

亚太科技 (002540.SZ)

成长的“烦恼”？！

评级： 买入
目标价（元）： 35.7-37.1

分析师

分析师

闫磊

周涛

S0740511080004

S0740510120015

021-20315203

021-20315158

yanlei@r.qlzq.com.cn

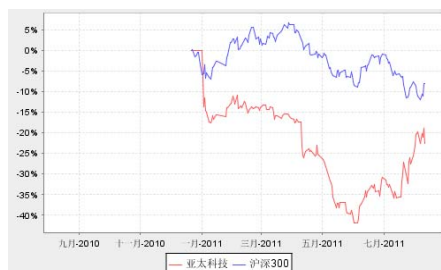
zhoutao@r.qlzq.com.cn

2011 年 8 月 30 日

基本状况

总股本(百万股)	208.00
流通股本(百万股)	52.00
市价(元)	23.45
市值(百万元)	4878.00
流通市值(百万元)	1219.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	811.01	1,136.35	135,093	192,763	242,100
营业收入增速	4.7%	40.1%	18.9%	42.7%	25.6%
净利润增长率	13.3%	30.0%	25.1%	50.7%	32.2%
摊薄每股收益（元）	0.78	1.01	0.73	1.11	1.47
前次预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
市场预测每股收益（元）	—	—	—	—	—
偏差率（本次-市场/市场）	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	0.00	0.00	32.2	21.0	16.0
PEG	0.00	0.00	1.28	0.40	0.50
每股净资产（元）	3.40	4.41	10.14	11.25	12.72
每股现金流量	-0.29	0.16	-0.53	0.21	0.80
净资产收益率	22.82%	22.88%	7.19%	9.89%	11.56%
市净率	0.00	0.00	2.31	2.08	1.84
总股本（百万股）	120.00	120.00	208.00	208.00	208.00

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **成长的烦恼：**亚太科技未来必须面对几次大的发展机遇与挑战。公司超募上市后，资产负债率只有 3.5%，总资产 22.2 亿元，其中货币资金高达 12.7 亿元，目前只有 10 亿左右的资产产生效益。从理性的角度分析，公司未来将面临三次大的发展机遇与挑战：
 - 第一步挑战：如何让翻倍的产能产量变成销量；
 - 第二步跨越：如何把 12.7 亿的现金资产转化成生产力。由于公司募集资金项目即将投产，作为汽车铝挤压材的龙头企业，产能将由 4.2 万吨增加到 9.9 万吨，且细分市场占有率将达到 25%，继续在现有加工领域扩大产能的概率不大。公司合理的选择可以是延伸产业链，也可以是涉足其他领域；
 - 第三步跨越：如何把资产负债率由 3.5% 提高到 35% 以上，达到一个工业企业合理的负债率水平。由此又将带来 10 亿元左右的资金，同样需要把资金转化成生产力；
 - 结论：我们的分析全部基于公开资料，基于合理的企业经营理论。无论如何亚太科技未来将面临几次大规模的发展机遇。当然扩张发展必然伴随风险。这需要企业管理层的稳健经营和投资眼光。
- **第一步挑战：**国内汽车轻量化领域引领者，产能倍增必须拓展汽车外的工业铝挤压材领域。公司主导产品是工业铝挤压材，产品 75% 以上应用于汽车领域。目前主要用于汽车热交换系统、底盘悬挂及制动系统，国内市场占有率接近 20% 以上。虽然近两年产品一直处于供不应求的状态，但为了确保新增产能的销量，除了开拓新的汽车部件客户之外，公司未雨绸缪提前进行新产品研发，产品领域开始涉足其它工业铝挤压材等。我们预计未来 3 年公司主营业务可以保持年均 30% 以上的利润增速。
- **如何给公司估值：**本文无法对公司的第二、三步跨越做过度假想说明。同样对公司的估值我们也分为两部分：1) 现有业务，可比上市公司 2012 的平均 P/E 为 31 倍，我们给予现有业务 2012 年 25 倍的 P/E，

合理估值为 27.5 元/股；2) 潜在业务，对于潜在业务我们无法测算其业绩，但业务规模理论上应该等于目前业务的 1-2 倍，在现有估值基础上给予公司 30-35% 的估值溢价，得出公司合理估值目标为 35.7-37.1 元/股。首次给予买入评级，公司的长期回报值得期待。

内容目录

图表目录	- 2 -
产能倍增实现盈利水平快速增长	- 3 -
产能大幅扩张是盈利水平快速增长的必要条件	- 3 -
行业潜力：汽车用铝挤压材的市场潜力依然很大	- 4 -
行业地位：国内汽车轻量化领域的引领者	- 5 -
向非汽车领域铝挤压材的扩张时机已经成熟	- 7 -
雄厚的资本实力或将助推公司实现跨越式发展	- 9 -
超募资金或将寻求新的投资渠道	- 9 -
平衡资产负债结构是积累资本的另一个途径	- 9 -
延伸产业链或将成为公司的发展战略	- 10 -
公司估值与盈利预测	- 10 -
盈利预测	- 10 -
相对估值与投资建议	- 12 -
风险提示	- 12 -

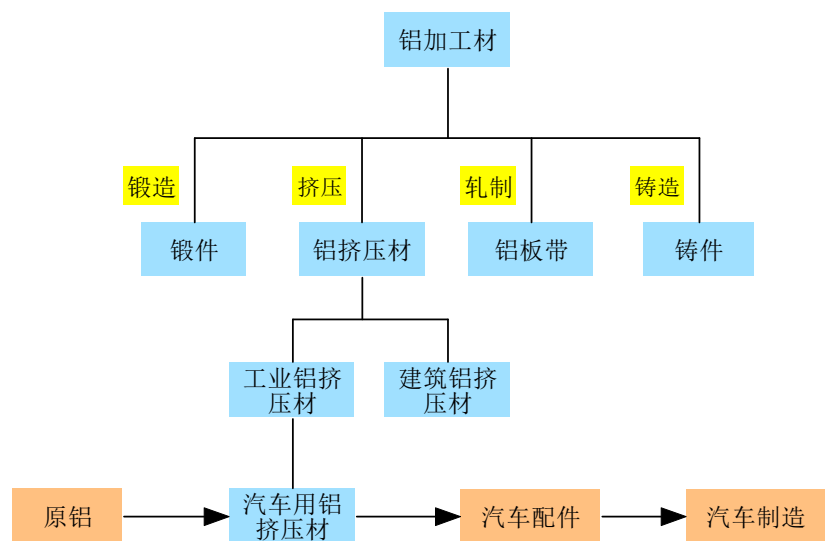
图表目录

图表 1：公司的细分行业及在产业链中的位置	- 3 -
图表 2：铝合金材料在汽车制造中的用量比例（北美）	- 4 -
图表 3：全球汽车铝化率对比	- 5 -
图表 4：欧美汽车铝化率趋势	- 5 -
图表 5：汽车行业用铝量及汽车用铝挤压材消费量测算	- 5 -
图表 6：公司产能利用率	- 6 -
图表 7：公司产品的市场占有率测算	- 7 -
图表 8：国内空调领域“铝代铜”的市场潜力测算	- 8 -
图表 9：可比公司资产负债率	- 10 -
图表 10：公司产品产销量预测	- 11 -
图表 11：公司营业收入与毛利润预测	- 11 -
图表 12：相对估值表	- 12 -
图表 13：盈利预测表	- 13 -

产能倍增实现盈利水平快速增长

- **第一步挑战：产能倍增能否带动利润倍增。**上市前公司拥有汽车用铝挤压材产能 4.2 万吨/年，募投项目新增产能 5.7 万吨/年；2013 年募投项目达产后公司铝挤压材总产能达到 9.9 万吨/年，较上市前扩张 1.36 倍；产能的倍增能否带来利润的大幅增长是投资者需要首先考虑的问题。
- **公司所处的细分行业具有较高的技术壁垒。**公司是一家专业的铝加工企业，产品属于铝加工材中的工业铝挤压材，直接下游客户 75% 以上是汽车配件生产企业，最终消费终端是汽车制造业。工业铝挤压材的技术含量、利润附加值高于建筑铝挤压材，是铝加工行业中技术壁垒较高的细分行业。

图表 1：公司的细分行业及在产业链中的位置



来源：齐鲁证券研究所

产能大幅扩张是盈利水平快速增长的必要条件

- **细分行业的领军企业。**公司是专业从事汽车用铝挤压材的研发、生产、销售的国家级高新技术企业，产品涵盖铝管材、铝型材和铝棒材等 3 大系列；2010 年在国内汽车用铝挤压材行业的市场占有率约 25%。2008-2010 年，公司管材产品约占公司营业收入的 50% 左右，型材、棒材及其他业务占公司营业收入的另 50%；2008-2010 年，管材产品约占公司毛利润的 80% 左右，是公司利润的主要来源；型材、棒材及其他业务占公司毛利润的另 20%。
- **盈利模式决定了盈利水平与产能规模高度相关**
 - 公司产品定价采用行业内通行的“铝锭价格+加工费”的方式，其中铝锭采购成本占产品总成本的 70% 以上，利润主要来源于加工费，这种盈利模式决定了公司盈利水平的提升对产能扩张的高度依赖性。
 - 据测算，2008-2010 年公司铝管材、铝型材、铝棒材的平均单位加工费分别为 14000 元/吨、8500 元/吨和 6400 元/吨，平均单位毛利润分别为 8900 元/吨、2070 元/吨和 1600 元/吨。

■ 2011 年下半年至 2012 年是公司产能的关键扩张期

- IPO 募投项目合计汽车用铝挤压材产能 5.7 万吨/年，其中铝管材 2 万吨/年、铝型材 1.2 万吨/年、铝棒材 2.5 万吨/年。
- 2011 年下半年至 2012 年将是公司募投产能的集中释放期，此期间共计释放产能 3.5 万吨/年：其中 2011 年下半年将有 1.5 万吨/年的产能投产，2012 年将有 2 万吨/年的产能投产。

行业潜力：汽车用铝挤压材的市场潜力依然很大

■ 轻量化是全球汽车工业发展的重要方向和客观要求

- 随着节能减排、低碳环保理念越来越被世界各国所重视，在不影响安全的前提下，汽车轻量化将是未来全球汽车工业发展的重要方向。以普通乘用车为例，汽车自重每下降 100 千克，每百公里行驶路程耗油量可降低 0.5 升，可减少温室气体排放量 0.5 千克。
- 锂离子电池等新能源汽车是全球汽车工业的发展目标，目前阻碍新能源汽车大规模产业化的主要问题是动力电池的续航能力过短；因此降低汽车自重，提升使用效率是提高汽车动力电池续航能力的重要途径，汽车轻量化就成为了汽车工业发展的客观要求。

■ 高比强度、高性价比使铝合金成为当前汽车轻量化的首选材料

- 目前在汽车轻量化方面的可选材料包括铝合金、镁合金、钛合金及其他复合材料，铝合金的比强度优于钢铁和镁合金，性价比高于钛合金，且汽车用铝合金的生产加工技术比较成熟，因此铝合金是目前汽车轻量化领域的首选材料。
- 汽车制造中铝合金以铸件、板材、挤压材、锻件的形式得到应用，目前国内 4 种材料的应用比例大约分别为 80%、10%、6.8%和 3.2%。

图表 2：铝合金材料在汽车制造中的用量比例（北美）

铝材分类	占比	具体应用
铸件	80.9%	发动机、操作驾驶系统等
板材	9.8%	保护板、发动机盖板等
挤压材	7.2%	热交换系统、底盘悬挂及制动系统
锻件	2.1%	传动轴、差动齿轮箱、制动零件等

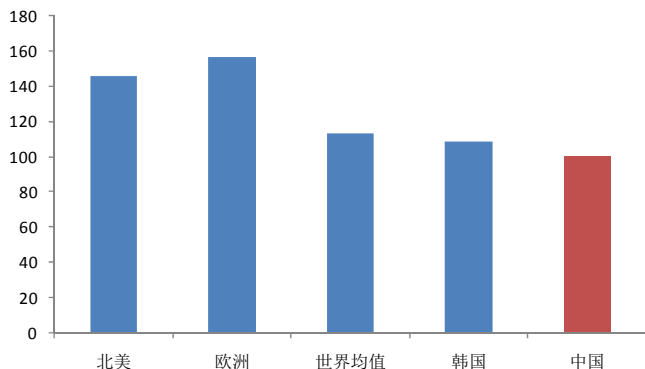
来源：齐鲁证券研究所

■ 中国的汽车铝化率尚不及全球平均水平

- 欧美国家汽车轻量化发展路径：1980 年北美地区平均每辆汽车铝合金使用量约 68 千克，2010 年增长至 145 千克，年均复合增长率为 2.5%；1980 年欧洲平均每辆汽车铝合金使用量 35 千克，2010 年增长至 156 千克，年均复合增长率为 5.1%。
- 中国汽车工业较欧美日的起步晚得多，但是近年来的发展非常迅速，目前中国已经成为全球最大的汽车产销市场。但是在汽车轻量化领域中国仍明显落后于发达国家：2010 年中国每辆汽车铝合金使用量约 100 千

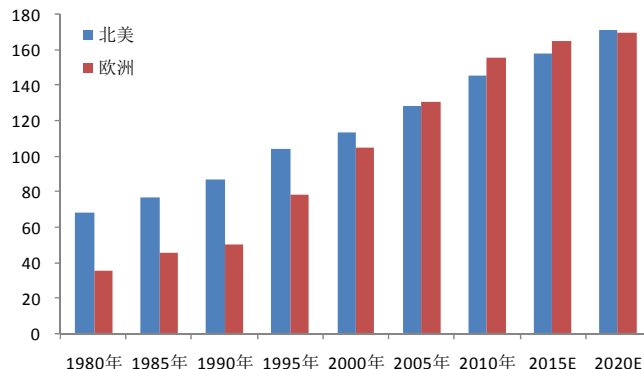
克，不仅远低于欧美水平，甚至不及全球平均水平，按照发达国家汽车工业的发展路径，中国的铝合金材料在汽车制造领域的使用量仍有大幅提升的空间。

图表 3：全球汽车铝化率对比 单位：千克/辆



来源：齐鲁证券研究所

图表 4：欧美汽车铝化率趋势 单位：千克/辆



来源：齐鲁证券研究所

■ 未来 3 年行业消费量年均增长率至少为 15%

- 根据中国有色金属加工工业协会的统计，2008 年中国汽车用铝挤压材的消费总量为 9.55 万吨，约占全部汽车用铝材的 10%。参照欧洲汽车铝化率 5.1% 的年均复合增长率，预计 2011 年中国汽车用铝挤压材的总消费量为 21 万吨。

图表 5：汽车行业用铝量及汽车用铝挤压材消费量测算

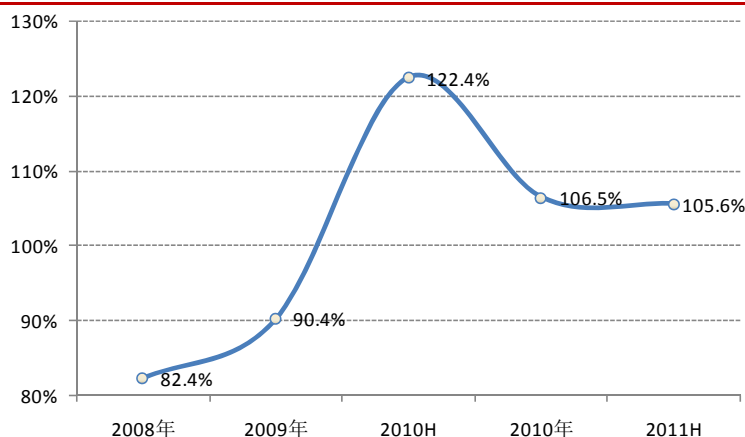
		单位	2010 年	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
汽车产量	汽车	万辆	1824.29	1899.71	2068.99	2254.16	2456.77	2678.49
	乘用车	万辆	1388.67	1485.88	1634.46	1797.91	1977.70	2175.47
	商用车	万辆	435.62	413.83	434.53	456.25	479.06	503.02
汽车产量增速	汽车		32.54%	4.13%	8.91%	8.95%	8.99%	9.03%
	乘用车		33.99%	7.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	商用车		28.14%	-5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
乘用车与商用车占比	汽车		100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	乘用车		76.12%	78.22%	79.00%	79.76%	80.50%	81.22%
	商用车		23.88%	21.78%	21.00%	20.24%	19.50%	18.78%
每辆汽车用铝量		千克	105	110	116	122	128	135
铝挤压材用量占比			10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
汽车行业用铝总量		万吨	191.75	209.87	240.25	275.12	315.17	361.16
汽车用铝挤压材消费量		万吨	19.17	20.99	24.03	27.51	31.52	36.12

来源：齐鲁证券研究所

- 预计 2015 年细分市场容量为 36.1 万吨。保守的预测未来 4 年中国乘用车、商用车的年产量增幅分别为 10% 和 5%，测算出 2015 年中国汽车用铝挤压材的市场容量将达到 36.1 万吨，年均增长率至少 15%。

行业地位：国内汽车轻量化领域的引领者

- 公司作为国内最早涉足汽车用铝挤压材研发生产的专业性企业之一，经过长期的技术积累和市场拓展，再加上迎来了国内汽车产量的爆发性增长时期，近两年公司的产能已经远不能满足下游客户的订单需求，产能扩张势在必行。

图表 6：公司产能利用率


来源：齐鲁证券研究所

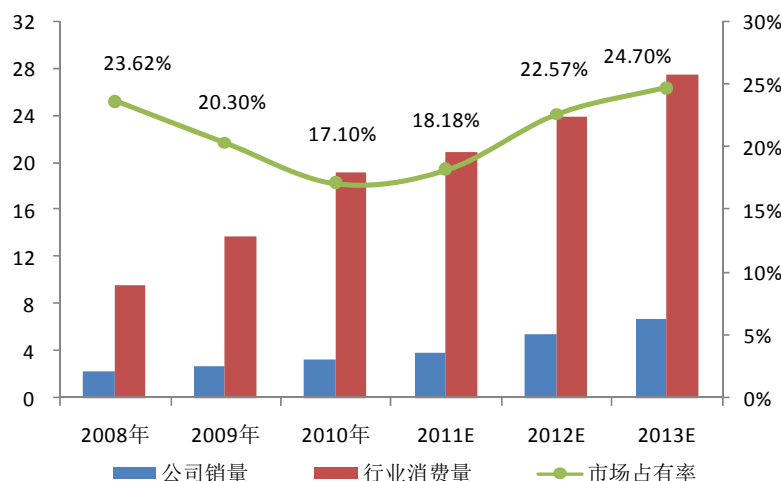
■ 技术优势处于国内同行业的绝对领先地位

- 合金配比、工艺装备、生产经验是铝加工的技术核心。公司使用的合金元素主要包括铜、铁、镁、锌、硅等，如何使用合金元素以确保材料的性能达到最佳是铝加工企业必须首先解决好的问题，合金的种类、比例及添加方式等因素都有讲究。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。
- 由于汽车用铝挤压材生产的特殊性，下游客户对零配件的规格要求也各不相同，因此生产挤压材的装备需要公司特别设计制造，并根据实际生产效果不断进行改进，这同样是一个长期的经验积累过程，企业之间的差距一旦拉开，之间的鸿沟就很难逾越。

■ 产品的市场认可度高

- 由于公司对产品品质的保证，使得公司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。公司多次被客户评为“优秀供应商”或者“合格供应商”。
- 公司目前已经通过了 61 家国内外大型汽车零部件企业的认证，获得汽车零部件企业的认证一般需要一至两年时间，获得认证后除非产品出现重大事故，否则客户不会取消认证，因此公司产品的销路有基本保障。
- 为了保证产品质量和客户满意度，2011 年公司对订单进行筛选，压缩供货周期，保持与大客户的合作关系。目前公司的主要矛盾是产能不足，可以预期未来两年公司产能大幅扩张后的销路基本不成问题。

■ 市场占有率或将随着产能扩张而进一步提高

图表 7：公司产品的市场占有率测算 单位：万吨


来源：齐鲁证券研究所

- 2008 年公司在国内汽车用铝挤压材市场的占有率高达 23.6%；而由于公司产能扩张速度未能赶上行业消费量的增速，虽然公司的产能利用率已经高达 120%，但 2010 年公司产品的市场占有率仍然下降到了 17.1%。随着未来 3 年公司产能的快速扩张，2013 年公司产品的市场占有率有望达到 25% 左右。

■ 产品结构升级是主营业务结构的调整方向

- 产品结构高级化。公司已经有多项产品实现了进口替代，并且越来越多的产品被应用在高端车型上；因此在产能扩张的基础上，产品结构升级亦是公司主营业务的发展方向。
- 单位产品加工费有望持续提升。公司在国内同行业的技术优势意味着公司可以获得高于行业平均水平的产品加工费，而随着产品结构的高级化，单位产品的加工费有望持续提升。

向非汽车领域铝挤压材的扩张时机已经成熟

- 为确保新产能的销量，公司未雨绸缪提前进行新产品研发，产品领域开始向其他工业领域延伸。
- 技术储备是公司实现跨越式发展的有力保障
- 神州载人飞船轻合金技术的研发参与者。凭借公司在铝挤压材领域长期的技术积累，公司参与了神舟五号、神舟六号载人航天飞船轻合金新材料的研发工作，并且获得了政府部门颁发的荣誉证书。
- 亚太地区重要的汽车用铝挤压材供应商。截止 2011 年 6 月底，公司已经拥有授权专利 46 项，另有 24 项专利正在申请中；公司产品已经通过了德国大陆集团、美国德尔福、日本法雷奥、浙江三花等国内外知名的汽车零部件企业的“客户认证”。
- 多项产品实现了进口替代。经过长期的技术积累，公司产品的品质达到了国内同行业的较高水平，多项产品实现了进口替代。

- 获得了国际知名的海洋工程企业订单。除了主营业务之外，子公司海特铝业一直致力于海水淡化用铝合金管的研发，2011 年上半年，海特铝业已经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铝合金产品。
- 空调热交换器的“铝代铜”技术或将为公司带来新的利润增长点
 - 目前公司生产的铝管材主要应用于汽车的热交换系统，由于工作原理的相似性，公司向空调用铝合金管领域的扩张已经不存在明显的技术壁垒，公司少部分管材产品已经应用于空调制冷领域，客户反馈良好。
 - 中国是全球最大的空调生产国，产量约占全球的 80% 左右；2011 年 1-7 月中国空调产量 9860 万台，预计全年总产量或将突破 1.5 亿台。按照 4.5 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 70 万吨，在不考虑铜管加工成本的前提下，按当前铜价水平全行业用铜成本达到 469 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 千克/台，将为空调生产企业节省成本约 270 元/台。
 - 由于当前铝合金管的热交换效率低于铜管，“铝代铜”技术尚未在国内空调制造领域普及。估计当前国内空调领域的铝代铜比率在 10% 以内，对应的市场规模仅有 2.5 万吨/年，如果铝代铜比率提升至 30%，对应的市场规模将扩张至 7.6 万吨/年。

图表 8：国内空调领域“铝代铜”的市场潜力测算 单位：万吨

	12000	13000	14000	15000	16000	17000	18000	19000	20000
10%	2.0	2.2	2.4	2.5	2.7	2.9	3.0	3.2	3.4
15%	3.0	3.3	3.5	3.8	4.0	4.3	4.5	4.8	5.0
20%	4.0	4.4	4.7	5.0	5.4	5.7	6.0	6.4	6.7
25%	5.0	5.5	5.9	6.3	6.7	7.1	7.6	8.0	8.4
30%	6.0	6.6	7.1	7.6	8.1	8.6	9.1	9.6	10.1
35%	7.1	7.6	8.2	8.8	9.4	10.0	10.6	11.2	11.8
40%	8.1	8.7	9.4	10.1	10.8	11.4	12.1	12.8	13.4
45%	9.1	9.8	10.6	11.3	12.1	12.9	13.6	14.4	15.1
50%	10.1	10.9	11.8	12.6	13.4	14.3	15.1	16.0	16.8

来源：齐鲁证券研究所

- 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。
- 海水淡化用铝合金管或将是另一片蓝海

- 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。
- 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,如果能够用一种价格低廉的材料取而代之,将进一步压缩海水淡化成本。
- 受中国众和海水淡化工程公司的委托,公司的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”项目目前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。

雄厚的资本实力或将助推公司实现跨越式发展

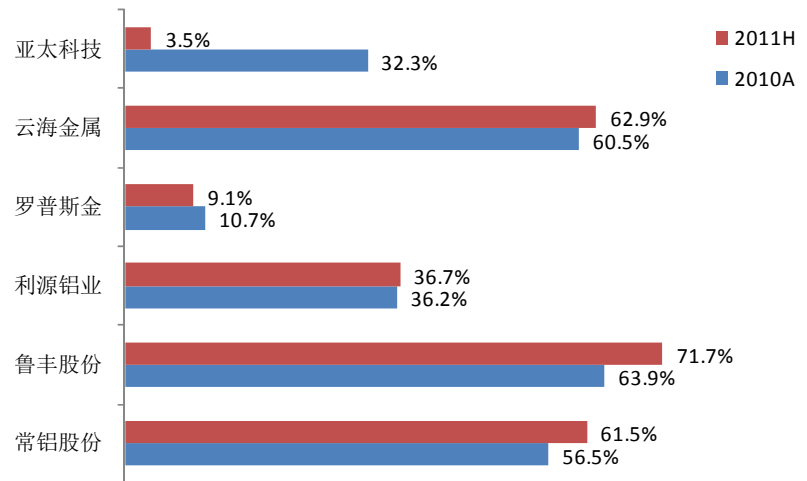
- **第二步与第三步跨越:雄厚的资本实力能否助推公司实现跨越式发展。**公司上市超募资金达到 10 亿元,上市后资产负债率大幅下降至 3.5%,远低于行业平均水平;未来提高超募资金使用效率、平衡资产负债结构将为公司带来雄厚的资本,这些资本能否转化为生产力,进而实现公司的跨越式发展对公司的管理者是一个挑战。

超募资金或将寻求新的投资渠道

- 公司 IPO 共募集资金 16 亿元,其中超募资金 10.3 亿元,占募集资金总额的 64.2%;规模如此之大的超募资金为公司未来可能的扩张提供了有力保证。
- 目前超募资金的使用情况:1)已经使用 3165 万元的超募资金完成了对子公司海特铝业 25%股权的收购,实现了对后者 100%的控股;2)使用约 6000 万元超募资金建设公司的综合型总部。除去这两项投资之外,公司尚有约 9.4 亿元的超募资金未找到合适的投资渠道。

平衡资产负债结构是积累资本的另一个途径

- 公司上市后,资产负债率从 2010 年 12 月底的 32.3%大幅下降至 2011 年 6 月底的 3.5%,已经远远低于其他上市的铝加工企业 30-70%的资产负债率水平,资产负债结构明显不合理。

图表 9：可比公司资产负债率


来源：齐鲁证券研究所

- 2010 年公司总资产净利率高达 17.5%，预计上市后的 2011 年全年仍然高达 7%左右，远高于当前的贷款利率，因此无论从公司投资者还是经营者的角度出发，提高公司的资产负债率都符合其利益。而相对于当前仅有 3.5%的资产负债率，一旦有合适的投资项目，公司可以采取增加负债比例的方式快速获取资金。

延伸产业链或将成为公司的发展战略

- 如何将资本优势转化为生产力是公司管理者必须面对的问题。我们认为公司可能的发展路径包括 3 个方面：1) 继续扩大铝加工产能，但我们认为，除了对现有产能进行技改之外，在募投产能达产之前公司继续大幅新建加工产能的概率不大；2) 延伸现有业务产业链，分享产业链上其他环节的利润，这也是公司实现跨越式发展的理性选择；3) 向其他业务领域扩张。
- 铝加工企业的盈利模式单一，拓展产业链是其发展出路。作为铝加工企业，公司的盈利模式比较单一，且盈利水平的提升对产能扩张有较强的依赖性。因此延伸公司的产业链结构，分享产业链上其他环节的利润，是公司未来发展的重要战略。

公司估值与盈利预测

盈利预测

- 产销量预测假设：1) 根据公司募投项目的投产计划，预计 2011 年、2012 年、2013 年公司的产能分别为 5.4 万吨/年、7.7 万吨/年和 9.9 万吨/年；2) 公司采取“以销定产”的生产方式，预计公司的产能利用率、产销率维持在 95%以上的较高水平。

图表 10：公司产品产销量预测

	单位	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
产能	管材 年/吨	15500	20000	10000	20700	12000	28000	37000	40000
	型材 年/吨	14000	14000	7000	15000	9600	17000	22000	26000
	棒材 年/吨	8000	8000	4000	8000	4000	9000	18000	33000
	合计 年/吨	37500	42000	21000	43700	25600	54000	77000	99000
产能利用率	管材	85.4%	89.9%	116.1%	107.0%	108.5%	100.0%	100.0%	97.0%
	型材	74.3%	86.2%	140.3%	108.7%	106.4%	100.0%	100.0%	97.0%
	棒材	90.5%	98.7%	107.0%	101.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
	合计	82.4%	90.4%	122.4%	106.5%	105.6%	99.2%	98.8%	96.3%
产量	管材 吨	13233	17982	11610	22149	13020	28000	37000	38800
	型材 吨	10406	12074	9822	16305	10214	17000	22000	25220
	棒材 吨	7243	7894	4281	8080	3800	8550	17100	31350
	合计 吨	30882	37949	25713	46534	27034	53550	76100	95370
产销率	管材	102.9%	99.0%	95.9%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
	型材	89.9%	97.6%	92.1%	92.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
	棒材	98.1%	97.2%	96.9%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
	合计	97.4%	98.2%	94.6%	93.9%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
销量	管材 吨	13612	17796	11135	21042	12369	26600	35150	36860
	型材 吨	9359	11779	9047	15001	9704	16150	20900	23959
	棒材 吨	7109	7674	4149	7676	3610	8123	16245	29783
	合计 吨	30080	37250	24331	43718	25683	50873	72295	90602

来源：齐鲁证券研究所

- 营业收入与毛利润预测假设：1) 成本模型估算产品成本；2) 产品加工费参照历史平均水平外推。

图表 2：公司营业收入与毛利润预测

	单位	2008A	2009A	2010H	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
单位产品毛利润	管材 元/吨	8236	8437	8909	9924	8398	9271	9547	10547
	型材 元/吨	2085	1722	1812	2405	3261	2616	2592	3092
	棒材 元/吨	1509	1231	1826	2059	-1341	-29	2147	2947
	平均 元/吨	4742	4820	5083	5930	5216	5772	5941	6129
单位产品成本	管材 元/吨	19764	16496	18435	18626	19436	19759	19983	19983
	型材 元/吨	21458	16506	19138	21001	18044	19914	20938	20938
	棒材 元/吨	20081	15970	18204	18019	22074	21559	19883	19883
	平均 元/吨	20356	16400	18636	19367	19153	19997	20169	20151
单位产品价格	管材 元/吨	28000	24933	27344	28549	27834	29030	29530	30530
	型材 元/吨	23543	18227	20950	23406	21306	22530	23530	24030
	棒材 元/吨	21589	17201	20030	20078	20732	21530	22030	22830
	平均 元/吨	25098	21219	23719	25297	24369	25769	26110	26280
加工费	管材 元/吨	13641	12941	14045	15216	13535	14500	15000	16000
	型材 元/吨	9184	6236	7650	10073	7007	8000	9000	9500

	棒材	元/吨	7230	5210	6731	6745	6433	7000	7500	8300
	平均	元/吨	10739	9228	10420	11964	10070	11239	11580	11750
营业收入	管材	万元	38114	44370	30446	60072	34428	77220	103798	112533
	型材	万元	22034	21471	18953	35110	20674	36386	49178	57573
	棒材	万元	15347	13201	8311	15412	7484	17488	35788	67993
	其他	万元	1936	2060	1470	3040	2030	4000	4000	4000
	合计	万元	77431	81101	59180	113635	64617	135093	192763	242100
毛利率	管材		29.4%	33.8%	32.6%	34.8%	30.2%	31.9%	32.3%	34.5%
	型材		8.9%	9.4%	8.6%	10.3%	15.3%	11.6%	11.0%	12.9%
	棒材		7.0%	7.2%	9.1%	10.3%	-6.5%	-0.1%	9.7%	12.9%
	其他		20.4%	21.0%	24.9%	18.7%	37.6%	35.0%	35.0%	35.0%
	合计		18.9%	22.7%	21.4%	23.4%	21.4%	22.4%	22.8%	23.3%

来源：齐鲁证券研究所

- 测算出 2011 年-2013 年公司 EPS 分别为 0.73 元、1.11 元和 1.47 元。

相对估值与投资建议

- 给予公司 35.9-37.3 的目标价位
 - 选择常铝股份、鲁丰股份、利源铝业、罗普斯金、云海金属等 5 家铝加工企业作为参考指标。5 家公司 2012 年的平均动态 P/E 为 31 倍，当前平均 PB 为 3.81 倍。
 - 给予公司 2012 年 25 倍的动态 P/E 水平，对应的合理价位为 27.5 元/股；考虑到公司当前的资本实力与未来可能实现的跨越式发展，给予公司 30%-35% 的溢价水平，对应的合理价位为 35.7-37.1 元/股。

图表 3：相对估值表

公司	代码	类型	股价	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	PB
常铝股份	002160	铝箔加工	12.87	0.35	0.41	37	31	6.40
鲁丰股份	002379	铝箔加工	13.35	0.25	0.38	53	35	2.38
利源铝业	002501	铝挤压材加工	25.19	0.72	0.90	35	28	3.99
罗普斯金	002333	铝挤压材加工	12.35	0.30	0.46	41	27	2.58
云海金属	002182	镁铝材加工	11.70	0.20	0.34	59	35	3.72
平均						45	31	3.81
亚太科技	002540	铝挤压材加工	23.45	0.73	1.10	32	21	2.31

来源：齐鲁证券研究所

- 公司具有较高的安全边际
 - 不考虑未来可能的业务领域扩张，现有业务的盈利能力增长水平亦值得投资者期待。

风险提示

- 公司虽然有向产业链横向和纵向扩张的实力和需要，但不能保证中短期内公司在业务扩张方面有实质性的进展，对公司盈利的贡献也具有不

确定性;

- 国内汽车产量增速大幅下降, 导致公司产品产销率大幅下降风险;
- 公司募投产能投产时间不确定性风险;
- 原材料电解铝价格大幅波动风险;
- 电力、人工费用快速增长, 导致公司产品毛利润大幅下降风险。

图表 4: 盈利预测表

损益表 (人民币万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	81,101	113,635	135,093	192,763	242,100
增长率	4.7%	40.1%	18.9%	42.7%	25.6%
营业成本	-62,681	-86,998	-104,832	-148,901	-185,640
% 销售收入	77.3%	76.6%	77.6%	77.2%	76.7%
毛利	18,420	26,637	30,261	43,862	56,460
% 销售收入	22.7%	23.4%	22.4%	22.8%	23.3%
营业税金及附加	-276	-411	-608	-867	-1,089
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1,584	-1,862	-2,161	-3,084	-3,874
% 销售收入	2.0%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
管理费用	-4,057	-8,922	-10,132	-13,493	-15,736
% 销售收入	5.0%	7.9%	7.5%	7.0%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	12,504	15,441	17,360	26,417	35,760
% 销售收入	15.4%	13.6%	12.9%	13.7%	14.8%
财务费用	-401	-829	90	2,532	2,492
% 销售收入	0.5%	0.7%	-0.1%	-1.3%	-1.0%
资产减值损失	-567	-98	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	11,536	14,515	17,450	28,948	38,252
营业利润率	14.2%	12.8%	12.9%	15.0%	15.8%
营业外收支	30	302	1,500	0	0
税前利润	11,566	14,817	18,950	28,948	38,252
利润率	14.3%	13.0%	14.0%	15.0%	15.8%
所得税	-1,849	-1,990	-2,843	-4,342	-5,738
所得税率	16.0%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	9,717	12,827	16,108	24,606	32,514
少数股东损益	394	709	948	1,447	1,913
归属于母公司的净利润	9,323	12,118	15,160	23,159	30,602
净利率	11.5%	10.7%	11.2%	12.0%	12.6%
现金流量表 (人民币万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	9,717	12,827	16,108	24,606	32,514
少数股东损益	0	0	948	1,447	1,913
非现金支出	2,695	2,225	3,371	5,618	7,339
非经营收益	476	688	-1,378	0	0
营运资金变动	-16,354	-13,857	-29,060	-25,845	-23,119
经营活动现金净流	-3,466	1,883	-10,011	5,826	18,647
资本开支	3,044	4,702	13,500	16,000	9,000
投资	0	0	0	0	0
其他	1,655	0	0	0	0
投资活动现金净流	-1,389	-4,702	-13,500	-16,000	-9,000
股权募资	0	0	142,736	0	0
债权募资	3,065	6,624	14,356	9,343	5,441
其他	-685	-997	-123	0	0
筹资活动现金净流	2,380	5,627	156,969	9,343	5,441
现金净流量	-2,476	2,807	133,458	-831	15,088
资产负债表 (人民币万元)					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	5,854	7,161	139,672	137,393	150,568
应收款项	22,451	23,656	43,128	61,539	77,290
存货	10,308	12,453	22,977	32,636	40,688
其他流动资产	3,239	2,812	3,355	4,765	5,940
流动资产	41,853	46,081	209,131	236,333	274,486
% 总资产	65.5%	55.6%	81.2%	80.1%	81.9%
长期借款	0	0	0	0	0
固定资产	17,928	32,665	44,412	54,910	56,682
% 总资产	28.0%	39.4%	17.2%	18.6%	16.9%
无形资产	4,016	3,959	3,841	3,725	3,614
非流动资产	22,090	36,858	48,487	58,869	60,529
% 总资产	34.5%	44.4%	18.8%	19.9%	18.1%
资产总计	63,943	82,939	257,618	295,201	335,016
短期借款	11,500	11,124	32,480	41,822	47,263
应付款项	5,223	6,446	6,729	7,932	8,883
其他流动负债	1,753	46	1,241	3,674	4,582
流动负债	18,476	17,616	40,450	53,428	60,728
长期贷款	0	7,000	0	0	0
其他长期负债	2,162	2,192	2,192	2,192	2,192
负债	20,638	26,808	42,643	55,620	62,920
普通股股东权益	40,848	52,966	210,862	234,021	264,623
少数股东权益	2,456	3,165	4,113	5,560	7,473
负债股东权益合计	63,943	82,939	257,618	295,201	335,016
比率分析					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标					
每股收益 (元)	0.777	1.010	0.729	1.113	1.471
每股净资产 (元)	3.404	4.414	10.138	11.251	12.722
每股经营现金净流 (元)	-0.289	0.157	-0.527	0.211	0.805
每股股利 (元)	0.200	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	22.82%	22.88%	7.19%	9.90%	11.56%
总资产收益率	14.58%	14.61%	5.88%	7.85%	9.13%
投入资本收益率	21.46%	19.92%	13.69%	15.59%	18.01%
增长率					
营业总收入增长率	4.74%	40.11%	18.88%	42.69%	25.59%
EBIT 增长率	24.35%	23.49%	12.43%	52.17%	35.37%
净利润增长率	13.28%	29.98%	25.11%	52.76%	32.14%
总资产增长率	36.02%	29.71%	210.61%	14.59%	13.49%
资产管理能力					
应收账款周转天数	58.1	58.7	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	45.8	47.7	80.0	80.0	80.0
应付账款周转天数	10.8	16.3	19.0	15.0	13.0
固定资产周转天数	64.6	45.1	54.2	58.1	54.0
偿债能力					
净负债/股东权益	13.04%	19.53%	-49.86%	-39.89%	-37.97%
EBIT 利息保障倍数	31.2	18.6	-192.2	-10.4	-14.4
资产负债率	32.28%	32.32%	16.55%	18.84%	18.78%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308