

2023年03月07日

亚科转债(127082.SZ)申购分析

投资要点

- ◆ 本次发行规模 11.59 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（联合）。转股价 6.46 元，到期补偿利率为 12% 属一般水平。下修条款 15/30, 90% 较为宽松，强赎条款 15/30, 130% 为市场化条款。以 2023 年 3 月 7 日中债 6YAA 企业债到期收益率 4.2838% 贴现率计算，纯债价值 91.44 元，对应 YTM 为 2.71%，债底保护性较好。总股本稀释率 12.80%、流通股本稀释率 17.02%，对股本摊薄压力尚可。
- ◆ 截至 2022 年 6 月 30 日，亚太科技前十大股东持股比例合计 60.01%（不包含回购专用证券账户），持股相对集中。假设前十大股东配售比例为 80%，剩余股东配售比例为 50%，则股东优先配售比例为 68.00%。网上申购额度为 3.71 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0037%。
- ◆ 公司主营业务为高性能铝挤压材的研发、生产和销售，是国内工业领域特别是汽车领域的重要供应商，目前已取得超百家国内外大型制造企业认证，包括德国大陆集团、德国马勒集团、德国博世、日本电装、德国欧福等国际知名制造企业。公司主要产品为基于挤压工艺生产的高性能精密铝管、专用型材和高精度棒材，下游应用领域主要为汽车行业，具体应用场景包括汽车热交换系统、底盘系统、制动系统、动力系统、车身系统等。除汽车领域外，公司产品已逐步覆盖军民融合、航空航天、白色家电、轨道交通等其他工业领域。公司的主要产品可分为管材类、型材类及棒材类三大类别，公司产品的下游应用领域主要是汽车行业，并已逐步覆盖航空航天、轨道交通、白色家电、海洋工程等其他工业领域。
- ◆ 2019 年末至 2022 年 9 月末，公司流动比率、速动比率、资产负债率、资产周转率、存货周转率总体呈下降态势，但仍保持在合理水平。公司资产负债率始终保持较低水平，远低于同行业可比上市公司，主要得益于公司上市较早，融资渠道较为通畅，有息负债始终保持了较低水平。
- ◆ 公司行业属于申万行业-有色金属-工业金属-铝，截至 2023 年 3 月 7 日，公司在同行业可比上市公司中 PE (TTM) 11.69 为最低水平。年初至 3 月 7 日，公司股价上涨 25.98%，申万行业指数为 11.51%。
- ◆ 风险提示：
 - 1、本次可转债募投项目不能达到预期效益。
 - 2、下游技术路线变化、新材料替代、产业政策变化。
 - 3、公司外部竞争日益激烈导致销售业绩下滑、盈利水平下降。
 - 4、正股股价波动风险。

主题报告

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号: S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

相关报告

- 可转债周报（2月27日~3月3日）-国内外 PMI 超预期背景下的择券策略 2023.3.6
- 立高转债(123179.SZ)申购分析 2023.3.6
- 2023年2月信用债市场跟踪 2023.3.3
- 地方债发行计划半月报-3月地方债发行计划已披露 7195 亿元 2023.3.2
- 信用风险加权资产计量——权重法-商业银行资本管理办法（征求意见稿）解读系列 2023.3.1



内容目录

一、亚科转债分析	3
(一) 转债分析	3
(二) 中签率分析	4
二、正股分析	4
(一) 公司简介	4
(二) 行业分析	4
(三) 财务分析	4
(四) 估值表现	7
(五) 募投项目分析	8
风险提示:	9

图表目录

图 1: 营业收入情况	5
图 2: 归母净利润情况	5
图 3: 全国铝锭市场价走势 (元/吨)	6
图 4: 公司经营现金流情况 (万元)	7
图 5: 2023 年申万有色金属铝行业指数及亚太科技股价走势	8
表 1: 转债基本要素	3
表 2: 公司主要财务指标	5
表 3: 2022 年 9 月末可比上市公司财务指标	5
表 4: 公司主营业务收入按产品分类情况 (万元, %)	5
表 5: 期间费用情况 (万元)	6
表 6: 同行业可比上市公司对比	7
表 7: 募投项目建设情况 (万元)	8
表 8: 募投项目收益情况 (万元)	8

一、亚科转债分析

(一) 转债分析

本次发行规模 11.59 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（联合）。转股价 6.46 元，到期补偿利率为 12% 属一般水平。下修条款 15/30, 90% 较为宽松，强赎条款 15/30, 130% 为市场化条款。以 2023 年 3 月 7 日中债 6YAA 企业债到期收益率 4.2838% 贴现率计算，纯债价值 91.44 元，对应 YTM 为 2.71%，债底保护性较好。

公司总股本 1,250,169,663 股，其中回购专户库存股 28,037,354 股，可参与本次发行优先配售的 A 股股本为 1,222,132,309 股。总股本稀释率 12.80%、流通股本稀释率 17.02%，对股本摊薄压力尚可。

表 1：转债基本要素

基本要素			
债券简称	亚科转债	债券代码	127082.SZ
正股简称	亚太科技	股票代码	002540.SZ
评级	AA/AA（联合）	认购代码	72540
发行金额	11.59	发行期限	6
转股价	6.46	起息日	2023 年 3 月 9 日
转股期	2023-09-15 至 2029-03-08		
下修条款	15/30, 90%	强赎条款	15/30, 130%
回售条款	30, 70%，附加回售	补偿利率	12%
利率	0.3%, 0.5%, 1.0%, 1.5%, 1.8%, 2.0%		
发行方式	网上发行	优先配售	0.9483
总股本	1,250,169,663	优先配售占总发行额	99.9955%
非限售流通股	874,699,276.00		
总股本稀释率	12.80%	流通股本稀释率	17.02%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	年产 200 万套新能源汽车用高强度铝制系统部件项目	58,000.00	48,000.00
	年产 1200 万件汽车用轻量化高性能铝型材零部件项目	40,000.00	35,000.00
	航空用高性能高精密特种铝型材制造项目	30,000.00	12,900.00
	年产 14000 吨高效高耐腐家用空调铝管项目	20,000.00	20,000.00
	合计	148,000.00	115,900.00
主要指标			
转股价	6.46	折现率	4.2838% (2023/3/7 中债 6YAA 到期收益率)
债券面值	100	平价溢价率	8.35%
正股收盘价	6.40 (2023 年 3 月 7 日)	转股溢价率	0.94%
纯债价值	91.44	纯债溢价率	9.37%

基本要素			
平价	99.07	纯债 YTM	2.71%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

(二) 中签率分析

截至 2022 年 6 月 30 日, 亚太科技前十大股东持股比例合计 60.01% (不包含回购专用证券账户), 持股相对集中。假设前十大股东配售比例为 80%, 剩余股东配售比例为 50%, 则股东优先配售比例为 68.00%。网上申购额度为 3.71 亿元。从近期市场转债申购情况看, 假设网上申购数为 1000 万户, 单户申购上限金额 100 万元, 则中签率预计为 0.0037%。

二、正股分析

(一) 公司简介

公司主营业务为高性能铝挤压材的研发、生产和销售, 是国内工业领域特别是汽车领域的重要供应商, 目前已取得超百家国内外大型制造企业认证, 包括德国大陆集团、德国马勒集团、德国博世、日本电装、德国欧福等国际知名制造企业。公司主要产品为基于挤压工艺生产的高性能精密铝管、专用型材和高精度棒材, 下游应用领域主要为汽车行业, 具体应用场景包括汽车热交换系统、底盘系统、制动系统、动力系统、车身系统等。除汽车领域外, 公司产品已逐步覆盖军民融合、航空航天、白色家电、轨道交通等其他工业领域。公司的主要产品可分为管材类、型材类及棒材类三大类别, 公司产品的下游应用领域主要是汽车行业, 并已逐步覆盖航空航天、轨道交通、白色家电、海洋工程等其他工业领域。

(二) 行业分析

从应用领域上看, 铝挤压材主要包括建筑铝挤压材和工业铝挤压材两大类。其中工业铝挤压材应用领域包括汽车、航空航天、太阳能光伏、轨道交通、消费电子、机械等行业。公司主营业务为高性能铝挤压材的研发、生产和销售, 产品下游主要应用以汽车行业为主, 亦在航空航天、空调等领域逐步覆盖延伸。铝挤压材行业整体呈现企业数量多、低集中度特点。根据中国有色金属工业协会的数据, 2021 年中国铝挤压材产量为 2,202 万吨, 公司 2021 年年产量为 22.93 万吨, 在市场可比上市公司中产量位居前列。

(三) 财务分析

2019 年末至 2022 年 9 月末, 公司流动比率、速动比率、资产负债率、资产周转率、存货周转率总体呈下降态势, 但仍保持在合理水平。其中流动比率、速动比率 2020 年下降较多, 主要原因为公司 2020 年因业务扩张增加外部借款, 由 4833.86 万元增长至 15014.73 万元, 此外当年推进“年产 6.5 万吨新能源汽车铝材项目”等项目导致相关工程应付账款由 18405.46 万元

增长至 29600.05 万元。公司资产负债率始终保持较低水平，远低于同行业可比上市公司，主要得益于公司上市较早，融资渠道较为通畅，有息负债始终保持了较低水平。

表 2：公司主要财务指标

财务指标	2022 年 9 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
流动比率	4.41	4.78	5.33	9.12
速动比率	3.63	4.00	4.62	8.11
资产负债率	15.24	14.37	12.75	7.98
应收账款周转率	6.49	9.87	8.39	8.40
存货周转率	3.24	4.73	4.05	4.28

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：2022 年 9 月末可比上市公司财务指标

证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
亚太科技	4.41	3.63	15.24	2.87	6.49
豪美新材	1.65	1.29	60.47	2.31	5.11
和胜股份	1.86	1.43	45.99	2.40	4.55
闽发铝业	1.73	1.38	41.51	3.17	5.13
鑫铂股份	1.12	0.97	53.41	3.54	11.20

资料来源：Wind，华金证券研究所

2017 年至 2022 年 9 月公司营收和归母净利润总体保持增长态势，2017 年-2021 年复合增长率分别为 15.27% 和 10.83%。营收和归母净利润增速近几年存在较大波动，因为公司的产品主要应用于汽车行业，受汽车行业影响较大。近年来新能源汽车迅速发展对公司营收利润有一定提振作用。

图 1：营业收入情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

从毛利率看，公司主营业务各类产品毛利率总体呈下降态势。主要原因包括：1、公司铝挤压材产品通常采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，当铝锭原材料价格呈上升态势时，产品毛利率水平则通常呈反向变动趋势。2、公司自 2020 年起执行新收入准则，将运输费用纳入营业成本中进行核算。

表 4：公司主营业务收入按产品分类情况（万元，%）

主营构成	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
------	------------	------------	------------	------------	------------

主营构成	2021-12-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入
型材类	210,240.81	14.01	128,860.00	15.11	117,151.51
棒材类	173,136.80	12.64	103,971.87	13.91	88,015.21
管材类	145,210.15	18.38	106,502.76	23.82	101,446.80
铸棒类	42,328.45	4.35	39,512.70	5.74	27,997.76
其他非铝产品	1,597.97	17.21	723.43	5.54	468.62
其他业务	29,162.73	23.65	19,389.25	21.47	18,021.34

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 3: 全国铝锭市场价走势 (元/吨)


资料来源: Wind, 华金证券研究所

2017 年至 2022 年 9 月, 公司期间费用率总体保持下降态势, 其中 2020 年公司根据新收入准则将原计入销售费用中核算的运输费用列入营业成本核算导致销售费用下降、疫情期间享受社保费优惠政策导致支付的职工薪酬下降因而管理费用下降、人民币升值形成汇兑损失 1,022.70 万元导致财务费用上升。

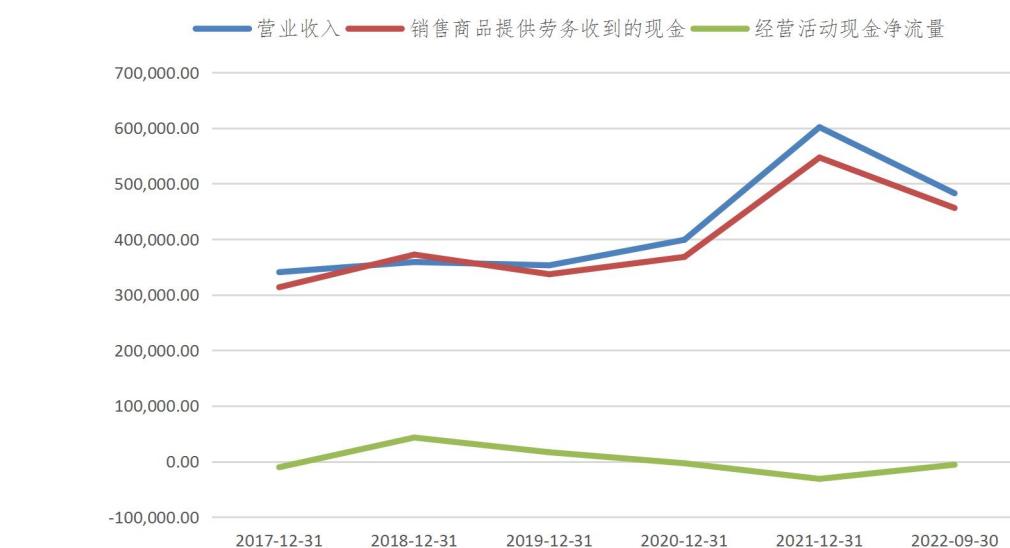
表 5: 期间费用情况 (万元)

项目	2022 年 1-9 月	2021 年度	2020 年度	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	482,664.13	601,676.90	398,960.01	353,101.23	359,002.75	340,748.96
销售费用	1,893.41	2,436.74	2,062.82	6,347.40	6,306.29	5,908.96
管理费用	16,404.26	19,670.00	13,660.99	15,273.57	15,372.65	28,192.57
财务费用	-2,947.60	587.88	1,418.44	97.65	-1,396.28	571.07
合计	15,350.07	22,694.62	17,142.25	21,718.62	20,282.66	34,672.60
占比	3.18%	3.77%	4.30%	6.15%	5.65%	10.18%

资料来源: Wind, 华金证券研究所

公司主营业务现金产生能力表现较好，近年来销售商品提供劳务收到的现金占营业收入保持在 90%以上。公司经营净现金流表现较差，一方面公司业务快速发展，应收账款和存货规模逐年增长，销售回款与采购付款具有不同结算账期；另一方面，公司应收票据期末余额随收入规模增加亦有上升，公司将部分应收票据背书用于支付工程及设备款，使得本应到期托收计入经营活动现金流的经营性应收票据，未体现在经营活动现金流入中，此外，公司使用部分信用度较低的票据贴现取得的现金回款也未计入经营活动现金流入，而体现在筹资活动现金流入。

图 4：公司经营现金流情况（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）估值表现

公司行业属于申万行业-有色金属-工业金属-铝，截至 2023 年 3 月 7 日，公司在同行业可比上市公司中 PE (TTM) 11.69 为最低水平。年初至 3 月 7 日，公司股价上涨 25.98%，申万行业指数为 11.51%。

表 6：同行业可比上市公司对比

代码	证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	TTM	市净率 PB(MRQ)
002540.SZ	亚太科技	800,108.58	800,108.58	11.69	1.55
002824.SZ	和胜股份	700,593.26	700,593.26	31.61	4.67
002988.SZ	豪美新材	381,510.87	381,510.87	63.71	1.73
003038.SZ	鑫铂股份	637,580.01	637,580.01	37.60	3.49
002578.SZ	闽发铝业	410,181.39	410,181.39	84.38	2.72

资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5: 2023 年申万有色金属铝行业指数及亚太科技股价走势


资料来源: Wind, 华金证券研究所

(五) 募投项目分析

本次可转债拟投资项目情况如下

表 7: 募投项目建设情况 (万元)

	项目名称	投资总额	募集资金拟投资额
1	年产 200 万套新能源汽车用高强度铝制系统部件项目	58,000.00	48,000.00
2	年产 1200 万件汽车用轻量化高性能铝型材零部件项目	40,000.00	35,000.00
3	航空用高性能高精密特种铝型材制造项目	30,000.00	12,900.00
4	年产 14000 吨高效高耐腐家用空调铝管项目	20,000.00	20,000.00
	合计	148,000.00	115,900.00

资料来源: Wind, 华金证券研究所

截至 2022 年 6 月末, 公司固定资产账面原值 262,576.75 万元, 年产能超 27 万吨。本次募投项目预计新增固定资产总计 109,783.42 万元, 其中项目 1 和 2 不涉及新增铝挤压材产能, 项目达产后将形成年产超过 200 万套的新能源汽车用高强度铝制系统部件、年产 1,200 万件汽车用轻量化高性能铝型材零部件产能; 项目 3 建成后将形成年产 1,000 吨高性能高强度航空用特种铝型材产能, 产品具备高技术工艺水平及附加值; 项目 4 项目建成后将形成年产 14,000 吨产品产能, 项目产品下游应用领域为空调领域, 项目配有管路成型设备 (内齿管)、冷拉设备、在线式热处理设备等高价值设备。

表 8: 募投项目收益情况 (万元)

	项目名称	新增营业收入 (不含税)	年利润总额	IRR
1	年产 200 万套新能源汽车用高强度铝制系统部件项目	99,700.00	16,493.87	19.66%
2	年产 1200 万件汽车用轻量化高性能铝型材零部件项目	80,090.00	12,821.51	21.97%

	项目名称	新增营业收入（不含税）	年利润总额	IRR
3	航空用高性能高精密特种铝型材制造项目	24,100.00	7,791.13	20.50%
4	年产 14000 吨高效高耐腐家用空调铝管项目	51,200.00	7,551.67	22.80%
	合计	255,090.00	44,658.18	

资料来源: Wind, 华金证券研究所

风险提示:

- 1、本次可转债募投项目不能达到预期效益。
- 2、下游技术路线变化、新材料替代、产业政策变化。
- 3、公司外部竞争日益激烈导致销售业绩下滑、盈利水平下降。
- 4、正股股价波动风险。

分析师声明

罗云峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn