

李伟峰

执业证书编号: S0270511070001

电话: 021-60883496

liwf@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

电话: 021-60883487

发布日期: 2011 年 12 月 22 日

## 募投与收购齐头并进, 明年业绩有望超预期

——亚太科技(002540)公告点评

### 点评报告

买入(维持)

#### 事件:

**亚太科技关于亚通项目通过ISO/TS16949质量管理体系认证证书和博赛安信达(无锡)完成工商变更登记公告:** 近日亚太科技公布全资子公司亚太轻合金(南通)科技有限公司获得ISO/TS16949质量管理体系认证证书以及全资子公司博赛安信达(无锡)铝业有限公司完成工商变更登记的公告。

ISO/TS16949质量管理体系认证是对汽车生产和相关配件组织应用ISO 9001的特殊要求, 其适用于汽车生产供应链的组织形式。目前国内、外各大整车厂均要求其供应商进行ISO/TS16949认证, 确保各供应商具有高质量的运行业绩和产品质量。

亚通项目是公司首发募投建设项目, 亚通项目通过ISO/TS16949质量管理体系认证标志着该项目部分产能投放进入正常运营阶段, 另外由于汽车零部件产品质量管理的特殊性, 通过质量管理体系认证有利于亚通项目的市场拓展工作。

11月30日公司董事会通过收购博赛安信达铝业100%股权、以及使用超募资金对其增资的议案, 此次工商变更登记完成的公告显示公司已完成收购博赛安信达铝业的正常程序, 全面进入博赛安信达铝业生产运营接管工作。

图 1: 营业收入分季度(亿元)

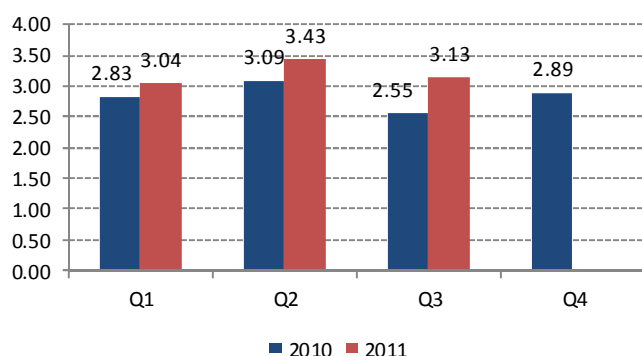
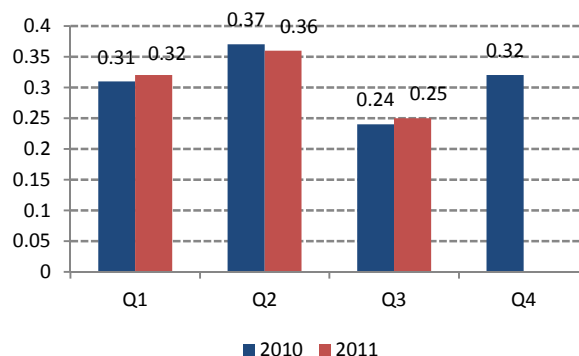


图 2: 营业利润分季度(亿元)



资料来源: 公司公告 万联证券研究所

#### 点评:

##### ● 公司产品享有较高的技术壁垒和质量管理体系认证以及整车厂商产品许可认证壁垒

公司是国内汽车用铝挤压材龙头企业, 不同于建筑铝挤压材和其他工业铝挤压材行业, 汽车用铝挤压材行业具有较高的技术壁垒和汽车厂商的体系认证壁垒。

公司在产品生产技术方面具有三个技术优势：第一，公司拥有铝挤压材全道工序，从铝锭重熔、合金配比到模具制造等，具有生产链规模效应；第二，拥有大批技术型人才，公司主要管理人员大都具有丰富的铝挤压材从业经验，对行业发展现状和未来方向都有非常清晰地理解。第三、深厚的技术积累，公司拥有铝挤压生产专利46项，10项专利在申请中，另有7个再研项目。

表 1：公司在研项目

编号	项目名称	项目简介
1	批量带复合层 MPE 管	本项目采用先进的加工成型技术、精密的模具结构设计，生产出高强度、高韧性、耐腐蚀的铝合金多孔扁管材料，与常规的扁管材料相比，通过增大热交换面积，大大提高了热交换的效率，将逐渐取代常规扁管被广泛应用于汽车空调散热器市场。
2	汽车减震器管材研发	本项目通过对现有铝合金中的 6 系列铝合金在制造工艺及热处理技术上加以改进，提高此材料的屈服强度，满足汽车防震器零部件的功能要求，以提高汽车的安全性、舒适性、操作性和经济性。
3	精密模具	本项目通过投入先进设备，增强模具的自主设计和开发能力，提高模具的精度和寿命的同时，可以大大缩短新产品的开发周期。同时，自主设计开发模具，有利于技术的保密和不断更新，确保公司的技术领先地位。
4	耐海水腐蚀用铝合金管	应中国众和海水淡化工程有限公司委托，公司会同天津海水淡化研究所，研制开发一种耐海水腐蚀的铝合金材料取代钛合金，以解决钛合金安装成本高等缺点，使国内的海水淡化处理公司与国外同行业在技术及价格竞争上处于同等水平。
5	商业制冷型材	本项目使用特殊成份配方和梯度加温、在线淬火等特殊加工工艺，使产品挤压出口温度更稳定，组织更均匀，晶粒更细小，从而得到更好的机械性能。将此高强度的铝材代替现有的钢材用在冷藏汽车的冷柜框架结构等零部件上，能降低其约 60% 的重量，从而大大减少汽车自重，使汽车的效能得到很大的提高。
6	汽车转向连接座产品	本项目在于研究开发一种尺寸精度较高，要求焊合母线良好的热挤压型材，关键制造技术在于：优化设计热挤压模具，保证型材挤出后的尺寸及焊合线在做低倍试验时焊合良好，防止产品在使用过程中开裂致使转向失灵；研究开发合理的工艺流程，防止产品在后序加工过程中的尺寸变形；研究开发热处理工艺，保证产品的性能达到德国相关技术指标要求。
7	新型环保铝合金材料	本项目在于开发一种环保型铝合金材料。主要技术指标为：重金属元素镉、锡、铬、镍、铍、镉含量 PPM 值小于 300（此标准远高于欧盟 ROHS 标准中对相同有害物质的规定）；熔铸后棒材的低倍组织达到一级晶粒度要求，不允许有光亮晶粒、羽毛状晶粒出现。实现本产品的关键制造技术在于：在铝合金熔铸上控制某些重金属元素的含量指标，通过炉内及在线合金变质处理，使产品组织细腻，为后序的表面处理提供良好的材质基础。

数据来源：公司招股说明书 万联证券研究所

公司在质量体系认证和整车厂商产品许可方面具有先发优势。质量管理体系审核即指按照汽车行业通行的 ISO/TS16949 体系审核，对于新进入者而言，质量认证就需要最少 2 年的时间才能获得，还不包括汽车厂商的认证获取。目前公司全资子公司海特铝业和亚通项目均已通过 ISO/TS16949 质量管理体系认证。

在整车厂商的产品许可认证方面，截止 2011 年 6 月，公司已通过包括德国大陆集团、德国博世、美国德尔福、日本法雷奥、浙江三花股份有限公司、上海贝洱热系统有限公司等在内的国内及国际共 61 家企业

“客户认证”。

汽车用铝挤压行业的技术和认证壁垒是公司产能投放能够转化为业绩的重要保障。

● **亚通项目通过ISO/TS16949认证标志着公司募投项目进入投产营运阶段**

今年前三季度，公司业绩略低于市场预期，主要原因是亚通项目募投产能投产进度低于预期，试生产阶段过长导致成本无法摊薄带来的业绩释放低于预期。此次亚通项目通过质量管理体系认证标志着公司募投项目从建设期进入产能集中投放期，募投产能的正式投产有望摊薄前期试生产带来的成本，另一方面由于汽车零部件行业的体系认证壁垒的特殊性，亚通项目通过质量管理体系认证，有利于亚通项目的市场拓展工作，打开产品的销售市场。

根据公司募投项目的投产计划，2011、12、13年募投产能投放进度分别为1.5万吨、3.5万吨、5.7万吨。

图 1：公司首发募投产能分布

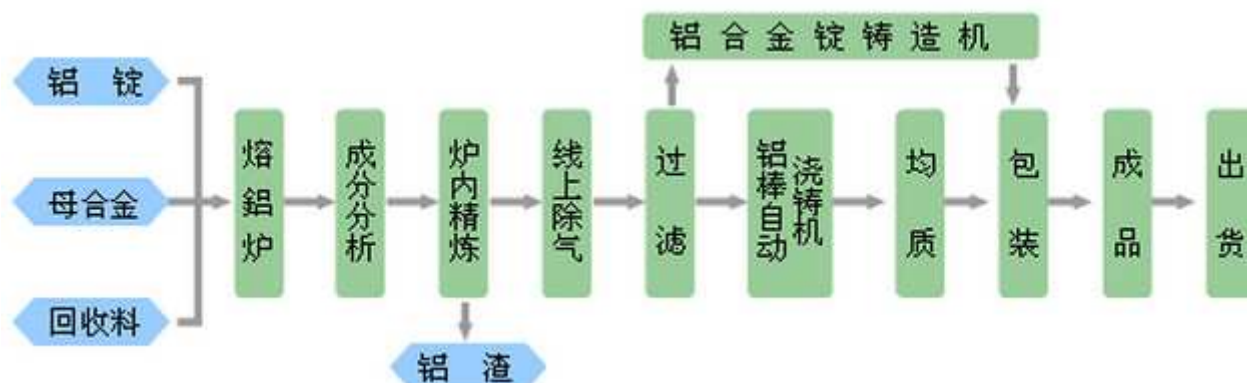
编号	产品	设计产能（吨）
1	精密热交换铝管	20000
2	制动系统用铝型材	12000
3	可锻高强度铝镁硅合金棒材	15000
4	耐磨高硅铝合金棒材棒材	3000
5	高性能无缝铝合金复合管	7000
	总计	57000

数据来源：公司招股说明书 万联证券研究所

● **收购博赛安信达有望快速贡献业绩，丰富现有产品线**

博赛安信达生产产品为熔铸铝合金棒，产品主要供应下游铝挤压生产厂商，与亚太科技现有的铝挤压棒材业务形成补充。此次收购完成后，有望进一步优化公司现有的铝挤压材生产链，特别是熔铸生产环节，丰富公司产品种类、合理布局生产基地，目前博赛安信达生产经营状况正常，2011年3月已开始实现盈利，据我们测算收购完成并入全年报表，此次收购有望增厚全年每股EPS 0.016元。与正常新建项目3-5年的建设期相比，采取收购形式的外延式扩张能够实现快速的产能跨越，丰富现有的产品线。值得注意的是此次的转让方重庆博赛矿业（集团）有限公司是集铝矿开采、氧化铝、电解铝及铝材生产的大型企业，不排除未来双方继续合作的可能性。

图 3 博赛信达铝合金棒生产工艺



资料来源：公司公告 万联证券研究所

● **热交换平行流铝合金管技改项目体现公司内涵提升，有望提高产品竞争力：**如果说此次收购协议彰显公司外延扩张的决心，那么公司9900吨热交换平行流铝合金管项目则是公司苦练内功，提升现有产品竞争力体现。技改项目是以公司现有生产线为主的技术改造项目，利用现有厂房和设备并投资部分设备生产热交换平行流铝合金管，生产的产品定位高端，各项技术性能指标达到国外同类产品的质量技术要求，建成生产后可以实现产品的进口替代，我们与管理层沟通技改项目产能释放进度，公司预计9900吨技改项目产能将分三年逐步释放。

● **巨额的超募资金是公司平稳经营的有力保障**

公司首发募资16亿元，超募资金超过10亿元，从近几次管理层对超募资金的使用看，管理层紧紧围绕汽车铝挤压材主业，9900吨技改项目体现管理层内涵提升的信心，博赛信达收购则是管理层尝试外延式扩张的决心。我们欣赏管理层扎根汽车用铝挤压材行业，基于做大做强主营业务的资金使用的原则。在当前资金紧缺的大环境下，公司巨额的超募资金将成为公司主营业务平稳经营的有力保障，另一方面也将是公司实施行业内外延扩张的资金基础。通过收购能够快速实现盈利，提升超募资金的使用效率，提高公司净资产收益率。

图 1：公司超募资金使用情况

首发募资流向	金额（元）
募集金额	1600000000.00
发行费用（-）	52774800.00
募集净额	1547225200.00
募投项目（-）	520300000.00
超募净额	1026925200.00
收购海特 25%股权（-）	31654170.90
建设总部（-）	62000000.00
补充流动资金（-）	50000000.00
归还流动资金（+）	50000000.00

热交换平行流合金管 ( - )	142186000.00
收购博赛安信达 100%股权 ( - )	31180000.00
增资安信达铝业 ( - )	118820000.00
<b>剩余超募金额</b>	<b>703085029.10</b>

数据来源：公司公告 万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**虽然公司募投项目试生产周期超出预期，拖累公司前三季度业绩表现，但经我们与管理层确认亚通项目年内有望实现盈亏平衡，另外截止 9 月 30 日公司本部订单数仍余 4000 吨，与去年同期相比略有增长，公司现有产能仍维持满产状态。我们认为公司作为汽车用铝挤压材行业细分领域的龙头企业，具有较强的技术研发能力和整车厂商认证体系壁垒，公司一方面通过技改项目提升现有产品线竞争力，另一方面通过外延扩张实现产能快速扩张，丰富现有产品线的战略，随着募投项目进入正常营运阶段，公司业绩明年有望超出市场预期。

根据我们的估值模型测算，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.74 元、1.11 元、1.39 元，对应的市盈率分别为 21 倍、14 倍、11 倍，维持公司买入评级。

- **风险因素：**汽车行业增速大幅下滑，公司募投产能投放进度不达预期



公司产能利用率和产销率假设

项目	单位	2007A	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
产能	管材 吨/年	12000	15500	20000	10000	20700	12000	27750	37150	47700
	型材 吨/年	12000	14000	14000	7000	15000	9600	18150	22350	27000
	棒材 吨/年	8000	8000	8000	4000	8000	4000	12800	19200	26000
	合计 吨/年	32000	37500	42000	21000	43700	25600	58700	78700	100700
产能利用率	管材 %	101.91%	85.40%	89.90%	116.10%	107.00%	108.50%	95%	95%	95%
	型材 %	83.64%	74.30%	86.20%	140.30%	108.70%	106.40%	95%	95%	95%
	棒材 %	86.90%	90.50%	98.70%	107.00%	101.00%	95.00%	95%	95%	95%
	合计 %	91.31%	82.35%	90.35%	122.40%	106.50%	105.61%	95%	95%	95%
产量	管材 吨	12228.99	13232.87	17981.5	11609.97	22149	13020	26362.5	35292.5	45315
	型材 吨	10036.64	10405.56	12073.59	9822.08	16305	10214	17242.5	21232.5	25650
	棒材 吨	6952.15	7243.43	7893.79	4280.78	8080	3800	12160	18240	24700
	合计 吨	29217.78	20881.86	37948.88	25712.83	46538.44	27034	55765	74765	95665
产销率	管材 %	101.97%	102.87%	98.97%	95.91%	95.00%	95%	95%	95%	95%
	型材 %	96.51%	89.94%	97.56%	92.11%	92.00%	95%	95%	95%	95%
	棒材 %	99.93%	98.14%	97.22%	96.92%	95.00%	95%	95%	95%	95%
	合计 %	99.61%	97.40%	98.16%	94.62%	93.90%	95%	95%	95%	95%
销量	管材 吨	12469.56	13612.38	17795.93	11134.58	21041.55	12369.00	25044.38	33527.9	43049
	型材 吨	9686.03	9358.93	11779.48	9047.03	15000.60	9703.30	16380.38	20170.9	24368
	棒材 吨	6947.36	7108.55	7674.28	4149.12	7676.00	3610.00	11552	17328	23465
	合计 吨	29102.94	30079.85	37249.69	24330.73	43699.6	25682.3	52976.75	71026.8	90882

公司利润表预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	78036.19	77431.23	81101.37	113634.9	136069.11	187430.39	238881.91
营业成本	65380.3	62800.36	62680.95	86998.36	107281.86	145164.75	185008.77
毛利	12655.89	14630.87	18420.42	26636.54	28787.25	42265.64	53873.14
营业税金及附加	239.14	341.34	276.35	410.91	544.28	749.72	955.53
%销售收入	0.31	0.44	0.34	0.36	0.40	0.40	0.40
营业费用	1099.72	1330.84	1583.5	1862.13	2313.17	3186.32	4060.99
%销售收入	1.41	1.72	1.95	1.64	1.70	1.70	1.70
管理费用	2034.13	2903.19	4056.99	8922.22	9524.84	13120.13	16721.73
%销售收入	2.61	3.75	5.00	7.85	7.00	7.00	7.00
息税前利润 (EBIT)	9282.9	10055.5	12503.58	15441.28	16404.96	25209.47	32134.89
%销售收入	11.90	12.99	15.42	13.59	12.06	13.45	13.45
财务费用	1423.72	1406.6	400.59	828.56	-200	-2000	-2000
%销售收入	1.82	1.82	0.49	0.73	-0.15	-1.07	-0.84
资产减值损失	345.51	-280.26	567.25	98	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	7513.67	8929.16	11535.74	14514.72	16604.96	27209.47	34134.89
营业利润率	9.63	11.53	14.22	12.77	12.20	14.52	14.29
营业外收支	102.23	1023.15	30.38	302.42	1500	0	0
税前利润	7615.9	9952.31	11566.12	14817.14	18104.96	27209.47	34134.89
利润率	9.76	12.85	14.26	13.04	13.31	14.52	14.29
所得税	2451.8	1536.37	1849.11	1990.24	2715.74	4081.42	5120.23
所得税率	32.19	15.44	15.99	13.43	15	15	15
净利润	5164.1	8415.94	9717.01	12826.9	15389.22	23128.05	29014.66
少数股东损益	212.66	1857.16	394.05	709.34	0	0	0
归属于母公司的净利润	4951.44	6558.78	9322.96	12117.56	15389.22	23128.05	29014.66
净利率	6.35	8.47	11.50	10.66	11.31	12.34	12.15
总股本					20800	20800	20800
EPS					0.74	1.11	1.39

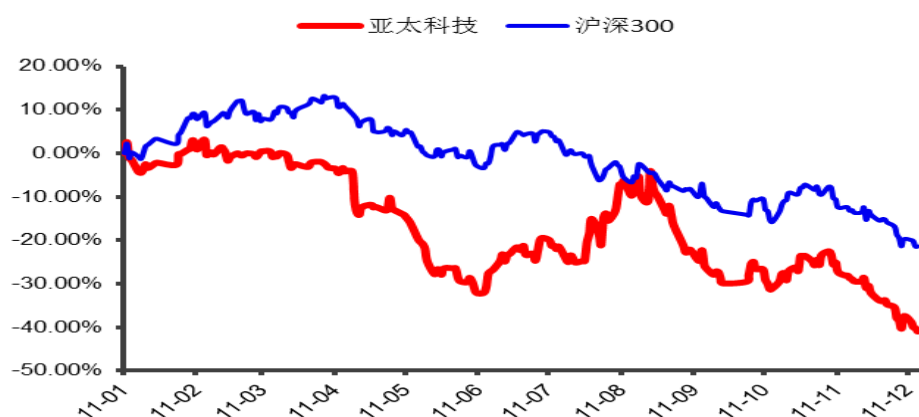
### 市场数据

收盘价 (元)	15.50
一年内最高/最低 (元)	38.00/17.81
沪深300 指数	2341.34
市净率 (倍)	1.51
流通市值 (亿元)	8.09

### 基础数据

每股净资产 (元)	10.29
每股经营现金流 (元)	-0.49
毛利率 (%)	19.71
净资产收益率 (%)	4.33
资产负债率 (%)	3.00
总股本/流通股 (万股)	20800/5200
B股/H股 (万股)	/

### 个股相对沪深 300 指数走势



### 相关研究

《外延扩张与内涵提升并举，业绩贡献有待明年—亚太科技公告点评报告-20111103》

《期待募投产能快速转化为业绩贡献—亚太科技公司三季度报点评报告-20111025》

《技改项目优化产品结构 有望拓展市场需求—亚太科技公司点评报告-20110927》

《产能突破助成长 超募资金成看点—亚太科技公司深度报告-20110915》

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。