

汽车用铝挤压材龙头加速产能释放

增持首次

核心观点:

- 汽车用铝挤压型材细分市场龙头
- 强化新产品市场开拓，加快非汽车领域应用
- 募投项目进展顺利，产能逐步释放

摘要:

- **汽车用铝挤压型材细分市场龙头。**公司是国内汽车铝挤压材特别是汽车热交换系统零部件原材料主要供应商。产品主要应用于汽车热交换系统和底盘悬挂、制动系统两大类。公司凭借其强大的技术优势和认证壁垒在行业中处于领先地位，产品中超过 75% 的部分直接或间接应用于各类汽车相关行业。公司已通过德国大陆集团、美国德尔福国等全球 78 家汽车零部件商认证，是亚太地区汽车轻量化材料重要供应商。
- **强化新产品市场开拓，加快非汽车领域应用。**公司凭借其自身技术的长期积累，不断拓展商用民用空调、电站空冷岛、通讯设备、衡器、轨道交通（除汽车外）、纺织机械、航空航天、家电行业等其他工业领域。公司前期与华电重工签署的华电新疆喀什 2×350MW 间接空冷岛总包项目管束用铝管采购合同，即标志着公司向汽车领域以外的其他热交换铝管应用市场的成功拓展。
- **募投项目进展顺利，产能逐步释放。**公司 IPO 募投项目产能逐渐投放，2012 年贡献产能规模达到 3.5 万吨，2013 年可实现全面投产。目前新建项目进展顺利，随产能利用率的不断提升，公司整体生产规模将得到大幅提升。
- **盈利预测与估值。**预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.84 元和 0.96 元，对应动态市盈率分别为 21 倍、15 倍和 13 倍，考虑到随着新建产能的陆续达产，以及下游应用领域的拓展，我们认为公司未来增长和盈利能力值得期待，给予“增持”评级。

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

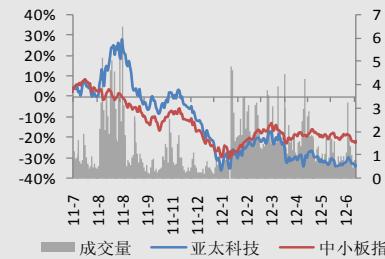
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085267

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	2.08
--------	------

流通股本: 亿	0.73
---------	------

第一大股东	周福海
-------	-----

第一大股东 持股比例	46.82%
---------------	--------

数据来源: 宏源证券研究所

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1136.35	1299.31	2587.25	3121.05	3377.58
同比增长率	40.11%	14.34%	99.12%	20.63%	8.22%
净利润	121.18	123.58	128.96	174.10	200.21
同比增长率	29.98%	1.98%	4.36%	35.00%	15.00%
每股收益(元)	0.58	0.59	0.62	0.84	0.96

一、汽车用铝挤压材细分市场龙头

(一) 公司概况

公司主要从事汽车用精密铝管、专用型材和高精度棒材的研发、生产和销售，是国内汽车铝挤压材特别是汽车热交换系统零部件原材料主要供应商。主要产品为汽车用精密铝管、专用型材和高精度棒材，包括空调管、水箱管、复合管、盘管、型材、棒材、制动系统用铝型材等，应用于汽车热交换系统和底盘系统、悬挂系统、制动系统等。公司可以生产1系列至7系列牌号、铝管壁厚最小可达0.2mm、型材最大外接圆尺寸可达210mm的多种产品。

图1：公司主要产品

品名	水箱管	扁管	B型管	空调管	复合管	盘管
图例						
品名	型材、棒材					
图例						

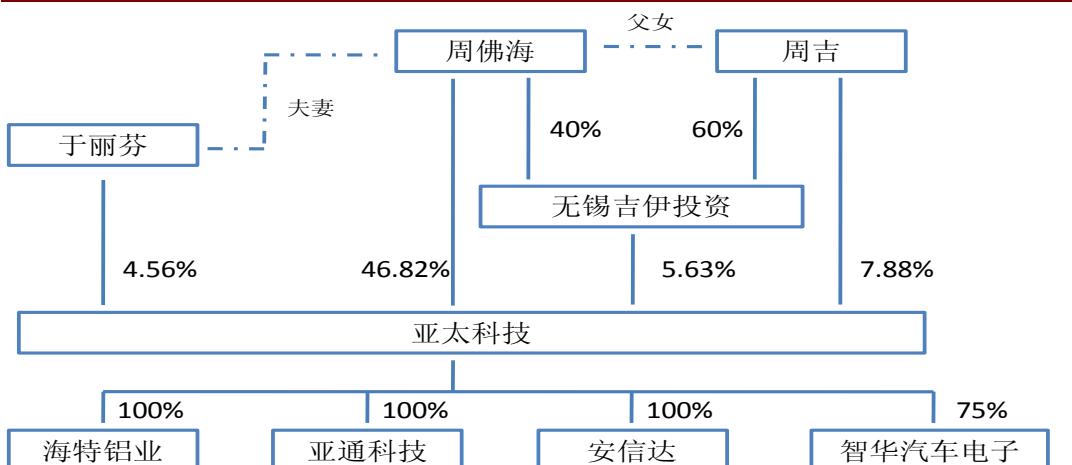
资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

公司2011年实现营业收入12.99亿元，同比增长14.34%。其中管材、型材、棒材和铸棒占比分别为52%、33%、11%和0.71%，管材是现阶段公司利润的主要贡献来源。

从下游客户所处行业来看，产品涉及到汽车、交通运输、电力通讯、运动器材、纺织机械等多个领域，但汽车行业仍然公司产品最主要的应用领域，其中超过75%的部分直接或间接应用于各类汽车相关行业。公司通过了德国大陆集团、美国德尔福、日本法雷奥、上海汽车空调有限公司、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全球78家汽车零部件商认证，是亚太地区汽车轻量化材料重要供应商。

(二) 公司结构及生产能力

公司下设四家子公司，分别是海特铝业、亚通科技、安信达和智华汽车电子。其中海特铝业和亚通科技与本部业务相似，都是从事铝合金熔铸、加工业务；安信达是公司于2011年收购的一家铝合金制造企业，用以弥补公司熔铸产能不足的限制；智华汽车电子是公司2011年成立的汽车电子行业控股子公司，投资汽车安全电子产品，进一步拓展公司汽车相关业务，形成新的利润增长点。

图 2：公司组织结构


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

公司原有铝合金挤压能力 4.2 万吨/年，IPO 募投项目主要包括两个项目：亚太轻合金（南通）科技有限公司汽车用轻量化高性能铝合金一期项目，和高性能无缝铝合金复合管研究及其产业化扩建项目。募投项目新增年产能 5.7 万吨，达产后公司总产能将增加至 9.9 万吨。

表 1：公司产能分布情况

厂区	熔铸能力	挤压能力	备注
亚太科技	少于挤压能力	原有 3.1 万吨，募投扩建 7000 吨	募投项目为 7000 吨高性能无缝铝合金复合管，2011 年建成投产。
海特铝业	与挤压能力相匹配	1.1 万吨	
亚通铝业	与挤压能力相匹配	募投新建 5 万吨	募投项目包括 20000 吨精密热交换铝管，12000 吨系统用铝型材，15000 吨可锻高强度铝镁硅合金棒材，3000 吨耐磨高硅铝合金棒材。2012 年底产能达到 3.5 万吨，2013 年底产能达到 5 万吨。
安信达	8 万吨		

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

公司产品从大类上可以分为管材、棒材、型材；从下游应用领域上分为汽车行业应用、空调制冷行业应用、交通运输应用、工业和其他应用，其中汽车行业应用是公司目前最主要的业务方向，空调制冷行业应用是公司大力发展的业务方向。

二、汽车行业应用仍是主攻方向

(一) 轻量化是未来汽车工业的发展方向

汽车轻量化是当今世界汽车创新工程的技术发展方向，而轻量化的首选材料就是铝合金。研究表明，汽车上每应用 1kg 铝材，可获得 2kg 的减轻效果。汽车整备质量每减少 10%，对普通轿车而言，即车身自重减少 100kg，燃油效率就可以提升 6%- 8%。轻量化车

身的另一个好处就是同等动力输出条件下，动力表现更好。而且铝材本身具有良好的耐腐蚀性、可焊性、易成型性和导热性等特点，用铝合金复合材料制成的汽车散热器具有体积小、重量轻、抗震性好、寿命长等优点。

从实践发展来看，目前主要从以下四个方向实现汽车的铝合金轻量化：

(1) 轻质材料发动机。机体是发动机中单件质量最大的零件，一般都超过发动机质量的 $1/4$ ，甚至接近 $1/3$ 。通过采用铝合金或镁合金材料，可以大幅降低发动机质量。

(2) 轻质材料变速器壳体。变速器壳体、离合器壳体、操纵盖以及换档拨叉等零件目前已经广泛应用铝、镁合金，镁合金的密度为 1.8g/cm^3 ，是铝合金的 $2/3$ ，不足钢的 $1/4$ 。

(3) 轻质材料热交换系统。传统汽车散热器以铜为主，采用铜、锡制造或铜、铝制造。随着复合钎焊箔的发展，铝制汽车散热器逐渐得到推广。铝质汽车散热器主要耗用各种规格的板、带、箔、焊接管材。

(4) 轻质材料底盘悬挂。AUDI 轻量化概念落实于底盘悬挂系统的研发生产，悬挂各项组件也换上铝合金，其他包括轻量化的刹车卡钳、碳纤维陶瓷刹车碟盘等，还有包括重量更轻的行李厢盖与掀背尾门材质，以及方向盘支架与仪表内衬结构采用更轻量化的镁合金材质。

(5) 全铝车身设计。Ford · P2000 采用冲压焊接制造的铝质车身骨架，可用现有钢板的加工方法加工，整车减轻重量 32.8% ，市区百公里油耗减少 22.8% 。

(二) 公司是国内汽车用铝挤压材的主要供应商

公司产品在汽车上主要用于热交换系统和底盘悬挂、制动系统两大类。

汽车热交换系统主要包括发动机冷却系统和空调系统。公司目前产品以覆盖了装配式和钎焊式热交换器所用全部铝合金材料，包括精密拉拔铝管、扁管、接头型材、复合材料集流管，广泛应用于汽车水箱、中冷器、冷凝器、蒸发器、暖风机芯、空调管路、法兰接头、膨胀阀体和储液罐等。

在底盘悬挂、制动系统中，公司产品主要应用于控制臂、刹车分泵、ABS/TCS/ESP 阀体及减震部件。

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，公司市场占有率达到 24% ，生产规模远高于行业平均水平。

(三) 技术优势和认证壁垒保证公司行业领先地位

汽车热交换系统位于车身前端，必须经受雨水、路面挥发的盐分、汽车排出的废气、沙粒、灰尘和泥浆等各种污染，还要承受反复冷热循环和周期性震动，因此对材料的各项性能、防腐蚀性和接合技术要求都非常高。同样的，由于汽车底盘悬挂和制动系统保证了汽车驾驶者的安全具有重要意义，因此对材料和零件的坚固性、耐磨性、耐腐蚀性等方面

要求也非常的高。

公司长期以来对技术研发十分重视,约有38%的技术研发人员有3年以上的汽车铝挤压材行业研发经历,其中5人超过8年。同时,公司还与中南大学、北京有色金属研究院(国家有色金属复合材料工程技术研究中心)、南京航空航天大学、天津海水淡化研究所签订技术开发协议,共同进行技术研发。借助这些大学、科研院所的研究实力,从理论研究、实验室研究、现场试验和成果转化等方面进行合作,建立并保持长期合作关系。

IPO募投项目中12000吨制动系统用铝型材主要用于汽车ABS阀体。由于刹车系统零部件要求有高的抗腐蚀性能,在系统中的刹车增压器、刹车阀、分散阀、ABS零件、碟刹活塞等都是用6061铝合金挤压型材机械加工的,型材断面一般为106mm×26mm矩形棒。批量生产这种6061铝合金矩形棒的难度很大,各项技术指标要求严格,尺寸精度要求高,对粗晶环要求严,以前只有美国铝业公司、力拓加铝公司、海德鲁铝业公司、日本一些公司等能够生产。此前国际汽车零部件商一般采用国外厂商生产的铝型材制造ABS系统,直到2007-2008年开始与国内厂商合作尝试本地化采购,并逐步建立该产品的认证体系,2009年开始在中国批量采购。公司自主研发生产的汽车ABS阀块用铝型材已通过德国大陆集团、美国德尔福、德国博世等国际汽车零部件商认证,已开始为部分厂家批量生产汽车ABS阀块用铝型材。

公司用超募资金投资建设的9900吨热交换平行流铝合金管生产线技术改造项目,也是一项技术含量很高的产品。所谓热交换平行流铝合金管是一种高强度、高韧性、耐腐蚀的铝合金多孔扁管材料,由于其断面类似口琴,又常被称为口琴管。其在换热器中用作流体导管,使用中管内有冷却介质流过,管的孔数一般为5-25孔,壁厚为0.6-0.8mm,高度为5-6mm。口琴管不仅壁薄、孔多、挤压难度更大,而且要求通道间相对封闭、焊缝组织无缺陷、冷变形时不破裂、能承受不小于8N/mm²的压力。

由于汽车对安全性的特殊要求和必要性,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。而资格认证通常涵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/TS 16949体系审核,要求很高;产品认可特指整车跑车试验,认证周期较长。通过资格认证的汽车铝挤压材供应商将与汽车零部件厂商建立起长期、稳定的供应关系。客户认证壁垒在很大程度上限制了潜在竞争者的进入。公司经过多年的努力和发展,产品得到越来越多客户的认可,跟公司合作过的客户多与公司建立长期合作关系,目前已通过德国大陆集团、美国德尔福、日本法雷奥等全球58家汽车零部件商认证,特别在制动系统用铝型材产品方面,公司也已成功成为德国博世、德国大陆集团、美国德尔福的国内合格供应商。

三、加快产品非汽车行业的应用

公司的产品除主要应用汽车领域外,还应用于商用民用空调、电站空冷岛、通讯设备、衡器、轨道交通(除汽车外)、纺织机械、航空航天、家电行业等其他工业领域。在汽车用铝材之外,公司也在积极推进非汽车铝材业务的市场开拓。

由于热交换系统对铝管的要求存在一定的相似性,公司通过借鉴其在汽车行业热交换系统的成功经验和技术,可以将其转嫁到工业用和民用的制冷和空调行业。前期公司与华电重工签署的华电新疆喀什2×350MW间接空冷岛总包项目管束用铝管采购合同,即标

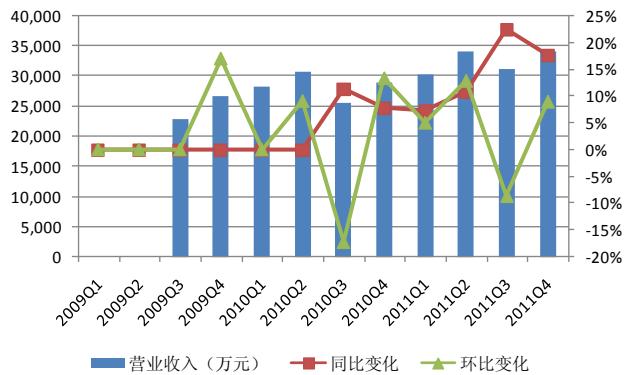
志着公司向汽车领域以外的其他热交换铝管应用市场的成功拓展。

此外海水淡化领域也是公司产品的潜在增长领域，随着技术进步，铝合金管耐腐蚀能力的提升及下游客户对铝合金管认识的提升，其未来有可能成为得到大规模的推广和应用。

四、盈利预测

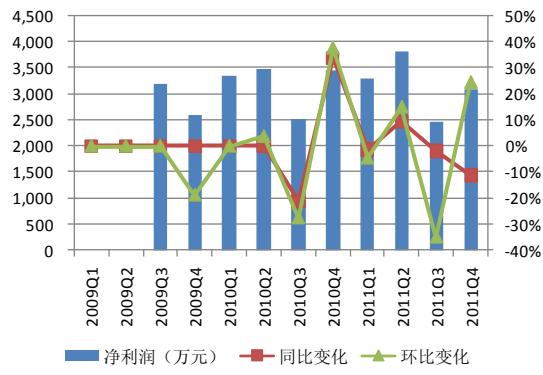
公司受 IPO 募投项目投产后，产能利用率暂时性不足的不利影响，最近两年的业绩增长受到一定制约。但我们认为这一因素仅是阶段性的影响，随着新建产能的陆续达产，以及下游应用领域的拓展，未来的增长和盈利能力还是值得期待的。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.62 元、0.84 元和 0.96 元，对应动态市盈率分别为 21 倍、15 倍和 13 倍，给予“增持”评级。

图 1：营业收入季度分析（万元、%）



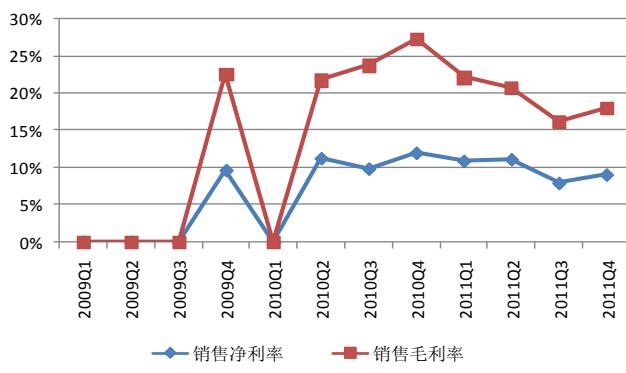
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 2：净利润季度分析（万元、%）



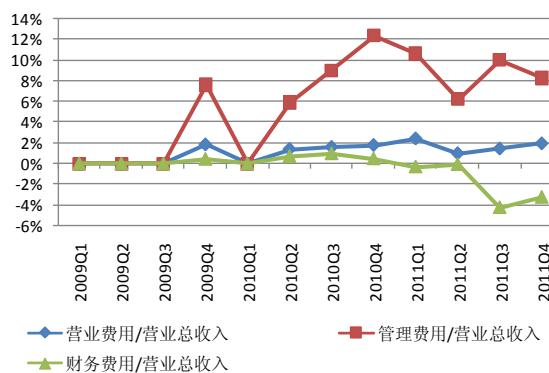
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 3：盈利能力季度分析（%）



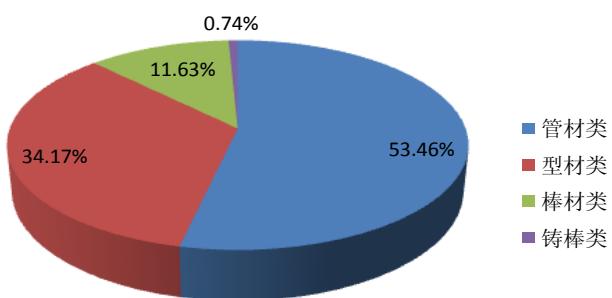
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 4：期间费用季度分析（%）



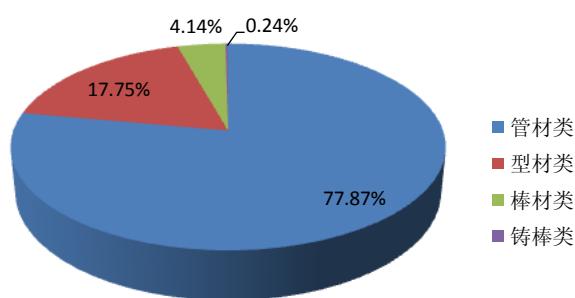
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5：公司主营业务收入构成



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6：公司主营业务利润构成



资料来源: Wind, 宏源证券研究所

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员，原材料组组长，金属学及金属加工专业硕士，管理学博士，2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员，金融学硕士，4 年证券从业经历，2011 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

华北 区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶
	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560
	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com
华南 区域	夏苏云	贾浩森	罗云	超越
	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰		孙婉莹
	010-88085842	010-88085843		02151782236
	qinhan@hysec.com	huyufeng@hysec.com		lilan@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。