

建议申购
四通新材 (300428)

2015年3月10日

合理价格区间 15.37-20.49 元
股本结构 (预计发行后)

总股本 (万股)	8080
流通 A 股 (万股)	2020
B 股/H 股 (万股)	0/0

主要估值指标

	2015E	2016E	2017E
EPS (元)	1.02	1.27	1.43
净利润增长率 (%)	42.00	23.97	12.38

注: 每股摊薄后股本计算。

重要日期

初步询价日	2015年3月5日
确定发行价日	2015年3月9日
网下缴款日	2015年3月11日
网上申购日	2015年3月11日

铝基中间合金行业先行者

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,年产能超过4万吨,是中国最大的中间合金生产企业之一,产品广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工等终端产品所需的中高端铝材加工。

主要财务数据及预测

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	695.97	820.67	986.51	1106.81
营业收入增长率 (%)	29.54	17.92	20.21	12.19
净利润 (百万元)	58.30	82.79	102.63	115.33
净利润增长率 (%)	31.59	42.00	23.97	12.38
综合毛利率 (%)	13.81	13.75	13.68	13.59
每股收益 (元)	0.96	1.02	1.27	1.43

 注: 2014年EPS计算使用的股本为此次公开发行前股本,即6060万股
资料来源:招股意向书,海通证券研究所

海通证券研究所
有色金属行业高级分析师
刘博
SAC 执业证书编号:
S0850512080001
电话: 021-23219401
Email: liub5226@htsec.com

有色金属行业首席分析师

奇
AC 执业证书编号:
S0850513110001
电话: 021-23219962
mail: zq8487@htsec.com

有色金属行业高级分析师
施毅

SAC 执业证书编号:
S0850512070008
电话: 021-23219480
Email: sy8486@htsec.com

- 主营业务突出,市场前景开阔。**公司的主营业务收入主要来自于铝基中间合金的生产和销售,经过多年的技术研究和产品开发,公司部分产品在技术指标上达到了国际先进水平,取得了较高的国内市场份额,并逐步替代部分进口产品。近年来,受益于下游合金市场需求旺盛,公司营业收入稳步增长,净利润增长迅速,毛利率保持在较高水平。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。未来世界金属材料生产和产品制造对改变金属性能的中间合金的需求量巨大,市场前景十分开阔。

- 募投项目提高核心竞争力。**近年来,公司生产设备常常处于超负荷运行状态,产能不足将成为未来制约公司发展的瓶颈。募投项目为年产2.2万吨功能性合金新材料,实施后,大幅度提高公司产品的质量及精度水平,从而能够为客户提供更为优良的产品和服务。将进一步提高公司市场占有率,提升企业的知名度,更好的参与国际竞争。

- 合理价格区间 15.37-20.49 元, 建议申购。**结合公司产能投放进度,我们预测公司2015-2017年的EPS分别为1.02元、1.27元和1.43元。参照可比公司估值的平均水平,我们采取保守性原则,预计合理的价格区间为15.37-20.49元,对应2015年估值15-20倍。公司已确定股票发行价为14.71元,建议申购。

- 主要不确定因素。**主要原材料价格波动风险;供应商与销售客户相对集中的风险;他国进口政策变化与贸易摩擦的风险;环保风险;家族控制风险;汇率风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律

目 录

1. 我国铝基中间合金行业的先行者	5
1.1 公司简介	5
1.2 实际控制人基本情况	5
2. 主营铝基中间合金	6
2.1 铝基中间合金	7
2.2 熔剂	9
2.3 添加剂	9
3. 铝基中间产品行业：低端同质，高端不足	9
3.1 行业发展概况：发展迅速，低端为主	9
3.2 行业发展趋势：专业化、国际化	9
3.3 行业分布：区域特征明显	10
3.4 市场前景：下游需求强劲，前景开阔	11
4. 国内同业比较	11
4.1 行业地位	11
4.2 公司主营毛利率较高	12
5. 公司竞争优势突出	12
5.1 产品优势明显	12
5.2 客户优势显著	13
5.3 技术优势业内领先	14
6. 盈利能力分析	15
6.1 收入稳步上升，毛利率稳定	15
6.2 期间费用同步增长	16
7. 募投项目分析	17
7.1 募投项目内容	17
7.2 募投项目实施的必要性	17
7.3 募投项目进展	18

8. 盈利预测及估值	18
9. 主要不确定因素	18

图目录

图 1 发行前公司股权结构图	5
图 2 铝冶炼及压延工业产业链	6
图 3 2012 年中国中间合金产品结构分布	7
图 4 细化前晶粒形态(20MM)	7
图 5 细化后晶粒形态(240MM)	7
图 6 变质前显微组织(100X)	8
图 7 变质后显微组织(500X)	8
图 8 各种元素在铝液中的添加温度	8
图 9 硼元素质量百分比与金属导电性能的关系	8
图 10 2012 年我国铝基中间合金区域市场分布	11
图 11 近年来公司中间合金产品客户情况(单位:位)	14
图 12 公司营业收入稳步增加	15
图 13 2012-2014 年公司主要产品收入构成(万元)	16
图 14 2012-2014 年公司净利润持续增长(万元)	16
图 15 2012-2014 年公司期间费用(万元)	16
图 16 期间费用率总体占比不大(%)	16

表目录

表 1 公司近年中间合金产品产能、产量、销量、销售收入和产销率.....	6
表 2 中间合金产品的应用领域.....	8
表 3 2011-2013 年公司市场占有率.....	12
表 4 公司与云海金属 2012-2014 年中间合金产品毛利率对比.....	12
表 5 公司主要客户情况.....	14
表 6 募投项目概况.....	17
表 7 募投项目具体产品方案.....	18
表 8 可比公司 2014-2016 年 PE 估值水平对比(2015 年 3 月 6 日).....	18

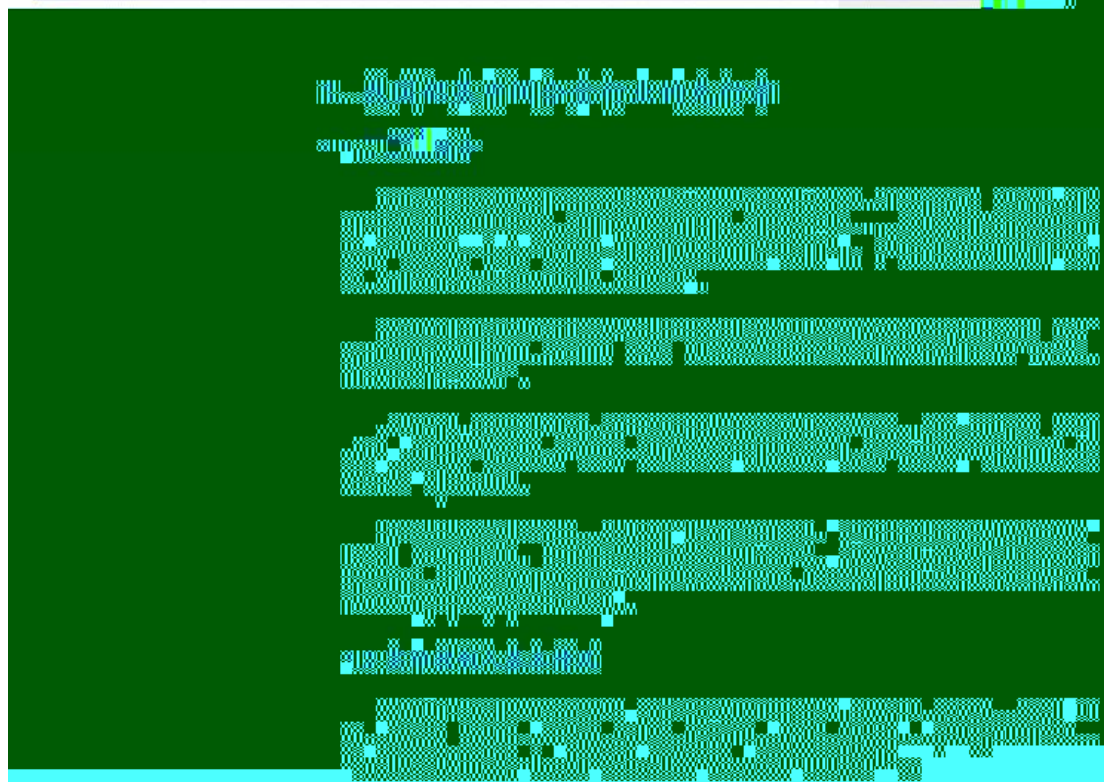
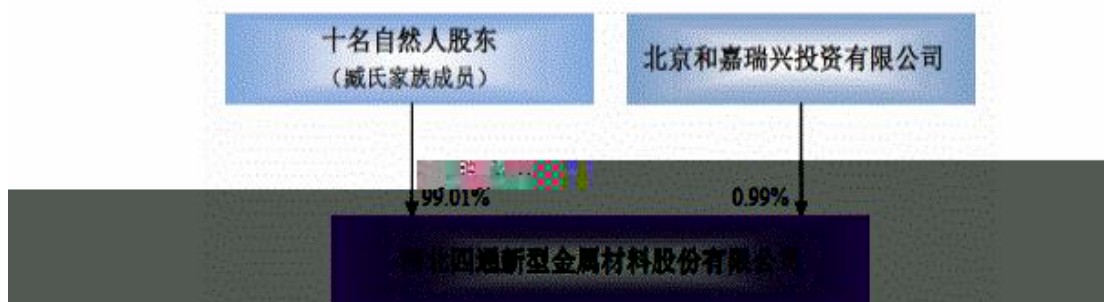


图 1 发行前公司股权结构图



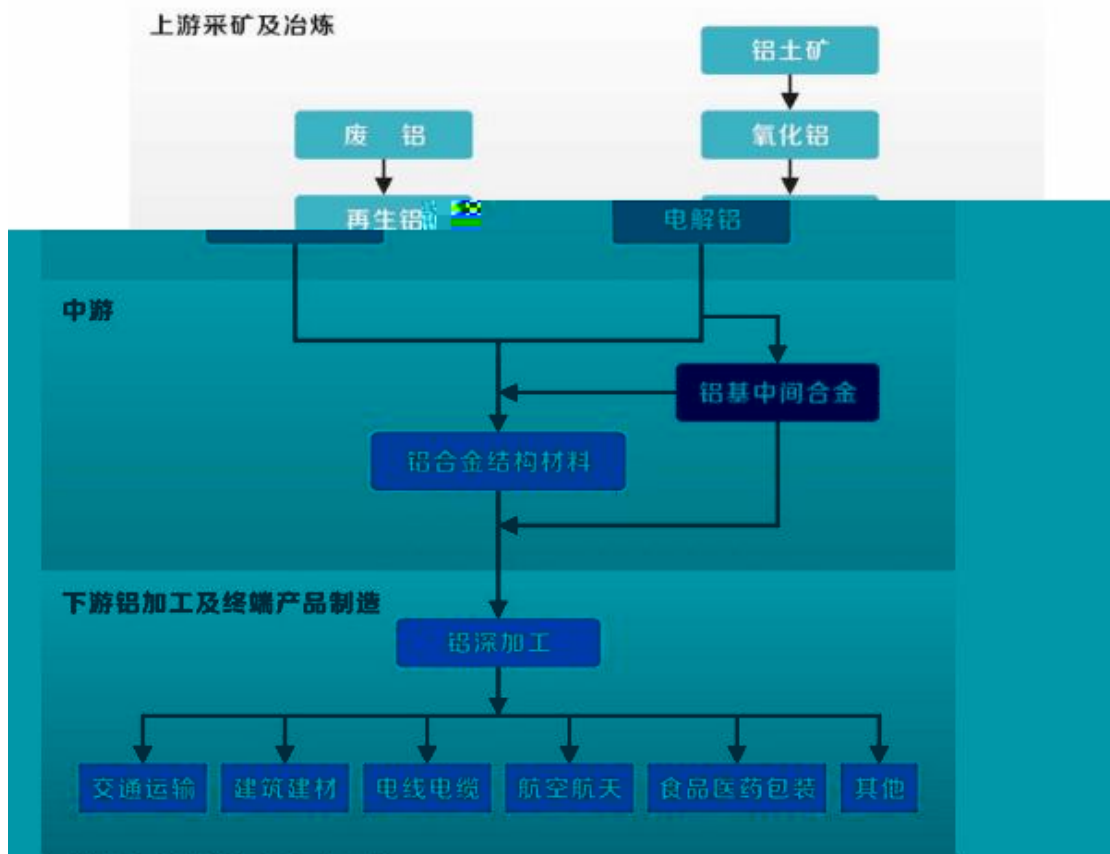
资料来源：招股意向书，海通证券研究所

本次发行前公司总股本为 6060 万股，公开发行新股不超过 2020 万股，拟发行股份数量占发行后总股本的比例不超过 33.33%

2. 主营铝基中间合金

公司专业从事中间合金类功能性合金新材料(铝基中间合金、溶剂、添加剂)的研发、制造和销售,处于整个铝产业链的中游。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,公司的主营业务收入主要来自于中间合金中的铝基中间合金的生产和销售。

图2 铝冶炼及压延工业产业链



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

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,产品市场分布于中国、欧洲、北美、南美、日本、韩国、中东及东南亚等国家和地区。

表 1 公司近年中间合金产品产能、产量、销量、销售收入和产销率

项目	2014 年	2013 年	2012 年
产能 (吨)	37760	30410	25277
产量 (吨)	39353	31253	26137
销量 (吨)	38970	30574	25819
销售收入 (万元)	67351	52853	48038
产能利用率 (%)	104.22	102.77	103.40
产销率 (%)	99.03	97.83	98.78

注：公司总产量由电炉年饱和产能及投产时间加权平均测算。

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.1 铝基中间合金

中间合金与铝基中间合金定义

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)或非金属通过熔炼和冶金化学反应生成或物理熔合而成。中间合金在不同的领域作为关键的基础性材料,单独或共同发挥作用,不仅能够大幅提高金属综合性能,扩大金属的应用领域,还能降低制造成本,并为新型金属材料的研发提供技术支持。

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、净化类、高纯类、金属净化类和无添加类。

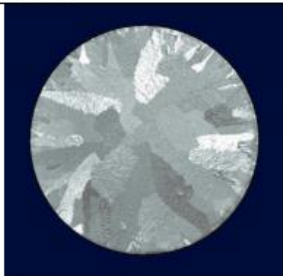
图 3 2012 年中国中间合金产品结构分布



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

(1) 晶粒细化类中间合金:这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。

图 4 细化前晶粒形态(20mm)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

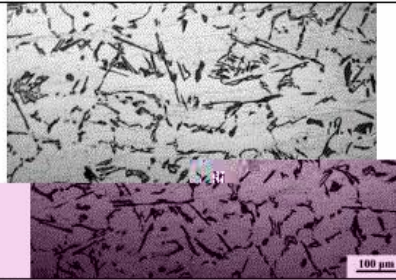
图 5 细化后晶粒形态(240μm)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

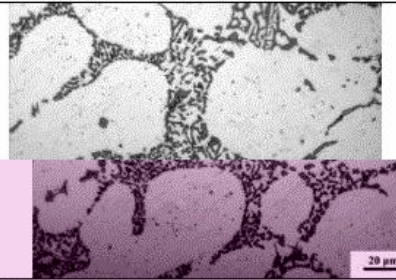
(2) 晶粒变质类中间合金是指:通过对合金进行变质处理,将合金中粗大的针状、片状组织孕育成球状或微粒,以减少针、片状组织对基体密排割裂作用,使形成微合金晶粒组织更加致密均匀,提高合金的力学性能和耐磨性能的中间合金。

图6 变质前显微组织(100X)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

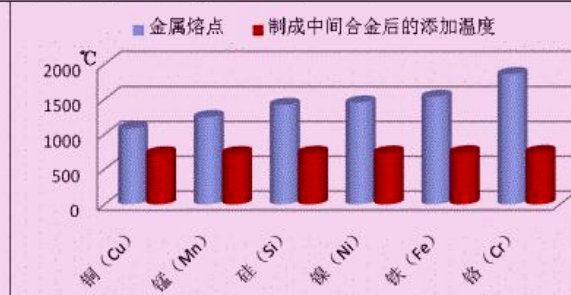
图7 变质后显微组织(500X)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

(3) 元素添加类中间合金是指:将熔点相差大的、难熔融的金属或贵金属通过热熔和/或化学反应,制作成易熔、易吸收的合金材料。通过降低生产工艺过程中的温度和时间而减少能源消耗、提高金属实收率、降低污染物排放。

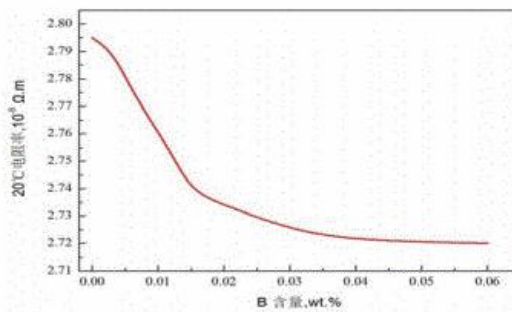
图8 各种主要金属熔点与制成中间合金后的添加温度



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

(4) 金属净化类中间合金是指:在高温下通过化学反应和物理干预作用,使金属液体中的杂质沉浮分离,提高金属纯净度,提高金属力学性能和导电性能的中间合金。

图9 硼元素质量百分比与金属导电性能的关系



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

中间合金产品用途

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。

表 2 中间合金产品的应用领域

行业	功能	具体应用
汽车制造	中间合金通过细化晶粒、变质处理,提高铝的金属性能,减轻整车重量的同时降低污染物排放	汽车轮毂、发动机、半轴和其他零部件
轨道交通	中间合金可有效改善铝合金组织结构,增强延展性、硬度、强度、抗冲击性等,有利于高铁减重提速	轻轨、高铁车体内部铝型材及其他铝制品部件
航空航天	中间合金通过高纯细化、变质及成分添加,使铝满足航空航天材料性质、吸音、减振、防辐射、高强度、耐高温	飞机机体、铆钉、支架、龙骨及其他零部件
船舶制造	在船舶用铝材生产时加入中间合金使其具有更高的力学性能及耐腐蚀性	船舶发动机、船体结构件、船舶容器
铝带箔	在板、带、箔材料中加入中间合金,能够加强其延展性,增加抗拉强度,提高产品塑性	食品医药包装、印刷版基、热交换器、电子电力、建筑装饰
电线电缆	净化系铝基中间合金加入电线电缆铝材料中可提高导电能力和抗拉性能	电缆、电器元件和高纯铝

资料来源:招股意向书,海通证券研究所

2.2 熔剂

熔剂是指在冶炼过程中,用以金属液体覆盖、净化、增加熔渣流动性,使熔渣与熔融金属分离的物质。生产中间合金的主要副产品是生产熔剂的主要原材料,通过科学配方可将副产品加工制成成本较低的熔剂。随着公司研发能力的提高,熔剂产品质量不断提高,客户在购买中间合金的同时对熔剂也有一定的需求,因此

2.3 添加剂

金属添加剂是一种由金属粉末和助熔剂组成的添加型功能材料,主要用于向金属熔体中添加锰、铁、铬、铜、钛等金属元素,具有有效浓度高、使用方便等优点。

3. 铝基中间产品行业: 低端同质, 高端不足

3.1 行业发展概况: 发展迅速, 低端为主

1956年,被誉为“祖国银色支柱”的东北轻合金加工厂采用前苏联制造工艺开始生产中间合金,主要用在其生产的军工产品中。由于改革开放前国内工业水平发展缓慢,铝基中间合金并没有引起足够的重视。改革开放以来,我国国民经济快速发展、固定资产投资以及工业化进程持续加速,为铝基中间合金行业的高速发展创造了良好的条件。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。近年来,我国铝基中间合金行业发展迅速,远高于同期国内GDP增长速度。

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。

3.2 行业发展趋势: 多元化、专业化、国际化

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

产品种类增多,产品性能提高

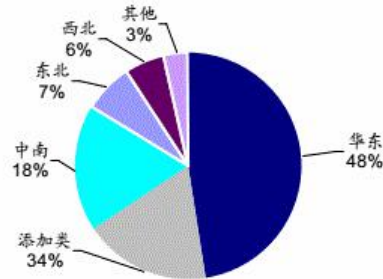
产品种类增多,产品性能提高

3.2.2 行业分布:区域特征明显

中间合金行业分布具有区域性,从全球来看,中间合金生产能力主要集中在亚洲、欧洲和美洲三个地区,其中,大量中低端产品集中在亚洲地区,而欧洲、美国和日本则集中了主要的高端产品。

目前的国内中间合金需求的分布如下:华东地区生产厂家较多,竞争比较激烈,约占 47.5%;华北约占 18.1%,中南约占 17.9%;东北、西北等地区生产厂家较少,市场空间比较大,未来有比较大的发展前景,其中东北约占 7.3%,西北约占 6.0%。行业区域特征十分明显:

图 10 2012 年我国铝基中间合金区域市场分布



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

3.4 市场前景：下游需求强劲，前景开阔

铝基中间合金未来的市场发展前景和市场需求直接取决于下游铝深加工和终端产品制造行业的发展趋势。随着汽车、高铁等领域向轻量化、节能化方向发展以及航空航天产业的发展，铝基中间合金材料受到各国政府政策的大力支持。

铝基中间合金能够促进新型铝合金材料和其他新金属材料的研究和制备，在金属制造加工应用方面能提高金属性能、降低成本，是实现以铝代钢、以铝代铜、以铝代木、以铝代石的技术载体。中间合金对复合材料的发展也起着至关重要的作用，各国已把发展复合型新材料技术作为提升核心竞争力的主要手段。

4. 国内同业比较

4.1 行业地位

我国铝基中间合金企业超过百家，中小企业占 80%以上。行业中的部分企业从事铝基中间合金生产时间较长，在生产规模、成本控制、生产工艺、产品研发、质量控制、管理经验、营销渠道、售后服务等方面有较大优势。近年来国内铝基中间合金行业集中度有所提高，中国市场调查研究中心数据显示，我国铝基中间合金行业重点企业主要有：深圳市新星轻合金材料股份有限公司、江西永特合金有限公司、河北四通新型金属材料股份有限公司、南京云海特种金属股份有限公司、湖南金联星特种材料股份有限公司、上海郑裕特种合金有限公司、徐州华天金属熔剂有限公司、徐州华升铝业有限公司、正邦（福建）冶金材料有限公司、江西宏科特种合金有限公司等。

公司是铝基中间合金行业中规模最大、产品种类齐全的企业之一，经过多年的技术研究和产品开发，部分产品在技术指标上达到了国际先进水平，取

表 3 2011-2013 年公司市场占有率

	国内销量(吨)	国内总需求量(吨)	公司市占率
2011	11720	124000	9.45%
2012	16774	139000	12.07%
2013	22191	161000	13.78%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

4.2 公司主营毛利率较高

目前，国内 A 股上市公司中没有专门从事铝镁中间合金的企业，仅有南京云海特种金属股份有限公司主营业务收入包含部分与公司类似的中间合金业务，公司与云海金属中间合金业务的毛利率对比情况如下：

表 4 公司与云海金属 2012-2014 中间合金业务毛利率对比

	2012	2013	2014H1
云海金属	13.15%	13.93%	15.01%
四通新材	13.81%	14.13%	15.47%
差异	0.66%	0.20%	0.46%

资料来源：招股意向书，海通证券研究所

云海金属的主营业务为镁合金和铸造合金，铝基中间合金占其主营业务收入总额的比例很小，2014 年 1-6 月、2013 年度、2012 年度仅为 5.80%、4.85%、4.11%，同时受产品结构等影响云海金属毛利率变动较大，公司与云海金属的毛利率可比性不大。公司专业研发、生产、销售中间合金企业，在生产规模、技术水平、产品结构、成本控制、营销渠道、以及由于地区差异造成的人工成本等方面存在很大的优势，因此，公司中间合金毛利率高于云海金属。

5. 公司竞争优势突出

5.1 产品优势明显

公司目前拥有 4 大类、100 多种中间合金产品，产品质量稳定、性能优异，广泛应用于多个行业和领域。在现有产品种类的基础上，公司不断研发新产品，特别是在含有化学性质活泼元素的中间合金方面，公司掌握了新型变质类铝磷中间合金和晶粒细化类铝钛碳中间合金的核心技术。

（1）晶粒细化类中间合金产品优势

公司生产的晶粒细化类中间合金具有以下优势：①晶粒组织细化效果显著，细化效率高，添加后能迅速在金属熔液中形成分布均匀的形核中心，发挥细化作用。如公司的铝钛硼中间合金产品可使纯铝的晶粒尺寸由 20000 微米左右细化到 240 微米以下，提高了铝及铝合金的加工性能和力学性能，并且产品质量稳定性提高。②细化作用持久，衰退周期长，而且在重熔后仍有明显的作用。③显微组织优异。以 Al3Zr 中间合金为例：合金基体中的 Al3Zr 粒子呈球状和短棒状，且均匀、弥散分布，达到了航空航天领域用材料的技术要求，并得到了广泛应用。

（2）金相变质类中间合金产品优势

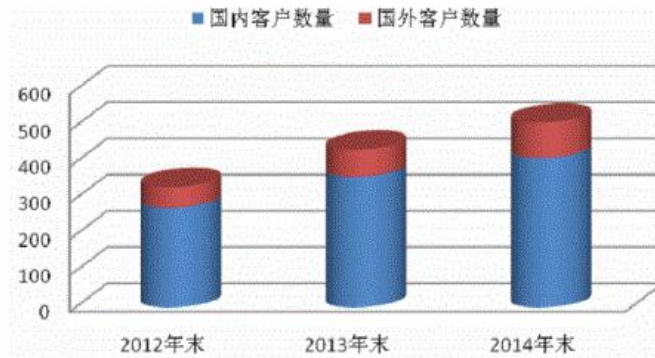
公司开发的铝锆和铝磷中间合金产品具有成分均匀、杂质含量低和变质能力强的优点，满足不同硅含量的铸造铝合金的使用要求。其中，铝锆中间合金中组织细小均匀、

成分稳定，加入到熔体中后快速产生变质作用，使低硅铸造合金的共晶硅组织细化，力学性能提高。公司开发的高纯铝磷中间合金线材具有杂质含量低、组织形态稳定、变质效果好和实收率高的特点，并可以实现自动在线变质处理。加入到高硅铸造铝合金中，对大块的初生硅相

公司始终致力于中间合金产品品质和使用性能的提升，为客户创造价值。在现有产品基础上，重点开发方便、经济和环保的中间合金产品。以新型合金材料应用为目标，积极开发多元、多功能中间合金，实现了含两种及以上元素的同时添加，减少添加次数、降低金属损耗、方便成分控制，提高了效率，实现了生产中的节能减排。

5.2 客户优势显著

近年来，公司中间合金产品的国内外客户数量不断增多，结构不断优化，进一步提高了公司的抗风险能力，丰富了公司的产业经验，增强了公司未来发展的潜力。公司注重与客户的战略合作关系，通过加大研发投入，提高技术含量，降低生产成本，帮助客户降低采购成本，增强客户终端产品的竞争力。

图 11 近年来公司中间合金产品客户情况(单位:位)


资料来源:招股意向书,海通证券研究所

随着我国国民经济的高速增长,工业水平的不断提高,国内中高端铝加工材缺口越来越大。公司国内外客户数量不断增多,客户结构不断优化。公司已成为辽宁忠旺、东北轻合金、Hydro Aluminium AS、Hoesch Metals and Alloys GmbH 等国内外知名企业的主要供应商。

表 5 公司主要客户情况

应用领域	主要客户名称
汽车零部件制造	保定隆达、秦皇岛美铝、亚太科技、长城汽车等
轨道交通	东北轻合金有限责任公司、忠旺集团、吉林麦达斯铝业有限公司、辽源佳利轻合金有限公司等
航空航天、军工	东北轻合金有限责任公司、西安飞机工业铝业股份有限公司、西安飞机工业铝业航材有限责任公司等
电子电子领域	中天科技、溧阳市上有色型材有限公司、杭州银河线缆有限公司等
建筑铝型材领域	西安飞机工业铝业股份有限公司、肇庆亚洲铝厂有限公司等
综合性铝加工领域	阿联首迪拜铝业有限公司、包头铝业(集团)有限责任公司、HYDRO ALUMINIUM AS、HOESCH METALS AND ALLOYS GMBH、ARRANDENE MFG LTD.、荏平恒信铝业有限公司等
镁金属加工领域	Wimex Handels GmbH、云海金属等
科研院校	中国科学院金属研究所、北京航空航天大学、华北电力大学、湘潭大学、太原理工大学、北京科技大学、山东大学等

资料来源:招股说明书,海通证券研究所

5.3 技术优势业内领先

公司拥有一支集工艺、设备、产品一体化的自主研发队伍,通过与科研院所合作,保证了公司技术研发的领先地位。公司是国家火炬计划重点高新技术企业,现拥有 4 项发明专利、10 项实用新型专利、14 项非专利技术。此外,公司已经取得“武器装备科研生产单位三级保密资格”。

公司拥有世界先进的研发和检测设备,主要有电感耦合等离子发射光谱(ICP)、光电直读光谱仪、原子吸收分光光度计、金相显微镜和 X 射线衍射仪等。同时,公司还拥有 10 型、50 型、200 型、500 型、1000 型电磁感应研发设备和高温热压烧结炉、电磁搅拌设备、超声波设备、在线复合除气装置、千吨级挤压设备等材料试制专用设备。公司的产品检测和研发水平居国内行业领先地位。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

公司拥有良好的合作研发体系，与北京航空航天大学共建了“河北省航空航天金属材料工程技术研究中心”、“北京航空航天大学材料学院四通材料制作所”、“北航国际科技合作项目工作站”和“四通新型金属材料院士工作站”，共同从事航空航天用中间合金和新型复合材料的研究。中心已经成功研制出航空航天铝稀土晶粒细化类中间合金，并能够批量生产。

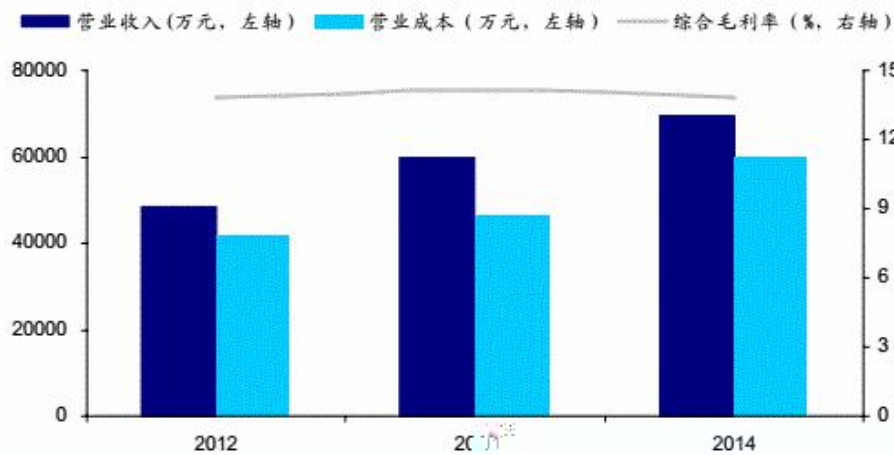
公司还与中科院金属研究所、河北工业大学和济南大学等高校建立起了紧密的联合研发、成果转化的合作关系。公司与日本东北大学金属材料研究所正在联合研发航空航天用新型铝合金晶粒细化剂制备技术，该项目于2012年5月被国家科学技术部批准为“国家国际科技合作专项项目”。公司被国家科学技术部国际合作司认定为“示范型国际科技合作基地”，公司是“十二五”国家高技术发展计划（863计划）新材料技术领域“新型高强韧耐蚀合金及其构件精密制备技术”主题项目的牵头单位。

6. 盈利能力分析

6.1 收入稳步上升，毛利率稳定

近年来，公司营业收入稳步上升。2014年公司营业收入总额6.96亿元，同比增长29.54%；公司综合毛利率基本保持在14%左右，变化不大，符合中间合金企业毛利的特点。

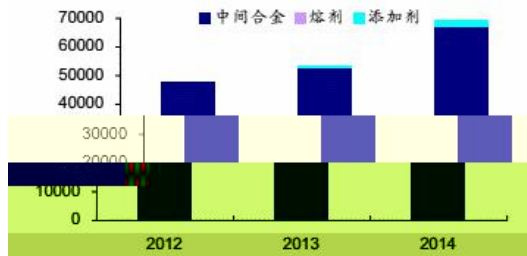
图 12 公司营业收入稳步增加



资料来源：招股意向书，海通证券研究所

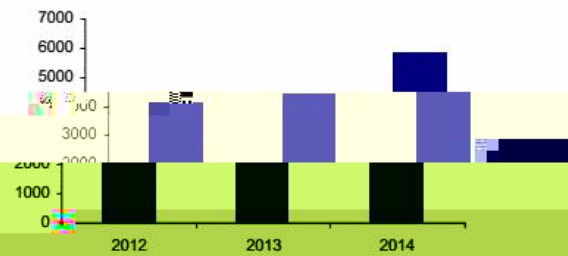
公司主营业务突出，报告期主营业务收入（中间合金）占营业收入的比重均超过99%，公司的其他业务收入（熔剂和添加剂）主要是原材料销售收入，占营业收入的比例较小。

图 13 2012-2014 年公司主要产品收入构成(万元)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

图 14 2012-2014 年公司净利润持续增长(万元)



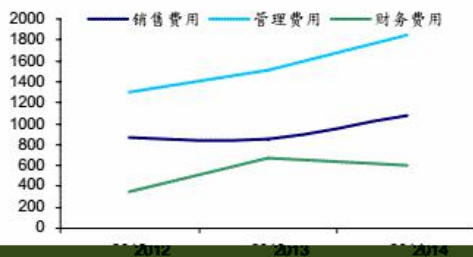
资料来源:招股意向书,海通证券研究所

公司 2012 年度、2013 年度和 2014 年度净利润分别为 4111.90 万元、4430.71 万元和 5830.16 万元,呈现持续增长态势。

近年来公司净利润增长迅速,主要原因如下:第一,主营业务收入的快速增长,主营业务的增长主要受益于下游合金市场需求旺盛,带来中间合金产品销售量的上升。第二,保持了较高的毛利率水平,公司中间合金的综合毛利率基本保持在 13.82%-14.09%,随着销售规模的快速增长,公司利润也随之提高。第三,为支持公司加大研发投入,实现产品升级,开拓国际市场,政府给予持续的补助。

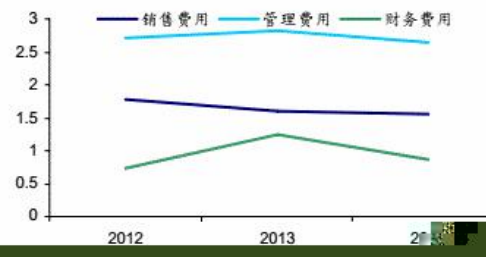
6.2 期间费用同步增长

图 15 2012-2014 年公司期间费用(万元)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

图 16 期间费用率总体变化不大(%)



资料来源:招股意向书,海通证券研究所

2013 年度期间费用占营业收入比例上升,主要原因:中间合金产品产销规模扩大,销售人员和管理人员增加,相应增加了运费、职工薪酬等的支出;公司继续加大对研发的投入,研发费用增长较快;受人民币持续升值的影响,公司出口业务产生的汇兑损失增加。

2014 年度期间费用占营业收入比例略有下降,主要原因:2014 年营业收入较 2013 年增长 29.54%,增幅较大;受人民币汇率波动的影响,汇兑损失较 2013 年减少 157.79 万元,以上因素导致 2014 年期间费用占营业收入比例略有下降。

从总体上看,公司期间费用的增长与营业收入的增长及公司规模的扩张保持着正常的匹配关系。公司销售费用占营业收入比例很小,且较稳定,由于产品是大宗商品,拥有活跃的交易市场,广告宣传类费用较低;同时,公司实际销售人员较少,外出的销售

费用较少，因此，发行人报告期内销售费用较为稳定，且占营业收入比率较低。

7. 募投项目分析

7.1 募投项目内容

本次募集资金的投资安排紧密围绕公司主营业务开展，扣除发行费用后将具体用于以下项目：“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，如铝钕、铝钼、铝锂、铝磷等，从而提高公司的盈利水平和市场占有率；补充与主营业务相关的营运资金则有利于提高公司偿债能力，优化财务结构。

表 6 募投项目概况

项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）
年产2.2万吨功能性合金新材料项目	24894.00	24894.00
与主营业务相关的营运资金项目	5797.73	1950.00
合计	68967.90	26844.00

资料来源：公司招股说明书及研究所

7.2 募投项目实施的必要性

提高公司铝基中间合金制造服务能力，满足日益增长的市场需求

公司已与国内外铝冶炼及加工企业、铝加工材料应用企业、知名金属贸易商等建立了长期稳定的客户关系，在下游市场需求不断增加的背景下，为满足客户在需求量和质量上的更高要求，公司继续扩大生产规模并立足技术开发，进一步提升产品质量。

随着客户数量的增多，下游客户对公司的订单数量也保持着较快的增长速度。近年来，公司生产设备常常处于超负荷运行状态，部分设备由于使用年份长，使用强度大，出现能耗效率降低、故障频发等老化现象，现有生产场地和设备已无法满足扩大产能的需求，如果产能不能得到有效扩张，产能不足将成为未来制约公司发展的瓶颈。

提高公司核心竞争力、促进公司发展

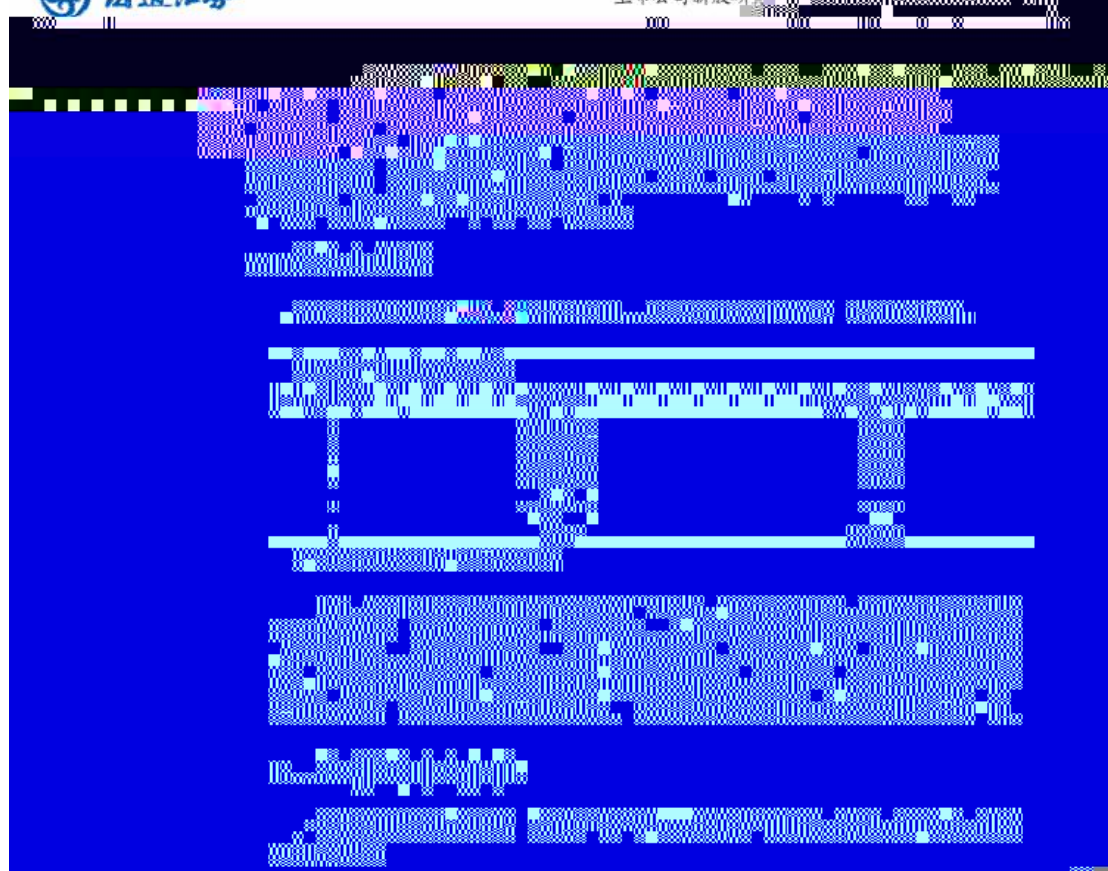
目前公司已

功能性合金是其核心产品，产能的提升

出等营运资金需求将

增加。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律



由于 A 股尚未有专门从事铝基中间合金业务的公司，目前只有云海金属从事部分中间合金业务，因此，我们选取云海金属以及从事铝材深加工并具有各自竞争优势的利源精制、亚太科技进行对比分析。参考上述三家公司估值平均水平，我们采取保守性原则，预计合理估值区间为 15.37-20.49 元，对应 2015 年估值 15-20 倍，公司已确定发行价为 14.71 元，建议申购。

表 8 可比公司 2014-2016 年 PE 估值水平对比 (2015 年 3 月 9 日)

公司简称	2014E	2015E	2016E
云海金属	108.21	66.94	39.34
利源精制	30.86	24.18	18.85
亚太科技	40.42	32.14	

9. 主要不确定因素

(1) 主要原材料价格波动风险。公司生产经营的主要原材料之一为电解铝，电解铝成本占公司营业成本的比例约 70% 左右。公司产品价格采用原材料与加工费相结合的定价方式，在一定程度上可以规避原材料价格波动带来的风险，但是如果电解铝价格上涨，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流动资金，增加公司流动资金压力。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，则会对加工费水平及毛利率等造成一定影响。

(2) 供应商与销售客户相对集中的风险。最近三年，公司向前五大供应商的合计采购额占同期采购总额的比例分别为 56.93%、66.82% 和 60.52%，存在供应商相对集中的风险；最近三年，公司向前五大客户的合计销售额占公司当期营业收入的比例分别为 32.32%、31.03% 和 28.35%，公司存在销售客户相对集中的风险。

(3) 他国进口政策变化与贸易摩擦的风险。2010 年 10 月至今，美国和加拿大对我国出口的铝型材、欧盟对我国出口的铝合金轮毂和散热器、澳大利亚对我国出口的铝轮毂陆续出台了一定贸易保护措施，虽然现阶段对公司产品的出口没有产生直接影响，但是对公司部分直接下游行业产品的出口产生了一定的影响，会间接影响公司国内市场的增长。如果将来其他国家对中国出口的铝中间合金产品也进行反倾销调查并征收反倾销税，则会对公司中间合金产品的出口造成一定影响。

(4) 环保风险。近年来，国家出台了一系列节能环保政策法规，北方地区雾霾情况仍旧愈演愈烈，并逐渐向全国蔓延。公司主要产品中间合金在生产过程中，熔铸作业耗用能源主要为燃煤，2013 年 6 月，为响应国家节能减排号召，公司部分中间合金熔铸作业耗用能源更换为天然气，但相应成本大幅增加。如国家相关环保政策发生变化，将对公司的经营业绩产生一定影响。

(5) 家族控制风险。公司现有总股本 6060 万股，实际控制人是由臧立根等 12 人组成的臧氏家族。本次发行前，实际控制人臧氏家族持有公司 99.01% 的股份，本次公开发行后，仍将维持绝对控制地位。虽然公司已经按照相关法律法规和规范性文件的要求，建立了比较完善规范的法人治理结构和内部控制制度，且臧氏家族自公司设立以来一直采取所有权与经营权分离的管理模式，若臧氏家族利用其控制地位，通过行使表决权及管理职能对公司人事、经营、决策进行影响和控制，可能对公司和其他股东的利益带来一定的风险。

(6) 汇率风险。报告期内，公司因外币业务产生的外币资产和负债规模较大，存在汇率波动风险。如果汇率发生较大波动，将会对公司的正常生产经营造成不利影响。

报表分析和预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	695.97	820.67	986.51	1106.81	货币资金	76.20	273.18	228.22	235.15
营业成本	599.85	707.79	851.52	956.42	存货	66.77	78.35	93.33	105.72
营业税金及附加	1.60	1.69	2.27	2.46	应收账款	91.53	105.56	130.13	144.64
营业税率	0.23	0.21	0.23	0.22	其他流动资产	63.16	96.17	117.54	127.35
销售费用	10.77	7.56	9.32	8.97	流动资产	297.65	553.26	569.23	612.86
销售费用率	1.55	0.92	0.94	0.81	流动资产占比	0.60	0.66	0.60	0.57
管理费用	18.40	13.18	15.55	15.55					

ROE					现金流量表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
ROE	21.98	15.95	12.93	12.78	净利润	58.30	82.79	102.63	115.33
盈利增长 (%)	2014	2015E	2016E	2017E	营运资金变动	-13.59	-67.05	-55.79	-29.09
主营收入增长率	29.54	17.92	20.21	12.19	其他	-40.97	-3.08	-14.05	-5.64
主营利润增长率	27.13	17.43	19.59	11.41	经营活动现金流	24.93	24.80	50.22	102.78
EBITDA 增长率	19.10	18.42	22.24	16.17	资本支出	97.04	100.00	100.00	100.00
EBIT 增长率	29.40	38.25	19.38	14.37	投资收益	-1.58	0.01	0.00	-0.07
偿债能力指标	2014	2015E	2016E	2017E	其他	-152.20	-200.00	-200.00	-200.00
资产负债率 (%)	40.18	11.91	11.10	10.53	投资活动现金流	-56.74	-99.99	-100.00	-100.07
流动比率	2.03	11.52	10.71	10.09	债务变化	0.00	-90.00	0.00	0.00
速动比率	1.58	9.89	8.95	8.35	股票发行	0.00	363.60	0.00	0.00
现金比率	0.52	5.69	4.29	3.87	其他	55.88	-1.42	4.83	4.22
经营效率指标	2014	2015E	2016E	2017E	筹资活动现金流	55.88	272.18	4.83	4.22
应收账款周转天数	42.51	43.23	43.01	44.69	现金净流量	24.06	196.98	-44.96	6.93
存货周转天数	34.83	36.90	36.29	37.46	每股经营性现金流 (元)	0.31	0.31	0.62	1.27
总资产周转率	1.65	1.23	1.10	1.09					

资料来源: 招股意向书, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘博: 有色金属行业
钟奇: 有色金属行业
谷毅: 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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,在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的价格、价值及收入可能会发生变化。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。

本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或录,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

中国证监会核准的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

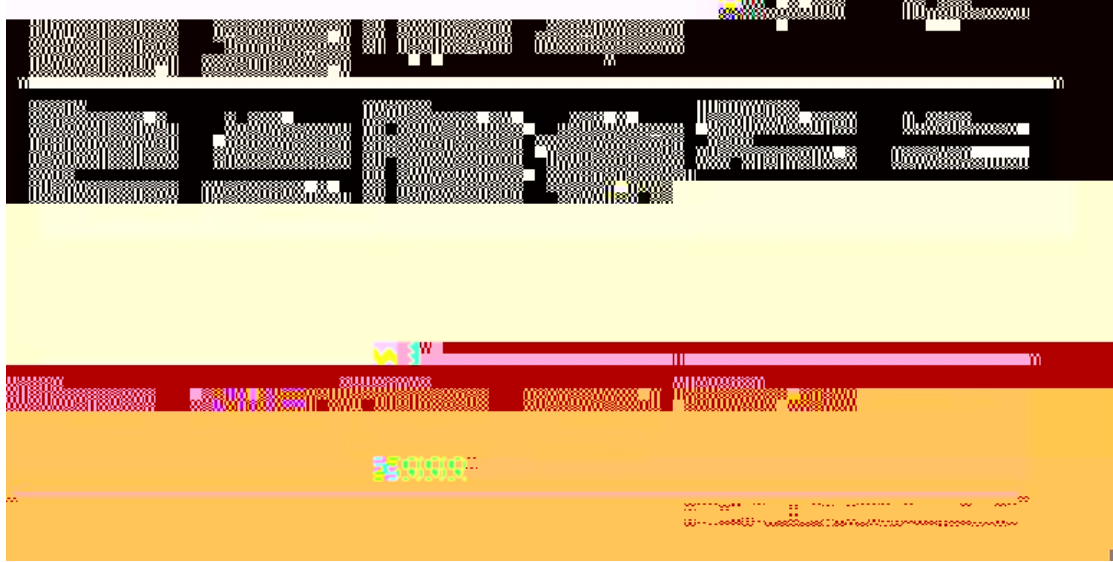
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长 (021) 23219403	luying@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586	gaodd@htsec.com	姜 超 副所长 (021) 23212042	jc9001@htsec.com
江孔亮 所长助理 (021) 23219422	kljiang@htsec.com				

宏观经济研究团队 姜 超(021)23212042 顾清博(021)23219394 联系人 王 丹(021) 23219885 于 博(021) 23219820	jc9001@htsec.com gqx8737@htsec.com wd9624@htsec.com yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 郑雅斌 (021)23219395 冯佳睿(021)23219732 朱剑涛(021)23219745 张秋磊(021)23219370 曹逸名(021)23219773 纪得帆(021)23219948 联系人 杜 昊(021)23219760	wuxx@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zym6586@htsec.com jxg404@htsec.com dq9378@htsec.com yemc01@htsec.com sac9033@htsec.com ykg819@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 倪韵婷(021)23219419 罗 震(021)23219326 唐洋运(021)23219004 孙志远(021)23219443 陈 亮(021)23219914 陈 瑞(021)23219645 伍芽彬(021)23219774 秦柳玉(021)23219686 陈韵臻(021)23219444 谢东强(021)23212001 联系人 冯 为(021)23219818 李 雷(021)23219833	shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com szy7856@htsec.com cj7884@htsec.com chenyao@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com cyc6613@htsec.com fj8930@htsec.com 80504@htsec.com zhangyf@htsec.com
固定收益研究团队 姜 超(021)23212042 李 宁(021)23219431 周 霞(021)23219615 联系人 张静云(021)23219445 袁静雯(021)23219681	jc9001@htsec.com lyzj_lin@htsec.com w18701@htsec.com xyg6731@htsec.com zxs9770@htsec.com	中小企业团队 钮宇鸣(021)23219420 何皓虹(021)23219674 孔维卿(021)23219223	ymniu@htsec.com hejh@htsec.com kongwm@htsec.com	策略研究团队 李明亮(021)23219434 陈久红(021)23219393 吴一萍(021)23219367 朱 雷(021)23219833 陈 杰(021)23219823 陈 斌(021)23219823	策略研究团队 荀玉根(021)2321985 汤 慧(021)2321973 王 旭(021)2321936 刘 琦 (021)2321984 王 宇(021)2321932 王 宇(021)2321932

批发和零售贸易行业 汪立华(021)23219399 李宏科(021)23219671 潘 鹤(021)23219403	wangli@htsec.com lhk6064@htsec.com panh@htsec.com	石油化工行业 邓 勇(021)23219404 王晓林(021)23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com	非银行金融行业 丁文楠(021)23219844 吴捷超(021)23219944 王雅萍(021)23219367	dwt8223@htsec.com wy78318@htsec.com wy78318@htsec.com
---	---	--	---	---	---



银行业 王宇轩(021)23219383 wyx9965@htsec.com	基础化工行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com	建筑行业 周煜(021)23219972 zy9445@htsec.com	交通通信 姜明
行业 21)23219382 21)23212111 yun@htsec.com jm9176@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 宋伟(021)23219949 sw8317@htsec.com	通信行业 徐力(010)58067940 xl9312@htsec.com	
行业 21)23219356 21)23212208 jj9604@htsec.com t9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 drb9628@htsec.com 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曹知(021)23219473 zz9612@htsec.com	纺织服装 唐蓉
传媒行业 21)23219775 21)23212210 zjw9915@htsec.com wyy9632@htsec.com	煤炭行业 朱洪波(021)23219438 zhh6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 张任磊(021)23212259 zy9637@htsec.com hjr9753@htsec.com	互联网 张杰伟 联系人 王涵煜

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 (021)63601313 chensq@htsec.com	贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com	北京地区销售团队 赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
深广地区销售团队 蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com	上海地区销售团队 贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com	隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com	李唯佳 (021)23219384 liwj@htsec.com	江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
李丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com	胡吉梅 (021)23219385 hxm@htsec.com	杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com	黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com	张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com	朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com	许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com	黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com	杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com
	孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com	
	孟捷伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com	
	黄胜蓝 (021)23219386 hsl9754@htsec.com	
	张杨 (021)23219442 zy9937@htsec.com	
	杨洋 (021)23219281 yy9938@htsec.com	

公司研究所
区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
000
392
com

海通证券股份有
地址: 上海市黄
电话: (021)232
传真: (021)232
网址: www.htse

