

2010-12-31

亚太科技 002540-SZ

铝挤压材深加工企业

◇新股上市

◆全景分析

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，公司总股本1.2亿股；此次拟公开发行4000万股。公司主营铝挤压材生产，下游客户主要为汽车零部件生产商。

◆产业链：原材料全部外购

挤压机是铝挤压材生产的通用设备，其产能决定了产品的产能。目前公司拥有挤压机12台，年产能为4.2万吨。公司铝挤压材产品包括管材，型材和棒材。2009年，公司管材产量为1.8万吨，型材产量为1.2万吨，棒材产量为0.8万吨。

原材料方面，公司外购大量铝锭，少部分购买合金和铝棒（铝棒与合金的原材料为铝锭）。2009年，公司购买铝锭3.2万吨，铝棒0.7万吨以及铝合金0.1万吨。

◆管材类的加工费最高

公司产品的售价模式是铝锭价格+加工费。铝锭价格参照上海长江有色金属现货交易所价格。管材的工艺复杂，生产流程长，其加工费在三种产品中最高。2010年上半年，管材类产品的加工费为1.4万元/吨。型材与棒材的加工费分别为0.7万元/吨和0.6万元/吨。

◆募集资金项目

本次公司拟募集资金5.2亿元，募集资金将投向两个项目。一是投资4.6亿元用于建设亚太轻合金（南通）科技有限公司汽车用轻量化高性能铝合金一期项目；另外，公司将投资0.57亿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。

具体在产能上，公司将购买7台挤压机生产线。达产后，公司总产能将增加5.7万吨产能，达到9.9万吨。

◆盈利预测

公司的生产成本主要包括铝锭、折旧、能耗及人工成本。其中外购铝锭为主要的生产成本。扣除铝锭后，我们匡算，公司生产铝挤压材的平均成本为0.5万元/吨。

我们预计公司2010年-2012年EPS分别为0.84元、1.14元和1.73元，复合增长率达到43.5%。鉴于公司未来产品结构升级带来加工费上涨，在行业内拥有一定的技术壁垒，我们给予公司2011年EPS35倍市盈率，目标价格40元。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	774	811	1,101	1,380	2,036
净利润(百万元)	82	93	134	182	276
每股收益	0.51	0.58	0.84	1.14	1.73
每股净资产	1.97	2.55	12.89	13.76	15.00
ROIC	21.43%	18.36%	20.80%	23.21%	26.12%
ROE	26.11%	22.82%	6.52%	8.25%	11.52%

合理申购价格 40元

询价开始日期 12月29日

分析师：

汪前明 (执业证书编号：S0930510120001)

(8621) 22169122

wangqm@ebsecn.com

联系人：施毅

(8621) 22169126

Shiyi@ebsecn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	40
发行后总股本(百万股)	120
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2011-01-06
主承销商	东兴证券股份有限公司
主要股东	周福海
第一大股东持有比例(%)	62.43%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
轻量化高性能铝合金一期项目	460-
高性能无缝铝合金复合管项目	57
总金额	520

相关报告：

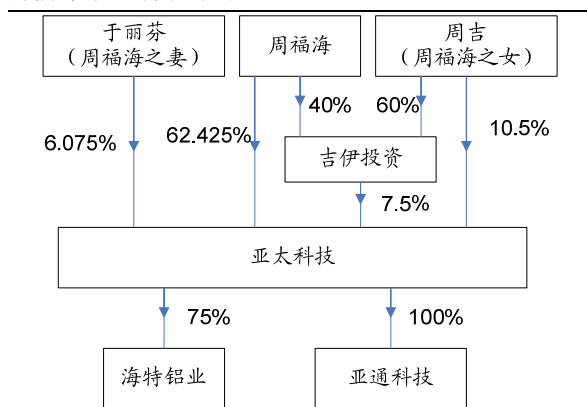
全景分析

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，公司总股本 1.2 亿股；此次拟公开发行 4000 万股，总股本增至 1.6 亿股。发行后，周福海将直接或间接持有公司 49% 的股权。

公司主营铝挤压材生产，向汽车零部件生产商提供水箱管、空调管、复合管、盘管、棒材和制动系统用铝型材等铝挤压材。目前公司的产能为 4.2 万吨，2009 年实际产量为 3.8 万吨。

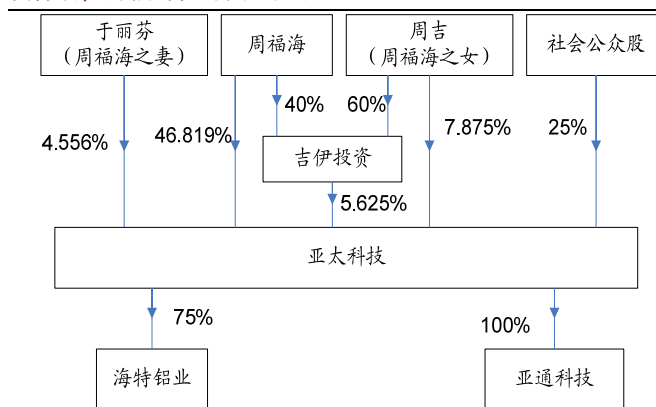
公司旗下拥有两个子公司。其中，无锡海特铝业股份有限公司为公司控股子公司，公司持有其 75% 的股权。该公司从事汽车铝挤压材为主的合金材料的生产，产品主要为棒材与型材，产能为 1.1 万吨。亚太轻合金（南通）科技有限公司为公司的全资子公司，主营铝合金材料加工。该公司成立于 2008 年，是此次募投项目的主要实施主体，目前仍旧处于建设阶段，尚未开展生产经营活动。

图表 1：发行前公司股本结构
周福海为公司实际控制人



资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

图表 2：发行后股本结构（拟发行 4000 万股）
发行后，周福海仍为实际控制人



资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

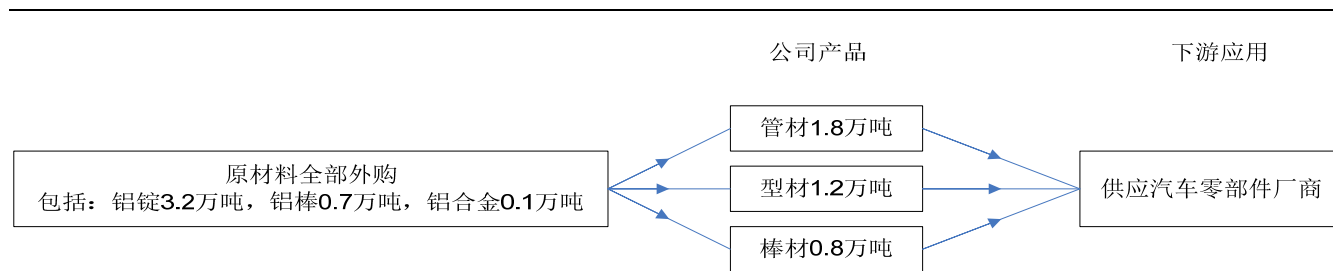
生产链：原材料全部外购

铝挤压材是将铝棒通过挤压，热处理和表面处理等生产流程，生产出供交通运输业、耐用消费品制造业、机械制造业等行业需求的铝加工产品。其中挤压机是通用设备，其产能也决定了公司产品的产能。目前公司拥有挤压机 12 台，年产能为 4.2 万吨。

公司铝挤压材产品包括精密铝管（管材），专用型材（型材）和高精度棒材（棒材）。挤压机依靠模具的变化而生产不同类型的产品，因此各产品的产能在一定程度上可以转换。2009 年，公司管材产量为 1.8 万吨，型材产量为 1.2 万吨，棒材产量为 0.8 万吨。

原材料方面，公司外购大量铝锭，少部分购买合金和铝棒（铝棒与合金的原材料为铝锭）。2009 年，公司购买铝锭 3.2 万吨，铝棒 0.7 万吨以及铝合金 0.1 万吨。

图表3：公司2009年生产链



资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

图表4：各产品产能、产量及加工费（各产品产能为大致估计）

管材类产品的工艺较复杂，故加工费较高（不含税）

产品	产能（万吨）	2009 年产量（万吨）	加工费（万元/吨）			
			2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 H
管材类	2.0	1.8	1.2	1.3	1.2	1.4
型材类	1.4	1.2	0.9	0.9	0.5	0.7
棒材类	0.8	0.8	0.6	0.7	0.4	0.6

资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

管材类的加工费最高

产品的售价模式是铝锭价格+加工费。铝锭价格参照上海长江有色金属现货交易所价格。通常取订单日均价、订单月均价或交货日上月均价。

加工费的大小取决于产品工艺的复杂程度以及生产流程的时间长短。

管材的工艺复杂，生产流程长，其加工费在三种产品中最高。2010 年上半年，管材类产品的加工费为 1.4 万元/吨。型材与棒材的加工费分别为 0.7 万元/吨和 0.6 万元/吨。

由于公司在国内铝挤压材市场拥有一定的市场占有率，公司在加工费的制定上具有较强的话语权。

募集资金项目

本次公司拟募集资金 5.2 亿元，募集资金将投向两个项目。一是投资 4.6 亿元用于建设亚太轻合金（南通）科技有限公司汽车用轻量化高性能铝合金一期项目；另外，公司将投资 0.57 亿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。募集资金超过募投项目的部分，部分用于补充公司流动资金。

具体在产能上，公司将购买 7 台挤压机生产线，针对的扩产产品为五类。达产后，公司总产能将增加 5.7 万吨产能，达到 9.9 万吨。

从实施主体看，公司全资子公司亚太轻合金（南通）科技有限公司负责

了大部分的扩产项目，包括精密热交换铝管、制动系统用铝型材、可锻高强度铝镁硅铝合金棒材以及耐磨高硅铝合金棒材的扩产项目。而公司本部负责高性能无缝铝合金复合管的扩产项目。

从项目实施的进度上看，亚太轻合金（南通）科技公司负责的扩产项目计划 2011 年完成建设并进行设备调试工作。2012 年试生产，产量约为达产量的 60-70%，2013 年完全达产。而本部的高性能无缝铝合金复合管的扩产项目已经于 2009 年 10 月启动，2010 年达产 20%，2011 年达产 60%，2013 年完全达产。

从产品的附加值看，值得关注的是高性能无缝铝合金复合管的投产。该产品属于挤压材的高端产品，加工费极高。根据公司招股说明书显示，该产品的加工费达到 2.5 万元/吨，管材的综合加工费将得到进一步提升。

图表5：募投资金项目的扩产品种

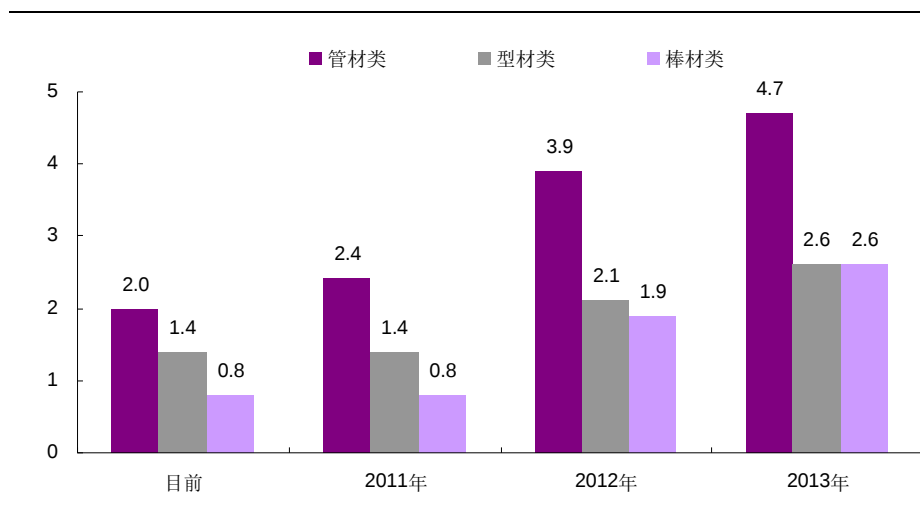
亚太轻合金（南通）科技公司为主要实施主体；高性能无缝铝合金复合管的加工费高

扩产产品	品种	设计产能(万吨)	实施主体	加工费(万元/吨)
精密热交换铝管	管材	2	亚太（南通）	1.1
制动系统用铝型材	型材	1.2	亚太（南通）	1
可锻高强度铝镁硅合金棒材	棒材	1.5	亚太（南通）	0.7
耐磨高硅铝合金棒材	棒材	0.3	亚太（南通）	0.8
高性能无缝铝合金复合管	管材	0.7	公司本部	2.5
合计		5.7		

资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

图表6：未来扩产情况

2012 年，主要的募集资金项目产能开始释放



资料来源：公司公告、光大证券股份有限公司

成本估算

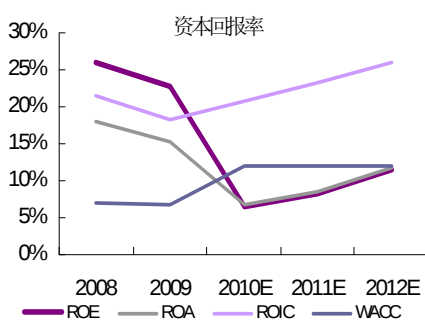
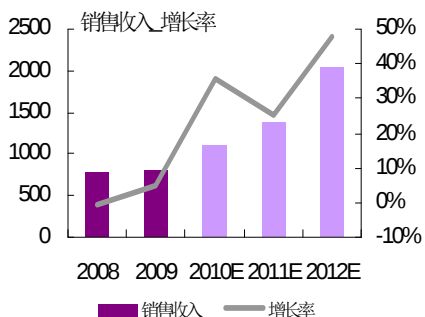
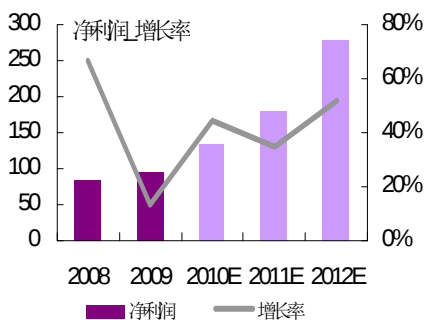
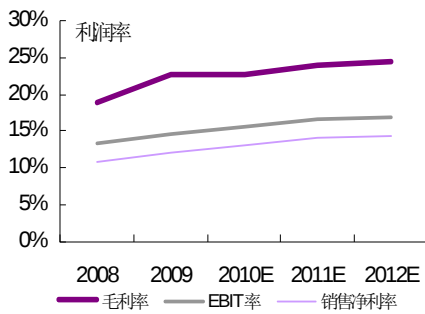
公司的生产成本主要包括铝锭、折旧、能耗以及人工成本。其中外购铝锭为主要的生产成本。扣除铝锭后，我们匡算，公司生产铝挤压材的平均成本为 0.5 万元/吨。

盈利预测

公司产品的计价模式（铝锭+加工费）决定了公司的盈利能力受铝价波动的影响小。公司提高业绩来源两方面：一是产品结构升级，提高附加值；二是增加产品产能。

我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.84 元、1.14 元和 1.73 元，年复合增长率达到 43.5%。鉴于公司未来产品结构升级带来加工费上涨，在行业内拥有一定的技术壁垒，我们给予公司 2011 年 EPS35 倍市盈率，目标价格 40 元。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	774	811	1,101	1,380	2,036
营业成本	628	627	851	1,050	1,540
折旧和摊销	20	21	25	28	30
营业税费	3	3	4	5	7
销售费用	13	16	17	22	32
管理费用	29	41	57	71	105
财务费用	14	4	5	5	8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	89	115	166	225	337
利润总额	100	116	168	227	346
少数股东损益	2	4	9	12	18
归属母公司净利润	82.30	93.23	134.41	181.68	276.46

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	470	639	2,121	2,271	2,487
流动资产	294	419	1,876	2,004	2,221
货币资金	67	59	1,474	1,502	1,481
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	81	177	209	262	387
应收票据	86	47	66	83	122
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	54	103	128	157	231
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	139	166	190	194
无形资产	26	40	38	36	34
总负债	134	206	25	24	24
无息负债	50	91	25	24	24
有息负债	84	115	0	0	0
股东权益	336	433	2,096	2,246	2,463
股本	80	120	160	160	160
公积金	131	100	1,593	1,611	1,639
未分配利润	104	189	310	431	602
少数股东权益	21	25	33	45	63

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	140	-35	66	126	95
净利润	82	93	134	182	276
折旧摊销	20	21	25	28	30
净营运资金增加	-18	110	130	119	284
其他	55	-259	-223	-203	-496
投资活动产生现金流	-17	-14	-50	-50	-30
净资本支出	22	30	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-39	-44	-100	-100	-60
融资活动现金流	-78	24	1,400	-48	-86
股本变化	0	40	40	0	0
债务净变化	-63	31	-115	0	0
无息负债变化	-16	41	-66	0	0
净现金流	45	-25	1,415	28	-21

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-0.78%	4.74%	35.76%	25.30%	47.56%
净利润增长率	66.69%	13.28%	44.17%	35.17%	52.17%
EBITDA 增长率	15.62%	13.91%	39.43%	31.33%	45.91%
EBIT 增长率	15.65%	15.49%	43.41%	34.20%	50.43%
盈利能力 (%)					
毛利率	18.90%	22.71%	22.74%	23.92%	24.36%
EBITDA 率	15.94%	17.34%	17.81%	18.67%	18.46%
EBIT 率	13.35%	14.72%	15.55%	16.65%	16.98%
税前净利润率	12.85%	14.26%	15.28%	16.48%	17.00%
税后净利润率 (归属母公司)	10.63%	11.50%	12.21%	13.17%	13.58%
ROA	17.90%	15.20%	6.74%	8.51%	11.83%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.11%	22.82%	6.52%	8.25%	11.52%
经营性 ROIC	21.43%	18.36%	20.80%	23.21%	26.12%
偿债能力					
流动比率	2.28	2.27	563.17	696.50	877.52
速动比率	185.84%	170.73%	52487.10%	64178.72%	78626.33%
归属母公司权益/有息债务	3.74	3.55	-	-	-
有形资产/有息债务	5.24	5.20	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.51	0.58	0.84	1.14	1.73
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.48	0.92
每股经营现金流	0.88	-0.22	0.41	0.79	0.59
每股自由现金流(FCFF)	0.63	-0.08	-0.05	0.35	0.10
每股净资产	1.97	2.55	12.89	13.76	15.00
每股销售收入	4.84	5.07	6.88	8.62	12.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。