

亚太股份 (002284.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

吴文钊

分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)60230232
wuwz@gjzq.com.cn

闵东旭

联系人
(8621)61038313
mindongxu@gjzq.com.cn

新获得多款配套车型，转型升级步伐加快

事件

公司于5月12日公告成为江铃控股 E313 项目（陆风 X5）EPB 装置总成的供应商。5月13日，公司再次公告成为一汽大众新迈腾、新 CC 和上海大众新途安、新途观、A+SUV、新斯柯达速派等车型制动盘的批量供应商；其中，途安配套比例为 80%，其他车型配套比例为 20%。

评论

公司传统制动业务产品升级又有显著成效：我们认为，公司是汽车零部件行业转型升级的代表性企业之一。近年，公司在维持微车和自主轿车领域优势地位的同时，持续推进产品升级，配套车型从微车更多转向轿车、配套客户也从自主品牌更多转向合资企业。公司于 2012 年成功切入代表大众最新技术水平的 MQB 平台和今年进入通用供应链，即是公司产品升级取得突出成效的最好证明。此次，公司又进入一汽大众和上海大众除 MQB 平台以外的其他新车型供应体系，表明公司产品升级又取得新突破。我们认为，凭借持续积累的技术优势和配套经验，公司未来有望进入更多合资品牌车型的供应体系，公司产品升级道路也将越来越宽阔。

依托产品升级，传统业务持续较快发展具有强劲动力：据了解，公司新增配套车型中，一汽大众新迈腾和新 CC 均为 15-16 年改款车型；上海大众方面，A+级 SUV 为未来全新车型（比途观小），其余车型也均是未来两年的改款车型。由此判断，此次新增配套车型对今年销量和业绩影响不大，但对公司明后两年的销量增长将提供可靠保障。另需说明的是，公司新增配套的合资车型盈利能力将好于公司现有产品，由此公司整体盈利能力也有望持续提升。综合判断，依托于产品升级的持续推进，公司传统制动业务持续较快发展将具备强劲动力。

EPB 客户拓展实现突破，汽车电子业务有望成未来新亮点：此次，公司 EPB 装置总成成功进入江铃汽车陆风 X5 的供应体系，标志着公司新业务客户拓展已实现突破，并有望今年年底开始批量供货。EPB 业务也有望成公司未来业绩新的增长点，但短期内预计对公司业绩影响不大。更需说明的是，公司通过先期对江铃自主品牌的配套，将积累配套经验并不断提高技术水平，并有望进一步实现对合资品牌的拓展。此外，公司在 ABS 领域已经具备一定技术积累和配套经验，在 ESP 等其他电子领域也已积极布局并有望保持技术领先地位，综合判断，汽车电子业务有望成公司未来新亮点。

投资建议

我们维持公司盈利预测，预计 14-16 年实现归母净利润为 1.75、2.13、2.53 亿元，分别增长 28.0%、21.6%和 18.8%，对应 EPS 分别为 0.61、0.74、0.88 元。我们重申，公司是汽车零部件企业转型升级的又一代表性企业，具备较好的中长期成长空间。此次新获得多款配套车型，更凸显公司转型升级步伐正在加快。综合考虑，我们认为公司值得中长期重点关注，公司当前股价对应 14 年约 15.9 倍 PE，估值水平较为合理，维持“增持”评级。

图表1: 分业务收入及毛利预测

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盘式制动器					
销售收入 (百万元)	1,143.14	1,681.42	2,101.77	2,564.16	3,025.71
增长率 (YOY)	27.71%	47.09%	25.00%	22.00%	18.00%
毛利率	16.04%	17.68%	18.00%	18.20%	18.40%
销售成本 (百万元)	959.78	1,384.14	1,723.45	2,097.49	2,468.98
增长率 (YOY)	29.78%	44.21%	24.51%	21.70%	17.71%
毛利 (百万元)	183.36	297.27	378.32	466.68	556.73
增长率 (YOY)	17.87%	62.13%	27.26%	23.36%	19.30%
鼓式制动器					
销售收入 (百万元)	458.26	486.29	544.64	599.11	647.04
增长率 (YOY)	-2.73%	6.12%	12.00%	10.00%	8.00%
毛利率	15.14%	16.16%	16.50%	16.50%	16.50%
销售成本 (百万元)	388.88	407.71	454.78	500.26	540.28
增长率 (YOY)	-3.14%	4.84%	11.55%	10.00%	8.00%
毛利 (百万元)	69.38	78.58	89.87	98.85	106.76
增长率 (YOY)	-0.36%	13.27%	14.36%	10.00%	8.00%
制动泵					
销售收入 (百万元)	162.20	146.82	139.48	139.48	139.48
增长率 (YOY)	-7.87%	-9.48%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	24.82%	28.47%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	121.94	105.02	101.82	101.82	101.82
增长率 (YOY)	-11.04%	-13.88%	-3.05%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	40.26	41.80	37.66	37.66	37.66
增长率 (YOY)	3.28%	3.83%	-9.91%	0.00%	0.00%
真空助力器					
销售收入 (百万元)	78.36	62.35	65.47	68.74	72.18
增长率 (YOY)	23.84%	-20.43%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	11.71%	17.04%	17.00%	17.00%	17.00%
销售成本 (百万元)	69.19	51.73	54.34	57.06	59.91
增长率 (YOY)	27.20%	-25.24%	5.05%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	9.18	10.62	11.13	11.69	12.27
增长率 (YOY)	3.29%	15.78%	4.75%	5.00%	5.00%
ABS					
销售收入 (百万元)	42.04	40.15	70.00	91.00	113.75
增长率 (YOY)	-30.07%	-4.49%	74.36%	30.00%	25.00%
毛利率	17.32%	20.21%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	34.75	32.03	56.00	72.80	91.00
增长率 (YOY)	-30.98%	-7.83%	74.82%	30.00%	25.00%
毛利 (百万元)	7.28	8.11	14.00	18.20	22.75
增长率 (YOY)	-25.37%	11.44%	72.55%	30.00%	25.00%
销售总收入 (百万元)	2107.44	2718.59	3283.25	3889.52	4493.50
销售总成本 (百万元)	1783.19	2262.26	2728.39	3228.26	3724.64
毛利 (百万元)	324.25	456.34	554.86	661.26	768.86
平均毛利率	15.39%	16.79%	16.90%	17.00%	17.11%

来源: 国金证券研究所

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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	1,851	2,107	2,719	3,283	3,890	4,494	货币资金	422	289	291	380	450	500
增长率		13.8%	29.0%	20.8%	18.5%	15.5%	应收款项	524	649	781	928	1,099	1,270
主营业务成本	-1,559	-1,783	-2,262	-2,728	-3,228	-3,725	存货	310	308	414	449	531	612
%销售收入	84.2%	84.6%	83.2%	83.1%	83.0%	82.9%	其他流动资产	42	35	30	42	49	57
毛利	292	324	456	555	661	769	流动资产	1,298	1,281	1,516	1,798	2,129	2,439
%销售收入	15.8%	15.4%	16.8%	16.9%	17.0%	17.1%	%总资产	61.5%	56.8%	58.0%	58.2%	58.7%	58.5%
营业税金及附加	-5	-6	-8	-10	-12	-13	长期投资	44	40	37	40	43	46
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	607	766	878	1,041	1,234	1,451
营业费用	-70	-81	-89	-105	-121	-139	%总资产	28.8%	34.0%	33.6%	33.7%	34.0%	34.8%
%销售收入	3.8%	3.8%	3.3%	3.2%	3.1%	3.1%	无形资产	149	146	148	156	163	171
管理费用	-119	-132	-175	-217	-253	-288	非流动资产	814	973	1,097	1,289	1,499	1,728
%销售收入	6.4%	6.3%	6.4%	6.6%	6.5%	6.4%	%总资产	38.5%	43.2%	42.0%	41.8%	41.3%	41.5%
息税前利润 (EBIT)	98	106	184	223	276	329	资产总计	2,113	2,254	2,613	3,087	3,628	4,167
%销售收入	5.3%	5.0%	6.8%	6.8%	7.1%	7.3%	短期借款	328	238	209	414	519	579
财务费用	-25	-17	-18	-16	-25	-28	应付款项	588	719	1,011	1,080	1,278	1,474
%销售收入	1.4%	0.8%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	其他流动负债	22	44	53	67	80	92
资产减值损失	-2	-5	-12	-12	-13	-15	流动负债	938	1,001	1,273	1,562	1,877	2,146
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	61	77	50	40	30	20
投资收益	-2	-4	-3	-4	-4	-5	其他长期负债	31	34	39	42	45	50
%税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	负债	1,030	1,112	1,362	1,644	1,952	2,216
营业利润	68	79	150	191	235	281	普通股股东权益	1,042	1,102	1,210	1,397	1,623	1,892
营业利润率	3.7%	3.8%	5.5%	5.8%	6.0%	6.2%	少数股东权益	40	40	42	47	53	60
营业外收支	24	20	14	18	20	22	负债股东权益合计	2,113	2,254	2,613	3,087	3,628	4,167
税前利润	92	99	164	209	255	303	比率分析						
利润率	5.0%	4.7%	6.0%	6.4%	6.5%	6.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-8	-12	-23	-29	-35	-42	每股指标						
所得税率	8.6%	11.8%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%	每股收益	0.278	0.296	0.477	0.611	0.743	0.883
净利润	84	88	141	180	219	260	每股净资产	3.631	3.838	4.215	4.868	5.656	6.591
少数股东损益	4	3	4	5	6	7	每股经营现金净流	0.057	0.733	0.880	0.631	1.070	1.327
归属于母公司的净利润	80	85	137	175	213	253	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	4.3%	4.0%	5.0%	5.3%	5.5%	5.6%	回报率						
							净资产收益率	7.66%	7.72%	11.33%	12.55%	13.14%	13.40%
							总资产收益率	3.78%	3.78%	5.24%	5.68%	5.88%	6.08%
							投入资本收益率	6.07%	6.39%	10.48%	10.13%	10.69%	11.09%
							增长率						
							主营业务收入增长率	5.77%	13.85%	29.00%	20.77%	18.47%	15.53%
							EBIT增长率	-31.43%	8.12%	74.10%	21.44%	23.72%	18.94%
							净利润增长率	-32.66%	6.60%	61.08%	27.96%	21.62%	18.84%
							总资产增长率	15.54%	6.68%	15.94%	18.16%	17.50%	14.86%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	75.6	69.6	66.0	70.0	70.0	70.0
							存货周转天数	61.8	63.2	58.3	60.0	60.0	60.0
							应付账款周转天数	96.1	94.8	98.6	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	108.1	101.5	91.5	82.8	78.6	77.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-3.11%	2.27%	-2.58%	5.16%	5.93%	5.09%
							EBIT利息保障倍数	3.9	6.2	10.4	14.2	11.3	11.7
							资产负债率	48.76%	49.33%	52.11%	53.24%	53.80%	53.17%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	84	88	141	180	219	260
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	58	72	79	101	123	151
非经营收益	18	21	12	10	16	21
营运资金变动	-143	29	20	-110	-51	-51
经营活动现金净流	17	211	252	181	307	381
资本开支	-228	-226	-217	-262	-295	-340
投资	-19	0	0	-3	-3	-3
其他	12	6	9	-4	-4	-5
投资活动现金净流	-235	-220	-208	-269	-302	-348
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	199	-74	-49	199	98	55
其他	-43	-53	-47	-23	-33	-38
筹资活动现金净流	156	-127	-96	176	65	17
现金净流量	-63	-136	-52	89	70	50

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-05-06	增持	9.60	9.00 ~ 12.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

特别声明:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD