

海通有色【四通新材：轻量化持续推进，技术升级有望量价齐升】

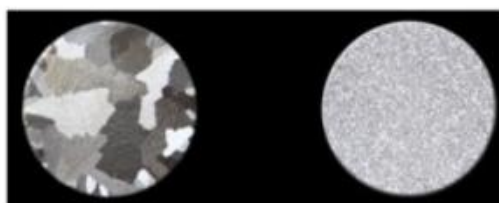
重要提示：

海通有色团队：施毅、陈晓航、甘嘉尧

四通新材：中间合金+铝轮毂“双轮”驱动

公司是专业研发、制造、销售功能性中间合金新材料的国家级高新技术企业。主要产品包括金属晶粒细化剂、金相变质剂、元素添加剂和金属净化剂四部分。公司通过 20 年的自身发展和资本助力发展，已经成为行业内产销量最大，产品种类最全，市场客户最多，产品、客户结构合理的领军企业。2018 年，公司收购天津企管 100% 的股权和立中股份 4.52% 的股权，立中股份是 2018 年国内销量排名前三的铝合金车轮企业，客户遍布北美、欧洲、亚洲等汽车工业发达国家和地区。收购完成后公司产业链进一步向下游推进，大幅提升盈利能力，同时中间合金可显著提高金属的机械性能，减轻铝合金车轮重量，因此四通新材和立中股份的业务可发挥协同效应，进一步促进四通新材快速发展。

图1 添加晶粒细化剂前后铝合金相图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

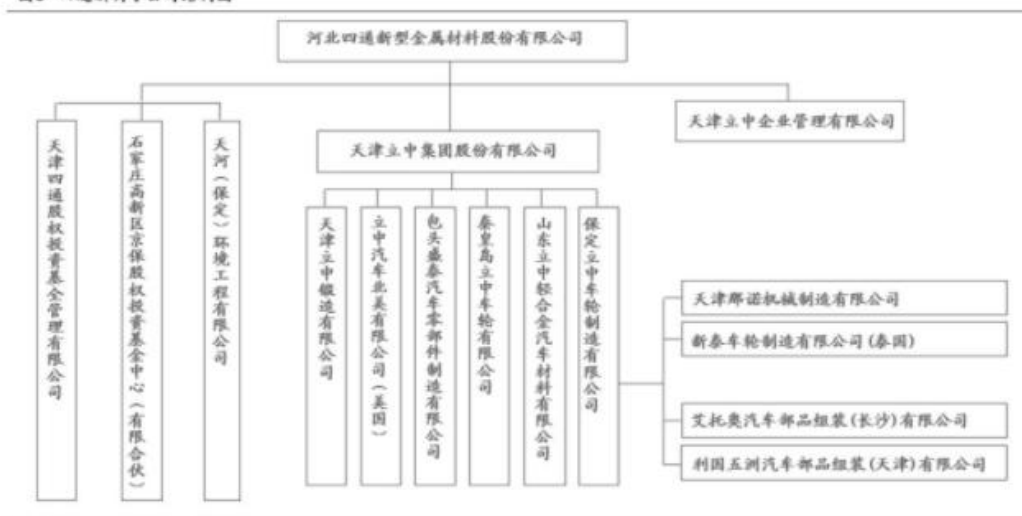
图2 铸造铝合金轮毂



资料来源：立中集团官网，海通证券研究所

上市公司实际控制人为臧氏家族，截至 7 月 18 日持股比例为 77%。臧氏家族旗下还有天津立中合金集团有限公司未被注入上市公司，集团主要经营铸造铝合金、特种变形铝合金。集团现有规模铸造铝合金、特种变形铝合金产能 80 万吨，200 多个合金牌号。目标到 2020 年，产销量超过 100 万吨。

图3 四通新材子公司结构图



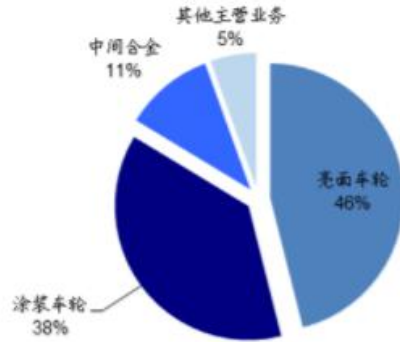
资料来源: wind, 海通证券研究所

公司主营业务经营稳健，多年以来业绩持续增长，在完成对立中股份的收购后公司盈利水平得到大幅提升。2018 年公司实现营收 67.55 亿元，同比增长 7.85%；归母净利润 3.90 亿元，同比减少 3.65%（增速均为追溯调整后）。2019 年一季度实现归母净利润 1.00 亿元，同比增长 22.02%。公司预计中报业绩 1.97 亿元~2.33 亿元，同比增长 10%~30%。公司自 2011 年至 2017 年（收购立中股份之前）归母净利润从 0.36 亿元增加到 1.05 亿元，复合增长率达到 19.57%，同时实现连续 6 年归母净利润增长。

分主营业务来看，2018 年公司功能性中间合金新材料年生产能力超过 6 万吨；铝合金轮毂部分 2018 年销售规模已超过 1,800 万只，根据公司年报援引中国铝车轮质量协会（CAW）官网公开信息，立中股份合并口径产销量位列全国同行业第三位。

此外，公司现金分红比例一直处于高位，2015~2018 年现金分红比例分别为 130.06%、28.78%、76.34%和 16.31%。

图4 2018年公司毛利结构



资料来源: wind, 海通证券研究所

图5 2015~2018年公司股东回报情况



资料来源:公司2015-2018年度权益分派实施公告,2016年半年度权益分派实施公告,海通证券研究所

2

高附加值中间合金放量, 公司喜迎研发收获期

2.1

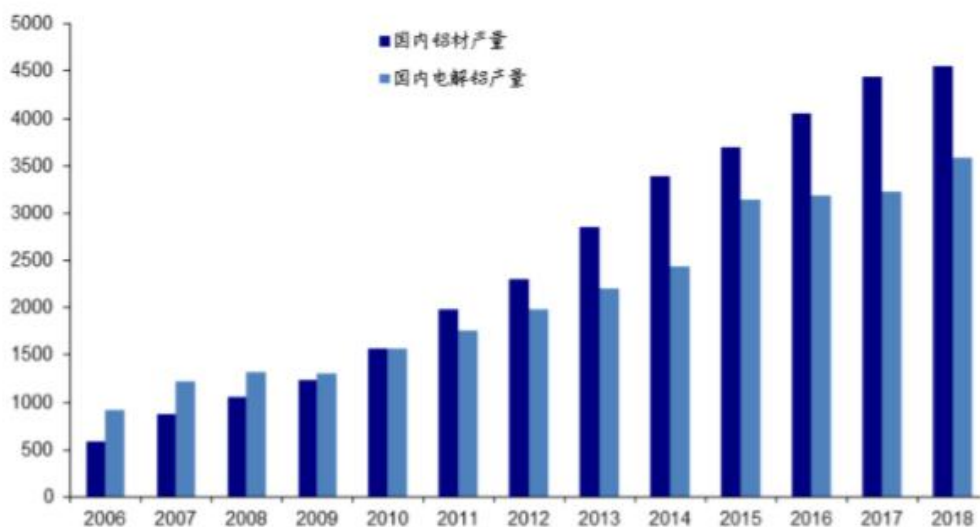
轻量化发展催化高性能铝材需求

2.1.1

国内铝加工现状: 低端产能过剩, 高端产能依赖进口

根据有色金属加工期刊数据, 国内铝加工生产企业遍布全国, 并形成了以河南、山东、重庆、广西为代表的区域铝加工集群和较完善的加工体系。截至2018年年底, 国内铝加工材产能约5800万t, 约占全球总量的60%; 同时我国铝加工企业众多, 截至2018年年底, 国内规模以上铝加工企业数量2000多家, 平均每家产量不足2万t, 行业集中度有待提升。整体看根据有色金属工业年鉴数据, 全国2018年铝材产量4554.6万吨, 同比增长2.60%, 约占全球57%的份额。

图6 国内铝材产量快速增长（万吨）

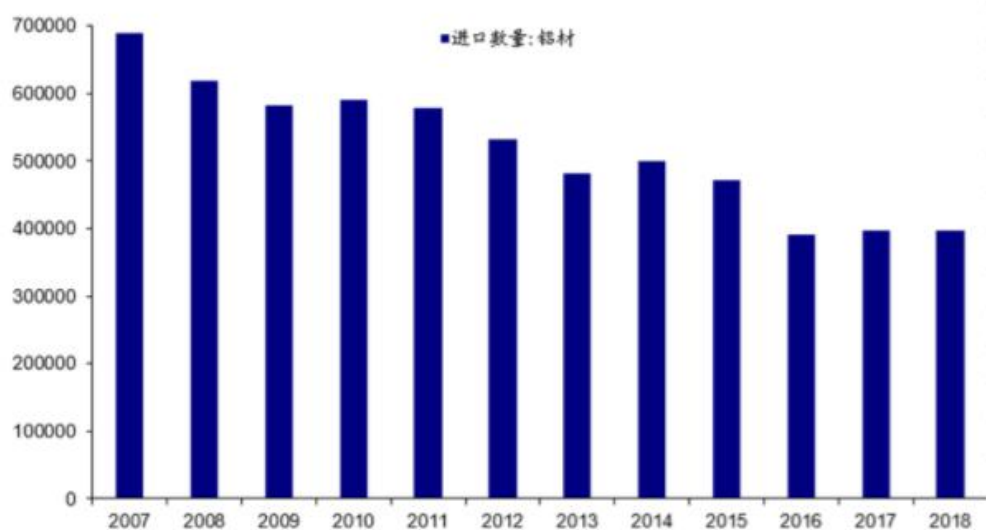


资料来源：有色金属工业年鉴，国家统计局，海通证券研究所

可以看出，我国铝加工产能有加剧过剩的趋势，2018 年产能利用率仅 78.53%。占比较高的低附加值铝材产品产能过剩的局面尚未出现有根本改变的迹象。高端产品不足、同质化竞争严重，仍然是以铝板带箔产品为代表的铝加工行业的主旋律。且由于同行业竞争的激烈，导致了市场价格的波动，加剧了企业盈利的不稳定性。

我们认为未来铝加工企业转型的重点将是高附加值产品，比如高铁、汽车、航空等方面，装备和技术水平也将越来越先进。同时高附加值产品受资本投入较大、技术壁垒较高、市场需求旺盛等原因影响售价稳定。但目前我国很多领域尤其是航空航天还需要进口大量高端铝材，同时工信部《有色金属工业发展规划(2016-2020 年)》明确表示十三五期间要完成航空铝材等精深加工产品综合保障能力超过 70%的目标，国产高端铝材有很大的进口替代空间。

图7 2007~2018年我国进口铝材数量(万吨)



资料来源: wind, 海通证券研究所

2.1.2

2.1.2

轻量化进程加速, 汽车铝化率有望大幅提高

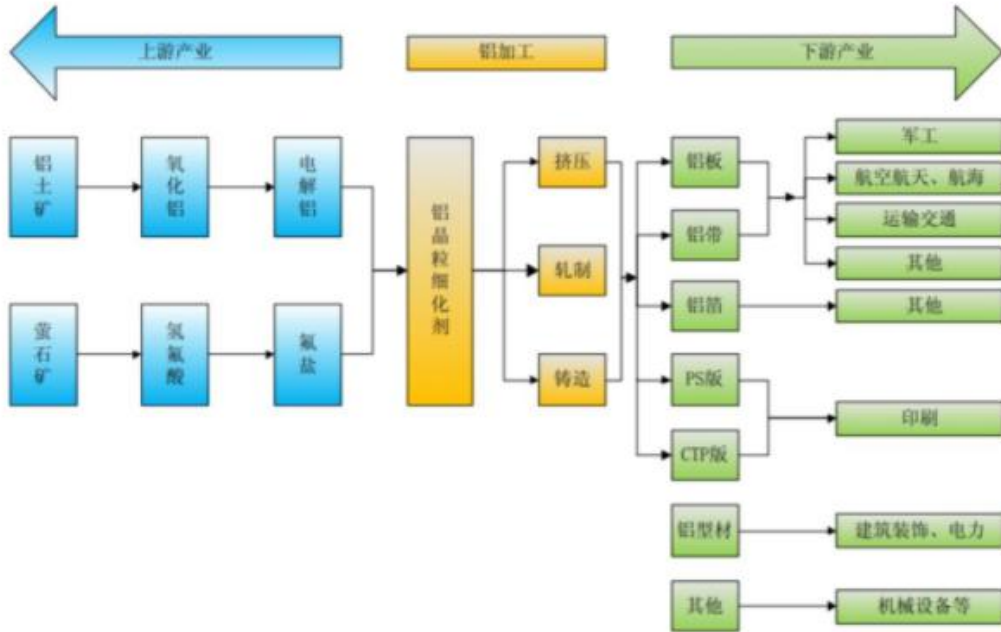
我们认为汽车轻量化、节能减排已成为全球汽车工业发展方向的共识。工信部2019年6月发布的《乘用车燃料消耗量评价方法及指标》修改单公示稿中提及, 根据《汽车产业中长期发展规划》, 到2020年, 新车平均燃料消耗量乘用车降到5.0升/百公里, 2025年降到4.0L/100km。根据海通汽车行业2019年7月17日《库存稳步清空, 国六轻装上阵》报告, 补贴逐步退出, 且新双积分政策方向转为鼓励燃油车低油耗及电动车低电耗。我们认为这对汽车轻量化以及节能减排提出了新的要求。

2.2

晶粒细化剂: 高端铝加工产品的基石

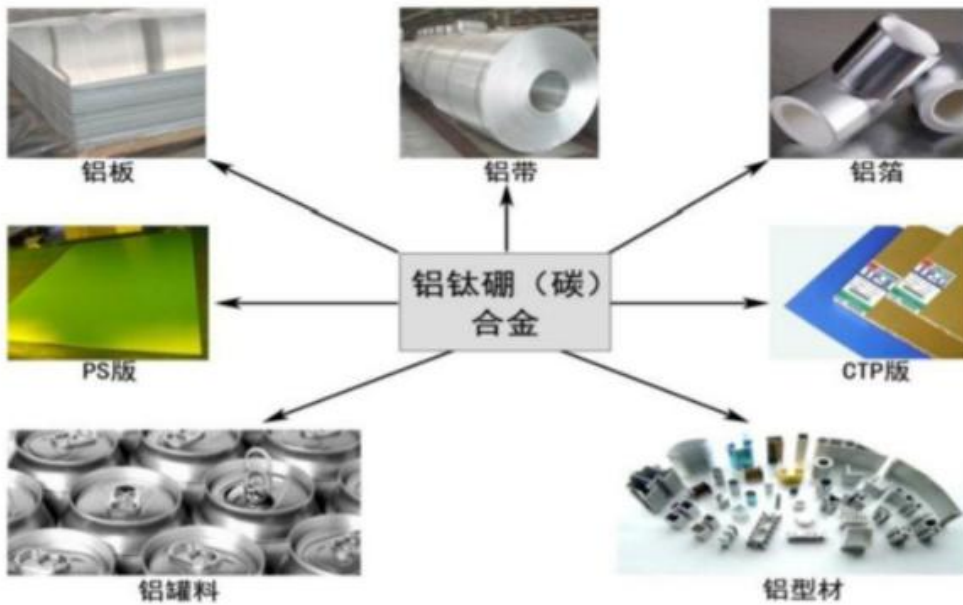
铝材性能提高在很大程度上依赖于铝晶粒细化剂工业发展。晶粒细化剂最主要的作用是其有优异的细化效果, 改善铸件表面质量, 使铸件得到细小的等轴晶。材料的屈服强度和材料的晶粒大小成反比, 细小的晶粒尺寸可以有效地提高材料的强度和韧性, 同时改善合金的机械加工性能。可以说晶粒细化剂是高端铝加工产品的基石。根据四通新材官网数据, 晶粒细化剂的添加量为0.3%。我们认为未来铝材需求的放量, 尤其是高端铝材需求占比的提升会增加晶粒细化剂的需求。

图8 铝晶粒细化剂上下游产业链



资料来源：深圳新星招股说明书，海通证券研究所

图9 铝钛硼被运用到不同的铝加工材中

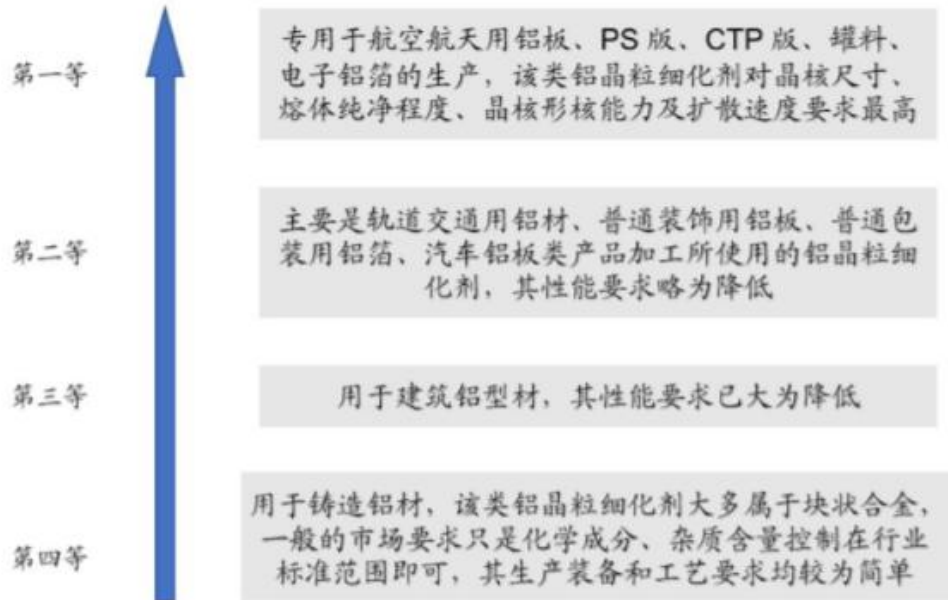


资料来源：深圳新星招股说明书，海通证券研究所

高品质铝晶粒细化剂需求比例不断提高。高端铝材对铝晶粒细化剂将提出更高技术要求，如纯净度更高、晶核颗粒团平均直径更小、晶核颗粒团形核能力更强、晶核扩散速度更快等。按照品质划分，晶粒细化剂可以分为四个等级，每个等级

应用代表分别为：高端的航空航天用铝板、轨道交通用铝材、普通的建筑铝型材和铸造铝材等。

图10 晶粒细化剂按性能划分



资料来源：深圳新星招股说明书，海通证券研究所

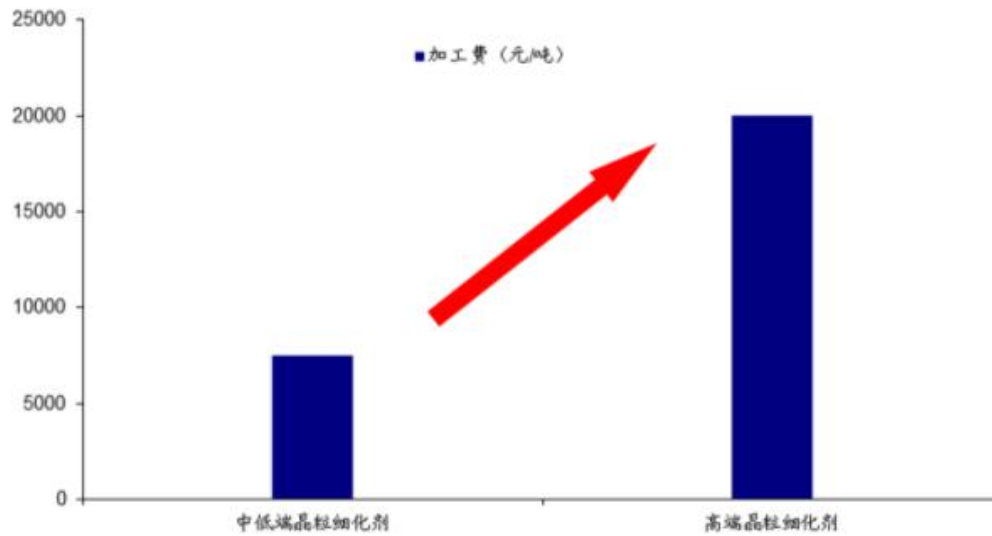
2.3

高端晶粒细化剂在建，预计加工费将显著增加

目前英国 LSM、美国 KBAloys、荷兰 KBM 及深圳新星为高端（即有能力生产第一类、第二类产品）铝晶粒细化剂主要生产厂商。公司通过收购英国技术公司，已经掌握了世界上性能最高的晶粒细化剂产品生产技术，目前公司正在建设年产 25,000 吨配套的高端晶粒细化剂生产线，公司预计未来的 2-3 年内将占领全球最高端的市场领域。

我们预计未来高端产品的释放将显著提高产品盈利能力。根据修武圣昊铝业官网数据，技术含量不同的晶粒细化剂加工费有着显著的差异。目前国际几家主要供应商的加工费在 2500~3000 美元/吨，深圳新星的高端铝钛硼合金产品的加工费自 2011 年以来保持在约在 17500-20000 元/吨的水平（ALMAT 级产品加工费 RMB20000 元/吨）。而中低端的晶粒细化剂甚至只有 7000-8000 元/吨（含税）的加工费。所以随着公司高端产能的建成投放，我们预计公司的产品盈利能力会有显著的提升。

图11 高端晶粒细化剂加工费显著增加



资料来源：修武圣昊铝业官网，海通证券研究所

2.4

航空用特种合金放量，公司喜迎研发收获期

公司半年报预告称航空航天用特种中间合金、高端晶粒细化剂销售实现突破。

其中航空航天级高品质钒铝、钼铝中间合金一直是公司主要研发的产品之一。金属钒与铝是钛合金中的关键元素，特别在航空领域里的钛合金中应用广泛。钛合金中的钒有强化合金的作用，加入一定比例的钒时，合金具有良好的延展性、耐腐蚀性、成形性等优良的性能。因此被广泛应用于军工、航空航天、核能材料及民用等领域。

根据昆明理工大学学报文献信息，世界上钒铝合金生产企业主要有德国电冶金公司、美国战略矿物公司、美国雷丁合金公司等，其中德国电冶金公司和美国的雷丁公司是国际上最大的钒铝合金提供商，两家航空级钒铝合金的市场份额占全球80%以上，产品质量居世界领先水平。国内早期生产钒铝合金的企业主要有宝钛集团和锦州铁合金厂，产品多以民用为主，但仍未实现高端钒铝的国产化。我们认为在航空航天领域铝钒中间合金的进口替代空间很大。

所以我们认为此次公司在航空用特种中间合金业务上实现从无到有的突破具有一定意义。截至目前公司在特种合金领域装备水平、技术能力和产品质量均位列国内前列，随着下半年航空航天级高纯度中间合金产品项目的实施，与前期已有的高纯度自蔓延法生产方式相结合，公司整体技术水平将达到世界先进水平，从而实现替代部分高温、高强的钛合金、镍合金材料进口产品的目标。

我们认为持续高比例的研发投入是公司能不断突破技术壁垒的保证。2018年公司研发投入28444.7万元，同比增长18.15%。2018年获得授权专利96项，科技成果鉴定证书24项，起草《铝中间合金国家标准（GB/T27677-2017）》等7

项国家和行业标准，发布国家标准 3 项。2016~2018 年连续三年研发投入占收入比例分别达到了 3.98%、3.84%和 4.21%。



3

募投项目推进汽车轻量化布局

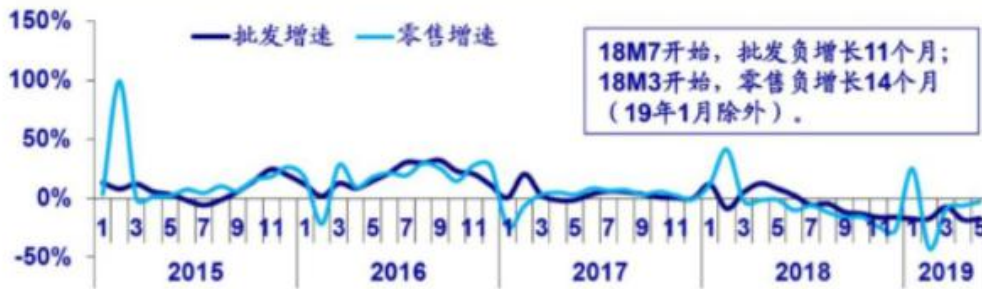
3.1

铝轮毂企业：布局新能源汽车或为破局关键

根据前瞻产业研究院数据，立中股份是少量能进入整车配套市场铝轮毂生产企业之一，其余企业还有中信戴卡、万丰奥威、今飞凯达、六丰机械等。相比之下，绝大多数厂商主要供应国内外售后服务市场。但国内售后服务市场还不够成熟，轮毂需求量相对较小。一般来说，在汽车后市场，乘用车保有量中有 2% 的汽车有轮毂更换需求，商用车保有量中有 2.24% 的商用车有轮毂更换需求，结合目前我国 2.4 亿汽车保有量的数据（搜狐数据），售后轮毂市场对应汽车数量大概在 500 万辆左右，18 年 2780 万辆汽车产量相比规模尚小。所以相对而言公司竞争激烈程度较小。

根据海通汽车行业 2019 年 7 月 17 日《库存稳步清空，国六轻装上阵》报告，汽车行业整体来看，虽然 6 月汽车销量 205.6 万辆，同比下滑 9.6%，但环比看景气度有所回升，主要表现在销量指数的上升和库存指数的下降。平均日销量指数为 51.1%，环比上升 7.4 个百分点。库存指数为 41.7%，环比下降 8.6 个百分点。同时，零售销量逐渐企稳：19 年以来零售月同比增速逐步收敛，5 月同比-3%。

图13 乘用车批发零售月度销量增速



资料来源：乘联会，中机中心，海通证券研究所

但同时我们也要注意到目前传统汽车行业已进入成熟期，个位数的增速是整车行业常态，必须关注内部的结构分化。其中我们认为新能源汽车的增长确定性较强。6月新能源汽车产13.4万辆、同比增长56.3%，销15.2万辆、同比增长80.0%，依旧维持高增长的态势。电动汽车由于自身重，对底盘的轻量化要求更高，同时载荷比燃油车重，对底盘的性能要求更高，因此，新能源车的轮毂和底盘零部件附加值较高。我们认为布局新能源汽车或是铝轮毂企业拓宽赛道的关键。

3.2

公司获得特斯拉供应商代码

公司也一直在努力加大对新能源汽车的销售比例。2010年公司获得第一个电动车项目，目前已经量产和开发多款电动车项目。2018年，公司获得宝马IX3电动车独家供货权。同时，公司已经成为蔚来汽车、威马汽车、小鹏汽车等多家新兴造车企业的供应商。同时根据7月9日投资者关系活动记录表披露，公司已获得特斯拉的供应商代码。我们认为公司已成功切入特斯拉、宝马等大型新能源汽车企业的供应链中，为以后产能扩张提供销量保证。

3.3

布局新兴市场，规避贸易风险

贸易摩擦加大了公司经营的不确定性。2018年9月18日，美国政府宣布将对产自中国的2000亿美元产品（含铝合金车轮）加征10%关税，该税率于美国时间2018年9月24日生效并实行到2018年底；自2019年5月10日起，加征的关税税率提高为25%。未来存在一定的不确定性。

为应对贸易摩擦，公司积极开拓海外新兴国家市场。早在2010年公司率先布局泰国市场。新泰车轮公司于2010年9月在泰国罗勇府成立，截至2019年2月拥有240万只产能。2018年实现收益8747.03万元。目前公司已投资建设的泰国工厂二期，以及未来计划建设的墨西哥工厂将帮助企业更好的规避贸易壁垒，并逐步占领更多国际高端市场。

3.4

募投项目推进汽车轻量化布局

2019年4月公司公告募集配套资金扣除发行费用后4.9亿元用于建设年产400万只轻量化铸旋铝合金车轮和100万套汽车高强铝悬挂零部件项目、工业4.0智能工厂改造投资项目。其中公司预计第一个项目完全达产后可实现年销售收入166400万元，利润总额为16107万元；工业4.0智能工厂改造投资项目完成后可实现年新增营业收入15000万元，运营期年平均利润总额达6753.14万元。我们认为公司募投项目建设完成后不仅进一步扩大公司规模，丰富产品类型，增强公司的盈利能力，同时更是拓宽汽车轻量化布局，具有长期战略意义。

4

盈利预测与估值

我们认为业绩驱动的核心催化剂有以下几个方面：1、晶粒细化剂技术提升带来盈利能力的大幅增长，同时高性能铝材需求发展为细化剂高端产品提供增量市场，只待公司新建高端晶粒细化剂产线放量。2、铝轮毂下游汽车行业具有明显周期属性。未来传统汽车个位数的增长或许会成为常态，但不乏有结构上的机会。我们认为新能源汽车和轻量化发展已为大势所趋。公司获得特斯拉供应商代码标志其在新能源产业链上再下关键一城，募投项目更是深入轻量化布局，拥抱周期中的成长。

我们预计公司2019~2021年eps分别为0.81、0.90、1.04元。选取分部估值法，我们预计公司2019年中间合金业务净利润0.90亿元，给予29-30倍PE估值；汽车轮毂业务净利润3.78亿元，给予15-16倍PE估值。加总市值82.79亿元~87.47亿元。对应合理价值区间14.31~15.11元。给予“优于大市”评级。

表 1 四通新材分业务盈利预测 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
中间合金				
销售收入	1117.71	1296.54	1503.98	1744.62
销售成本	978.92	1125.76	1294.62	1488.81
毛利	138.7858	170.78	209.36	255.81
毛利率	12.42%	13.17%	13.92%	14.66%
亮面车轮				
销售收入	3021.67	3112.32	3267.94	3431.34
销售成本	2430.36	2503.27	2628.43	2759.85
毛利	591.32	609.06	639.51	671.49
毛利率	19.57%	19.57%	19.57%	19.57%
涂装车轮				
销售收入	2241.28	2423.94	2672.39	2946.32
销售成本	1758.9	1884.13	2057.47	2246.76
毛利	482.38	539.81	614.92	699.56
毛利率	21.52%	22.27%	23.01%	23.74%
其他业务				
销售收入	373.98	448.78	538.53	646.24
销售成本	303.47	364.16	436.99	524.39
毛利	70.52	84.62	101.54	121.85
毛利率	18.86%	18.86%	18.86%	18.86%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

1、高端晶粒细化剂下游需求不及预期；2、汽车行业景气度低于预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标(元)					营业总收入	6755	7282	7983	8769
每股收益	0.67	0.81	0.90	1.04	营业成本	5472	5877	6418	7020
每股净资产	5.02	5.78	6.68	7.72	毛利率%	19.0%	19.3%	19.0%	19.9%
每股经营现金流	1.10	1.51	1.31	1.47	营业税金及附加	37	38	42	46
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估(倍)					营业费用	307	321	355	389
P/E	18.34	15.82	14.22	12.30	营业费用率%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%
P/B	2.19	2.22	1.92	1.66	管理费用	172	189	206	227
P/S	1.00	1.02	0.93	0.84	管理费用率%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%
EV/EBITDA	10.18	12.79	11.01	9.88	EBIT	484	559	633	726
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	82	71	75	79
盈利能力指标(%)					财务费用率%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
毛利率	19.0%	19.3%	19.6%	19.9%	资产减值损失	14	14	16	13
净利润率	5.8%	6.4%	6.5%	6.9%	投资收益	9	9	9	9
净资产收益率	13.4%	14.0%	13.5%	13.9%	营业利润	454	543	606	700
资产回报率	5.9%	6.5%	6.7%	7.0%	营业外收入	1	4	2	3
投资回报率	10.4%	11.5%	12.1%	13.1%	利润总额	455	547	608	703
盈利增长(%)					EBITDA	604	652	699	808
营业收入增长率	7.0%	7.8%	9.6%	9.8%	所得税	40	80	67	77
EBIT增长率	-1.0%	15.5%	13.2%	14.8%	有效所得税率%	10.8%	11.0%	11.0%	11.0%
净利润增长率	-3.7%	19.0%	11.2%	15.6%	少数股东损益	15	19	21	24
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	390	468	521	602
资产负债率	55.5%	53.0%	49.4%	46.8%					
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.7	资产负债表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.9	1.0	1.1	1.2	货币资金	961	1257	1310	1665
现金比率	0.3	0.4	0.4	0.5	应收账款及应收票据	1640	1835	1968	2114
经营效率指标					存货	1185	1104	1270	1366
应收账款周转天数	94.0	92.0	90.0	88.0	其它流动资产	272	272	283	293
存货周转天数	79.6	68.6	72.2	71.0	流动资产合计	4058	4469	4831	5438
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	长期股权投资	102	102	102	102
固定资产周转率	4.0	3.9	3.9	3.8	固定资产	1763	1960	2184	2364
					在建工程	124	130	102	86
					无形资产	342	342	342	342
现金流量表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	非流动资产合计	2530	2733	2929	3123
净利润	390	468	521	602	资产总计	6588	7201	7761	8562
少数股东损益	15	19	21	24	短期借款	1559	1498	1254	1227
非现金支出	224	107	82	93	应付票据及应付账款	1144	1284	1484	1579
非经营收益	73	58	63	67	预收账款	6	5	6	6
营运资金变动	-68	219	70	66	其它流动负债	392	401	414	429
经营活动现金流	634	871	756	851	应付债券合计	3100	3187	3139	3241
资产	-339	-292	-280	-271	长期借款	374	444	510	583
投资	-28	0	0	0	其它长期负债	184	184	184	184
其他	-78	-191	-191	-191	非流动负债合计	558	628	694	767
投资活动现金流	-443	-483	-451	-462	负债总计	3658	3815	3833	4008
债权筹资	203	-61	-244	45	实收资本	530	578	578	578
股权筹资	1	0	0	0	普通股股东权益	2904	3342	3862	4464
其他	-246	-32	-9	-79	少数股东权益	26	45	66	90
融资活动现金流	-42	-93	-253	-34	负债和所有者权益合计	6588	7201	7761	8562
现金净流量	149	296	53	355					

备注：表中计算价值指标的收盘价日期为08月13日
资料来源：公司年报(2018)、海通证券研究所