

2011 年 01 月 04 日

亚太科技（002540）

汽车零部件原材料国产化领军企业

价值区间： 32.4-38.4 元

投资要点：

- **汽车用铝挤压材行业国内领头羊：**亚太科技是汽车用铝挤压材行业龙头，2009 年公司铝挤压材总产能为 4.2 万吨，2009 年产量为 3.8 万吨，远高于 1.71 万吨的行业平均水平。在汽车用铝挤压材方面，目前国内市场占有率约 24%，主要竞争对手为国外在华公司。募投项目达产后公司总产能将达到 9.9 万吨，进一步巩固并提升市场地位。
- **汽车铝挤压材行业成长空间广阔：**中国汽车行业维持高速增长的大背景下，汽车铝化率提升空间巨大。随着汽车轻量化发展，发达国家汽车用铝量已经有了显著的提高。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。随着国家对节能减排重视程度的提高，国家将加大对汽车轻量化及环保型新材料生产及制造的投入，我国汽车“铝化”程度将进一步提高，铝挤压材的需求和渗透率也将大大增强，可以预见我国汽车铝挤压材行业成长空间十分广阔。
- **进口替代领军企业：**在中国汽车用铝挤压材行业，公司的主要竞争对手均为国外公司，作为名副其实的行业进口替代领军企业，我们认为维持并提升公司市场占有率的主要竞争力在于客户优势、技术实力、设备先进与区位优势。
- **盈利预测与估值：**公司 2010 年、2011 年、2012 年实现每股收益 0.84 元、1.20 元、2.04 元，复合增长率 51.94%，募集资金项目推动公司业绩呈现爆发式增长。A 股市场可比铝加工材公司与相关汽车零部件生产企业的估值水平为 2011 年 27 倍平均市盈率，考虑到公司未来三年的高成长性，给予公司 2011 年 27-32 倍 PE 的估值水平，公司价值区间位于 32.4 元-38.4 元。

分析师	朱丹
执业证书编号	S0600209070104
联系电话	0512-62938652
邮箱	zhud@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

发行概况	
总股本（万股）	12000.00
发行数量（万股）	4000.00
发行日期	2011/01/06
发行方式	网下发行+网上申购

发行前财务数据	2010H1
每股净资产（元）	3.94
净资产收益率（%）	14.00
资产负债率（%）	30.25

盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	811.01	1143.77	1380.76	2410.81
同比（%）	4.74%	41.03%	20.72%	74.60%
净利润（百万元）	93.23	134.05	192.68	327.04
同比（%）	13.28%	43.79%	43.74%	69.73%
毛利率（%）	22.71%	22.50%	24.65%	23.82%
ROE（%）	22.82%	24.71%	15.35%	20.67%
每股收益（元）	0.58	0.84	1.20	2.04

1. 公司概况

1.1. 汽车用铝挤压材行业国内领头羊

亚太科技是汽车用铝挤压材行业龙头，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，具体包括空调管、水箱管、复合管、盘管、型材、棒材、制动系统用铝型材等，主要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。

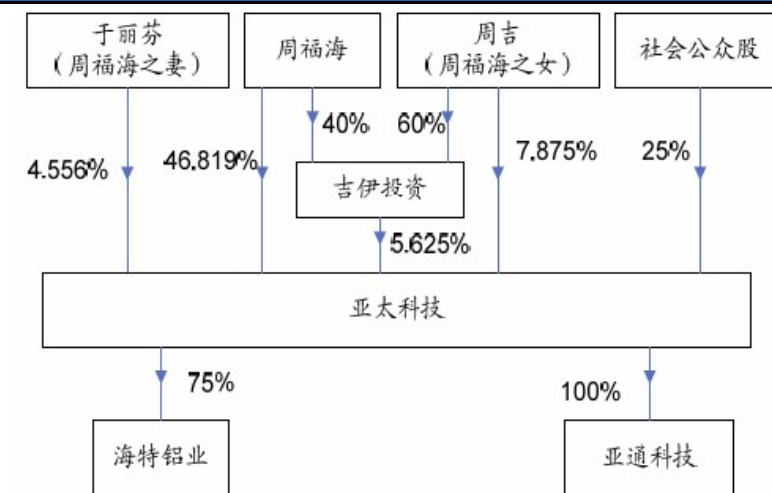
2009年公司铝挤压材总产能为4.2万吨，2009年产量为3.8万吨，远高于1.71万吨的行业平均水平。在汽车用铝挤压材方面，目前国内市场占有率约24%，主要竞争对手为国外在华公司。募投项目达产后公司总产能将达到9.9万吨，进一步巩固并提升市场地位。

1.2. 股权结构

公司发起人为亚太铝业全体股东，实际控制人为周福海，发行前持股7491万股，持股比例62.43%。发行前公司总股本1.2亿股，此次计划公开发行4000万股，发行后总股本1.6亿股。发行后周福海将直接或间接持有公司49%的股权。

公司拥有两个子公司。控股75%的无锡海特铝业股份有限公司从事汽车铝挤压材为主的合金材料的生产，产品主要为棒材与型材，目前产能1.1万吨。亚太轻合金（南通）科技有限公司为公司的全资子公司，主营铝合金材料加工，是此次募投项目的主要实施主体，目前尚处于建设阶段。

图 1：公司发行后股权结构



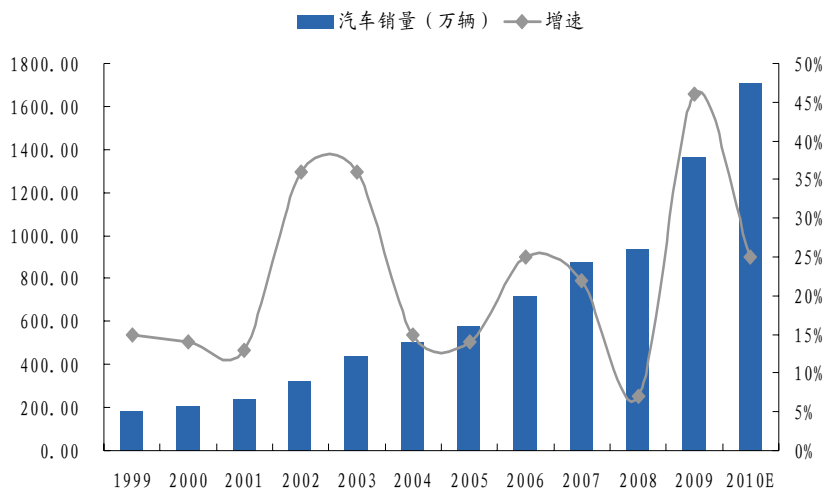
资料来源：公司招股意向书

2. 中国汽车铝挤压材行业成长空间广阔

2.1. 中国汽车行业维持高增长

中国汽车行业经历了黄金十年。1999 年中国汽车销 184 万辆，至 2009 年，中国汽车销 1364 万辆，十年增长 6.4 倍。

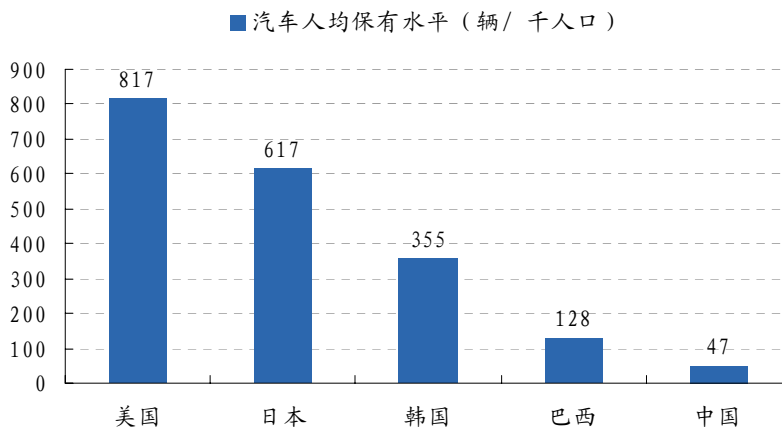
图 2： 中国汽车销量增长迅猛



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

然而目前中国人均汽车保有量仅 47 辆/千人，远低于世界其他国家水平，该数据为美国的 5.75%，增长潜力巨大，预计未来 5 年中国汽车需求增速将继续维持在 15%。

图 3： 中国人均汽车保有量远低于发达国家



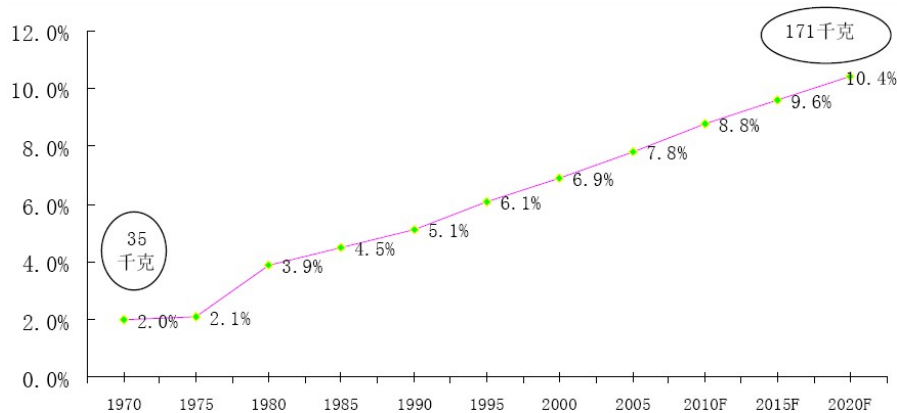
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.2. 汽车“铝化”推动行业增长

铝合金质量较轻而强度较高。典型的铝质零件一次减重效果可达 30~40%，二次减重则可进一步提高到 50%。汽车每使用 1 公斤

铝，可降低自身质量2.25公斤，减重效应高达125%。铝合金制造发动机可减重30%，铝质散热器比相同的铜制品轻20%-40%，轿车铝车身比钢材制品轻40%以上，汽车铝车轮可减重30%左右。铝合金代替铸铁和钢材制品件有显著的减重效果。随着汽车轻量化发展，汽车铝化率逐年上升。发达国家汽车用铝量已经有了显著提高，北美汽车铝材占总重比例在过去30年间呈线性上升趋势，预计这一趋势仍将持续至2020年。而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，预计到2010年还将增加25公斤，达到156公斤。

图4：北美汽车铝材占汽车总重比例线性上升



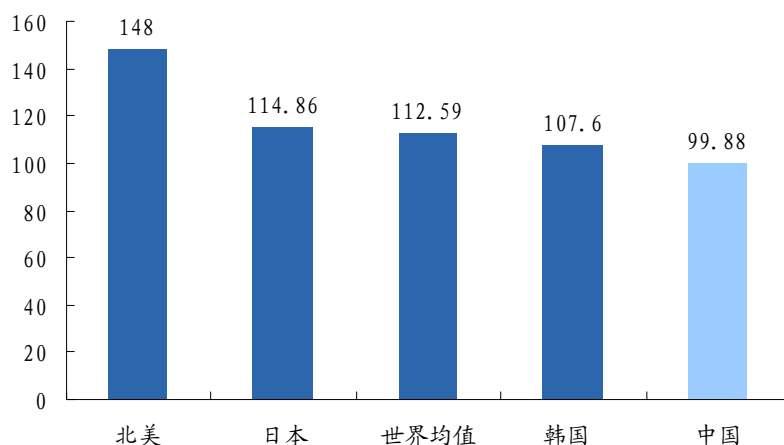
资料来源：Ducker Worldwide，公司招股意向书

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%。

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 100 公斤左右，低于全球平均 112.6 公斤的水平，较欧美等发达国家汽车用铝量差距则更大。

随着国家对节能减排重视程度的提高，国家将加大对汽车轻量化及环保型新材料生产及制造的投入，我国汽车“铝化”程度将进一步提高，铝挤压材的需求和渗透率也将大大增强，可以预见我国汽车铝挤压材行业成长空间十分广阔。

图5：2009年中国与其他主要国家单车用铝量对比



资料来源：Ducker Worldwide，公司招股意向书

3. 亚太科技-汽车用铝挤压材进口替代领军企业

在中国汽车用铝挤压材行业，公司的主要竞争对手均为国外公司，随着募集资金项目的投产，公司的市场份额有望进一步提升。作为名副其实的行业进口替代领军企业，我们认为维持并提升公司市场占有率的主要竞争力在于以下几个方面。

3.1. 显著的客户优势

公司已通过日本法雷奥、德国大陆集团、美国德尔福、东风贝洱热系统有限公司、上海汽车空调有限公司、浙江三花股份有限公司等58家汽车零部件供应商认证，特别在制动系统用铝型材产品方面，公司在近期亦成为德国博世、德国大陆集团、美国德尔福等全球顶级汽车零部件供应商的合格供应商。公司能够根据客户的要求，运用自己强大的研发设计能力，为客户量身定做特殊规格和性能的铝挤压材产品。

根据美国《财富》杂志对全球汽车零部件企业 2008 年销售收入排名，公司客户中德国博世、日本电装、美国德尔福、德国大陆集团位于前十行列。

3.2. 扎实的技术累积

在“以销定产”的行业经营模式中，强大的研发设计能力是企业满足客户需求、扩大市场容量的必要条件。公司研发设计能力较强，技术、工艺优势明显。公司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。公司拥有四十六项发明、实用新型和外观设计专利以及多项专

有技术，并不断开展前瞻性技术研发。

公司产品具有“多品种、多牌号、多规格”和“高技术含量”的特点，可以满足不同客户不同产品需求，尤其如可锻高强度铝镁硅合金棒材、耐磨高硅铝合金棒材和 ABS 阀块用铝型材等产品属于行业内高端产品，细分领域内优势明显。

3.3. 设备先进

公司拥有行业内先进的制造设备和精密检测仪器，确保公司具备规模化生产能力和产品质量符合特定标准。基于强大的研发能力、先进的工艺技术、完善的生产检测设备和严格的质量控制标准，公司及子公司海特铝业均通过ISO/TS16949:2002质量管理体系认证，并分别于2010年7月、4月通过了ISO/TS 16949:2009质量管理体系的换证审核。2008年12月公司的“海太牌铝及铝合金型材”被授予“江苏省名牌产品”称号。

3.4. 区位优势

汽车铝挤压材的生产和销售具有明显的区域特征。公司所处的地理位置产业集群优势明显。目前，我国已经初步形成了六大汽车产业集群，分别是：长江三角洲、珠江三角洲、东北地区、京津环渤海地区、华中地区、西南地区。长三角地区汽车零部件产业比较齐全，汽车零部件产值比重可占到全国的37.2%。公司处于这一产业集群地区之中，具有明显的区位优势。

4. 募集资金项目分析

公司拟公开发行不超过4000万股A股，募集52030万元用于扩张产能，进行产品结构调整并丰富产品线。其中，463509万元将用于亚太轻合金（南通）科技有限公司汽车用轻量化高性能铝合金一期项目，5680万元用于高性能无缝铝合金复合管研究及其产业化扩建项目。

本次募集资金投资项目将购买7条挤压机生产线，全面达产后将新增产能5.7万吨，年产能将增至9.9万吨。新增产能分别为：精密热交换铝管2万吨、制动系统用铝型材1.2吨、可锻高强度铝镁硅合金棒材1.5万吨、耐磨高硅铝合金棒材0.3万吨及高性能无缝铝合金复合管0.7万吨。预计募投项目中精密热交换铝管2万吨、制动系统用铝型材1.2吨、可锻高强度铝镁硅合金棒材1.5

万吨、耐磨高硅铝合金棒材0.3万吨可实现2012年达产70%，2013年完全达产。高性能无缝铝合金复合管项目2011年产量4000吨，2012年完全达产。

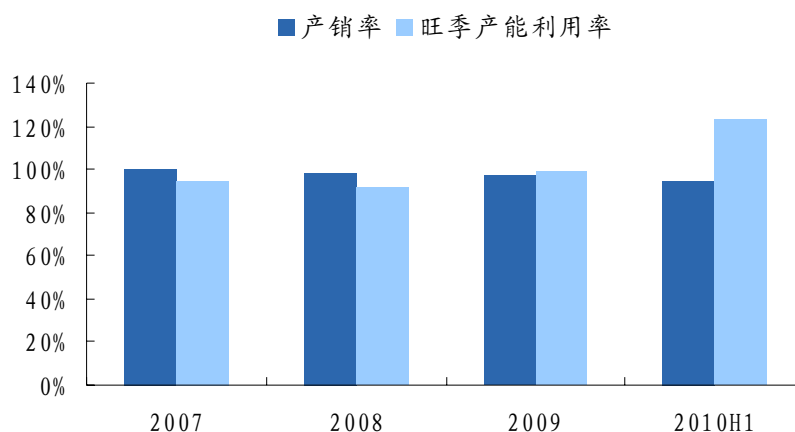
表 1： 募集资金项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	产品名称	设计产能 (万吨)
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	48000	46350	精密热交换铝管	2.0
			制动系统用铝型材	1.2
			可锻高强度铝镁硅合金棒材	1.5
			耐磨高硅铝合金棒材	0.3
高性能无缝铝合金复合管研究及其产业化扩建项目	8630	5680	高性能无缝铝合金复合管	0.7
合计	56630	52030		5.7

资料来源：公司招股意向书，东吴证券研究所

公司订单十分充足，产品供不应求。然而现有产能严重制约了公司的成长，公司产能利用率在2010年上半年达到122%，超负荷运转，为了不延误产品交付，部分订单只能外包给第三方完成。募投项目的投产解决公司产能瓶颈，占领汽车用率挤压材市场成长的先机。另外，募集资金项目产品附加值普遍较高，加工费在7000-26000元/吨，其中高性能无缝铝合金复合管加工费高达26000元/吨，毛利率高达50%。

图6： 公司产能利用率大幅超越100%



资料来源：公司招股意向书

5. 盈利预测与估值

预计精密热交换铝管2万吨、制动系统用铝型材1.2吨、可锻高强度铝镁硅合金棒材1.5万吨、耐磨高硅铝合金棒材0.3万吨可

实现2012年达产70%，2013年完全达产。高性能无缝铝合金复合管项目2011年产量4000吨，2012年完全达产。基于此假设，公司2010年、2011年、2012年实现每股收益0.84元、1.20元、2.04元，复合增长率51.94%，募集资金项目推动公司业绩呈现爆发式增长。

表2： 公司利润表预测

单位：百万元

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	774.31	811.01	1143.77	1380.76	2410.81
营业成本	628.00	626.81	886.42	1040.40	1836.56
营业税金及附加	3.41	2.76	3.90	4.70	8.21
营业费用	13.31	15.84	22.33	26.96	47.07
管理费用	29.03	40.57	57.22	69.07	120.60
财务费用	14.07	4.01	9.53	3.36	-2.64
资产减值损失	-2.80	5.67	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	89.29	115.36	164.37	236.27	401.01
其他非经营损益	10.23	0.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	99.52	115.66	164.37	236.27	401.01
所得税	15.36	18.49	24.66	35.44	60.15
净利润	84.16	97.17	139.72	200.83	340.86
少数股东损益	1.86	3.94	5.67	8.14	13.82
归属母公司股东净利润	82.30	93.23	134.05	192.68	327.04

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

A 股市场可比铝加工材公司与相关汽车零部件生产企业的估值水平为 2011 年 27 倍平均市盈率，考虑到公司未来三年的高成长性，给予公司 2011 年 27-32 倍 PE 的估值水平，公司价值区间位于 32.4 元-38.4 元。

表3： 可比上市公司估值

代码	简称	最新股价	eps			pe		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
002501	利源铝业	56.55	0.89	1.16	1.47	63.60	48.84	38.44
600219	南山铝业	9.85	0.40	0.55	0.71	24.37	17.92	13.82
002333	罗普斯金	14.81	0.47	0.63	0.86	31.76	23.54	17.14
002082	栋梁新材	13.32	0.63	0.77	0.95	21.07	17.37	14.07
002284	亚太股份	24.18	0.64	0.87	1.11	37.73	27.77	21.79
002126	银轮股份	35.97	1.18	1.38	2.07	30.36	26.02	17.36
	均值					34.82	26.91	20.44

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

6. 风险提示

可能影响公司未来经营业绩的风险主要有：

- 1) 募集资金项目市场开拓情况低于预期。
- 2) 下游汽车零部件行业景气度受宏观经济、国家政策影响。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；
增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；
中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；
减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；
增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；
中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；
减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gs jq.com.cn>