

分析师姓名 李伟峰

执业证书编号: S0270511070001

021-20220051-810

liwf@wlzq.com.cn

发布日期: 2011 年 09 月 15 日

产能突破助成长 超募资金成看点

——亚太科技 (002540) 研究报告

公司深度报告/调研报告

买入

估值区间: 26 元

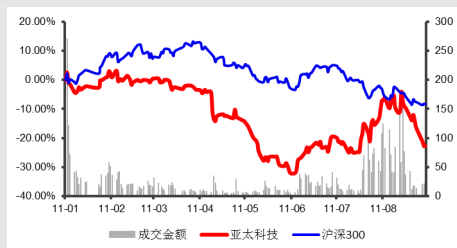
市场数据 (2011-09-15)

收盘价 (元)	20.40
一年内最高/最低 (元)	38.00/17.81
上证指数	2479.06
市净率 (倍)	2.01
流通市值 (亿元)	10.61

基础数据 (2011-06-30)

每股净资产 (元)	10.16
每股经营现金流 (元)	-0.38
毛利率 (%)	21.41
净资产收益率 (%)	3.22
资产负债率 (%)	3.47
总股本/流通股 (万股)	20800/5200
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数表现



相关研究

相关研究内容

联系人: 夏雅琴

电话: 021-20220051

传真: 021-20220052

地址: 上海浦东南路 500 号国家开发银行大厦 16 楼

邮编: 200120

报告关键要素:

我们认为公司的产能倍增将引爆未来业绩快速增长和行业地位提升, 公司 5.7 万吨募投产能在今后两年内逐步释放, 有望在现有基础上再造一个亚太科技。另外公司在海水淡化领域布局或受益于近期即将公布的新材料“十二五规划”。公司超募资金投向也将成为未来市场不断关注的焦点。

投资要点:

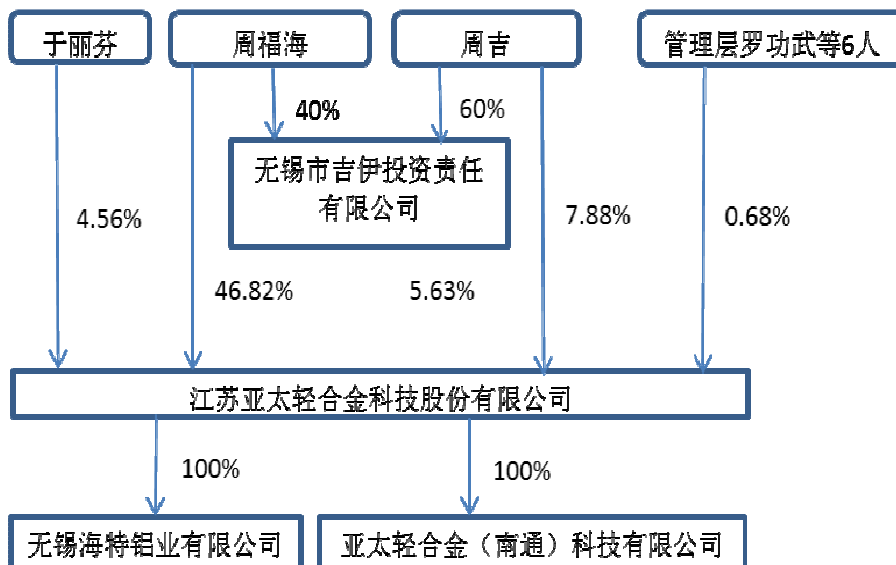
- **股权集中、管理民主是公司业绩稳定成长的制度保障:** 我们认为公司实际控制人在铝挤压材生产领域的丰富从业经验和经营管理方面充分授权, 是公司业绩稳定成长的有效保障。
- **主营业务稳步增长, 募投项目巩固行业地位:** 未来两年公司 5.7 万吨募投产能逐步达产, 产能翻倍有望转化为公司业绩增长。
- **海水淡化领域应用及空调“铝代铜”趋势或成增长新看点:** 新材料规划公布或将催生国内海水淡化行业发展, 公司在耐海水腐蚀合金管的技术储备有望量产获益。铜价高企, 下游空调厂商在成本替代方面或引发另一片蓝海。
- **超募资金投向有望催化市场表现:** 公司首发成功后, 公司手握大量超募资金, 资产负债率远低于行业内平均水平。公司超募资金投向或成未来市场持续关注焦点。
- **盈利预测与投资建议:** 根据我们的估值模型测算, 公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.69 元、1.04 元、1.29 元。
- **风险因素:** 下游汽车行业增速大幅回落、募投项目产能投产不达预期。

	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入 (亿元)	8.11	11.36	13.61	18.74
增长比率 (%)	4.74	40.07	19.81	37.69
净利润 (亿元)	0.93	1.21	1.43	2.15
增长比率 (%)	13.28	30.11	18.18	50.35
每股收益 (元)	0.78	1.01	0.69	1.04
市盈率 (倍)	--	--	29.57	19.62

1 股权集中、管理民主是公司业绩稳定成长的制度保障

公司实际控制人周福海家庭（指周福海先生、于丽芬女士和周吉女士三人）合计直接持有公司59.25%的股权（其中周福海持股比例为46.82%，于丽芬持股比例为4.56%，周吉持股比例为7.88%），同时周吉和周福海二人通过吉伊投资间接持有公司5.63%的股份。周福海家庭直接和间接合计持有公司共计64.88%的股份，公司股权相对集中。

图表1 公司股权分布情况



资料来源：万联证券研究所

虽然公司股权集中在周福海家庭，但从公司高级管理人员构成情况看，除了公司副总是周家亲戚外，其余高级管理层均是公司通过市场化竞聘，公司管理层市场化有力淡化和避免集中持股风险。

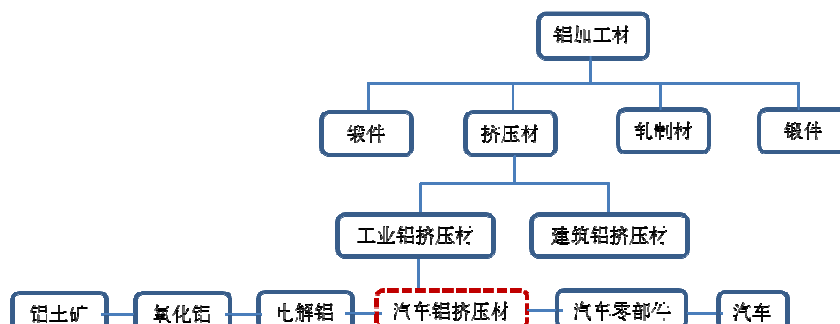
公司股权相对集中有利于公司决策的统一性和有效性，降低公司董事会决策的沟通成本，提高公司在重大战略和业务布局的快速反应能力。管理层市场化体现公司控制人在公司生产、管理方面的放权和开明。

另据公司公开披露，高级管理人员均在不同程度持有公司股份，有利于管理层勤勉尽责。公司过去几年的业绩高速增长与公司股权集中、管理民主的特点不无干系，这也将是是公司过去、现在和将来业绩稳步增长的强有力的制度保障。

2 主营业务稳步增长，募投项目巩固行业地位

公司是国内汽车用铝挤压材主要生产厂家，产品以精密铝管、专用型材和高精度棒材为主，为国内外汽车热交换系统、底盘系统、悬挂系统和制动系统零部件的汽车零部件生产商提供配套，公司水泵和排气歧管市场占有率多年保持全国第一、第二位置，是汽车铝挤压材细分领域龙头企业之一。

图表2 公司主营在产业链中的位置



资料来源：万联证券研究所

2.1 汽车“铝化”是趋势，未来市场迎扩容

2.1.1 节能减排促使汽车铝化的发展

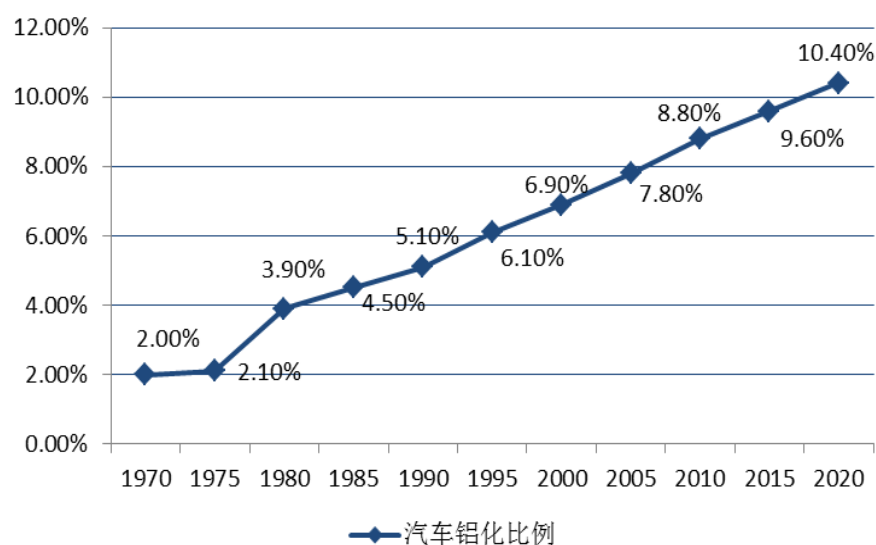
20世纪70年代，为了应对能源危机以及日益恶化的环境问题，发达国家相继出台了越来越严格的强制性法令法规，限制车辆的燃油消耗和尾气排放，迫使企业开发包括轻量化材料在内的新技术以满足法规的要求。

铝及铝合金由于较轻的重量、较好的加工性能和抗腐蚀性能而被国际汽车生产商所重视，铝材开始进入汽车的产业链中，经过多年的发展，国外汽车铝挤压材在技术上已臻成熟和完善，汽车“铝化”正成为行业发展趋势。

欧美国家工业化程度较高，对铝材性能研究较早，掌握的技术相对较多，技术产业化转化能力较强。因此，欧、美等国家和地区汽车铝材用量逐年提高，汽车“铝化”程度一直较高。

下图列示了从1970年—2020年50年间北美的汽车铝材占整车净重的比例变化及预测趋势。

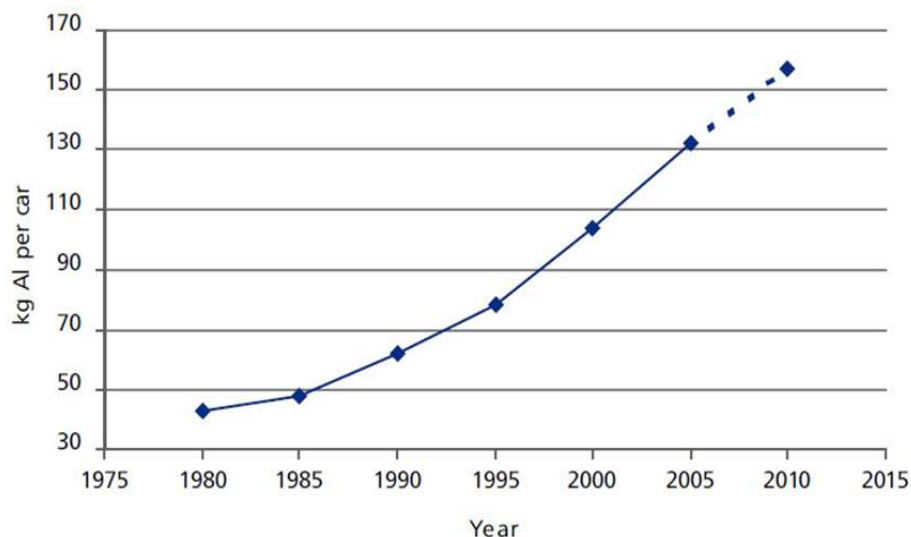
图表3 北美汽车铝材占比及趋势预测



资料来源：万联证券研究所

1970年北美汽车含铝量35千克/辆，到2020年汽车含铝量有望提升到171千克/辆。欧洲新车单车用铝量从1990年的50公斤增长到2005年的131公斤，15年间增长了1.62倍，到2010年还将增加约25公斤，达到156公斤。

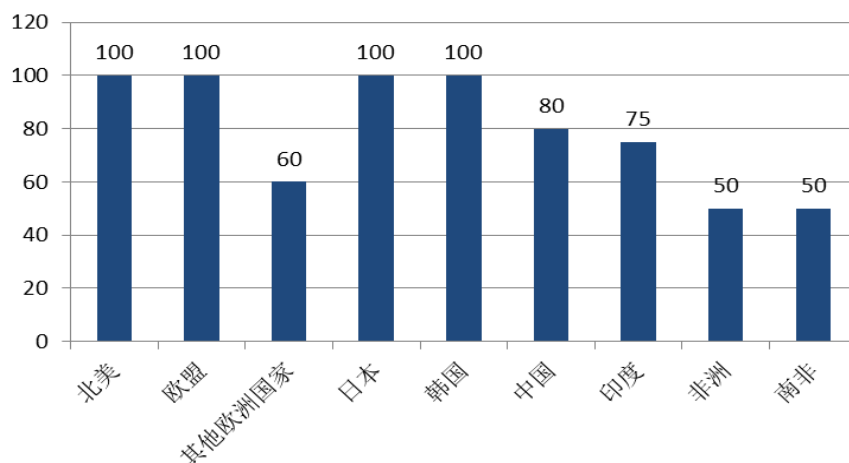
图表4 欧洲汽车铝材占比及趋势预测



资料来源：万联证券研究所

汽车铝挤压材随着汽车“铝化”程度不断提高而应用越来越广泛，在汽车车身系统、热交换系统、底盘系统、悬挂系统、制动系统等应用程度较高，部分系统如使用铝挤压材用量最大的热交换系统，少数汽车工业发达国家都达到100%纯铝制造，高于其他国家和地区，详情如下表所示：

图表5 世界主要汽车生产国汽车热交换器铝材占比



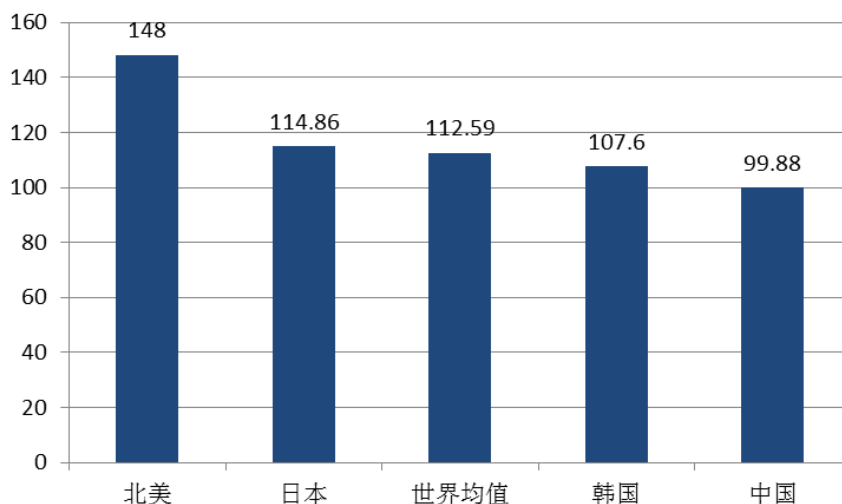
资料来源：万联证券研究所

2.1.2 国内汽车铝挤压材行业起步晚，成长空间大

国内汽车铝挤压材行业起步较晚，现有技术与国际先进水平尚有差距，但随着中国汽车行业的快速发展、汽车零部件商全球采购进程加快以及中国汽车“铝化”程度提高，中国汽车铝挤压材市场将保持高速增长的发展态势。

由于我国汽车铝挤压材开发历史较短，国产汽车单车铝材用量较国外有一定的差距，尤以乘用车最为突出。根据美国市场研究公司Ducker Worldwide调查预测，2009年，中国每辆车用铝量只有99.88公斤，低于全球平均112.59公斤的水平，较欧美等发达国家汽车用铝量差距则更大。

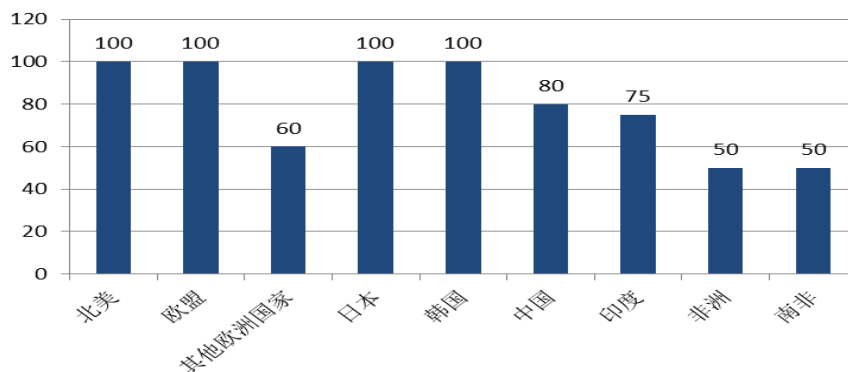
图表6 主要汽车生产国汽车单车铝材用量



资料来源：万联证券研究所

汽车“铝化”程度不高缘自汽车各个组成系统用铝量不高，比如热交换系统用材，北美、欧盟、日本和韩国都达到了100%铝挤压材，而中国只有80%的汽车热交换系统是用铝制造，特别是由于技术积累时间较短，许多高端挤压产品至今未能批量生产。

图表7 世界主要汽车生产国汽车热交换器铝材占比



资料来源：万联证券研究所

随着全球汽车轻量化进程加快及中国汽车工业与世界进一步深入接轨，汽车单车铝材用量增加是必然趋势，将给我国汽车铝挤压材行业提供广阔市场，带来更多发展机遇。

根据中国有色金属加工工业协会对中国铝挤压材工业发展现状研究报告，2008年我国汽车用铝挤压材消费量为9.55万吨，预计2010年将达到15万吨。据《中国有色金属报》，中国汽车用铝挤压材将以18%的增速实现快速增长，增长速度将远高于同期GDP增长速度。

2.2 汽车铝挤压材行业具有较高的进入壁垒

2.2.1 汽车铝挤压材行业是技术密集型行业

汽车铝挤压材行业的技术工艺壁垒主要来源于以下两方面：

(1) 差异化壁垒，汽车铝挤压材在原辅料质量、铝合金化学成份配比、铝熔体变质处理术、铝熔体净化处理术、合金棒材的均质化处理、挤压模具的可靠性、成品表面质量、性能及尺寸公差等方面相较于其它工业铝挤压材差异明显，进入门槛较高；

(2) 创新性壁垒，汽车铝挤压材对于生产工艺及化学成份控制等要求较高，化学成份控制决定了半成品的质量，而生产工艺特别是挤压工艺、表面热处理、均质化等进一步强化了产品的质量在生产过程中。

合金的种类、配比及均质方式等都将影响产品最终质量和成品率。公司作为国内最早的专业从事汽车用铝挤压材生产研发的企业之一，经过了长期的实践积累，在合金配比经验方面的优势是其他行业对手短期内难以超越的。

我们认为公司在行业内竞争具有三个技术方面优势：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，我们认为公司技术储备以及再研项目均处行业领先地位，再研项目量产的可能性非常大。

2.2.2 汽车零部件产业链认证是行业惯例，认证周期长

整车厂为了保证整车质量实行汽车零部件供应商资格认证，进而引致汽车零部件供应商对汽车铝挤压材供应商进行资格认证。资格认证通常包括质量管理体系审核和产品认可，其中，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。因此，汽车产业链认证体系也是行业重要的进入壁垒。

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”。

2.3 公司是汽车铝挤压材细分领域龙头

根据北京安泰科信息开发有限公司的研究数据，截至2009年12月31日，中国在产铝挤压厂约695家，合计产能约1,185.40万吨，平均产能1.71万吨。公司2009年产能达到4.20万吨，生产规模远高于国内行业平均水平。

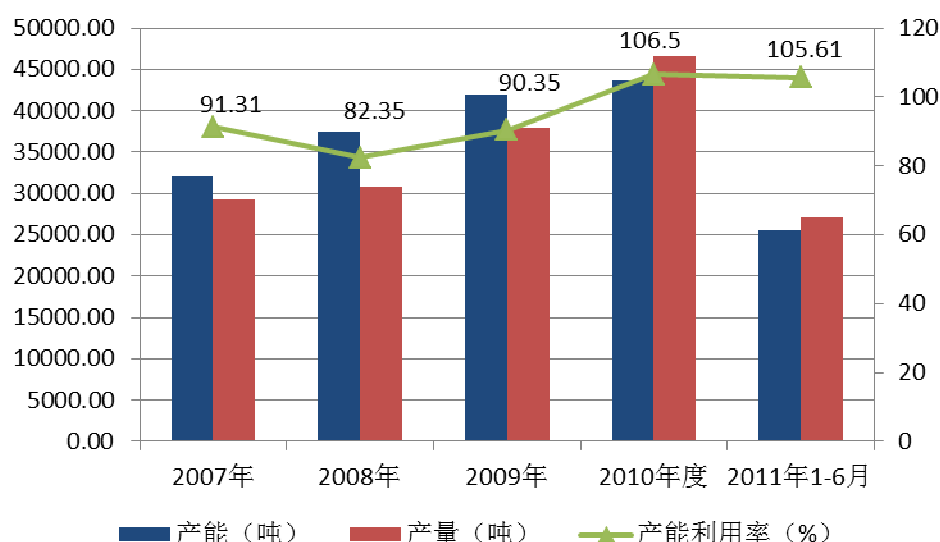
根据中国有色金属加工工业协会对中国铝挤压材工业发展现状的研究报告，2008年我国汽车用铝挤压材消费量为9.55万吨，2008年本公司销量为3.01万吨，其中用于国内汽车铝挤压材的销量为2.26万吨，公司市场占有率超过20%。

2.3.1 公司募投项目逐步投产，巩固公司行业龙头地位

公司所处铝加工行业，行业通行的定价方式是“铝锭+加工费”模式，在市场需求稳步增长的前提下，企业的产能是业绩增长的重要决定因素。

公司过去三年业绩增长在很大程度上受限于产能规模，产能利用率一直保持在90%以上，由于产能受限的原因，公司不得不在客户订单上有所选择，在订单密集期还需要外包订单满足客户的交货期。

图表8 公司过去5年产销情况



资料来源：万联证券研究所

随着公司募投项目的逐步投产，未来三年公司产能有望得到大幅提升，在订单饱和的前提下，公司产能的提升将同步转化为公司业绩的增长。

公司首发募集资金用于购买7条挤压机生产线，全面达产后公司将增加57000吨，募投项目具体扩产产品及相应产能为：

图表9 公司募投项目产能分布

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

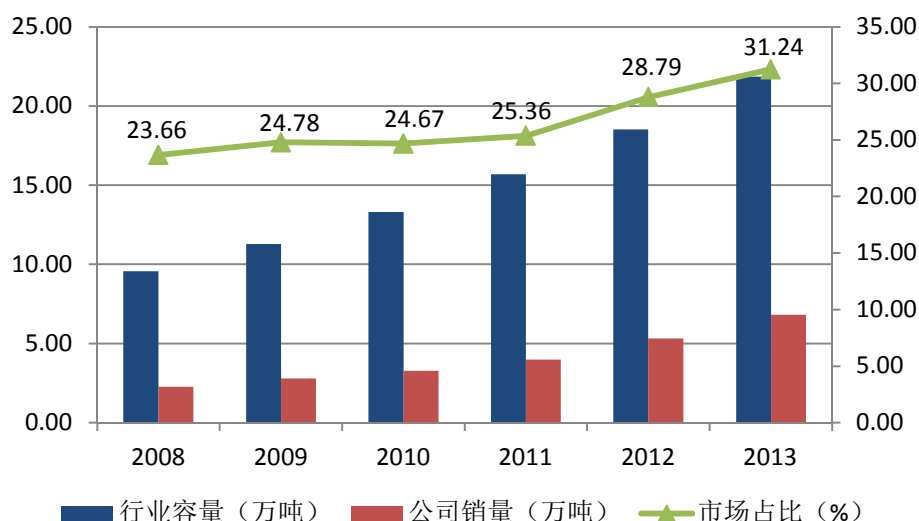
3	可锻高强度铝镁硅合金棒材	15000
4	耐磨高硅铝合金棒材棒材	3000
5	高性能无缝铝合金复合管	7000
	总计	57000

资料来源：万联证券研究所

根据公司募投项目的投产计划，以及近期与公司管理层最新交流情况，预计2011年新项目达产产能15000吨，2012年达产产能35000吨，按照公司2010年4.37万吨产能累加计算，我们预计2011年、2012年、2013年公司的总产能分别为5.87万吨/年、7.87万吨/年和10.07万吨/年。

根据2008年我国汽车用铝挤压材消费量为9.55万吨，权威机构预测行业未来发展以18%增速扩容。2008年本公司销量为3.01万吨，其中用于国内汽车铝挤压材的销量为2.26万吨，以此作为静态预测，我们认为未来三年随着公司募投产能释放，到2013年公司市场占有率有望提高到31.24%。行业龙头地位将得到进一步巩固。

图表10 公司产品市场占比及预测



资料来源：万联证券研究所

3 海水淡化应用及空调“铝代铜”趋势或成增长新看点

未来三年公司产能将从现有的4.37万吨提到10.07万吨，市场担心公司产能大幅提升将面临市场消化压力，经过与公司管理层交流，我们认为汽车用铝挤压材市场的内部扩张是公司产能消化的重要渠道，另外公司在耐海水腐蚀铝合金材料布局，以及空调冷凝系统的“铝代铜”应用趋势也将成为公司未来扩张的方向。

我们认为近期即将披露的新材料“十二五规划”有望催生高强、耐腐蚀铝合金应用市场。

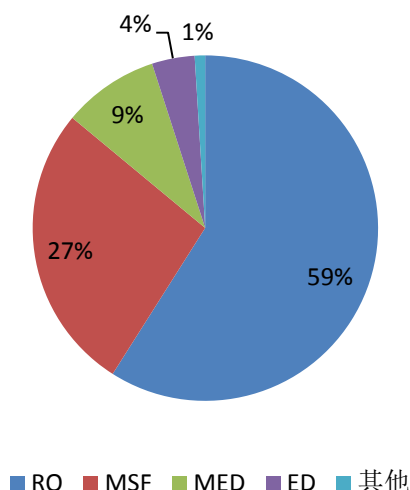
3.1 海水淡化领域高强耐腐蚀铝合金应用

水资源极度紧缺已经成为一个世界性的普遍问题。世界上可被人类直接利用的淡水资源不到总水资源的0.01%，目前全球有3亿人口需要靠海水或者含盐地下水的再加工来获取生活用水。因此，海水淡化具有重大战略意义和发展前景。

中国的淡水人均资源保有量不仅全球平均水平的四分之一，尤其是华北、西北、华中、西南等地区水资源匮乏问题日趋严重，如果海水淡化成本能够降至合理水平，或将从根本上解决国内淡水资源的匮乏问题。

目前海水淡化技术主要有四种：多级闪蒸法（MSF）、低温多效蒸馏（LT-MED）、电渗析法（ED）和反渗透膜法（RO）。该领域中，热交换合金管是多级闪蒸、低温多效蒸馏海水淡化装置的重要管材。近十年来，全球海水淡化市场年均增长在10%左右，对淡化用合金管需求明显。

图表11 主要海水淡化技术运用情况



资料来源：万联证券研究所

海水淡化用热交换管要求材料必须同时兼顾耐腐蚀性强、热交换效率高等两方面因素，当前全球范围内海水淡化设备用热交换管的主要材料是钛合金和铜合金。由于钛合金和铜合金的价格相对昂贵，铝合金管在保证交换效率和耐腐蚀要求前提下，将使多级闪蒸法成本大幅下降，有助于该技术在海水淡化领域推广应用。

受中国众和海水淡化工程公司的委托，公司全资子公司海特铝业和天津海水淡化研究所合作研发的“耐海水腐蚀铝合金管”项目已经取得了实质性进展，并已向国际知名的海水淡化企业IDE Technologies Ltd 和中国电子工程设计院提供了数十吨产品，经过检验，产品的耐海水腐蚀年限能够满足海水淡化热交换系统的要求。

铝合金材料在耐腐蚀性和热交换率方面虽然和钛合金及铜合金有一定差距,但铝合金价格低廉,有望在性价比上胜出。公司作为国内率先掌握海水淡化用铝合金管生产工艺的企业之一,有望从海水淡化产业化进程中获益。

新材料十二五规划近期即将出炉,根据前期公开资料推测,高强、耐腐蚀铝合金材料将是新材料十二五规划的重点发展领域,我们认为随着规划公布,有望催生高强、耐腐蚀铝合金材料在海水淡化领域的市场应用。公司耐海水腐蚀铝合金管有望迎来规模化生产的契机。

3.2 空调热交换器的“铝代铜”应用市场

目前公司生产的铝管材主要应用于汽车的热交换系统,其工作原理与民用空调相似,且工作环境较民用空调更为恶劣,公司铝合金管在民用空调领域的应用不存在技术壁垒。根据公司的公开资料显示公司少部分管材产品已经应用于商用空调制冷领域,且客户反馈良好。之前由于公司产能受限,公司业务主要集中在汽车铝挤压材领域。随着公司未来产能扩张,未来空调热交换器的“铝代铜”应用市场也有望成为公司产能消化的市场之一。

2011年1-6月中国空调产量8315.10万台,预计全年总产量或将突破1.5亿台。按照5公斤/台的空调耗铜强度测算,预计2011年空调行业总耗铜量将达到75万吨,在不考虑铜管加工成本的前提下,按当前铜价水平测算,全行业用铜成本达到502.5亿元。

当前铜价约6.7万元/吨,铝价约1.7万元/吨,前者价格是后者的近4倍,铜管的采购成本已经成为影响空调企业盈利的主要因素之一。因此国内空调及空调零配件企业一直在研发空调用热交换管的“铝代铜”技术。

铝的比重仅为铜的42.2%,相同体积的铝管的重量约为铜管42.2%,如果一台空调全部采用铝合金管代替铜管,对应的耗铝强度仅为2.11千克/台,将为空调生产企业节省成本约290元/台。

公司在空调“铝代铜”技术上具有先发优势。对于大部分空调用铜管生产企业而言,公司在热交换用铝合金管领域的技术积累更加成熟。在铜价日益高涨的情况下,空调领域的“铝代铜”进程或将加快,如果能够把握住市场机遇,空调用铝合金管或将成为公司另一个利润增长点。

4 超募资金投向有望催化市场表现

公司上市超募资金达到10亿元,上市后资产负债率大幅下降至3.5%,远低于行业平均水平。

我们认为公司首发募投项目逐步投产将使公司产能在未来三年内成为汽车铝挤压材行业翘楚,公司在主营业务的内涵和外延进一步扩张均存在市场消化压力。公司如何使用超募资金将成为一把双刃剑。以公司管理层一贯的稳健作风,我们有理由期望公司在超募资金未来投向收益。

图表12 公司首发募资金使用情况

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
剩余超募金额	933271029.10

资料来源：万联证券研究所

5 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

产销量预测假设：根据公司募投项目的投产计划，以及近期与公司管理层最新交流情况，2011年新项目达产产能15000吨，2011年全年有望实现产销8000吨，2012年达产产能35000吨，按照公司2010年4.37万吨产能累加计算，我们预计2011年、2012年、2013年公司的总产能分别为5.87万吨/年、7.87万吨/年和10.07万吨/年。

我们以此产能作为业绩预测基础。虽然公司过去三年产能利用率均维持在95%以上，但由于公司产能的急速扩张，我们基于谨慎的原则，取产能利用率为95%、产销率为95%作为预测依据。

公司产品产销量预测：

图表13 公司产能分布及产销量预测

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	12229	13232.9	17981.5	11609.97	22149	13020	26362.5	35293	45315
	型材 吨	10036.6	10405.6	12073.59	9822.08	16305	10214	17242.5	21233	25650
	棒材 吨	6952.15	7243.43	7893.79	4280.78	8080	3800	12160	18240	24700
	合计 吨	29217.8	20881.9	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	97.4	98.16	94.62	93.90%	95%	95%	95%	95%
销量	管材 吨	12469.6	13612.4	17795.93	11134.58	21041.55	12369.00	25044.4	33528	43049
	型材 吨	9686.03	9358.93	11779.48	9047.03	15000.60	9703.30	16380.4	20171	24368
	棒材 吨	6947.36	7108.55	7674.28	4149.12	7676.00	3610.00	11552	17328	23465
	合计 吨	29102.9	30079.9	37249.69	24330.73	43699.6	25682.3	52976.8	71027	90882

资料来源：万联证券研究所整理

根据我们的估值模型测算，公司2011-2013年EPS分别为0.69元、1.04元、1.29元，对应的市盈率分别为29.56倍、19.62倍、15.81倍。

5.2 投资建议

不考虑公司在海水淡化领域应用以及空调“铝代铜”业务未来成长的可能性，单看公司主营业务，我们认为公司所处的汽车铝挤压材行业具有较高的技术和产业链认证等行业壁垒，并且看好汽车铝挤压材市场未来增长前景，公司

主营业务有望随产能释放享受规模效应带来的业绩增长。

我们选择常铝股份、云海金属、鲁丰股份、罗普斯金4家铝加工企业作为参考指标，4家公司2012年平均动态PE为29倍。

图表14 可比公司估值情况

名称	收盘价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	PB
常铝股份	12.69	0.22	0.38	57.68	33.39	6.32
云海金属	13.73	0.27	0.40	50.85	34.33	4.32
鲁丰股份	12.71	0.29	0.56	43.83	22.70	2.29
罗普斯金	11.69	0.33	0.41	35.42	28.51	2.45
平均				46.95	29.73	
亚太科技	20.4	0.69	1.04	29.57	19.62	2.02

资料来源：万联证券研究所 Wind

基于对公司主营业务未来良好的盈利能力和成长性的判断，参照可比公司平均动态市盈率，我们给予公司2012年25市盈率，对应的合理股价26元/股。

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。