

亚太股份 (002284.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入维持评级

公司研究

市场价格 (人民币): 13.87 元

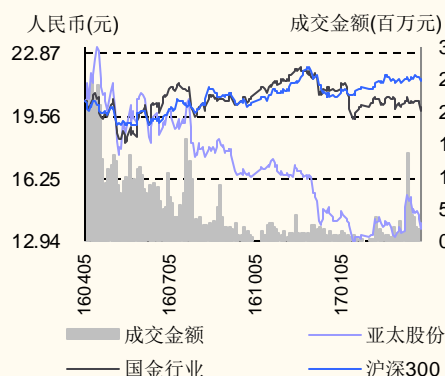
目标价格 (人民币): 16.00 元

业绩稳健，智能驾驶快速推进

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	685.97
总市值(百万元)	10,229.90
年内股价最高最低(元)	23.18/12.94
沪深 300 指数	3456.05
深证成指	10428.72



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.192	0.196	0.217	0.244	0.282
每股净资产(元)	3.50	3.60	3.74	3.90	4.11
每股经营性现金流(元)	0.37	0.30	0.73	0.51	0.64
市盈率(倍)	107.48	71.97	62.65	55.64	48.13
行业优化市盈率(倍)	12.86	12.86	12.86	12.86	12.86
净利润增长率(%)	-19.17%	1.61%	10.79%	12.61%	15.60%
净资产收益率(%)	5.49%	5.43%	5.79%	6.25%	6.85%
总股本(百万股)	737.56	737.56	737.56	737.56	737.56

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简述：

2016 年实现营收 34.2 亿元，同比增长 11.75%，实现归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 1.6%，毛利率 17.03%，同比提升 0.42 个百分点，净利率 4.43%，同比下滑 0.43 个百分点，EPS 0.2 元。同时，公司拟发行可转债募集资金不超过 10 亿元，用于轮毂电机和汽车制动系统电子模块项目的建设。

投资逻辑：

- **业绩稳健，持续增长可期：**受益于国内汽车产销旺盛，公司营收保持稳健增长。2016 年我国汽车销量超 2800 万辆，增速 13.9%，公司营收增速与行业总体保持一致。由于非经营性损益相比 2015 年减少约 2000 万元，致使净利润增速低于营收增速，但扣非净利润增速高于营收增速。公司加快市场开拓，成功进入通用 GEM 项目全球采购平台和大众集团高端整车制造 MLB 平台，为后续业绩的持续增长奠定了基础。
- **打造智能驾驶生态圈，未来发展值得期待：**公司以汽车主动安全技术为基础，布局汽车智能驾驶，建设智能汽车环境感知+主动安全控制+移动互联的无人驾驶生态圈。目前，公司已经发布 ACC（自适应巡航系统）、AEB（自动紧急制动系统）、LDWS（车道偏离预警系统）、FCWS（前方碰撞预警系统）功能的智能驾驶汽车产品，并已与奇瑞汽车、北汽、东风小康、浙江合众签署了智能驾驶技术开发协议，智能驾驶项目稳步推进。

投资建议与估值

- 打造智能驾驶生态圈，参股轮毂电机企业 Elaphe，加速布局新能源汽车，看好后续快速发展。我们预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元、0.28 元，首次覆盖给予买入评级，目标价 16 元。

风险

- 汽车产销不及预期。
- 智能驾驶推进不及预期。

刘洋 联系人
yang_liu@gjzq.com.cn

梁美美 联系人
(8621)60893120
liangmeimei@gjzq.com.cn

宋伟健 联系人
(8621)61036950
songweijian@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

1、业绩稳健，持续增长可期	3
2、持续布局，打造智能驾驶生态圈	4
3、布局新能源产业，轮毂电机产业化在即	5
4、主业稳健成长，优质资产存注入预期	6

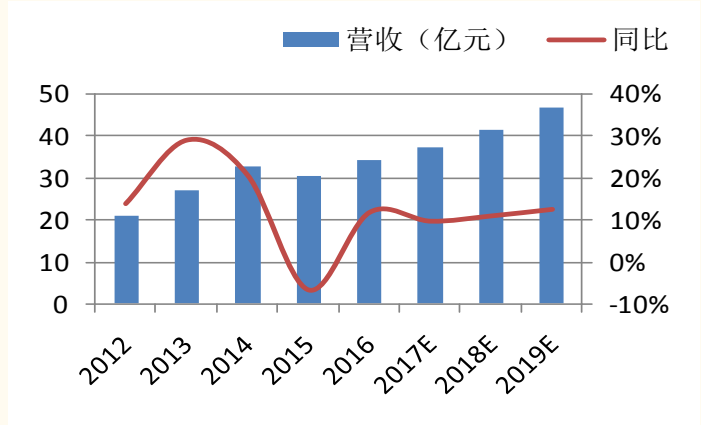
图表目录

图表 1：公司历年营收及增速	3
图表 2：公司历年营收及增速	3
图表 3：公司历年毛利率与净利率	3
图表 4：公司历年费用率	3
图表 5：布局完善，打造智能驾驶生态圈	4
图表 6：产业化稳步推进，智能驾驶加速前行	5
图表 7：冬季测试成功，产业化快速推进	5
图表 8：持续开拓优质客户，保障主业稳健成长	6

1、业绩稳健，持续增长可期

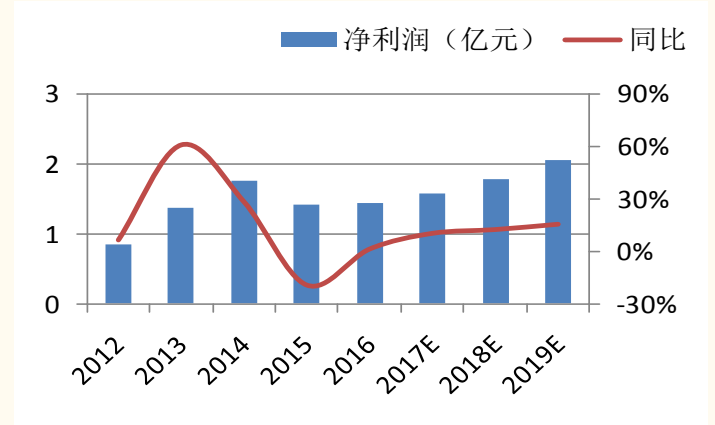
- **事件：**公司公布年报，2016 年实现营收 34.2 亿元，同比增长 11.75%，实现归属上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 1.6%，毛利率 17.03%，同比提升 0.42 个百分点，净利率 4.43%，同比下滑 0.43 个百分点，EPS0.2 元。同时，公司拟发行可转债募集资金不超过 10 亿元，用于轮毂电机和汽车制动系统电子模块项目的建设。
- **点评：**受益于国内汽车产销旺盛，公司营收保持稳健增长。2016 年我国汽车销量超 2800 万辆，增速 13.9%，公司营收增速与行业总体保持一致。由于非经营性损益相比 2015 年减少约 2000 万元，致使净利润增速低于营收增速，但扣非净利润增速高于营收增速。公司加快市场开拓，成功进入通用 GEM 项目全球采购平台和大众集团高端整车制造 MLB 平台，为后续业绩的持续增长奠定了基础。报告期内，公司实现毛利率 17.03%，同比提升 0.42 个百分点，期间费用率 11.69%，保持稳定，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别变化-0.27%、+0.72%和-0.48%。
- 我们预计 17~19 年 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元、0.28 元，目标价 16 元。

图表 1：公司历年营收及增速



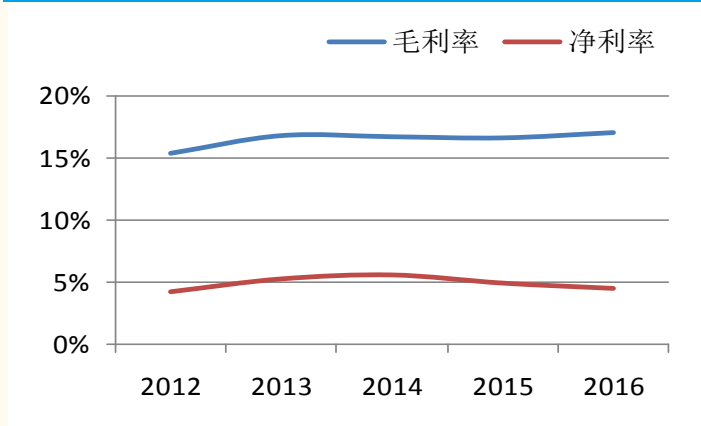
来源：wind，国金证券研究所

图表 2：公司历年营收及增速



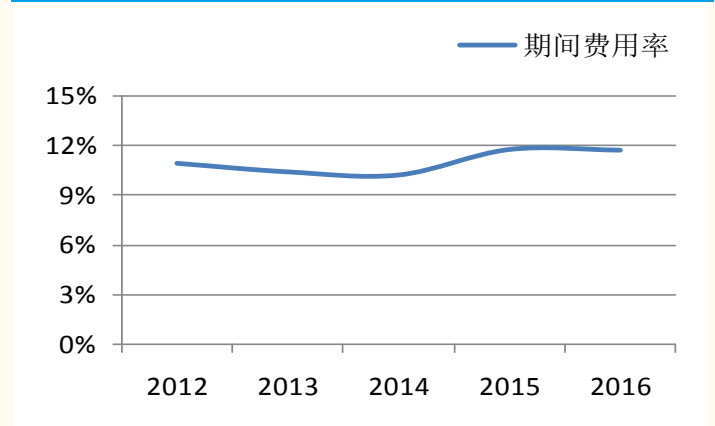
来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司历年毛利率与净利率



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：公司历年费用率

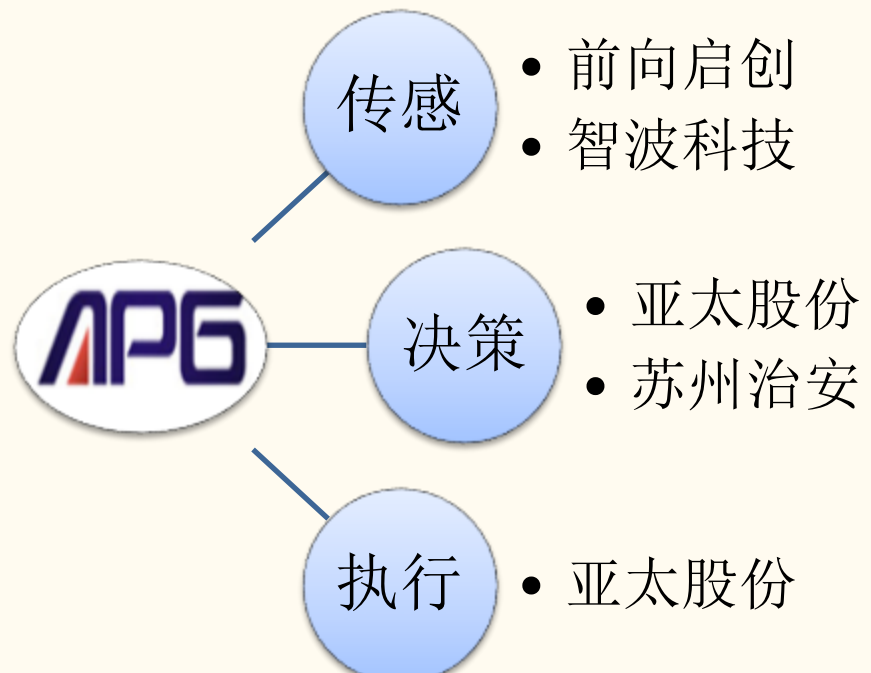


来源：wind，国金证券研究所

2、持续布局，打造智能驾驶生态圈

- **传感、决策、执行全面布局，打造智能驾驶生态圈。**近两年公司在智能驾驶领域动作频繁，目前已经实现感知层、决策层以及执行层的全面布局。其中公司参股前向启创，切入于视觉感知领域；参股苏州安智，加快线控制动系统与 ADAS 集成研发智能驾驶技术领域布局。集团参股智波科技，切入于毫米波雷达领域。与此同时，公司通过参股钛马信息，布局车联网领域。我们认为，公司在智能驾驶领域布局全面，为打造智能驾驶生态圈奠定了坚实基础
- **前向启创：**公司是一家专注于 ADAS 算法设计和系统集成的高科技公司，核心团队拥有多年的计算机视觉算法和图像影像芯片行业从业经验。主要研发产品有车道偏离预警系统 LDWS、前车防撞预警系统 FCWS、疲劳驾驶检测系统 FDDS、行人检测报警系统 PDWS、限速标志识别系统 SLSR、全景鸟瞰泊车辅助系统 EPAS、自动车灯检测系统 Auto Light、前车启步提醒 Stop-Go、夜视辅助系统 Night Vision 等。
- **智波科技：**公司专注于研发高级驾驶辅助系统及无人驾驶系统中的核心器件，是国内少数掌握车载毫米波雷达整套核心技术的公司。目前主力产品为 24GHz 雷达。
- **苏州安智：**公司是一家研发线控制动技术与 ADAS 集成研发智能驾驶技术的公司。业务聚焦于系统整体方案的设计与研发、协同、整合国内外驾驶辅助系统资源，如融合多功能摄像头、雷达系统与底盘主动安全控制系统的技术，开发决策层方案。目前，苏州安智研发的自适应巡航控制系统、及预测式紧急制动系统等技术已较为成熟。
- **钛马信息：**公司是一家定位于车载移动互联网服务运营商，可利用先进的大数据云平台和多个系列的智能终端产品，向汽车、新能源电动车公司、电信公司、保险公司、汽车连锁维修服务企业提供世界先进水平的车联网整体解决方案及运营外包服务。

图表 5：布局完善，打造智能驾驶生态圈



来源：公司公告，国金证券研究所

- **产业化稳步推进。**公司在全面布局智能驾驶领域的同时，积极推进相关产品的产业化进程。目前，公司已经发布 ACC（自适应巡航系统）、AEB（自动紧急制动系统）、LDWS（车道偏离预警系统）、FCWS（前方碰撞预警系统）功能的智能驾驶汽车产品，并已与奇瑞汽车、北汽、东风小康、浙江合众签署了智能驾驶技术开发协议，智能驾驶项目稳步推进。我们认为，公司积极布局智能驾驶全产业链，并切实推进智能驾驶技术产业化应用，有利于公司智能驾驶业务的快速推进。

图表 6：产业化稳步推进，智能驾驶加速前行

合作方	时间	事项
奇瑞汽车	2016 年 1 月 22 日	为奇瑞汽车提供智能驾驶技术线控制动系统和控制模块的研发，产品供货，整车安装调试及技术服务等。
北汽	2016 年 2 月 15 日	合作开发智能网联电动汽车样车。
合众新能源汽车	2016 年 3 月 15 日	公司为合众汽车提供智能驾驶技术线控制动系统和控制模板的研发、产品供货整车安装调试及技术服务等。
东风小康	2016 年 3 月 25 日	公司为东风小康技术中心提供智能驾驶技术线控制动系统和控制模块的研发，产品供货，整车安装调试及技术服务等。
一汽大众	2016 年 11 月 14 日	与一汽大众能执行自动驾驶功能的线控制动系统开发协议书。

来源：公司公告，国金证券研究所

3、布局新能源产业，轮毂电机产业化在即

- **参股 Elaphe，布局新能源。**轮毂电机是未来电动车核心部件之一，其特点是将驱动、传动、制动整合到轮毂中，能够大幅度简化电动车的机械构造，并且安装轮毂电机的汽车比未安装或安装了轮边电机的汽车具有更好的操控性和灵活性。公司参股公司 Elaphe 是一家专注于轮毂电机研发的高新技术公司，在轮毂电机领域拥有多项核心发明专利，并且技术处于世界领先水平。通过参股 Elaphe，公司切入到新能源汽车领域，有望受益新能源汽车的快速增长。
- **冬季测试成功，产业化快速推进。**继公司完成对 Elaphe 的战略投资之后，公司与 Elaphe 公司共同出资设立一家合资公司，推进轮毂电机在国内的产业化。目前公司改造的轮毂电机样车顺利完成黑河冬季试验，为后续的量产奠定了坚实基础。

图表 7：冬季测试成功，产业化快速推进

中型SUV搭载M700轮毂电机四驱系统试验车



来源：国金证券研究所

4、主业稳健成长，优质资产存注入预期

- **持续开拓优质客户，制动主业稳健成长。**公司是国内制动器领域龙头企业，销售网络覆盖了国内各大知名整车厂。主要客户包含了一汽大众、一汽轿车、上汽大众、上海通用、东风汽车、北汽集团、长安汽车、奇瑞汽车、江淮汽车等。2016年，公司在原有配套客户和配套车型的基础上，加大优质客户的开拓，成功进入通用 GEM 项目全球采购平台和大众集团高端整车制造 MLB 平台，保障制动主业稳健成长。

图表 8：持续开拓优质客户，保障主业稳健成长

时间	新增客户情况
2016/12/29	被确认为一汽大众奥迪品牌新一代 Audi A6L 项目四个制动盘产品的批量配套供应商配套比例为 20%。
2016/11/28	为长城 H6 改款车项目的前置总成和前制动盘产品。
2016/5/9	公司带条件通过了大众 MQB A0 项目的鼓式制动器总成与 BC 311 项目的卡钳总成的同步开发能力的审核。
2016/5/4	公司被确定为神龙汽车 PF2（BZ3、B73R 车型）、BVH1（M3、M4、A94、M44 车型）平台的液压离合操纵主缸、液压离合操纵从缸等 11 种产品的国产化配套供应商。
2016/4/19	被确定为一汽-大众 Audi X55、A-MAIN-SUV 项目前制动盘产品，Audi X55、NCSNF、A-MAIN-SUV 项目后制动盘产品的批量配套供应商，配套比例为 80%。

来源：公司公告，国金证券研究所

- **汽车电子产品日趋丰富，打造业绩全新增长点。**公司在汽车防抱死制动系统 ABS 的基础上，逐步开发出了多种电子辅助制动系统产品，例如 ESC 汽车电子操纵稳定系统、EABS 制动能量回馈系统、EPB 驻车制动系统等，产品先日趋丰富。目前公司已形成汽车电子控制系统 100 万套的年生产能力。我们认为，在汽车电子化的大趋势下，公司不断丰富产品线，有望打造全新业绩增长点。
- **优质资产存注入预期。**2016 年 12 月，公司控股股东亚太集团拟收购 GMD 全部股权。GMD 主要产品为汽车车身及底盘零部件，核心业务包括压铸、塑料注塑、密封业务及冲压业务，主要客户包含了 PSA、雷诺、宝马、奔驰、大众等主机厂及 ZF 等一级供应商。2015 年 GMD 实现营收约 6.88 亿欧元，息税折旧摊销前利润约 6,190 万欧元。同时，亚太集团承诺将在完成交割后的 18 个月内择机将其所持有的 GMD 全部股权注入到本公司。我们认为，通过此次收购，公司有望依靠 GMD 进入国际领先整车厂的配套体系。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,279	3,059	3,419	3,753	4,168	4,687	货币资金	364	569	637	550	700	988
增长率		-6.7%	11.7%	9.8%	11.1%	12.5%	应收账款	984	971	1,203	1,244	1,402	1,594
主营业务成本	-2,731	-2,551	-2,837	-3,115	-3,459	-3,898	存货	514	467	671	505	561	646
%销售收入	83.3%	83.4%	83.0%	83.0%	83.0%	83.2%	其他流动资产	995	433	137	143	169	172
毛利	548	508	582	637	709	789	流动资产	2,857	2,440	2,649	2,442	2,833	3,400
%销售收入	16.7%	16.6%	17.0%	17.0%	17.0%	16.8%	%总资产	68.1%	57.4%	53.9%	49.1%	52.8%	58.1%
营业税金及附加	-9	-9	-19	-19	-21	-21	长期投资	30	128	210	210	210	210
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,091	1,439	1,791	1,795	1,796	1,804
营业费用	-102	-92	-94	-101	-115	-136	%总资产	26.0%	33.8%	36.4%	36.1%	33.5%	30.8%
%销售收入	3.1%	3.0%	2.7%	2.7%	2.8%	2.9%	无形资产	159	170	194	201	208	215
管理费用	-213	-246	-299	-328	-360	-394	非流动资产	1,340	1,812	2,269	2,528	2,535	2,449
%销售收入	6.5%	8.0%	8.8%	8.8%	8.7%	8.4%	%总资产	31.9%	42.6%	46.1%	50.9%	47.2%	41.9%
息税前利润 (EBIT)	223	162	170	189	213	238	资产总计	4,198	4,252	4,918	4,969	5,368	5,849
%销售收入	6.8%	5.3%	5.0%	5.0%	5.1%	5.1%	短期借款	275	302	352	359	380	348
财务费用	-19	-21	-7	-11	-11	-6	应付款项	1,286	1,184	1,645	1,682	1,911	2,168
%销售收入	0.6%	0.7%	0.2%	0.3%	0.3%	0.1%	其他流动负债	71	70	71	109	128	221
资产减值损失	-12	-10	-16	-15	-15	-15	流动负债	1,632	1,556	2,068	2,150	2,419	2,737
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	-5	27	1	5	7	8	其他长期负债	49	69	142	0	0	0
%税前利润	n.a	15.7%	0.6%	2.7%	3.0%	3.4%	负债	1,681	1,625	2,210	2,150	2,419	2,737
营业利润	187	157	149	168	193	225	普通股股东权益	2,479	2,584	2,653	2,757	2,878	3,035
营业利润率	5.7%	5.1%	4.4%	4.5%	4.6%	4.8%	少数股东权益	38	44	55	62	70	77
营业外收支	23	13	27	25	24	23	负债股东权益合计	4,198	4,252	4,918	4,969	5,368	5,849
税前利润	210	170	176	193	217	248							
利润率	6.4%	5.6%	5.1%	5.1%	5.2%	5.3%	比率分析						
所得税	-29	-21	-24	-26	-29	-33		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	13.7%	12.6%	13.9%	13.5%	13.5%	13.4%	每股指标						
净利润	181	149	152	167	188	215	每股收益	0.476	0.192	0.196	0.217	0.244	0.282
少数股东损益	6	7	7	7	8	7	每股净资产	6.723	3.503	3.597	3.738	3.903	4.115
归属于母公司的净利润	176	142	144	160	180	208	每股经营现金净流	0.651	0.366	0.302	0.734	0.510	0.645
净利率	5.4%	4.6%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.090	0.100	0.090
							回报率						
							净资产收益率	7.08%	5.49%	5.43%	5.79%	6.25%	6.85%
							总资产收益率	4.18%	3.34%	2.93%	3.21%	3.35%	3.56%
							投入资本收益率	6.90%	4.83%	4.80%	5.14%	5.53%	5.96%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.61%	-6.69%	11.75%	9.76%	11.06%	12.46%
							EBIT增长率	21.47%	-27.59%	5.44%	10.72%	12.78%	11.93%
							净利润增长率	28.11%	-19.17%	1.61%	10.79%	12.61%	15.60%
							总资产增长率	60.65%	1.30%	15.66%	1.05%	8.01%	8.97%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	67.4	77.8	75.5	73.3	74.5	75.4
							存货周转天数	62.0	70.2	73.3	59.1	59.3	60.5
							应付账款周转天数	104.8	115.8	117.1	109.0	106.7	107.1
							固定资产周转天数	96.9	120.9	145.1	126.3	107.5	89.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-3.54%	-10.16%	-10.54%	-6.79%	-10.84%	-20.56%
							EBIT利息保障倍数	11.9	7.7	25.1	17.1	18.8	36.9
							资产负债率	40.04%	38.22%	44.93%	43.27%	45.07%	46.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	17
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.11

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD