

评级：强烈推荐（维持）
汽车
公司深度报告

证券研究报告

分析师 李人杰 S1080512120001

电话：0755-83024208

邮件：lirenie@fcsc.cn

亚太股份(002284)

——制动龙头稳复苏，毛利提升是关键

报告要点：

● **亚太股份，内资汽车制动系统龙头企业** 亚太股份是内资汽车制动系统的龙头企业，为国内率先自主研发生产汽车液压 ABS 并批量配套的唯一内资企业。公司制动系统产品成功打入多家品质要求极为严格的国内主流合资公司配套体系，客户涵盖一汽大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、北汽控股、奇瑞汽车、东风汽车、神龙汽车、华晨金杯、长安汽车、上汽通用五菱、江铃汽车、郑州日产、江淮汽车、长城汽车、广汽乘用车等多家国内主要的汽车整车制造企业。

● **老客户配套提升，切入大众 MQB 平台打开成长空间** 依靠公司内资领先的技术及品质，加上公司高效的同步开发能力，公司在老客户的新车型开发配套上占据优势，给上汽通用五菱、一汽轿车、长安汽车等客户的配套供货收入大幅增加，预计带动公司 2013 年 3 亿元的销售收入增量。公司获得大众汽车新推出的全球化 MQB 平台车型订单，给其 MQB 平台第一代车型奥迪 A3、高尔夫 7 以及新明锐供应后制动盘，未来公司将在大众后续车型上获得更多的订单。预计大众 MQB 平台车型将给公司 2014 年带来近 1 亿元的销售收入增量，考虑到后续的潜在车型订单，我们认为公司在大众体系配套收入还有 3 倍以上的空间。

● **公司毛利率企稳回升，提升盈利能力** 公司毛利率从 2009 年的 19.99% 缓步下滑，至 2012 年底毛利率为 15.39%，下滑至公司历史年度低点，从 2012 年 4 季度以来，公司毛利率开始回升，2013 年 1 季度毛利率已回升至 16.55%。我们认为公司毛利率回升才刚刚开始，未来几年，通过配套新车型带来的产能利用率提升、配套车型档次由微车和低档轿车向中档轿车升级、模块化供货以及新厂区投产带来的劳动生产率提升等方面因素，公司毛利率将处于持续稳步提升恢复阶段，预计公司未来几年毛利率将逐步回升到 19% 左右的水平，带动公司盈利能力的大幅提升。

● **给予“强烈推荐”投资评级** 预计公司在 2013、2014、2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元、0.82 元。考虑到公司的成长性在国内汽车零部件行业中处于领先地位，我们认为给予公司 2014 年 18-20 倍 PE 相对合理，目标价 11.5-13 元。给予公司“强烈推荐”投资评级。

● **股价催化因素** 公司中标重要车型配套，在新客户中获重大突破。

● **风险提示** 宏观经济放缓、房地产价格大幅上涨挤压消费潜力；大盘系统性风险。

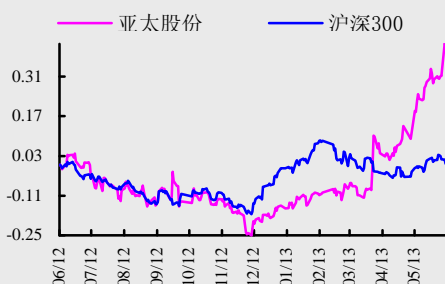
交易数据

上一日交易日股价（元）	9.38
总市值（百万元）	2,692
流通股本（百万股）	254
流通股比率（%）	88.42

资产负债表摘要（03/13）

股东权益（百万元）	1,126
每股净资产（元）	3.92
市净率（倍）	2.39
资产负债率（%）	51.90

公司与沪深 300 指数比较



相关报告



目 录

1	公司是内资汽车制动系统龙头企业	3
1.1	公司股权结构简单	3
1.2	公司前两年业绩一般，现处于复苏期	4
2	多因素驱动，公司未来成长空间广阔	5
2.1	公司产业链完善，提升接单能力	5
2.2	依托自身实力，老客户配套量不断提升	6
2.3	切入大众 MQB 平台，真正配套全球体系	8
2.4	新客户拓展卓有成效，带动收入提升	11
3	技术跟随战略，向高端产品进军	11
3.1	汽车电控制动系统正由 ABS 向 ESP 迈进	11
3.2	公司紧随技术前沿，产品向高端迈进	13
4	公司毛利率企稳回升	14
5	盈利预测与投资评级	17
6	风险提示	18



1 公司是内资汽车制动系统龙头企业

浙江亚太机电股份有限公司是国内致力于开发、生产、销售汽车制动系统的国家重点汽车零部件企业,是目前国内少数能研发生产整套汽车制动系统、国内率先自主研发生产汽车液压 ABS 的大型专业化一级汽车零部件供应商,为内资汽车制动系统龙头企业。

公司主导产品汽车制动系统包括 100 多个系列 500 多个品种的盘式制动器总成,鼓式制动器总成,真空助力器总成,汽车防抱死制动系统 (ABS),制动主缸、轮缸,离合器主缸、工作缸,独立悬架系统等产品,已具备制动系统 300 万辆(份),ABS 系统 50 万套的年生产能力,可以为各类轿车、轻微型汽车、中重型载货车、大中型客车等车型提供系统化和模块化配套,产量、规模在国内同行中名列前茅。

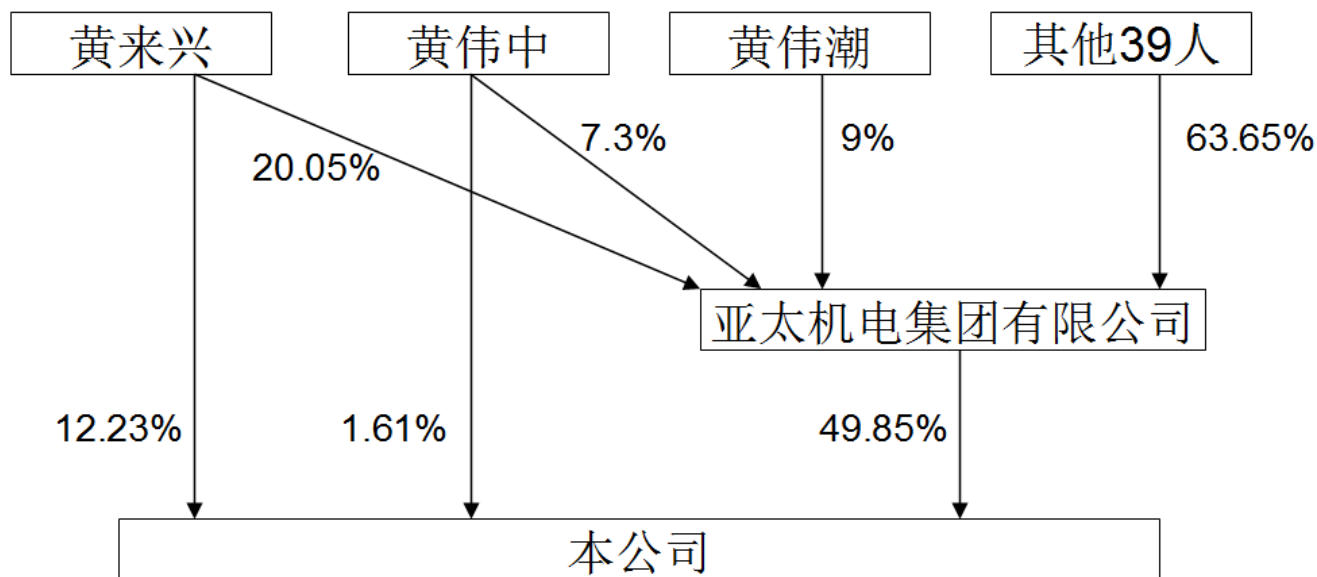
公司的主要客户有一汽大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、北汽控股、奇瑞汽车、东风汽车、神龙汽车、华晨金杯、长安汽车、上汽通用五菱、江铃汽车、郑州日产、江淮汽车、长城汽车、广汽乘用车等多家国内主流的汽车整车制造企业。

1.1 公司股权结构简单

黄来兴、黄伟中、黄伟潮三父子是公司的实际控制人,亚太股份的前身是一家集体企业,黄来兴父子在入主后通过三十年的努力使其成为内资汽车制动系统的龙头企业,其发展历程可谓是稳扎稳打,近年来的快速发展固然一方面与乘用车市场尤其是自主品牌轿车在 21 世纪头十年稳步发展壮大有关,但更重要的是公司高层具备相应的远见卓识和战略头脑,在行业快速增长期牢牢把握了市场机遇。从公司发展战略看,把公司建成百年老厂,并将其打造成内资汽车制动系统第一品牌,成为具有国际竞争力的汽车制动系统企业将是公司未来追求的目标。



图 1: 公司股权结构图



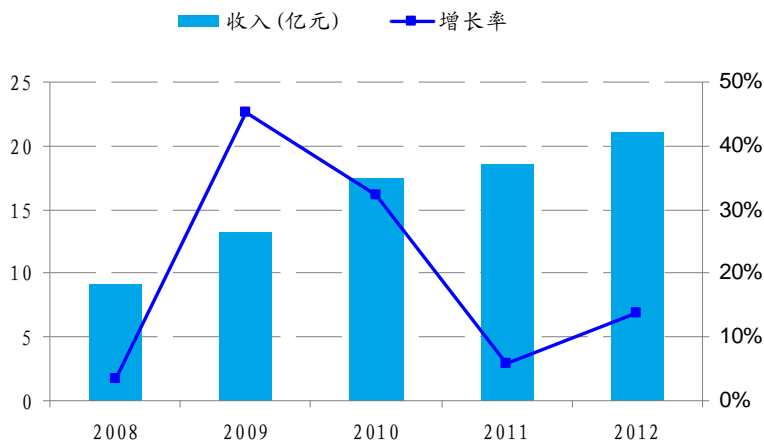
数据来源: 公司公告、第一创业证券研究所

1.2 公司前两年业绩一般, 现处于复苏期

公司前两年受国内乘用车市场由高增长迅速下降为低速增长影响, 前期为扩大生产规模, 固定资产投入较大, 在主机厂尤其公司配套的部分自主品牌经营压力增大要求零部件供应商降价的压力下, 公司净利润增速下滑较大。

目前公司经过两年的调整期, 内部建设、经营能力明显提升, **2013 年 1 季度营业收入、净利润增速同比分别增长 32.79%、72.40%**, 显示公司已处于经营向上的拐点。

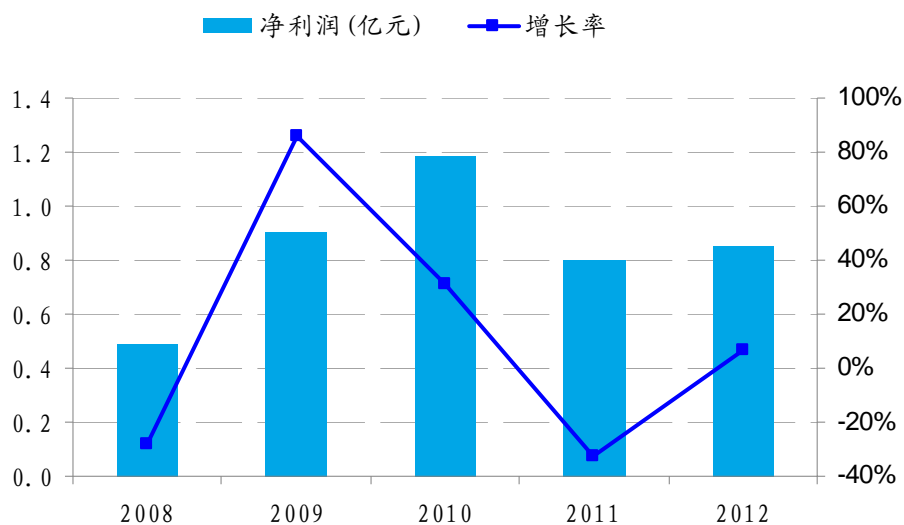
图 2: 公司近年来营业收入及增速



数据来源: 公司年报、wind



图 3: 公司近年来净利润及增速



数据来源: 公司年报、wind

2 多因素驱动, 公司未来成长空间广阔

2.1 公司产业链完善, 提升接单能力

公司在汽车制动系统产业链布局全面, 产品线完善程度业内领先。除了制动踏板和制动油管外, 其它的汽车制动系统关键零部件, 公司均有成熟产品供应市场。从产品线角度讲, 公司可为整车厂提供汽车制动系统一站式产品供应配套, 在技术性能、质量等方面满足整车厂的要求下, 一站式配套可以降低整车厂供应链管理难度及成本, 理论及实践上均对整车厂有利。在整车供货逐步由一级供应商提供模块化产品的趋势下, 我们预计公司产品线齐全的特征将逐步转化为公司的竞争优势, 提升公司未来新接订单的能力。

图 4: 公司主要产品大类



数据来源: 公司资料、第一创业证券研究所

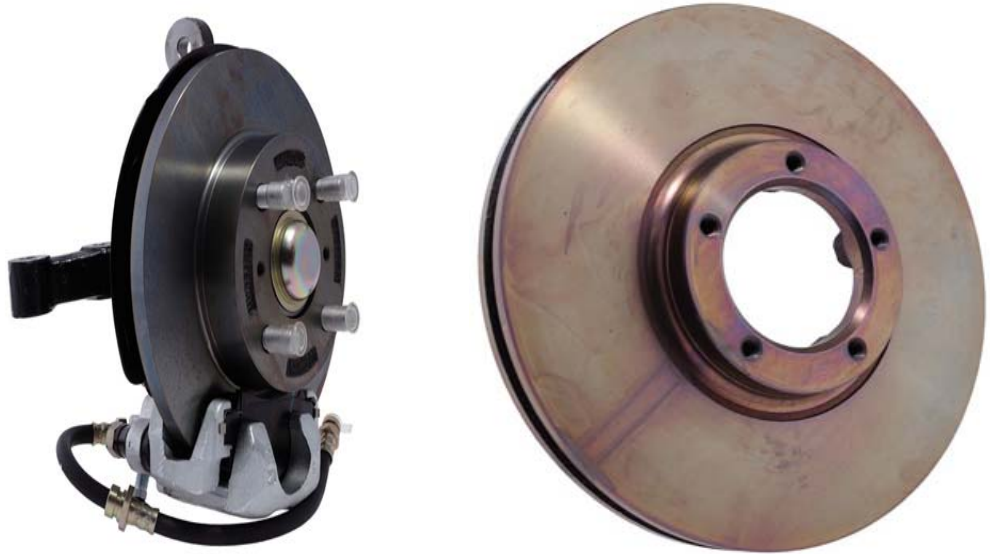


值得一提的是，在产品的生产制造上，公司工艺能力业内最全。公司具备自己的铸造生产线，生产所需的铸件毛坯均可自制，而国内的其他合资、外资企业均没有自己的铸造能力，毛坯均需外购，在这方面，公司形成了自己的独特竞争优势，给公司切入合资整车厂配套体系，带来了极大的便利。

汽车制动器总成由多个零部件组成，以盘式制动器为例，包括制动钳、制动盘、轮毂轴承单元、转向节等零件。其中制动钳、制动盘、转向节的毛坯均为铸件，各零部件可由同一家供应商供货，也可由不同供应商分别供货，由一家装配为总成提供给整车厂。公司具备铸造能力，可以单独供应制动盘等零件，在部分合资车企配套体系相对封闭，短时间内公司难以供应制动器总成的情况下，公司以制动盘等相对简单的零部件为突破口，给其供应制动盘等零件，打入其配套体系，为后续进一步开拓业务打下基础。

公司前期公告，拟将其铸造业务独立出来，单独设立铸造公司，进一步发挥公司在铸造方面的专业优势，未来一方面给公司自己内部供货，另一方面也可适当承接外部的订单，进一步拓展公司的业务和客户。

图 5：公司盘式制动器总成及制动盘



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

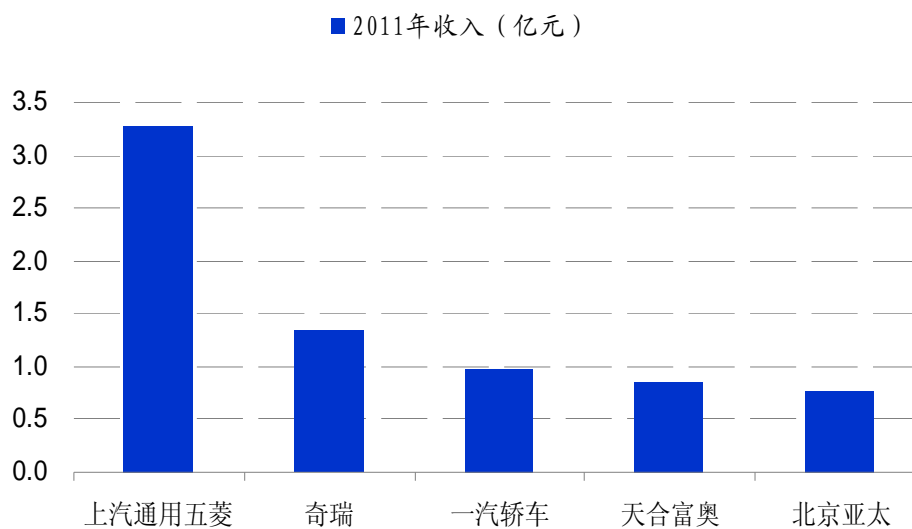
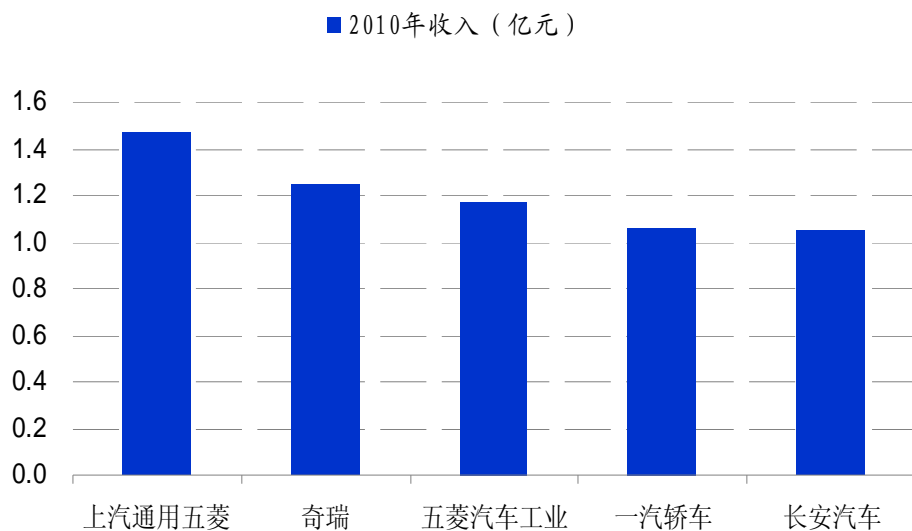
2.2 依托自身实力，老客户配套量不断提升

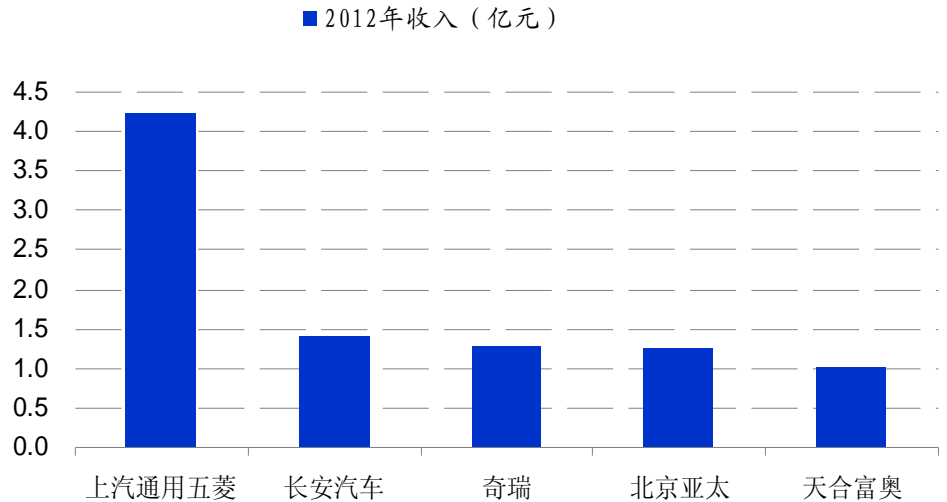
公司作为内资的领先汽车制动系统供应商，其常规产品性能不输于合资公司及外资公司，而其产品同步开发能力在某种程度上要优于国内合资及外资公司，国内合资及外资公司在技术上依赖外方，其国内的设计、试验能力相对偏弱，对客户需求的整体响应速度要慢。在客户响应上，公司保持对外资和合资的优势，加之公司产品价格较合资和外资公司要低一些，公司与老客户的合作程度日



益加深，近年来公司在老客户的配套金额稳步增长。

图 6: 公司 2010、2011、2012 年前五大客户收入情况





数据来源：公司年报

从前五大客户销售收入来看，上汽通用五菱配套额由 2011 年的 3.28 亿元提升到 2012 年的 4.24 亿元，同比增长 29.3%，主要由公司新配套五菱宏光带动，我们预计公司配套上汽通用五菱的销量 2013 年将接近 6 亿元。

奇瑞汽车近年来步入调整期，销售不佳，公司配套收入也大体保持平稳，无明显增长。

长安汽车配套额由 2010 年 1.05 亿元，2011 年低于 0.76 亿元，2012 年提升到 1.40 亿元，主要原因在于公司配套的悦翔销量提升，CS35 开始上量导致，考虑到长安汽车现在着力提升品质，对供应商也采取更加开放的态度，我们预计公司后续将能获得更多的车型配套订单，配套长安汽车的销量 2013 年将超过 2 亿元。

一汽轿车近年来销量不佳，导致公司配套销售收入略有下滑，2012 年考虑到公司去年四季度成功批量供应马自达 6 车型的前后制动器总成，公司成功在合资的 B 级车型获得突破，一改自主零部件企业只能配套 A 级及以下车型的局面，为公司进一步开辟合资 B 级车市场打下了基础。我们预计公司后续在一汽系将能获得更多的车型配套订单，配套一汽轿车的销量 2013 年将接近 2 亿元。

2.3 切入大众 MQB 平台，真正配套全球体系

MQB 平台是大众提出的新一代造车理念，通过大量的数据模块支持来完成对车辆的设计。经过 MQB 平台整合之后，未来大众的车型平台将由现在的 PQ25、PQ35 和 PQ46 平台整合为一个统一的 MQB 平台，该平台上将诞生 A0 级、A 级、B 级甚至 A00 级的车辆，覆盖大众、奥迪、斯柯达和西亚特等多个品牌。该平台的发动机采用横向前置布局，在此基础上可调整轮距、轴距和悬挂，



开发出不同车型。不同车型可共线生产，从而大幅提高了生产灵活性并缩减了成本。就紧凑型而言，大众将推出奥迪 A3、高尔夫 7 代、途观 2 代以及新明锐。

图 7: 大众 MQB 平台示意



数据来源：网上资料、第一创业证券研究所

大众集团计划通过 MQB 平台推进零部件标准化进程，将对大众、奥迪、斯柯达、西雅特等几大主要汽车品牌进行标准化零部件设计，以使上述品牌的下一代小型车及中型车共享零部件，进一步控制车辆制造成本。据第三方报告，MQB 平台将为大众集团带来规模经济效应，至 2019 年，将有超过 60 款新车型，460 多万辆汽车采用这一平台。



图 8: 大众 MQB 平台零部件通用性示意



数据来源：网上资料、第一创业证券研究所

公司在大众体系通过多年的经营，终于获得大众的认可，获得给大众 MQB 平台第一代车型奥迪 A3、高尔夫 7 以及新明锐的配套资格，给其供应后制动盘。

值得一提的是，公司是国内唯一一家在产品研发阶段即介入 MQB 平台车型同步开发的内资汽车制动系统企业，对公司来讲具备突破性的意义，公司切入合资车企不再局限于整车厂为了降成本开发第二供应商或国产化这个层面，而是在产品研制阶段即直接参与进来，模式上已经接近国外领先零部件供应商水准。我们认为公司给 MQB 平台车型供货是一个突破性的成功，未来公司将在大众后续车型上获得更多的订单，与此同时，公司配套产品也将由单纯的制动盘类零件向提供制动器总成类过渡，提升配套车型的价值量。

更重要的是，公司切入大众 MQB 平台，将为公司进入其他如通用、福特、日产、本田等厂商的零部件配套体系提供更加强大的说服力，预计公司在这些厂家的拓展将进一步加快。

考虑到大众 MQB 车型奥迪 A3、高尔夫 7 以及新明锐预计将于 2013 年底到 2014 年初上市，我们预计将给公司 2014 年带来近 1 亿元的销售收入增量。考虑到后续的潜在车型订单，我们认为公司在大众体系配套收入还有 3 倍以上的空间。



2.4 新客户拓展卓有成效，带动收入提升

公司在稳固与上汽通用五菱、奇瑞、长安、一汽轿车、江淮汽车等原有客户新业务的基础上，重点拓展了东风日产、广汽乘用车、广汽本田、东风裕隆等新客户的业务。其中为广汽乘用车配套制动盘的 SUV 传祺 GS5 已经于 2012 年上市，目前销量仍处于稳步上升期。按广汽乘用车发展规划，未来几年自主品牌乘用车将实现产销 40 万辆以上，目前公司与广汽乘用车在后续车型上继续保持良好合作。公司与广汽本田、东风裕隆已签订相关产品的技术开发协议，为其新车型进行同步开发，配套的新车型预计将于后续 1-2 年陆续上市。在日系车企中，东风日产的配套体系相对最为开放，公司已成功进入东风日产的配套体系，为东风日产配套的新车型预计于明年上市。

随着新客户配套体系的打开，我们预计公司在这些客户的配套量有望在随后几年不断上升，复制公司在一汽大众、上海大众等合资公司配套提升的轨迹，未来公司新客户预计将给公司带来 20% 以上的收入增量。

3 技术跟随战略，向高端产品进军

汽车技术发展到现在，各种电子技术与汽车传统技术相结合，给汽车产品带来了巨大的改变，体现在汽车制动产品上，汽车电控制动系统也由早期的 ABS 逐步过渡到现在日益流行的 ESP 系统，其主动安全性能日益提升，也使传统的汽车制动系统不断升级，推动行业的发展。

3.1 汽车电控制动系统正由 ABS 向 ESP 迈进

20 世纪 80 年代 ABS 在西方得到广泛应用，90 年代 ASR/TCS 使 ABS 更加完善，发展到现在，ESP、EBD 和 BA 使汽车的制动技术和主动安全技术进入新的领域。

ABS 中文译为“防抱死刹车系统”。它是一种具有防滑、防抱死等优点的汽车安全控制系统。ABS 是常规刹车装置基础上的改进型技术，可分机械式和电子式两种。现代汽车上大量安装防抱死制动系统，ABS 既有普通制动系统的制动功能，又能防止车轮锁死，使汽车在制动状态下仍能转向，保证汽车的制动方向稳定性，防止产生侧滑和跑偏，是目前汽车上主流的制动装置。

牵引力控制系统，简称 TCS，也称为 ASR 或 TRC。它的作用是使汽车在各种行驶状况下都能获得最佳的牵引力。牵引力控制系统的控制装置是一台计算机，利用计算机检测 4 个车轮的速度和方向盘转向角，当汽车加速时，如果检测到驱动轮和非驱动轮转速



差过大，计算机立即判断驱动力过大，发出指令信号减少发动机的供油量，降低驱动力，从而减小驱动轮的滑转率。计算机通过方向盘转角传感器掌握司机的转向意图，然后利用左右车轮速度传感器检测左右车轮速度差；从而判断汽车转向程度是否和司机的转向意图一样。如果检测出汽车转向不足（或过度转向），计算机立即判断驱动轮的驱动力过大，发出指令降低驱动力，以便实现司机的转向意图。牵引力控制系统能防止车辆在雪地等湿滑路面上行驶时驱动轮的空转，使车辆能平稳地起步、加速，尤其在雪地或泥泞的路面，牵引力控制系统均能保证流畅的加速性能，防止车辆因驱动轮打滑而发生横移或甩尾。

刹车辅助一般称为 EBA 或 BAS，它的工作原理是传感器通过分辨驾驶员踩踏板的情况，识别并判断是否引入紧急刹车程序。由此该系统能立刻激发最大的刹车压力，以达到可能的最高的刹车效果，达到理想的制动效果以制止交通事故的发生。刹车辅助分机械式和电子控制式两种。机械式刹车辅助实际上是在普通刹车助力器的基础上稍加修改而成，在刹车力量不大时，它起到助力器的作用，随着刹车力量的增加，助力器压力室的压力增大，启动 ABS。电子控制式刹车辅助的刹车助力器上有一个传感器，向 ABS 控制器输送有关踏板行程和移动速度的信息，如果 ABS 控制器判断是紧急刹车，它就让助力器内螺线阀门开启，加大压力室内的气压，以提供足够的助力。

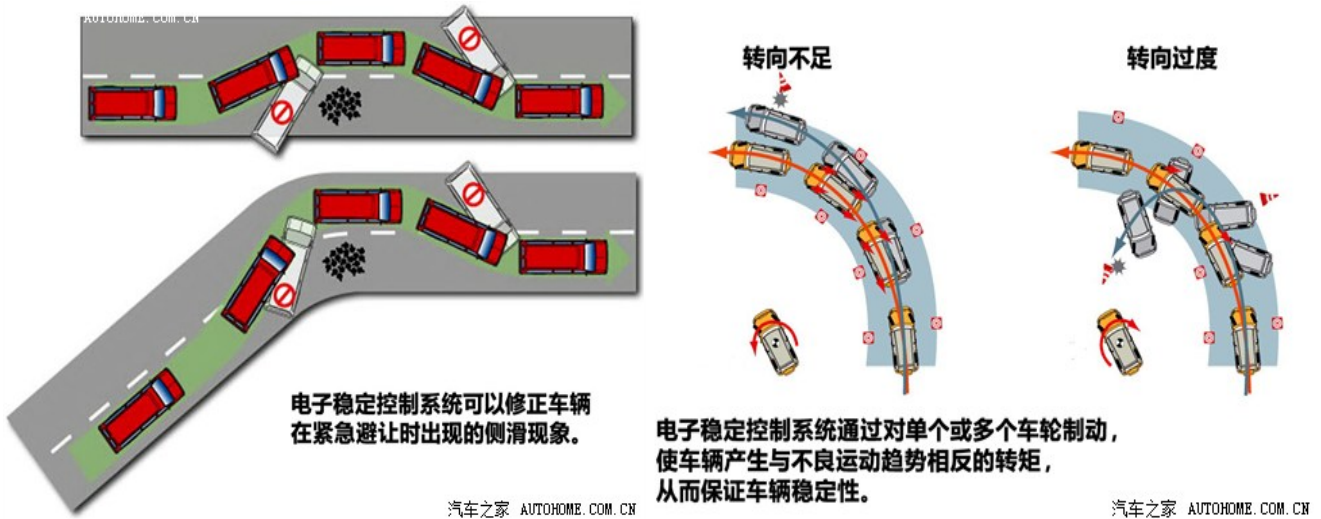
制动力分配简称 EBD。EBD 实际上是 ABS 的辅助功能，是在 ABS 的控制电脑里增加一个控制软件，机械系统与 ABS 完全一致。它只是 ABS 系统的有效补充，一般和 ABS 组合使用，可以提高 ABS 的功效。当发生紧急制动时，EBD 在 ABS 作用之前，可依据车身的重量和路面条件，自动以前轮为基准去比较后轮轮胎的滑动率，如发觉此差异程度必须被调整时，刹车油压系统将会调整传至后轮的油压，以得到更平衡且更接近理想化的刹车力分布。EBD 的功能就是在汽车制动的瞬间，高速计算出四个轮胎由于附着不同而导致的摩擦力数值，然后调整制动装置，使其按照设定的程序在运动中高速调整，达到制动力与摩擦力（牵引力）的匹配，以保证车辆的平稳和安全。当紧急刹车车轮抱死的情况下，EBD 在 ABS 动作之前就已经平衡了每一个轮的有效地面抓地力，可以防止出现甩尾和侧移，并缩短汽车制动距离。

汽车电子稳定控制系统 ESP 是车辆新型的主动安全系统，是汽车防抱死制动系统 ABS 和牵引力控制系统 TCS 功能的进一步扩展，并在此基础上增加了车辆转向行驶时横摆率传感器、侧向加速度传感器和方向盘转角传感器，通过 ECU 控制前后、左右车轮的驱动力和制动力，确保车辆行驶的侧向稳定性。该系统由传感器、电子控制单元 ECU 和执行器三大部分组成，通过电子控制单元监控汽车运行状态，对车辆的发动机及制动系统进行干预控制。典型的汽车电子稳定控制系统在传感器上主要包括 4 个轮速传感器、方向盘转角传感器、侧向加速度传感器、横摆角速度传感器、制动主缸压力传感器等，执行部分则包括传统制动系统（真空助力器、



管路和制动器)、液压调节器等,电子控制单元与发动机管理系统联动,可对发动机动力输出进行干预和调整。该系统在保证车辆横向稳定性方面体现在当系统通过转角传感器、横向加速度传感器及轮速传感器的信号发现车辆发生了转向不足或过度时,系统会控制单个或是多个车轮进行制动,来调整汽车变换车道或在过弯时的车身姿态,使汽车在变换车道或是过弯时能够更加的平稳而安全。

图 9: ESP 实际效果示意



数据来源: 网上资料、第一创业证券研究所

3.2 公司紧随技术前沿, 产品向高端迈进

正如前面所述,国外顶级公司除了 ABS 外,在 ESP 系统方面已有成熟产品,其产品已配套部分中高端车型。公司在这方面也紧跟国外厂商的步伐,在 ESP、线控制动系统方面进行了相应的研发和技术储备。

早在 2000 年,公司即与清华大学联合成功开发了汽车 ABS,打破了同类产品由国外品牌一统天下的格局,成为国内首家自主研发生产 ABS 的企业,并于 2004 年批量生产,进入轿车配套市场。

与此同时公司紧跟世界潮流,在汽车线控制动系统、汽车电子操纵稳定系统(ESP)、爆胎自动应急制动系统、汽车行驶记录仪等汽车电子产品领域也已取得较大突破,部分项目成果获得多项国家发明专利。

公司 2012 年 ABS 产品实现销售收入 0.42 亿元,销量约 5 万套。公司 ABS 产品主要客户为众泰、北京吉普、郑州日产、江铃等,除了乘用车市场外,皮卡市场也是公司 ABS 市场的一部分。从 ABS 销售情况看,国内产品批量销售的,内资企业仅公司一家。从产品拓展角度来看,合资公司一般用原供方产品,在自主品牌企业开拓上,由于博世、大陆等外资公司与公司竞争激烈,竞标价较



低,加之外资公司具备相应的技术及品牌优势,公司产品短期在乘用车市场进一步拓展,取得突破的难度较大。我们认为,公司 ABS 在皮卡、客车等商用车市场方面加大拓展力度,未来取得突破的可能性较大。

我们认为,在目前国内汽车业大而不强的现实条件下,指望内资企业在高端产品上迅速赶上外资企业并不现实,最新的技术一般由外资企业先行研发出来并量产,他们的领先优势会保持一段时间,内资企业能够紧跟行业技术发展前沿,保证不被落下已是难得。亚太股份在汽车制动系统的技术储备方面无疑走在内资企业前面,未来取得突破的可能性也最大。

和其它内资制动系统企业相比,公司在研发团队、研发投入和研发设施等方面都处于领先地位。与外资企业相比,公司拥有更加完整的涵盖产品设计、模具开发、工装制造、样件生产、检测等环节的产品设计开发能力。

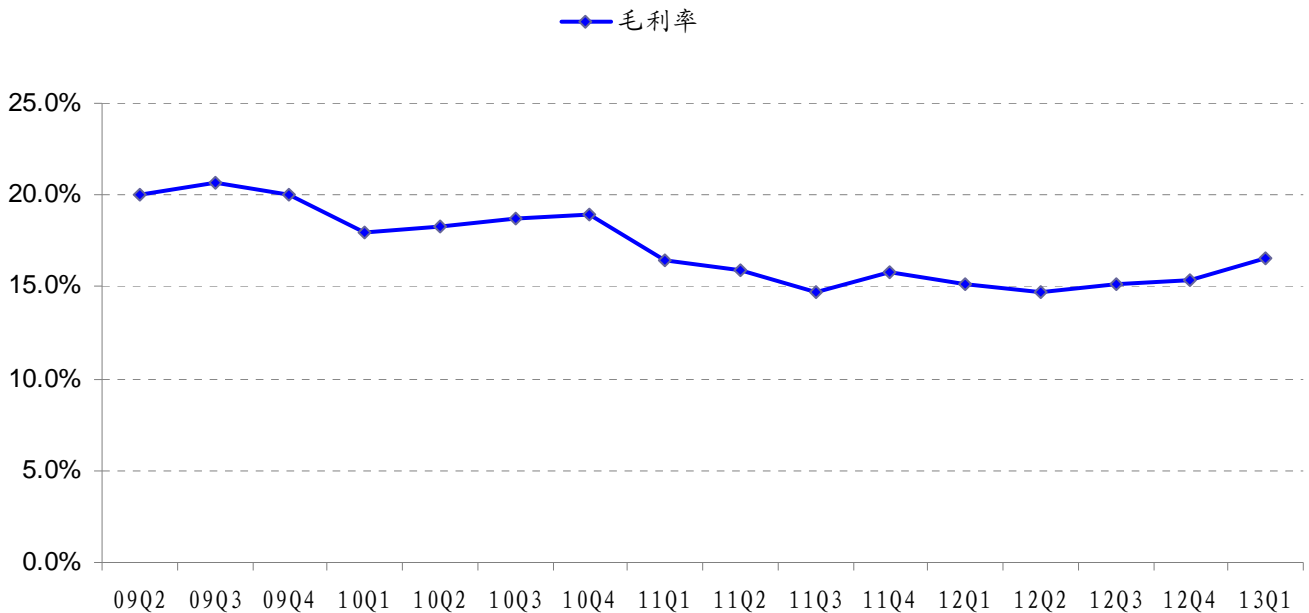
公司业内领先的技术实力,加上公司完善的检测试验能力,为公司近年承接大量新车型订单提供了强大的支持,公司近几年每年新产品开发都达到 100 多项。与合资品牌比,公司常规制动产品无明显差距,正基于此,公司配套车型也从微车逐步向上扩展到 B 级轿车。

4 公司毛利率企稳回升

公司毛利率从 2009 年的 19.99% 缓步下滑,至 2012 年底毛利率为 15.39%, 下滑至公司历史年度低点,从 2012 年 4 季度以来,公司毛利率开始回升,2013 年 1 季度毛利率已回升至 16.55%。公司 2011 年、2012 年毛利率下降一方面源于公司扩充产能,设备、厂房等固定资产投资投入较大,而汽车行业增速在前两年大幅放缓,导致单位产品固定成本增加,另一方面也源于增速放缓情况下,整车厂经营压力增大,将其部分压力转嫁给供应商,要求公司产品降价,加之公司人工成本有所提升,两方面原因导致公司毛利率相较 2010 年下滑了 3.5 个百分点。



图 10: 公司近年来毛利率



数据来源: 公司公告、wind

公司毛利率从 2012 年 4 季度开始企稳回升, 主要源于公司产量增长, 另外公司前期投入资金进行技术改造取得成效, 工艺水平有所提升。但即使回升, 公司毛利率目前也还远未恢复到 2010 年的水平。我们认为公司毛利率回升才刚刚开始, 未来几年, 公司毛利率将处于持续稳步提升恢复阶段:

首先, 公司前期开发的产品配套的车型从去年下半年开始陆续上市, 今明两年将处于销量上升期, 切实弥补公司以前配套的老旧车型销量的减少, 提升公司产能利用率;

其次, 公司配套的车型档次切实获得了提升, 公司已给一汽轿车马自达 6 车型供应前后盘式制动器总成, 首次配套合资品牌 B 级车型; 公司进入大众 MQB 平台车型配套体系, 在主流合资车企的未来主流车型上获得突破; 在国内各自主品牌推出的 B 级车型上, 公司也都有产品配套, 上述车型配套的制动系统部件较公司之前配套的微车、自主 A 级轿车价格要高, 毛利率要高 5-10 个百分点, 带动公司整体毛利率的提升;

第三, 公司目前与整车厂一道, 正大力拓展模块化供货业务, 将制动器与悬架系统整体组装成车桥, 供给整车厂, 底盘模块化后组成的系统毛利率较单个零部件毛利率要高 2 个百分点左右;

第四, 公司与国际领先企业相比, 管理精细化及劳动生产率提升空间仍然很大, 公司处于建设中的下属子公司安吉亚太高标准规划, 拟投入的生产设备较公司目前的设备更加先进, 生产自动化程



度更高，劳动生产率将提升 30%以上，带动公司整体毛利率的提升，我们预计将提升毛利率 1 个百分点左右。

图 11: 公司给北汽供应的模块化前桥



数据来源：公司资料、第一创业证券研究所

与国际同行业企业相比，公司毛利率也属于偏低水平。考虑到国际主要汽车零部件公司多属于综合性的大型零部件集团，单独做汽车制动系统的公司没有，我们选取德国大陆公司作为比较对象。大陆公司主营汽车制动系统、发动机喷射系统、车身电子系统、轮胎及非轮胎橡胶件等产品，与公司有一定的可比性。

大陆公司底盘与安全系统事业部 2011 年销售额为 65.11 亿欧元，EBIT 为 6.62 亿欧元，占销售收入比为 10.2%；2012 年销售额为 70.53 亿欧元，EBIT 为 6.39 亿欧元，占销售收入比为 9.1%。公司整体销售收入 2011 年为 305.05 亿欧元，毛利为 63.97 亿欧元，毛利率 20.97%；2012 年整体销售收入为 327.36 亿欧元，毛利为 70.56 亿欧元，毛利率 21.55%。

公司 2012 年毛利率为 15.39%，在公司成本远低于大陆公司的情况下，公司毛利率仍大幅低于大陆公司毛利率水平。我们认为公司生产的制动器属于安全件，目前公司质量管理能力与合资及外资企业处于同一水平，在公司产品价格相较合资及外资企业仍低的情况下，公司之前略高于 15%的毛利率水平是近两年行业增速大幅放缓，使得公司处于相对难受的调整期带来的产物，难以持续。从整车厂角度看，汽车制动器作为安全件，厂家必须选择业内排名前列的供应商，以保证产品的质量及品质，采购价格遵循优质优价原则，价格既便宜质量又好的产品现实中基本不存在，从这个角度来看，公司毛利率回升也是必然的。我们预计公司未来几年毛利率将逐步回升到 19%左右的水平，并大体保持稳定。



5 盈利预测与投资评级

根据前述的分析判断,我们看好亚太股份在配套主流合资车企、老客户配套量提升以及产品配套车型档次提升给公司带来的可观增长空间,我们预计公司在 2013、2014、2015 年 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元、0.82 元。

当前汽车零部件行业主流公司 2013 年 PE 为 18-25 倍,其中具有较大市场成长空间的公司如威孚高科估值较高,考虑到公司的成长性在国内零部件行业中处于领先地位,相对其它公司,公司应享有一定估值溢价,我们认为给予公司 2014 年 18-20 倍 PE 相对合理,目标价 11.5-13 元。给予公司“强烈推荐”投资评级。



亚太股份盈利预测简表

单位: 万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	185,112	210,745	247,258	286,819	329,842
同比 (%)	5.8%	13.8%	17.3%	16.0%	15.0%
营业毛利	29,219	32,425	41,906	51,190	61,225
同比 (%)	-11.6%	11.0%	29.2%	22.2%	19.6%
归属母公司净利润	7,981	8,508	14,026	18,349	23,656
同比 (%)	-32.7%	6.6%	64.9%	30.8%	28.9%
总股本 (万股)	28,704.0	28,704.0	28,704.0	28,704.0	28,704.0
每股收益 (元)	0.28	0.30	0.49	0.64	0.82
ROE	7.7%	7.7%	11.4%	13.0%	14.3%
P/E (倍)	33.7	31.6	19.2	14.7	11.4

数据来源: 公司年报、第一创业证券研究所

6 风险提示

宏观经济放缓、房地产价格大幅上涨将挤压消费潜力, 汽车消费需求被抑制; 各城市可能出台的限购政策; 大盘系统性风险。



财务预测简表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1,280.6	1,593.7	1,984.4	2,431.8	一、营业收入	2,107.4	2,472.6	2,868.2	3,298.4
货币资金	289.0	384.1	562.1	797.0	减: 营业成本	1,783.2	2,053.5	2,356.3	2,686.2
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	6.2	7.7	9.7	11.6
应收款项	646.7	826.7	976.3	1,125.5	销售费用	80.5	87.8	109.0	125.3
预付款项	31.4	71.1	88.7	102.2	管理费用	131.9	154.1	174.2	200.3
存货	307.9	309.1	354.7	404.3	财务费用	17.0	14.8	16.9	16.7
其他流动资产	5.5	2.7	2.7	2.7	资产减值损失	5.4	5.0	5.1	5.2
非流动资产	973.1	940.6	872.7	804.9	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	40.4	38.0	38.0	38.0	投资收益	-3.7	-5.0	-3.0	1.5
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	-3.7	-5.0	-3.0	1.5
固定资产	585.9	534.2	474.9	415.7	二、营业利润	79.4	144.6	194.1	254.7
在建工程	180.0	192.9	199.0	205.1	加: 营业外收入	24.3	22.9	23.6	24.3
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	4.2	3.9	4.0	4.1
无形及递延性资产	146.0	136.0	121.3	106.6	三、利润总额	99.4	163.6	213.7	274.8
其它非流动资产	20.7	39.5	39.5	39.5	减: 所得税费用	11.7	20.9	27.3	35.2
资产总计	2,253.7	2,534.2	2,857.1	3,236.6	四、净利润	87.7	142.7	186.3	239.7
流动负债	1,000.9	1,139.7	1,276.3	1,416.1	归属母公司净利润	85.1	140.3	183.5	236.6
短期借款	238.0	186.0	186.0	186.0	少数股东损益	2.6	2.4	2.8	3.1
应付账款	706.3	894.7	1,043.0	1,190.4	五、总股本(百万股)	287.0	287.0	287.0	287.0
预收帐款	4.5	2.0	1.9	2.1	EPS (元)	0.30	0.49	0.64	0.82
其它流动负债	52.0	57.0	45.3	37.7					
非流动负债	110.9	115.7	115.7	115.7	主要财务比率				
长期借款	77.0	77.0	77.0	77.0	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	成长能力				
其它非流动负债	33.9	38.7	38.7	38.7	营业收入	13.8%	17.3%	16.0%	15.0%
负债合计	1,111.8	1,255.4	1,391.9	1,531.8	营业毛利	11.0%	29.2%	22.2%	19.6%
少数股东权益	40.3	42.7	45.5	48.6	主业盈利	8.1%	60.4%	29.3%	25.6%
股本	287.0	287.0	287.0	287.0	母公司净利	6.6%	64.9%	30.8%	28.9%
资本公积与其它	359.7	359.7	359.7	359.7	获利能力				
留存收益	451.4	585.9	769.3	1,005.9	毛利率	15.4%	16.9%	17.8%	18.6%
股东权益合计	1,098.1	1,232.6	1,416.1	1,652.7	主业盈利/收入	5.0%	6.9%	7.6%	8.3%
负债和股东权益	2,253.7	2,534.2	2,857.1	3,236.6	ROS	4.2%	5.8%	6.5%	7.3%
					ROE	7.7%	11.4%	13.0%	14.3%
					ROIC	6.2%	9.5%	11.1%	12.5%
					偿债能力				
					资产负债率	49.3%	49.5%	48.7%	47.3%
					利息保障倍数	5.1	9.7	11.1	14.4
					速动比率	0.97	1.12	1.27	1.43
					经营现金净额/当期债务	0.88	1.19	1.10	1.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.94	0.98	1.00	1.02
					应收款天数	110.48	120.37	122.54	122.84
					存货天数	62.15	54.19	54.19	54.19
					每股指标 (元)				
					主业盈利/股本	0.37	0.59	0.76	0.96
					每股经营现金流	0.73	0.77	0.71	0.89
					每股净资产	3.69	4.15	4.77	5.59
					估值比率				
					P/E	31.65	19.20	14.67	11.38
					P/B	2.55	2.26	1.96	1.68
					P/S	1.28	1.09	0.94	0.82
					EV/EBITDA	15.42	10.46	8.09	6.14

数据来源: 公司年报、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135