

亚太股份 (002284.SZ) 汽车零部件行业

评级：买入 首次评级

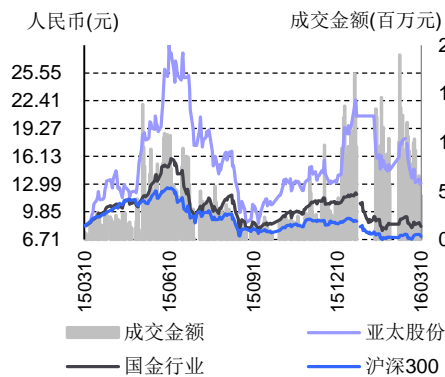
公司深度研究

市场价格(人民币)：13.10元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 685.97 |
| 总市值(百万元) | 9,661.98 |
| 年内股价最高最低(元) | 28.67/8.24 |
| 沪深300指数 | 3013.15 |
| 深证成指 | 9390.35 |



智能汽车系列深度报告四： 亚太股份-制动系统龙头 打造智能汽车生态圈

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.477 | 0.476 | 0.191 | 0.245 | 0.307 |
| 每股净资产(元) | 4.21 | 6.72 | 7.09 | 7.58 | 8.20 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.88 | 0.62 | 3.25 | 0.71 | 0.90 |
| 市盈率(倍) | 18.43 | 27.05 | 108.06 | 60.03 | 47.91 |
| 行业优化市盈率(倍) | 13.42 | 21.74 | 38.41 | 29.21 | 29.21 |
| 净利润增长率(%) | 61.08% | 28.11% | -19.60% | 27.86% | 25.31% |
| 净资产收益率(%) | 11.33% | 7.08% | 5.40% | 6.45% | 7.48% |
| 总股本(百万股) | 287.04 | 368.78 | 737.56 | 737.56 | 737.56 |

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **制动行业龙头，客户资源不断优化。**公司是国内乘用车制动系统龙头企业，产品市占率高达30%，主要业务为盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、真空助力器、ABS等。凭借优秀的产品，公司拥有国内主流的自主品牌和合资品牌汽车生产商优质客户，并通过与北京航天技术研究所战略合作积极布局航天军工配套业务。
- **盘式制动器带动业绩稳定增长，汽车电子助推转型智能驾驶。**盘式制动器具有制动力大、性能稳定以及便于保养等优点，随着价格降低，盘式制动器替代鼓式制动器称为行业发展的必然趋势。公司盘式制动器受益于小排量汽车购置税减半征收政策和“400万套盘式制动器项目”落地，将带动公司业绩实现稳定增长。长期来看，制动系统电子化正在向中低端汽车渗透，公司通过掌握ABS、EPB、ESC等核心技术，未来有望在自主品牌中获得较大市场份额，同时助推公司顺利转型智能驾驶领域。
- **顺应产业趋势，打造智能汽车生态圈。**公司全面布局智能汽车，通过参股智波科技、前向启创、苏州安智、钛马信息，布局智能驾驶产业上游环境感知、软件算法、系统集成和车联网领域；通过与奇瑞和北汽合作，打通下游应用终端。公司与前向启创和钛马信息成立浙江网联汽车主动安全系统有限公司，平台公司有利于整合各公司竞争优势，加快智能驾驶产业的市场化。
- **牵手Elaphe，打造“智能驾驶+轮毂电机底盘模块系统”集成产品。**公司以增资1,000万欧元参股投资Elaphe，获得增资扩股后Elaphe 20%的股权。轮毂电机市场化将给传统底盘系统市场带来颠覆性的冲击，考虑到公司在新能源汽车底盘和智能驾驶方面的布局，未来公司可为整车厂直接提供“智能驾驶+轮毂电机底盘模块系统”集成产品，打造智能驾驶行业领导者。

投资建议

- 公司作为制动系统龙头，传统主业稳定增长，并通过“前向启创+智波科技+钛马信息+苏州安智”全面布局智能汽车，构建完善的“控制算法+环境感知+车联网+系统集成”智能汽车产业生态圈，是目前市场上智能汽车布局最完善的标的，未来发展看好。预估16-17年EPS分别为0.25、0.31元，首次给予“买入”评级。

风险提示：智能汽车与轮毂电机的产业进程不及预期。

崔琰

分析师 SAC 执业编号：S1130516020002
(8621)60230251
cuiyan@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1 公司简介：国内汽车制动系统龙头企业 | 3 |
| 2 短期主业受政策驱动 长期看好公司积极转型智能驾驶 | 5 |
| 2.1 受政策驱动 乘用车市场快速回暖 | 5 |
| 2.2 盘式制动器受到行业回暖、产能扩充影响 业绩稳定增长 | 6 |
| 2.3 积极布局汽车电子 顺利转型智能驾驶 | 6 |
| 3 全方位布局智能汽车 打造智能汽车生态圈 | 7 |
| 3.1 全方位布局智能汽车产品链 | 7 |
| 3.1.1 参股前向启创：锁定核心算法 | 7 |
| 3.1.2 参股钛马信息：涉足车联网 | 7 |
| 3.1.3 参股智波科技：引进毫米波雷达 | 8 |
| 3.1.4 参股苏州安智：增强系统集成能力 | 8 |
| 3.2 整合优势 合力打造智能汽车巨头 | 8 |
| 4 锁定轮毂电机优秀标的公司 带动底盘模块化供应 | 10 |
| 4.1 入股 Elaphe 锁定优秀轮毂电机供应商 | 10 |
| 4.2 通过轮毂电机 抢占未来轮毂电机底盘市场 | 11 |
| 5 募投项目：完善公司在智能汽车和新能源汽车领域布局 | 12 |
| 6 盈利预测 | 13 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 1：公司主要客户 | 3 |
| 图表 2：公司营业收入及增速（单位：百万元，%） | 3 |
| 图表 3：公司净利润及增速（单位：百万元，%） | 3 |
| 图表 4：公司营业收入结构占比（单位：%） | 4 |
| 图表 5：公司毛利结构占比（单位：%） | 4 |
| 图表 6：2006-2015 年国内乘用车销量增速（单位：%） | 5 |
| 图表 7：2009 与 2015 年汽车购置税优惠政策对比 | 5 |
| 图表 8：盘式制动器 | 6 |
| 图表 9：鼓式制动器 | 6 |
| 图表 10：前向启创产品 | 7 |
| 图表 11：“钛马星”车联网综合应用系统 | 8 |
| 图表 12：公司布局智能汽车产业链上下游 | 9 |
| 图表 13：Elaphe 轮毂电机产品 | 10 |
| 图表 14：轮毂电机优缺点及相应解决方式 | 10 |
| 图表 15：传统汽车、常规电动车与轮毂电机底盘结构对比 | 11 |
| 图表 16：传统汽车、常规电动车与轮毂电机底盘结构对比 | 12 |

1 公司简介：国内汽车制动系统龙头企业

- 公司是国内汽车制动系统龙头企业，拥有众多优质客户，进口替代效应凸显。公司主营产品有盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、真空助力器以及 ABS 等，前三大业务的市占率均高达 30%。公司主营制动系统产品进口替代效应凸显，国内基本以 OEM 市场为主，凭借其成本优势，产品不断由自主向合资品牌进军，抢占外资与合资汽车制动系统的市场份额。公司客户资源优良，有长安、北汽、奇瑞、一汽、江淮、广汽等自主品牌客户，并不断开拓上海通用、上海大众、一汽大众、东风日产等合资品牌客户。

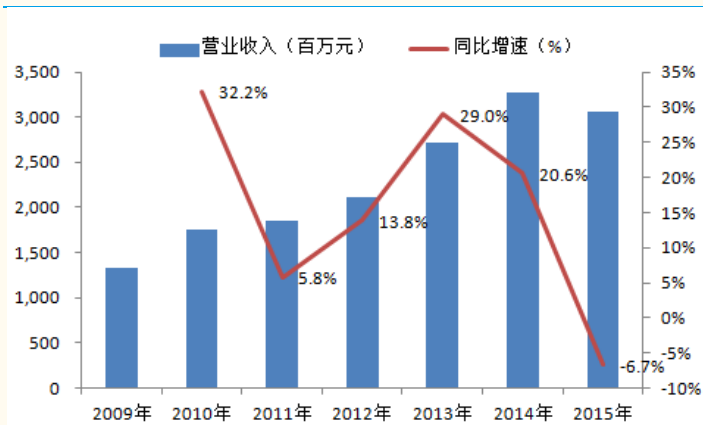
图表 1：公司主要客户



来源：公司公告，国金证券研究所

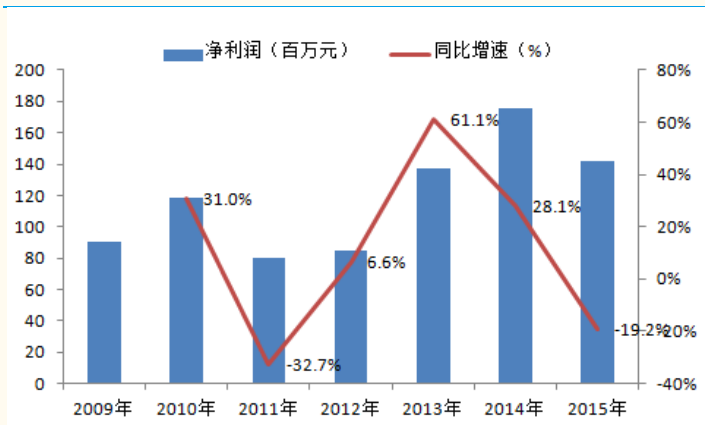
- 公司业绩稳步增长，短期受益于小排量汽车购置税减半政策。2009-2014 年，公司营业收入年均复合增长率高于 20%。2015 年国内汽车销量不乐观，公司业绩出现短期调整，2015 年营收同比下降 6.7%，净利润同比下降 19.2%。受益于 1.6L 及以下排量汽车购置税减半征收政策，2016 年汽车市场回暖，预计公司 2016 年净利润将较 2015 年好转。

图表 2：公司营业收入及增速（单位：百万元，%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 3：公司净利润及增速（单位：百万元，%）

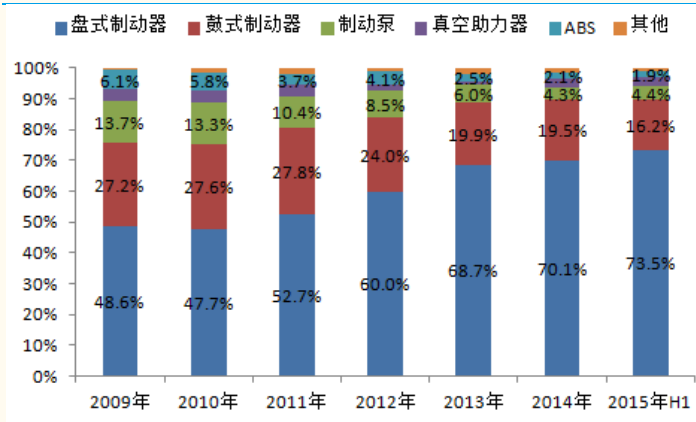


来源：wind，国金证券研究所

- 盘式制动器是公司营收和毛利的主要来源，占比逐年提升。2015H1，公司营业收入主要来自于盘式制动器（73.5%）、鼓式制动器（16.2%）、制动泵

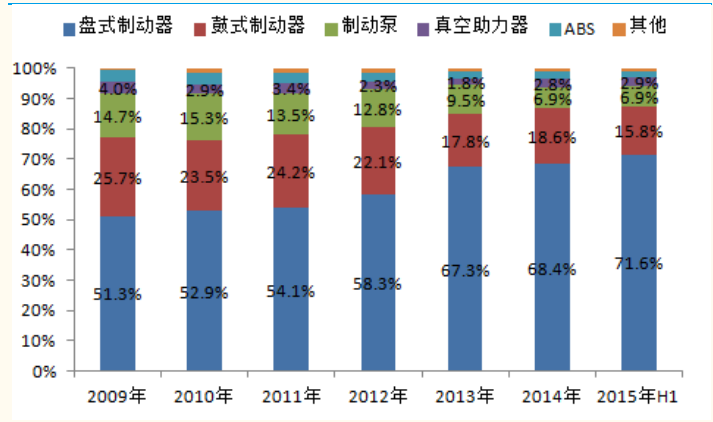
(4.4%)、ABS (2.8%) 和真空助力器 (1.9%); 毛利主要来自于盘式制动器 (71.6)、鼓式制动器 (15.8%)、制动泵 (6.9%)、ABS (1.8%) 和真空助力器 (2.9%)。

图表 4: 公司营业收入结构占比 (单位: %)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 5: 公司毛利结构占比 (单位: %)



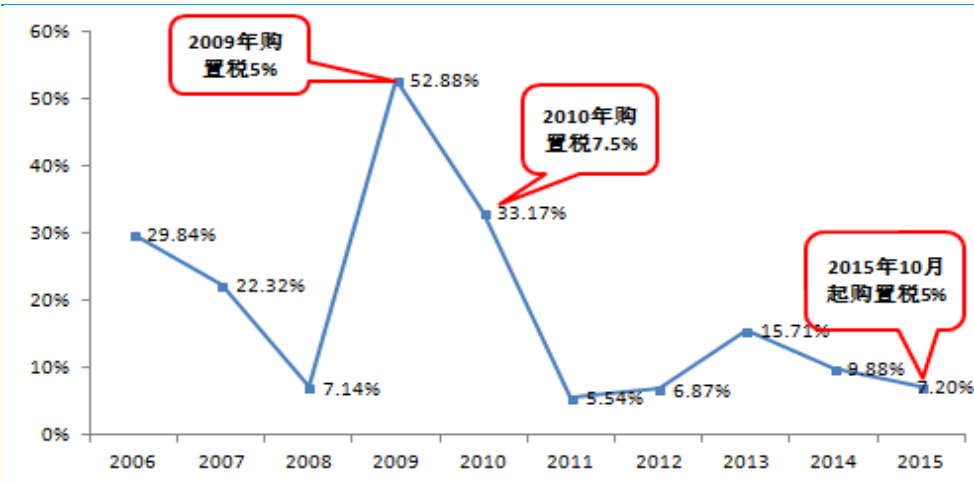
来源: wind, 国金证券研究所

2 短期主业受政策驱动 长期看好公司积极转型智能驾驶

2.1 受政策驱动 乘用车市场快速回暖

- 长期来看，乘用车行业将步入平稳增长阶段。2015 年乘用车全年累计销量 2,110.86 万辆，同比增长 7.2%，其中 1-9 月乘用车累计销量同比增长 2.7%，创下了 2013 年以来的历史新低，市场整体呈现回归平稳增长态势。我们认为增速放缓的原因主要有以下几点：1) 宏观经济下行压力，内生增长动力放缓；2) 前两年大城市限购透支了部分需求，目前已经有 8 个一线城市实施限购；3) 滴滴快滴、UBER、分时租赁等用车共享模式兴起。
- 短期来看，小排量乘用车购置税减半政策驱动效果明显。自 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，1.6L 及以下排量乘用车购置税减半征收。根据中汽协数据，国内 2015 年 10-12 月份汽车销量同比增长 18.6%，市场回暖。

图表 6: 2006-2015 年国内乘用车销量增速 (单位: %)



来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

- 预计 2016 年乘用车销量增速约为 10%。2009 年，国家也曾出台过车辆购置税优惠政策，但与 2009 年的市场相比，2015-2016 年汽车市场在宏观经济背景、消费需求和行业环境均有不同，2016 年乘用车销量增速很难达到 2009 与 2010 年的增速数据。我们预计 2016 年乘用车销量增速在 10% 左右。

图表 7: 2009 与 2015 年汽车购置税优惠政策对比

| | 2009 年 | 2015 年 |
|------|--|---|
| 政策 | 从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6L 及以下排量乘用车减按 5% 征收车辆购置税； 从 2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日，调整按照 7.5% 征收 | 从 2015 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日，对购买 1.6L 及以下排量乘用车实施减半征收车辆购置税的优惠政策 |
| 宏观背景 | 2008 年金融危机，出口受挫，国内需求有待挖掘，基建投资热潮 | 经济下行压力较大，改革转型，稳增长调结构 |
| 销量基数 | 2008 年乘用车销量 647.7 万辆 | 2014Q4-2015Q3 乘用车销量 2,007.8 万辆 |
| 限购城市 | 上海 | 8 个限购城市，包括北京、上海、广州、贵阳、石家庄、天津和杭州 |
| 行业环境 | 结构占比 2008 年小于 1.6L 车型占狭义乘用车占比约 55% | 2015 年 1-11 月小于 1.6L 车型占狭义乘用车占比约 66% |
| 消费需求 | 首次购置需求，私家车尚未普及 | 一二线城市换车需求、三四线城市购置需求 |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2 盘式制动器受到行业回暖、产能扩充影响 业绩稳定增长

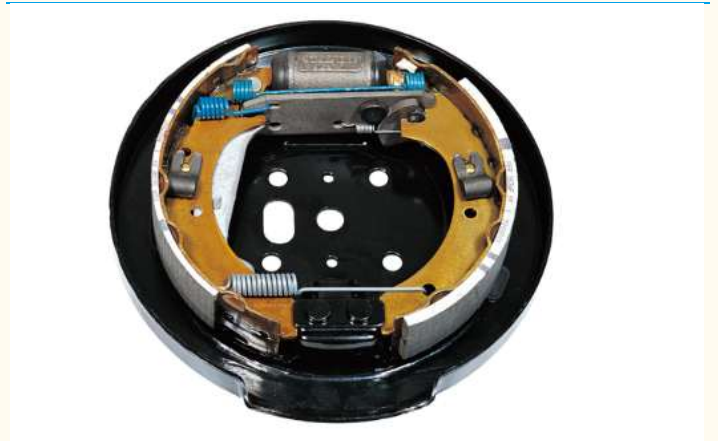
- **盘式制动器将逐步替代鼓式制动器，可挖掘的市场空间依然很大。**与鼓式制动器相比，盘式制动器具有制动力大、性能稳定以及便于保养等优点；但由于价格高，所以在中低端市场中，一般将后轮采用鼓式制动器来降低整体成本。随着盘式制动器成本的降低，目前市场上经济型汽车也开始在后轮采用盘式制动器，盘式制动器替代鼓式制动器成为汽车制动器发展的必然趋势，未来可挖掘的市场空间可观。

图表 8：盘式制动器



来源：wind，国金证券研究所

图表 9：鼓式制动器



来源：wind，国金证券研究所

- **盘式制动器将继续带动公司业绩增长。**受益于小排量汽车购置税减半政策，2016 年国内汽车市场将回暖，以小排量为主的自主品牌将首先获益。公司主要是配套乘用车制动系统，自主品牌客户占比较大，将首先受益于 2016 年乘用车行业回暖。目前公司盘式制动器的年产量约为 300 万套，随着公司定增 400 万套盘式制动器项目的落地，2016 年将逐步放量，公司的盘式制动器将继续扩大市场份额，带动公司业绩实现较快速度增长。

2.3 积极布局汽车电子 顺利转型智能驾驶

- **公司制动电子化技术掌握成熟。**公司积极发展汽车电子，不断实现突破，公司 2000 年自主开发 ABS，2005 年实现量产；之后，公司以 ABS 为基础，逐步在 EPB 汽车电子驻车制动系统、ESC 汽车电子操纵稳定系统、EABS 汽车制动能量回馈系统等汽车电子产品领域实现技术突破。目前，ABS 与 EPB 已经获得奇瑞、上汽、一汽等整车企业的配套资格，并有望在 2016 年小批量放量；ESC 和 EABS 也分别获得东风汽车和日产的配套资格。在博世、大陆、德尔福等外资品牌掌控的 ESC 领域中，公司能获得整车厂的配套也侧面反映出公司掌握着可靠的核心技术。
- **公司汽车电子产品有望在自主品牌中获得较大的市场份额。**伴随着高速行驶和车流密度加大，交通事故频繁发生，汽车安全技术便成了当前世界汽车技术发展的重要方向之一。制动系统电子化可以更快地传递信号，使汽车制动更为安全。汽车制动电子化已经在高端汽车中广泛应用，但是在国内中低端汽车中，ABS、EPB、ESC、EABS 等产品的市场渗透率较低，产品渗透空间大；结合公司拥有的可靠技术以及广泛的自主品牌配套客户，未来有望在自主品牌中获得较大的市场份额。
- **通过掌握 ESC 技术，可有效降低转型 ADAS 智能驾驶的难度。**ESC 是 ABS 防抱死系统和 TCS 牵引力控制系统基础上增加车辆转向行驶时横摆率传感器、方向盘转角传感器和侧向加速度传感器，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。ESC 不仅是 ABS 的升级，也是 ADAS 系统最重要的执行模块。公司通过掌握 ESC 核心技术，有望顺利转型智能驾驶领域；结合公司在智能驾驶领域的诸多布局，未来公司在智能汽车领域表现看好。

3 全方位布局智能汽车 打造智能汽车生态圈

- **汽车智能革命到来，2016 年将是智能汽车爆发元年。**智能网联汽车将是智能汽车的发展方向，互联网公司积极涌入智能汽车领域将加快汽车智能化进程，传统车企更加积极布局智能网联汽车。国内上市公司通过并购的方式切入智能汽车 ADAS、无人驾驶、车联网等领域，积极参与智能汽车盛宴。特别是 2015 年以来，上市公司并购的步伐明显加快；2016 年，伴随车联网相关政策发布、百度无人驾驶完成路测、乐视网首款汽车即将亮相 2016 年北京车展、阿里巴巴首款互联网汽车有望上市等事件，将加速汽车智能革命。

3.1 全方位布局智能汽车产品链

3.1.1 参股前向启创：锁定核心算法

- **前向启创专注于视觉 ADAS。**公司于 2015 年 5 月以增资方式出资人民币 2,790 万元获得增资扩股后深圳前向启创 20%的股权。前向启创具备 ADAS 成熟研发和整体解决方案提供能力，其以视觉 ADAS 算法为核心，专注于高级驾驶辅助安全系统，核心工程团队来自于原英国 CSR 和美国 Zoran 的核心应用工程团队，平均有 8 年左右的消费类电子和车载电子产品的开发支持经验，该团队曾获得“车云网 LINC 汽车创业大赛”最具潜力奖。

图表 10: 前向启创产品



来源：公开资料，国金证券研究所

- **携手前向启创，加快进军前装市场步伐。**前向启创的产品现在还主要面向于后装企业，为客户提供“摄像头+核心控制+芯片+ADAS 算法”的整套解决方案。前向启创凭借自身优秀的产品有望开拓国内前装客户；随着公司的入股，前向启创可共享公司优质客户，加快在前装市场中的产品推广。

3.1.2 参股钛马信息：涉足车联网

- **钛马信息是国内最为优秀的车联网团队之一。**公司于 2015 年 6 月以增资方式出资人民币 8,200 万元，取得钛马信息增资扩股后 11.88%的股权。钛马信息是定位于车载移动互联网服务运营商，其产品为面向乘用车行业研发的“钛马星”车联网综合应用系统，可利用大数据云平台和多个系列的智能终端产品，向车企、电信公司、保险公司、汽车连锁维修服务企业提供车联网整体解决方案及运营外包服务。目前，钛马信息的“钛马星”车联网云平台已经为广汽、广汽吉奥、上汽荣威和名爵等多款车型提供服务，并协助一汽大众、上海大众构建其车联网平台。

图表 11：“钛马星”车联网综合应用系统



来源：公司官网，国金证券研究所

- 入股钛马信息是公司在智能汽车的再一次布局。参股钛马信息是公司在智能汽车领域的又一次布局，结合公司已有的汽车主动安全控制系统（ABS、ESC 等）技术及客户资源，与钛马信息进行强强联合，抢先占领智能汽车市场高位。

3.1.3 参股智波科技：引进毫米波雷达

- 集团入股智波科技，增强公司智能驾驶过程中的环境感知能力。2015 年 12 月份公司控股股东亚太集团以 700 万元增资杭州智波科技获 10% 股权。杭州智波科技研发团队已研发出毫米波雷达系统，主要涵盖主动车距控制续航系统、防撞预防系统、盲点侦测系统、支持型汽车泊车系统、后碰撞警告系统、缓解撞击刹车系统、智能安防雷达系统等七大功能。集团公司入股智波科技填补公司在环境感知方面的短板+，积极打造全能智能汽车巨头。

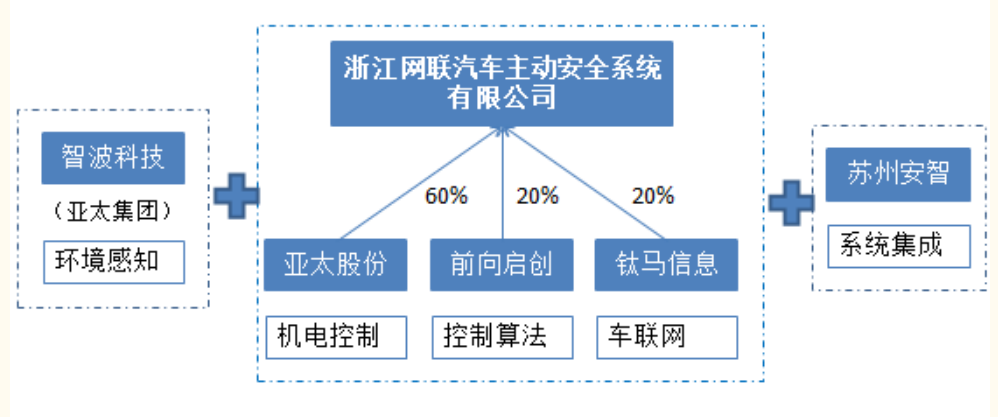
3.1.4 参股苏州安智：增强系统集成能力

- 苏州安智定位于 ADAS 系统集成商。公司于 2016 年 1 月与苏州安智签订《增资协议》，约定公司将以增资方式参股投资 500 万元取得增资扩股后苏州安智 10% 的股权。苏州安智立足于 ADAS 系统，业务聚焦系统整体方案的设计与研发、协同、整合国内外驾驶辅助系统资源，如融合多功能摄像头、雷达系统与底盘主动安全控制系统的技术，开发决策层方案。苏州安智的研发团队近二十人，来源于吉林大学汽车工程学院，其自适应巡航控制系统、预测式紧急制动系统等技术已较为成熟。
- 入股苏州安智，增强公司 ADAS 系统集成能力。参股苏州安智可以增强公司集成技术研发团队实力，加快项目研发和产业化的推进速度，有利于公司加快线控制系统与 ADAS 系统集成研发智能驾驶技术领域布局，打造智能汽车生态圈。

3.2 整合优势 合力打造智能汽车巨头

- 公司顺应产业趋势，打通智能汽车全产业链。自 2015 年以来，公司开始全面布局智能汽车，通过“前向启创+智波科技+钛马信息+苏州安智”全面布局智能汽车，构建完善的“控制算法+环境感知+车联网+系统集成”智能汽车产业生态圈。同时，公司分别于 2016 年 1 月 22 日和 2 月 15 日与奇瑞签署了《智能驾驶技术合作协议》，与北京汽车研究总院和北京亚太汽车底盘系统有限公司签署了《智能网联汽车合作开发战略协议》，打通智能汽车技术终端应用，加快市场化步伐。

图表 12: 公司布局智能汽车产业链上下游



来源：公司公告，国金证券研究所

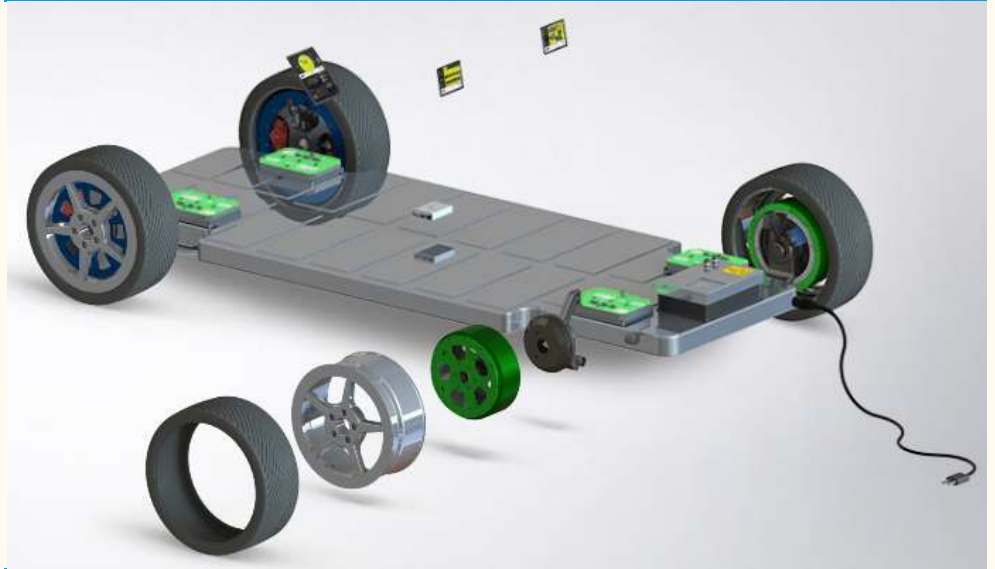
- **成立合资公司，加快产业化进程。**为加快智能驾驶产业化进程，2015 年 7 月，公司公告称将与前向启创、钛马信息共同出资设立名为“浙江网联汽车主动安全系统有限公司”，由公司出资人民币 600 万元，持股 60%，前向启创与钛马信息各出资人民币 200 万元，各持股 20%。合资公司的成立提高了三家公司之间的协作效率，加快相关智能汽车项目落地；为进一步加快产业化进程，我们判断未来公司有可能也将苏州安智和智波科技纳入到合资公司当中。

4 锁定轮毂电机优秀标的公司 带动底盘模块化供应

4.1 入股 Elaphe 锁定优秀轮毂电机供应商

- **锁定轮毂巨头，并成立排他性合资公司。**2015年7月29日，公司公告披露公司拟用1,000万欧元以增资方式参股投资 Elaphe，获得增资扩股后 Elaphe 20% 的股权；同时双方同意在中国成立合资公司，公司占该合资公司超过 51% 的股份，Elaphe 占合资公司小于 49% 的股份，该合资公司具有排他性。Elaphe 在轮毂电机的电控、生产设备及轮毂电机在电动汽车上的集成运用的技术革新、研究、开发等方面处于世界领先地位，是全球电动汽车及其他车辆轮毂电机技术三巨头之一（其他两家为米其林和 Protean）。

图表 13: Elaphe 轮毂电机产品



来源：Elaphe 官网，国金证券研究所

- **轮毂电机是未来汽车的发展趋势。**由于轮毂电机的驱动装置直接置于每一个轮毂中，因此传统的传动装置都将不复存在。这不仅可以降低一部分成本，而且为智能汽车布置电子元件节省出更大的空间。除此之外，轮毂电机还可对接多种新能源技术，也可实现原地转向，是新能源汽车和智能汽车发展的趋势。日本的富士电机、安川电机，美国的特斯拉、菲斯科等都寄希望在下一代产品中应用轮毂电机，而通用、丰田、福特、标致雪铁龙、奇瑞、广汽、一汽大众等均已开发出配备轮毂电机的概念车，轮毂电机已经处在行业爆发的前夜。
- **轮毂电机是新能源汽车未来发展趋势的核心部件之一，公司参股 Elaphe 公司切入新能源汽车领域，通过成立合资公司有助于轮毂电机技术在国内快速本土化，结合公司长期积累的优质整车客户资源，未来在行业变革中有望抢占较大市场份额。**

图表 14: 轮毂电机优缺点及相应解决方式

| 归类 | 具体内容 |
|----|--|
| 优点 | 1、使车辆结构更简单，节省空间。这是因为传统的离合器、变速箱、传动轴将不复存在，可节省出更多的空间。 2、便于采用多种新能源车技术，可以匹配包括纯电动、混合动力和燃料电池电动车等多种新能源车型。 3、可实现多种复杂的驱动方式，每个轮胎都是单独驱动的，非常容易实现四驱形式。 |
| 缺点 | 1、增加簧下质量，不利于整体操控。 解决途径：一方面底盘以及轮毂的轻量化可减轻质量；另一方面，可以电动车一般作为短途代步，对于操作性要求不是很高。 2、电动控制整体的机械制动系统，消耗能量大，影响续航里程。 解决途径：开发再生制动系统。 |

3、电磁材料易退磁

解决途径：ELAPHE 公司具备有电机磁路和绕线两项顶尖专利技术，通过冷却水道+最佳磁路的优化设计；另外，采用高性能的永磁体材料，充分的保证了电机不会出现热衰和退磁的情况发生。

来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 通过轮毂电机 抢占未来轮毂电机底盘市场

- 轮毂电机带来了底盘系统的大变革。使用了轮毂电机增加了簧下质量是现实存在的，如何避免对车辆操控造成的影响，可以采取很多的技术方案加以避免，最理想的方案是重新设计悬挂系统，对悬挂和轮毂电机进行轻量化设计，提高功率密度，减轻悬挂件的重量，即便是改装电动车也可以通过簧上簧下质量比的调整，以及对结构变化有针对的调教，完全可以保证对操控性的影响降低到最小，甚至可以忽略不计。同时，由于轮毂电机不需要传统的传动系统，所以搭载轮毂电机的底盘与传统底盘系统差距甚大，零部件直接从传统汽车底盘的 500 多个零部件降到了 80 多个零部件。随着轮毂电机技术的成熟，轮毂电机市场化必将对传统底盘行业带来颠覆性的冲击。
- 轮毂电机底盘系统将成为公司新的业绩增长点。为应对可能出现的产业变革，公司 2016 年拟募集资金 9.8 亿元投资于“年产 15 万套新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块改造项目”，提前掌握核心技术，累计技术经验，打造未来新的业绩增长点。

图表 15：传统汽车、常规电动车与轮毂电机底盘结构对比



来源：公开资料，国金证券研究所

- 未来公司有望提供“智能驾驶+轮毂电机底盘模块系统”集成产品。传统汽车很难为智能汽车提供足够的空间来安置相关电子控制模块，而轮毂电机底盘省去了传动系统，完全颠覆了传统汽车的驱动方式，节省大量的空间，为汽车智能化提供便捷。公司在智能驾驶方面多有布局，结合 Elaphe 公司的轮毂电机技术，未来有望打造“智能驾驶+轮毂电机底盘模块系统”的集成产品，提高客户粘性，增强市场竞争力。

5 募投项目：完善公司在智能汽车和新能源汽车领域布局

- 2016 年 1 月，公司发布 2016 年度非公开发行股票预案，本次非公开发行募集资金总额不超过 22 亿元，募集资金主要用于“年产 15 万套新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块技术改造项目”、“年产 100 万套汽车制动系统电子控制模块技术改造项目”、“年产 15 万套智能网联汽车主动安全模块技术改造项目”、“亚太（上海）汽车底盘技术中心建设项目”以及补充流动资金。

图表 16：传统汽车、常规电动车与轮毂电机底盘结构对比

| 项目名称 | 募集资金使用金额 (万元) | 项目建设期 | 新增营业收入 (万元) | 净利润 (万元) | 项目回收期 (年) |
|-------------------------------|---------------|-------|-------------|----------|-----------|
| 年产 15 万套新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块技术改造项目 | 98,000 | 2 年 | 3,000,000 | 33,875 | 6.59 |
| 年产 100 万套汽车制动系统电子控制模块技术改造项目 | 59,100 | 2 年 | 134,000 | 16,844 | 6.82 |
| 年产 15 万套智能网联汽车主动安全模块技术改造项目 | 15,000 | 2 年 | 45,000 | 3,366 | 6.38 |
| 亚太（上海）汽车底盘技术中心建设项目 | 17,900 | - | - | - | - |
| 补充流动资金 | 3,000 | - | - | - | - |

来源：公开资料，国金证券研究所

- **定增实现产业升级，迎合智能驾驶和新能源汽车发展。**“年产 100 万套汽车制动系统电子控制模块技术改造项目”、“年产 15 万套新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块技术改造项目”和“年产 15 万套智能网联汽车主动安全模块技术改造项目”是公司实现产业升级，迎合智能驾驶的发展，进入新能源汽车领域实现突破发展的关键战略，有助于提高公司的制造水平，巩固市场领先地位。
- **技术中心有助于实现技术融合，增强公司竞争实力。**“亚太（上海）汽车底盘技术中心建设项目”建设有助于公司建立完整的技术开发体系，形成较强的技术开发能力，通过底盘将智能驾驶和轮毂电机有机融合在一起，为未来提供“智能驾驶+轮毂电机底盘模块系统”的集成产品做好技术准备。同时，项目也可以提升现有产品的先进性，提高公司竞争力，提升公司产品市场占有率。

6 盈利预测

- 公司作为国内制动系统龙头，短期传统主业受小排量汽车购置税减半优惠政策影响，平稳增长；长期看好公司在智能汽车全产业链布局，通过“前向启创+智波科技+钛马信息+苏州安智”全面布局智能汽车，构建完善的“控制算法+环境感知+车联网+系统集成”智能汽车产业生态圈，是目前市场上智能汽车布局最完善的标的，未来发展看好。
- 预估 16-17 年 EPS 分别为 0.25、0.31 元，首次给予“买入”评级。

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) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 2,107 | 2,719 | 3,279 | 3,059 | 3,622 | 4,393 | 货币资金 | 289 | 291 | 364 | 2,200 | 2,400 | 2,800 |
| 增长率 | | 29.0% | 20.6% | -6.7% | 18.4% | 21.3% | 应收款项 | 649 | 781 | 984 | 939 | 1,130 | 1,384 |
| 主营业务成本 | -1,783 | -2,262 | -2,731 | -2,576 | -3,035 | -3,668 | 存货 | 308 | 414 | 514 | 388 | 482 | 603 |
| %销售收入 | 84.6% | 83.2% | 83.3% | 84.2% | 83.8% | 83.5% | 其他流动资产 | 35 | 30 | 995 | 28 | 32 | 39 |
| 毛利 | 324 | 456 | 548 | 483 | 587 | 725 | 流动资产 | 1,281 | 1,516 | 2,857 | 3,555 | 4,045 | 4,826 |
| %销售收入 | 15.4% | 16.8% | 16.7% | 15.8% | 16.2% | 16.5% | %总资产 | 56.8% | 58.0% | 68.1% | 71.7% | 72.9% | 75.4% |
| 营业税金及附加 | -6 | -8 | -9 | -11 | -12 | -14 | 长期投资 | 40 | 37 | 30 | 31 | 30 | 30 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 固定资产 | 766 | 878 | 1,091 | 1,205 | 1,295 | 1,363 |
| 营业费用 | -81 | -89 | -102 | -110 | -127 | -154 | %总资产 | 34.0% | 33.6% | 26.0% | 24.3% | 23.4% | 21.3% |
| %销售收入 | 3.8% | 3.3% | 3.1% | 3.6% | 3.5% | 3.5% | 无形资产 | 146 | 148 | 159 | 167 | 174 | 182 |
| 管理费用 | -132 | -175 | -213 | -218 | -250 | -299 | 非流动资产 | 973 | 1,097 | 1,340 | 1,405 | 1,501 | 1,576 |
| %销售收入 | 6.3% | 6.4% | 6.5% | 7.1% | 6.9% | 6.8% | %总资产 | 43.2% | 42.0% | 31.9% | 28.3% | 27.1% | 24.6% |
| 息税前利润 (EBIT) | 106 | 184 | 223 | 144 | 198 | 258 | 资产总计 | 2,254 | 2,613 | 4,198 | 4,960 | 5,546 | 6,402 |
| %销售收入 | 5.0% | 6.8% | 6.8% | 4.7% | 5.5% | 5.9% | 短期借款 | 238 | 209 | 275 | 1,113 | 1,299 | 1,631 |
| 财务费用 | -17 | -18 | -19 | -10 | -18 | -25 | 应付款项 | 719 | 1,011 | 1,286 | 1,121 | 1,321 | 1,597 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.7% | 0.6% | 0.3% | 0.5% | 0.6% | 其他流动负债 | 44 | 53 | 71 | 69 | 82 | 99 |
| 资产减值损失 | -5 | -12 | -12 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 1,001 | 1,273 | 1,632 | 2,303 | 2,702 | 3,326 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 77 | 50 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | -4 | -3 | -5 | 15 | 15 | 15 | 其他长期负债 | 34 | 39 | 49 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | n.a | n.a | n.a | 8.8% | 7.0% | 5.6% | 负债 | 1,112 | 1,362 | 1,681 | 2,303 | 2,702 | 3,327 |
| 营业利润 | 79 | 150 | 187 | 150 | 195 | 248 | 普通股股东权益 | 1,102 | 1,210 | 2,479 | 2,614 | 2,797 | 3,023 |
| 营业利润率 | 3.8% | 5.5% | 5.7% | 4.9% | 5.4% | 5.6% | 少数股东权益 | 40 | 42 | 38 | 43 | 48 | 53 |
| 营业外收支 | 20 | 14 | 23 | 20 | 20 | 20 | 负债股东权益合计 | 2,254 | 2,613 | 4,198 | 4,960 | 5,546 | 6,402 |
| 税前利润 | 99 | 164 | 210 | 170 | 215 | 268 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 4.7% | 6.0% | 6.4% | 5.5% | 5.9% | 6.1% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -12 | -23 | -29 | -23 | -30 | -37 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 11.8% | 13.9% | 13.7% | 13.8% | 13.8% | 13.8% | 每股收益 | 0.296 | 0.477 | 0.476 | 0.191 | 0.245 | 0.307 |
| 净利润 | 88 | 141 | 181 | 146 | 185 | 231 | 每股净资产 | 3.838 | 4.215 | 6.723 | 7.088 | 7.583 | 8.197 |
| 少数股东损益 | 3 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 | 每股经营现金净流 | 0.733 | 0.880 | 0.624 | 3.250 | 0.712 | 0.900 |
| 归属于母公司的净利润 | 85 | 137 | 176 | 141 | 180 | 226 | 每股股利 | 0.100 | 0.100 | 0.100 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 4.0% | 5.0% | 5.4% | 4.6% | 5.0% | 5.1% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 7.72% | 11.33% | 7.08% | 5.40% | 6.45% | 7.48% |
| 净利润 | 88 | 141 | 181 | 146 | 185 | 231 | 总资产收益率 | 3.78% | 5.24% | 4.18% | 2.85% | 3.25% | 3.53% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投入资本收益率 | 6.39% | 10.48% | 6.78% | 3.30% | 4.12% | 4.72% |
| 非现金支出 | 72 | 79 | 95 | 114 | 137 | 160 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 21 | 12 | 19 | -34 | 17 | 29 | 主营业务收入增长率 | 13.85% | 29.00% | 20.61% | -6.71% | 18.40% | 21.30% |
| 营运资金变动 | 29 | 20 | -65 | 972 | -77 | -88 | EBIT增长率 | 8.12% | 74.10% | 21.47% | -35.32% | 37.20% | 30.16% |
| 经营活动现金净流 | 211 | 252 | 230 | 1,199 | 263 | 332 | 净利润增长率 | 6.60% | 61.08% | 28.11% | -19.60% | 27.86% | 25.31% |
| 资本开支 | -226 | -217 | -359 | -179 | -214 | -215 | 总资产增长率 | 6.68% | 15.94% | 60.65% | 18.16% | 11.82% | 15.43% |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 6 | 9 | -944 | 15 | 15 | 15 | 应收账款周转天数 | 69.6 | 66.0 | 67.4 | 75.0 | 75.0 | 75.0 |
| 投资活动现金净流 | -220 | -208 | -1,303 | -165 | -199 | -200 | 存货周转天数 | 63.2 | 58.3 | 62.0 | 55.0 | 58.0 | 60.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 1,122 | -2 | 2 | 0 | 应付账款周转天数 | 94.8 | 98.6 | 104.8 | 102.0 | 102.0 | 102.0 |
| 债权募资 | -74 | -49 | 16 | 838 | 186 | 332 | 固定资产周转天数 | 101.5 | 91.5 | 96.9 | 114.4 | 103.2 | 88.6 |
| 其他 | -53 | -47 | -57 | -33 | -52 | -64 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -127 | -96 | 1,082 | 803 | 136 | 268 | 净负债/股东权益 | 2.27% | -2.58% | -3.54% | -40.91% | -38.69% | -38.00% |
| 现金净流量 | -136 | -52 | 9 | 1,836 | 200 | 400 | EBIT利息保障倍数 | 6.2 | 10.4 | 11.9 | 14.6 | 11.0 | 10.4 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 49.33% | 52.11% | 40.04% | 46.44% | 48.72% | 51.97% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

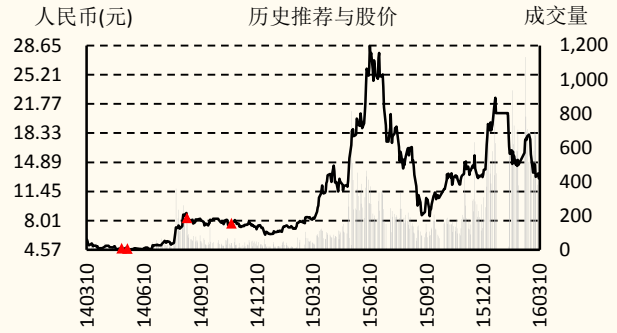
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|------------|
| 1 | 2014-05-06 | 增持 | 9.63 | 9.00~12.00 |
| 2 | 2014-05-15 | 买入 | 9.71 | N/A |
| 3 | 2014-08-19 | 增持 | 17.85 | N/A |
| 4 | 2014-10-30 | 买入 | 15.70 | N/A |

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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为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

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD