

# 海外布局抢占先机，静待再生铝龙头产能释放

## 增持（首次）

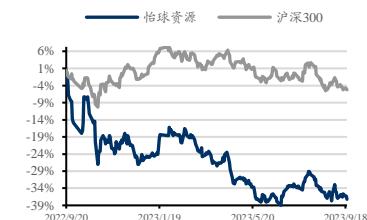
2023年09月21日

证券分析师 陈淑娴

执业证书: S0600523020004

chensx@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	2.78
一年最低/最高价	2.70/4.52
市净率(倍)	1.43
流通 A 股市值(百万元)	6,119.40
总市值(百万元)	6,119.49

## 基础数据

每股净资产(元,LF)	1.95
资产负债率(% ,LF)	25.29
总股本(百万股)	2,201.25
流通 A 股(百万股)	2,201.22

## 相关研究

《怡球资源(601388): 再生铝行业翘楚》

2014-04-14

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7,660	9,395	16,373	23,166
同比	-8%	23%	74%	41%
归属母公司净利润(百万元)	381	473	814	1,068
同比	-55%	24%	72%	31%
每股收益-最新股本摊薄(元/股)	0.17	0.21	0.37	0.49
P/E(现价&最新股本摊薄)	16.04	12.95	7.52	5.73

## 关键词: #产能扩张

## 投资要点

- 海外并购“拓能力”+自身扩建“拓规模”打造再生铝领域龙头:** 公司廿余载围绕马来西亚、中国、美国三地全球布局，垂直深耕铝资源再生领域成为行业龙头。**“拓能力”:** 公司2016年收购美国Metalico，实现报废汽车回收全产业链布局同时拓展上游原料废铝来源，**“扩规模”:** 2021年公司计划在马来西亚扩建130万吨铝合金锭项目，目前主体厂房结构已完成，主要生产设备已陆续进场，进一步扩展公司规模。
- 行业供给受政策影响进口量减少，竞争格局分散，龙头受益:** 1) **再生铝产能规模持续扩大，作为电解铝重要补充部分不可或缺。** 2022年我国再生铝产量稳步增长达865万吨(yoy+8%)，对比电解铝4%同比增速贡献显著增量，2022年再生铝占电解铝产量22%。**竞争格局分散，2021年再生铝CR6市占率不到30%，** 近三年再生铝项目投资建设加快，原料和产品市场竞争更加激烈，已有内卷现象发生，小型落后产能有望进一步出清，利好龙头。2) **供给受政策限制进口减少，需求受益铝特性空间广阔。** 供给: 供需关系来看，行业主要矛盾在于供给，短期受制于进口政策限制，结构亟待优化，2018年以前进口废铝占比40-50%，2018年贸易战恢复进口关税，回收成本提升50%，2019年后进口进一步趋严导致占比进一步下降，2022年进口废铝占比17%，形成“国内为主，进口补充”格局。未来再生铝产量预计2022-2030CAGR为10%，2030年再生铝有望占电解铝比重40%。需求: 受益于轻质特性应用场景广泛，如建筑、包装、汽车、电子等领域，目前汽车领域对铝合金需求增长显著，汽车发动机、缸体、汽缸头等铸件已全面铝化，新能源汽车平均用铝量超225kg/辆，看好未来新能源领域发展。
- 剑指产业链上游，提前海外布局废铝供给优势显著，未来可期:**

1) **采购端: 国际+国内联动布局，拓展上游原料提高供给灵活度。** 外部: 公司2002年开始布局国外废铝采购，至今已有20+年，外部采购国家包含中国、美国、欧洲、澳大利亚、马来西亚等，对应公司区域化布局。内部: 2016年收购Metalico深耕北美，近年扩充至宾夕法尼亚州西部、俄亥俄州东部等区域，进一步向上游拓展，使得废铝料供给能力提升同时延伸下游贸易业务，一举两得。2) **销售端: 铝合金锭国内外多渠道销售，废料回收集中美洲发展。** 铝合金锭销售主要集中在中国、日本和东南亚，国内外多渠道销售有望实现利益最大化。2022年铝合金锭销售(除美洲外)国内与国外分别占比为57%/43%，毛利率马来西亚>亚洲其他地区>日本>中国，分别为26/17/13/6%，未来伴随马来西亚工厂扩产盈利能力有望进一步提升。废料销售集中在美洲，贡献营收占比与中国并驾齐驱且增长迅速。2022年美洲地区收入27.9亿元，与中国地区营收占比并驾齐驱，均为36%，2016-2022年美洲营收CAGR为26%，增长迅速。3) **产能端: 有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业。** 公司铝合金锭太仓+马来西亚公司2022年产能64万吨，若未来130万吨产能释放，有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.2、0.4、0.5元/股，对应PE分别为13/8/6倍。基于公司在再生铝行业龙头地位显著、提前布局海外未来产能释放可期，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示:** 新项目投产不及预期；市场竞争格局加剧；原材料价格波动；大宗商品价格波动；宏观经济波动导致销售不及预期等。

## 内容目录

1. 海外并购“拓能力”+自身扩建“拓规模”打造再生铝领域龙头 .....	4
1.1. 发展历程：廿余载全球三地布局，打造铝资源再生领域龙头.....	4
1.2. 公司股权结构清晰，管理层团队职业化，具有国际化视野.....	4
1.3. “铝锭+废料贸易”双轮驱动，收购兼并带动业绩迈上新台阶.....	6
2. 行业供给受政策影响进口量减少，竞争格局分散，龙头受益 .....	7
2.1. 作为节能减排主力军产能规模持续扩大，竞争格局较为分散.....	8
2.2. 供给原料废铝受政策限制进口比例减少，需求受益铝特性空间广阔.....	9
2.2.1. 上游短期供给受进口政策限制，长期符合双碳转型路径.....	9
2.2.2. 供给：国内为主，进口补充，2022-2030 产量 CAGR 10%.....	10
2.2.3. 需求：受益于轻质特性铝应用广泛，看好新能源领域发展.....	11
3. 剑指产业链上游，提前海外布局供给优势显著，未来可期 .....	12
3.1. 采购端：国际+国内联动布局，拓展上游原料提高供给灵活度 .....	13
3.2. 销售端：铝合金锭国内外多渠道销售，废料回收集中美洲发展 .....	15
3.3. 产能端：有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业，盈利能力较强 .....	17
4. 盈利预测与估值 .....	19
5. 风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构（截至 2022 年年报）.....	5
图 3: 2013-2022 公司营收（亿元）及同比（%）.....	6
图 4: 2013-2022 归母净利（亿元）及同比（%）.....	6
图 5: 2013-2022 公司业务拆分及同比.....	6
图 6: 2013-2022 公司业务占比（%）.....	6
图 7: 2013-2022 公司毛利率及净利率.....	7
图 8: 2013-2022 公司 ROE（摊薄）.....	7
图 9: 再生铝产业链.....	7
图 10: 2007-2022 年再生铝及电解铝产量（万吨）及同比.....	8
图 11: 2007-2022 再生铝占电解铝产量占比（%）.....	8
图 12: 2021 年再生铝行业竞争格局.....	8
图 13: 再生铝政策梳理.....	10
图 14: 2015-2022 国内及进口废铝数量及同比.....	10
图 15: 2015-2022 国内及进口废铝占比（%）.....	10
图 16: 2020 年主要国家再生铝产量占比（%）.....	11
图 17: 2010-2020 主要国家再生铝产量 CAGR(%).....	11
图 18: 2015-2023 铝锭和广东佛山废铝价格（元/吨）.....	12
图 19: 2015-2023 精废差（元/吨）.....	12
图 20: 公司国内外布局.....	13
图 21: 废铝端采购布局.....	14
图 22: Metalico 采购布局.....	14
图 23: Metalico 主要厂区分布图.....	14
图 24: 公司采购原料.....	15
图 25: 2013-2022 公司营收分区域占比（%）.....	15
图 26: 2013-2022 公司营收分区域（亿元）.....	15
图 27: 2015-2022 公司营收分区域毛利率（%）.....	16
图 28: 2016-2022 公司毛利率及美洲毛利率（%）.....	16
图 29: 公司产品在汽车领域应用.....	17
图 30: 马来西亚 130 万吨扩建项目现场图.....	18
图 31: 2016-2022 再生铝公司毛利率（%）比较.....	18
图 32: 2016-2022 再生铝公司 ROE（%）比较.....	18
 表 1: 公司管理层（截至 2022 年年报）.....	5
表 2: 电解铝和再生铝对比.....	9
表 3: 再生铝未来发展目标.....	11
表 4: 再生铝下游应用.....	12
表 5: 电解铝和再生铝对比.....	18
表 6: 盈利预测拆分（单位：百万元）.....	19
表 7: 可比公司估值表（截至 2023 年 9 月 20 日）.....	20

## 1. 海外并购“拓能力”+自身扩建“拓规模”打造再生铝领域龙头

### 1.1. 发展历程：廿余载全球三地布局，打造铝资源再生领域龙头

公司围绕马来西亚、中国、美国三地布局，垂直深耕再生铝行业成为行业龙头。公司发展主要经历了三个阶段：

1) 确立再生铝方向，垂直三地布局（1984-2006）：1984 年怡球集团（怡球金属熔化有限公司）在马来西亚成立，1995 年加入伦敦金属交易所，1996 年在吉隆坡股票交易所上市，加入欧洲废料循环利用协会及美国废料再生工业协会，明确再生铝方向，2001、2002 年分别在中国、美国成立公司，三地布局，上游拓展至美国废旧金属回收市场，保障原料来源同时下沉中国市场。

2) 自动化降本增效，深入中国市场（2006-2012）：2006 年公司启用“金属废料切碎分选机”，进入生产自动化纪元降本增效，2012 年在上交所成功上市。

3) 内扩产拓规模，外收购拓能力（2013-至今）：2013 年公司在马来西亚成立新公司，2015 年投产，2016 年、2020 年先后收购美国 Metalico 公司及美国 Liberty Iron & Metal 公司俄亥俄州工厂全部资产，有力推动公司对上游产业的开拓和优化，实现了公司在报废汽车回收全产业链布局，2021 年公司计划在马来西亚扩建 130 万吨的铝合金锭项目，进一步扩展公司规模。

图1：公司发展历程



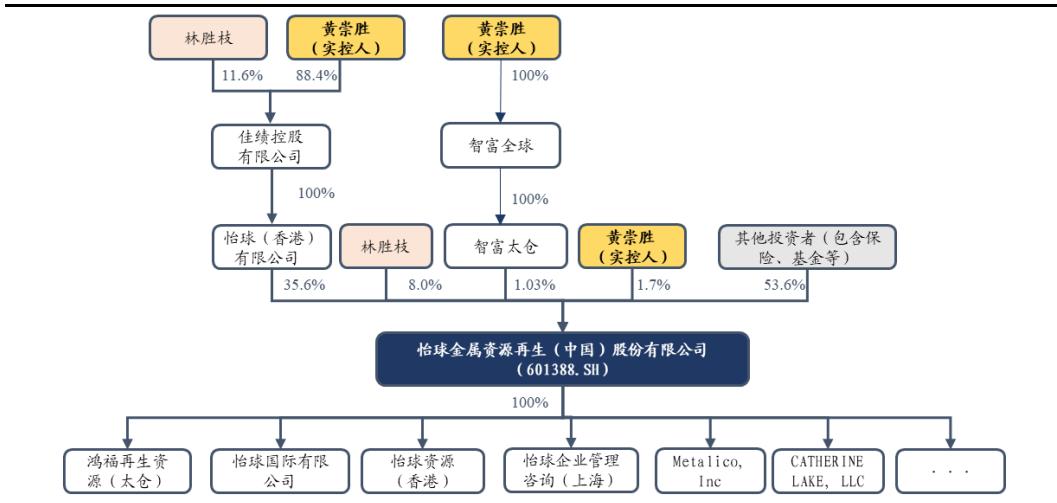
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 公司股权结构清晰，管理层团队职业化，具有国际化视野

公司股权结构清晰集中。公司控股股东为怡球香港公司，持股比例为 35.6%，实际控制人为黄崇胜先生，公司创始人黄崇胜与林胜枝为夫妇，合计持股 46.3%，股权结构

集中清晰。

图2：公司股权结构（截至 2022 年年报）



数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所

**公司管理层是一支具有国际化视野、管理经验丰富的职业管理队伍。**公司创始人夫妇 1984 年在马来西亚创立怡球集团，至今在行业内深耕近 40 年，高管总经理刘凯珉、副总经理顾俊磊及财务负责人黄勤利均在公司工作 20 年+，核心凝聚力较强，且多人在马来西亚公司工作过，具有国际化经营经验。

表1：公司管理层（截至 2022 年年报）

姓名	职务	任职日期	性别	国籍	年龄	最新薪酬(万元)	最新持股比例 (%)	简介
黄崇胜	董事长	2022/9/16	男	中国台湾	66	144.99	34.27%	公司创始人，拥有多年再生铝行业从业经验。
刘凯珉	总经理及董事	2017/12/29	男	马来西亚	45	73.93	0.01%	2003-2004 年，在怡球金属熔化有限公司工作。2004 年 11 月进入本公司工作，至 2017 年 1 月 9 日在公司担任销售总监，目前为本公司总经理。
顾俊磊	副总经理	2023/6/30	女	中国	43	/	/	2002 年 5 月入职公司，现任公司党支部书记，工会主席，公司集团总管理处协理。
黄勤利	财务负责人	2009/10/1	男	马来西亚	47	76.79	0.01%	2000 年进入马来西亚怡球金属熔化有限公司财务部门工作，2006 年至今，担任公司及马来西亚怡球财务负责人。
高玉兰	董事会秘书	2017/10/13	女	中国	44	27.83	0.01%	2005 年进入公司，曾担任董事会办公室处长，证券事务代表及财务部副经理。现任本公司财务部经理及董事会秘书。
李贻辉	董事	2009/10/1	男	马来西亚	68	74.51	0.01%	1998 年进入马来西亚怡球公司工作，历任销售业务经理，副总经理和执行董事。现任本公司及马来西亚怡球金属熔化有限公司董事。
林胜枝	董事	2009/10/1	女	中国台湾	60	145.84	12.13%	创始人配偶，与黄崇胜先生共同创办马来西亚怡球公司。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. “铝锭+废料贸易”双轮驱动，收购兼并带动业绩迈上新台阶

公司通过 2016、2020 两次成功收购带动营收业绩迈上新台阶。1) 营收角度来看, 公司 2013-2017 年营收从 48.8 亿元增长至 52.8 亿元 (yoY+43%), 2021 年公司营收 82.8 亿元 (yoY+47%), 2013-2021 年 CAGR 为 6.8%; 2) 业绩角度来看, 2013-2017 年归母净利润由 0.9 亿元增长至 3.2 亿元, 2021 年归母净利润为 8.5 亿元 (yoY+84%), 2013-2021 年 CAGR 为 32.4%, 业绩增长优于收入, 发展质量提升明显。2022 年公司营收 76.6 亿元 (yoY-8%), 归母净利润 3.8 亿元 (yoY-55%), 收入减少主要由于受经济下行影响主营产品铝合金锭产量减少, 归母净利润减少主要由于原材料成本居高不下, 未来预计伴随 2023 年下半年马来西亚项目第一期 65 万吨产能逐步释放公司有望向好发展。

图3: 2013-2022 公司营收 (亿元) 及同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

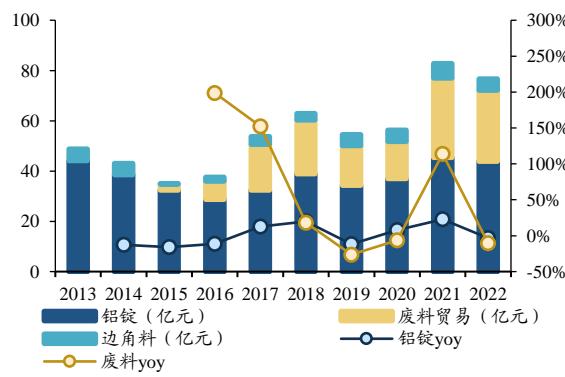
图4: 2013-2022 归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

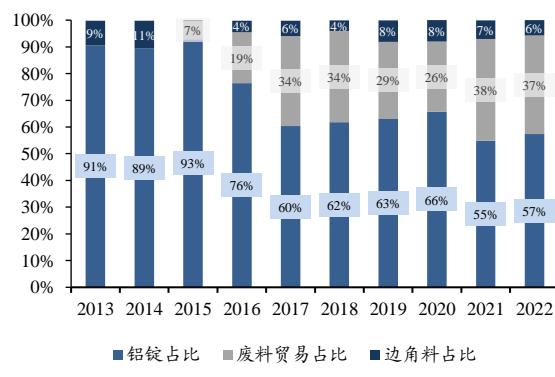
分产品来看, 公司主业铝锭业务稳健发展, 废料贸易业务占比逐步提升。2022 年公司铝锭/废料贸易/边角料收入分别为 44/28/4 亿元 (yoY-3/-11/-24%), 占总收入比重分别为 57/37/6% (yoY+2/-1/-1pct)。

图5: 2013-2022 公司业务拆分及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 2013-2022 公司业务占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

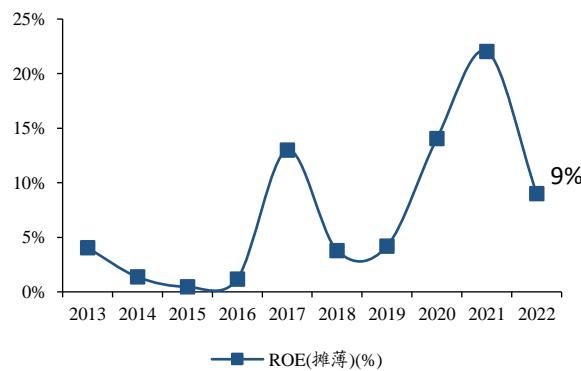
2013-2021 年公司盈利能力持续向好，2022 年受成本高企影响有所受损。2013-2021 年公司毛利率/净利率分别由 5%/2% 上升至 18%/10%，2020-2021 年盈利能力提升主要受益于公司国际化采购销售优势凸显，带动销售毛利提升，2022 年公司由于原材料成本上升毛利率为 11% (yoY-7pct)，净利率为 5% (yoY-5pct)。从 ROE 角度来看，公司 ROE 主要受净利率影响，2022 年公司 ROE (摊薄) 为 9% (yoY-13pct)。

图7：2013-2022 公司毛利率及净利率



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图8：2013-2022 公司 ROE (摊薄)

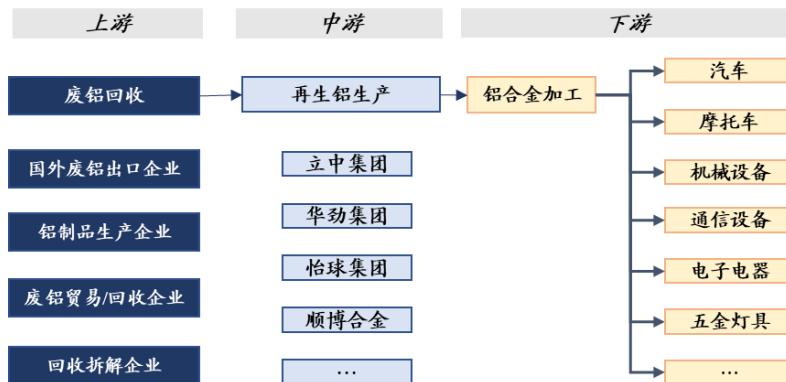


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

## 2. 行业供给受政策影响进口量减少，竞争格局分散，龙头受益

产业链：再生铝产业链上游是废铝回收行业，下游领域应用广泛。公司所在行业为再生铝生产环节，位于产业链中游，上游废铝回收企业贡献主要原材料废铝，中游负责生产，下游是铝加工企业，可应用到汽车、摩托车、机械、通信设备等多领域。

图9：再生铝产业链



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

## 2.1. 作为节能减排主力军产能规模持续扩大，竞争格局较为分散

产业规模：再生铝产能规模持续扩大，作为电解铝重要补充部分不可或缺。据惠誉测算，国内电解铝产能天花板预计4500万吨，2022年电解铝产量为4021万吨，已经开始接近天花板。根据中国有色金属工业协会再生金属分会数据，目前我国再生铝产能已达1800万吨以上，2022年，我国再生铝产量稳步增长，达到865万吨(yoy+8%)，对比2022年电解铝产量4%同比增速可以看出再生铝贡献增速较快，2022年再生铝产量占电解铝产量22%，yoy+0.7pct，未来受制于电解铝4500万吨产能“天花板”，铝工业结构有望持续优化，再生铝将成为不可或缺的一部分。

图10：2007-2022年再生铝及电解铝产量（万吨）及同比

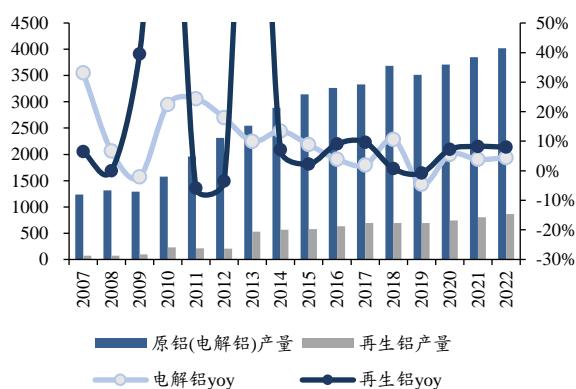
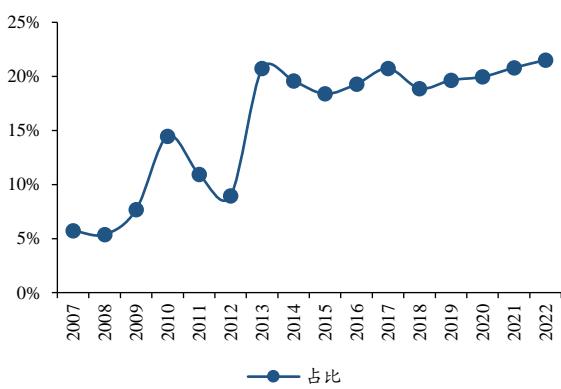


图11：2007-2022年再生铝占电解铝产量占比（%）



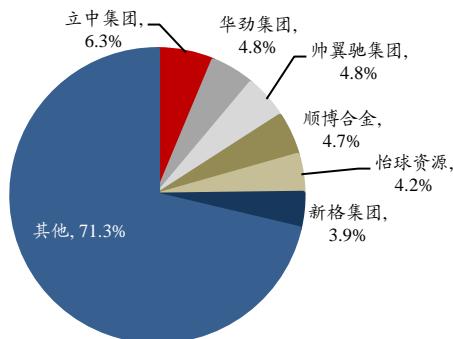
数据来源：Wind，中国有色金属协会，东吴证券研究所

数据来源：Wind，中国有色金属协会，东吴证券研究所

## 竞争格局：2021年CR6市占率不到30%，竞争加剧，产能分布较为集中，超60%

集中在五省。在第十八届中国再生铝产业链绿色发展论坛上，中国有色金属工业协会再生金属分会副会长兼秘书长王吉位指出，最近三年我国各地再生铝项目投资建设加快，原料和产品市场竞争更加激烈，已有内卷现象发生。2021年再生铝行业集中度较低，CR6为28.7%，市场竞争充分。分区域来看，2022年上市企业主要分布在沿海区域，目前广西、江苏、广东、河南、江西五省再生铝产能占总产能的61%。

图12：2021年再生铝行业竞争格局



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

**技术进步：再生铝成为节能减排主力军，相较电解铝优势显著。**再生铝碳排放量仅为电解铝全流程 2%左右，2022 年我国再生铝节约矿产资源开采 4325 万吨，减少二氧化碳排放近 1 亿吨，吨减少排放 2.3 万吨 CO<sub>2</sub>，其中先进再生铝企业单位产品综合能耗低于 100 标煤/吨，在资源保障和节能减排方面发挥了重要作用。对比来看，欧洲铝业协会（EA）称：2018 年欧洲原铝的碳足迹为 8.6t CO<sub>2</sub> eq/t 铝，而再生铝的仅为 0.5t CO<sub>2</sub> eq/t 再生铝，仅为原铝 5.8%。据日本铝业协会（JAS）称，与采用铝土矿提取原铝相比，回收再生废铝可节省 90%以上的资源。

表2：电解铝和再生铝对比

	电解铝	再生铝
生产原料	铝土矿山	废铝料
生产工艺	化学分解提炼	分选、熔炼
能源消耗	很高	低（相当于电解铝全流程 2%）
环境影响	很大	小（相当于电解铝生产碳排放量 2%）
生产产品	原铝金属	铝合金
国家产业	限制	支持
政策方向	供给侧改革	规划支持

数据来源：有色金属工业协会，九方智投，东吴证券研究所

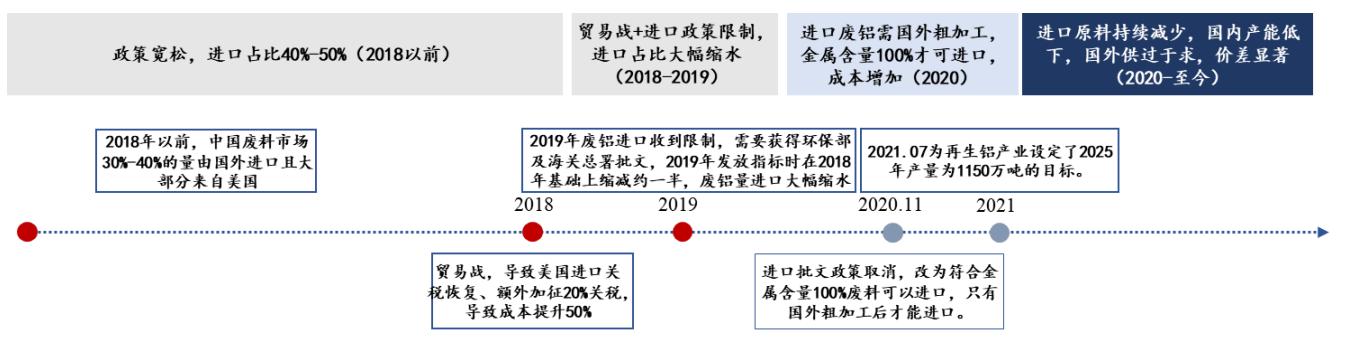
## 2.2. 供给原料废铝受政策限制进口比例减少，需求受益铝特性空间广阔

供需关系角度来看，短期废铝回收问题在于供给，不在需求。国内受进口政策影响原料明显受阻+回收体系技术不成熟，产业链受铝价波动影响较大，利润较低，国内部分工厂产能利用率较低，海外布局公司具有显著优势。

### 2.2.1. 上游短期供给受进口政策限制，长期符合双碳转型路径

政策端：短期受制于贸易战+进口政策限制再生铝供给结构亟待优化，长期再生铝推进符合国家低碳转型路径。短期来看，国家对于再生铝原材料废铝进口仍有所限制，2018 年以前进口占比 40-50%，2018 年贸易战恢复进口关税，回收成本提升 50%，进口数量大幅下降，2019-2020 年由于环保要求趋严、进口指标严格导致成本进一步上升，进口数量进一步缩水，2020 年至今，进口数量保持平稳增长。长期来看，电解铝是高耗能品种，再生铝推进符合国家低碳转型重要战略，作为铝供应重要部分，未来国家也将全力保持供应链安全，坚持供给侧结构性改革，大方向持续向好。

图13：再生铝政策梳理



数据来源：九方智投，东吴证券研究所

### 2.2.2. 供给：国内为主，进口补充，2022-2030 产量 CAGR 10%

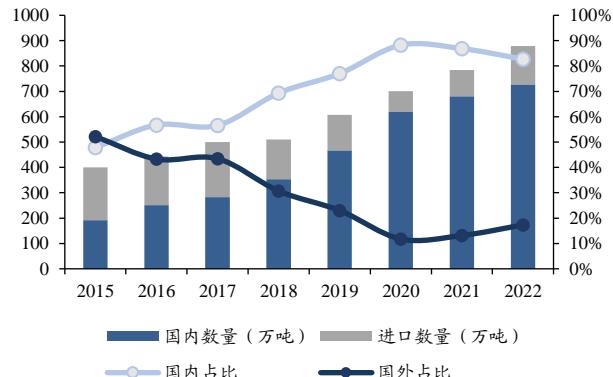
**供给端：**废铝原料供应目前格局为“国内为主，进口补充”，国内占比超80%。我国2015-2022年废铝总量400万吨提升至879万吨，CAGR为11.9%。  
 1) **国内：**2022年，我国国内回收废铝725万吨(yoy+3.57%)，占再生铝原料中比例83%。中国有色金属工业协会再生金属分会产业研究中心主任刘龙预计到2025年，国内废铝回收量将超过1000万吨，2022-2025CAGR为11.3%；  
 2) **进口：**2022年，再生铸造铝合金原料进口量达到151.61万吨，yoy+48%，受制于进口政策趋严预计未来进口仍以补充为主。

图14：2015-2022 国内及进口废铝数量及同比



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

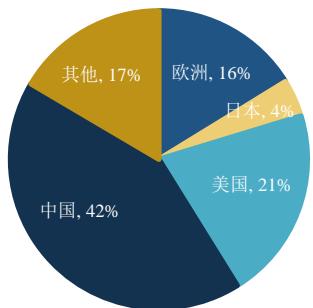
图15：2015-2022 国内及进口废铝占比 (%)



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

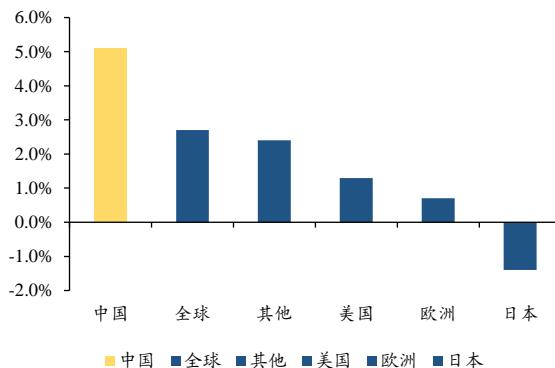
**对比全球，中国再生铝行业影响力逐步提升，国外回收体系完善、法律健全再生铝应用更为充分。**中国2010-2020年再生铝产量CAGR为5.1%，增速位列第一，影响力逐步加强。2020年中国再生铝产量最高，占比全球产量42%，较2010年提升9pct,日本、美国、中国、欧洲是再生铝生产主要国家和地区，四个国家再生铝产量占全球80%+,美国、日本、德国、英国、法国等经济发展国家产业已进入成熟阶段，有些加工铝材废铝含量超过90%，应用更为充分。

图16：2020年主要国家再生铝产量占比（%）



数据来源：中国有色网，东吴证券研究所

图17：2010-2020 主要国家再生铝产量 CAGR(%)



数据来源：中国有色网，东吴证券研究所

**再生铝产量 2022-2030CAGR 为 10%，2030 年有望占电解铝比重 40%。**根据中国有色金属工业协会数据，到 2025 年再生铝产量有望达到 1150 万吨，到 2030 年有望达到 1800 万吨，占电解铝比例将由 2022 年 22% 提升 2030 年 40%，结构逐步优化，2022-2030 年再生铝产量 CAGR 为 9.6%，增速较快。

表3：再生铝未来发展目标

	2022	2025E	2030E	2022-2025CAGR	2025-2030CAGR	2022-2030CAGR
再生铝产量（万吨）	865	1150	1800	10.0%	9.4%	9.6%
电解铝产量（万吨）	4021	4500	4500	3.8%	/	/
再生铝/电解铝比例	22%	26%	40%	/	/	/

数据来源：有色金属工业协会，东吴证券研究所

### 2.2.3. 需求：受益于轻质特性铝应用广泛，看好新能源领域发展

**需求端：受益于自身轻质、易加工等特性下游需求应用场景持续拓展。**再生铝受益于轻质、易加工、导电性、耐腐蚀等性能，受下游建筑、包装、汽车、电子等领域青睐。在建筑领域，再生铝可用于幕墙、电力线路、交通工具和桥梁结构；包装领域，可用作饮料、食品罐使用；电子产品领域可用于外壳、散热器等零部件；新能源领域可应用于汽车车身、发动机、轮毂等。

表4：再生铝下游应用

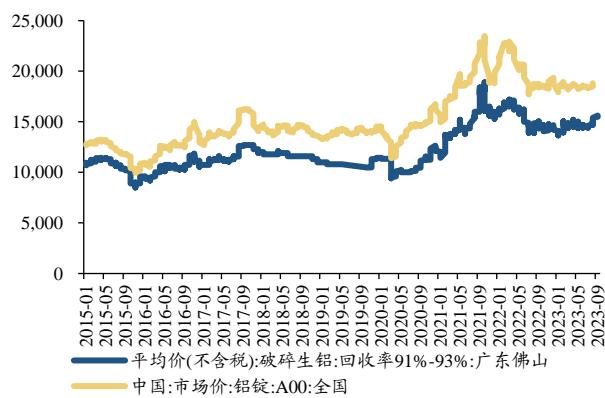
应用领域	具体部分	受益特性
建筑领域	幕墙、电力线路、交通工具、桥梁等建筑结构	重量轻、强度高、易加工、寿命长
包装领域	饮料罐、食品罐	防潮、耐腐蚀、保鲜
电子产品领域	电子产品外壳、散热器	导电好、耐腐蚀、便于加工
新能源领域	车身、发动机、轮毂	重量轻

数据来源：有色金属工业协会，东吴证券研究所

**汽车领域伴随轻量化、环保发展，看好新能源领域再生铝应用。**由于新能源汽车发展，对铝合金需求增长显著，汽车发动机、缸体、汽缸头等铸件已全面铝化，已被全世界汽车厂接受，据中国有色网报道，新能源汽车平均用铝量超 225kg/辆，向 450kg/辆铝用量天花板靠近，电池系统也是汽车用铝量最大系统。根据日本协会资料，2018-2020 年日本汽车用铝总量 483 万吨，其中铸件和压铸件占比 79%，板带材占比 11%，挤压材占比 8%，锻件消费量占比 2%。

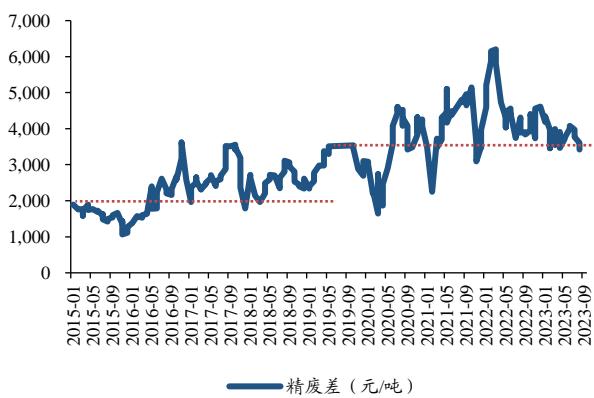
**精废差中枢抬升再生铝企业盈利能力有望进一步改善。**再生铝企业盈利能力受上游废铝价格和下游铝锭价格影响，从 2015-2023 年精废差可以看出精废差中枢在逐步提升，2023 年 8 月 31 日精废差为 3,426 元/吨，相较 2018 年同期 3,107 元/吨提升 10.3%，伴随后续废铝供给格局改善我们预计企业盈利能力有望进一步提升。

图18：2015-2023 铝锭和广东佛山废铝价格（元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图19：2015-2023 精废差（元/吨）



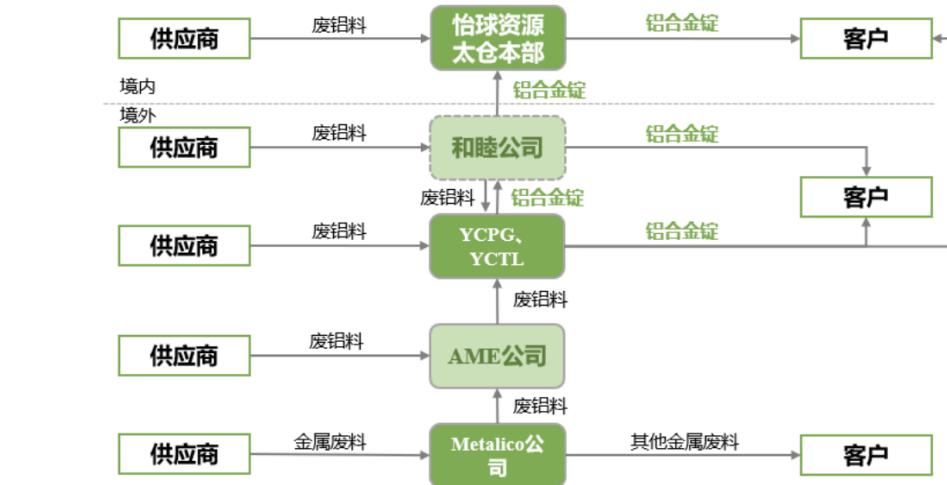
数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 3. 剑指产业链上游，提前海外布局供给优势显著，未来可期

**公司国际+国内布局联动，充分利用产业链优势资源内部流动。**1) 境内来看，太仓本部主要承担生产及销售工作。公司上游仅通过国内供应商获取废铝，在国内将和睦公司生产的铝合金锭及自身生产铝合金锭销售给客户。2) 境外来看，马来西亚主要承担生产及销售工作，美国公司主要承担上游原料回收及贸易业务。马来西亚的和睦公司、YCPG 和 YCTL 主要从事铝合金锭生产及销售工作，美国的 AME 公司主要负责原料采

购业务，Metalico 从事废料回收及贸易业务，分工明确同时资源内部流动消化。

图20：公司国内外布局



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

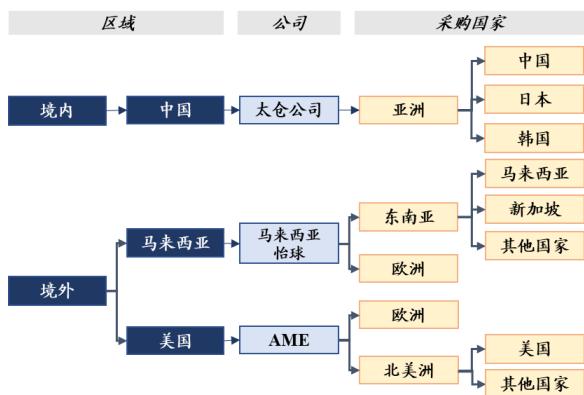
### 3.1. 采购端：国际+国内联动布局，拓展上游原料提高供给灵活度

网点区域化遍布全球，收购拓展回收能力同时提高供给灵活度。

1) 外部来源：公司 2002 年开始布局国外废铝采购，至今已有 20+年，外部采购国家包含中国、美国、欧洲、澳大利亚、马来西亚、新加坡等，对应子公司区域化布局。目前公司与主要供应商保持密切业务联系，对于供应商采取取得运输单证后付款方式，2022 年前五名供应商公司采购额 10.5 亿元，占总采购金额 21%。

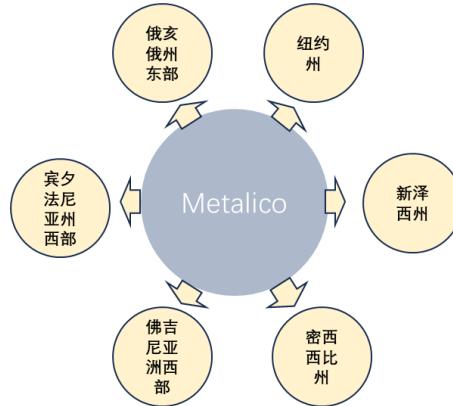
2) 自身收购：公司 2016 年收购的 Metalico 公司采购区域主要在北美，采购范围扩充至宾夕法尼亚州西部、俄亥俄州东部、纽约州、新泽西州、密西西比州及弗吉尼亚州西部等区域，公司进一步向上游拓展，使得废铝料自给率提升同时延伸下游贸易业务，一举两得。2020 年底公司收购了位于俄亥俄州的吉拉德处理厂相关资产，进一步资源整合向上拓展，优化上游。

图21：废铝端采购布局



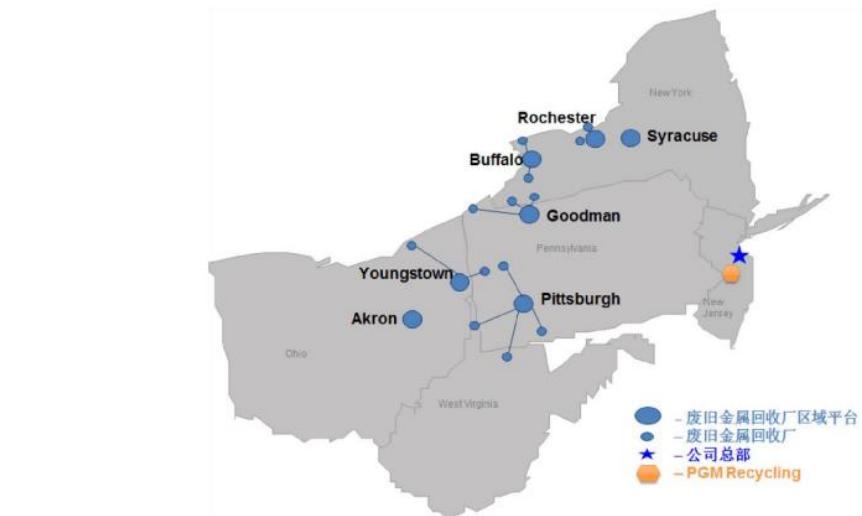
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图22：Metalico 采购布局



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图23：Metalico 主要厂区分布图



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来规划：国内积极拓展上游来源，国外新建+收购提高市场占有率。由于国内供需矛盾突出，国内再生铝产能利用率有所影响。国内方面，公司将持续向上游延伸，积极拓展原料来源，国外方面，第一计划在东南亚、欧洲、日本等地新建采购办事处，第二计划继续通过新建收购提高 Metalico 公司采购半径，进一步提高市占率。

图24：公司采购原料



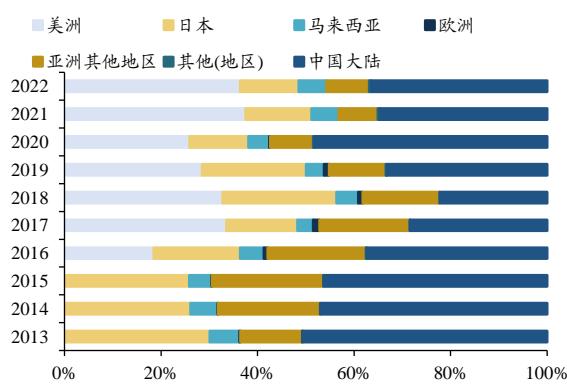
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 3.2. 销售端：铝合金锭国内外多渠道销售，废料回收集中美洲发展

**铝合金锭：**公司铝合金锭销售主要集中在中国、日本和东南亚，国内外多渠道销售，有望实现利益最大化。2022年铝合金锭销售(除美洲外)国内与国外分别占比为57%/43%。1)国内主要通过太仓本部及深圳办事处负责销售，2022年中国区域营收27.9亿元(yoy-2.9%)，占总营收36%；2)国外马来西亚厂区主要负责东南亚、日本、印度及中国等市场销售，2022年日本、马来西亚、亚洲其他地区分别营收9.3/4.4/6.8亿元(yoy-17.8/-6.3/+0.8%)，占总营收比重为12%/6%/9%。

**废料销售：**集中在美洲销售，贡献营收最多且增长迅速。公司主要通过Metalico公司(后简称M公司)在美洲地区销售废料，2016年由于收购了M公司100%股权美洲地区收入达7.0亿元，2022年美洲地区收入为27.9亿元，占比总营收36%，与中国地区营收占比并驾齐驱，2016-2022年CAGR为26%，增长迅速。

图25：2013-2022公司营收分区域占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图26：2013-2022公司营收分区域（亿元）

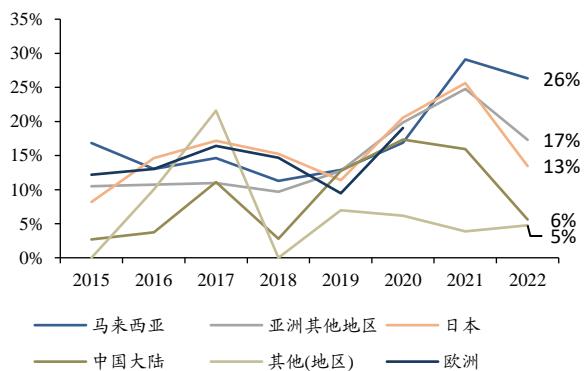


数据来源：Wind，东吴证券研究所

铝合金锭马来西亚近两年表现优异，多区域布局利于盈利最大化，废料销售盈利稳

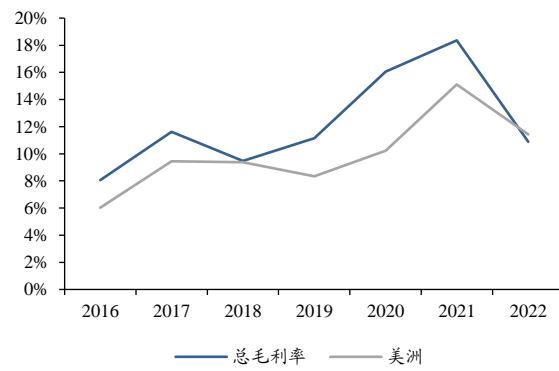
**中向好。**2022 年铝合金锭销售毛利率按区域划分马来西亚 > 亚洲其他地区 > 日本 > 中国 > 其他地区，分别为 26/17/13/6/5%，未来伴随马来西亚工厂扩产盈利能力有望进一步提升，废料回收领域美洲毛利率稳中向好，2022 年美洲毛利率为 11.4%，高于整体毛利率 0.5pct。

图27：2015-2022 公司营收分区域毛利率（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图28：2016-2022 公司毛利率及美洲毛利率（%）



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

**M 公司废铝产品回收率提高，减少原材料损耗，降本增效。**中国再生资源回收利用率较低，主要品种回收率低于 60%，相较部分发达国家 80-90% 存在显著差距，2023H1 公司子公司 M 公司完成了自动金属分选系统项目，该设备增加了 M 公司原料处理能力，减少原料损耗，提高废铝回收率，降本增效。

#### 从下游客户角度来看：

- 1) **铝合金锭：**客户主要为汽车、电动工具、电子通讯及五金电器领域，由于产品细微差异会造成客户合格率或良品率差别，具有较强客户粘性。公司已经成为多家世界知名汽车生产商、电器和电子生产企业及其在中国合资或独资供应商。国外知名客户采取以集团为单位统一采购模式：公司可直接对接到终端厂商——本田、日产、丰田、三菱、飞利浦、东风汽车、盖茨传动、德尔福、博世、松下电器等。**国内客户主要为压铸配套企业：**近年与汽车零部件压铸企业有业务往来，包含宁波旭升、南京泉峰等。

图29：公司产品在汽车领域应用



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2) 废料回收: 客户主要为钢铁巨头。公司目前成为了美国 REPUBLIC STEEL、MULTIMETCO INC 等钢铁垄断巨头的主要供应商之一，与客户形成了长期稳定的合作关系。

### 3.3. 产能端：有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业，盈利能力较强

公司提前布局海外，未来有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业。产能对比上市布局再生铝公司来看，公司铝合金锭太仓+马来西亚公司 2022 年产能 64 万吨，若未来 130 万吨产能释放，有望成为亚洲最大铝合金锭生产企业，据公司公告表明，2021 年以来，已有南山铝业、顺博合金、福蓉科技、鑫铂股份、宏创控股等多家上市公司公告拟投资新建或扩建再生铝产能，纷纷提前布局意为提前抢占市场份额，公司有望在行业后续盈利改善中率先获益。

公司市占率伴随产能释放或进一步提升。公司 2022 年铝合金锭产量为 24.6 万吨 (yoy+15.0%)，按照有色金属工业协会再生金属分会的统计数据 2022 年再生铝产量约为 855 万吨，公司市占率仅为 3%，但 2022 年受铝锭价格影响太仓产能利用率较低，若未来价格恢复，公司马来西亚一期项目 65 万吨产能释放，公司市占率提升弹性较大。

表5：电解铝和再生铝对比

	2022年再生铝产能(万吨)	近期新建产能(万吨)	预测未来产能
怡球资源	64(国内37、国外27)	130(马来西亚项目目标130万吨,预期2023下半年完成65万吨产能释放)	194
立中集团	130	加快泰国和墨西哥再生铝回收和产能建设	130+
顺博合金	95	安徽顺博63万吨铝合金扁锭项目	158
永茂泰	23.7	10(已建成一期3.3万吨产能)	30+
南山铝业	-	10(着手建设中)	10

数据来源：公司公告，东吴证券研究所预测

图30：马来西亚130万吨扩建项目现场图



130万吨扩建项目现场图(图一)

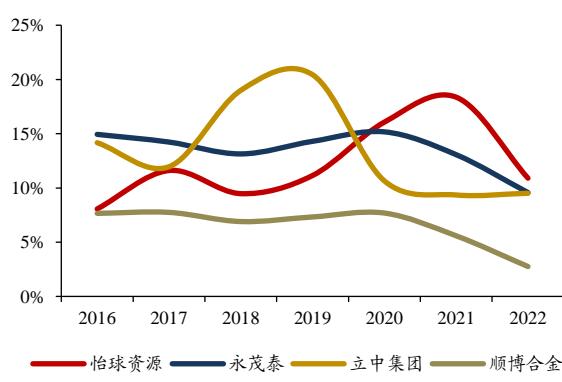


130万吨扩建项目现场图(图二)

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

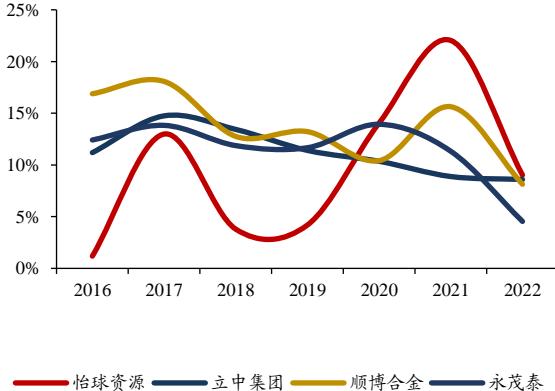
**公司产品盈利能力优于其他再生铝公司。**对比来看，2022年公司毛利率11%，优于行业几家主要公司，ROE(摊薄)优于行业平均水平，我们认为主要受益于公司上游原材料获取能力较强，有30年海外采购网络和经验，成本控制较好。

图31：2016-2022再生铝公司毛利率(%)比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：2016-2022再生铝公司ROE(%)比较



数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

核心假设：按产品划分，

- 1) 铝锭业务: 假设公司马来西亚 130 万吨铝合金锭项目一期二期 2023-2024 年建成，产能有望在 2024 年叠加释放，我们预计 2023-2025 年铝合金锭销量同比 +15%/+90%/+35%，铝合金锭吨价稳健增长，铝锭收入 2023-2025 为 53/106/150 亿元；
- 2) 废料销售业务: 公司废料销售主要依靠 M 公司，伴随 M 公司采购半径持续扩大，在美国市占率有望进一步提升，我们预计 2023-2025 年废料销售业务量价企稳向好，销量分别 yoy+20%/30%/30%，吨价 yoy+5%/10%/10%，收入 2023-2025 为 36/51/73 亿元。
- 3) 边角料及其他业务: 我们预计边角料及其他业务 2023-2025 年伴随主要业务稳健增长，我们预计边角料收入为 2023-2025 为 5/7/9 亿元，其他业务收入为 3/3/3 百万元。

**盈利预测**: 根据以上假设，我们预计 2023-2025 年公司营业总收入分别为 94/164/232 亿元，yoy+23%/74%/41%；公司归母净利润分别为 4.7/8.1/10.7 亿元，yoy+24%/72%/31%。

表6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7,659.8</b>	<b>9,395.2</b>	<b>16,373.3</b>	<b>23,165.8</b>
yoy	-8%	23%	74%	41%
<b>铝锭</b>	<b>4,392.4</b>	<b>5,303.9</b>	<b>10,581.2</b>	<b>14,998.8</b>
yoy	-3.3%	20.8%	99.5%	41.8%
销量 (万吨)	24.8	28.57	54.28	73.28
yoy	-14%	15%	90%	35%
吨价 (元/吨)	17,681	18,565	19,493	20,467
yoy	13%	5%	5%	5%
<b>废料销售</b>	<b>2,825.0</b>	<b>3,559.5</b>	<b>5,090.0</b>	<b>7,278.7</b>
yoy	-10.6%	26.0%	43.0%	43.0%
销量 (万吨)	60.5	72.6	94.3	122.6
yoy	-14%	20%	30%	30%
吨价 (元/吨)	4,671.7	4,905.3	5,395.8	5,935.4
yoy	4%	5%	10%	10%
<b>边角料</b>	<b>439.6</b>	<b>531.9</b>	<b>702.1</b>	<b>888.2</b>
yoy	-23.7%	21.0%	32.0%	26.5%
<b>其他业务</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.8</b>
yoy	-27%	0%	0%	0%
<b>营业成本</b>	<b>6,825.0</b>	<b>8,274.6</b>	<b>14,293.2</b>	<b>20,440.4</b>
yoy	0.9%	21.2%	72.7%	43.0%

<b>毛利率</b>	<b>10.9%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.7%</b>	<b>11.8%</b>
<b>  yoY</b>	-7.5%	1.0%	0.8%	-0.9%
<b>归母净利 (百万)</b>	<b>381</b>	<b>473</b>	<b>814</b>	<b>1,068</b>
<b>  yoY</b>	-55.2%	23.9%	72.2%	31.2%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

**估值及投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.2、0.4、0.5 元/股，对应 PE 分别为 13/8/6 倍。可比公司上，我们选取了再生铝行业公司立中集团及顺博合金及永茂泰进行对比，2023 年平均 PE 为 18 倍，公司 PE 为 13 倍。基于公司在再生铝行业龙头地位显著、提前布局海外未来产能释放可期，首次覆盖，给予“增持”评级。

表7：可比公司估值表（截至 2023 年 9 月 20 日）

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
605208.SH	永茂泰	30	9.0	1.4	2.4	3.4	21.1	12.5	8.8
300428.SZ	立中集团	142	22.7	7.0	10.0	13.1	20.4	14.2	10.8
002996.SZ	顺博合金	52	11.7	3.5	5.5	6.9	14.9	9.4	7.4
平均							17.6	11.8	9.1
601388.SH	怡球资源	62	2.8	4.7	8.1	10.7	13.1	7.6	5.8

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

备注：永茂泰、立中集团、顺博合金预测来自 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

**新项目投产进展不及预期：**公司新项目可能由于地缘政治等因素推迟投产，影响公司产品销售规模。

**市场竞争格局加剧：**行业处于初期水平，其他竞争企业近年不断拓展新产能，预计有未来竞争格局加剧风险。

**原材料价格波动：**公司主要原材料废铝受进口政策影响可能价格上涨导致利润下降。

**大宗商品价格波动：**公司产品铝合金锭价格可能下跌导致盈利不及预期。

**宏观经济波动导致销售不及预期：**需求端可能受宏观经济影响导致销售量价不及预期，存在风险。

## 怡球资源三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,539</b>	<b>3,928</b>	<b>5,123</b>	<b>6,442</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,660</b>	<b>9,395</b>	<b>16,373</b>	<b>23,166</b>
货币资金及交易性金融资产	1,236	1,837	2,319	3,249	营业成本(含金融类)	6,825	8,275	14,293	20,440
经营性应收款项	637	736	961	1,173	税金及附加	14	15	27	38
存货	1,487	1,111	1,519	1,606	销售费用	21	47	164	232
合同资产	0	0	0	0	管理费用	230	319	639	811
其他流动资产	179	244	324	413	研发费用	5	6	10	14
<b>非流动资产</b>	<b>2,099</b>	<b>2,389</b>	<b>2,696</b>	<b>3,002</b>	<b>财务费用</b>	<b>63</b>	<b>78</b>	<b>136</b>	<b>192</b>
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	1,165	1,191	1,230	1,277	投资净收益	14	13	13	13
在建工程	459	641	846	1,057	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	295	373	452	518	减值损失	(12)	(39)	(30)	(27)
商誉	16	16	16	16	资产处置收益	3	1	1	2
长期待摊费用	9	9	8	8	<b>营业利润</b>	<b>508</b>	<b>630</b>	<b>1,090</b>	<b>1,427</b>
其他非流动资产	155	160	144	127	营业外净收支	3	14	13	10
<b>资产总计</b>	<b>5,638</b>	<b>6,317</b>	<b>7,820</b>	<b>9,444</b>	<b>利润总额</b>	<b>511</b>	<b>644</b>	<b>1,103</b>	<b>1,437</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,086</b>	<b>1,244</b>	<b>1,815</b>	<b>2,243</b>	减:所得税	129	163	279	364
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	562	662	612	<b>净利润</b>	<b>381</b>	<b>481</b>	<b>824</b>	<b>1,074</b>
经营性应付款项	287	354	607	869	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	70	76	137	194	<b>归属母公司净利润</b>	<b>381</b>	<b>473</b>	<b>814</b>	<b>1,068</b>
其他流动负债	138	253	409	568	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.17	0.21	0.37	0.49
非流动负债	324	398	490	597	EBIT	553	722	1,239	1,629
长期借款	230	301	384	483	EBITDA	709	821	1,367	1,765
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	10.90	11.93	12.70	11.76
租赁负债	19	27	36	45	归母净利率(%)	4.98	5.03	4.97	4.61
其他非流动负债	75	69	69	69	收入增长率(%)	(7.52)	22.66	74.27	41.48
<b>负债合计</b>	<b>1,410</b>	<b>1,642</b>	<b>2,305</b>	<b>2,840</b>	归母净利润增长率(%)	(55.22)	23.92	72.19	31.18
归属母公司股东权益	4,228	4,667	5,496	6,579					
少数股东权益	0	8	19	25					
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,228</b>	<b>4,676</b>	<b>5,515</b>	<b>6,603</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,638</b>	<b>6,317</b>	<b>7,820</b>	<b>9,444</b>					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,250	1,010	746	1,348	每股净资产(元)	1.92	2.12	2.50	2.99
投资活动现金流	(647)	(350)	(392)	(413)	最新发行在外股份(百万股)	2,201	2,201	2,201	2,201
筹资活动现金流	(620)	(62)	129	(15)	ROIC(%)	8.17	10.14	15.22	16.97
现金净增加额	(1)	614	497	935	ROE-摊薄(%)	9.02	10.13	14.81	16.23
折旧和摊销	156	99	128	136	资产负债率(%)	25.01	25.99	29.47	30.08
资本开支	(470)	(370)	(435)	(448)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.04	12.95	7.52	5.73
营运资本变动	687	360	(273)	63	P/B(现价)	1.45	1.31	1.11	0.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

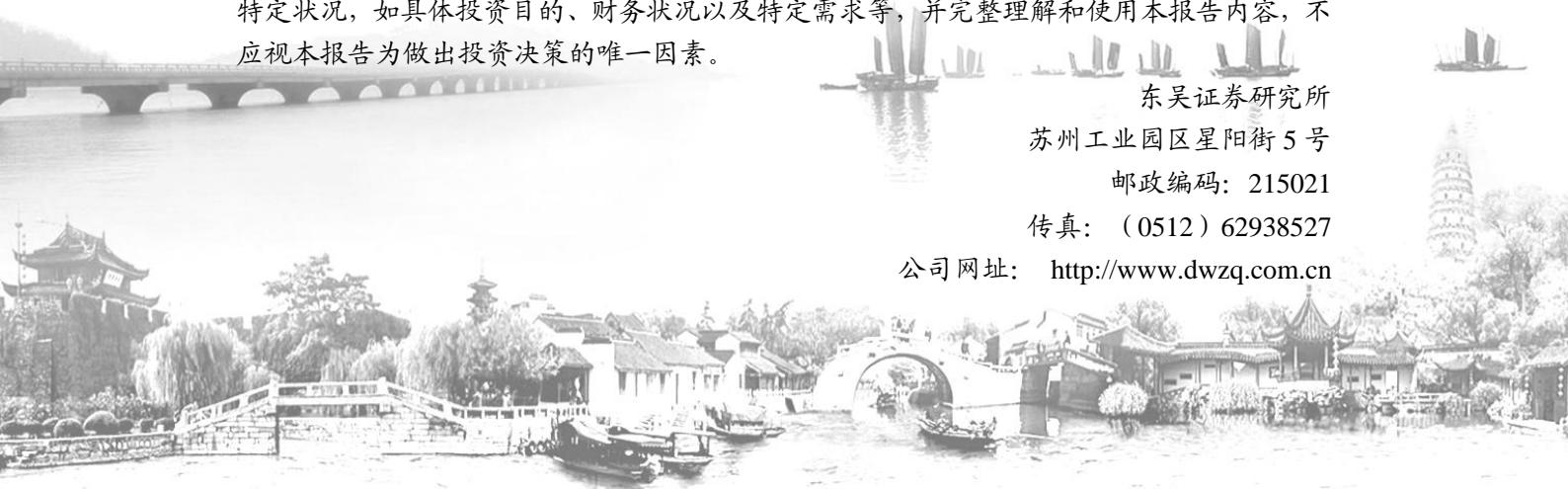
### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>