

亚太科技(002540)深度研究报告

谨慎推荐

产能进入释放期 市场开拓左右成长前景

首次评级

有色金属/铝

发布时间: 2012 年 3 月 22 日

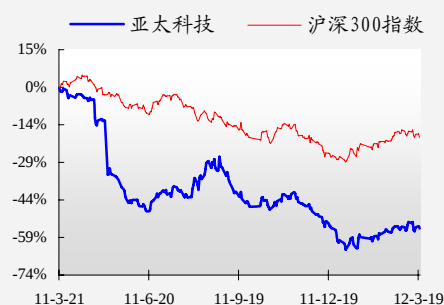
投资要点:

- **募投项目产能逐步释放。**公司 IPO 募投项目产能逐步投放, 2011 年新增产能近 2 万吨, 产量约 8000 吨, 2012 年, 亚通将贡献产能 3.5 万吨, 产能的逐步到位, 为公司通过产量增长推动业绩上升提供了保障。
- **汽车用铝管材业务走向成熟。**该业务贡献了公司 50% 多的营收和近 80% 的营业利润, 毛利率约 30%, 是公司的核心产品。目前公司已在该市场中占据较高的市场份额, 并已成功打入主要汽车零部件生产商的供应链。继续高速增长的空间有限。
- **强化新产品市场开拓, 推动业绩增长。**2012 年, 借助客户资源优势, 公司将强化对募投项目新产品市场的开发力度, 由于基数不大, 制动系统用铝型材、可锻高强度铝镁硅合金棒材、耐磨高硅铝合金棒材等产品的国产化, 无缝铝合金复合管得到客户认可, 其产销量存在爆发式增长的可能。
- **盈利预测与估值。**我们预计, 公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.63 元、0.85 元和 1.15 元, 对应当前股价的 PE 水平分别为 26 倍, 19 倍和 14 倍。给予公司 **谨慎推荐**评级。
- **催化因素:** 关注, 汽车行业产销数据、公司通过关键客户认证或取得订单、公司超募资金使用、海特铝业搬迁补偿进展等对公司股价的催化作用。
- **风险提示:** 募投项目产能释放与需求不及预期风险。汽车用铝挤压材行业需求增速放缓风险、竞争加剧风险; 铝价波动风险; 海特铝业搬迁风险等。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2010	113,635	40.1%	12,118	30.0%	1.01	22.9%	27.8
2011E	129,998	14.4%	13,053	7.7%	0.63	6.1%	25.6
2012E	193,976	49.2%	17,751	36.0%	0.85	7.9%	19.0
2013E	242,427	25.0%	23,819	34.2%	1.15	9.9%	14.0

走势图



市场数据

2012/3/21

收盘价:	16.15 元
52 周最高价:	34.93 元
52 周最低价:	12.50 元
平均持仓成本:	15.54 元

基本数据

2011Q3

总股本 (万股):	20,800
流通 A 股 (万股):	20,800
每股收益 (元):	0.46
每股净资产 (元):	10.29
每股经营现金流 (元):	-0.49
市净率:	1.57

分析师: 陈炳辉

执业证书编号: S0550511070002

TEL: (8621)20361131

FAX: (8621)20361159

Email: chenbh@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、 亚太科技：专注于汽车用铝挤压材的生产商

亚太科技是一家铝挤压材生产商，从事精密铝管、专用型材和高精度棒材等汽车铝挤压材及其他工业铝挤压材的研发、生产和销售，产品应用于汽车、商用空调、纺织等行业。公司的主营产品是汽车用精密铝管、专用型材和高精度棒材，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，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。

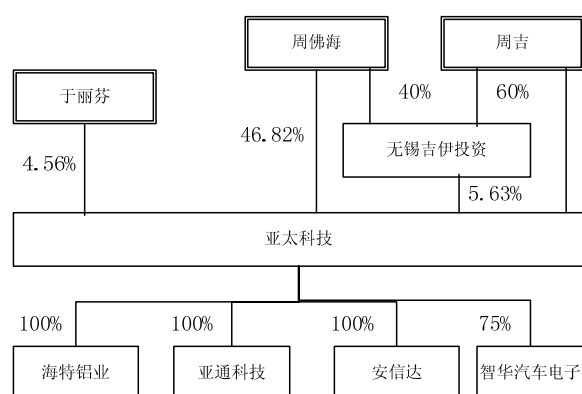
图 1 公司主要产品

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，东北证券。

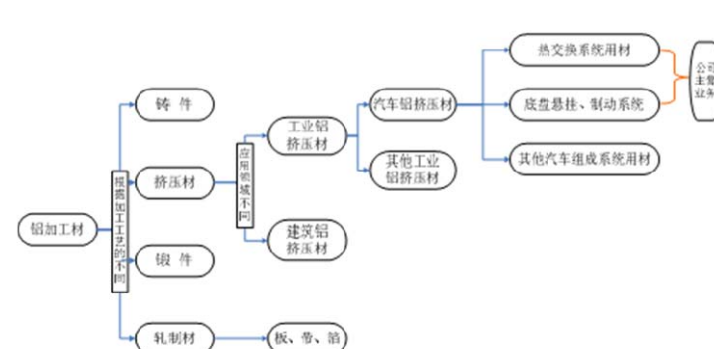
目前公司拥有 4 家子公司，其中智华汽车电子是公司 2011 年成立的从事汽车电子行业的控股子公司。海特铝业、亚通科技和安信达都从事铝合金熔铸、加工业务，其中亚通科技是公司 IPO 募投项目的执行主体，而安信达是公司于 2011 年收购的一家铝合金制造企业。

图 2 公司的股权与组织结构



资料来源：WIND，东北证券。

图 3 公司所处产业链

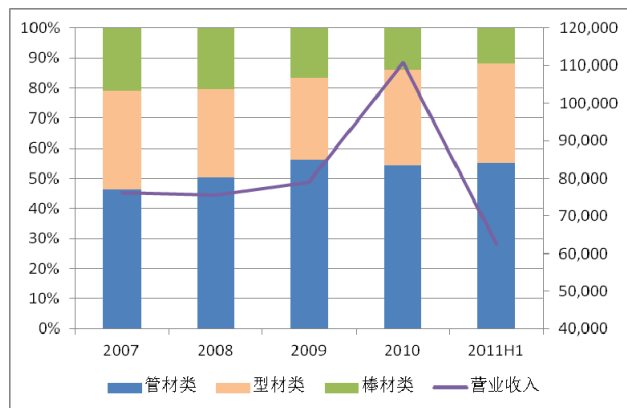


资料来源：WIND，东北证券。

铝管材是公司利润的关键来源。2011 年上半年，公司实现营业收入 64,616.79 万元，较上年同期增长 9.19%；营业利润 6,879.97 万元，较上年同期下降 12.16%；归属于上市公司股东的净利润为 6,792.64 万元，较上年同期增长 5.69%。在公司的营收与利润结构当

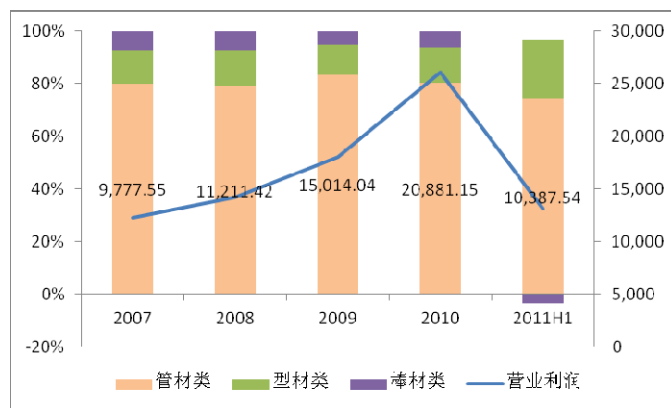
中，管材业务的贡献比例都大于 50%，尤其是利润贡献比例达到了近 80%，要较收入占比要高许多。

图 4 铝管材业务贡献了 50% 多的营业收入



资料来源：WIND，东北证券。

图 5 铝管材业务贡献了 70% 多的营业利润



资料来源：WIND，东北证券。

近几年来，在汽车行业迅速发展，销售量猛增的带动下，公司的营业收入和利润呈稳步增长，2012 年，随着公司募投项目的建成、投产，公司的业绩仍将维持稳定增长的势头。

二、 汽车铝化、产量提升与国产化，推升汽车用铝挤压材产销量

目前，公司的铝挤压材主要应用于汽车行业，占比在 70% 以上。汽车用铝挤压材的成长前景与竞争环境，是影响公司发展的关键因素。

（一） 汽车用铝挤压材前景依旧较好

1. 汽车轻量化提升铝在汽车中的应用量。

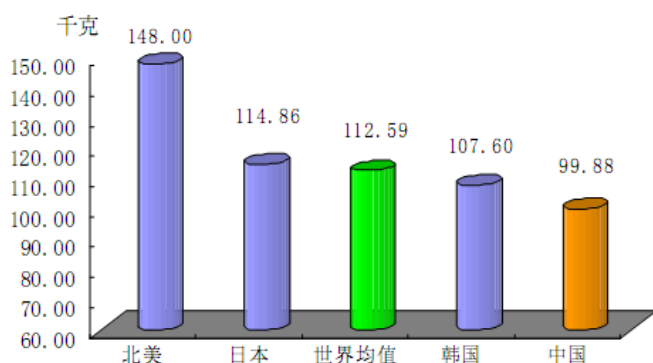
降低能耗，改进汽车性能，汽车轻量化渐成趋势。自上世纪 70 年代以来，面对能源危机以及日益恶化的环境问题，发达国家政府与汽车制造业企业，开展了汽车轻量化等新技术的开发，以降低车辆的燃油消耗和尾气排放。例如，若汽车整车重量降低 10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整车质量每减少 100 公斤，百公里油耗可降低 0.3-0.6 升。油耗降低使 CO₂、CO、NO₂ 等有害物质排放减少，如车辆每减重 100 公斤，二氧化碳排放可减少约 5 克/公里，将大幅度减轻汽车尾气对空气污染。

铝合金作为最轻的金属结构材料，减重效果显著，在汽车业得到广泛的应用。研究表明，汽车每使用 1kg 铝，可降低自身质量 2.25kg，减重效应高达 125%。同时在汽车整个使用寿命期内，还可减少废气排放 20kg。即用铝的减重和排放效果比为 1:2.25:20。铝合金代替传统的钢铁制造汽车，可使整车质量减轻 30%~40%，制造发动机可减重 30%，制造缸体和缸盖可减重 30%~40%。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，铝合金代替铸铁和钢材制品件有显著的减重效果，汽车铝合金车轮减重效果也很明显。

2. 铝性价比优势，推动汽车用铝量的增长。

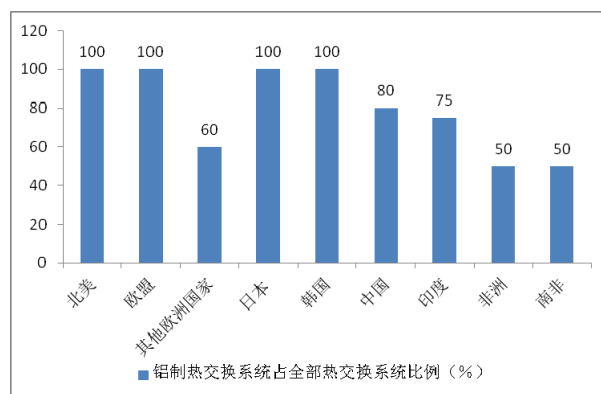
与轻量化相呼应，铝合金的性价比优势也推动了汽车用铝量的提升。例如，与铜相比，铝在比重较小的同时，其价格也仅为铜的 1/3-1/4，2003 年以来，铜价高企，这使铝具有的性价比优势得到了强化。在西方许多国家铝已经完全取代铜用于制造汽车热交换系统。

图 6 2009 年全球主要国家与地区单车铝材用量预测图



资料来源：WIND，东北证券。

图 7 铝制热交换系统已占热交换系统主体

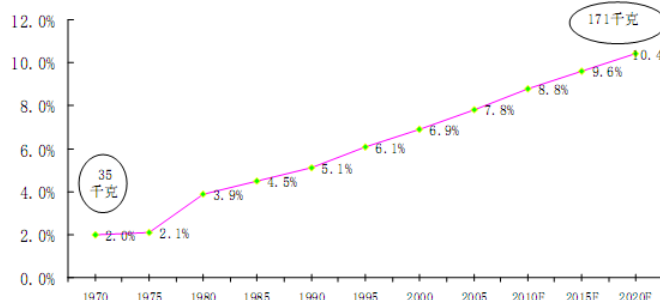


资料来源：WIND，东北证券。

3. 汽车用铝材逐步提升

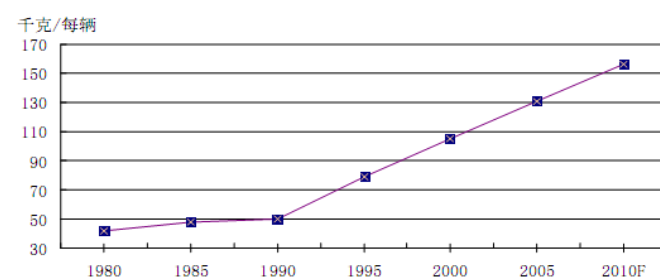
自 20 世纪 70 年代以来，汽车用铝量显著提升，在北美，铝材占汽车重量的比例从 2% 提升至如今的约 8.8%；在欧洲，汽车单车用铝量也有显著的提升，从 1990 年的 50 公斤增长到 2005 年的 131 公斤，15 年间增长了 1.62 倍，预计到 2010 年还将增加 25 公斤，达到 156 公斤。

图 8 北美汽车铝材占整部汽车总重比例逐步提升



资料来源：WIND，东北证券。

图 9 1980 年 - 2010 年，欧洲汽车单车用铝量

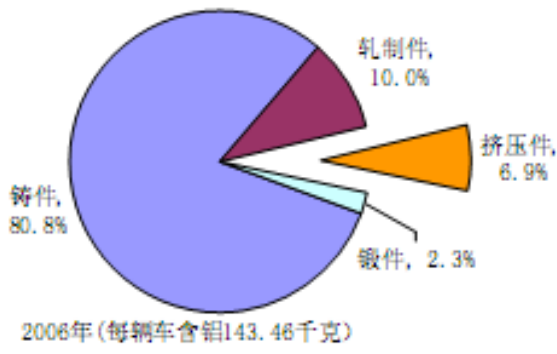


资料来源：WIND，东北证券。

4. 汽车用铝材中铝挤压材占比稳步提升。

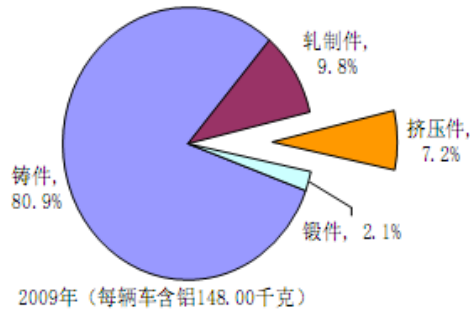
汽车用铝主要采用的是铸造工艺，挤压铝材的使用量占汽车用铝材的 7% 左右，但近来，北美汽车用铝挤压材的使用量逐步提升，其占比从 2006 年的 6.9% 提升至 2009 年的 7.2%。目前，汽车用铝挤压材主要用于热交换系统、底盘悬挂系统、制动系统等。

图 10 北美 2006 年汽车用铝各工艺铝材占比图



资料来源：WIND，东北证券。

图 11 北美 2009 年汽车用铝各工艺铝材占比图

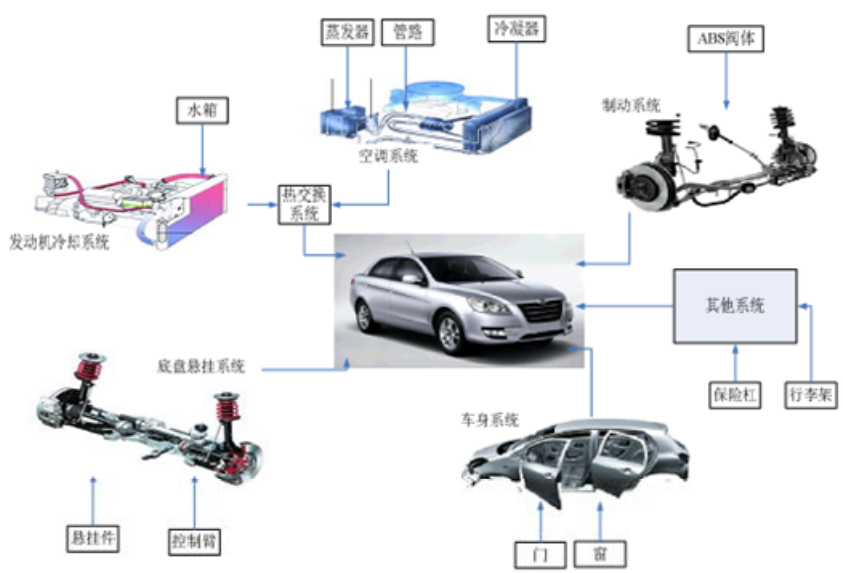


资料来源：WIND，东北证券。

5.我国汽车用铝材仍具发展空间。

汽车铝化提升汽车铝材使用量。在国际横向比较中，2009 年美国单辆汽车铝使用量已经达到了 148 千克，而我国的单车铝使用量还只有 100 千克，单车的成长空间还高达 50%。与此同时，我们也看到，我国汽车铝制热交换系统占热交换系统的比例也停留在 80%，离北美和欧盟的全铝化仍存在一些空间。

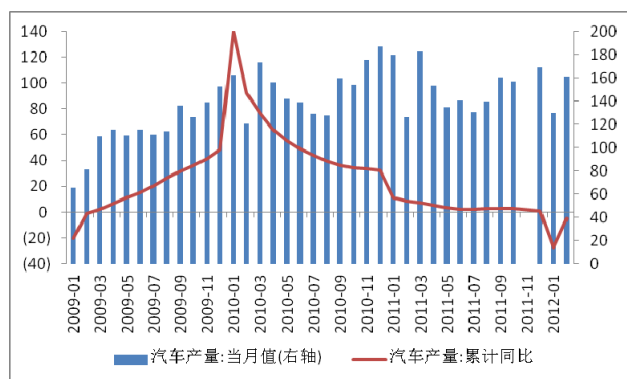
图 12 铝挤压材在汽车上的应用部位



资料来源：WIND，东北证券。

我国汽车产量增长前景仍具潜力。在经过了 21 世纪初的高速发展期之后，我国汽车产量的增长步伐在 2011 年有所放缓，2011 年汽车产量的增长率只有 1%。在今年前两个月，汽车的销售量合计的同比甚至出现了 4.90% 的负增长。这可能是季节性因素的影响。在未来，我们预计，未来汽车产量将进入到稳定增长的阶段，预计汽车产量的增长率将以 5% 为中轴变化。

图 13 我国汽车产量进入稳定增长期



资料来源：中汽协，WIND，东北证券。

图 14 公司的主要客户



资料来源：WIND，东北证券。

因此，我们预计，在上述两个因素的推动之下，汽车用铝材，将保持约 10%左右的年需求增长率，而汽车用铝挤压材的增长率还要高约 1 个百分点。

6. 汽车用铝挤压材业务具有较高的进入壁垒

汽车用铝挤压材业务的进入壁垒包括客户认证壁垒、技术壁垒等，又以客户认证壁垒最高。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/TS16949 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，需要对产品的质量及其稳定性等进行综合的评价与试验。通常而言，铝材企业通过客户认证需要 6 个月到 2 年时间不等。通过资格认证是铝材企业与下游零部件企业建立供销关系的前提，铝材企业，只有提供性价比更高，性能更为稳定的产品，对客户响应更为积极、及时，才能获得客户的订单。通过资格认证等重重壁垒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，甚至于进行协作开发，上升为合作伙伴关系。因此，客户认证壁垒在很大程度上限制了潜在竞争者的进入。

（二）公司是国内汽车用铝挤压材的主要供应商

亚太科技，自成立之初便在汽车用铝挤压材、其他工业材领域耕耘。受益于我国汽车行业的飞速发展，公司的生产规模与财务指标快速增长。到 2010 年底，公司铝挤压材的产能达 4.37 万吨，产量达 4.65 万吨。

公司是我国汽车铝挤压材的主要供应商。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，公司市场占有率超过 20%。

公司产品已获得优质客户的认可。凭借公司在汽车用铝挤压材行业的丰富生产经验和积累，公司已经通过了国内及全球 60 多家汽车零部件商认证，例如德国大陆集团、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，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。公司产品通过这些汽车零部件供应商，应用于奔驰、宝马、法拉利、别克、奥迪等国内外知名汽车品牌。

（三）募投项目投产，为公司业绩增长提供保障

2011年初，公司在中小板上市，募集了10个多亿资金，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和高性能无缝铝合金复合管研究及其产业化扩建项目。前一项目由亚通科技承担，项目达产后将增加5万吨汽车用铝挤压材产能；后一项目由亚太科技承担，项目达产后将增加7000吨产能。

表1 公司产能分布

厂区	熔铸	挤压（万吨）			备注
		2011	2012	2013	
亚太科技	✓	3.8	3.8	3.8	挤压机8台，其中铝管项目2台
海特铝业	✓	1.1	1.1	1.1	5台
亚通科技	✓	1.5	3.5	5.0	5台
安信达	8万吨（产量3500吨/月）	-	-	-	
合计		6.4	8.5	9.9	

资料来源：招股说明书，东北证券。

截至目前，两个募投项目都已经投产。其中亚通科技在2011年已经增加1.5万吨产能，公司在2010年基础上增加了约8000吨的产量。预计，亚通科技2012年将新增产能3.5万吨。无缝复合管项目预计在2012年产量为3000-4000吨，并力争在2013年满产。

表2 公司募投项目将增长5.7万吨产能

序号	产品名称	设计产能（吨）
1	精密热交换铝管	20,000
2	制动系统用铝型材	12,000
3	可锻高强度铝镁硅合金棒材	15,000
4	耐磨高硅铝合金棒材	3,000
5	高性能无缝铝合金复合管	7,000
	合计	57,000

资料来源：招股说明书，东北证券。

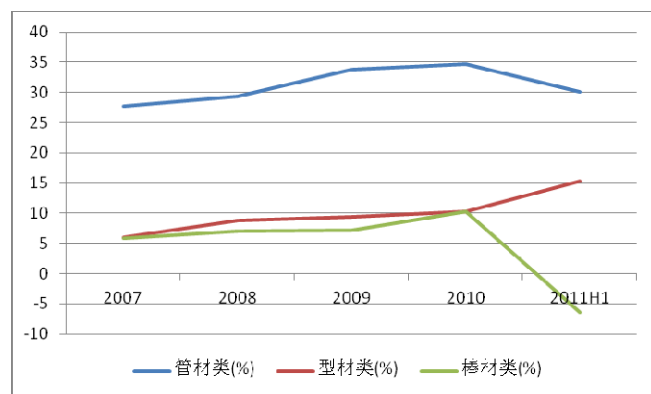
（四）铝管材业务已渐成熟，是公司利润的支撑

公司的核心产品是汽车用精密热交换铝管，是铝管产品的主体。目前铝管类产品占公司2011年上半年的营收比例为55%，但在利润结构中占比达到了近80%，铝管类产品的毛利率达到了30%上下，要远高于其他产品的毛利率。

相比之下，铝型材、棒材的创收能力较弱。近年来，铝型材与棒材产品，在公司营

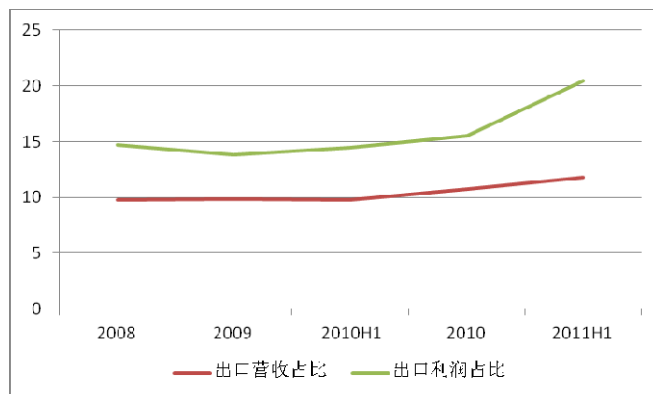
收中占的比例始终维持在 40-50%之间，没能取得较大突破，这些产品的毛利率也在 10% 左右徘徊，尤其是进入到 2011 年，受公司新产能转固，调试的影响，棒材类产品的毛利率还显著下降至-6.47%。

图 15 公司管材、棒材毛利率水平有所走低



资料来源：WIND，东北证券。

图 16 公司出口贡献了 20% 利润



资料来源：WIND，东北证券。

公司当前的产品与利润结构表明，公司已经在汽车用铝管材市场中已经占据有利的竞争位置，其市场占有率较高，并已经与高内外知名企业形成了长期稳定的供应协作关系。铝管业务已成为公司的成熟业务，是公司利润的支撑。但公司要继续依靠铝管业务推动公司成长，面临着较大的困难，一是汽车用铝管市场的竞争结构已经较为稳定，继续扩大市场份额会遭到同行的强烈回应；二是，公司已经基本上实现对主要用户的覆盖，客户的开拓空间不大。因此，公司业绩的增长还需要依靠新产品和新业务的拓展。

表 3 公司铝材产量逐步提升

	2007	2008	2009	2010H1	2010	2011H1
产能(吨)	32,000.00	37,500.00	42,000.00	21,000.00	43,700.00	25,600.00
产量	29,217.78	30,881.86	37,948.88	25,712.83	46,538.44	27,036.71
其中 管材产量	12,228.99	13,232.87	17,981.50	11,609.97		

资料来源：WIND，东北证券。

(五) 进入新产品，挖掘汽车用铝材的国产化潜力

在汽车用铝管材市场发展空间有限的情况下，公司将新产品的开发、新市场的开拓作为公司发展的着力点。

1. 通过募投项目，公司将做大做强汽车用铝型材和棒材业务。

通过募投项目建设，公司将增加制动系统用铝型材、可锻高强度铝镁硅合金棒材、耐磨高硅铝合金棒材、高性能无缝铝合金复合管等新产品的产能 3.7 万吨。

公司汽车用铝型材和棒材业务具有一定的成长空间和可能性。在 2010 年，这些新产品在公司的产品结构中占比非常小，与此同时，这些产品的国内外市场需求不小，而且

我国相关产品主要需要依赖进口，因此，公司这些新产品具有成长的空间和可能性

表 4 募投项目铝材的应用领域和公司市场开拓情况

	产量 (2009)	市场需求	产能 扩张 计划	应用领域与市场开拓状况
精密热交换铝管	17395	16.56 万吨	2	
制动系统用铝型材	1159	5-6 万吨	1.2	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。主要应用在上海大众和上海通用旗下部分车型上。
可锻高强度铝 镁硅合金棒材	447	国内 2.5 万吨	1.5	主要用于生产汽车控制臂。目前，汽车控制臂所使用的铝棒材主要依赖进口。
耐磨高硅铝 合金棒材	105.4	估计 2009 年： 国内：5000 吨以上 全球：约 6 万吨	0.3	主要用来生产汽车空调压缩机中的活塞。目前，国内高端汽车空调。压缩机活塞主要从日本、韩国等国家进口。该产品已成功配套汽车整车市场，目前主要为上海三电贝洱配套生产，对应车型为上海大众帕萨特等。
高性能无缝 铝合金复合管	559.69	2.5 万吨	0.7	已成功应用于大众、宝马、福特、克莱斯勒等多款车型上。产品质量和公司品牌获得市场的认可，已发展客户 50 余家，例如上海德尔福、上海贝洱、天津三电等。部分产品外销跨国汽车零部件商世界各地工厂。部分产品还打入了商用空调领域。

资料来源：招股说明书，东北证券。

公司拥有技术与客户资源，为汽车用铝型材和棒材业务的开拓提供可行性。在技术方面，经过公司的自主研发，公司已经形成了“具有优良可锻性的高强度铝镁硅合金及其生产方法”、“一种生产高硅铝合金的方法”等发明专利为可锻高强度铝镁硅合金棒材、耐磨高硅铝合金棒材的生产提供支撑。同时，高性能无缝铝合金复合管的关键技术也来源于国家 973 项目。在客户资源方面，公司凭借在汽车用铝挤压市场中多年的生产经营，积累了大量优质客户，在新产品的市场开发过程中，公司可以利用与下游客户之间的协作关系，有效地降低行业与客户认证壁垒，简化认证流程、节约时间。通过对客户的共享也将带动新产品产量的增长。

表 5 募投项目各铝材是公司新产品，未来成长空间大

	2008 年度	2009 年度	2010 年 1-6 月
制动系统用铝型材		1,159.33	1,595.14
可锻高强度铝镁硅合金棒材	216.21	446.83	398.82
耐磨高硅铝合金棒材	54.21	105.4	90.19
高性能无缝铝合金复合管	66.49	586.77	478.9

资料来源：招股说明书，东北证券。

由此可见，公司具备将上述产品国产化，替代进口的实力。而这也将成为公司业绩

的主要驱动力之一。

表 6 公司在募投项目各铝材上的技术与专利基础

	技术与专利
可锻高强度铝镁硅合金棒材	公司于 2006 年开展自主研发，2008 年取得了实质性突破，公司获得了“具有优良可锻性的高强度铝镁硅合金及其生产方法”发明专利。 公司生产的可锻高强度铝镁硅合金棒材被江苏省科学技术厅评为“高新技术产品”。
耐磨高硅铝合金棒材	公司自 2006 年开展自主研发，获得了“一种生产高硅铝合金的方法”发明专利，基于该技术生产的耐磨高硅铝合金棒材被江苏省科学技术厅评为“高新技术产品”。
高性能无缝铝合金复合管	项目产品的关键技术主要来源于中南大学国家 973 项目“提高铝材质量的基础研究”和国家 863 项目“高性能铝镁钎合金研究”的研究成果。

资料来源：招股说明书，东北证券。

2.超募资金投入加快热交换平行流铝合金管的研发与投产进程

公司于 2011 年 9 月 20 日公告，使用 1.42 亿元超募资金进行 9,900 吨/年（其中，5,000 吨为新增产能）热交换平行流铝合金管生产线技改项目。项目研发及建设期 3 年，预计在 2014 年 6 月之前完成投入使用，预计可实现年销售收入 35,640 万元、利润总额 4,300 万元。项目开发生产的汽车冷凝器用热交换平行流铝合金管各项技术性能指标将满足顾客对国外同类产品的质量技术要求，并替代进口，从而优化公司产品结构，巩固和提高公司在行业内的核心竞争能力和行业地位。

3.挖掘出口潜力

出口业务成为公司 2012 年开始重点拓展的领域之一。目前公司出口业务的营收占比约为 10%，近几年来，公司出口营收的稳步增长，产品主要流向欧美跟东南亚。出口业务的毛利率都较高，在 30%以上，这要高于国内销售产品的毛利率水平，因此，公司的利润结构当中，出口业务的贡献在 2011 年上半年超过了 20%。未来公司将继续加大对出口业务的开拓力度，为产能释放提供需求保障。

三、 打开非汽车铝材业务的成长空间

公司的产品除主要应用汽车领域外，还应用于商用空调、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。目前主要的开拓方向有：

1. 商用空调用铝管

性价比优势推动铝管材在空调中的应用。与汽车热交换系统类似，铝管材也可用于商用空调，承担热交换功能。在铜价走高，铝的性价比优势不断显现的背景下，用铝管作为空调连接管的情况越来越普遍，特别是在商用空调上。

公司将利用在汽车用铝管市场上丰富的生产经验，将产品的应用领域向商用空调拓

展。两个领域中铝管承担的职能相当，对铝管材的要求具有很高的相似性。这使公司可以借鉴在汽车用铝管业务上取得的经验。

未来，铝性价比优势将维持较长时期，空调行业，铝代铜的趋势的进程或将得到维持。从而，为公司拓展商用空调铝管市场提供良好的环境。

2. 海水淡化用铝管

海水淡化是解决水危机的有效手段。随着水资源短缺形势日益严峻，海水淡化水在一些沿海缺水国家和地区的经济和社会发展中发挥了重要作用。以色列 70% 的饮用水来源于海水淡化水，2005 年日产海水淡化水量达 73.8 万立方米；阿联酋饮用水主要依赖海水淡化水，2003 年日产海水淡化水量达 546.6 万立方米；意大利西西里岛 500 万居民，2005 年日产海水淡化水量为 13.5 万立方米，约占全部可饮用水源的 15—20%。

我国将大力发展海水淡化。中国水资源丰富，但人均水资源却很匮乏，是世界最缺水的国家之一。尤其是贡献超过 60%GDP 的沿海地区，已处于联合国环境规划署划定的“极其缺水”的水平。依靠海水淡化来解决我国面临的水资源问题，成为我国政府重点关注的方案之一。根据国务院办公厅《关于加快发展 海水淡化产业的意见》，到 2015 年，我国海水淡化能力达到 220 万-260 万立方米/日（目前约为 50 万立方米/日），对海岛新增供水量的贡献率达到 50%以上，对沿海缺水地区新增工业供水量的贡献率达到 15%以上；海水淡化原材料、装备制造自主创新率达到 70%以上；在此期间，我国将实施海水淡化示范工程。到 2015 年建成 2 个日产能 5 万-10 万吨的国家级海水淡化重大示范工程和 20 个日产能万吨级海水淡化示范工程。

管材是海水淡化的关键材料之一。目前，海水淡化的技术方法主要分为热法和膜法两类，四种方法，即多级闪蒸法（MSF）、低温多效蒸馏（LT-MED）、电渗析法（ED）和反渗透膜法（RO）。其中，热交换合金管是多级闪蒸、低温多效蒸馏海水淡化装置的重要管材。

热交换合金管的主要材料是钛合金管和铜合金管，成本较高。海水淡化装置用热交换合金管需要优异的耐腐蚀性和热传输效率，目前主要使用钛合金管和铜合金管。但是不论是钛管还是铜管，其生产成本都非常高，如能使用实现以铝合金管作为材料，将大幅降低海水淡化装置的成本，提升海水淡化装置的应用前景。

海水淡化用高耐腐蚀铝合金管是公司的重点研发项目。应中国众和海水淡化工程有限公司委托，公司会同天津海水淡化研究所，研制开发一种耐海水腐蚀的铝合金材料取代钛合金，以解决钛合金安装成本高等缺点。

公司海水淡化用高耐腐蚀铝合金管已取得了实质性进展。截至 2011 年 6 月 20 日，海特铝业实际向客户中国电子工程设计院提供海水淡化用铝管 27.1018 吨，向 IDE Technologies Ltd. 供货 19.472 吨，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。

随着技术的进步，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。未来铝合金管可能成为海水淡化管的材料得到大规模应用。

3.汽车电子

公司于 2011 年 12 月 31 日公告，使用自有资金与苏州华业汽车科技发展有限公司、北京智华驭新汽车电子技术开发有限公司合计出资 2,000 万元（公司股权占比 75%）投资设立“苏州智华汽车电子有限公司”，主营车载摄像头、车道偏离报警控制器、倒车影像、全景显示等汽车电子产品。

四、 盈利预测与估值

按照前述对公司业务前景与产能投放的介绍，我们在业绩预测时，对公司的经营状况作出如下假设：

1. 公司各产品的产量将稳步增长。
2. 公司的加工费随成本提升及产品结构转换小幅上涨。
3. 公司管材业务毛利率稳定，但型材与棒材产品毛利率随产品结构优化，产能利用率提升而提升。
4. 假设公司的有效税率为 15%。

表 7 盈利预测假设

		2011E	2012 E	2013 E	2014 E
加工费	管材类	1.35	1.43	1.45	1.45
	型材类	0.71	0.75	0.78	0.78
	棒材类	0.55	0.59	0.59	0.59
产量	管材类	24700.00	35000.00	43000.00	45000.00
	型材类	19000.00	23900.00	28000.00	28000.00
	棒材类	7850.00	19200.00	24800.00	24800.00
毛利率	管材类	30.45	31.59	31.46	31.13
	型材类	11.05	13.10	13.97	13.84
	棒材类	0.56	4.42	6.35	6.29

资料来源：东北证券。

根据上述假设，我们预计，公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.63 元、0.85 元和 1.15 元，对应当前股价的 PE 水平分别为 26 倍，19 倍和 14 倍。

根据公司业务的情况，我们认为，公司汽车用铝管材业务已经趋于成熟，将随汽车行业的增长而稳步增长，但公司在新产品如制动系统用铝型材、可锻高强度铝镁硅合金棒材、耐磨高硅铝合金棒材、热交换平行流铝合金管等领域，具有较大的发展前景，随着公司产品逐步获得客户的认可，这些产品将逐步放量，并推动铝型材和棒材毛利率水平提高。当然，汽车电子和非汽车用铝材也可能为公司业绩增长贡献力量。

与此同时，公司仍有 5.4 亿的超募资金还没有使用，这笔资金的使用可能为公司发展创造新的空间。

公司业务增长的不确定性在于，公司铝管材毛利率水平未来是否会因为竞争程度加剧而出现变化，以及公司市场开拓能否与产能释放的步伐相协调。

因此，我们给予公司谨慎推荐评级。关注，汽车行业产销数据、公司通过关键客户认证或取得订单、公司超募资金使用、海特铝业搬迁补偿进展等对公司股价的催化作用。

五、 风险提示

（一）募投项目产能释放与需求不及预期风险。募投项目产能能否完全实现，依赖于汽车用铝挤压材行业需求的前景，以及公司的业务开拓情况，这些方面可能制约公司募投项目上产能的释放。

（二）汽车用铝挤压材行业需求增速放缓，甚至出现负增长的风险。

（三）铝价波动风险。

（四）汽车用铝挤压材行业竞争加剧，导致加工费及毛利下滑风险。

（五）公司汽车电子及非汽车用铝材市场开拓不及预期风险。

（六）公司海特铝业搬迁可能对公司生产经营产生冲击。

表 8 公司三表预测概况

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	72	1361	1304	1273	营业收入	1136	1300	1940	2424
应收款项	237	285	425	531	营业成本	870	1032	1534	1899
存货净额	125	139	186	230	营业税金及附加	4	6	9	11
其他流动资产	28	32	48	60	销售费用	19	21	31	39
流动资产合计	461	1818	1963	2094	管理费用	89	117	169	201
固定资产	327	453	556	607	财务费用	8	(19)	(11)	(8)
无形资产及其他	40	37	34	32	投资收益	0	0	0	0
					资产减值及公允				
投资性房地产	2	2	2	2	价值变动	(1)	(2)	(2)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	829	2310	2555	2736	营业利润	145	141	206	279
短期借款及交易性									
金融负债	111	10	100	100	营业外净收支	3	17	3	3
应付款项	55	56	83	102	利润总额	148	158	209	282
其他流动负债	10	35	51	63	所得税费用	20	24	31	42
流动负债合计	176	100	234	265	少数股东损益	7	4	0	1
长期借款及应付债券	70	0	0	0	归属于母公司净利润	121	131	178	238
其他长期负债	22	27	32	37					
长期负债合计	92	27	32	37	现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
负债合计	268	127	266	302	净利润	121	131	178	238
少数股东权益	32	35	35	36	资产减值准备	(5)	(0)	0	0
股东权益	530	2148	2254	2397	折旧摊销	21	24	38	48
负债和股东权益总计	829	2310	2555	2736	公允价值变动损失	1	2	2	3
					财务费用	8	(19)	(11)	(8)
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	(39)	(37)	(154)	(126)
每股收益	1.01	0.63	0.85	1.15	其它	11	4	(0)	1
每股红利	0.08	0.25	0.34	0.46	经营活动现金流	111	123	63	165
每股净资产	4.41	10.33	10.84	11.53	资本开支	(162)	(150)	(140)	(100)
ROIC	21%	12%	15%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	23%	6%	8%	10%	投资活动现金流	(162)	(150)	(140)	(100)
毛利率	23%	21%	21%	22%	权益性融资	0	1540	0	0
EBIT Margin	14%	10%	10%	11%	负债净变化	70	(70)	0	0
EBITDA Margin	15%	11%	12%	13%	支付股利、利息	(9)	(52)	(71)	(95)
收入增长	40%	14%	49%	25%	其它融资现金流	(57)	(101)	90	0
净利润增长率	30%	8%	36%	34%	融资活动现金流	64	1317	19	(95)
资产负债率	36%	7%	12%	12%	现金净变动	13	1290	(58)	(31)
息率	0.5%	2.7%	3.7%	5.0%	货币资金的期初余额	59	72	1361	1304
P/E	15.7	25.2	18.5	13.8	货币资金的期末余额	72	1361	1304	1273
P/B	3.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	(46)	(57)	(89)	55
EV/EBITDA	12.3	23.0	15.2	11.2	权益自由现金流	(33)	(212)	10	62

资料来源：东北证券。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。