	1,748.00	1,536.50	87.90	88.82	129.38
占比(%)	40.35	40.24			40.69

资料来源：阿拉丁（5 月份数据），天风证券研究所

1.3. 推演：供改&环保限产，将改变供需格局，电解铝价格有望持续上涨

供给侧改革是国家长期发展的战略方针，去产能只是第一步，后续随着违规产能的关停，以及采暖季环保限产的实施，使电解铝行业实现产能出清、产能下降、库存回归至合理水平。行业供给过剩的局面得以扭转，企业利润持续改善，最终实现企业资产负债率下降至正常水平，行业得以平稳、健康、有序的发展。目前主要电解铝企业资产负债率仍然较高，违规产能正逐步关停，仍有较大的改善空间，在此期间，电解铝价格有望持续上涨。

图 6：主要企业资产负债率仍处于较高水平，存在较大的改善空间



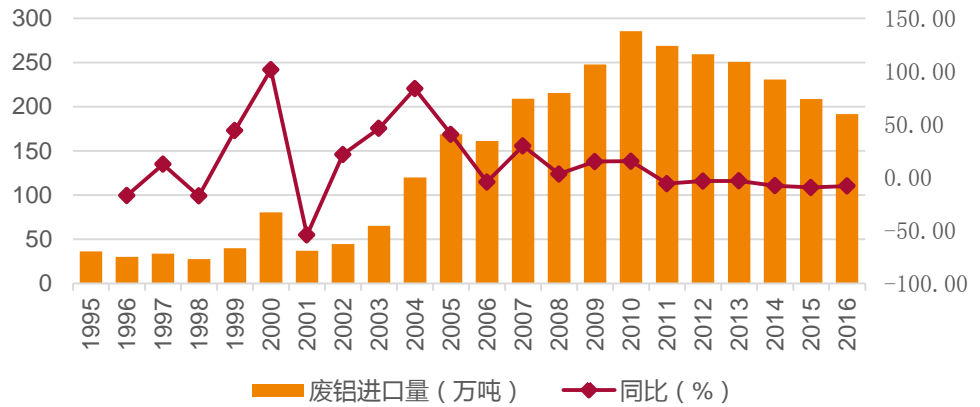
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 上游废铝供应大增，但冶炼产能收缩，废铝行业盈利改善

2.1. 铝报废期来临，废铝产生量预计大幅增长

由于我国的城市化进程、工业化进程较晚，废铝的社会保有量不足，2009 年以前国内再生废铝的废铝材料主要以进口为主，贸易比例占全球废铝料的一半以上，跨国配置资源的国家或地区超过 80 个。2002 年至 2015 年国内累计进口废料 2765.4 万吨，平均年进口 197.5 万吨。从 2011 年开始，我国废铝料进口量呈现负增长，截止到 2015 年，已经连续 5 年下降，而国内废铝料回收量则稳步提高。据不完全统计，“十二五”期间，国内废铝回收总量接近 1000 万吨。

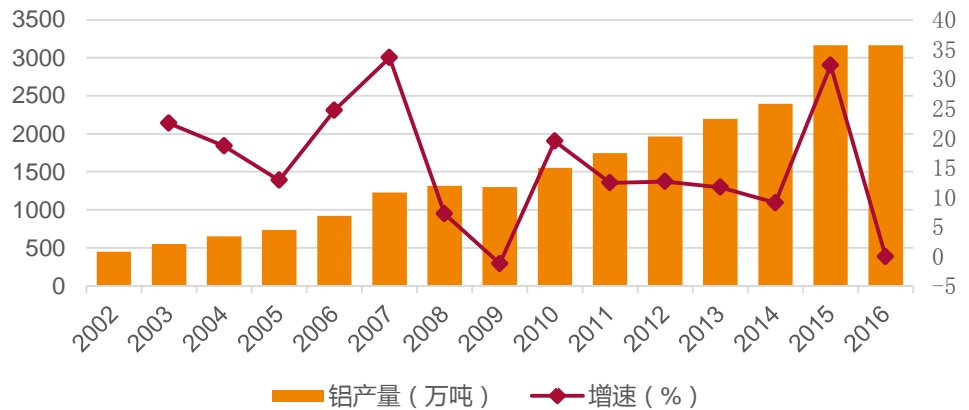
图 7：自 2011 年起我国废铝料进口量呈现负增长



资料来源：海关总署，天风证券研究所

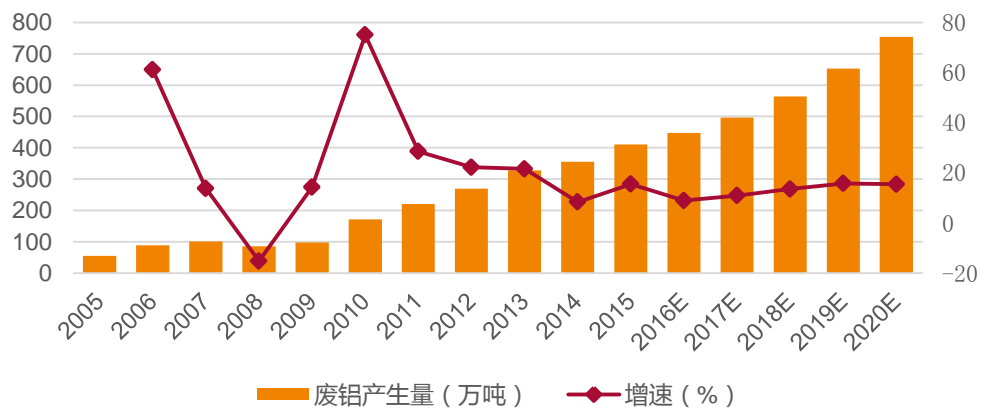
我国的铝消费大幅增长起步于 2003 年，而我国铝制品的平均报废周期为 15-18 年，根据测算，2017 年以前我国国内废铝产生量年均增速为 10%左右，且基数较低，而 2017 年以后，随着报废高峰期的到来，预计增速将达到 15%以上。

图 8：铝消费量大幅增长起步于 2003 年



资料来源：有色金属通报，天风证券研究所

图 9：预计 2017 年以后废铝产生量年均增速 15%



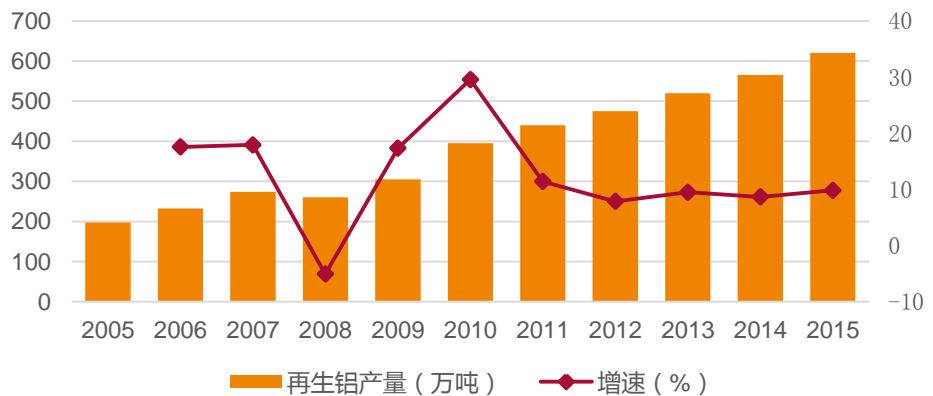
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

2.2. 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%。

图 10：再生铝产量增速至 10%以下



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

行业低盈利限制行业扩张。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，行业盈利困难，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%。

行业准入加强，提升市场集中度。再生铝行业一直处于小、乱、散的状态，中小企业众多，单体产能小且产能利用率低，大多数处于无序化生产状态。为此国家在 2007 和 2013 年先后颁布的《铝行业准入条件》中逐步加大对再生铝行业的规范，对产能、技术路线、能耗、回收率等方面做出严格要求，行业集中度得到进一步提升。

表 3：行业准入逐步加强

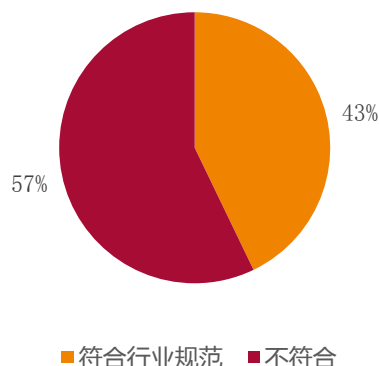
时间	事项
2007	新建再生铝项目，规模必须在 5 万吨/年以上；现有再生铝企业的生产准入规模为大于 2 万吨/年；改造、扩建再生铝项目，规模必须在 3 万吨/年以上。 禁止利用直接燃煤的反射炉再生铝项目和 4 吨以下的其他反射炉再生铝项目，禁止采用坩埚炉熔炼再生铝合金。 新建再生铝项目，规模应在 10 万吨/年及以上；现有再生铝企业的生产规模不小于 5 万吨/年。 再生铝项目必须按照规模化、环保型的发展模式建设，必须采用双室炉、带蓄热式燃烧系统满足废烟气热量回收利用、提高金属回收率等的先进熔炼炉型，并配套建设铝灰渣综合回收及二噁英防控能力的设备设施。禁止利用直接燃煤反射炉和 4 吨以下其他反射炉生产再生铝，禁止采用坩埚炉熔炼再生铝合金。
2013	必须有节能措施，新建及改造再生铝项目综合能耗应低于 130 千克标准煤/吨铝，现有再生铝企业综合能耗应低于 150 千克标准煤/吨铝。 新建、改扩建废铝再生利用项目铝的总回收率 95%以上，现有废铝再生利用企业铝的回收率 91%以上。废铝再生利用企业应配备热灰处理设备，如热渣压制机、炒灰机、回转式热灰处理设备等，综合回收铝灰渣，最终废弃铝灰渣中铝含量 3%以下。废水循环利用率 98%以上。

资料来源：工信部《行业准入条件》，天风证券研究所

环保督查持续推进，小产能加速出清。虽然国家对再生铝的准入要求一再提高，但仍存在

很多产能、环保等不达标的中小企业。目前全国再生铝产能 846 万吨，但其中符合铝行业规范的企业仅有 29 家，合计产能 362.5 万吨，仅占再生铝总产能的 43%左右。约一大半企业产能低于 5 万吨，甚至低于 3 万吨。

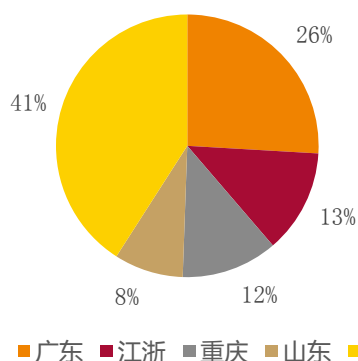
图 11：再生铝合规产能占比仅为 43%



资料来源：有色金属工业协会，天风证券研究所

再生铝生产企业主要集中于广东、江浙、重庆、山东等地，四地合计产量占比达 59%，其余分散在全国各地。

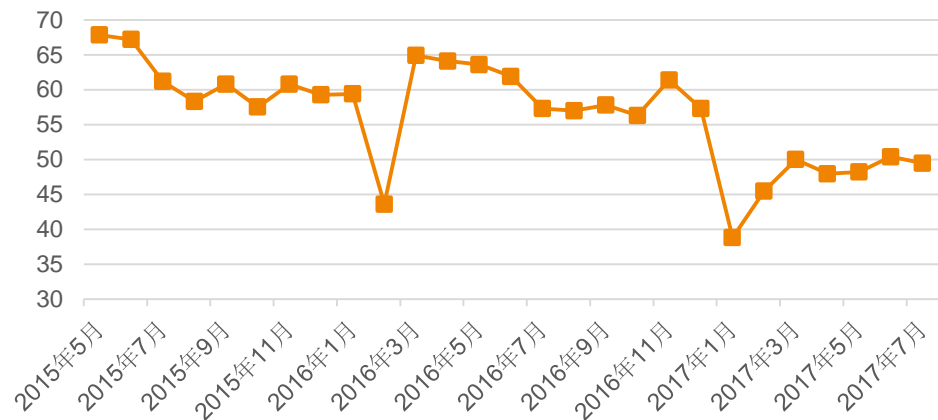
图 12：再生铝主要集中在广东、江浙、重庆、山东等地



资料来源：亚洲金属网（6 月份数据），天风证券研究所

自 8 月 7 日至 8 月 15 日，国家第四批 8 个中央环境保护督察组全部实现督察进驻。其中对再生铝行业造成巨大影响的主要在江浙、山东两省。此外，四川、青海也有少量中小再生铝企业因此停产超一月，但其总量相对较小，主要影响仍在江浙、山东两地。据 SMM 统计，江浙、山东两地产能 2000 吨/月以下的中小再生铝企业基本被要求停产。并且，对此地方政府要求限产、停产时间更为提前，早在 6 月底江浙就已有部分地区开始限产，至 8 月 10 日后基本处于停产状态，直接导致供应段锐减。据亚洲金属网统计，自 2016 年年底，受环保政策影响，部分再生铝厂就已开始减产、停产，仅 5 月份再生铝减产企业达 57 家。受环保督查的影响，再生铝合金企业开工率已降至 50%以下。这些减产、停产产能，基本属于不符合行业准入规范，产能在 3 万吨以下，随着环保督查的持续推进，这些违规产能有望出清。

图 13：再生铝合金行业开工率降至 50%以下（单位：%）



资料来源：亚洲金属网，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，我们预测未来 1-2 年，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将达到历史高值，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。

3. 怡球资源：再生铝业绩弹性高，尽享汽车拆解千亿市场及废七类政策红利

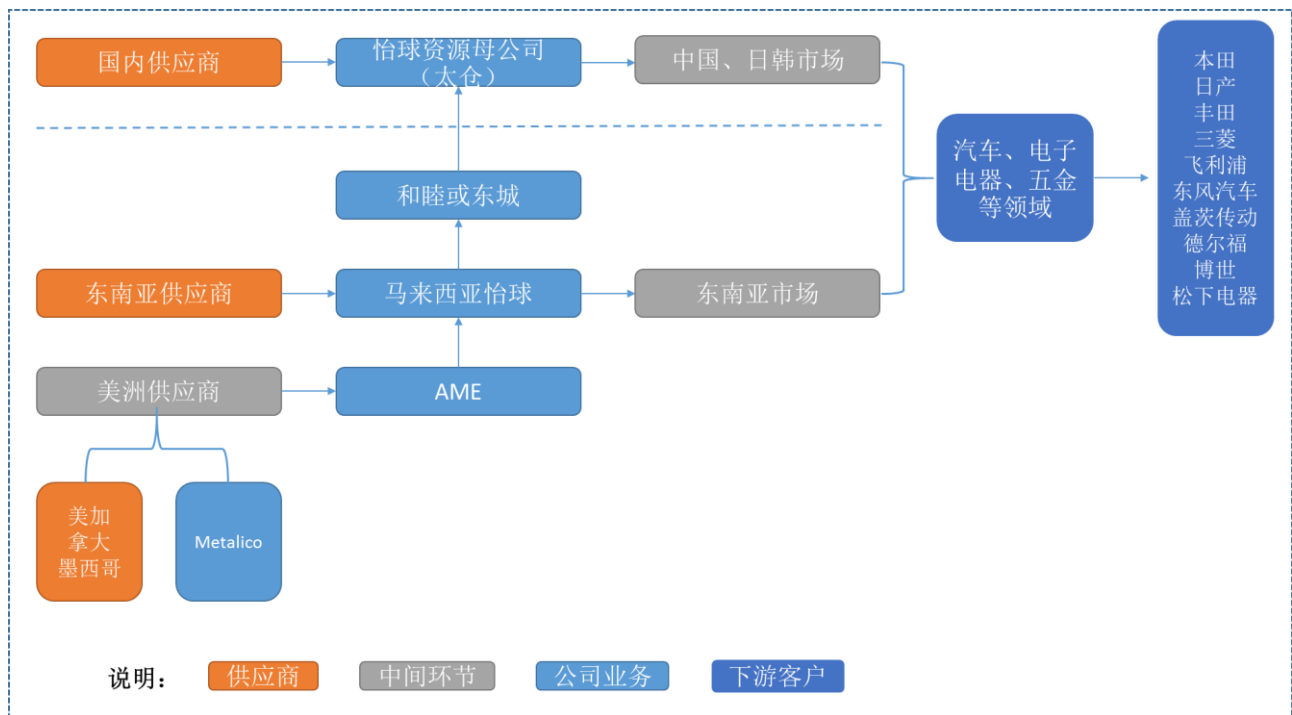
3.1. 全产业链的再生铝龙头

公司作为国内最大的再生铝生产商，拥有一体化的全产业链业务布局，目前拥有江苏太仓（38 万吨）、马来西亚（27 万吨）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。公司于 2016 年收购了美国大型金属回收公司 Metalico 公司，该公司是全美第 13 大再生资源回收处理企业，主要涉及报废汽车回收、拆解、深加工（催化器回收转化等）及其他副产品储存管理。

公司在收购 Metalico 之前从事再生铝冶炼，处于再生铝产业链中游；Metalico 是上游的再生资源（废铝料）回收及处理行业，下游为铝锭再加工及原件制造行业。在原有的商业模式下，上游废铝料经过 Metalico 这类的回收公司进行简单的分选预处理，将金属含量由 50%-65%提升至 85%-92%左右，从而赚取了产业链 70%-75%的利润。而中游企业买到原材料后，将其冶炼加工把金属含量提升至 100%并加以利用。作为怡球这样的中游企业，不仅只能赚取产业链 20%-25%利润，还要承担存货风险。

公司收购公司 Metalico 后成为首家全球性再生铝回收+处理+利用的一体化企业，不但商业模式得以优化，原材料得以保证，更获得了产业链上 100%的盈利。

图 14：公司一体化的业务结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 废铝业务充分受益于废精价差拉大

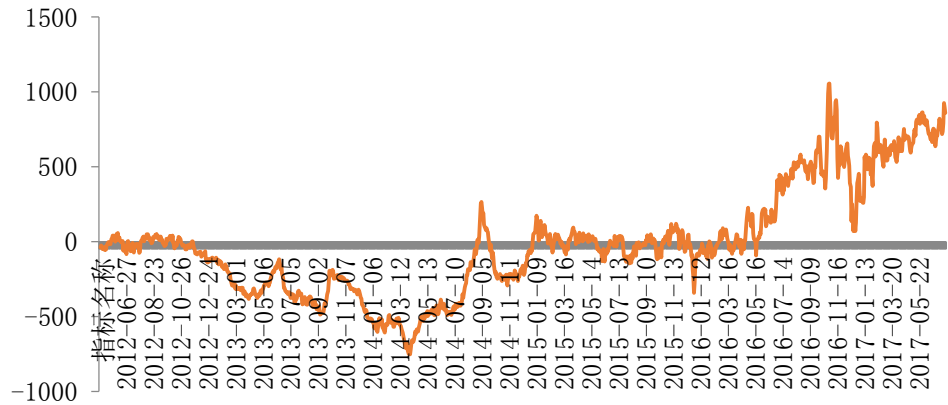
我们对比了怡球资源的再生铝业务毛利率变化趋势、废铝料与铝锭之间价差的变化趋势。**高度趋同!**（见下图）因为数据频率的不同，我们这里并没有做相关系数。

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%。

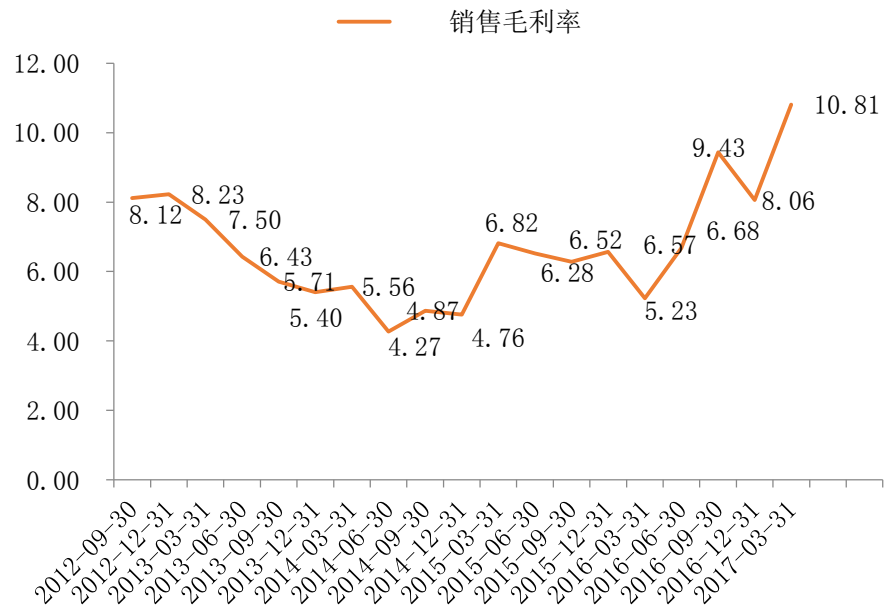
而另一端电解铝价格则有望随着供给侧改革的不断推进有望迎来牛市，怡球资源作为国内最大的废旧铝回收分选冶炼公司，将充分享受这一过程带来的利润增加，考虑到公司现有 65 万吨产能利用率才 40%，弹性值得期待。

图 15: 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 16: 怡球资源近 5 年毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 进入千亿空间的汽车拆解市场，有望成为新的业绩增长点

Metalico 公司已实现扭亏，增厚公司业绩。 Metalico 公司在收购前亏损严重的主要原因是由于流动资金不足，公司业务陷入半停滞状态，营业收入大幅下滑，且要支付较高的财务费用。公司于 2016 年 6 月底收购完成后，通过对公司提供资金支持，业务能够正常运转，财务费用大幅降低，同时由于有色、黑色等金属品种价格大幅上涨，2016 年下半年已大幅减亏，2017 年上半年已实现扭亏，净利润 3312 万元。

表 4: Metalico 公司 2017H1 净利润 3312 万元，实现扭亏

	2013 年	2014 年	2015 年 Q3	2016 年 H2	2017H1
净利润 (万元)	-29030	-24591	-53832	-345	3312

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

中国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”交售给再制造企业，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”交售给再制造企业，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 5：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

资料来源：天风证券研究所

表 6：2020 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

表 7：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	25.11%	544.00	4.21%	2,398.00	7.20%
2014	150.89	5.08%	597.00	9.74%	2,432.00	1.42%
2015	187.40	24.20%	603.00	1.01%	2,358.00	-3.04%
2016	179.80	-4.06%				

资料来源：wind，天风证券研究所

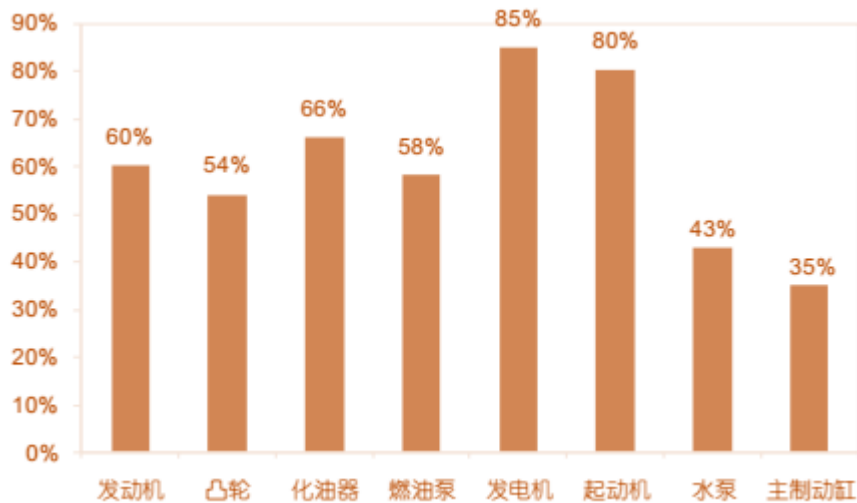
2000 年后我国新车销售量迅速增长，汽车保有量也持续增加，现已成为全球最大的汽车生产消费市场。汽车报废期限通常为 10-15 年，我国即将进入汽车报废高峰期，对汽车报废

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 17：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

Metalico 公司是美国区域性汽车拆解龙头，有望将技术&经验复制至中国，成为公司新的业绩增长点。 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。同时公司拥有 27 个回收拆解网点主要分布在 New York、New Jersey、Pennsylvania、Ohio，是美国东北部地区最大的再生资源回收处理企业，回收量占该地区的 30%-40%。此外下属公司 Metalico Rocheste、Federal、American CatCon Holdings 等多家企业从事汽车尾气催化器再制造、回收贵金属等业务，拥有深厚的技术经验储备。

Metalico 具有较为成熟的汽车回收、拆解、深加工技术，未来凭借怡球资源的资金实力，在适当的时机将 Metalico 成熟的汽车回收、拆解、深加工模式引入到中国市场，积极参与中国报废汽车回收拆解市场整合，建设国内再生资源回收网络。

3.4. 废七类被禁止，独享海外低价废铝、国内高价产品的优势

独享海外低价废铝、国内高价产品的优势。2017 年 7 月 17 日中国向世界贸易组织(WTO)明确提出，作为禁止进口“洋垃圾”环保活动过程的重要活动，截止 2017 年底，中国将禁止 4 类 24 种固体废料的进口，包括废弃塑胶、纸类、废弃炉渣、与纺织品。据中国有色金属工业协会再生金属分会接到的通知：明年底废五金包括废电线、废电机马达，散装废五金将禁止进口。目前禁止进口的主要是第七类，六类废铝废铜不在禁止的范围内。目前六类和七类的区别是第七类需要拆解才能消费，而六类是可以直接消费。废铝当中类似切片、铝屑、易拉罐等都是可以直接使用。

根据我的有色网测算 2016 年废铝进口量 191.7 万吨，其中第七类占比在 40%-50%左右，这将影响约 100 万吨左右的废铝。中国作为全球最大的废铝进口国，一旦废七类被禁止进口，将会导致海外废七类废铝因需求大幅收缩而价格走低，与国内废铝价差扩大。公司收购的 Metalico 公司作为美国区域性汽车拆解龙头，拥有强大的回收网络，具有低成本回收废铝的优势。随着国内外废铝价差的扩大，废七类一旦实施，该业务有望为公司贡献丰厚的业绩。

4. 盈利预测及估值

4.1. 盈利预测

公司 2017 年上半年实现净利润 1.79 亿元，去年同期亏损约 1200 万。前两季度扣非净利润为 5190 万和 7915 万，业绩扭转迹象明显。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 Metalico2017 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，我们预测，公司 2017-2019 年净利润分别为 4.67 亿、6.06 亿和 7.05 亿，EPS 分别为 0.23/0.30/0.35 元。

表 8：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

4.2. 估值

参考当前状况下同类公司的估值水平（剔除高估值公司），我们认为给予公司 2017 年 30 倍 PE 估值水平是较为合理的，未来 6 个月目标价 6.9 元，维持“买入”评级。

表 9：可比公司估值指标

可比公司	PE（一致预期）		
	2017E	2018E	2019E
云铝股份	48.74	25.57	19.88
神火股份	18.35	13.62	11.96
常铝股份	27.03	21.24	17.06
利源精制	19.62	13.85	9.61
亚太科技	21.36	18.12	14.97
和胜股份	48.10	38.50	30.96
银邦股份	54.44	32.86	28.98
南山铝业	20.27	16.29	13.77
中孚实业	37.01	23.17	17.60
新疆众和	40.02	32.42	26.79
中国铝业	43.41	28.16	22.21
明泰铝业	19.95	15.17	11.81

格林美	42.49	31.75	25.01
平均值	33.91	23.90	19.28

资料来源: wind, 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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	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	5,231.39	6,531.71	7,819.97
预付账款	25.32	34.30	69.22	52.23	92.70	营业税金及附加	0.69	4.97	2.48	4.85	7.15
存货	796.21	980.12	1,836.81	1,674.68	2,534.77	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
流动资产合计	2,756.79	3,118.35	3,814.80	3,662.34	5,101.79	财务费用	56.63	82.19	53.40	47.63	43.99
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	营业利润	27.14	7.11	540.97	695.43	846.41
非流动资产合计	861.88	1,376.03	1,380.32	1,427.32	1,445.47	营业外收入	2.28	15.00	7.09	8.12	10.07
资产总计	3,618.67	4,494.38	5,195.12	5,089.66	6,547.26	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	1,834.78	1,250.57	1,861.72	利润总额	28.35	17.43	545.79	700.89	853.28
应付账款	75.81	189.04	133.29	256.88	239.05	所得税	18.64	(8.42)	79.55	95.84	149.49
其他	26.99	87.40	50.98	57.29	68.66	净利润	9.71	25.85	466.24	605.05	703.78
流动负债合计	1,371.29	1,766.73	2,019.05	1,564.74	2,169.43	少数股东损益	(0.04)	0.00	(0.77)	(1.25)	(0.87)
长期借款	117.31	175.34	270.75	0.00	134.15	归属于母公司净利润	9.75	25.85	467.01	606.30	704.65
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
其他	19.99	370.04	137.42	175.82	227.76						
非流动负债合计	137.30	545.38	408.17	175.82	361.91						
负债合计	1,508.58	2,312.11	2,427.21	1,740.56	2,531.34	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	(0.01)	(0.01)	(0.74)	(1.97)	(2.82)	成长能力					
股本	533.00	2,025.40	2,025.40	2,025.40	2,025.40	营业收入	-19.09%	7.92%	60.00%	25.00%	20.00%
资本公积	1,110.53	101.35	101.35	101.35	101.35	营业利润	-33.36%	-73.81%	7512.06%	28.55%	21.71%
留存收益	1,794.41	331.38	743.25	1,325.68	1,993.35	归属于母公司净利润	-67.60%	165.10%	1706.74%	29.82%	16.22%
其他	(1,327.84)	(275.85)	(101.35)	(101.35)	(101.35)	获利能力					
股东权益合计	2,110.09	2,182.27	2,767.91	3,349.11	4,015.92	毛利率	6.57%	8.06%	13.20%	13.30%	13.50%
负债和股东权益总计	3,618.67	4,494.38	5,195.12	5,089.66	6,547.26	净利率	0.28%	0.69%	7.75%	8.05%	7.79%
						ROE	0.46%	1.18%	16.87%	18.09%	17.53%
						ROIC	1.07%	6.41%	18.15%	15.59%	19.73%
						偿债能力					
						资产负债率	41.69%	51.44%	46.72%	34.20%	38.66%
						净负债率	-27.66%	-47.22%	-5.42%	-5.22%	-3.28%
						流动比率	2.01	1.77	1.89	2.34	2.35
						速动比率	1.43	1.21	0.98	1.27	1.18
						营运能力					
						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	4.28	4.29	4.30
						总资产周转率	0.94	0.93	1.24	1.47	1.55
						每股指标(元)					
						每股收益	0.00	0.01	0.23	0.30	0.35
						每股经营现金流	0.15	0.02	-0.38	0.54	-0.26
						每股净资产	1.04	1.08	1.37	1.65	1.98
						估值比率					
						市盈率	1,046.94	394.92	21.86	16.84	14.49
						市净率	4.84	4.68	3.69	3.05	2.54
						EV/EBITDA	88.38	41.37	18.50	13.64	12.10
						EV/EBIT	147.91	93.75	19.44	14.24	12.58

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