

亚太股份(002284)调研报告

# 制动系统稳定发展, 汽车电子空间广阔

## 投资要点

- **事件:** 日前, 我们与亚太股份董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **汽车电子产品储备丰富。** 汽车电子市场发展空间广阔, 也是公司重要的发展方向, 目前已有 ABS、EPB、ESC 等产品。其中, ABS 于 2000 年研发成功, 2005 年实现量产; 当前具备 50 万套/年的生产能力, 并已成为国内众泰等车企提供配套, EPB、ESC 产品目前已经研发成功, 正在逐步实现产业化。
- **汽车制动系统稳健发展。** 公司是国内汽车制动系统龙头企业, 已具备制动系统产能 300 万辆(份)/年, 市场占有率 14% 左右。受益于进口替代以及新客户拓展, 当前处于满产状态(大部分车间两班生产, 铸造达到三班), 市场拓展顺利(已被确定为 Golf 7、Audi A3 等车型后制动盘的供应商), 产品结构逐步提高。随着制动系统模块化供应趋势的发展、公司规模扩大以及公司产品结构的改善, 公司毛利率有望进一步提高。
- **盘式制动器是发展趋势。** 进口替代和盘式制动系统运用逐步增大, 公司的客户逐步从自主品牌向合资拓展, 公司已被确定为 Golf 7、Audi A3、Octavia NF A+ 车型后制动盘产品的配套供应商, 后续进口替代, 进军合资品牌市场空间较大。全资子公司安吉亚太年产 100 万辆(400 万套)盘式制动器项目 2014 年开始逐步投产, 市场份额有望进一步提高。
- **估值与评级:** 我们预计 2013 年、2014 年和 2015 年每股收益 0.479 元(21 倍)、0.799 元(17 倍)和 0.727 元(14 倍)。公司主要的看点是: 1、传统业务制动系统上, 进口替代和新客户拓展顺利, 公司通过产能扩张, 有望增大市场份额, 通过产品升级和规模化生产, 提高整体毛利率; 2、公司积极部署汽车制动电子系统业务, 作为 A 股少数几家具有成熟汽车电子系统的企业, 公司已经储备多种产品, 虽然目前市场拓展进度较为缓慢, 但是公司积极拓展客户, 若销量有所突破, 将大幅提高公司估值。结合以上分析并综合考虑当前公司的估值, 我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车电子业务进展缓慢; 汽车行业不景气; 原材料价格的大幅上涨。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2107.45	2718.60	3343.56	3925.74
增长率	13.85%	29.00%	22.99%	17.41%
归属母公司净利润(百万元)	85.08	137.44	171.98	208.75
增长率	6.60%	61.55%	25.13%	21.38%
每股收益 EPS(元)	0.296	0.479	0.599	0.727
净资产收益率 ROE	7.72%	11.52%	13.16%	14.45%
PE	35.05	21.70	17.34	14.29
PB	2.71	2.50	2.28	2.06

数据来源: 西南证券

## 西南证券研究发展中心

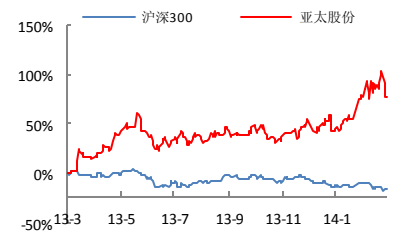
分析师: 徐永超  
执业证号: S1250512110002  
电话: 010-57631186  
邮箱: xycho@swsc.com.cn

研究助理: 高翔  
电话: 023-67898841  
邮箱: gaox@swsc.com.cn

研究助理: 梁超  
电话: 023-67898871  
邮箱: lchao@swsc.com.cn

研究助理: 简洁  
电话: 023-67610282  
邮箱: jjie@swsc.com.cn

## 相对指数表现



数据来源: 西南证券

## 基础数据

总股本(亿股)	2.87
流通 A 股(亿股)	2.53
52 周内股价区间(元)	5.77-12.51
总市值(亿元)	29.82
总资产(亿元)	24.50
每股净资产(元)	4.08

## 相关研究

## 一、公司概况：公司是国内汽车制动系统领跑者

亚太股份是一家致力于开发、生产、销售汽车制动系统且具有自主创新能力的国家重点高新技术企业，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，拥有国内制动器行业唯一一家国际级企业技术中心。

公司的主要产品包括盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、真空助力器，ABS 等产品，2013 年上半年毛利占比依次为：67%、19%、8%、3%、2%、1%。公司已具备制动系统 300 万辆（份），市场占有率 14% 左右，全资子公司安吉亚太年产 100 万辆（400 万套）盘式制动器项目 2014 年开始逐步投产；ABS 系统具备 50 万套的年生产能力。

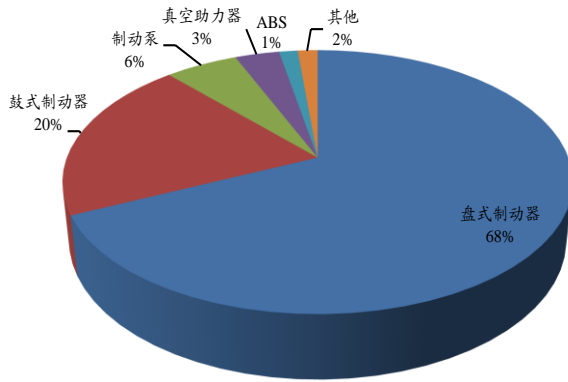
表 1：2008—2012 年公司产品在全国的排名情况

产品	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
盘式制动器	第一位	第三位	第一位	第一位	第一位
鼓式制动器	第一位	第一位	第一位	第二位	第一位
真空助力器	第四位	第五位	第五位	——	第三位
ABS	第二位	第二位	第四位	第六位	第四位
液压制动总泵	第二位	第二位	第一位	第一位	第五位
液压制动分泵	第三位	第一位	第一位	第二位	第一位
离合器总泵	第一位	第一位	第一位	第二位	第二位
离合器分泵	第一位	第一位	第一位	第一位	第一位

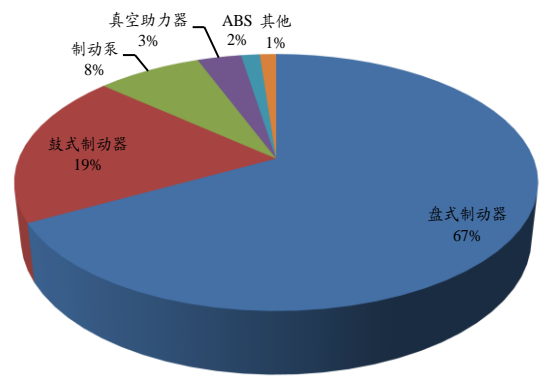
数据来源：公司公告，西南证券

公司主要客户有一汽-大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、北京奔驰、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、江淮汽车等国内各大知名整车企业，并自营出口北美、欧洲、澳大利亚等国家和地区。公司的竞争对手主要是博世、大陆、TRW、韩国万都、万向钱潮等公司。

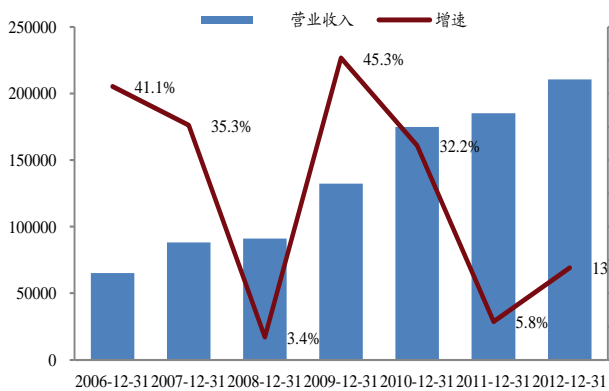
2013 年公司配套新增车型包括：马自达 6（2013 年共销售 93374 辆）、长安 CS35（2013 年共销售 75643 辆）、新桑塔纳（2013 年新老桑塔纳共销售 243349 辆）、新捷达（2013 年新老捷达共销售 263408 辆）、大众基于 MQB 平台车型等，新增车型均为主流上量车型。

**图 1: 公司 2013 年上半年主营业务结构情况**


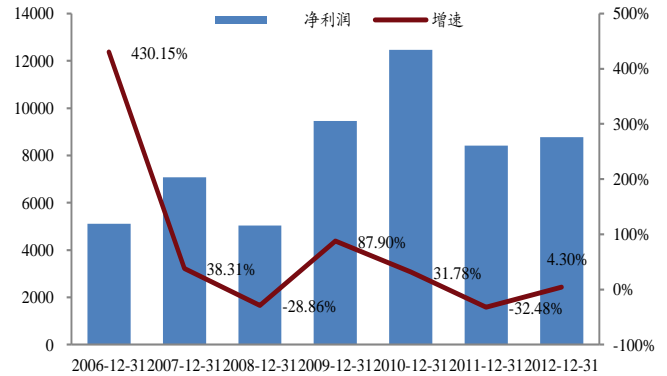
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 2: 公司 2013 年上半年主营业务毛利情况**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 3: 公司 2006 年以来营业收入及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 4: 公司 2006 年以来净利润及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 二、汽车电子: 新产品技术储备丰富, 但竞争压力较大

汽车新能源和汽车智能化是未来发展趋势, 汽车电子未来的需求较大, 发展空间广阔。目前公司电子产品有 ABS、EPB、ESC 等。ABS 产品于 2000 年研发成功, 于 2005 年实现量产, 并荣获中国汽车工业科技进步一等奖; EPB 产品、ESC 产品目前已经研发成功, 正在逐步实现产业化, 并积极布局线控制动系统、爆胎自动应急制动系统等汽车电产品子领域。具体需求取决于后续客户拓展进展。汽车电子化是今后的发展方向, 公司也将跟随汽车电子的发展方向, 做好技术储备, 积极开拓相关市场。

公司是国内率先自主研发生产液压 ABS 的制动系统供应商。2013 年上半年 ABS 系统营业收入 0.17 亿元, 同比下降 35.39%, 毛利率为 17.62%, 同比上升 1.18 个百分点。2012 年销售 ABS 系统约 8 万余套 (位列国内第五, 见表 2), 2013 年销量随着客户众泰汽车等车型销量下滑而下降, 我们预计全年销售约 4 万余套。公司对 ABS 等电子产品将一直持续投入和研发, 但是面对博世、大陆等行业巨头以及产品价格的下行, 公司仍面临较大的竞争压力。

ABS 是制动时防止车轮抱死的装置, 由 ECU、HCU、传感器等组成。ABS 的工作原理

是：当车轮制动时，由安装在车轮上的传感器检测信号，然后将信号传输给 ECU，ECU 对该信号进行处理、分析后发出指令给 HCU，由 HCU 按照 ECU 的指令进行动作，控制前后制动器的工作压力，达到防抱死的效果。

表 2：2012 年国内 ABS 系统主要生产企业产销情况

企业名称	主要配套车型	产量（套）	销量（套）
无锡摩比斯汽车零部件有限公司	北汽、东风	1086699	3440125
上海汽车制动系统有限公司	大众	351800	391500
瑞立集团有限公司	各种车型	113195	116896
广州市科密汽车制动技术开发有限公司	金龙、宇通	98473	98473
浙江亚太机电股份有限公司	一汽、东风	83000	79800

数据来源：中国汽车工业信息网，西南证券

### 三、汽车制动系统稳定增长

公司是国内汽车制动系统龙头企业，产能利用率较高，公司当前处于满产状态，大部分为两班生产，铸造车间已处于 24 小时三班生产状态。公司市场拓展顺利（已被确定为 Golf 7、Audi A3 等热销车型后制动盘产品的批量配套供应商），已具备制动系统 300 万辆（份），市场占有率 14% 左右，全资子公司安吉亚太年产 100 万辆（400 万套）盘式制动器项目 2014 年开始逐步投产，市场份额有望进一步提高。

公司主要用户中自主品牌有长安汽车、奇瑞汽车、江淮汽车、广汽乘用车、江铃汽车、北汽乘用车及众泰汽车为主，合资品牌中以一汽大众、上汽通用五菱、一汽马自达、上海大众、郑州日产、上海通用等为主。

图 5：汽车制动系统示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券

#### （一）盘式制动系统

盘式制动器按压力传输介质，可分为液压盘式制动器和气压盘式制动器，其工作原理和

用途如下: 液压盘式制动器: 制动时, 制动主缸产生的液压推动制动钳内的活塞和制动衬块, 固定不转的制动钳对旋转的制动盘产生制动力矩, 制动盘被制动衬块钳紧, 迫使车轮停止转动。主要用于轿车、轻微型车。

气压盘式制动器: 以压缩空气作为动力的来源, 制动时, 制动盘两侧的活塞推动制动衬, 固定不转的制动钳对旋转的制动盘产生制动力矩, 制动盘被制动衬块钳紧, 迫使车轮停止转动, 主要用于大中型客车。

公司是国内盘式制动系统龙头企业, 市场占有率第一位 (2012 年销量为 646.41 万套, 见表 3)。现有产能约 600 万套, 在建产能 400 万套, 预计将于 2014 年和 2015 年将逐步释放。

2013 年上半年实现营业收入 8.24 亿元, 同比增长 54.77%, 毛利率为 17.81%。盘式制动系统具有较好的前景, 公司已被确定为 Golf 7、Audi A3、Octavia NF A+ 车型后制动盘产品的批量配套供应商。部分国外配置为前盘后鼓的车型, 国产化后转变为前盘后盘的配置, 进一步拓展了盘式制动系统的市场空间。

表 3: 2012 年国内盘式制动系统主要生产企业产销情况

企业名称	主要配套车型	产量 (套)	销量 (套)
浙江亚太机电股份有限公司	一汽、日产	6633800	6464100
南方天合底盘系统有限公司	长安 铃木	3847309	3829408
福建正阳汽车部件有限公司	福工、金旅	2200000	2260000
青岛华瑞汽车零部件股份有限公司	上汽通用五菱、江淮	1700000	1700000
芜湖伯特利汽车安全系统有限公司	各种车型	1628000	1622000

数据来源: 中国汽车工业信息网, 西南证券

## (二) 鼓式制动系统

公司是鼓式制动系统的龙头企业, 现有产能 600 万套左右。2013 年上半年鼓式制动系统营业收入为 2.43 亿元, 同比下降 1.52%, 基本与上年同期持平, 毛利率上升 3.24 个百分点至 17.34%。目前 1.6 升以下排量的汽车以前盘后鼓配置为主。我们预计鼓式制动器市场有逐步被盘式制动器挤压的压力, 但公司鼓式制动系统当前处于满产状态, 后续新客户的拓展, 能够保证公司鼓式制动器的产销在近期维持相对稳定。

## 三、盈利预测与投资建议

公司是制动系统的龙头企业, 主要的看点是: 1、传统业务制动系统上, 进口替代和新客户拓展顺利, 公司通过产能扩张, 有望增大市场份额, 通过产品升级和规模化生产, 提高整体毛利率; 2、公司积极部署汽车制动电子系统业务, 作为 A 股少数几家具有成熟汽车电子系统的企业, 公司已经储备多种产品, 虽然目前市场拓展进度较为缓慢, 但是公司积极拓展客户, 若销量有所突破, 将大幅提高公司估值。对于公司的具体盈利预测和假设, 如下:

假设 1: 公司盘式制动器新项目投产, 预计 2014 年、2015 年收入分别增长 30%、25%, 公司盘式制动器新客户拓展顺利, 市场空间较大, 当前处于满产状态, 我们预计随着新产能的释放, 盘式制动器的产销增长性确定; 且随着生产规模的扩大以及产品结构的升级 (公司

合资品牌客户拓展顺利), 盘式制动器的毛利率有望持续小幅提升, 我们假设 2013-2015 年盘式制动器毛利率分别为: 17.81%、18.00%、18.50%。

假设 2: 公司客户拓展顺利, 鼓式制动器销量一直受制于产能限制, 我们预计销量有望继续维持稳定, 但为保守起见, 我们假设鼓式制动器销量略有下滑, 2013-2015 年年收入增速分别为-1.5%、2.0%、2.0%。随着公司生产规模扩大, 预计产品毛利率将逐步上升, 假设 2013-2015 年毛利率为 17.34%、17.80%、18.50%。

假设 3: ABS 业务在公司营收中的比重较低, 配套车型相对稳定, 随着合资企业产品价格下降, 产品竞争面临较大压力, 我们预计短期内 ABS 系统业务拓展具有较大的不确定性, 为保守起见, 我们预计 ABS 系统收入增速 2013-2015 年分别为-30%、-10%、0%。假设 2013-2015 年毛利率分别为 17.62%、17.50%、17.50%。

假设 4: 制动泵、真空助力器、其他等产品在公司营收中的比重较低, 我们根据产品近期经营情况及后续公司规划, 假设其 2013-2015 年的营收增速依次分别为-30.00%、-15.00%、-15.00% (制动泵); 5.00%、5.00%、5.00%(真空助力器); 72.52%、30.00%、30.00% (其他)。我们预计 2013-2015 年毛利率依次分别为: 25.44 %、25.44 %、25.44 % (制动泵); 17.49 %、17.80%、18.20% (真空助力器); 14.45%、18.00%、18.00% (其他)。

**表 4: 分业务收入及毛利率**

单位: 万元		2012A	2013E	2014E	2015E
盘式制动器	收入	114,313.79	176,923.45	230,000.49	287,500.61
	增速	28%	55%	30%	25%
	毛利率	16.04%	17.81%	18.00%	18.20%
鼓式制动器	收入	45,825.76	45,138.37	44,235.61	43,350.89
	增速	-2.73%	-2%	-2%	-2%
	毛利率	15.14%	17.34%	17.50%	17.70%
制动泵	收入	16,220.33	11,354.23	7,947.96	6,755.77
	增速	-7.87%	-30%	-15%	-15%
	毛利率	24.82%	25.44%	25.40%	25.40%
真空助力器	收入	7,836.44	8,228.26	8,639.68	9,071.66
	增速	23.84%	5%	5%	5%
	毛利率	11.71%	17.49%	17.60%	17.80%
ABS	收入	4,203.53	2,942.47	2,648.22	2,648.22
	增速	-30.07%	-30%	-10%	0%
	毛利率	17.32%	17.62%	17.50%	17.50%
其他	收入	2,279.74	3,933.01	5,112.91	6,646.78
	增速	-27.22%	73%	30%	30%
	毛利率	21.28%	14.45%	14.65%	14.85%
产品合计	收入	190,679.58	248,519.80	298,584.87	355,973.94
	增速	12.37%	30%	20%	19%
	毛利率	16.48%	18.07%	18.50%	19.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2013 年、2014 年和 2015 年每股收益 0.479 元（21 倍）、0.799 元（17 倍）和 0.727 元（14 倍）。考虑到公司在传统业务汽车制动系统上的稳步发展，以及汽车电子业务产品开发和技術储备，结合当前公司的估值，我们首次给予“增持”评级。

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	261.72	27.19	33.44	39.26	营业收入	2107.4	2718.60	3343.56	3925.74
应收和预付款项	680.08	1017.52	1200.23	1542.83	减:营业成本	1783.1	2266.77	2781.67	3257.87
存货	307.86	477.01	486.14	641.89	营业税金及附加	6.20	8.00	9.84	11.56
其他流动资产	3.60	1.18	1.20	1.20	营业费用	80.53	92.43	110.34	125.62
长期股权投资	40.42	35.42	30.42	25.42	管理费用	131.93	181.06	222.68	261.45
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	17.05	15.83	23.90	30.85
固定资产和在建工程	765.94	943.42	1120.89	1168.36	资产减值损失	5.44	4.09	4.09	4.09
无形资产和开发支出	145.99	129.03	112.06	95.09	加:投资收益	-3.74	-5.00	-5.00	-5.00
其他非流动资产	3.83	30.35	30.35	30.35	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2209.44</b>	<b>2661.11</b>	<b>3014.73</b>	<b>3544.40</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	238.00	357.38	455.19	633.62	<b>营业利润</b>	<b>79.36</b>	<b>145.41</b>	<b>186.05</b>	<b>229.30</b>
应付和预收款项	718.78	957.01	1095.86	1305.78	加:其他非经营损益	20.05	20.70	20.70	20.70
长期借款	77.00	77.00	77.00	77.00	<b>利润总额</b>	<b>99.41</b>	<b>166.11</b>	<b>206.74</b>	<b>249.99</b>
其他负债	33.73	33.73	33.73	33.73	减:所得税	11.69	25.67	31.76	38.25
<b>负债合计</b>	<b>1067.51</b>	<b>1425.12</b>	<b>1661.78</b>	<b>2050.13</b>	净利润	87.72	140.44	174.98	211.75
股本	287.04	287.04	287.04	287.04	减:少数股东损益	2.65	3.00	3.00	3.00
资本公积	280.62	280.62	280.62	280.62	归属母公司股东净利润	85.08	137.44	171.98	208.75
留存收益	534.00	625.07	739.03	877.34	<b>现金流量表</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
归属母公司股东权益	1101.66	1192.73	1306.68	1445.00	经营性现金净流量	209.62	18.39	274.20	112.75
少数股东权益	40.27	43.27	46.27	49.27	投资性现金净流量	-219.8	-308.94	-282.41	-182.41
<b>股东权益合计</b>	<b>1141.93</b>	<b>1236.00</b>	<b>1352.95</b>	<b>1494.27</b>	筹资性现金净流量	-126.6	56.01	14.46	75.48
负债和股东权益合计	2209.44	2661.11	3014.73	3544.40	<b>现金流量净额</b>	<b>-136.8</b>	<b>-234.53</b>	<b>6.25</b>	<b>5.82</b>

数据来源: 西南证券

## 独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

## 西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 西南证券研究发展中心

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023  
电话：(023) 63725713  
网站：www.swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：(010) 57631234  
邮箱：research@swsc.com.cn