

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与者: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 11.34元

当前股价: 10.40元

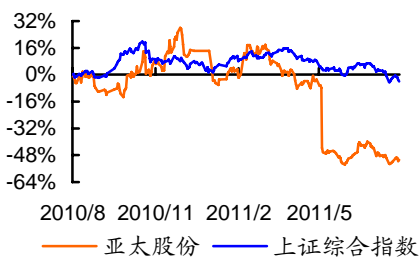
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2534.36
总股本(百万)	287
流通股本(百万)	100
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.41
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	-14.19	-23.53	-27.42
上证综合指数	-9.39	-11.37	-12.60



相关报告

《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-主营业绩稳定, 深度挖掘“技术外溢+ABS潜力”》2011-3-25

亚太股份

002284

推荐

上下游压力挤压业绩, 等待最坏时刻过去

公司8月20日公布11年中报, 实现收入9.95亿元, 同比增长12.94%, 净利润0.57亿元, 同比增长2.1%, 业绩低于预期。我们认为, 11年上半年乘用车增速下滑, 特别是低端和自主品牌出现负增长, 此外原材料及劳动力成本上升, 影响公司业绩兑现, 我们下调公司11年EPS至0.42元。

传统制动器的进口替代持续深化, 制动领域的电子化快速演进, 公司正在加快相关电子化产品的研发和推广, 公司具有ECU、HCU等核心汽车电子产品的开发能力, 公司是未来国内汽车电子领域的重要投资标的。

投资要点:

- 公司11年上半年实现收入9.95亿元, 净利润0.57亿元, 需求景气下滑及成本上升, 导致利润增速低于收入增速。由于上半年主要原材料价格一直处于高位运行状态, 导致公司毛利率较同期下降3.2个百分点, 业绩低于预期。我们认为, 11年汽车行业结构调整, 公司产品仍处新旧交接的空档期, 短期业绩呈现压力, 但是公司作为制动器龙头, 技术优势明显, 长期看好公司未来的成长潜力。
- 公司围绕制动系统实施纵向整合, 多元化拓展和技术外溢稳步推进。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, 在技术壁垒攻克的情况下, 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; 公司技术参与轨道交通制动装置的生产, 未来延伸加工深度扩充市场规模; 公司实现由部件向系统总成过渡, 产业链迁移机遇明显。
- 传统制动器的进口替代持续深化, 新增订单提升市占率。公司新增大众在华未来新一代捷达和桑塔纳的配套订单, 年配套收入将超过2亿元, 合资品牌的进口替代趋势非常明显, 未来新增订单仍将加速出现。
- 投资建议: 我们预计公司2011-2013年实现收入19.43亿元、23.26亿元和28.02亿元, 归属于母公司净利润为1.22亿元、1.55亿元和2.14亿元, 同比增长2.7%、27.4%、38.3%, 每股EPS为0.42元、0.54元和0.75元, 我们给予公司11年27倍估值, 目标价11.34元, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 经济放缓影响汽车市场景气度, 原材料价格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	1943	2326	2802
同比(%)	32%	11%	20%	20%
归属母公司净利润(百万元)	119	122	155	214
同比(%)	31%	3%	27%	38%
毛利率(%)	18.9%	15.9%	16.7%	17.5%
ROE(%)	12.2%	11.3%	12.6%	14.8%
每股收益(元)	0.41	0.42	0.54	0.75
P/E	25.19	24.53	19.26	13.92
P/B	3.07	2.78	2.43	2.07
EV/EBITDA	14	18	14	11

资料来源: 中投证券研究所

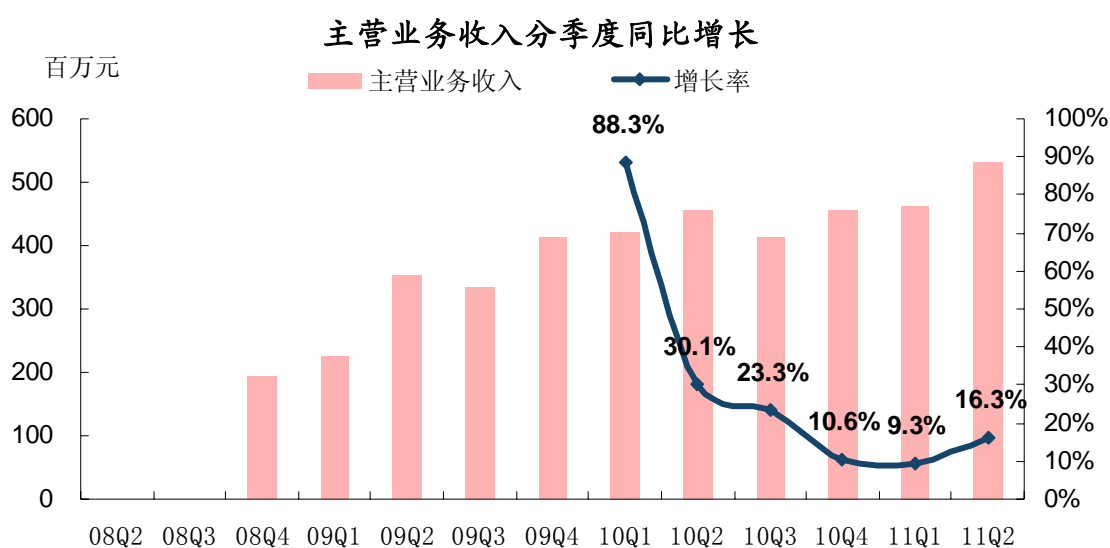
上半年公司主营业务收入呈现稳步增长（12.94%），但受行业景气不振，整车盈利压力传导至零部件企业，同时上游原材料及人力成本高企，侵蚀公司盈利，毛利率整体下滑 3.2 个百分点，直接影响净利表现，仅增长 2.1%。预计三季度，负面影响暂时难以消退，企业全年业绩将低于预期。

表 1 亚太股份的季度盈利性数据（09Q1-10Q4）

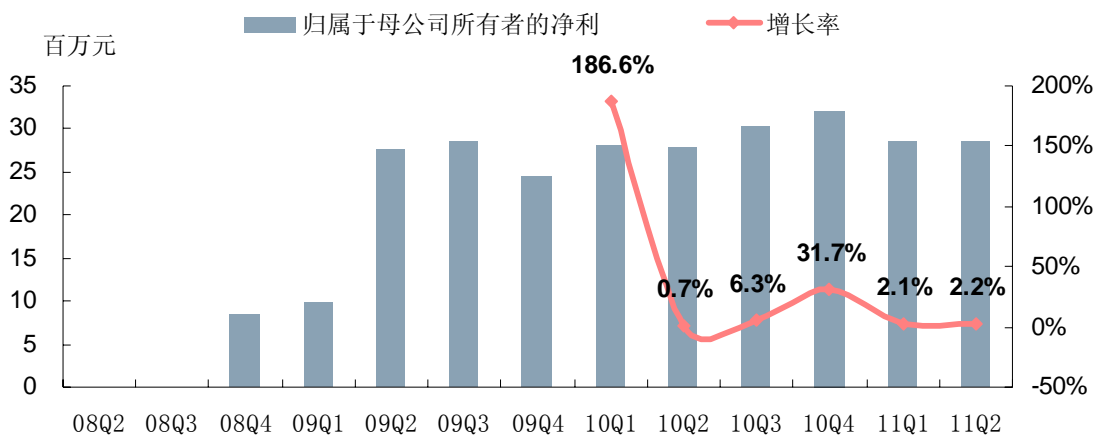
财务指标(万)	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	环比	同比
营业总收入	335.24	412.35	423.22	457.58	413.4	456	462.7	532.1	15.0%	16.3%
营业成本	262.06	336.3	347.16	372.5	331.64	368.3	386.6	450	16.4%	20.8%
营业费用	10.44	21.74	15.73	18.68	10.41	27.05	6.54	15.82	141.9%	-15.3%
管理费用	26.52	28.34	25.63	28.18	25.29	31.81	23.77	28.18	18.6%	0.0%
财务费用	6.03	3.05	2.65	4.13	3.78	2.56	5.48	7.21	31.6%	74.6%
营业利润	28.21	18.33	29.66	32.36	39.22	25.72	33.79	30.58	-9.5%	-5.5%
利润总额	30.06	24.09	31.94	32.17	38.34	32.10	34.37	32.99	-4.0%	2.5%
所得税	0.51	-1.65	2.57	3.09	4.60	-0.28	4.17	3.17	-24.0%	2.6%
归属于母公司净利润	28.55	24.42	28.06	27.93	30.35	32.16	28.64	28.54	-0.3%	2.2%
EPS	0.30	0.26	0.29	0.15	0.16	0.17	0.15	0.10	-33.3%	-33.3%
毛利率	21.8%	18.4%	18.0%	18.6%	19.8%	19.2%	16.4%	15.4%	-6.2%	-17.0%
营业费用率	3.1%	5.3%	3.7%	4.1%	2.5%	5.9%	1.4%	3.0%	110.3%	-27.2%
管理费用率	7.9%	6.9%	6.1%	6.2%	6.1%	7.0%	5.1%	5.3%	3.1%	-14.0%
营业利润率	8.4%	4.4%	7.0%	7.1%	9.5%	5.6%	7.3%	5.7%	-21.3%	-18.7%
实际所得税率	1.7%	-6.8%	8.0%	9.6%	12.0%	-0.9%	12.1%	9.6%	-20.8%	0.0%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 2: 亚太股份分季度数据



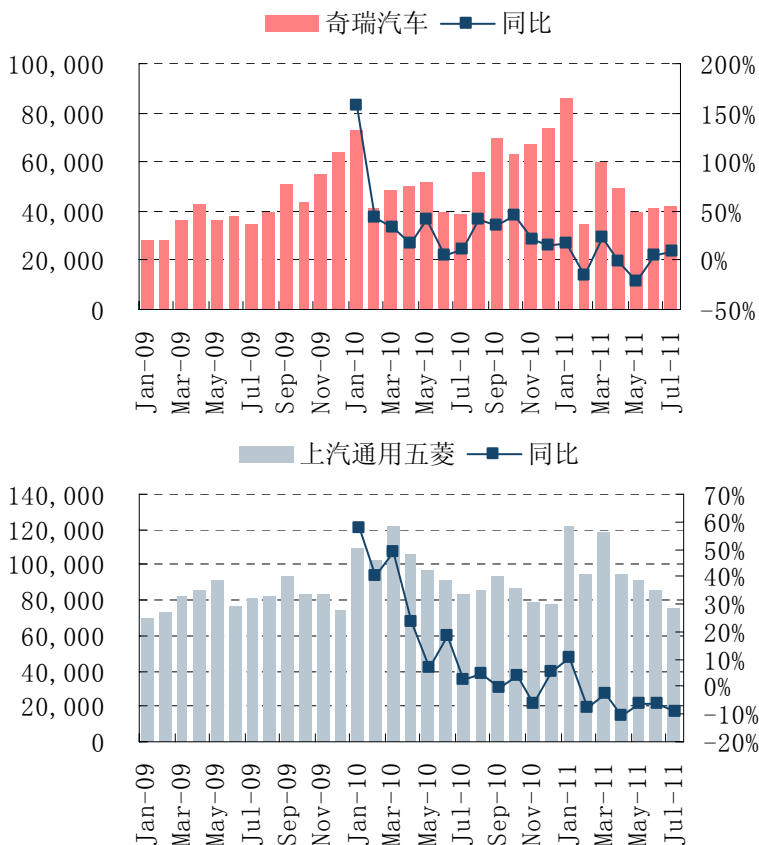
归属于母公司净利润分季度同比增长

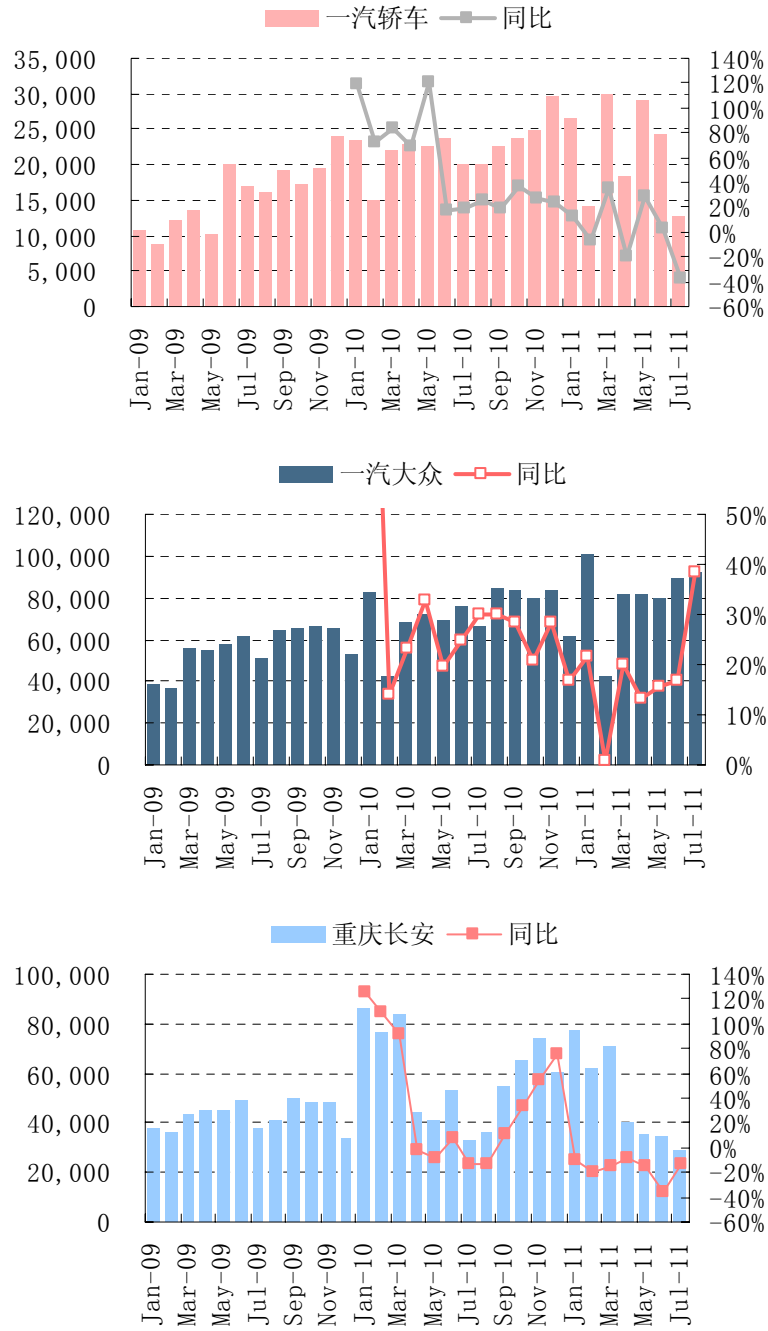


资料来源：亚太股份历年报表、中投证券研究所

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（2009.1-2011.7）





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	1512	1702	2091	营业收入	1750	1943	2326	2802
现金	497	700	733	928	营业成本	1420	1634	1938	2313
应收账款	392	435	521	628	营业税金及附加	5	8	11	13
其它应收款	1	1	1	2	营业费用	72	68	88	102
预付账款	48	55	65	77	管理费用	111	101	121	146
存货	218	251	298	356	财务费用	13	-0	-4	-10
其他	62	69	83	99	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	131	168	236
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	2097	2262	2625	利润总额	135	138	176	243
流动负债	709	884	901	1053	所得税	10	10	13	18
短期借款	78	184	78	78	净利润	125	128	163	225
应付账款	396	440	527	635	少数股东损益	6	6	8	11
其他	235	260	296	341	归属母公司净利润	119	122	155	214
非流动负债	105	90	75	60	EBITDA	191	154	190	252
长期借款	82	67	52	37	EPS (元)	0.62	0.42	0.54	0.75
其他	23	23	23	23					
负债合计	814	974	976	1113					
少数股东权益	41	48	56	67	主要财务比率				
股本	191	287	287	287	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	367	272	272	272	成长能力				
留存收益	414	517	672	886	营业收入	32.2%	11.0%	19.7%	20.5%
归属母公司股东权益	973	1075	1230	1445	营业利润	40.6%	2.8%	29.0%	40.1%
负债和股东权益	1828	2097	2262	2625	归属于母公司净利润	30.9%	2.7%	27.4%	38.3%
					获利能力				
					毛利率	18.9%	15.9%	16.7%	17.5%
					净利率	6.8%	6.3%	6.7%	7.7%
					ROE	12.2%	11.3%	12.6%	14.8%
					ROIC	18.5%	17.3%	21.6%	29.0%
					偿债能力				
					资产负债率	44.5%	46.5%	43.1%	42.4%
					净负债比率	23.31	28.85%	16.37	13.01%
					流动比率	1.72	1.71	1.89	1.99
					速动比率	1.41	1.42	1.55	1.64
					营运能力				
					总资产周转率	1.00	0.99	1.07	1.15
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	4.03	3.91	4.01	3.98
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.42	0.54	0.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.45	0.52	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	3.39	3.75	4.29	5.03
					估值比率				
					P/E	25.19	24.53	19.26	13.92
					P/B	3.07	2.78	2.43	2.07
					EV/EBITDA	14	18	14	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。

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