

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 8.70元

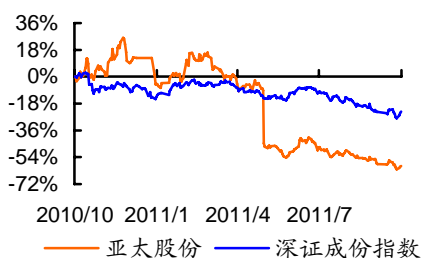
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	10323.29
总股本(百万)	287
流通股本(百万)	100
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	3.53
资产负债率	44.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚太股份	-9.84	-23.14	-34.20
深证成份指数	-1.20	-14.80	-16.47



相关报告

《亚太股份-上下游压力挤压业绩, 等待最好时刻过去》2011-8-21

《亚太股份-合作聚拢资源, 打造总成龙头》2011-5-6

《亚太股份-一季度受制多种因素, 机遇还看多元化扩张》2011-4-19

亚太股份

002284

推荐

需求低迷致使业绩下滑, 未来增长还看多元扩张——三季报点评

公司10月27日公布2011年三季报, 前三季实现营业总收入13.96亿元, 同比增长7.89%, 实现归属于上市公司股东的净利润0.62亿元, 同比下降28.37%, 受制汽车行业整体增速下降、原材料成本大幅上涨和劳动力成本上升, 业绩低于预期。我们认为这三点因素短期内很难得到根本改善, 因此下调公司全年盈利预测。

传统制动器的进口替代持续深化, 制动产品的电子化升级逐步加速, 制动技术向轨道交通等领域的外溢即将实现, 都将成为制动领域的新空间。公司是汽车制动器龙头, 并具有ECU、HCU等核心汽车电子产品的开发能力, 最有可能在这些新市场中获得高速发展。

投资要点:

- **上下游共同挤压公司盈利能力。**上游原材料价格一直处于高位运行状态, 致使公司成本居高不下; 下游汽车销量增速放缓, 压制公司提价能力。上下游挤压使公司盈利能力大幅下滑。但公司作为汽车制动器龙头, 技术优势明显, 未来面临进口替代和技术外溢机遇, 空间广阔, 长期看好。
- **公司围绕制动系统实施纵向整合, 借助进口替代拓展发展空间。**公司是汽车制动器领先企业, 同时拥有先进ABS、ESP和电子驻车等汽车电子技术, 在技术壁垒不存在的情况下, 多种机遇(法规趋紧和新能源自主化)或将促使公司强势突破外资垄断。公司已进入大众在华配套体系, 技术过硬与成本优势将助公司在进口替代市场快速发展。
- **技术外溢开启新市场, 多元化扩张成就高增长。**公司投入高端铸件生产线, 未来或有能力进入铁路、轻轨、军工等领域, 拓展市场规模; 延伸加工深度, 提高产品附加值, 提升公司盈利能力。
- **投资建议:**我们预计公司2011-2013年实现收入19.85亿元、23.71亿元和28.62亿元, 归属于母公司净利润为0.72亿元、1.08亿元和1.61亿元, EPS为0.25元、0.38元和0.56元。公司面临进口替代与技术外溢机遇, 发展前景广阔, 未来值得期待。我们给予未来6-12个月目标价10元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:**汽车市场景气度下降, 原材料价格和人工成本上升等将影响公司盈利水平。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1750	1985	2371	2862
同比(%)	32%	13%	19%	21%
归属母公司净利润(百万元)	119	72	108	161
同比(%)	31%	-39%	50%	49%
毛利率(%)	18.9%	14.8%	15.9%	16.9%
ROE(%)	12.2%	7.0%	9.5%	12.4%
每股收益(元)	0.41	0.25	0.38	0.56
P/E	21.07	34.66	23.08	15.54
P/B	2.57	2.43	2.20	1.93
EV/EBITDA	12	22	16	11

资料来源: 中投证券研究所

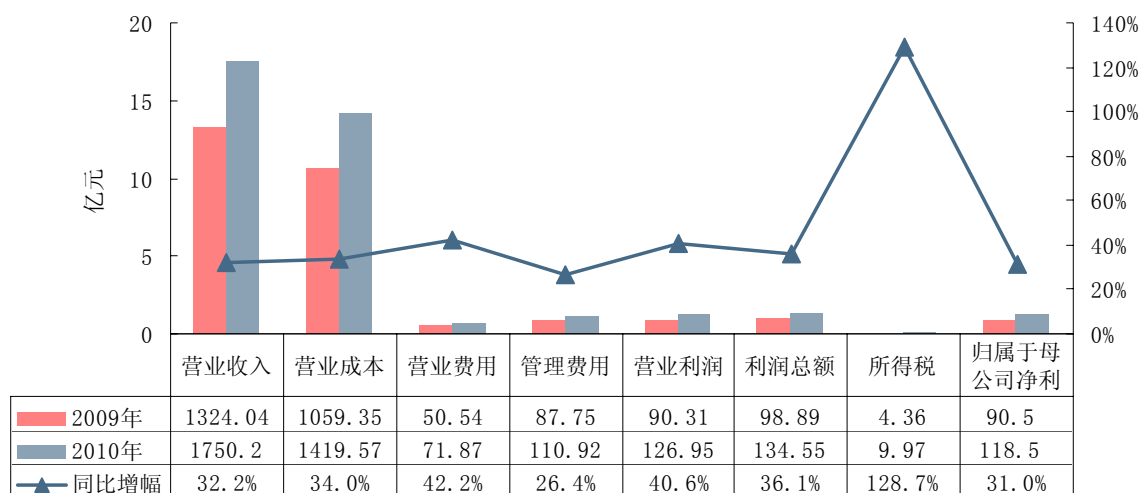
前三季度公司主营业务收入同比增长 7.9%，但受行业景气不振，整车盈利压力传导至零部件企业，同时上游原材料及人力成本高企，侵蚀公司盈利，毛利率整体下滑 4 个百分点，直接导致净利润下滑 28.4%。预计负面影响短期难以消退，企业全年业绩将低于预期。

表 1 亚太股份季度盈利性数据 (09Q4-11Q3)

财务指标(万)	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	环比	同比
营业总收入	412.4	423.2	457.6	413.4	456.0	462.7	532.1	401.6	-24.5%	-2.9%
营业成本	336.3	347.2	372.5	331.6	368.3	386.6	450.0	353.7	-21.4%	6.7%
营业费用	21.7	15.7	18.7	10.4	27.1	6.5	15.8	15.3	-3.1%	47.3%
管理费用	28.3	25.6	28.2	25.3	31.8	23.8	28.2	21.7	-23.1%	-14.4%
财务费用	3.1	2.7	4.1	3.8	2.6	5.5	7.2	7.5	3.5%	97.4%
营业利润	18.3	29.7	32.4	39.2	25.7	33.8	30.6	4.1	-86.5%	-89.5%
利润总额	24.1	31.9	32.2	38.3	32.1	34.4	33.0	6.0	-81.9%	-84.5%
所得税	(1.7)	2.6	3.1	4.6	(0.3)	4.2	3.2	0.6	-82.3%	-87.8%
净利润	24.4	28.1	27.9	30.4	32.2	28.6	28.5	4.7	-83.6%	-84.6%
EPS	0.26	0.29	0.15	0.16	0.17	0.15	0.10	0.02	-80.0%	-87.5%
毛利率	18.4%	18.0%	18.6%	19.8%	19.2%	16.4%	15.4%	11.9%	-22.8%	-39.8%
营业费用率	5.3%	3.7%	4.1%	2.5%	5.9%	1.4%	3.0%	3.8%	28.4%	51.6%
管理费用率	6.9%	6.1%	6.2%	6.1%	7.0%	5.1%	5.3%	5.4%	1.8%	-11.8%
营业利润率	4.4%	7.0%	7.1%	9.5%	5.6%	7.3%	5.7%	1.0%	-82.1%	-89.2%
实际所得税率	-6.8%	8.0%	9.6%	12.0%	-0.9%	12.1%	9.6%	9.4%	-2.2%	-21.7%

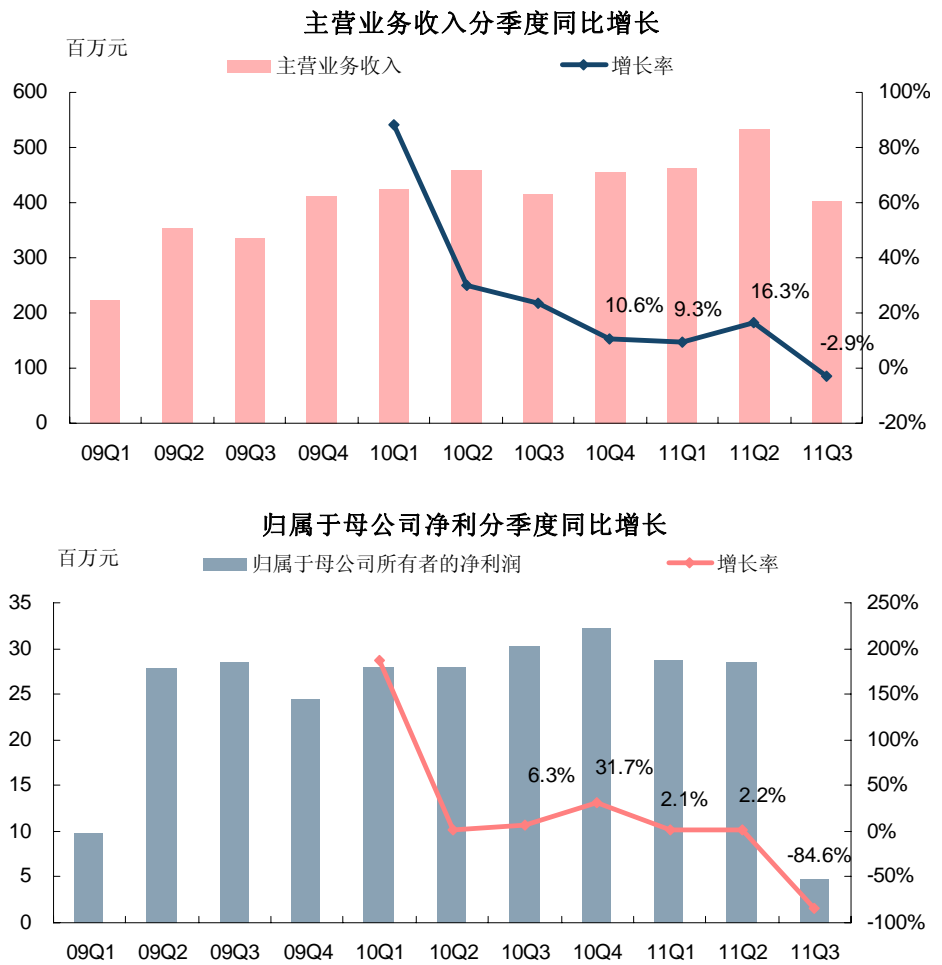
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 亚太股份 10 年主要盈利性指标变化



资料来源：亚太股份 10 年年报、中投证券研究所

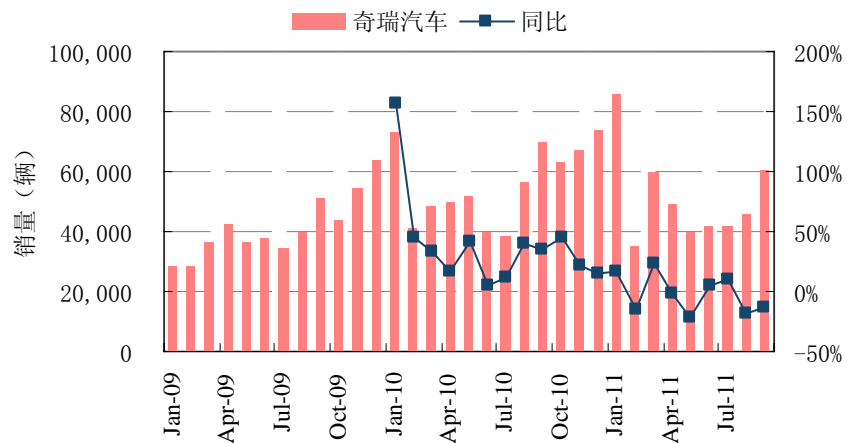
图 2 亚太股份分季度数据

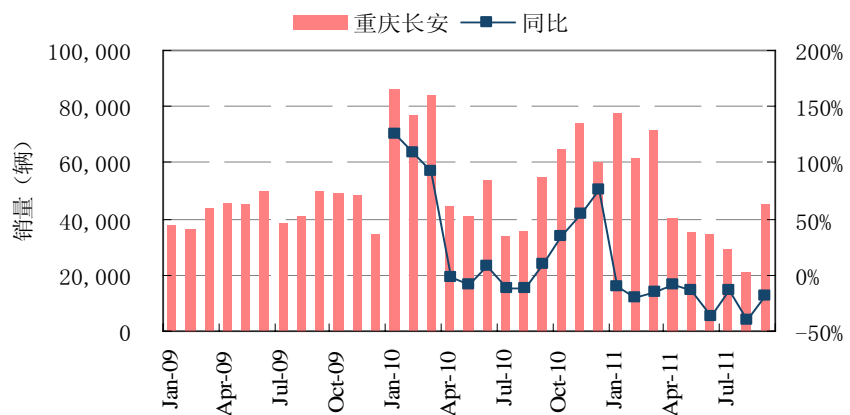
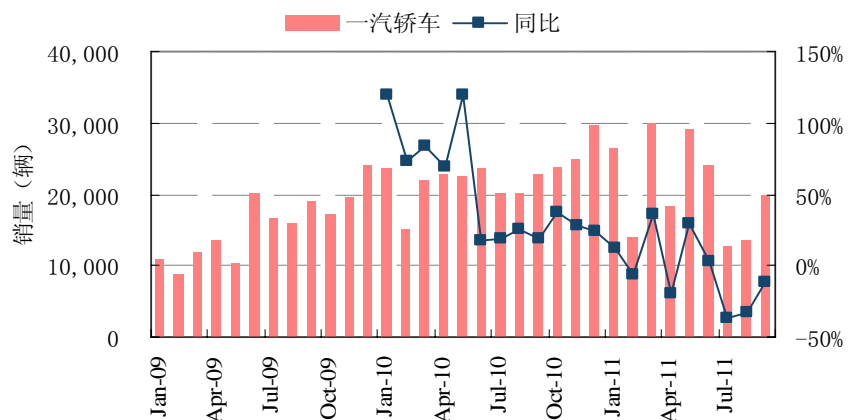
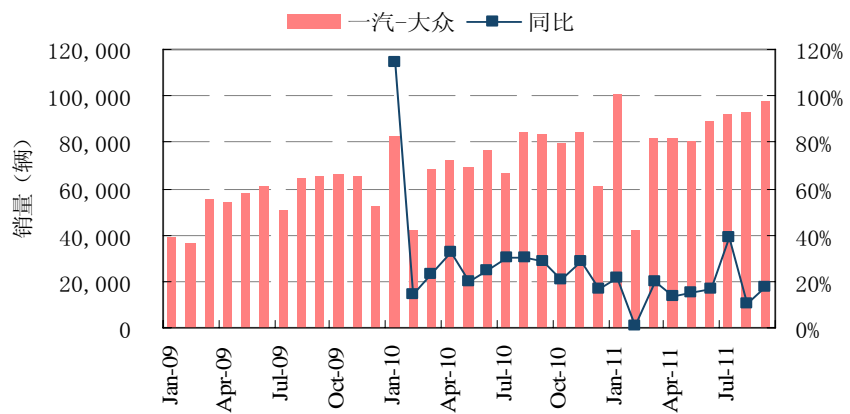
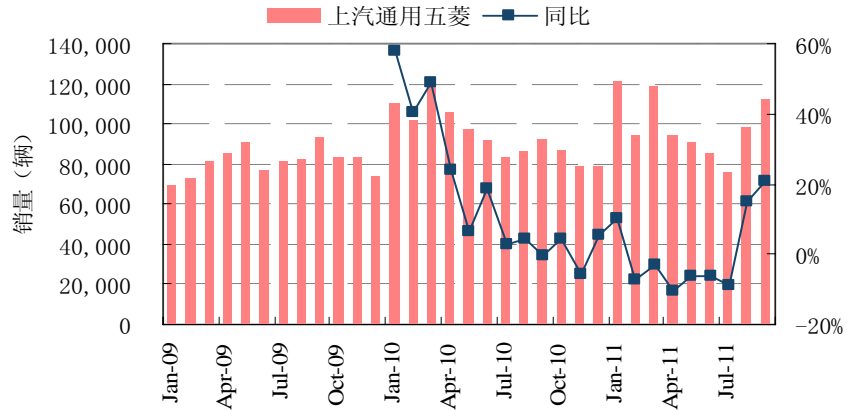


资料来源：亚太股份历年报表、中投证券研究所

公司主要客户包括奇瑞汽车、上汽通用五菱、一汽大众、一汽轿车、长安汽车等，自主品牌及低端产品占比暂时仍较高，受行业结构性调整冲击较为严重，普遍出现了负增长。

图 3 亚太股份主要客户销量情况 (2009.1-2011.9)





资料来源: CAAM、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1218	1534	1691	1954	营业收入	1750	1985	2371	2862
现金	497	700	700	764	营业成本	1420	1692	1994	2378
应收账款	392	445	531	641	营业税金及附加	5	8	11	14
其它应收款	1	1	1	2	营业费用	72	82	97	118
预付账款	48	57	67	80	管理费用	111	126	150	181
存货	218	260	307	366	财务费用	13	1	-0	-6
其他	62	70	84	102	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	610	586	560	534	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	414	435	433	419	营业利润	127	74	115	175
无形资产	81	78	76	74	营业外收入	12	12	12	12
其他	97	55	33	22	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	1828	2120	2251	2488	利润总额	135	82	123	183
流动负债	709	959	991	1075	所得税	10	6	9	14
短期借款	78	242	151	78	净利润	125	76	114	169
应付账款	396	450	537	648	少数股东损益	6	4	6	8
其他	235	267	303	348	归属母公司净利润	119	72	108	161
非流动负债	105	90	75	60	EBITDA	191	100	141	195
长期借款	82	67	52	37	EPS (元)	0.62	0.25	0.38	0.56
其他	23	23	23	23					
负债合计	814	1049	1066	1134	主要财务比率				
少数股东权益	41	45	51	59	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	191	287	287	287	成长能力				
资本公积	367	272	272	272	营业收入	32.2%	13.4%	19.4%	20.7%
留存收益	414	467	575	736	营业利润	40.6%	-41.6%	55.3%	51.8%
归属母公司股东权益	973	1026	1134	1295	归属于母公司净利润	30.9%	-39.2%	50.2%	48.6%
负债和股东权益	1828	2120	2251	2488	获利能力				
					毛利率	18.9%	14.8%	15.9%	16.9%
					净利率	6.8%	3.6%	4.6%	5.6%
					ROE	12.2%	7.0%	9.5%	12.4%
					ROIC	18.5%	9.9%	15.0%	21.5%
					偿债能力				
					资产负债率	44.5%	49.5%	47.4%	45.6%
					净负债比率	23.31%	32.31%	21.87%	12.76%
					流动比率	1.72	1.60	1.71	1.82
					速动比率	1.41	1.32	1.39	1.47
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	1.01	1.09	1.21
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.03	4.00	4.04	4.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.25	0.38	0.56
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.25	0.36	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.57	3.95	4.51
					估值比率				
					P/E	21.07	34.66	23.08	15.54
					P/B	2.57	2.43	2.20	1.93
					EV/EBITDA	12	22	16	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

邢卫军: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434