

業績絕處反彈 泰合入股加快擴張步伐

投資要點

- 銅儲量豐富但短期出現短缺：**銅主要用於建築、電氣和電子、運輸及工業機械行業，亦用於消費品。除了銀以外，銅在所有金屬中具有最高導電性。2016 年全球銅礦產量約 2,022 萬噸，現有的銅儲量足夠全世界消費超過 35 年，其中智利、澳洲及秘魯為銅儲量最豐富的國家，合共佔世界總銅儲量超過 50%。另一方面，2016 年全球精煉銅消費量約 2,346 萬噸，1960-2016 年複合年均增長率為 2.8%，其中中國為最大的精煉銅消費國家，2016 年消費量約 1,170 萬噸。然而，ICSG 預期 2017-2018 年全球銅分別會出現 15.0 萬及 10.5 萬噸短缺。
- 中國再生精煉銅發展空間仍大：**銅是耐用的金屬，可以多次回收而無損其功能，再生銅與原生銅基本無異。2016 年世界再生精煉銅產量約 386 萬噸，1998-2016 年複合年均增長率為 3.6%。中國除了作為全球銅消費量第一大國外，同時也是最大的再生精煉銅產國，2015 年中國再生精煉銅產量為 230 萬噸，1998-2015 年複合年均增長率達到 11.9%，遠高於同期世界的 3.9%，中國再生精煉銅產量佔世界再生精煉銅產量比重於 2015 年達到 58.2%。中國政府希望再生銅佔銅供應量比重從 2015 年約 25% 上升至 2020 年約 27%，而再生銅利用規模要在 2020 年達到 440 萬噸，2015-2020 年複合年均增長率約為 13.9%。
- 主席賣股但泰合實力雄厚將提供財務支持，公司業績將高速增長：**公司目前再生銅年產能達到 45 萬噸，按產能計算，為中國最大的再生銅製造商。除了再生銅產品銷售業務外，公司也有從事電解銅貿易業務。此前公司於 2015-2016 年均錄得虧損，主要因流動資金偏緊導致再生銅產品銷售業務萎縮、政府削減增值稅退稅、及錄得多項一次性減值撥備。然而，受惠於流動資金緊張問題得到舒緩加上電解銅貿易業務提供額外收入，公司於 2017 年上半年已扭虧為盈。雖然主席將以每股 3.0 港元悉數出售公司 42.1% 股權，但公司高管持股量仍將超過 30%，業務運作預期將一切如常。泰合曾獲得中國民營 500 強企業稱號，1 年多前總資產已經超過 600 億元人民幣，相信此後將向公司提供財務支持，以有機及併購兩方面加快產能及銷售規模擴張，並幫助公司降低融資成本，業績將會見底回升。
- 首予買入，目標價 6.20 港元：**我們預期公司收入於 2017-2019 年的複合年均增長率為 67.7%；股東應佔淨利潤的複合年均增長率為 195.7%。現價分別相當於 55.1、11.1 及 6.5 倍 2017-2019 年預測市盈率。我們按 2019 年預測市盈率約 10 倍為目標，給予目標價 6.20 港元，首予買入評級。
- 風險提示：**1) 增值稅退稅及政府補貼政策變動；及 2) 銅價大幅波動。

指標/年度	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入(億元人民幣)	17.9	49.3	127.8	260.3	359.6
增長率(%)	(53.6)	175.5	159.1	103.6	38.2
淨利潤(億元人民幣)	(5.0)	(3.1)	1.5	7.5	13.0
增長率(%)	n. a.	n. a.	n. a.	405.7	72.9
Consensus (億元人民幣)					
每股盈利(人民幣)	(0.237)	(0.143)	0.062	0.305	0.524
市盈率(倍)	n. a.	n. a.	55.1	11.1	6.5

資料來源：公司、西證證券經紀。

2017 年 12 月 18 日

郭日昇

sunny.kwok@swsc.hk
(852) 2238 9302

評級 **買入 (首次覆蓋)**

目標價	6.20
現價	4.00
潛在升幅	55.0%

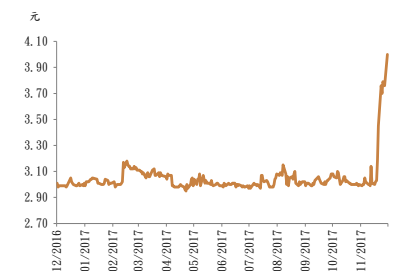
主要數據

52 周區間(元)	2.900/4.150
3 個月平均成交量(百萬)	1.92
流通股數(百萬)	2,466.90
市值(百萬元)	9,867.60
主要股東(%)	泰合 (29.00%)
審計	KPMG
業績日期	2018-03

公司簡介

中國金屬利用主要從事金屬產品深加工、銷售及廢舊金屬產業鏈綜合服務，目前再生銅綜合年產能達到 45 萬噸，按產能計算，為中國最大的再生銅製造商。公司主要加工回收的廢銅，其次是電解銅，從而生產多種銅產品，包括銅線材、銅線、銅排和銅米。公司目前擁有及營運三個再生銅產品生產設施，分別位於四川省綿陽市及湖南省汨羅市。

股價表現



資料來源：彭博。

目錄

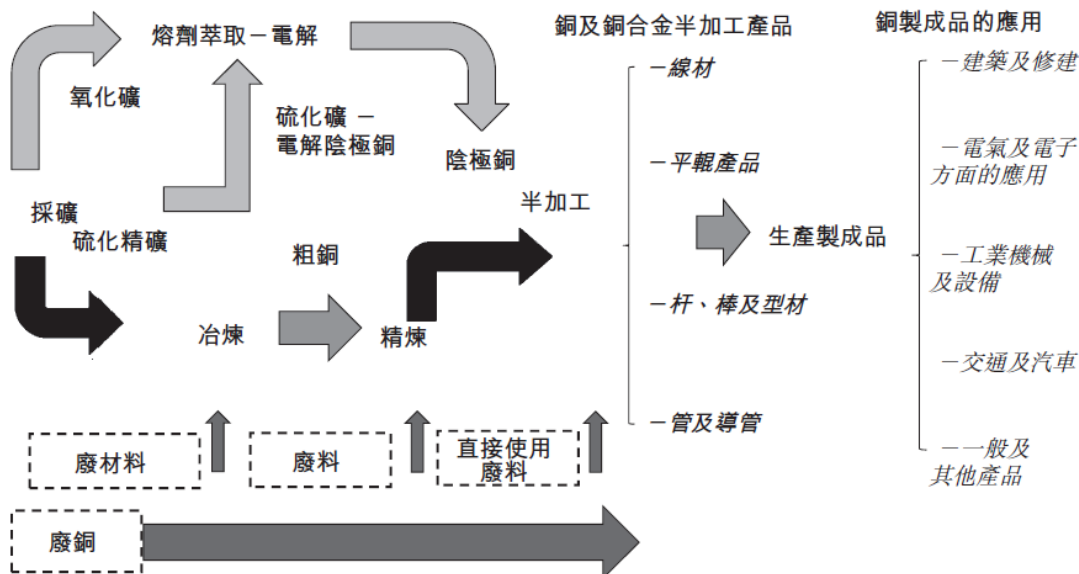
銅：熱與電的良好導體，用途廣泛	3
世界銅儲量豐富，有待開採	4
中國為世界最大的精煉銅消費大國	7
再生精煉銅產量增速較原生銅為快	10
中國再生精煉銅產量佔世界超過一半	11
中國經濟平穩發展	12
再生銅業發展得到中國政府支持	13
嚴格執行銅冶煉行業規範條件將加快行業集中度提升	14
中國銅材產量增速放緩但精煉銅產量增速加快	15
2019 年開始禁止進口廢七類銅但影響暫難以預料	16
中國與倫敦銅價之長期平均溢價相對平穩	18
銅短期仍會出現短缺；警惕世界各地央行收水對銅價影響	19
中國金屬利用為中國最大的再生銅製造商	20
再生銅業務重回正軌；貿易業務提供額外收益	23
金循環：可再生金屬的電子商務平台	25
再生銅行業獲支持，公司競爭優勢明顯	26
新股東泰合集團預期將可降低公司的資金成本	27
收購啟動：盡量保留流動資金加快擴張	28
盈利或遭攤薄但流動資金將更充裕	29
2017 年扭虧為盈；2018-2019 年業績高速增長	30
首予買入，目標價 6.20 港元	33

銅：熱與電的良好導體，用途廣泛

銅是一種具延展性、柔韌性和防水性的紅褐色金屬，是熱與電的良好導體，在所有金屬（銀除外）中具有最高導電性。這些特性令銅具備多種用途，包括用於導管、電子產品、家居產品、錢幣及生物醫療用品和結構性工程。銅主要用於建築、電氣和電子、運輸及工業機械行業，亦用於消費品。銅是以精礦、陰極銅、銅半加工產品（或半製成品）、廢銅的形式耗用，也可融合其他元素成為合金，包括青銅（銅與錫）、黃銅（銅與鋅）及銅鎳合金。此外，銅也是耐用的金屬，可以多次回收而無損其功能。

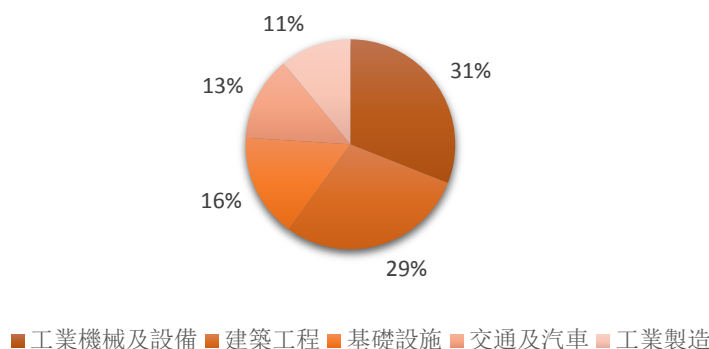
根據 International Wrought Copper Council (IWCC) 及 International Copper Association (ICA) 統計，2016 年世界上約 31% 及 29% 的銅製成品分別應用於工業機械和設備製造及建築工程，其餘約 16%、13% 及 11% 則分別應用於基礎設施建設、交通及汽車、及工業製造方面。

圖 1：銅的生產及製造過程



資料來源：公司。

圖 2：銅的應用 (2016 年)

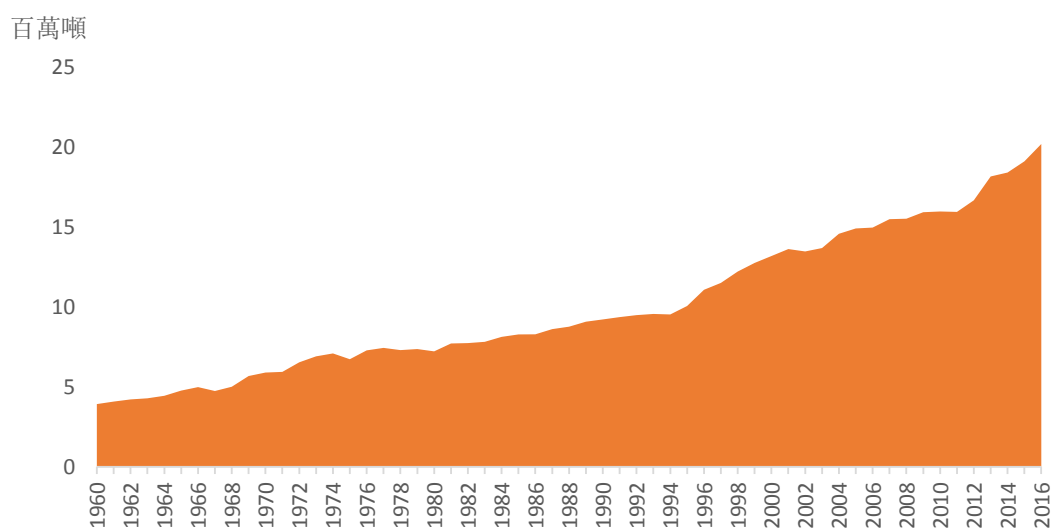


資料來源：IWCC、ICA、ICSG。

世界銅儲量豐富，有待開採

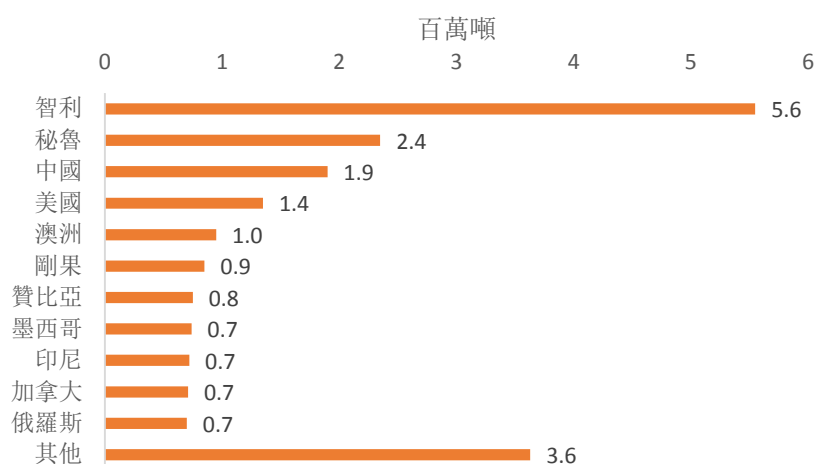
International Copper Study Group (ICSG) 初步數據顯示 2016 年全球銅礦產量約 2,022 萬噸，1960-2016 年複合年均增長率為 2.9%。另一方面，根據 United States Geological Survey (USGS) 數據顯示，2016 年世界銅儲量約 7.2 億噸，其中智利、澳洲及秘魯銅儲量分別達到約 2.1 億噸、8,900 萬噸及 8,100 萬噸。按 2016 年全球銅礦產量計算，現有的銅儲量足夠全世界消費超過 35 年，而且尚沒有包括再生銅及科技發達等因素或可進一步提升銅製品產量。此外，2005-2016 年全球銅礦產量約為 2.0 億噸，但同期銅儲量增加了 2.5 億噸，因此，中期來看，世界銅耗盡的可能性比較低。

圖 3：世界銅礦產量 (1960-2016 年)



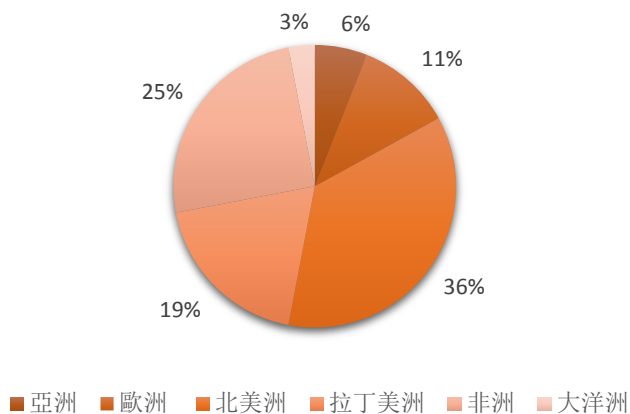
資料來源：ICSG。

圖 4：世界銅礦產量—按國家 (2016 年)



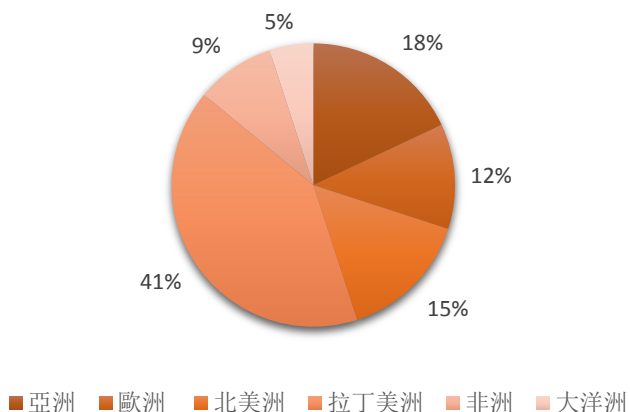
資料來源：ICSG、西證證券經紀。

圖 5：1960 年世界銅礦產量—按地區（百分比）



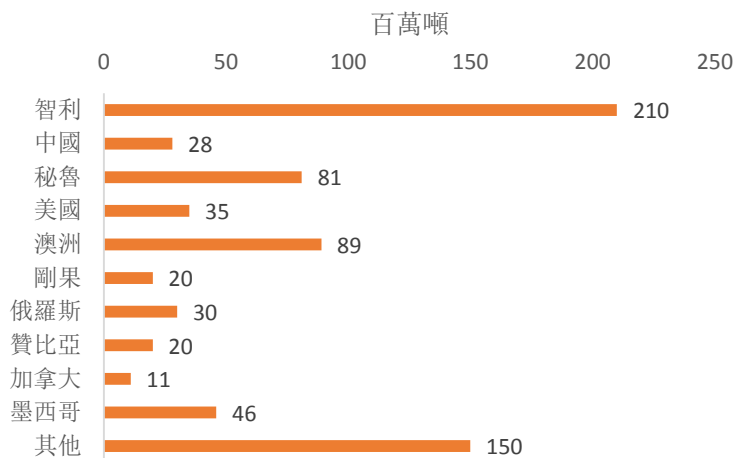
資料來源：ICSG。

圖 6：2016 年世界銅礦產量—按地區（百分比）



資料來源：ICSG。

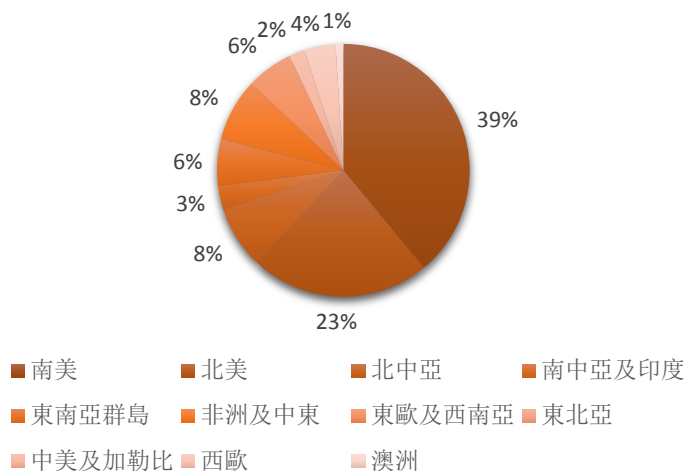
圖 7：世界銅儲量—按國家（2016 年）



資料來源：USGS。

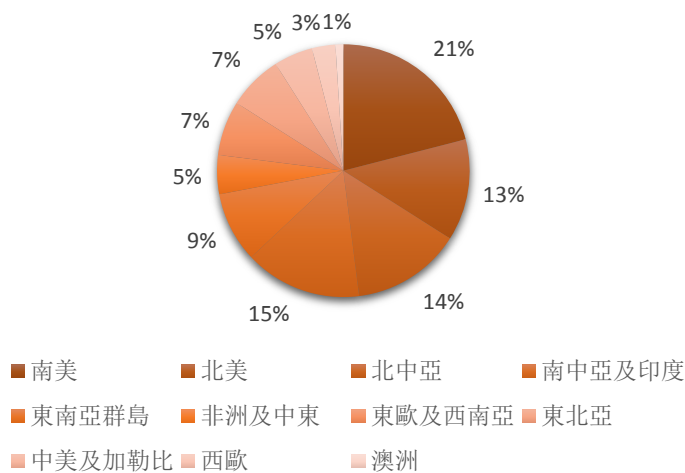
根據 USGS 的推測，世界已探明銅資源儲量最豐富的地區為南美洲及北美洲，兩者合計佔世界已探明銅資源儲量超過 60%。雖然南美洲及北美洲未被發現銅資源儲量佔比仍然比較高，分別達到 21% 及 13%，但北中亞、南中亞及印度未被發現銅資源儲量合共的佔比接近 30%，比該等地區已探明銅資源儲量佔世界比重僅 11% 為高。

圖 8：世界已探明銅資源儲量—按地區（百分比）



資料來源：USGS。

圖 9：世界未被發現銅資源儲量—按地區（百分比）

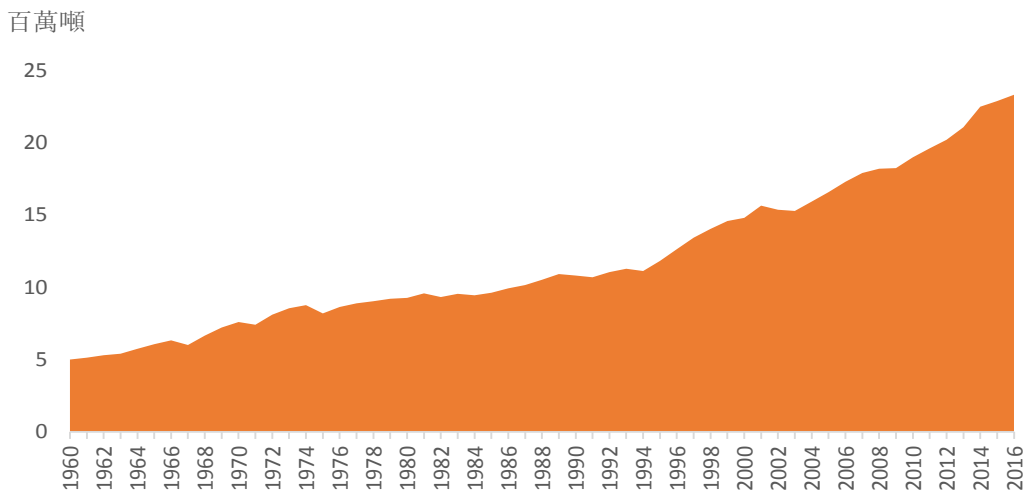


資料來源：USGS。

中國為世界最大的精煉銅消費大國

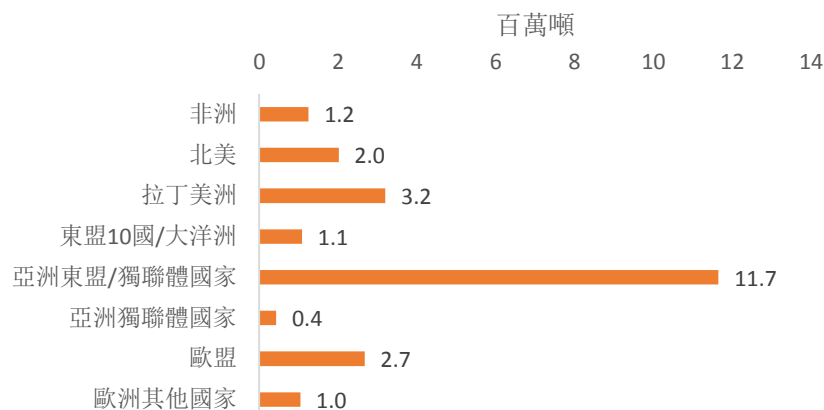
ICSG 初步數據顯示 2016 年全球精煉銅產量約 2,330 萬噸，其中亞洲佔比超過 50%，美洲超過 20%，而歐洲各國合計也有約 15%，於 1960-2016 年複合年均增長率為 2.7%，略低於同期銅礦產量複合年均增長率的 2.9%。然而，對比銅礦產出地區佔比，美洲精煉銅產出佔比大幅大降（銅礦產出佔比超過 55%），而亞洲佔比則大幅上升（銅礦產出佔比低於 20%），表示不少於美洲開採的銅礦運到亞洲加工成精煉銅，因亞洲為精煉銅消費大洲（2016 年佔全世界消費量達到 69%，但其於 1960 年消費量佔比僅為 10%），而歐洲及北美洲消費量佔比也大幅下跌。2016 年全球精煉銅消費量約為 2,346 萬噸，1960-2016 年複合年均增長率為 2.8%（1900-2016 年複合年均增長率為 3.4%），其中**中國為最大的精煉銅消費國家，2016 年消費量約為 1,170 萬噸。**

圖 10：世界精煉銅產量（1960-2016 年）



資料來源：ICSG。

圖 11：世界精煉銅產量—按地區（2016 年）



資料來源：ICSG。

圖 12 : 世界銅礦石及其精砂貿易往來



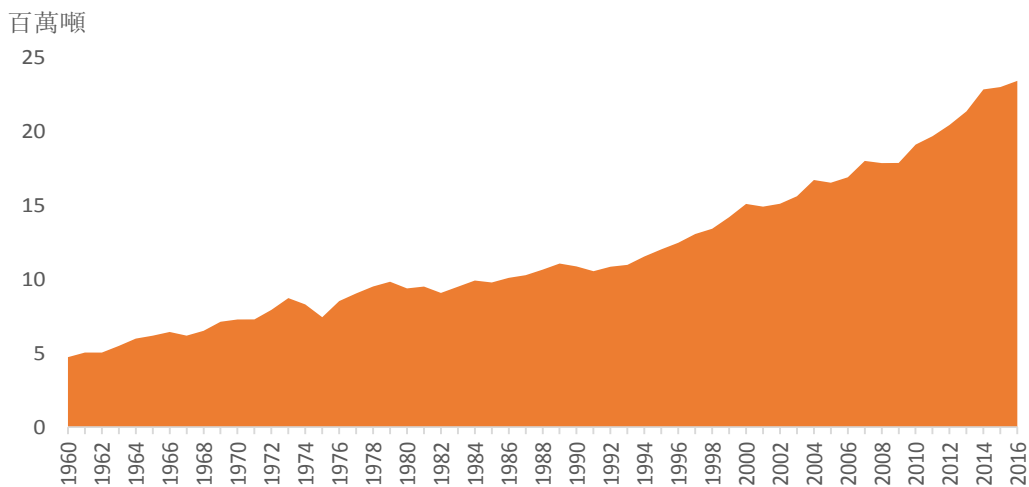
資料來源：ICSG。

圖 13 : 世界精煉銅貿易往來



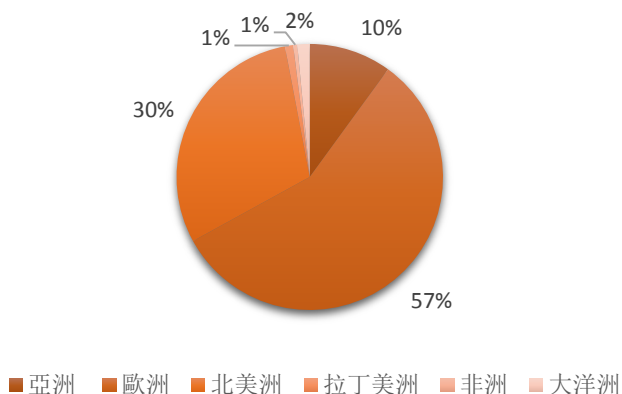
資料來源：ICSG。

圖 14：世界精煉銅消費量 (1960-2016 年)



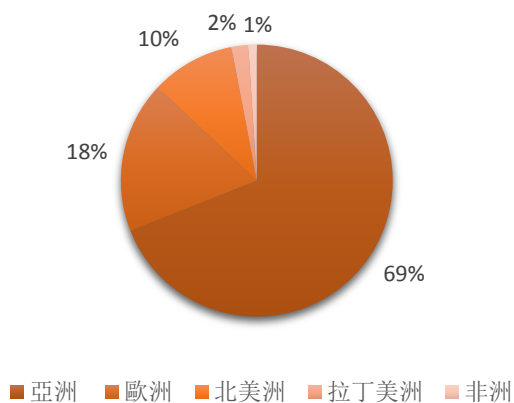
資料來源：ICSG。

圖 15：1960 年世界精煉銅消費量—按地區 (百分比)



資料來源：ICSG。

圖 16：2016 年世界精煉銅消費量—按地區 (百分比)

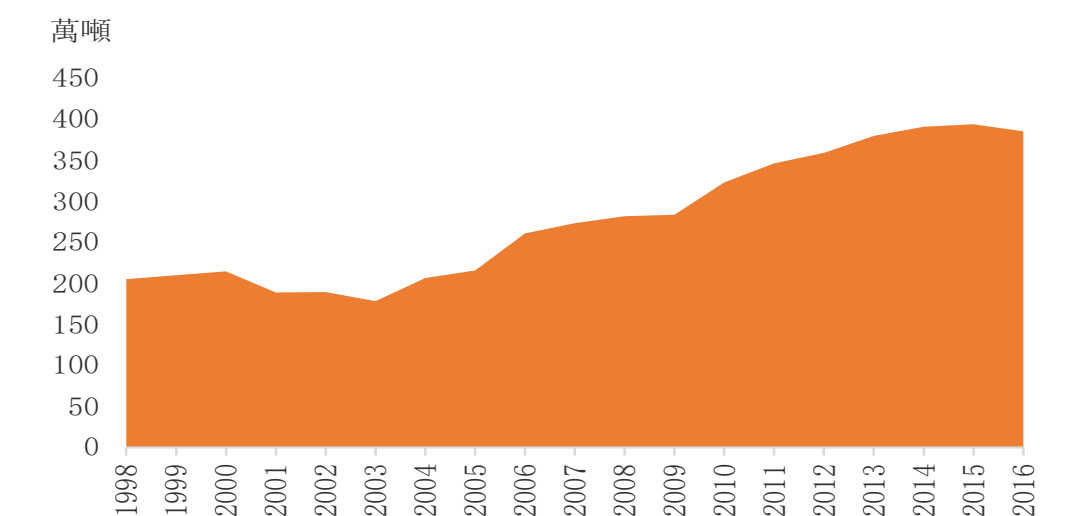


資料來源：ICSG。

再生精煉銅產量增速較原生銅為快

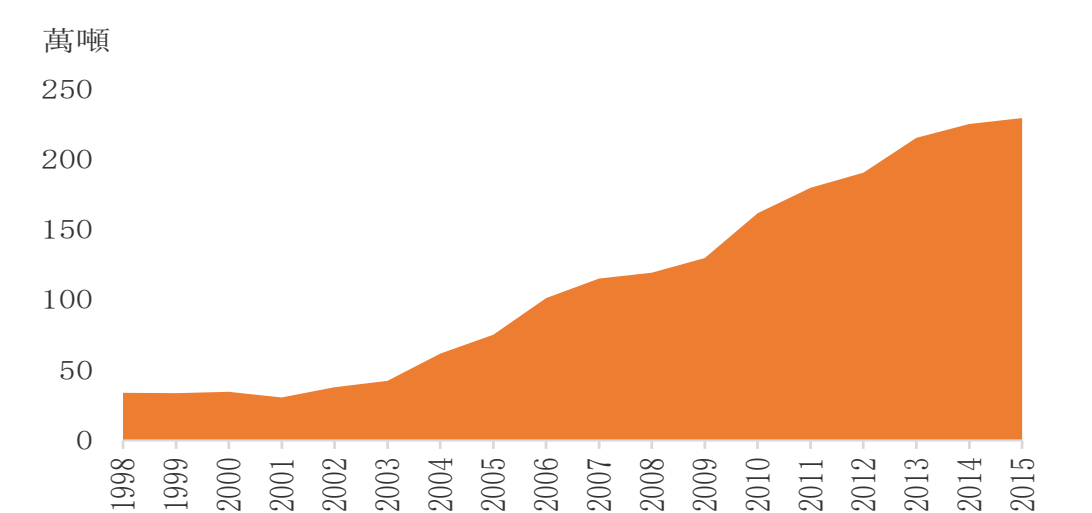
銅是所有金屬中最多再生的金屬之一，再生銅一經加工處理後，便與原生銅（源自礦石的銅）無異。2016年世界再生精煉銅產量約為386萬噸，1998-2016年複合年均增長率為3.6%，高於同期精煉銅複合年均增長率的2.9%。中國除了作為全球銅消費量第一大國外，同時也是最大的再生精煉銅產國，2015年中國再生精煉銅產量為230萬噸，1998-2015年複合年均增長率達到11.9%，遠高於同期世界的3.9%。

圖 17：世界再生銅產量（1998-2016 年）



資料來源：ICSG、WIND。

圖 18：中國再生銅產量（1998-2015 年）

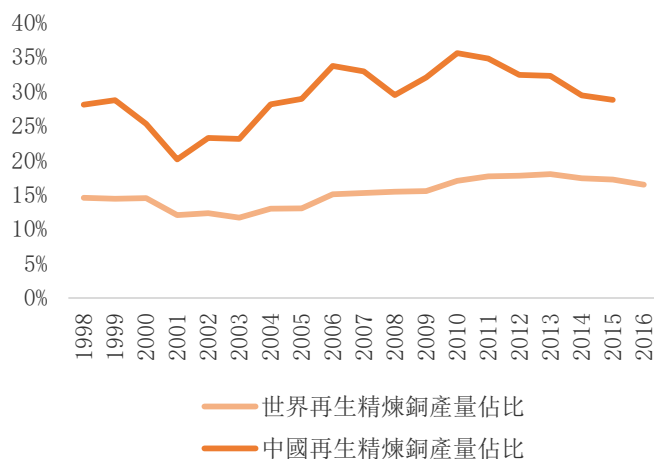


資料來源：中國有色金屬工業年鑒、WIND。

中國再生精煉銅產量佔世界超過一半

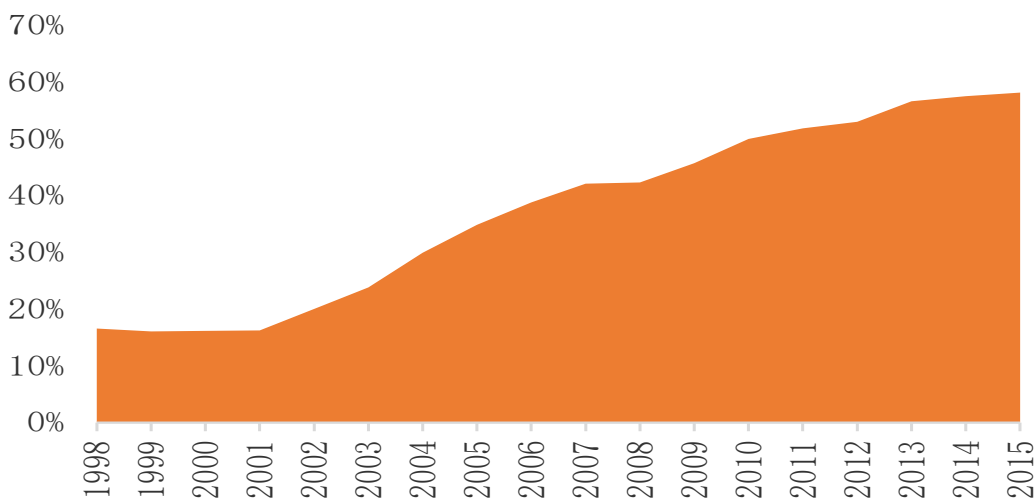
世界再生精煉銅佔全球銅產量不到 20%，但中國再生精煉銅佔中國銅產量約 30%，因中國經濟發展迅速但本身並無豐富銅礦資源，亦缺乏大型高品位銅礦。除了進口銅礦加工或直接進口精煉銅外，回收或進口廢銅加工再生精煉銅也是另外一個選擇。中國再生精煉銅產量佔世界再生精煉銅產量比重自 2000 年不斷上升，從 1999 年的 16.1% 上升至 2015 年的 58.2%。就銅業前景而言，由於發現高品位礦床的情況越來越少及開採成本越來越高，再生精煉銅需求增速預期將較原生銅為快，因再生精煉銅價格較原生銅有折讓，而且相對開採原生銅，再生精煉銅對環境影響比較輕微，得到政府支持較多。

圖 19：世界及中國再生精煉銅產量佔所有精煉銅產量佔比 (1998-2016 年)



資料來源：ICSG、中國有色金屬工業年鑒、WIND、西證證券經紀。

圖 20：中國再生銅產量佔世界再生銅產量比重 (1998-2015 年)

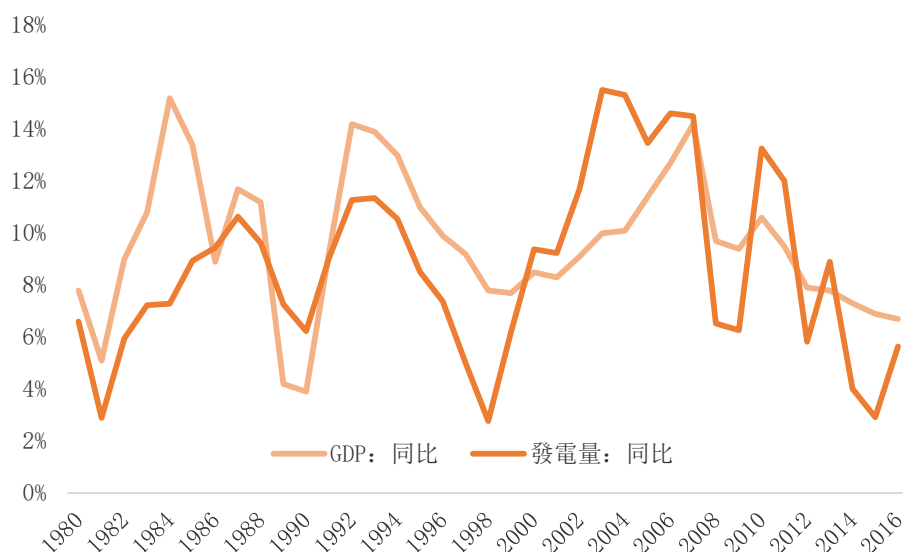


資料來源：ICSG、中國有色金屬工業年鑒、WIND、西證證券經紀。

中國經濟平穩發展

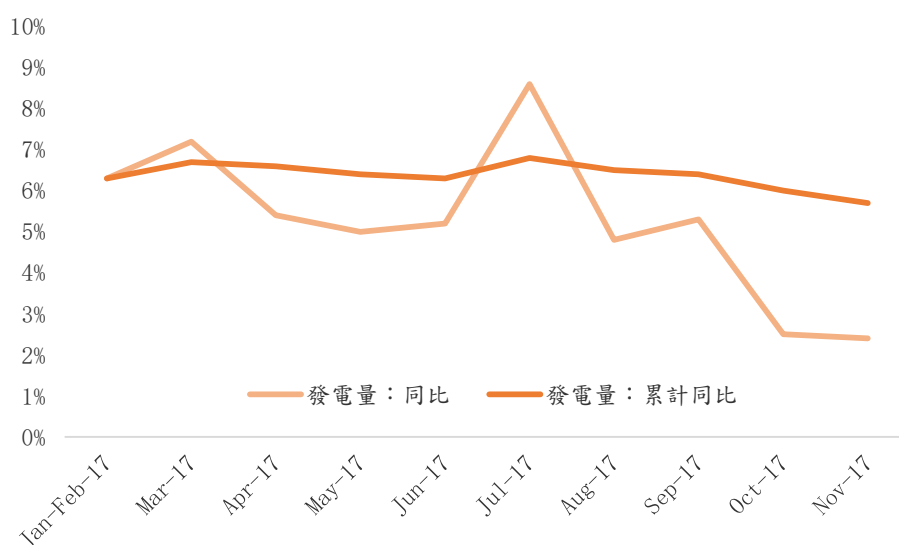
中國發電量與經濟增速息息相關，但過去數年 GDP 增速放緩，從 2010 年的 10.6% 下降至 2016 年的 6.7%。雖然發電量增速也從 2010 年的 13.3% 下降至 2016 年的 5.6%，但期間 2012 年及 2014-2015 年發電量增速均較前一年明顯放緩，但 2013 及 2016 年則出現反彈，與 GDP 增速不太一致，不過從今年首三季情況來看，GDP 增速與發電量增速相若。

圖 21：中國 GDP 與發電量增速 (1980-2016 年)



資料來源：國家統計局。

圖 22：中國發電量增速 (2017 年)



資料來源：國家統計局。

再生銅業發展得到中國政府支持

中國工業和信息化部於 2016 年年底發佈《有色金屬工業發展規劃 (2016-2020 年)》，2010 及 2015 年中國精煉銅消費量分別為 748 及 1,147 萬噸，2005-2010 及 2010-2015 年複合年均增長率分別為 15.0% 及 8.9%。2010-2015 年累計淘汰銅冶煉產能 288 萬噸，此外，2015 年再生銅產量為 295 萬噸，2010-2015 年複合年均增長率為 5.3%。該部預期中國精煉銅消費量於 2020 年達到 1,350 萬噸，相當於 2015-2020 年複合年均增長率為 3.3%，較 2010-2015 年之複合年均增長率為低，因中國經濟進入新常態，整體消費增速由高速轉為中低速。此外，為支持綠色發展及循環經濟，中國將支持以廢雜銅為原料生產高值銅加工產品，希望再生銅佔銅供應量比重從 2015 年約 25% 上升至 2020 年約 27%。

中國工業和信息化部、商務部及科技部於 2017 年年初發表《關於加快推進再生資源產業發展的指導意見》，該《意見》提到 2015 年中國主要再生資源回收利用量約為 2.5 億噸，產業規模約 13,000 億元人民幣。雖然在個別地區已形成了初具規模的產業集聚園區，但一些突出問題如循環利用理念尚未在全社會普及、回收利用體系有待健全、產業集約化程度偏低、技術裝備水平總體不高、再生產品社會認知度低、配套政策不完善、服務體系尚未建立、及標準、統計、人才等基礎能力薄弱制約了行業發展。該《意見》目標是在 2020 年，基本建成管理制度健全、技術裝備先進、產業貢獻突出、抵禦風險能力強、健康有序發展的再生資源產業體系，再生資源回收利用量達到 3.5 億噸，2015-2020 年複合年均增長率約為 7.0%，其中再生銅利用規模要在 2020 年達到 440 萬噸，2015-2020 年複合年均增長率約為 13.9%。

表 1：中國銅業 2020 年主要目標

項目	2020 年	2015-2020 年複合年均增長率
精煉銅消費量	1,350 萬噸	3.3%
再生銅佔銅供應比重	27%	上升 2 個百分點
再生銅利用規模	440 萬噸	13.9%

資料來源：工信部、商務部、科技部、西證證券經紀。

嚴格執行銅冶煉行業規範條件將加快行業集中度提升

中國工業和信息化部於 2014 年發佈《銅冶煉行業規範條件》，適用於利用銅精礦和含銅二次資源為原料的銅冶煉企業。該《條件》中列明新建和改造利用銅精礦和含銅二次資源的銅冶煉企業之冶煉能力須在年產能 10 萬噸及以上，而現有利用含銅二次資源為原料的銅冶煉企業年生產規模不得低於 5 萬噸。此外，現有利用含銅二次資源的銅冶煉企業陰極銅精煉工藝綜合能耗在 430 千克標準煤/噸及以下，其中陽極銅工藝綜合能耗在 360 千克標準煤/噸及以下。新建含銅二次資源冶煉企業的水循環利用率應達到 95% 以上，現有含銅二次資源冶煉企業的水循環利用率應達到 90% 以上。

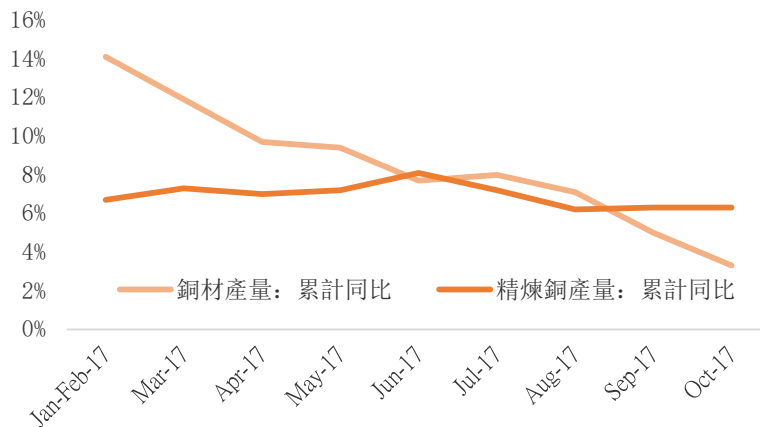
根據中國有色金屬工業協會發佈的《2015 年中國再生有色金屬產業發展報告》，據不完全統計，截至 2015 年底，通過銅冶煉行業規範條件的 17 家再生銅企業，除去廣西有色再生金屬有限公司其他 16 家再生銅的產能的合計產能約為 334 萬，主要分佈在浙江、山東、江西及江蘇省境內。2015 年中國經濟下行壓力不斷加大，國際金融市場動盪等不利因素，銅價一直處於低位運行，導致再生銅企業的利潤空間逐步減小，部分企業停產或減產。據統計，2015 年 16 家企業的產能利用率不到 80%。

按上述《報告》的資料去算，2015 年通過《條件》的 16 家再生銅企業平均產能約為 20 萬噸，但平均產能利用率不足 80%，即表示平均每家通過《條件》的再生銅企業年生產規模僅為 16 萬噸。按《條件》中規定新建和改造利用銅精礦和含銅二次資源的銅冶煉企業之冶煉能力須在年產能 10 萬噸及以上，而現有利用含銅二次資源為原料的銅冶煉企業年生產規模不得低於 5 萬噸，真正能符合《條件》的再生銅企業在 17 家基礎上不會增加太多，而且新建和改造的生產線也預期不多，反而利用含銅二次資源為原料的銅冶煉企業年生產規模低於 5 萬噸的再生銅企業有很多，但暫時尚未被完全淘汰。若中國加強執法力度嚴厲執行《條件》的規定，相信中國再生銅產能將大幅下降，而通過《條件》的再生銅企業龍頭將受惠，行業集中度將加快提升。

中國銅材產量增速放緩但精煉銅產量增速加快

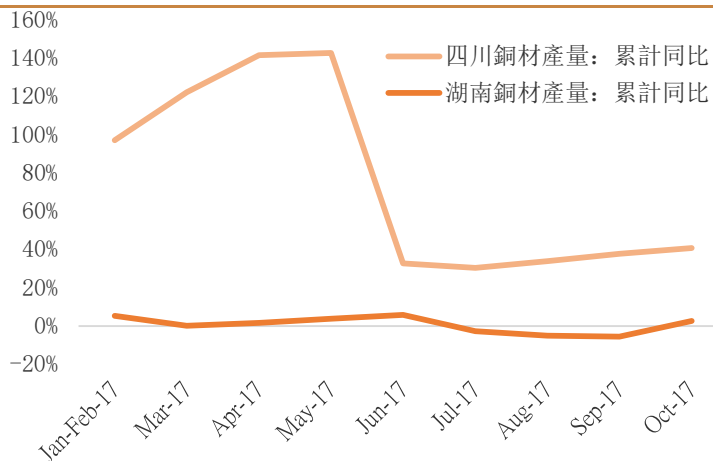
2017年首10個月中國銅材及精煉銅產量同比分別增長3.3%及6.3%，前者增速較2016年的12.5%明顯下滑，但後者之增速則略高於2016年的6.0%。按地區來看，四川及湖南銅材產量於2017年首10個月的增速分別為40.7%及2.7%，前者增速遠較2016年的6.2%為快；後者增速則遠低於2016年的17.0%。

圖 23：中國銅材及精煉銅產量增速（2017年累計同比）



資料來源：國家統計局。

圖 24：四川及湖南銅材產量增速（2017年累計同比）



資料來源：國家統計局。

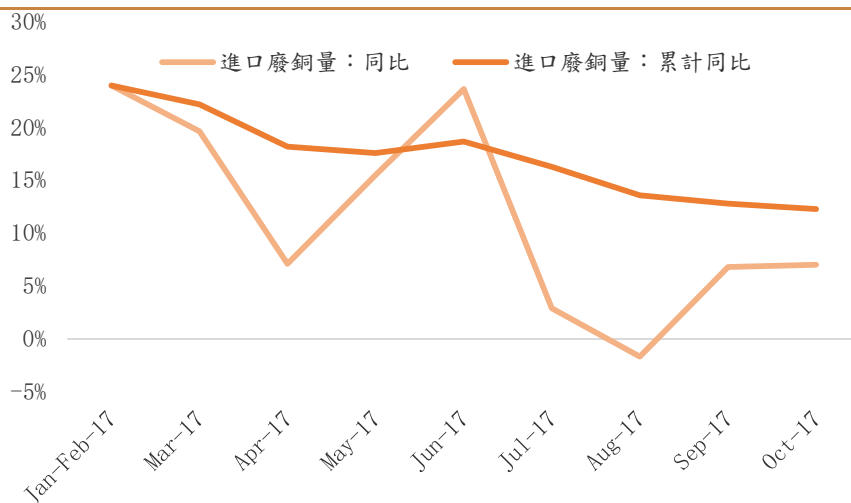
2019 年開始禁止進口廢七類銅但影響暫難以預料

2013-2016 年中國進口廢銅數量分別為 437 萬噸、387 萬噸、366 萬噸及 335 萬噸，按年分別下跌 10.0%、11.4%、5.6% 及 8.5%，但受惠於銅價穩步上揚帶動再生精煉銅需求及中國經濟回穩，中國進口廢銅量也止跌回升，2017 年首 10 個月中國廢銅進口量同比上升 12.3% 至 302 萬噸。隨著銅價上揚，進口廢銅價格也不斷攀升，從 2016 年 10 月時的每噸 1,768 美元上升至 2017 年 10 月的每噸 3,122 美元，升幅超過 75%，更高於同期銅價約 45% 的升幅。

2017 年 7 月傳出明確消息指中國將於 2018 年底開始禁止廢 7 類進口，而其後獲得中國有色金屬工業協會證實，銅價及銅礦公司股價短期受惠，因 2016 年廢銅進口量達到 335 萬噸，若全被禁止進口，對 2015 年再生銅產量僅為 230 萬噸的中國影響甚大。然而，335 萬噸的廢銅並不是全是七類廢雜銅，其中包括了六類廢雜銅，而且進口的廢銅並不是 100% 含銅量，因此，影響的規模並沒有之前預想的那麼高。然而，市場對該條例對廢銅進口量影響的推測分歧也不少。首先，市場對廢銅金屬量意見比較一致，大約在 120-130 萬噸左右，因廢銅含金屬量介乎 7%-97% 不等，但平均約 35%-40%。問題是廢 6 類也廢 7 類佔比有差異，**最樂觀的預期廢 7 類金屬量僅為 30 萬噸；最保守的預期則為 90 萬噸。**

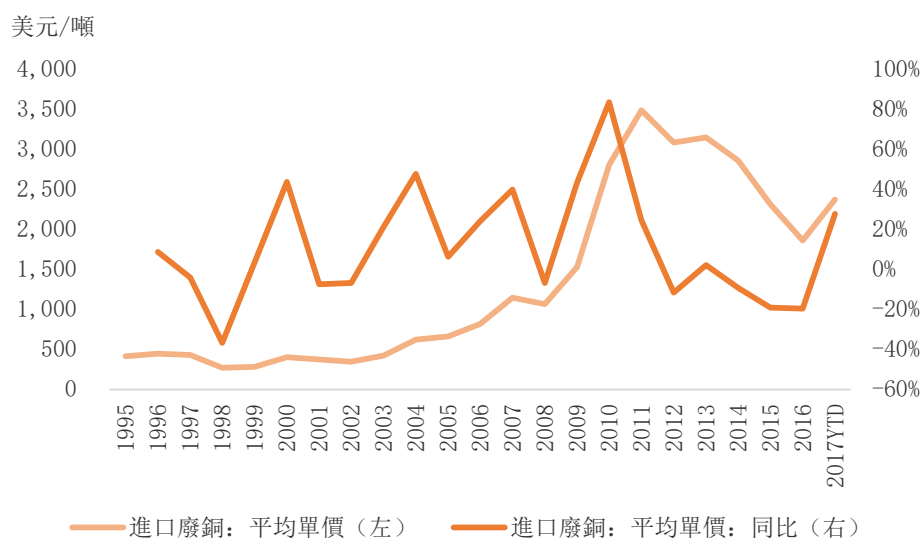
要於短時間內填補 90 萬噸廢銅的確不太容易，但首先，該政策預期將於 2019 年實施，距離現在還有 1 年的時間。其次，是次被禁止的為廢 7 類，跟廢 6 類的最大分別為後者銅品味較高，可直接利用，而前者銅品味較低，需要拆解。**可以想像到最容易解決方法是先在外國將廢 7 類轉換成廢 6 類再出口到中國避免禁令。**此外，該項政策變相是比較鼓勵中國當地增加回收產品分解廢銅再賣予再生銅企業。若回收量增加，將可彌補進口禁制令下廢銅進口量或下降的負面因素。另一方面，若廢銅供應量減少，是否能鎖定廢銅供應則變得甚為關鍵。**廢銅價格或上漲，或是廢銅供應商進一步要求下游客戶提高墊付貨款比率，均對小型再生銅企業不利，加速他們被淘汰的命運；大型再生銅企業短期或面對利潤率縮減或資金緊張導致產能利用率下滑，但長期則受惠於該另類的供給側改革。**

圖 25：中國進口廢銅量增速 (2017 年)



資料來源：國家統計局。

圖 26：中國進口廢銅價格 (1995-2017 年)

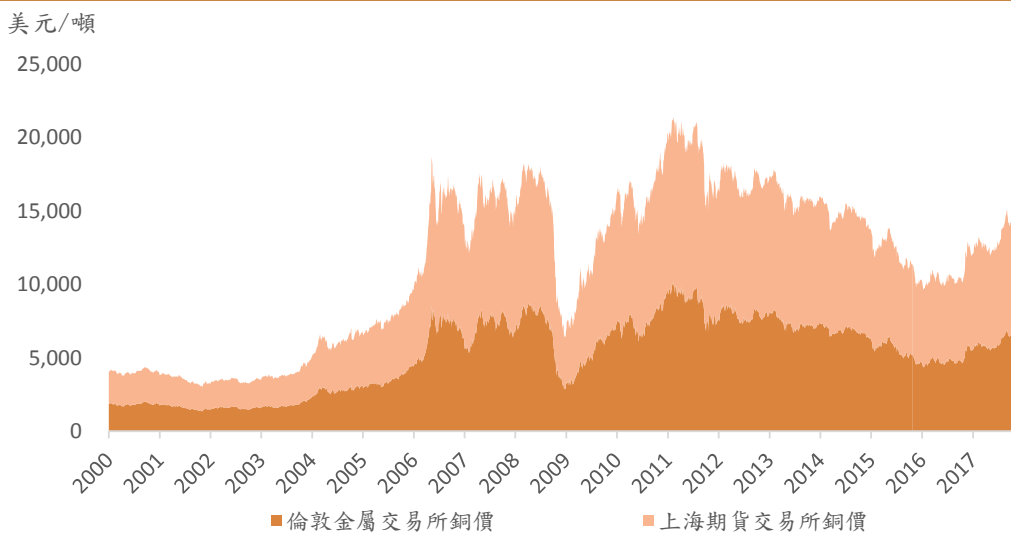


資料來源：國家統計局。

中國與倫敦銅價之長期平均溢價相對平穩

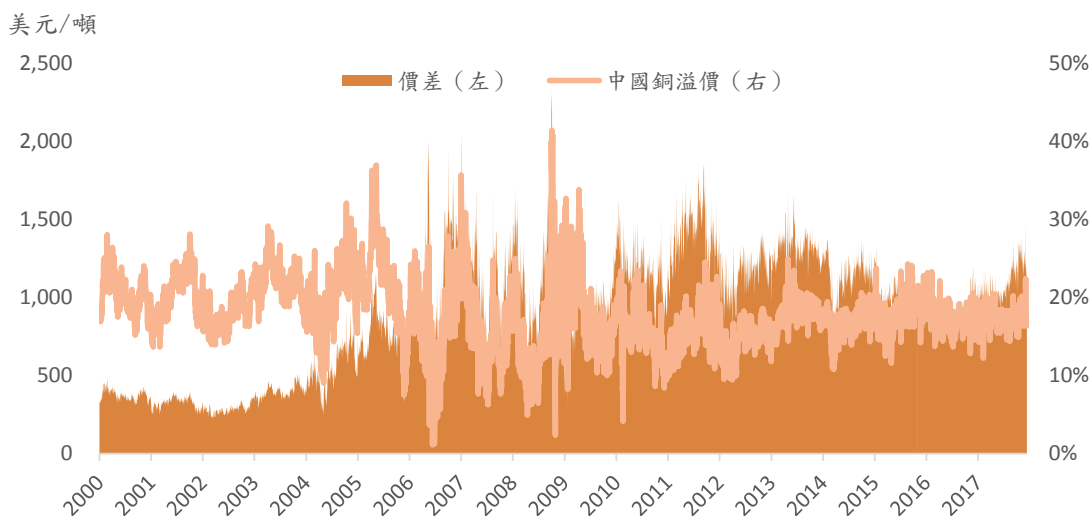
從過去來看，倫敦金屬交易所及上海期貨交易所銅價走勢相當一致，因倫敦金屬交易所為最大的銅交易場地，而中國為最大的銅消費國家。最新倫敦金屬交易所及上海期貨交易所銅價分別為每噸 6,793 美元及 52,240 元人民幣 (7,904 美元)，每噸差價約為 1,120 美元。2000-2017 年上海期貨交易所銅價較倫敦金屬交易所平均溢價約 18%，主要因中國有 17% 增值稅，扣除該增值稅因素後，套利交易機會或是利潤基乎為零。

圖 27：倫敦金屬交易所及上海期貨交易所銅價 (2000-2017 年)



資料來源：彭博。

圖 28：倫敦金屬交易所與上海期貨交易所銅價差 (2000-2017 年)

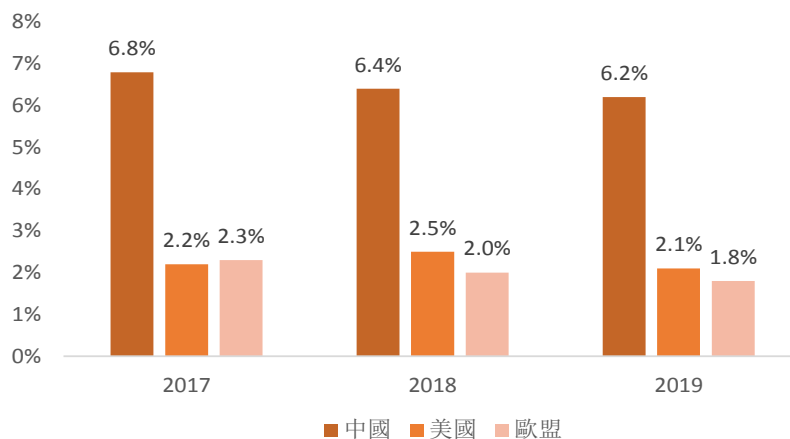


資料來源：彭博。

銅短期仍會出現短缺；警惕世界各地央行收水對銅價影響

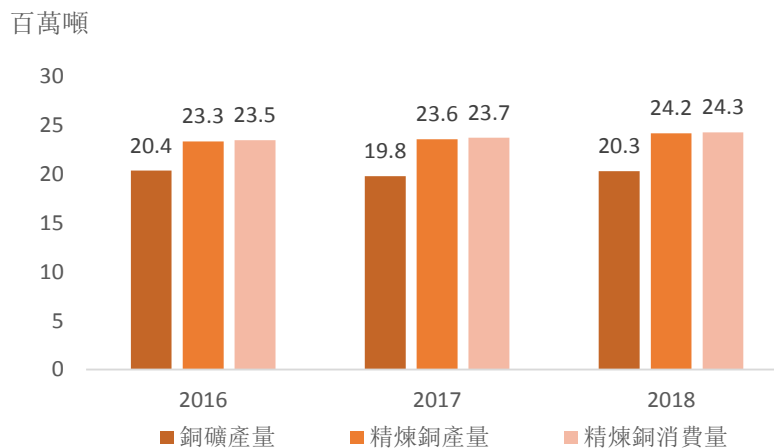
如果單純從經濟增速來看，中國及歐盟經濟增長於 2018-2019 年會持續放緩，而美國則預期於 2018 年經濟增速加快，但於 2019 年趨緩。ICSG 預期 2017 年中國銅消費量增長僅為 1%，低於其他機構預期的 4%，因進口精煉銅數量少於預期，而其他國家銅消費量增速也是 1%；2018 年中國銅消費量增速預期將加快至 3%，而其他國家則同樣預期加快至 1.5%。總的而言，2017-2018 年銅消費量預期將分別達到 2,373 萬噸及 2,428 萬噸。然而，2017-2018 年全球銅分別會出現 15.0 萬及 10.5 萬噸短缺，2017 年短缺量與其之前預期相若，但 2018 年短缺量則較此前預期之 17.0 萬噸有所減少，因歐盟、巴西及中國消費量增速有所下調。除了經濟及供需因素外，美國及歐洲於未來均有減少買債計劃或對銅價產生負面影響。雖然 2018 年平均銅價或較 2017 年為高，但我們預期 2018 年平均銅價將較 2017 年年底價格回落。

圖 29：中國、美國及歐盟 GDP 增速預期 (2017-2019 年)



資料來源：彭博。

圖 30：世界銅礦產量、精煉銅產量及精煉銅消費量預期 (2016-2018 年)



資料來源：ICSG。

中國金屬利用為中國最大的再生銅製造商

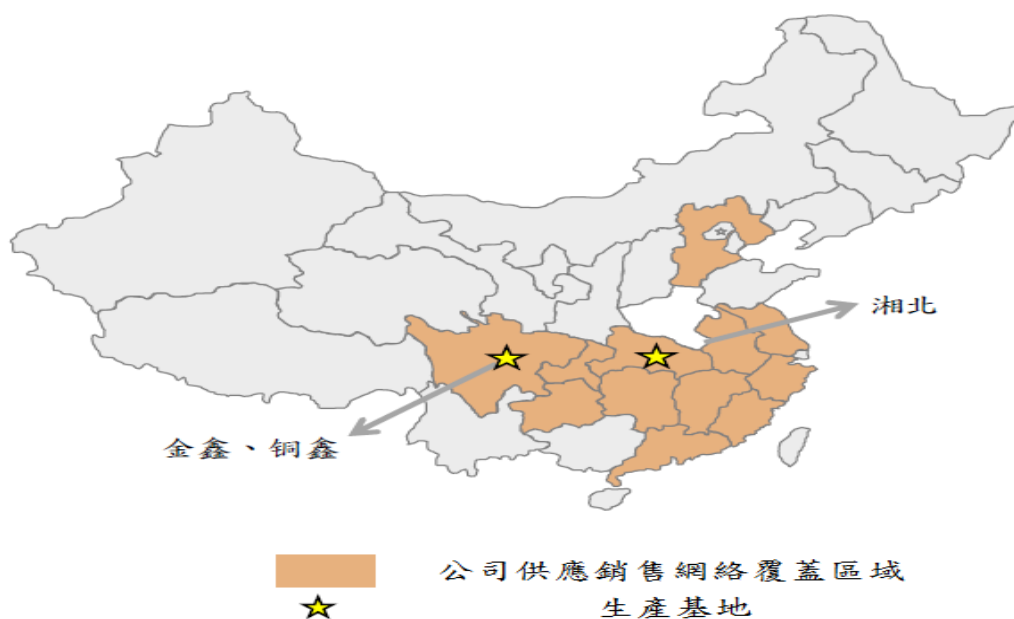
公司主要從事金屬產品深加工、銷售及廢舊金屬產業鏈綜合服務，目前再生銅綜合年產能達到45萬噸，按產能計算，為中國最大的再生銅製造商。公司主要加工回收的廢銅，其次是電解銅，從而生產多種銅產品，包括銅線材、銅線、銅排和銅米。公司目前擁有及營運三個再生銅產品生產設施，其中金鑫及銅鑫設施位於四川省綿陽市，而湘北設施位於湖南省汨羅市。

圖 31：金鑫及銅鑫廠房



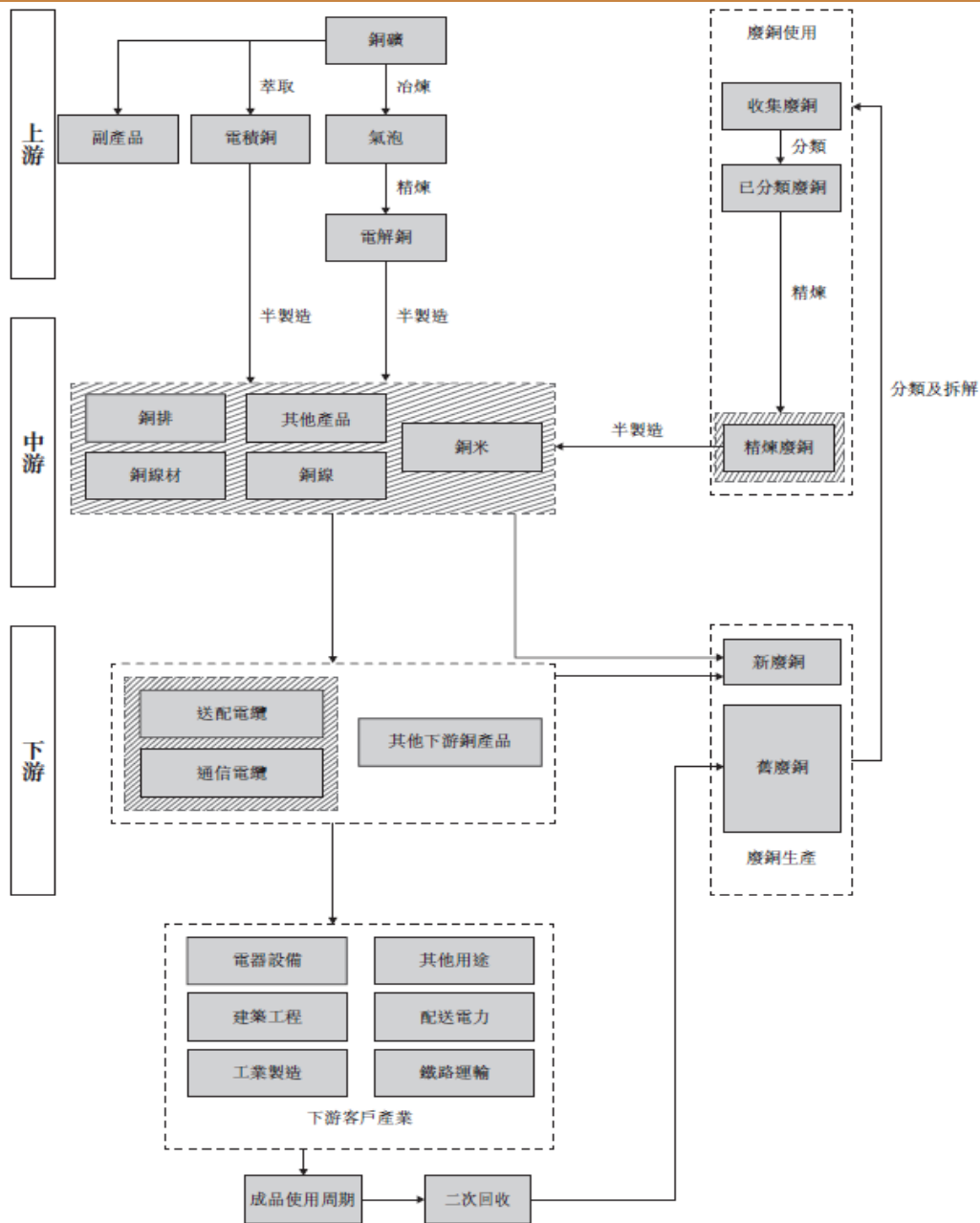
資料來源：公司。

圖 32：中國金屬利用生產基地、供應及銷售網絡覆蓋區域



資料來源：公司。

圖 33：銅產業供應鏈



資料來源：公司。

* 對角線顯示公司業務在產業鏈內的位置。

圖 34：中國金屬利用主要產品



資料來源：公司。

表 2：中國金屬利用重要公告及里程碑

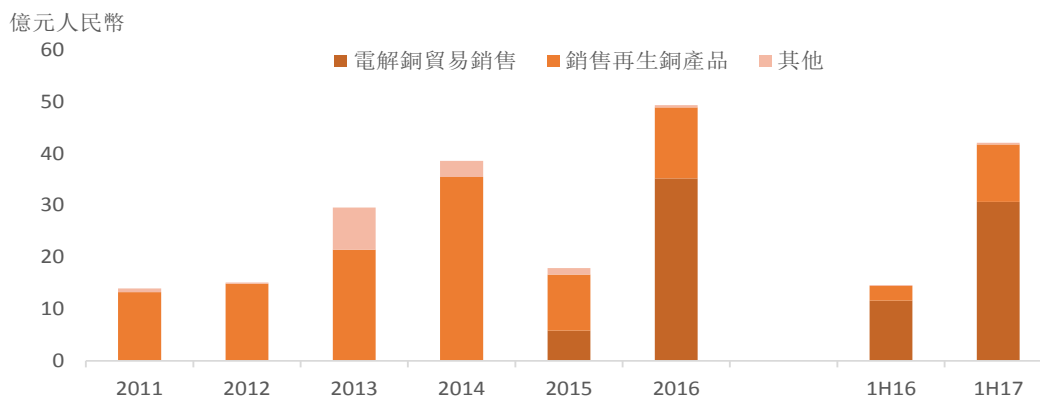
時間	事件
2010年11月	收購金鑫開始經營中游銅線材及銅線業務。
2011年8月	收購湘北來額外收購製造低氧銅線材及銅排的設施。
2012年12月	收購保和泰越及保和新世紀進軍下游銅纜業務。
2014年2月	以每股1.13港元定價（招股價範圍為1.0-1.2港元）招股上市，其中15.1%為舊股。
2015年3月	發行為期3年、年利率10厘之3,261萬美元可換股債券，換股價為1.4港元。
2015年4月	收購保和富山再生資源以便日後進軍上游廢金屬業務及方便於工業園內覓地擴張。
2015年7月	資源綜合利用政策下增值稅退稅由50%下調至30%。
2015年7月	發佈盈利預警。
2015年8月	收購鑫環鋁業股權擴展鋁產品業務。
2015年12月	收購鑫環鋁業股權擴展鋁產品業務。
2016年1月	發佈盈利預警。
2016年8月	以每股2.58港元增發1.35億新股（相當於6.4%股權），集資3.5億港元。
2016年10月	員工以每股1.13港元行使約5,730萬購股權。
2017年1月	員工以每股2.16港元行使約450萬購股權。
2017年4月	發行為期1年、年利率12厘之2.5億港元可換股債券，換股價為3.0港元。
2017年4月	2015年可換股債券持有人以每股1.4港元轉換9,088萬股份。
2017年6月	以每股2.7港元增發7,407萬新股（相當於3.1%股權），集資2.0億港元。
2017年7月	發佈盈利預喜。
2017年8月	發行為期2年、年利率8厘之6.0億港元可換股債券，換股價為2.99港元。
2017年8月	提早贖回1.35億港元2017年第一期可換股債券。
2017年10月	收購金循環電子商務擴大供應商及客戶基礎，及降低經營上地域性限制。
2017年12月	控股股東俞建秋先生以每股3.0港元悉數出售42.1%股份予泰合集團及銀昌。
2017年12月	收購銅產品業務公司。

資料來源：公司、西證證券經紀。

再生銅業務重回正軌；貿易業務提供額外收益

2011-2014 年公司再生銅產品業務收入持續穩步上揚，但自 2015 年宏觀經濟轉弱加上政府下調增值稅退稅率後，該業務收入從 2014 年的 35.5 億元人民幣下降至 2015 年只有 10.8 億元人民幣。隨著宏觀經濟企穩，加上公司流動資金回升，再生銅產品業務收入已經回升至 2016 年的 13.7 億元人民幣，而 2017 年上半年已經達到 11.1 億元人民幣。另一方面，公司於 2015 年開拓電解銅貿易銷售業務，2016 年該業務收入達到 35.2 億元人民幣，佔公司收入超過 70%。

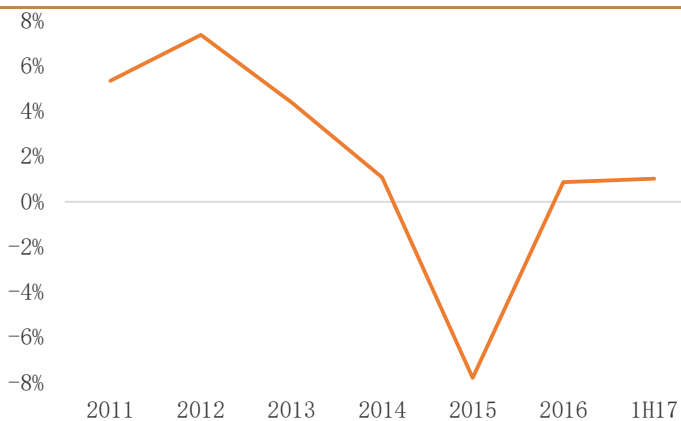
圖 35：中國金屬利用收入



資料來源：公司。

由於 2015 年再生銅產品業務收入同比大降 69.6% (平均售價按年下跌 16.0% 但平均成本減幅較小)，加上毛利率較高的通信電纜和送配電纜產品業務規模也持續萎縮，因此，公司於 2015 年錄得毛損率為 7.8%。受惠於再生銅業務復甦，加上貿易業務的正貢獻，公司利潤率回復明顯，2016 年及 2017 年上半年毛利率分別為 0.9% 及 1.0%。由於貿易業務對公司整體收入貢獻比重超過 50% 但毛利率預期低於 1%，公司未來綜合毛利率預期難將重回 2012 年高峰期的 7.4%，但隨著再生銅業務經營規模擴大，短期毛利率較 2017 年上半年仍有較大上升空間。

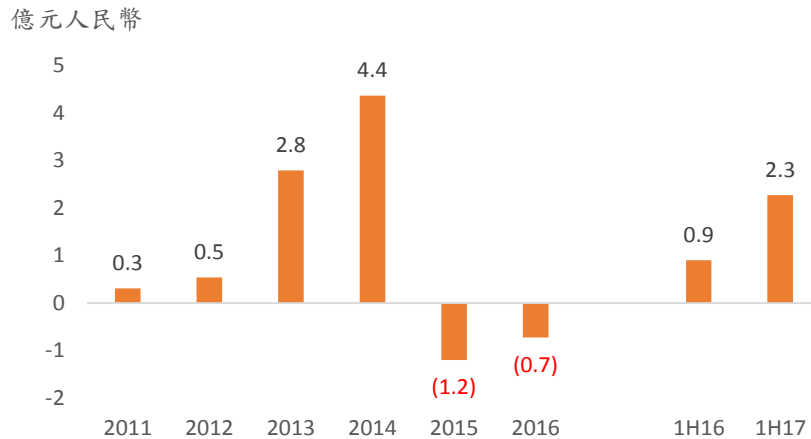
圖 36：中國金屬利用毛利/毛損率



資料來源：公司。

其他收益主要包括增值稅退稅、政府補助及政府補貼，由於再生銅產量大幅下降，2015-2016年其他收益較2013-2014年大幅減少。另一方面，2015-2016年其他虧損主要包括對固定資產、商譽、應收賬款的減值撥備及可換股債券公平值虧損，該等虧損於2015-2016年分別為2.5億元人民幣及2.3億元人民幣。然而，公司於2017年上半年成功收回應收賬款9,694萬元人民幣，因此，2017年上半年其他收益達到2.3億元人民幣，同比大增1.5倍。

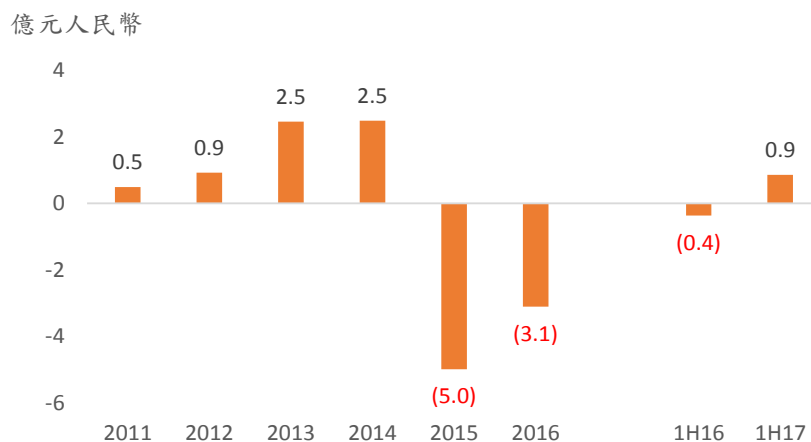
圖 37：中國金屬利用其他收益／虧損



資料來源：公司。

公司於2015-2016年均錄得虧損，主要因：1)再生銅業務規模萎縮，毛利率大跌；2)錄得巨額其他虧損；及3)淨利息開支從2014年5,648萬元人民幣上升至2015及2016年分別均超過1.1億元人民幣。2017年上半年公司成功扭虧為盈錄得股東應佔溢利8,545萬元人民幣，主要受惠於：1)收入大增，毛利率改善；2)其他收益上升；及3)一次性應收賬款撥回。若扣除該一次性收益，公司於2017年上半年仍然錄得輕微虧損，因淨利息開支及有效稅率上升所致。

圖 38：中國金屬利用股東應佔溢利／虧損



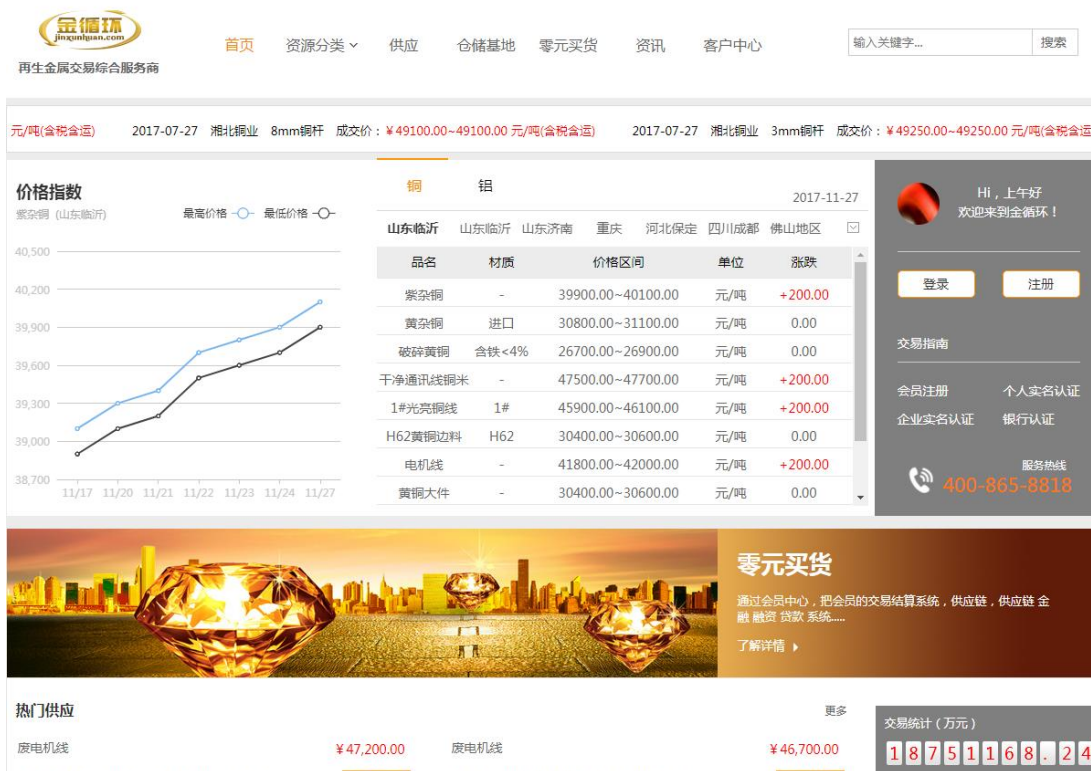
資料來源：公司。

金循環：可再生金屬的電子商務平台

2017年10月公司發佈公告向主席女兒收購金循環電子商務25%股權，代價為1.25億元人民幣。金循環主要在中國從事經營可再生金屬的電子商務平台，該平台透過其自身網站及移動服務發佈信息，以及時向在中國從事可再生資源行業的公司提供市場供求資訊，並包括以下服務：交易結算、供應鏈金融服務、第三方倉儲監管物流、及再生金屬標準化加工。金循環於2015年錄得稅後虧損547萬元人民幣，但於2016年成功扭虧為盈錄得稅後利潤220萬元人民幣。於交易完成後，主席女兒、公司、及公司聯營公司保和富山將分別持有金循環65%、25%及10%權益。截止2017年11月27日，金循環累計已實現電子交易額1,875億元人民幣。

公司希望通過入股金循環令公司在採購及銷售兩方面也可透過金循環的平台擴大供應商及客戶基礎到全中國，銷售量及採購量預計可提高，也可減低公司在經營上地域性限制，而透過平台上進行的交易也可縮短公司的應收賬款周轉日數。我們認為短期內金循環直接對公司貢獻比較輕微，甚至可能會於短期內錄得適度虧損，因金循環希望於3年內建立50個以上再生資源回收利用基地（目前約10個），但入股金循環共享供應商及客戶資料後預期可對公司貿易業務及再生銅銷售業務作出正面貢獻。再者，如金循環於未來可成功在主要交易所進行首次公開發售，公司也可享受潛在資本收益；若3年內金循環未能完成合資格首次公開發售（上市時總市值不低於5億元人民幣），則公司有權要求賣方以相同價格回購金循環25%股權，該條款可降低公司是次投資風險。

圖 39：金循環網頁



資料來源：www.jinxunhuan.com。

再生銅行業獲支持，公司競爭優勢明顯

中國精煉銅供應短缺但消費預期繼續向好：中國為世界上最大的精煉銅消費國家但銅儲量僅為世界第七大，加上世界銅供應預期於 2017-2018 年仍然處於短缺的狀態，因此，再生精煉銅行業於中國的發展前景預期非常良好。中國精煉銅消費量於 2020 年預期將達到 1,350 萬噸，相當於 2015-2020 年複合年均增長率為 3.3%，而再生銅佔銅供應量比重目標為從 2015 年約 25% 上升至 2020 年約 27%。另一方面，中國再生資源回收利用量於 2020 年的目標為 3.5 億噸，2015-2020 年複合年均增長率約為 7.0%，其中再生銅利用規模要在 2020 年達到 440 萬噸，2015-2020 年複合年均增長率約為 13.9%。該等目標均利好再生銅企業的未來發展。

再生銅產業分散，公司資金充足支持內生及外延擴張：從原材料供應層面看，家電及電子產品平均壽命越來越短，未來只會有更多大型電器被棄置，中國廢金屬供應只會有增無減。此外，公司入股金循環後可通過該平台接觸更多上游供應商，從而確保廢銅供應及降低成本。另一方面，從再生銅下游供應鏈看，中國的再生銅產業相當分散，其中有許多小規模、低效率的生產商。公司產能規模為中國最大，其產生的規模經濟效益預期將遠優於同業。此外，通過金循環的平台也可以令公司更容易接觸新客戶。公司此前業績也曾經歷低谷，主要在於流動資金緊拙不足以支持發展。然而，對比同業，公司規模較大且為上市公司，較容易獲得資金支持公司業務擴張，包括有機再生銅產品銷量上升及收購合併。

傑出科研能力，目標制定行業標準：公司現已取得國家專利 41 項，主要技術直接運用於生產過程，大幅提高產品質量同時降低了能耗、燒損和生產成本。公司的再生銅質量與原生電解銅相符，可完成替代後者。公司銷售已遍佈 20 多個地區，並已應用在武漢高鐵工程、廣州地鐵工程及武漢地鐵工程等多個國家大型重點工程。此外，公司於 2015 年年底發佈了中國第一個廢銅回收再利用的企業標準，有利公司於未來力爭成為行業及國家標準。

有成功經驗管理擴張及整合收購：公司歷史就是從收購起家，從 2010 年收購金鑫、2011 年收購湘北、2012 年收購保和泰越及保和新世紀，公司擴張基本離不開收購合併。由於小型再生銅企業經營環境比較差，公司憑著此前收購合併的經驗，相信有利於未來繼續通過擴張及整合收購擴大公司再生銅業務甚至垂直整合業務的效率。

管理層經驗豐富：公司主席俞建秋先生擁有超過 25 年的企業管理經驗，包括回收業務的營運經驗。此外，公司管理團隊核心成員黃偉萍先生同樣在回收、金屬及電纜行業擁有豐富的經驗，其在回收行業擁有超過 15 年的經驗，在建立和維持與供應商的長期業務關係以及確保穩定可靠的主要原材料供應來源方面發揮了關鍵作用。

新股東泰合集團預期將可降低公司的資金成本

主席俞建秋先生快將分別完成向泰合集團及銀昌出售 29.0%及 13.1%股份，每股作價 3.0 港元，此後，俞先生不再持有公司任何股權。根據公司招股書的披露，銀昌於公司上市時曾持有公司 3.3%股權並為張華義先生全資擁有，而張先生為此前湘北的股東，並於 2013 年公司年報中披露為主要管理人員，張先生現合共持有公司 18.3%股權，為公司第二大股東。此外，執行董事黃偉萍先生持股量為 12.6%；香港中涼再生礦冶投資（由涼山彝族自治州國有資產監督管理委員會間接持有 45.9%權益）及豐銀控股（由張少輝全資擁有）分別持有公司權益 5.5%及 4.7%（截止 2017 年 4 月 9 日），而其他公眾持股量約 29.9%。雖然主席悉數出售公司股份，但公司執行董事黃偉萍先生、主要管理人員張華義先生及執行董事鄭偉信先生合共仍持有公司超過 30%股權。

表 3：中國金屬利用股權架構（假設俞建秋先生完成出售股權）

股東	持股量	股權
泰合集團	715,401,281	29.0%
張華義先生 *	450,855,719	18.3%
黃偉萍先生（執行董事）	310,317,000	12.6%
香港中涼再生礦冶投資	135,000,000	5.5%
豐銀控股 **	115,649,200	4.7%
鄭偉信先生（執行董事）	3,272,600	0.1%
其他	736,405,169	29.9%
合計	2,466,900,969	100.0%

資料來源：公司、西證證券經紀。

* 截止 2017 年 4 月 9 日。

泰合集團主要控股參股多家上市公司、民營銀行、自持和管理 21 家高星級或主題式酒店，控股 3 所職業院校，參股多家金融機構及擁有 30 多家各類子公司，形成「金融主業突出，大健康、文化旅遊、房地產、教育、農業等相關產業協同發展」的產業佈局。公司於 2012-2015 年連續四年獲得「中國民營 500 強企業」稱號，其主席王仁果先生獲得「2016 中國經濟年度人物」大獎。根據公開訊息，該公司於 2016 年 6 月 30 日總資產已超過 600 億元人民幣。泰合實力雄厚，但相信未曾經營或投資廢銅行業，因此，我們相信泰合仍會依賴公司現有高管去經營該業務，公司業務營運不會有太大變化，而且泰合可為公司帶來便宜的資金以降低公司的融資成本。此前公司銀行貸款利率約為 10%，在泰合的幫助下，相信息率很有機會最少下降 2 個百分點或以上。

收購啟動：盡量保留流動資金加快擴張

公司剛宣佈以總代價 3.2 億港元收購銅產品業務公司，對比自營擴建新產能，收購合併小企業將可以加快公司發展速度，而且是次收購有可能只是開始，我們預期公司於 2018 年還將會收購 2-3 家同等規模的企業，並以類似的模式操作，該模式主要重點如下：

現金與股份並重減輕財務負擔：總代價 3.2 億港元僅一半為現金，另一半是以股份方式支付，將可以有公司加快發展的同時不會對財務造成過大壓力。

賣方將借回一半資金予公司發展：賣家會將所獲得的 1.6 億港元的一半，即約 8,000 萬港元，以中國人民銀行現行基準年利率借回給公司支持公司的發展。因此，公司實際現金支出僅為收購總代價的四分之一，而且向賣家貸款的利率相信也遠低公司直接向銀行貸款的利率。

股東權益不會即時被攤薄：除現金外，總代價的另一半將發行股份支付，但並非直接發行而是按被收購公司是否達成純利目標才予以發行。公司是次總收購代價為 3.2 億港元，而目標公司需於 2018 年、2018-2019 年、及 2018-2020 年純利分別達到 2,500 萬元人民幣、5,500 萬元人民幣及 9,000 萬元人民幣才能獲得合共 4,180 萬公司股份。股東權益不會即時被攤薄，而且若目標公司未能達到純利目標，新股發行數目將會減少，賣方甚至需要放棄全部權利。

輕資產收購：目標公司採用固定資產租賃協議經營業務，銅產品年產能約 3 萬噸，但租賃設備及工廠物業之年費僅為 50 萬元人民幣，為期六年。我們認為公司主要看重標的公司業務而非資產，輕資產的收購模式可讓公司快速擴張，加強流動資金支持再生銅業務發展。

市賬率高但市盈率合理：目標公司資產淨值僅為 6.9 萬元人民幣，是次收購高達 3,900 倍市賬率。然而，若按市盈率計算，假設目標公司於 2018-2020 年純利分別為 2,500 萬元人民幣、3,000 萬元人民幣及 3,500 萬元人民幣，是次收購相當於 10.8、9.0 及 7.7 倍 2018-2020 年市盈率，2018 年估值與公司預測市盈率相若，估值合理。

盈利或遭攤薄但流動資金將更充裕

公司現股本數目為 24.7 億股，而截止 2017 年 12 月 12 日，公司已發行的購股權數目達到 1.9 億股（不包括或需向淵鑫發行之代價股份），相當於現有股本 7.6%。此外，若所有可換股債券均被行使，公司需發行 2.4 億新股。若所有購股權及可換股債券換股權均被行使，及公司需向淵鑫發行新股，公司股本將擴大 19.0% 至 29.4 億股，但將獲得免除 7.2 億港元債務及獲得 4.2 億港元資金，約相當於營運 20 萬噸再生銅的流動資金。另一方面，由於此前俞建秋先生抵押了股份作為公司發行可換股債券的抵押品，因此，我們相信俞先生於出售股份前已獲得可換股債券持有人之同意解除可換股債券之擔保，俞先生是次出售公司股份並不會令公司之可換股債券產生違約事件而需要公司馬上回購可換股債券及作出賠償。

表 4：中國金屬利用購股權及或需發行之新股份

受益人	購股權／代價股份數目	行使價
黃偉萍先生(執行董事)	667,000	HK\$1.13
朱玉芬女士(執行董事)	3,334,000	HK\$1.13
龐偉信先生(執行董事)	5,000,000	HK\$1.68
李廷斌先生(獨立非執行董事)	1,000,000	HK\$1.68
潘連勝先生(獨立非執行董事)	1,000,000	HK\$1.68
任汝嫻女士(獨立非執行董事)	1,000,000	HK\$3.66
董事之外的合資格人士	26,767,000	HK\$1.13
董事之外的合資格人士	88,950,000	HK\$1.68
董事之外的合資格人士	31,430,000	HK\$3.66
供應商及客戶	29,564,000	HK\$3.70
淵鑫*	41,796,000	
合計	230,508,000	

資料來源：公司、西證證券經紀。

* 按業績可能需要發行之最高代價股份數目。

表 5：中國金屬利用可換股債券明細

可換股債券到期日	換股價	最多可換股數目
2018 年 4 月	HK\$3.00	38,333,333
2019 年 8 月	HK\$2.99	200,668,896
合計		239,002,230

資料來源：公司、西證證券經紀。

2017 年扭虧為盈；2018-2019 年業績高速增长

公司 2017 年上半年收入為 42.1 億元人民幣，同比大增 187.5%，其中電解銅貿易銷售及再生銅銷售業務收入分別為 30.7 億元人民幣及 11.1 億元人民幣。收入大增的原因是銷量（包括電解銅貿易銷售及再生銅銷售）從 4.6 萬噸按年上升 67.9% 至 10.6 萬噸，而平均銷售價格則達到每噸 39,598 元人民幣，同比上升 26.6%。我們預期公司於 2017-2019 年收入將增加至 128 億元人民幣、260 億元人民幣及 360 億元人民幣，按年分別增長 1.6 倍、1.0 倍及 38.2%，2016-2019 年的複合年均增長率將為 93.9%，其中電解銅貿易銷售及再生銅銷售業務收入佔比分別將從 2016 年的 71.4% 及 27.7% 變為 2019 年的 37.9% 及 61.9%，主要假設如下：

電解銅貿易業務：公司自 2015 年起開展電解銅貿易業務，主要通過在線銅貿易平台向供應商購買電解銅及相關產品，而相關貨物於交付予客戶之前存放於獨立的倉庫內，當客戶提供提貨單時確認為貿易營業額。由於電解銅貿易銷售週期較短，銅價格波動影響毛利率風險較低，因此，毛利率一般來說肯定是正數，但對比再生銅銷售業務正常毛利率則較低，一般來說不會超過 1%。公司此前已經通過金循環擴展該業務，而相信入股金循環後該業務規模只會擴大不會縮減，因該業務能為公司提供額外利潤而不需要長期鎖定公司流動資金。因此，我們預期電解銅貿易業務收入於 2017-2019 年分別為 84.8 億元人民幣、108.1 億元人民幣及 136.2 億元人民幣，同比分別上升 1.4 倍、27.6% 及 26.0%，2016-2019 年複合年均增長率為 57.0%。

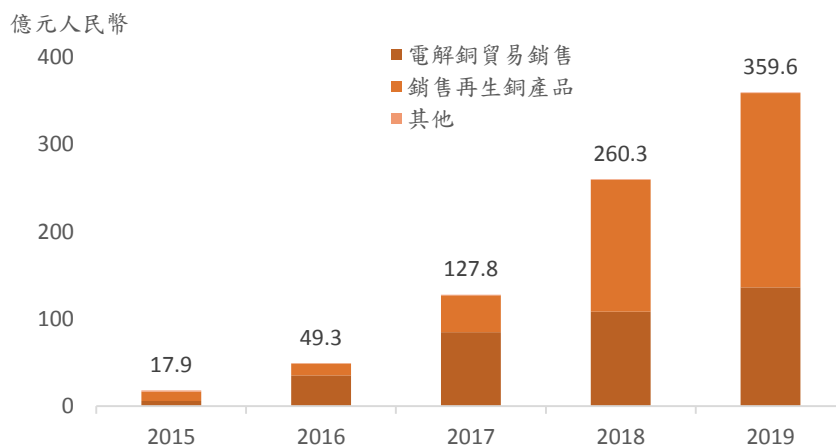
再生銅銷售業務：2014 年高峰期公司再生銅產品銷量達到 8.5 萬噸，但隨後宏觀經濟轉差、中國政府削減增值稅退稅、及公司流動資金趨緊，公司再生銅銷量急跌至 2015 年只有 2.9 萬噸。然而，隨著宏觀經濟有所改善帶動銅價上升、公司再生銅產品質量提高並且可與原生銅產品相比較、及公司流動資金情況有所改善，2016 年再生銅產品銷量回升至 4.0 萬噸。公司再生銅產品加工產能達到 45 萬噸，此前產能利用率一直低於 20%，制約公司再生銅產品銷量的最大因素主要來自流動資金，因公司需要預先向廢銅及銅棒供應商墊付貨款以確保原材料供應，而公司此前財務情況較差。然而，財務狀況自公司成功發行新股及可換股債券而大幅改善，公司於 2017 年上半年再生銅產品收入同比大增 2.9 倍（同期銅價上升不到 30%），下半年及未來情況只會越來越好。泰合集團成為公司單一最大股東後相信可提供更大的財務支持，使公司加大採購及銷售力度，並有能力收購小型再生銅企業加快產能擴張。公司現在產能約 45 萬噸，2018 年年底或有機會增加至 100 萬噸。伴隨著產能擴張，公司於 12 月時向供應商及客戶授出購股權，其中鼓勵供應商於為期 13 個月的採購協議上供應 86.7 萬廢銅予公司，及鼓勵客戶於為期 13 個月的銷售協議中完成銅產品購貨量 61.1 萬噸。對比公司 2017 年預期之廢銅採購量及再生銅產品銷量，該協議的目標甚為積極，雖然不一定能 100% 達標，但也顯示公司對 2018 年再生銅銷售相當樂觀。因此，我們預期公司再生銅產品銷量於 2017-2019 年分別為 10.0 萬噸、35.0 萬噸及 49.0 萬噸，2016-2019 年複合年均增長率為 130.0%。2017 年銅價升幅較大，但 2018 年我們預期平均銅價大致與 2017 年相若，因多國央行收緊貨幣政策預期將抵消世界經濟增長及銅供應缺口等利好因素，對銅價或構成短期壓力，但相信市場將慢慢消化該等負面因素，2019 年平均銅價有望較 2018 年再上升約 5%。因此，我們預期再生銅銷售業務收入於 2017-2019 年分別為 42.4 億元人民幣、151.4 億元人民幣及 222.5 億元人民幣，同比分別上升 2.1 倍、2.6 倍及 47.0%，2016-2019 年複合年均增長率為 153.4%。

表 6：收入預測

	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
再生銅產品銷量 (萬噸)	2.9	4.0	10.0	35.0	49.0
再生銅產品平均銷售價格 (萬元人民幣)	3.7	3.4	4.2	4.3	4.5
收入 (億元人民幣)					
電解銅貿易	5.8	35.2	84.8	108.1	136.2
再生銅產品	10.8	13.7	42.4	151.4	222.5
其他	1.3	0.4	0.7	0.8	0.9
總共	17.9	49.3	127.8	260.3	359.6
增長					
電解銅貿易	不適用	503.0%	140.7%	27.6%	26.0%
再生銅產品	-69.6%	26.8%	209.9%	257.1%	47.0%
其他	-58.9%	-66.0%	50.2%	15.4%	17.4%
總共	-53.6%	175.5%	159.1%	103.6%	38.2%
佔比					
電解銅貿易	32.6%	71.4%	66.3%	41.5%	37.9%
再生銅產品	60.2%	27.7%	33.2%	58.2%	61.9%
其他	7.1%	0.9%	0.5%	0.3%	0.2%
總共	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

資料來源：公司、西證證券經紀。

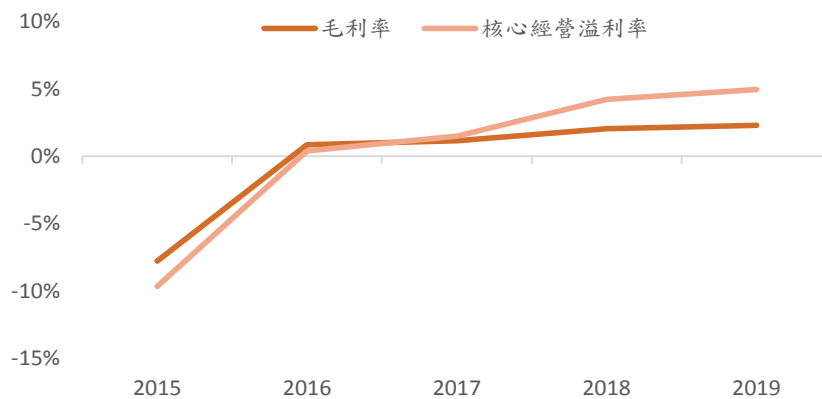
圖 40：中國金屬利用收入預測



資料來源：公司、西證證券經紀。

公司電解銅貿易業務毛利率較低但受銅價波動影響的風險也相對較低，因銷售週期較短；再生銅產品銷售業務毛利率一般來說較高但若銅價於銷售週期波動較大，該業務之毛利率將受影響。此外，公司再生銅業務產能利用率較低，固定成本佔比相對較高，銷量升跌對毛利率影響也較大。由於我們預期銅價於 2018-2019 年波幅較小，該因素預期不會影響整體毛利率變化，但有兩項正面因素：1) 再生銅銷量預期上升，規模效益顯現，該業務 2018-2019 年毛利率預期將較 2016-2017 年有提升空間；及 2) 再生銅產品銷售增速預期於 2017-2019 年均高於電解銅貿易業務收入增速，業務組合改善帶動綜合毛利率上升。因此，我們預期公司於 2017-2019 年毛利率將分別為 1.2%、2.1%及 2.3%，較 2016 年的 0.9%大幅改善。隨著再生銅產品銷量增加，增值稅退稅也預期會上升，我們預測 2017-2019 年增值稅退稅分別為 1.5 億元人民幣、6.2 億元人民幣及 10.2 億元人民幣，因此，核心經營溢利率將分別改善至 1.5%、4.2%及 5.0%。

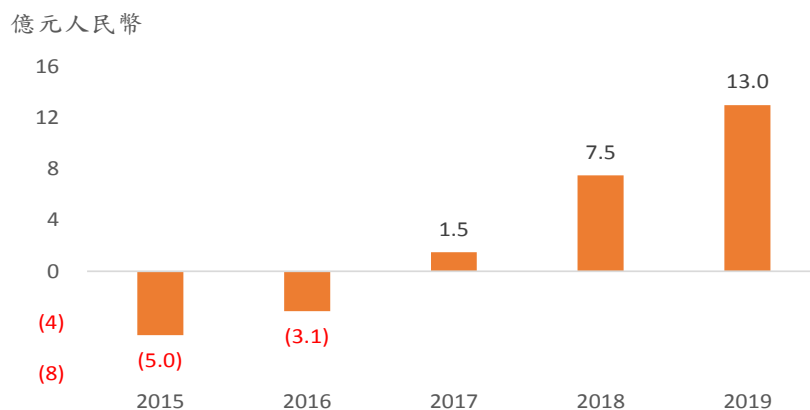
圖 41：中國金屬利用股東毛利率及核心經營溢利率預測



資料來源：公司、西證證券經紀。

隨著收入快速增長、毛利率及核心經營溢利率改善、淨財務費用略有下降、及應收賬款減值撥回 (2017 年)，我們預期公司於 2017-2019 年股東應佔溢利將分別達到 1.5 億元人民幣、7.5 億元人民幣及 13.0 億元人民幣，2017-2019 年複合年均增長率為 195.7%。

圖 42：中國金屬利用股東應佔溢利預測



資料來源：公司、西證證券經紀。

首予買入，目標價 6.20 港元

齊合環保 (976.HK) 為香港上市企業中最可資比較公司。齊合環保此前主要業務包括混合廢金屬回收、循環再用及加工，將廢電機、廢變壓器、廢電線及電纜等混合廢金屬分解、拆解及分離成主要包括廢銅、廢鋼、廢鋁及舊生鐵等各種金屬成份，2016 年合共出售加工產品約 47.0 萬噸，同比微升 1.0%。該公司於 2016 年年底完成收購全球金屬再生回收商德國順爾茨控股有限公司，後者主要業務活動活躍於歐洲、北美及中美洲的廢金屬處理及加工領域，並主要提供再生金屬及廢金屬所有工序，包括從物料收集、集中、分類以至加工銷售、使用及回流的一站式服務，更間接收購了北美的黑色金屬及有色金屬加工商和經紀商 Liberty Iron & Metal Holding, Inc.，取得美國地區的上游原料供應。於收購完成後，齊合環保之金屬再生業務從中國擴展至全球。因此，齊合環保於 2017 年上半年合共出售 242 萬噸再生產品，按年大增 9.4 倍，其中大中華地區收益為 22.8 億港元，同比上升 50.7%，主要受惠於廢金屬產品平均售價大幅增長所致，而該地區之經調整經營利潤也成功扭虧為盈錄得 1.3 億港元。

雖然中國金屬利用再生產品銷量低於已收購歐美金屬企業後的齊合環保，但前者主要收購廢銅加工製造再生銅產品，而後者則處理工業廢金屬包括鋼、鐵、銅、鋁，及來自製造業、報廢車輛及電器、工廠及建築物拆除後的其他廢金屬、家居及工業電子廢料，以及市政固廢，**金屬價格波動對齊合環保影響較大。**

中國金屬利用 2017-2019 年預測基本每股盈利(假設員工購股權及所有可換股債券之換股權力均沒有於期內被行使，但假設公司於 2018 年底向淵鑫發行部分新股)分別為 0.062 元人民幣、0.305 元人民幣及 0.524 元人民幣。假設 2017 年 12 月 31 日所有購股權及可換股債券之換股權力均被行使，而所有資金均用於償還銀行貸款，則 2018-2019 年預測每股盈利分別為 0.268 元人民幣及 0.459 元人民幣(銀行利息開支減少、沒有可換股債券利息支出、股份數目增加 17.3%)，較基本每股盈利分別低 11.9%及 12.5%。**現價(4.00 港元)相當於 55.1 倍、11.1 倍及 6.5 倍 2017-2019 年預測市盈率，我們按 2019 年預測市盈率約 10 倍為目標，給予目標價 6.20 港元，首予買入評級。**

風險提示：1) 中國增值稅退稅及政府補助及補貼政策變動；及 2) 銅價大幅波動影響毛利率。

表 7：同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (億港元)	市盈率 (倍)			市賬率 (倍)			ROE (%)
			FY17E	FY18E	FY19E	FY16A	FY17E	FY18E	
江西銅業	358 HK	590.2	14.0	12.3	9.5	0.8	0.7	0.7	5.4
齊合環保	976 HK	63.2	17.9	10.4	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	12.3

資料來源：彭博。

表 8：財務報表

損益表						資產負債表					
12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
(億元人民幣)						(億元人民幣)					
電解銅貿易	5.8	35.2	84.8	108.1	136.2	物業、廠房及設備	5.8	5.9	6.0	8.1	9.0
再生銅產品	10.8	13.7	42.4	151.4	222.5	聯營公司權益	1.4	0.4	1.6	1.6	1.7
其他	1.3	0.4	0.7	0.8	0.9	其他	1.9	2.1	2.2	3.8	4.0
總收入	17.9	49.3	127.8	260.3	359.6	非流動資產	9.1	8.4	9.9	13.5	14.7
銷售成本	(19.3)	(48.9)	(126.3)	(254.9)	(351.4)	存貨	2.5	2.1	4.8	10.5	12.6
毛利	(1.4)	0.4	1.5	5.4	8.3	貿易及其他應收款項	10.3	10.0	13.9	40.3	53.0
其他收益	1.4	1.6	2.6	8.9	14.1	現金及現金等值項目	0.8	1.6	4.7	1.3	1.9
銷售及分銷開支	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.9)	(1.4)	其他	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
行政開支	(1.6)	(1.6)	(1.8)	(2.3)	(3.1)	流動資產	14.2	14.4	23.9	52.6	68.0
經營利潤	(1.7)	0.2	1.9	11.0	17.8	貿易及其他應付款項	4.7	3.9	8.6	16.5	20.0
財務收入淨額	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(2.0)	(2.4)	貸款及可換股債券	6.6	10.3	4.0	17.1	14.0
其他淨虧損	(2.6)	(2.3)	1.0	0.0	0.0	其他	1.2	0.4	0.3	0.3	0.3
聯營公司溢利	0.0	0.0	0.0	(0.1)	0.1	流動負債	12.6	14.5	12.9	33.9	34.4
所得稅	0.4	0.1	(0.4)	(1.5)	(2.5)	貸款及可換股債券	3.0	0.0	8.1	12.0	15.0
稅後利潤	(5.0)	(3.1)	1.5	7.5	13.0	其他	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
非控股權益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	非流動負債	3.2	0.2	8.2	12.1	15.1
淨利潤	(5.0)	(3.1)	1.5	7.5	13.0	股東權益	7.4	8.1	12.7	20.2	33.2
每股盈利 (人民幣)	(0.237)	(0.143)	0.062	0.305	0.524	非控股權益	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
每股股息 (港元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	總權益	7.5	8.1	12.7	20.2	33.2
						每股賬面值 (人民幣)	0.354	0.352	0.513	0.818	1.338
現金流量表						財務比率					
12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E		FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
(億元人民幣)											
稅前利潤	(5.4)	(3.2)	1.8	9.0	15.5	收入增長 (%)	(53.6)	175.5	159.1	103.6	38.2
折舊及攤銷	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	毛利增長 (%)	n. a.	n. a.	245.9	260.8	54.2
其他	4.6	3.3	0.1	2.0	2.4	經營溢利增長 (%)	n. a.	n. a.	868.9	472.7	61.9
營運資金變動	1.3	(1.1)	(0.9)	(24.3)	(11.1)	淨利潤增長 (%)	n. a.	n. a.	n. a.	405.7	72.9
企業所得稅	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(1.6)	(2.6)	毛利率 (%)	(7.8)	0.9	1.2	2.1	2.3
經營活動現金流	0.7	(0.7)	1.1	(14.4)	4.7	經營利潤率 (%)	(9.7)	0.4	1.5	4.2	5.0
資本開支	(1.3)	(0.4)	(0.5)	(2.5)	(1.5)	淨利率 (%)	(27.9)	(6.3)	1.2	2.9	3.6
其他	(1.3)	0.1	(1.2)	(1.5)	0.1	資產收益率 (%)	(21.5)	(13.7)	4.4	11.4	15.7
投資活動現金流	(2.6)	(0.3)	(1.7)	(4.0)	(1.5)	股東資金回報率 (%)	(67.0)	(38.5)	11.7	37.2	39.2
貸款變動	1.6	0.2	3.2	17.0	(0.1)	存貨周轉天數	67.2	17.1	10.0	11.0	12.0
集資及注資淨額	0.0	3.6	1.8	0.0	0.0	應收帳款周轉天數	133.8	39.5	20.0	25.0	30.0
股息	(0.5)	0.0	0.0	0.0	0.0	應付帳款周轉天數	9.2	5.7	9.0	13.0	15.0
其他	0.1	(2.0)	(1.2)	(2.1)	(2.5)	現金循環周期	191.8	50.9	21.0	23.0	27.0
融資活動現金流	1.2	1.8	3.7	15.0	(2.6)	流動比率 (倍)	1.1	1.0	1.9	1.6	2.0
現金變動	(0.6)	0.8	3.1	(3.4)	0.7	速動比率 (倍)	0.9	0.8	1.5	1.2	1.6
期初淨現金	1.5	0.8	1.6	4.7	1.3	淨負債比率 (%)	97.3	85.8	54.6	135.3	79.9
匯兌變動	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0	淨利息覆蓋比率 (倍)	n. a.	0.2	1.8	5.6	7.3
期末淨現金	0.8	1.6	4.7	1.3	1.9						

資料來源：公司、西證證券經紀。

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明 -

- (1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
- (2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
- (3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬於企業融資部；
- (4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
- (5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下
行業評級	買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上
	增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間
	中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間
	回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

免責聲明

本報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本報告資料來自或編寫自「西證(香港)證券經紀有限公司」(「西證證券經紀」)相信為可靠之來源，惟西證證券經紀並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本報告內容或意見可隨時更改，西證證券經紀並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證證券經紀及其集團公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證證券經紀及其集團公司可能與報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證證券經紀及其集團公司在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證證券經紀事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此報告，西證證券經紀保留一切權利。