



Research and
Development Center

“双轮驱动”的小行业龙头

——四通新材（300428.SZ）深度报告

2019年09月26日

范海波 行业分析师

王伟 行业分析师

证券研究报告

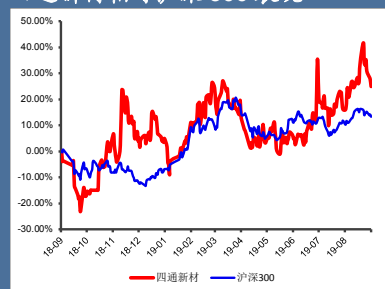
公司研究——首次覆盖

四通新材 (300428.SZ)



首次评级

四通新材相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2019.9.25)

收盘价(元)	13.19
52周内股价波动区间(元)	7.87-15.35
最近一月涨跌幅(%)	7.59
总股本(亿股)	5.78
流通A股比例(%)	23.87
总市值(亿元)	76.29

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“双轮驱动”的小行业龙头

深度报告

2019年09月26日

本期内容提要：

◆ **公司中间合金、汽车轮毂“双主业”发展。**河北四通新型金属材料股份有限公司成立于1998年，是目前行业内规模最大的中间合金产品制造商。全资子公司天津立中股份有限公司是中国第二大铝合金轮毂制造企业。臧氏家族通过个人直接持有及天津东安兄弟有限公司间接持有的方式，共计持有四通新材76.77%股份，为公司实际控制人。

◆ **未来两年公司双主业预计新增利润2亿元。**

公司目前正在建设的“25000吨高端晶粒细化剂项目”预计在2020年达产，首期达产规模15,000吨。我们预计该板块将为公司带来4.5亿元新增营业收入及1亿元净利润。

公司拥有500吨高端特种合金产能，按照目前公司与下游军工客户共同研发、测试的时间节点，未来1年，我们预计该板块将为公司贡献营业收入2亿元及5000万元净利润。

未来1-2年内公司通过调整汽车轮毂板块的产品结构、提升单位产品利润率的方式，我们预计将使得该板块新增净利润6000万元。

◆ **盈利预测与投资评级：**

根据四通新材目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司2019-2021年营业收入分别为68.14、72.67和75.52亿元。根据公司最新股本计算，我们预计四通新材2019-2021年摊薄EPS分别为0.80元、0.93元和1.07元。以2019年9月25日收盘价13.19元，对应的19-21年PE分别为16倍、14倍和12倍。

由于四通新材目前拥有中间合金及铝合金轮毂两个主营业务板块，因此我们分别选取这两个板块的可比上市公司进行相对估值。中间合金行业，我们选取了3家主营业务高度相关的A股上市公司；铝合金轮毂加工行业，我们选取了5家A股上市公司进行比较。目前，四通新材无论与中间合金行业还是铝合金轮毂加工行业企业相比，PE低于行业平均水平。给与公司“买入”评级。

◆ **股价催化剂：**下游铝合金行业铝基中间合金采购量上升；下游汽车行业铝合金轮毂订单量上升；

◆ **风险因素：**公司25,000吨高端晶粒细化剂项目未能按时达产；公司中间合金板块产品下游订单萎缩；公司铝合金轮毂板块产品结构调整不达预期；下游汽车行业持续低迷。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,149.96	6,754.64	6,813.80	7,267.33	7,551.61
增长率 YoY %	27.97%	487.38%	0.88%	6.66%	3.91%
归属母公司净利润(百万元)	104.78	390.18	465.30	536.57	621.47
增长率 YoY%	49.86%	272.38%	19.25%	15.31%	15.82%
毛利率%	11.95%	18.99%	18.95%	21.10%	22.09%
净资产收益率 ROE%	15.69%	21.59%	16.91%	18.72%	18.06%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.67	0.80	0.93	1.07
市盈率 P/E(倍)	73	20	16	14	12
市净率 P/B(倍)	10.74	2.63	2.93	2.43	2.04

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 09 月 25 日

目 录

投资聚焦	2
公司简介	4
基本情况	4
股权结构及历史沿革	4
产品板块 1: 铝基中间合金材料	5
产品板块 2: 铝合金轮毂	6
营收与利润占比	7
铝基中间合金行业情况	9
概念及用途	9
行业发展趋势	10
行业市场规模预测	10
行业竞争格局	11
铝合金轮毂行业情况	13
概念及用途	13
行业发展趋势	14
行业供需结构判断	14
公司未来核心业绩增长点	16
中间合金板块“1+0.5 亿元”利润增长	16
铝合金轮毂板块 6000 万元利润增长	16
盈利预测与估值	17
基本假设	17
盈利预测	18
相对估值	18
风险因素	19

表 目 录

表 1: 全球主要铝基中间合金企业	11
表 2: 铝基中间合金行业主要企业对比	12
表 3: 公司铝合金轮毂产品结构调整及利润变化预测	16
表 4: 公司生产经营模型	17
表 5: 中间合金板块、铝合金轮毂板块相对估值	18

图 目 录

图 1: 公司股权结构图	4
图 2: 公司历史沿革	5
图 3: 丝卷型晶粒细化剂产品	6
图 4: 华夫锭型中间合金产品	6
图 5: 公司铝合金轮毂主要下游销售企业	7
图 6: 2016-2018 公司各产品板块营收占比情况	8
图 7: 2016-2018 公司各产品板块利润贡献占比情况	8
图 8: 公司各产品板块毛利率情况	8
图 9: 铝基中间合金的用途	9
图 10: 国内铝晶粒细化剂市场规模预测	10
图 11: 全球铝晶粒细化剂市场规模预测	10
图 12: 铸造、锻造型铝合金轮毂	13
图 13: 中国汽车年销售量、保有量	15
图 14: 中国铝合金轮毂需求量	15
图 15: 2018 全球铝合金轮毂供给结构	15
图 16: 全球铝合金轮毂产量	15

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

公司目前正在建设的“25000吨高端晶粒细化剂项目”预计在2020年达产，首期达产规模15,000吨。四通新材2016年通过收购英国海湾进口有限公司掌握了高端晶粒细化剂的核心技术。此次预计达产的15,000吨高端晶粒细化剂的定位主要是与核心竞争对手深圳新星争夺高端晶粒细化剂市场。

由于高端晶粒细化剂生产厂家具有较高的议价能力，参考公司目前21,000元/吨左右的中间合金产品销售价格，我们预测未来高端晶粒细化剂产品销售价格为30,000元/吨。因此，首期达产的15,000吨预计为公司带来4.5亿元新增营业收入，我们保守按照20%净利率计算，对应利润贡献约1亿元。

此外，公司目前拥有的500吨高端特种合金产能，占比全国年需求量的10%左右。按照公司与下游军工客户共同研发、测试的时间节点，未来1年，该部分产能预计能够满产运营。由于这部分产品的定制化程度较高、附加值较高，我们参考公司历史销售数据，预测销售价格为400,000元/吨。这部分产品未来1年预计为公司贡献营业收入2亿元，按照25%净利率计算，对应净利润贡献约5000万元。

综上所述，未来1-2年，公司中间合金板块预计产生新增净利润1.5亿元。

公司现年产1800万只铝合金轮毂。其中，60%为低端车配套轮毂、40%为高端车配套轮毂。按照目前50元/只左右的平均销售毛利，我们估算低端轮毂单位净利润10元/只；高端轮毂单位净利润28元/只。未来1-2年，公司计划调整产品结构布局，削减低端车型配套轮毂订单（如：停止向吉利汽车供应低端轮毂），同时提高高端车型的轮毂配套订单。预计1-2年内，公司高端车配套轮毂比例将占总产量的60%，低端车配套轮毂比例将占总产量的40%，此举预计带来新增净利润约6000万元。

与市场不同之处

从需求角度来看，我们将铝合金轮毂市场分为整车市场（OEM市场）和零售市场（AM市场），按照铝合金轮毂装车率70%、每量整车配备5只轮毂、AM市场轮毂更新率2%进行计算，预计2019-2021年国内铝合金轮毂需求量分别为1.11、1.14、1.16亿只。

从供给角度来看，根据中汽协数据，2018年中国铝合金轮毂产量10,900万只，占全球的30%。根据中国汽车工业信息网的预测，2019-2020年全球铝合金轮毂总产量分别为3.80、3.85、3.99亿只，对应中国地区产量1.14、1.16、1.20亿只。

因此，未来三年内国内铝合金轮毂市场预计供需基本持平。

股价催化剂

下游铝合金行业铝基中间合金采购量上升；下游汽车行业铝合金轮毂订单量上升。

盈利预测与投资评级

根据四通新材目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 2019-2021 年营业收入分别为 68.14、72.67 和 75.52 亿元。根据公司最新股本计算，我们预计四通新材 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.80 元、0.93 元和 1.07 元。以 2019 年 9 月 25 日收盘价 13.19 元，对应的 19-21 年 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍。

由于四通新材目前拥有中间合金及铝合金轮毂两个主营业务板块，因此我们分别选取这两个板块的可比上市公司进行相对估值。中间合金行业，我们选取了 3 家主营业务高度相关的 A 股上市公司；铝合金轮毂加工行业，我们选取了 5 家 A 股上市公司进行比较。目前，四通新材无论与中间合金行业还是铝合金轮毂加工行业企业相比，PE 低于行业平均水平。给与公司“买入”评级。

风险因素

1. 公司 25,000 吨高端晶粒细化剂项目未能按时达产；
2. 公司中间合金板块产品下游订单萎缩；
3. 公司铝合金轮毂板块产品结构调整不达预期；
4. 下游汽车行业持续低迷。

公司简介

基本情况

河北四通新型金属材料股份有限公司成立于 1998 年，是目前行业内规模最大的中间合金产品制造商。2018 年公司通过发行股份购买资产的方式获得同一实际控制人拥有的天津立中集团股份有限公司 100% 股权。目前，全资子公司天津立中股份有限公司是中国第二大铝合金轮毂制造企业。

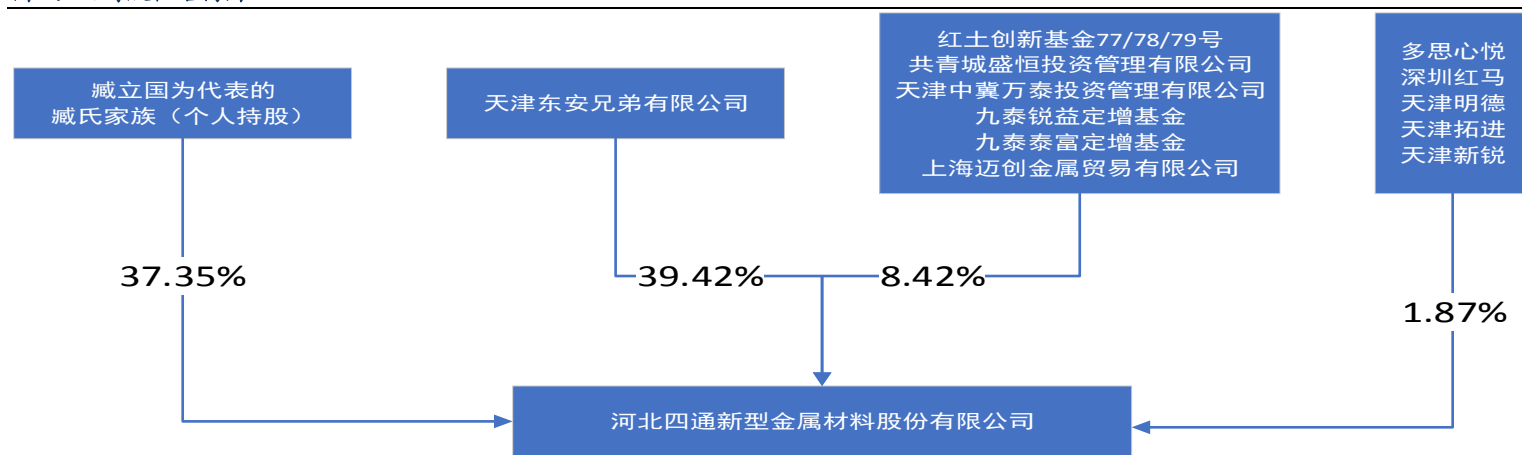
公司中间合金及铝合金轮毂的主要生产基地包括：保定工厂、公司总部基地、包头工厂、天津立中工厂以及立中泰国工厂。

股权结构及历史沿革

目前，臧氏家族通过个人直接持有及天津东安兄弟有限公司间接持有的方式，共计持有四通新材 76.77% 股份，为公司实际控制人。

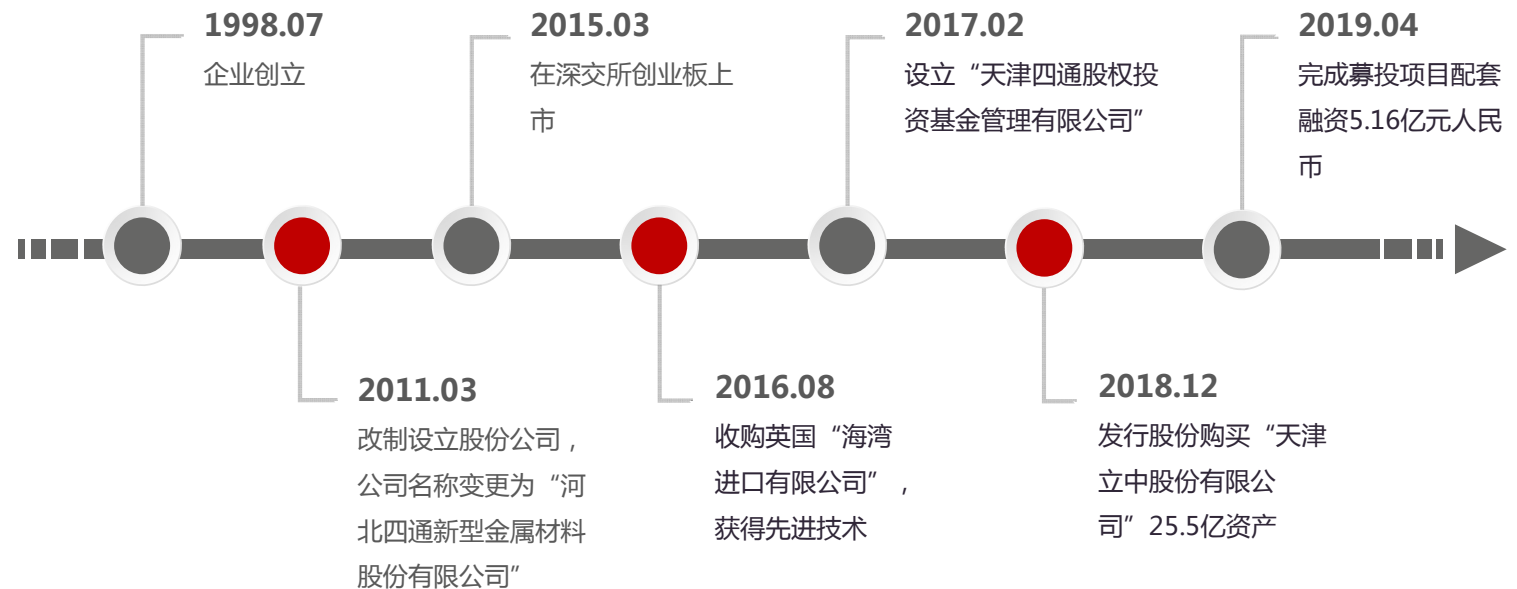
四通新材成立于 1998 年，2015 年 3 月于深交所创业板上市。公司 2016 年 8 月，成功收购英国海湾进口有限公司从而掌握了高端合金中间体的生产工艺。2018 年 12 月，公司通过发行股份购买资产的方式，将实际控制人拥有的天津立中集团股份有限公司 100% 股权收购。从此，公司进入了“功能中间合金+铝合金轮毂”的双主业时代。

图 1：公司股权结构图



资料来源：2019 年中报，信达证券研发中心整理

图 2: 公司历史沿革



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

产品板块 1：铝基中间合金材料

公司目前拥有金属晶粒细化、金相变质、元素添加和金属净化等 4 大类功能中间合金，产能 6.9 万吨，产品 140 多种。广泛应用于汽车、高铁、航空航天、军工、电力电子、工业和建筑铝型材、食品医药包装等众多领域。

1. 金属晶粒细化类产品

公司晶粒细化类产品包含：AlTiB 中间合金、AlZr 中间合金、AlTiC 中间合金、AlTi 中间合金以及 AlEr 中间合金。公司生产的晶粒细化类中间合金具有显微组织均匀，晶粒细化效果显著，细化效率高的特点。公司的 AlTiB 中间合金产品可使纯铝的晶粒尺寸由约 20 毫米细化到 120 微米以下，提高了铝合金的加工性能和力学性能。

2. 金相变质类产品

公司金相变质类产品包含：AlSr 中间合金、AlSb 中间合金、AlP 中间合金、AlLa 中间合金、AlCe 中间合金、AlY 中间合金、AlNd 中间合金。公司开发的变质类中间合金产品成分均匀、杂质元素含量低，具有变质能力强、高效、变质作用持久

的优点，满足不同硅含量和变质要求的铸造铝合金的使用要求。

3. 金属净化及合金添加类产品

公司生产的净化类铝硼中间合金产品中硼化铝粒子细小均匀、弥散分布，能起到有效的净化作用，使导电率明显提高，满足特殊电缆对原材料的严格要求。

图 3: 丝卷型晶粒细化剂产品



资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心整理

图 4: 华夫锭型中间合金产品



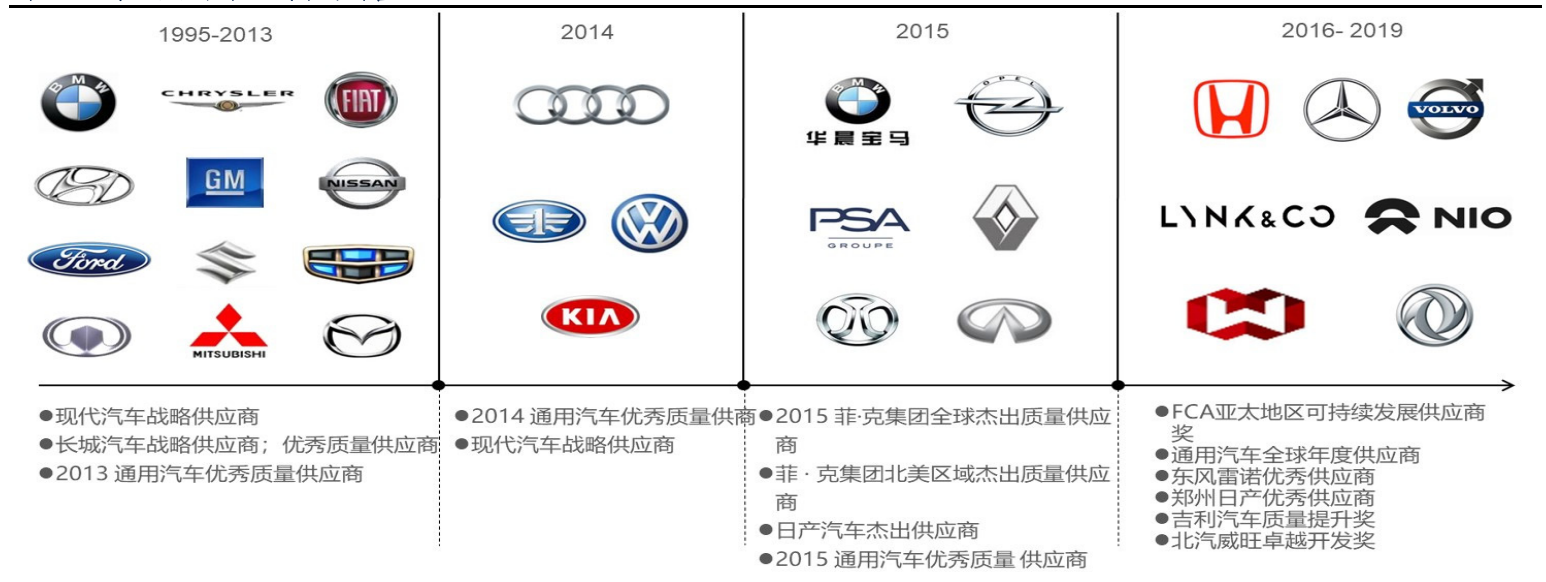
资料来源: 公司网站, 信达证券研发中心整理

产品板块 2: 铝合金轮毂

公司铝合金轮毂产品板块的生产主体为全资子公司天津立中集团股份有限公司。目前, 天津立中集团股份有限公司拥有年产铝合金轮毂 1900 万只的产能。

天津立中集团股份有限公司下设 11 家子公司, 其中在中国建设了 7 家轮毂制造公司, 2 家汽车部品组装公司, 1 家模具制造公司和 1 家铝合金材料制造公司, 是国内大型铝合金轮毂制造企业。

经过多年的积累, 公司铝合金轮毂板块目前主要客户包括: 宝马、奥迪、奔驰、克莱斯勒、本田、福特、尼桑等多家整车企业。

图 5：公司铝合金轮毂主要下游销售企业


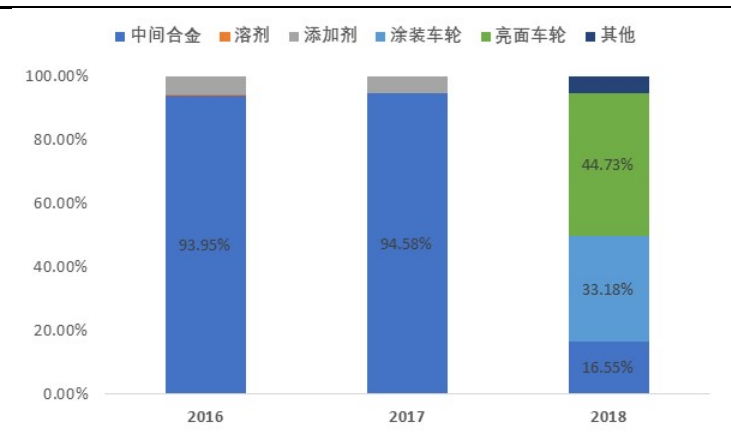
资料来源：信达证券研发中心整理

营收与利润占比

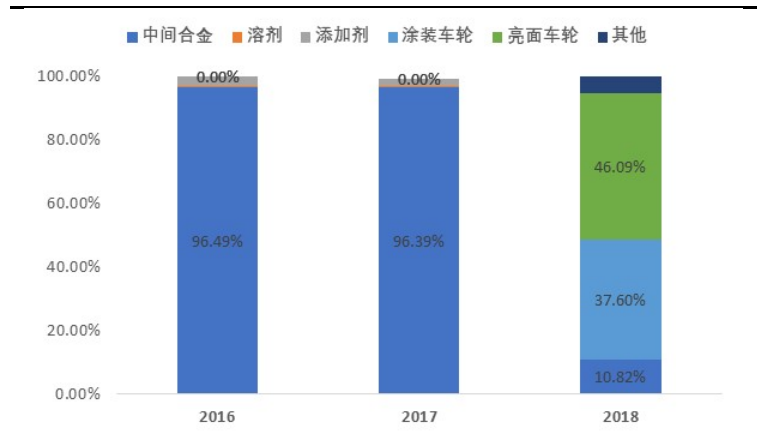
铝合金轮毂板块为公司注入新的营收、利润来源。2018 年，四通新材通过发行股份购买资产的方式，将天津立中集团股份有限公司 100% 股权注入上市公司体内。铝合金轮毂资产的注入为公司 2018 年新增营业收入 52.67 亿元、新增净利润 3.01 亿元。

铝合金轮毂资产完成注入之后，公司的中间合金、溶剂、添加剂等产品对于营业收入整体贡献的比例由原来的 95% 下降到 17% 左右。从利润贡献占比来看，中间合金板块由 16、17 年接近 100% 的利润贡献占比下降至 11% 左右。考虑到目前公司正在建设的 25,000 吨高端功能合金产能在未来 1-1.5 年内陆续达产，中间合金板块未来整体利润贡献占比有望上升至 30% 左右。2018 年，新注入的铝合金轮毂板块中亮面轮毂和涂装轮毂利润占比分别为 46.09%、37.6%。

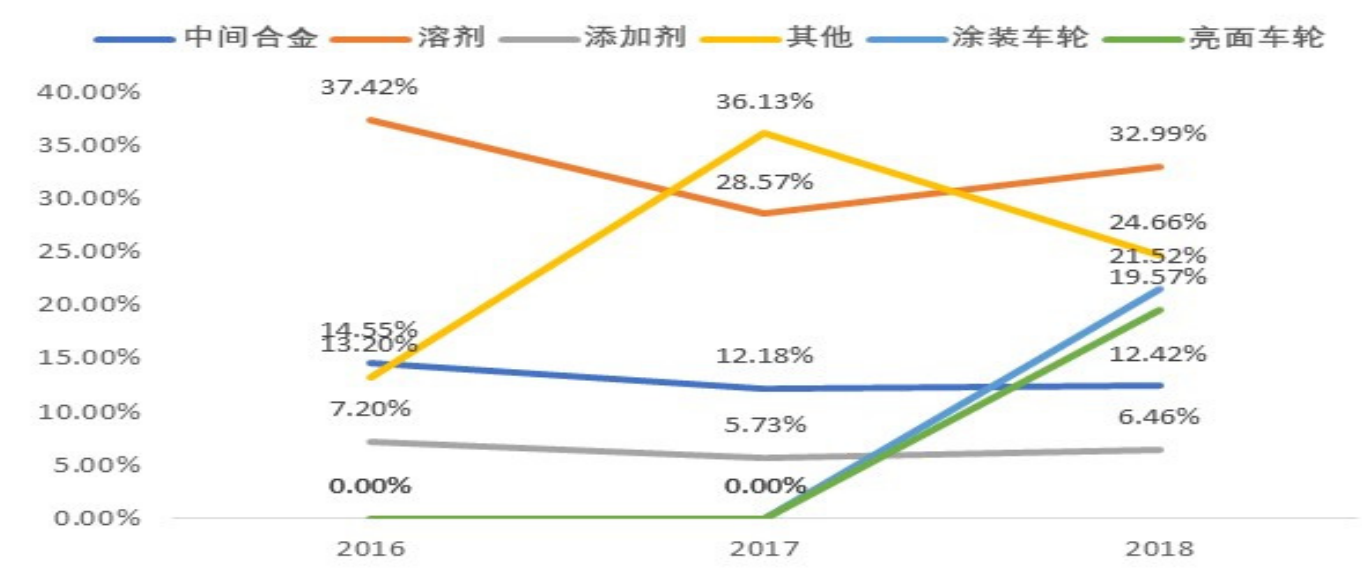
从毛利率水平来看，公司各产品板块中，毛利率最高的为溶剂类产品，2016、2017、2018 三年平均毛利率水平超过 30%。此外，新注入铝合金轮毂板块中涂装轮毂、亮面轮毂的毛利率分别为 21.52%、19.57%。

图 6: 2016-2018 公司各产品板块营收占比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 7: 2016-2018 公司各产品板块利润贡献占比情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

图 8: 公司各产品板块毛利率情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

铝基中间合金行业情况

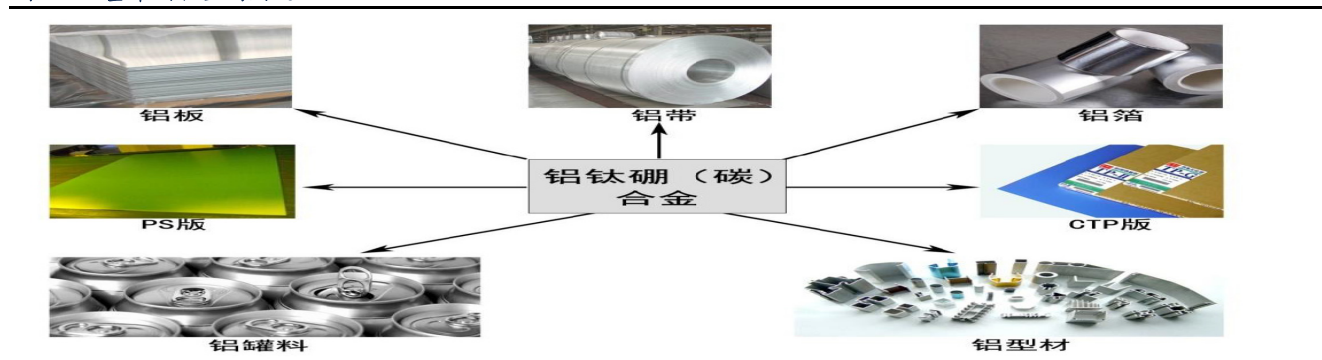
概念及用途

铝基中间合金是指铝钛硼合金、铝钛碳合金或铝钛合金中数以亿计的，尺寸不同、形状各异、形核能力不同及潜能不同的硼化钛颗粒团或碳化钛颗粒团以及铝钛化合物。这种晶核颗粒团一般以铝为载体，表现为铝钛硼合金、铝钛碳合金或铝钛合金的形式，通常所说的铝基中间合金一般特指众多铝合金中的铝钛硼合金、铝钛碳合金及铝钛合金这三个品种。由于铝基中间合金以铝为载体送入熔融铝液中参与各种铝材的制造加工过程，因此行业俗称其“母铝合金”。

铝基中间合金形状根据不同的应用条件而有所不同，主要产品形状包括铝钛硼丝、铝钛硼杆、华夫锭及铝钛硼块等。其中，通过连轧机连续轧制生产出来的盘条、切割丝等丝状的产品效果最佳，是目前铝基中间合金的主要产品类型。

铝基中间合金作为重要添加剂，应用于铝材的制造加工过程，其用途是在待浇铸的铝液中形成数量众多的异质核心，提高铝在凝固过程中的形核率，细化铝的结晶颗粒；晶粒的细化能防止铝在凝固过程中出现裂纹，减少凝固收缩时的孔隙率，并提高铸造速度。除少数类型铝及铝合金外，大部分铝材（板、带、箔、管、棒、型、线、锻件等）的加工成型过程需加入铝基中间合金，以控制待加工坯（锭）的组织结构，细化其结晶颗粒，使加工后铝材的强度、韧性和塑性大幅提升，减少裂纹等缺陷发生，获得高性能铝材。

图 9：铝基中间合金的用途



资料来源：信达证券研发中心整理

行业发展趋势

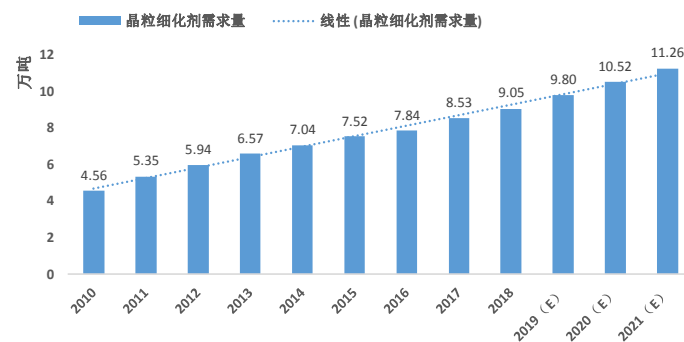
铝具有重量轻、耐腐蚀、延展性好、无磁性、导热导电性能好等特点，且其合金化后具有较好机械性能，因此在国民经济各部门和国防工业中广泛应用，涵盖了航天军工、轨道交通、化学工业、建筑、机械制造等领域，近年来铝材更成为电脑、手机等电子产品主要选用的金属材料。

铝材的推广，离不开其性能提高，而铝材性能提高在很大程度上依赖于铝基中间合金工业发展。上世纪 40 年代，铝工业制造方法从传统低产的静模铸造发展到更快速的立式连续水冷铸造、水平连续铸造，后两种铸造方法生产效率更高，但技术要求也更严苛，铸造过程容易产生铸锭裂纹，影响成型后铝材性能。铝基中间合金的运用有效解决了该技术难题，在铝锭铸造过程中加入中间合金，可以有效细化铝锭结晶颗粒，确保加工后成型铝材获得良好塑性、强度和韧性。在铝基中间合金作为铝材加工重要添加剂大规模量产后，铝工业进入了高速发展阶段，各类性能优良的铝材逐渐在国民经济各领域广泛使用。而铝工业高速发展，特别是对高端铝材的追求，带动铝基中间合金行业逐渐向颗粒团直径更小、形核能力更强、纯净程度更高、晶核扩散速度更快的趋势发展。

行业市场规模预测

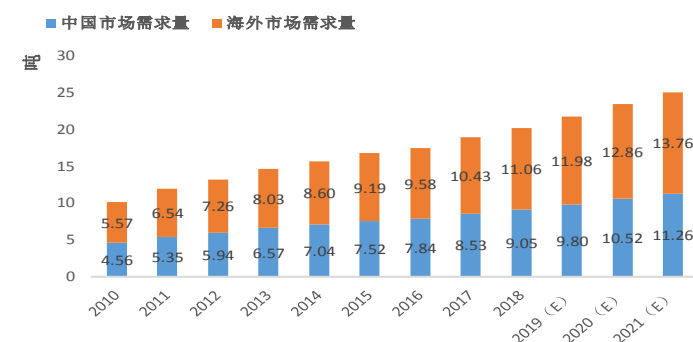
铝基中间合金中应用最广的为铝钛硼晶粒细化剂。根据中国有色网、尚青时代金属信息咨询公司的预测，2010 年至今，国内市场铝晶粒细化剂需求量年复合增长率约为 7.82%，2021 年有望达到 11.26 万吨。目前，国内市场年均铝晶粒细化剂需求量占全球的 45-50%左右。因此，2019-2021 年全球铝晶粒细化剂需求量预计为 21.78、23.38、25.02 万吨。按照平均 20,000 元/吨的市场销售价格，全球铝晶粒细化剂未来三年对应的市场空间分别为 43.56、46.76、50.04 亿元。

图 10: 国内铝晶粒细化剂市场规模预测



资料来源: 中国有色网、尚轻时代《国内外铝晶粒细化剂行业及市场研究报告》

图 11: 全球铝晶粒细化剂市场规模预测



资料来源: 中国有色网、尚轻时代《国内外铝晶粒细化剂行业及市场研究报告》

行业竞争格局

目前，国内生产铝基中间合金的厂家已经超过百家，规模较大的企业生产能力万吨以上，小型企业的生产能力则在几百吨。受整个产业链分布的影响，铝基中间合金行业企业分布有较明显的区域特点，华东地区最为集中，企业数量多，出现了几家规模较大的公司，如南京云海特种金属股份有限公司、江西永特合金有限公司等。华北和华南也是铝基中间合金需求较大的区域，该区域内企业数量不多，但生产规模较大，如河北四通新型金属材料股份有限公司和深圳市新星轻合金材料股份有限公司。

表 1: 全球主要铝基中间合金企业

	公司名称	所属区域	成立时间	主要产品
国内主要公司	深圳市新星轻合金材料股份有限公司	深圳市	1992	铝中间合金
	江西永特合金有限公司	江西省	2003	中间合金、溶剂、耐火材料
	南京云海金属股份有限公司	南京市	1990	中间合金、铝合金、镁合金
	湖南金联星特种材料股份有限公司	湖南省	2001	铝基中间合金、耐火材料
	河北四通新型金属材料股份有限公司	河北省	1998	晶粒细化类中间合金、金相变质类中间合金、金属净化类中间合金、元素添加类中间合金
国际主要公司	AMG Aluminium North America	美国	1950	铝晶粒细化剂、中间合金产品
	LSM	英国	1954	铝合金、铁合金、合金粉
	KBM	荷兰	1986	铝晶粒细化剂、中间合金产品

资料来源：信达证券研发中心整理

目前，国内生产铝基中间合金的龙头企业主要有三家，分别是四通新材、云海金属、深圳新星，均为上市公司。从产能排名来看，四通新材目前拥有已建成产能 69,000 吨为三家之首。云海金属虽然拥有合计 18 万吨的总产能，但铝基中间合金板块的产能仅 1.5 万吨。从三家公司 2018 年产量占比全球需求量来看，三家产量合计占比全球需求量的 52.76%、占比国内需求量的 95.93%。

从未来两年新建产能达产情况看，四通新材目前正在建设的 25,000 吨高端晶粒细化剂项目预计 2020 年达产，首期达产规模 15,000 吨，未来两年预计形成 89000 吨的总产能；深圳新星 2019 年开始建设位于洛阳的 30,000 吨铝晶粒细化剂项目，并将原深圳基地的 30,000 吨铝晶粒细化剂产能进行搬迁，加上深圳地区保留的 30,000 吨铝晶粒细化剂产能，未来产能合计将达到 90,000 吨。

表 2: 铝基中间合金行业主要企业对比

序号	公司名称	已建成产能规模(吨)	2018 年产量(吨)	全球需求占比	国内需求占比	在建产能规模	预计达产时间	未来总产能(吨)
1	四通新材	69,000	46,000	22.87%	41.59%	25000	2020	89,000
2	云海金属	180,000	15,000	7.46%	13.56%	0	-	15,000
3	深圳新星	60,000	45,100	22.43%	40.78%	60000	2020	90,000

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理

铝合金轮毂行业情况

概念及用途

汽轮毂行业是汽车零部件行业的一个分支，它的行业特征与汽车零部件行业相似，基本属于技术密集和资金密集型行业，其发展依赖于汽车行业整体的发展。汽轮毂产品属于具有一定性能和强度要求的功能性零件，汽轮毂产品开发周期属于中短期，在整个开发过程中存在更改、变动的可能。轮毂型号随着整车不同车型设计变化，尺寸和形状均不相同，因此汽车零部件行业主要采用“以销定产”的生产模式，根据客户的销售合同来安排和组织生产。一旦汽轮毂产品开发成功并批量生产后，产品就进入了相对的稳定期，生命周期一般跟着汽车市场的供求变化而变化，需求量比较稳定。

汽轮毂行业中的售后服务市场（AM 市场）随着汽车消费的不断增长、消费者对汽车及零部件保养和维护意识的不断增强、以及消费者个性化追求不断高涨而发展起来的。售后市场中，汽车零部件行业的用户是已拥有汽车的消费者，属于零售市场，产品主要通过专业零售店、连锁店、专卖店，以及改装厂等形式销售给消费者。与整车制造市场不同，售后市场与汽车整车制造业联系较弱，特别是涉及到汽车改装及增强汽车制动性能的汽车缓速器等细分行业，与汽车消费者经济实力、消费者偏好、当地气候、汽车保有量等联系较为紧密，售后市场要求零部件供应商有独特的设计能力、创新能力、快速反应能力，能够适应多品种、小批量的市场需求，以及良好的销售渠道和售后服务体系。随着汽车保有量和消费者对个性化追求的不断增长，售后市场对汽车零部件的需求将逐步增加，与整车制造市场（OEM 市场）共同推动汽车零部件行业的发展。

图 12：铸造、锻造型铝合金轮毂



资料来源：信达证券研发中心整理

行业发展趋势

汽轮毂行业，作为集资金、劳动、技术密集于一身的行业，技术跨度比较大，工艺控制有一定的难度。在这样的前提下，行业本身正在通过资源配置转型实现物流成本的最低化，生产销售区域化，以便于供货，减少流动资金占压，逐步呈现出围绕整车厂家的生产销售区域化格局。与此同时，中国轮毂制造设备的国产化也随技术进步而发展。国内企业正在逐步形成强大的轮毂产品的技术开发能力，走制造、开发、研究创新的发展路径。

由于制造技术和生产成本的原因，在过去的相当长时期内，钢制轮毂在汽车轮毂的生产中占据着统治地位。随着汽车工业的飞速发展，人们对汽车各项性能指标要求的提高，各国政府对节能、环保法规的日趋严格，世界各国的汽车及零部件厂商都在努力寻找汽车轻量化的途径，而汽车行驶系统的轻量化不仅可以减轻汽车的整车质量，还因减少了汽车非簧载质量而使其行驶性和行驶舒适性都有所提高。

目前我国，铝合金轮毂是汽车“轻量化”、“动车化”、“节能化”和“现代时装化”的产物，受到了越来越多的客户的青睐。目前，世界上铝轮毂的装车率已超过 70%，品种和数量都在不断增加，覆盖了从轿车到客车和卡车的所有车型。以乘用车为例，钢制轮毂市场份额从上世纪 80 年代的 90% 下降到目前 30% 左右，特别是在中高端乘用车领域，铝合金轮毂市场竞争优势明显。目前，不仅绝大部分轿车采用铝合金轮毂，而且愈来愈多中型、大型汽车（客车、货车等）也在采用大尺寸铝合金轮毂来代替传统钢轮。铝合金轮毂逐步代替传统钢轮的趋势已越来越明显，铝合金轮毂市场的发展前景将更加广阔。

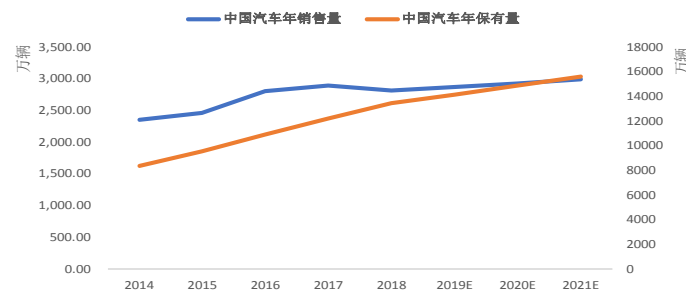
行业供需结构判断

根据中国汽车工业信息网数据，中国汽车年销售量由 2014 年的 2349 万辆增长至 2018 年的 2808 万辆，年复合增长率 4%。同时，国内汽车保有量由 2014 年的 8307 万辆增长至 2018 年的 13451 万辆，年复合增长率 10%。2019 年以来，由于国内汽车消费市场出现一定程度的下滑，国内汽车销量增速、保有量增速预计出现一定的下降，根据中国汽车工业信息网的预测，2019、2020、2021 年国内汽车年销售量分别为 2864.22、2921.51、2979.94 万辆；汽车保有量分别为 14124、14830、15571 万辆。

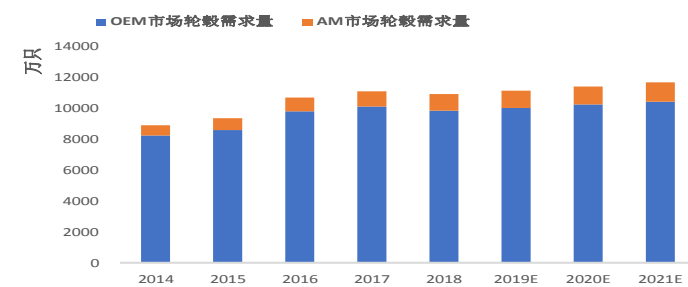
根据上述预测，我们将铝合金轮毂市场分为整车市场（OEM 市场）和零售市场（AM）市场，按照铝合金轮毂装车率 70%、每辆整车配备 5 只轮毂、AM 市场轮毂更新率 2% 进行计算，2019-2021 年国内铝合金轮毂需求量分别为 1.11、1.14、1.16 亿只。

从供给角度来看，根据中汽协数据，2018 年中国铝合金轮毂产量 10900 万只，占全球的 30%。根据中国汽车工业信息网的预测，2019-2020 年全球铝合金轮毂总产量分别为 3.80、3.85、3.99 亿只，对应中国地区产量 1.14、1.16、1.20 亿只。

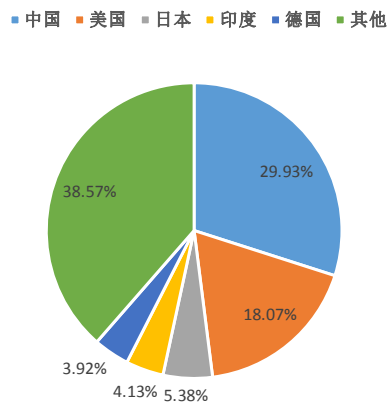
综上所述，我们认为未来三年内国内铝合金轮毂市场预计供需基本持平。

图 13: 中国汽车年销售量、保有量


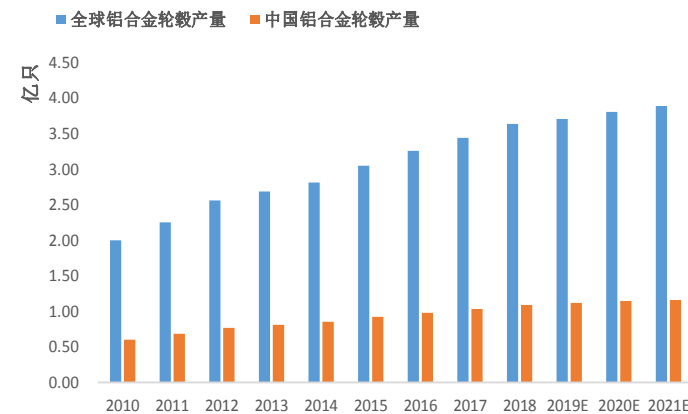
资料来源: 中国汽车工业信息网, 信达证券研发中心整理

图 14: 中国铝合金轮毂需求量


资料来源: 中国汽车工业信息网, 信达证券研发中心整理

图 15: 2018 全球铝合金轮毂供给结构


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心整理

图 16: 全球铝合金轮毂产量


资料来源: 中国汽车工业信息网, 信达证券研发中心整理

公司未来核心业绩增长点

中间合金板块“1+0.5 亿元”利润增长

公司目前正在建设的“25000 吨高端晶粒细化剂项目”预计在 2020 年达产，首期达产规模 15,000 吨。四通新材 2016 年通过收购英国海湾进口有限公司掌握了高端晶粒细化剂的核心技术。此次预计达产的 15,000 吨高端晶粒细化剂的定位主要是与核心竞争对手深圳新星争夺高端晶粒细化剂市场。

由于高端晶粒细化剂生产厂家具有较高的议价能力，参考公司目前 21,000 元/吨左右的中间合金产品销售价格，我们预测未来高端晶粒细化剂产品销售价格为 30,000 元/吨。因此，首期达产的 15,000 吨预计为公司带来 4.5 亿元新增营业收入，我们保守按照 20%净利率计算，对应利润贡献约 1 亿元。

此外，公司目前拥有的 500 吨高端特种合金产能，占比全国年需求量的 10%左右。按照公司与下游军工客户共同研发、测试的时间节点，未来 1 年，该部分产能预计能够满产运营。由于这部分产品的定制化程度较高、附加值较高，我们参考公司历史销售数据，预测销售价格为 400,000 元/吨。这部分产品未来 1 年预计为公司贡献营业收入 2 亿元，按照 25%净利率计算，对应净利润贡献约 5000 万元。

综上所述，未来 1-2 年，公司中间合金板块预计产生新增净利润 1.5 亿元。

铝合金轮毂板块 6000 万元利润增长

公司现年产 1800 万只铝合金轮毂。其中，60%为低端车配套轮毂、40%为高端车配套轮毂。按照目前 50 元/只左右的平均销售毛利，我们估算低端轮毂单位净利润 10 元/只；高端轮毂单位净利润 28 元/只。未来 1-2 年，公司计划调整产品结构布局，削减低端车型配套轮毂订单（如：停止向吉利汽车供应低端轮毂），同时提高高端车型的轮毂配套订单。预计 1-2 年内，公司高端车配套轮毂比例将占总产量的 60%，低端车配套轮毂比例将占总产量的 40%，预计带来新增净利润约 6000 万元。

表 3：公司铝合金轮毂产品结构调整及利润变化预测

产品结构调整前				
产品种类	比例	产量	单位净利润 (元/只)	净利润 (元)
高端车配套比例	40.00%	7,200,000.00	28.00	201,600,000.00
低端车配套比例	60.00%	10,800,000.00	10.00	108,000,000.00
利润合计				309,600,000.00

产品结构调整后				
产品种类	比例	产量	单位净利润 (元/只)	净利润 (元)
低端车配套比例	40.00%	7,200,000.00	10.00	72,000,000.00
高端车配套比例	60.00%	10,800,000.00	28.00	302,400,000.00
利润合计				374,400,000.00
预计新增利润				64,800,000.00

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测

盈利预测与估值

基本假设

- 中间合金板块年平均开工率 85%;
- 铝合金轮毂板块年平均开工率 95%;
- 随着 25,000 吨高端晶粒细化剂项目逐渐达产，中间合金板块产品销售单价有所上升;
- 随着公司铝合金轮毂板块产品结构比例的逐步调整，铝合金轮毂平均销售价格将逐步上升;

表 4: 公司生产经营模型

合金中间体板块	2019	2020	2021
产能 (吨)	69000	84000	89000
开工率 (%)	85%	85%	85%
产量 (吨)	58650	71400	75650
板块总营收			
销售单价(元/吨)	20010.08	20962.94	21915.80
销售收入 (元)	1,173,591,243.23	1,496,754,049.33	1,657,930,486.46
板块总成本			
单位成本 (元/吨)	17525.42	18359.96	19194.50
成本 (元)	1,027,865,727.32	1,310,901,217.45	1,452,064,281.45

铝制轮毂板块	2019	2020	2021
产能 (只)	19,000,000	19,000,000	19,000,000
开工率	95%	95%	95%
产量 (只)	18,050,000	18,050,000	18,050,000
板块总营收			
销售价格 (元/只)	291.58	297.41	303.36
销售收入 (元)	5,262,951,140.00	5,368,210,162.80	5,475,574,366.06
板块总成本 (元)			
单位成本 (元/只)	232.09	227.45	227.45
成本 (元)	4,189,254,418.00	4,105,469,329.64	4,105,469,329.64
营业收入合计 (元)			
营业收入合计 (元)	6,436,542,383.23	6,864,964,212.13	7,133,504,852.52
营业成本合计 (元)			
营业成本合计 (元)	5,217,120,145.32	5,416,370,547.09	5,557,533,611.09

资料来源: 信达证券研发中心预测

盈利预测

根据四通新材目前经营情况及未来发展规划, 我们预计, 公司 2019-2021 年营业收入分别为 68.14、72.67 和 75.52 亿元。根据公司最新股本计算, 我们预计四通新材 2019-2021 年摊薄 EPS 分别为 0.80 元、0.93 元和 1.07 元。以 2019 年 9 月 25 日收盘价 13.19 元, 对应的 19-21 年 PE 分别为 16 倍、14 倍和 12 倍。

相对估值

由于四通新材目前拥有中间合金及铝合金轮毂两个主营业务板块, 因此我们分别选取这两个板块的可比上市公司进行相对估值。中间合金行业, 我们选取了 3 家主营业务高度相关的 A 股上市公司; 铝合金轮毂加工行业, 我们选取了 5 家 A 股上市公司进行比较。目前, 四通新材无论与中间合金行业还是铝合金轮毂加工行业企业相比, PE 低于行业平均水平。因此, 给与公司“买入”评级。

表 5: 中间合金板块、铝合金轮毂板块相对估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)		EPS			PE			PB 倍
		2019/9/25	2019	2020	2021	PE(TTM)	2019	2020	2021	
603978.SH	深圳新星	34.05	1.19	1.56	2.09	40	28	19	12	3.7

002182.SZ	云海金属	8.93	0.89	0.74	0.88	12	10	11	10	3.0
300428.SZ	四通新材	13.19	0.80	0.93	1.07		16	14	12	2.93
中间合金板块行业平均							18	15	12	3.0
000559.SZ	万向钱潮	5.26				24				2.7
002085.SZ	万丰奥威	7.05	0.45	0.50	0.54	19	16	14	13	2.4
002363.SZ	隆基机械	5.65				31				1.0
002488.SZ	金固股份	7.30	0.22	0.34	0.45	57	32	21	16	1.8
002725.SZ	跃岭股份	12.66				50				3.0
300428.SZ	四通新材	13.19	0.80	0.93	1.07		16	14	12	2.93
铝合金轮毂板块行业平均							22	16	14	2.4

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 除四通新材为信达预测外, 其余均为 Wind 一致预期

风险因素

1. 公司 25,000 吨高端晶粒细化剂项目未能按时达产;
2. 公司中间合金板块产品下游订单萎缩;
3. 公司铝合金轮毂板块产品结构调整不达预期;
4. 下游汽车行业持续低迷。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	527.06	4,057.91	4,151.20	3,616.14	3,315.82
货币资金	92.39	961.29	1,028.73	336.29	-66.54
应收票据	117.32	569.61	574.60	612.85	636.82
应收账款	196.28	1,070.86	1,080.24	1,152.14	1,197.21
预付账款	12.78	40.77	41.15	42.73	43.84
存货	103.18	1,184.50	1,195.60	1,241.26	1,273.61
其他	5.11	230.87	230.87	230.87	230.87
非流动资产	368.12	2,530.26	2,163.49	3,298.19	4,270.98
长期股权投资	81.64	102.12	102.12	102.12	102.12
固定资产(合计)	162.10	1,763.16	1,569.22	1,902.01	2,063.61
无形资产	36.52	341.51	65.75	314.60	633.88
其他	87.86	323.47	426.40	979.46	1,471.37
资产总计	895.18	6,588.17	6,314.68	6,914.32	7,586.80
流动负债	158.53	3,099.96	3,110.97	3,157.33	3,189.99
短期借款	87.47	1,558.60	1,558.60	1,558.60	1,558.60
应付票据	0.00	569.23	574.57	596.51	612.06
应付账款	57.00	574.74	580.12	602.28	617.97
其他	14.07	397.38	397.68	399.94	401.36
非流动负债	24.14	558.22	558.22	558.22	558.22
长期借款	0.00	374.09	374.09	374.09	374.09
其他	24.14	184.12	184.12	184.12	184.12
负债合计	182.68	3,658.17	3,669.19	3,715.55	3,748.21
少数股东权益	1.91	26.19	44.56	65.75	90.29
归属母公司股东权益	710.60	2,903.81	2,600.93	3,133.03	3,748.30
负债和股东权益	895.18	6,588.17	6,314.68	6,914.32	7,586.80

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,149.96	6,754.64	6,813.80	7,267.33	7,551.61
同比(%)	27.97%	487.38%	0.88%	6.66%	3.91%
归属母公司净利润	104.78	390.18	465.30	536.57	621.47
同比(%)	49.86%	272.38%	19.25%	15.31%	15.82%
毛利率(%)	11.95%	18.99%	18.95%	21.10%	22.09%
ROE%	15.69%	21.59%	16.91%	18.72%	18.06%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.67	0.80	0.93	1.07
P/E	73	20	16	14	12
P/B	10.74	2.63	2.93	2.43	2.04
EV/EBITDA	23.06	12.53	13.47	10.33	9.10

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,149.96	6,754.64	6,813.80	7,267.33	7,551.61
营业成本	1,012.50	5,471.64	5,522.90	5,733.83	5,883.27
营业税金及附加	2.97	36.58	36.90	39.36	40.90
销售费用	22.04	306.54	309.23	329.81	342.71
管理费用	31.37	171.58	173.09	184.61	191.83
研发费用	0.00	284.45	286.94	306.04	318.01
财务费用	9.54	62.37	-24.83	84.97	84.73
减值损失合计	1.70	13.53	14.66	15.03	17.25
投资净收益	1.56	9.28	2.64	4.50	5.47
其他	39.71	36.70	44.90	47.36	46.13
营业利润	111.10	453.92	542.46	625.54	724.52
营业外收支	6.79	0.96	0.00	0.00	0.00
利润总额	117.89	454.88	542.46	625.54	724.52
所得税	13.07	49.29	58.78	67.78	78.51
净利润	104.82	405.59	483.68	557.75	646.01
少数股东损益	0.04	15.41	18.37	21.19	24.54
归属母公司净利润	104.78	390.18	465.30	536.57	621.47
EBITDA	142.41	732.04	728.85	950.08	1,079.11
EPS(当年)(元)	0.43	0.74	0.80	0.93	1.07

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	21.31	633.58	648.20	761.16	917.88
净利润	104.82	405.59	483.68	557.75	646.01
折旧摊销	15.47	210.07	200.35	231.45	272.42
财务费用	9.05	67.09	-13.95	93.09	82.16
投资损失	-1.56	-9.28	-2.64	-4.50	-5.47
营运资金变动	-107.89	-95.81	-29.49	-126.05	-87.09
其它	1.42	55.92	10.27	9.41	9.85
投资活动现金流	-115.08	-442.82	-536.45	-1,360.51	-1,238.55
资本支出	-24.52	-339.31	-539.09	-1,365.00	-1,244.02
长期投资	-10.58	-2.60	2.64	4.50	5.47
其他	-79.98	-100.91	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	83.23	-41.75	-58.26	-110.16	-106.30
吸收投资	0.00	1.00	0.00	0.00	0.00
借款	107.47	203.03	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	24.94	197.59	58.26	110.16	106.30
现金流净增加额	-13.05	171.57	67.44	-692.44	-402.83

研究团队简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研发中心，从事钢铁行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。