



买入

51% ↑

目标价格:人民币 27.40

002284.CH

价格:人民币 18.16

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

亚太股份

智驾电动, 引领未来

亚太股份是国内汽车制动器龙头供应商, 与国内大部分整车企业均有业务往来, 行业资源丰富。公司通过参股前向启创与钛马信息, 分别切入 ADAS 系统与车联网领域, 并入智波科技加强集成能力, 构成了“控制算法+环境感知+车联网+系统集成”的智能汽车生态圈, 依托现有制动系统技术及资源, 打造智能驾驶产业链, 是目前 A 股市场智能汽车领域布局最完善的公司。公司参股 Elaphe 布局轮毂电机, 将在全球首先实现量产, 广泛用于各类新能源汽车, 未来将轮毂电机技术整合转型为集成电动智能驾驶底盘系统供应商。公司拟增发募集 19 亿, 用于研发轮毂电机驱动底盘模块, 发展智能网联汽车, 深化无人驾驶产业链。我们预计亚太股份 2016-2018 年每股收益分别为 0.24 元、0.32 元和 0.39 元。考虑到公司主业有望恢复增长, 并布局车联网、ADAS 系统、新能源汽车轮毂电机等众多新兴领域, 认为公司合理目标价 27.40 元, 首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- **多方合作, 全方位构建智能汽车产业链。** 公司通过参股方式, 牵手前向启创和钛马信息, 分别发展 ADAS 和车联网系统, 母公司与公司分别入股智波科技、苏州安智, 增强环境感知和集成能力。与奇瑞汽车和东风小康等公司签订智能汽车战略合作协议, 开启智能汽车产业化进程。
- **产品升级创造增长空间。** 公司积极对现有制动业务进行升级, 发展汽车电子产品, 部分产品有望于今年放量, 并切入 ADAS 系统, 公司制动业务有望迎来新的快速发展期。
- **参股 ELAPHE 公司, 整合轮毂电机转型集成底盘系统供应商。** 公司参股全球领先轮毂电机企业 Elaphe, 切入新能源汽车轮毂电机领域, 并将在中国设立由公司控股的合资公司, 实现轮毂电机本土化大批量生产, 打造集成底盘系统, 2016 年将陆续与部分主机厂研发试配。

评级面临的主要风险

- 1) 汽车行业持续低迷; 2) ADAS、车联网、轮毂电机业务发展不及预期。

估值

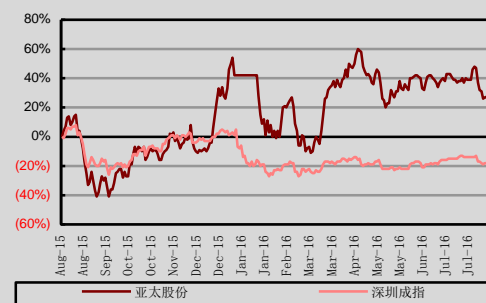
- 我们预计亚太股份 2016-2018 年每股收益分别为 0.24 元、0.32 元和 0.39 元。采取分部估值, 以 2018 年业绩为基础, 给予公司传统制动系统业务 25 倍动态市盈率, 由于布局的车联网、ADAS 系统、轮毂电机有广阔的发展前景与极高的成长空间, 给予新兴业务 130 亿元市值, 考虑到增发摊薄后, 公司合理目标价为 27.40 元, 首次给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	3,279	3,059	3,427	4,009	5,011
变动(%)	21	(7)	12	17	25
净利润(人民币 百万)	187	155	175	231	291
全面摊薄每股收益(人民币)	0.238	0.192	0.241	0.319	0.392
变动(%)	28.1	(19.2)	25.4	32.3	22.8
全面摊薄市盈率(倍)	76.3	94.4	75.2	56.9	46.3
价格/每股现金流量(倍)	58.2	50.6	46.9	97.0	28.3
每股现金流量(人民币)	0.31	0.36	0.39	0.19	0.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.7	50.8	43.6	34.7	28.6
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.048	0.064	0.078
股息率(%)	0.3	n.a.	0.3	0.4	0.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.4)	(8.2)	(9.9)	26.0
相对深证成指	13.9	(5.9)	(9.3)	44.5

发行股数(百万)	738
流通股(%)	93
流通股市值(人民币 百万)	12,457
3个月日均交易额(人民币 百万)	707
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
亚太机电集团有限公司	39

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2016 年 8 月 4 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车零部件

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

目录

亚太股份——国内汽车制动器行业龙头.....	3
研发电子制动产品促进产品结构升级.....	5
全面布局智能汽车，抢占发展先机.....	7
参股 ELAPHE，整合轮毂电机打造集成底盘系统.....	15
增发融资战略布局，“智驾+电动”双管齐下.....	17
盈利预测和投资建议.....	18
研究报告中所提及的有关上市公司.....	20

亚太股份——国内汽车制动器行业龙头

公司主营业务、主要股东和子公司情况

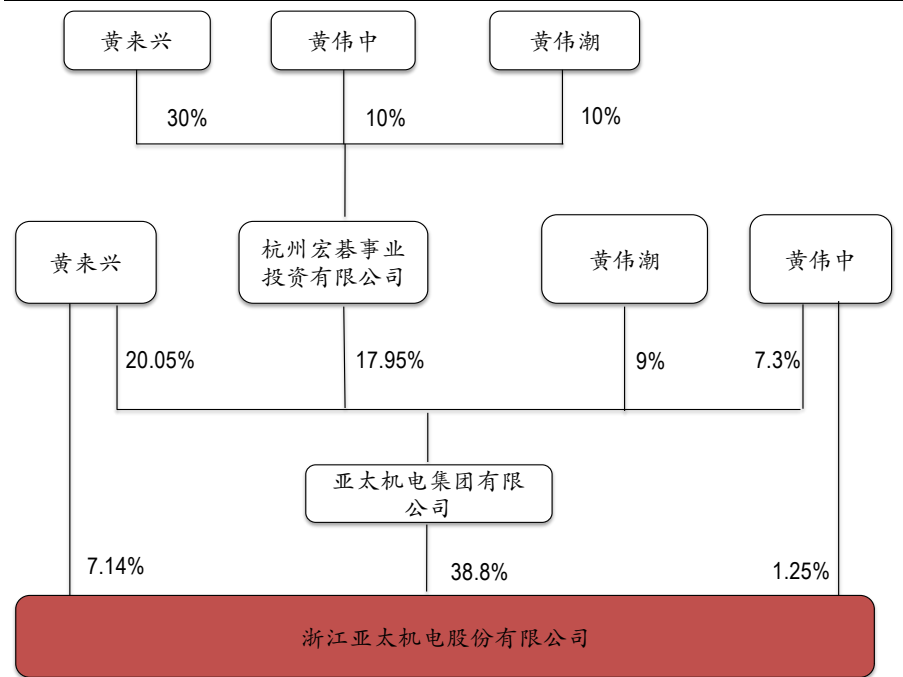
浙江亚太机电股份有限公司是国内少数具备研发生产整套汽车制动系统能力的一级汽车零部件供应商，也是国内第一家自主研发成功汽车 ABS 并形成产业化的供应商，生产规模连续五年行业内全国第一。目前产品主要有盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、ABS 系统和真空助力器等，其主要客户有一汽大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、东风汽车等国内各大知名整车企业，客户几乎遍及所有主机厂，并自营出口北美、欧洲、澳大利亚等国家和地区。公司拥有汽车制动系统行业唯一一家国家级技术中心，累计获得 108 项专利，设有博士后科研工作站，与清华大学、吉林大学、北京航天发射技术研究所等高校及科研机构都建立了战略合作关系。

图表 1.主要业务布局



资料来源：公司公告，公司网站，中银证券

亚太机电集团是公司的控股股东，截至 2015 年，亚太机电集团合计持有亚太股份 38.8% 股权，而黄来兴、黄伟中、黄伟潮合计持有亚太机电集团超过 50% 股权，是亚太机电集团的控股股东和实际控制人，所以亚太股份的实际控制人是黄来兴等自然人，其中黄伟中为公司的董事长，黄来兴为公司的副董事长，黄伟潮为公司的总经理。

图表 2. 公司股权结构


资料来源：公司公告，中银证券

公司现拥有全资子公司 13 家，控股子公司 4 家。公司拥有国内制动器行业第一家国家级企业技术中心，于 2003 年建立了博士后科研工作站，分别与吉林大学、南京航空航天大学、山东大学等高校开展了博士后联合培养工作，研究范围涵盖机械设计制造、电子计算机自动化控制、材料铸造成型、碳纤维新型复合材料应用等技术领域；于杭州市建立了公司院士专家工作站，引进院士及创新团队总计 29 人。

图表 3. 主要子公司与联营公司

序号	被参控公司	持股比例 (%)	主营业务
1	安吉亚太制动系统有限公司	100	汽车、轨道车辆制动系统部件及汽车电子产品生产、销售及技术开发
2	长春浙亚汽车底盘有限公司	100	研发、生产、销售各类汽车制动系统产品、各类汽车底盘模块
3	北京亚太汽车底盘系统有限公司	49	研发、生产、制造各类汽车制动系统产品、汽车车桥、变速齿轮等各类汽车底盘系统零部件及模块；销售汽车零部件等
4	杭州亚腾铸造有限公司	100	生产、销售：铸件
5	柳州市浙亚汽车底盘部件有限责任公司	92.86	汽车零部件的研制、生产、销售
6	杭州亚太埃伯恩汽车部件有限公司	51	生产汽车制动轮缸，销售本公司生产产品
7	杭州勤日汽车部件有限公司	75	汽车塑料部件设计、生产、装配、销售本公司生产产品
8	浙江网联汽车主动安全系统有限公司	60	网联汽车智能安全模块的开发、生产、销售
9	杭州自立汽车底盘部件有限公司	100	生产销售汽车零部件，电工器材，厨房器具
10	上海浙亚汽车技术有限公司	100	从事汽车、电子产品及机械科技领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务
11	天津浙亚汽车底盘部件有限公司	100	汽车底盘部件、汽车制动系统、汽车电子系统制造、销售、汽车制动系统、汽车底盘系统、汽车电子系统技术开发等
12	广德亚太铸造有限公司	100	汽车关键零部件铸件研发、生产、销售；自营和代理自产产品及本公司所需商品的进出口业务。
13	北京浙亚汽车配件有限公司	100	普通货运，批发预包装食品等
14	重庆津荣亚太汽车部件有限公司	100	汽车零部件的研发、制造、销售及技术服务(不含发动机)；销售金属材料；货物进出口。
15	芜湖亚太汽车底盘有限公司	100	汽车零部件研发、生产、销售
16	重庆亚太汽车底盘系统有限公司	80	研发、生产、制造各类汽车制动系统产品、汽车车桥、变速齿轮等各类汽车底盘系统零部件及模块；销售汽车零部件等
17	深圳前向启创数码有限公司	20	提供完整的车载高级驾驶辅助系统产品，以及全套解决方案，包括硬件、软件、算法以及客户定制化服务

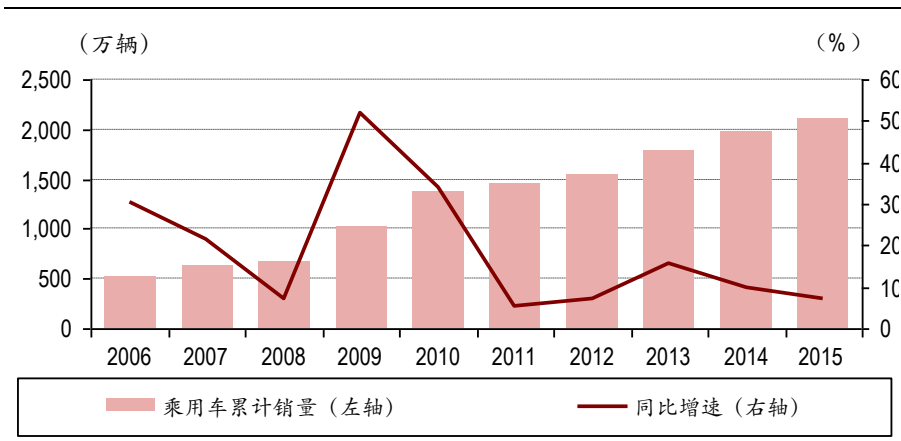
资料来源：公司公告，中银证券

研发电子制动产品促进产品结构升级

近两年来实体经济进入转型期，汽车行业也由高增长进入平稳增长期。2015年乘用车销售 2114.6 万辆，同比增长 7.3%。受乘用车市场增速放缓影响，终端市场竞争加剧，导致公司产品价格进一步下降。公司 2015 年营业收入同比减少 6.7%，分产品收入除 ABS 系统实现同比 4.3% 的微增长外，其他产品收入均有不同程度的下滑，其中主营的盘式制动器和鼓式制动器营业收入同比分别下降 3.7% 和 22.1%，产销面临一定压力。

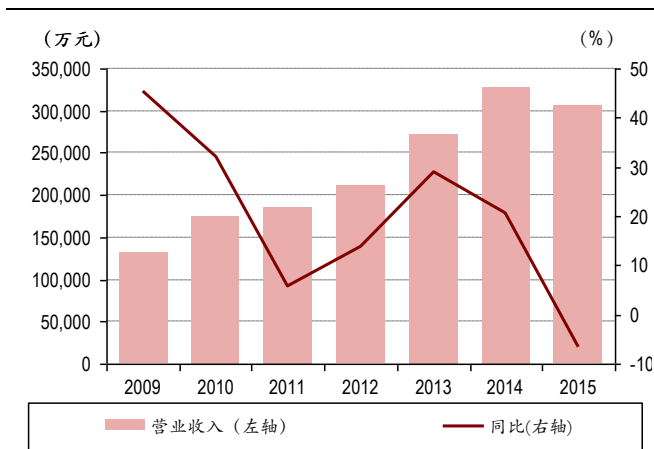
公司 2015 年实现归母公司股东净利润 1.4 亿元，同比下滑 19.2%。公司净利润出现了较大幅度的下滑，也与其致力于研发新产品，研发投入上升有关。2015 年公司管理费用为 2.5 亿，同比增长 15.3%。其中研发费用 1.1 亿，同比增长 17.8%。面对低迷的市场，公司通过调整产品结构，研发汽车电子产品，加快集成控制模块、电机、传感器联合开发和系统集成，为整车厂提供系统性解决方案，提高市场占有率，促进公司的转型升级。

图表 4. 中国乘用车累计销量及增速



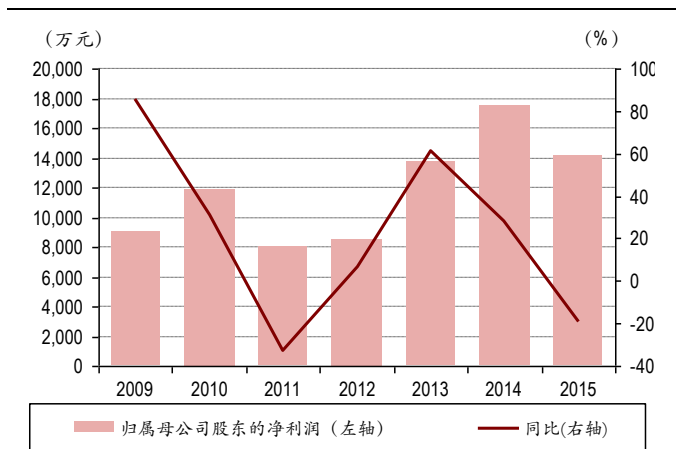
资料来源：中国汽车工业协会，中银证券

图表 5. 营业收入及增长率



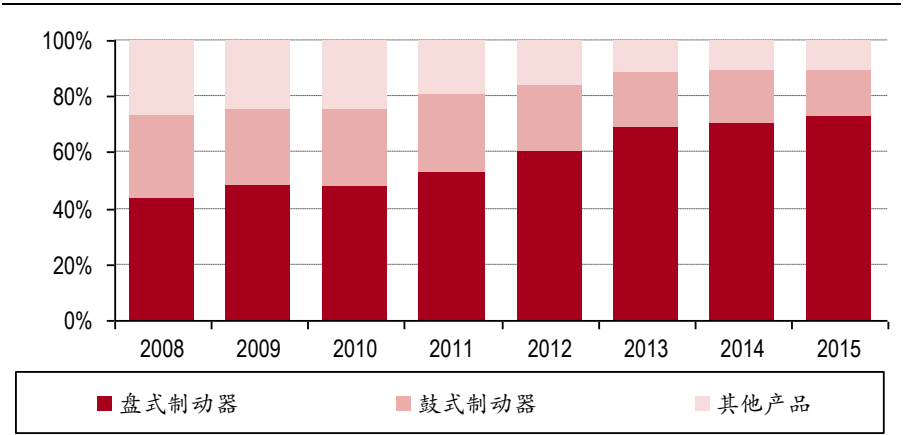
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 6. 母公司净利润及增长率



资料来源：万得资讯，中银证券

图表 7. 营业收入分产品构成



资料来源：万得资讯，中银证券

公司以成功开发并产业化的 ABS 系统为基础，逐步实现汽车电子产品的开发，目前公司电子产品主要有 ABS、EPB、ESC、EABS，并都已有小批量的供货，EPB 主要客户有一汽轿车、上汽集团、江铃汽车，ESC 已给东风汽车供货，EABS 与北汽新能源、广汽集团合作紧密，并与北汽和清华共同开发 EESC 产品，同时加大与自主品牌车企接洽和推广，部分产品有望于今年放量。公司非公开发行募集资金计划形成汽车电子控制系统 100 万套的年生产能力。带全力主动刹车功能的 ESC 是 ADAS 系统和实现无人驾驶最重要的基础模块之一，公司大力开发汽车电子辅助系统也是为实现汽车无人驾驶做技术储备。

2015 年 4 季度以来，小排量汽车购置税减半等优惠政策，显著刺激了乘用车销量的提升，预计 2016 年乘用车销量仍能保持较高的增速，对公司主营的乘用车制动系统业务量将会有较大的提振作用。预计 2016 年全年净利润可以恢复增长态势。

全面布局智能汽车，抢占发展先机

增资钛马信息，开拓车联网业务

车联网是指是以车内网、车际网和车载移动互联网为基础，按照约定的通信协议和数据交互标准，在车与车、车与路、车与行人、车与互联网等之间，进行无线通讯和信息交换的大系统网络，是能够实现智能化交通管理、智能动态信息服务和车辆智能化控制的一体化网络，全面提升驾驶的安全性和舒适性。

我国汽车年产销超过 2,000 万辆，保有量达 1.7 亿辆，互联网技术近几年来发展迅速，技术逐渐开源标准化，底层技术支持与软硬件适配解决方案也在不断成熟，为车联网技术的发展提供了有力的技术支持。但车联网渗透率还很低，前装渗透率不足 10%，待开发市场巨大。产业链环节中 TSP 上游需要整合各方的信息和资源来为用户提供车载信息服务，下游直接面向用户为其提供服务价值，能够有效获取大数据，并对接盈利模式，是业务创新核心，未来以 TSP 为核心整合产业链是相对稳定的商业模式，各公司纷纷抢滩布局。

亚太股份于 2015 年 6 月宣布与钛马信息网络技术有限公司签署增资协议。公司用自有资金以增资方式参股投资人民币 8,200 万元，增资后占钛马信息 11.88% 的股权，布局车联网业务。通过对钛马信息进行中长期战略投资，有利于公司进入车联网领域，加快环境感知、主动安全控制、移动互联的智能驾驶领域布局，打造智能汽车生态圈。

钛马信息是国内领先的前装车联网供应商，协助传统导航仪、智能后视镜等电子产品厂商创新升级，并与多家整车厂签订服务协议，为车企提供车联网平台运营服务，从而切入车联网核心的 TSP 业务，有望成为国内重要的 TSP 运营商。其核心团队大都来自 IBM、华为、小米、阿里巴巴等国内外一流公司，在互联网行业和汽车行业拥有丰富经验。主要产品有针对汽车制造商的车规级的车联网解决方案和 CRM2.0 解决方案、针对 4S 集团的租售一体化解决方案和从汽车 4S 店到客户汽车导航仪屏幕的链接通道以及基于云服务的新能源汽车分时租赁管理系统等。

图表 8. 钛马信息车联网云平台



资料来源：公司网站，中银证券

图表 9. 钛马信息车联网产品布局



“钛马星”车联网综合应用系统：面向乘用车行业研发的车联网云平台服务系统，吸收了美国通用“Onstar”、美国福特“SYNC”、日本丰田“G-Book”、苹果公司“CarPlay”等系统的优点，核心业务是销售一体营销平台、车辆管理服务云平台、大数据车险服务平台、新能源汽车运营平台、充电桩预约服务平台。客户群体荣威、上海大众、凯翼汽车、广汽传祺、一汽奥迪、宝沃汽车。

分时租赁服务系统：新能源汽车分时租赁，实现车厂、4S店、独立车辆租赁服务运营商等多租户一站式快速接入钛马车联网服务云平台。随租随行，即用即走，消费者使用手机APP快速预约最近的车辆，导航自动引导消费者快速到达租赁车辆所在地。分时租赁服务全程无人值守，通过手机APP感受所有传统租车难以做到的简单便捷的用车服务体验，在行车过程中还提供充电服务的自动推荐与导引。在消费者使用新能源电动车的过程中，系统全程关注车辆的续航里程，适时提醒用户进行充电，并推荐或引导至附近可用的充电桩。

CarNet：连接多种车载终端的免费车联网应用，使移动互联网和汽车后市场有效的跨界联接，彼此带入新领域，为适合车主驾驶时使用的手机APP进行定制化、车载化深度改造，为移动互联网APP进入车载娱乐领域建立通路。

充电桩云管理解决方案：钛马车联网云服务平台针对目前行业内充电桩标准并未统一、存在充电难的问题专门设计了电动车和充电桩的查找匹配服务，在电动车续航电量较低时，对车主进行实时充电建议，并通过导航功能引导至附近的适合该车辆的充电桩，必要时提供充电桩的预定服务，极大提升电动车主的行车驾驶体验。

资料来源：公司网站，中银证券

续 图表 9. 钛马信息车联网产品布局



商品车售前监控解决方案:通过加装防拆卸定位与通讯的车载设备来实现对商品车的位置和状态实时监控。车载设备具有低功耗、全天候工作模式,使用电池供电,可以实现全周期监控;采用微基站技术实现车载设备区域识别,并完成与云端的集中接入“钛马星”车联网系统,提供车辆统一监控 Portal, 并具备异常自动提醒功能。

经销商三类车监控解决方案:通过加装后装车载设备实现对经销商端试乘试驾、备用车、道路救援车辆的使用进行数据采集以及位置监控,帮助企业统一制定后装车载设备产品标准和云平台接入OTA通信协议规范,可以同时接入多款类型车载设备。“钛马星”车联网系统提供车辆统一监控管理 Portal 结合三类车辆业务管理要求,面向整车厂总部及经销商端多个管理角色,通过数据整合分析,为三类车提供购车申请、用户使用跟踪、车辆运行数据、总部补贴结算、车辆到期销售等全生命周期,闭环数据分析支撑。

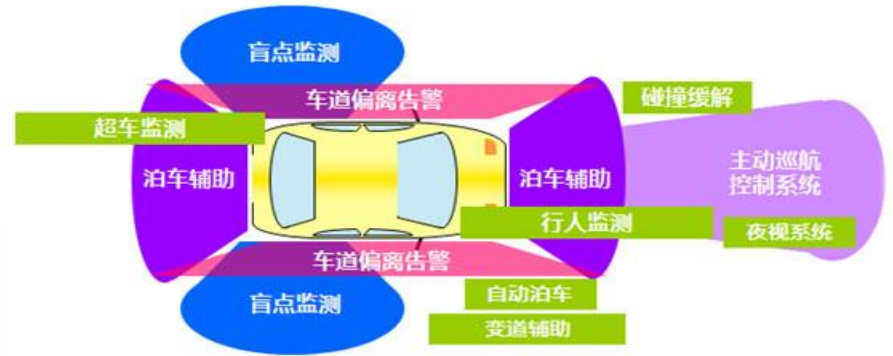
资料来源: 公司网站, 中银证券

参股前向启创, 布局 ADAS 系统

ADAS (Advanced Driver Assistance Systems) 先进驾驶辅助系统, 是指利用安装于车上各式各样的传感器 (这些传感器可以探测光、热、压力或其它用于检测汽车状态的变量), 在第一时间收集车内外的环境数据, 进行静、动态物体的辨识、侦测与追踪等技术上的处理, 并结合导航仪地图数据, 进行系统的运算与分析, 从而预先让驾驶者察觉到可能发生的危险, 有效增加汽车驾驶的舒适性和安全性。包括车道偏离告警、主动巡航控制系统、行人检测、电子稳定程序、随动转向灯、泊车辅助、盲点辅助、防碰撞技术等。在复杂的车辆操控过程中为驾驶员提供辅助和补充, 可部分控制车辆的移动, 并在未来最终实现无人驾驶。

随着各国政府和民众安全性意识及相关法规标准的推进, 各种 ADAS 应用及传感平台的配备也已经从高端汽车向中端甚至入门级汽车车型中渗透。大众、通用和丰田等二十家车企日前签订协议, 计划到 2022 年将标配自动紧急刹车 AEB (Automatic Emergency Braking Systems)。联合国欧洲经济委员会通过修正案, 允许配有相关功能的汽车在特定期间自动驾驶, 包括大部分欧美地区的 72 个签约国可以从此实施这项法规, 为自动驾驶扫清法规障碍。国内汽车零部件企业也会紧跟国外的脚步, 在法律与行业发展层面推动 ADAS 系统的装配, 加速智能汽车的开发与应用进程。

图表 10.ADAS 系统应用示意图



资料来源：百度图片，中银证券

根据亚太股份公告，公司于 2015 年 5 月以自有资金 2,900 万参股前向启创，获得其 20% 的股权。创立于 2013 年的前向启创能提供完整的车载高级驾驶辅助系统产品，并拥有包括硬件、软件、算法以及客户定制化服务等全套解决方案，是国内从事 ADAS 模块及产品研发和销售的龙头企业。

前向启创汇集了来自 IT 界、汽车界以及计算机视觉界诸多高端人才，研发团队主要来自 Qualcomm、微软、华为、华阳等知名企业以及清华大学、西安交大人机所等著名高校和研究所，曾经获得“车云网 LINC 汽车创业大赛最具潜力奖”。前向启创目前主要运营汽车后装产品，现有产品包括车道偏离预警、前车避撞预警等九种系统解决方案，已与多家中控导航、车载导航和车载记录仪等厂商进行大规模合作，产品各模块全面布局，未来三年计划进入前装领域。

公司和前向启创双方的产品具有显著的集成和协调性，公司多年来在基础制动及电子辅助制动领域的研究为公司今后进入汽车智能驾驶领域打下了一定的基础。通过参股前向启创可以帮助公司更好的布局汽车智能驾驶领域，加快环境感知、主动安全控制、移动互联的智能驾驶领域布局，打造智能汽车生态圈。同时前向启创可以借助公司市场客户资源，更好的实现其进入前装市场的业务发展目标。

图表 11. 前向启创驾驶辅助系统



车道偏离预警系统 (LDWS) : LDWS通过装在车辆前挡风玻璃(后视镜之后)的一个单摄像头,对前方的行车线进行实时跟踪,然后用基于TLC的方法去实时计算判断车辆是否越过行车线,并提供预警提示给到驾驶员。同时通过结合车辆的转向灯信号,可以判断驾驶员是否在正常变道,以提供更准确的车道偏离预警功能。

前车防撞预警系统 (FCWS) : FCWS通过装在车辆前挡风玻璃(后视镜之后)的一个单摄像头,通过图像识别算法检测前方的车辆,并通过透视变换实时计算出当前车辆与前方车辆的距离。同时可根据车距和车子的相对速度,计算出虚拟碰撞时间,当碰撞时间低于一定的阈值时,系统会发出声光报警以提醒驾驶员刹车减速。

疲劳驾驶检测系统 (FDSS) : FDSS通过安装在仪表盘上且正对着驾驶员脸部的单摄像头,实时监测驾驶员的眼部状态,并通过计算分析眼部的睁闭状态来判定驾驶员是否处于疲劳状态。

行人检测报警系统 (PDWS) : 利用先进的模式识别和分类算法,PDWS对前视摄像头捕捉到的实时视频进行行人识别,然后根据透视变换原理,可以计算出检测到的行人离本车的距离,并结合本车的行驶速度,计算出两者的虚拟碰撞时间,当此时间低于一定的阈值时,系统会发出声光报警,以提醒驾驶员前方有行人,需要减速刹车。此系统对于摩托车,自行车以及电动车的检测也有效。

资料来源: 公司网站, 中银证券

续 图表 11.前向启创驾驶辅助系统



限速标志识别系统 (SLSR) : SLSR通过前置单摄像头, 实时检测前方路面上的交通限速标识, 并捕捉下来显示到车内显示设备上, 以提醒驾驶员当前路面的限速信息。结合字符识别算法, 系统可以通过语音向驾驶员播报当前路段限速信息。

全景泊车辅助系统 (SVPA) : 利用装在车辆前后左右四个方向的广角或鱼眼摄像头, EPAS系统实时捕捉四路摄像头的输入, 进行图像去失真矫正, 并进行四路实时影像的无缝拼接, 再进行从平视到俯视的坐标变换, 最终以鸟瞰影像的方式显示车辆周围的影像到车载显示屏上, 以帮助驾驶员泊车。此系统也可选配其中的任何1路或多路影像进行拼接处理, 实现局部的泊车辅助功能。

自动车灯检测系统 (AutoLight) : 当驾驶环境光线不足的时候, 比如地下室, 隧道, 或者天色变暗的情况下, 自动车灯检测系统会提醒驾驶员打开车辆的行车灯。如果与车身总线灯光信号结合, 此系统能提供更加精确的自动灯光检测功能。

前车启步提醒 (Stop-Go) : 在城市道路中跟车等待红绿灯信号时, 或者在交通拥堵的情况下, 前车启步提醒功能可以检测前方车辆是否驶离, 并向驾驶员发出启动提醒信号。如果与车载总线提供的档位信号相结合, 此系统能提供更加准确的启步提醒功能。

夜视辅助系统 (NightVision) : 正常的车辆近光灯的可视范围大概是40米, 远光灯可到150米左右 (这种情况下会与对方车辆造成视线干扰, 并且有视觉盲区)。夜视辅助系统可以把可视范围提高3倍, 并且不会造成对方车辆的影响, 也不会产生视觉盲区。利用照向前方最远约150米左右的红外摄像头, 或者红外探照灯, 夜视辅助系统可以捕捉到前方的视频图像并进行处理, 再把清晰的黑白红外图像显示到车载显示屏上。同时结合行人检测系统, 可以提供在夜间道路上的行人预警功能, 大大提高了夜间驾驶安全。

资料来源: 公司网站, 中银证券

入股智波科技，发展环境感知能力

2015年12月，亚太股份控股股东亚太机电集团正式与杭州智波科技有限公司签署车载雷达项目合作合资协议，以700万增资获得其10%股权。智波科技有限公司将入驻亚太科技创业园。智波科技目前已研发出毫米波雷达系统，包括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功能。车载毫米波雷达项目的引进，将完善亚太集团在智能无人驾驶领域的产业布局。

携手苏州安智，引援系统集成能力

亚太股份于2016年1月与苏州安智汽车零部件有限公司（下称“苏州安智”）签订了《增资协议》，约定公司将以增资方式参股投资500万元取得此次增资扩股后苏州安智10%的股权。苏州安智是一家研发线控制动技术与ADAS集成研发智能驾驶技术的公司，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。通过对苏州安智进行中长期战略投资，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动系统与ADAS集成研发智能驾驶技术领域布局，打造智能汽车生态圈。

联合奇瑞东风，开启产业化进程

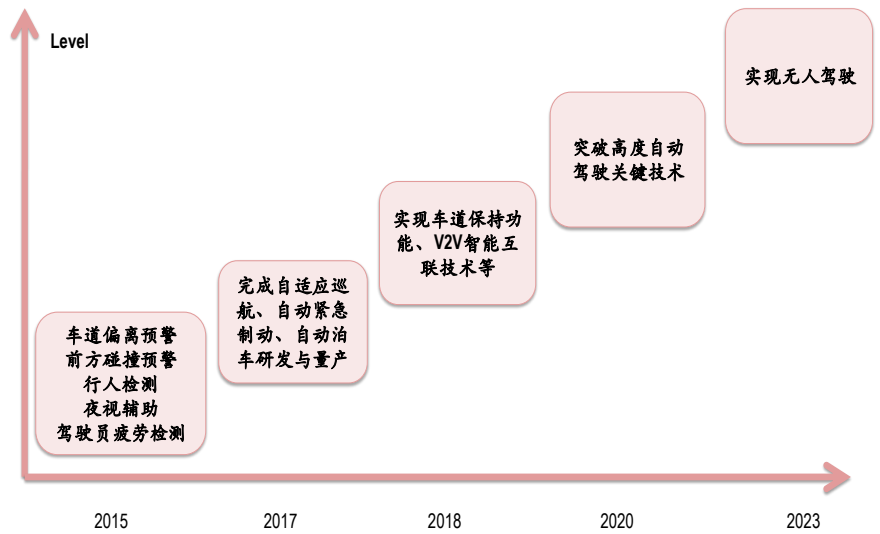
公司全方位布局智能驾驶，不仅通过与智能驾驶配件制造商合作完善上游渠道，还与大型汽车制造商签订合作协议，共同开拓市场，进一步提升汽车智能驾驶技术的水平和应用能力，实现未来的市场扩张策略。2016年1月与3月，公司分别与奇瑞汽车股份有限公司（以下简称“奇瑞汽车”）与东风小康汽车有限公司产品技术中心（以下简称“东风小康”）签署《智能驾驶技术合作协议》，公司为其智能驾驶线控制动系统和控制模块的技术开发和产品提供方，并提供整车安装调试及技术服务等。奇瑞汽车与东风小康则为公司研发、样车、试验测试等方面提供指导、支援等支持。

线控制动系统和控制模块是汽车电子化的重要组成部分，是自动驾驶的基础。公司与奇瑞汽车、东风小康的合作不仅代表着公司汽车线控制动系统产品技术较为成熟，能够获得整车厂的认可，与整车厂的合作能够帮助公司改进技术，实现商业化应用。同时项目合作成功后将能为公司拓宽客户领域，赢得其他厂商的订单，实现智能驾驶产业化应用。

汇聚上下游资源，打通智能汽车产业链

2015年7月，亚太股份公告与前向启创、钛马信息合资成立浙江网联汽车主动安全系统有限公司，公司以人民币600万元资金占60%股份，前向启创、钛马信息各以人民币200万元出资占20%股份。网联汽车的研发团队与负责人是ADAS研发团队、车联网研发团队、底盘智能控制研发团队、系统集成研发团队与试验测试团队共同负责，旨在实现ADAS、车联网、汽车底盘控制系统的主动安全系统。合资公司将作为今后智能驾驶集成产品的研发平台及一级供应商，主要面向国内自主品牌整车企业。现已拥有样车结合三家公司的技术进行产品测试，预计2018年正式供货。

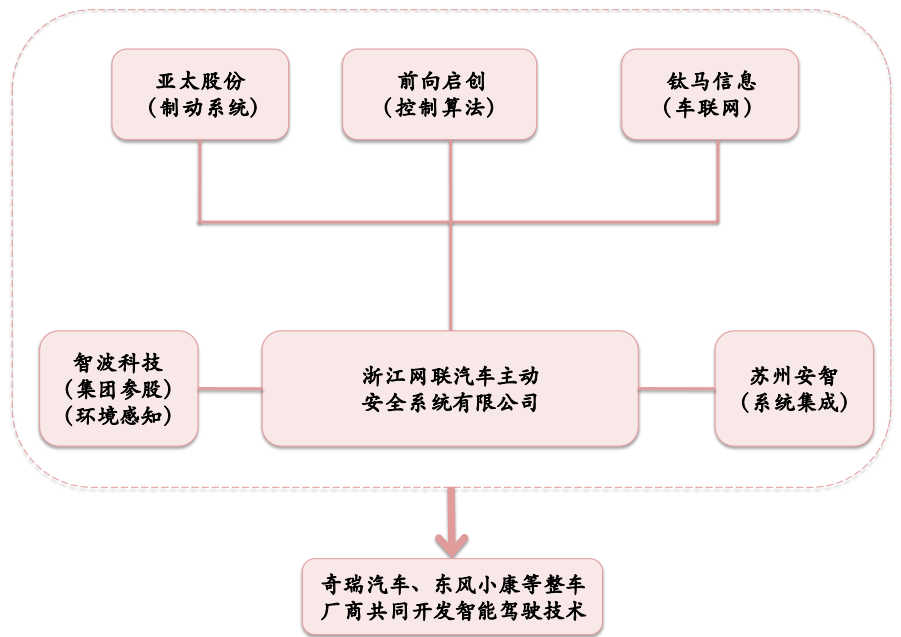
图表 12. 合资公司发展目标



资料来源：公司公告

新公司的设立将对三家公司的资源充分整合，实现与上下游企业的良好对接，有利于亚太股份打造智能驾驶生态圈战略的规划实施，促进智能驾驶系统产业化发展。

图表 13. 亚太股份智能汽车产业布局



资料来源：公司公告

参股 ELAPHE，整合輪轂電機打造集成底盤系統

輪轂電機是汽車電驅動重要發展方向之一，其最大特點是將動力、傳動和制動裝置整合到單個輪轂中，得以將電動車輛的機械部分大為簡化，提升車內空間利用率和傳動效率。輪轂電機具備單個車輪獨立驅動的特性，因此可實現多種複雜的驅動方式，實現原地轉向等操作，提升駕駛靈活性。輪轂電機可廣泛用於各類新能源汽車，純電動、燃料電池電動、增程電動都可以用其作為主要驅動力，混合動力車型則可以作為起步或者急加速時的助力。同時，新能源車的很多技術，比如制動能量回收也可以在輪轂電機驅動的車型上得以實現。

圖表 14. 輪轂電機結構示意圖



資料來源：太平洋汽车网，中銀證券

公司于 2015 年 7 月公告，擬投資 1,000 萬歐元獲得歐盟斯洛文尼亞輪轂電機技術公司 Elaphe 增資擴股後 20% 股權，同時雙方約定將在中國設立由公司控股的合資公司（公司和 Elaphe 各占 51% 和 49% 股權，公司控股），實現輪轂電機本土化大批量生產。Elaphe 公司成立於 1988 年，專注於電動汽車及其它車輛輪轂電機技術，在輪轂電機的电控、生產設備及輪轂電機在電動汽車上的集成運用的技術革新、研究、開發等方面處於世界領先地位。

合資公司的總體規劃為在大中華區唯一的、具有排他性的合資公司，市場目標初步鎖定國內乘用車、商用车、場地用車，同時鎖定全球市場。合資公司擁有生產和銷售基於 Elaphe 現有技術的所有輪轂電機動力系統產品，同時對其未來技術背景產品擁有優先使用權和生產引進權，Elaphe 公司未來即使與其他廠商合作，也不能在中國地區銷售。排他性合作有望充分挖掘中國市場潛力，打開廣闊產業化前景。

图表 15. Elaphe 主要产品示意图



轮毂电机

电池组

HMI 信息系统

资料来源: Elaphe 官网, 中银证券

亚太未来的产品将是把新能源汽车的变速器、传动系统和制动系统集成, 整合轮毂电机集成最后做出高度模块化的底盘, 实现电耗高转化率、大幅减轻重量, 并减少传统零部件降低整体成本。智能化技术在新能源汽车上运用潜力大, 未来公司在汽车新能源化和智能化转型发展有望相辅相成。

公司预计投资 9.8 亿用于新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块项目, 建成达产后, 正常年销售收入 30 亿元, 净利润 3.4 亿元。此次发行将有效补充公司资源优势, 巩固先发优势, 引领行业潮流。公司现已具备轮毂电机量产能力, 与长安汽车初步达成意向, 于 2017 年 1 月份前, 联合开发完成首台以轮毂电机模块为驱动平台的新能源汽车, 2016 年将陆续与部分主机厂研发试配, 2017 年贡献业绩可期。

增发融资战略布局，“智驾+电动”双管齐下

公司非公开发行股票申请于2016年7月24日获得中国证监会审核通过，拟以不低于16.32元/股非公开发行不超过11642万股，募集资金不超过19亿元（含发行费用）。募集资金用于新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块技术改造项目、汽车制动系统电子控制模块技术改造项目、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及补充流动资金。

图表 16. 非公开发行募集资金投向与金额

项目名称	投资总额 (万元)	拟用募集资金 投资额(万元)
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	98,000.00	98,000.00
年产100万套汽车制动系统电子控制模块技术改造项目	59,100.00	59,100.00
年产15万套智能网联汽车主动安全模块技术改造项目	15,000.00	15,000.00
亚太(上海)汽车底盘技术中心建设项目	17,900.00	17,900.00
合计	190,000.00	190,000.00

资料来源：公司公告，中银证券

智能网联汽车集安全性、舒适性、娱乐性与一体，是汽车未来的发展方向。公司是国内汽车制动系统龙头供应商，几乎与所有整车厂商都有着经销关系，客户范围广泛，行业资源丰富。公司参股前向启创、钛马信息布局 ADAS 系统与车联网，同时发挥自身制动系统龙头企业的优势，预计分别投资 5.9 亿与 1.5 亿用于汽车电子制动系统与智能网联汽车主动安全模块，有望率先实现智能汽车环境感知、主动安全、移动互联的智能驾驶生态圈，最终实现无人驾驶。

公司参股 Elaphe 公司布局轮毂电机，广泛用于各类新能源汽车，整合形成高度模块集成化底盘。公司预计分别投资 9.8 亿与 1.8 亿用于新能源汽车轮毂电机驱动底盘模块项目与亚太（上海）汽车底盘技术中心建设项目，此次发行将有效补充公司能量，巩固先发优势，实现技术融合，带动产业升级。

盈利预测和投资建议

制动系统业务

公司是制动系统供应商，产品包括盘式制动器、鼓式制动器、制动泵与 ABS 系统等，其中制动器是其营业收入的主要来源，主要为乘用车供应。2015 年 4 季度以来，1.6 升及以下排量乘用车减半征收车辆购置税等优惠政策，显著刺激了乘用车销量的提升，对公司主营乘用车制动系统业务量将会有较大的提振作用。公司积极研发汽车电子产品，促进产品结构升级，部分产品有望于今年放量，预计公司制动系统业务 2016-2018 年营业收入的增速为 12%、17%、25%。

无人驾驶、车联网与轮毂电机业务

我国汽车保有量巨大，随着“互联网+”与大数据国家战略的实施，车联网将凭借信息技术与大数据的应用迎来爆发式增长，预计将有数千亿的市场规模。而同时车辆的增多造成了严重的污染、拥堵与交通安全问题。安全、高效的无人驾驶系统将成为未来汽车领域的趋势，具有良好的发展前景。公司入股前向启创深耕 ADAS 系统、联合钛马信息开发车联网业务，集团公司与公司分别入股智波科技、苏州安智，增强环境感知和集成能力，全方位布局智能汽车，并已与奇瑞汽车和东风小康等公司签订智能汽车战略合作协议，合作研发与改进智能驾驶产品，开启智能汽车产业化进程。我们预计公司将获益于抢先布局的优势，坚守行业龙头地位，在未来占据更广阔的市场空间，未来市值有望达到 80 亿。

近年来我国新能源汽车产销两旺，带动零部件等产业链协同发展。亚太股份率先入资欧洲轮毂电机先进制造商 Elaphe 公司，预计公司在未来将轮毂电机高度模块化，与已有制动系统、新能源汽车制动能量回馈系统业务共同发展，转型成为集成底盘模块供应商，作为其主营业务的重要支撑，在汽车新能源化和智能化上相辅相成，未来市值有望达到 50 亿。

盈利预测和投资建议

我们预计亚太股份 2016-2018 年每股收益分别为 0.24 元、0.32 元和 0.39 元。采取分部估值，以 2018 年业绩为基础，给予公司传统制动系统业务 25 倍动态市盈率，由于布局的车联网、ADAS 系统与轮毂电机业务有广阔的发展前景与极高的成长空间，给予新兴业务 130 亿元市值，考虑到增发摊薄后，认为公司合理目标价为 27.40 元，首次给予**买入**评级。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	3,279	3,059	3,427	4,009	5,011
销售成本	(2,741)	(2,560)	(2,864)	(3,349)	(4,185)
经营费用	(235)	(241)	(262)	(282)	(373)
息税折旧前利润	303	258	301	378	454
折旧及摊销	(93)	(107)	(110)	(123)	(137)
经营利润(息税前利润)	211	152	191	255	317
净利息收入/(费用)	(19)	(21)	(18)	(22)	(23)
其他收益/(损失)	18	39	23	27	29
税前利润	210	170	196	260	323
所得税	(29)	(21)	(28)	(37)	(44)
少数股东权益	6	7	7	9	13
净利润	187	155	175	231	291
核心净利润	190	157	178	234	294
每股收益(人民币)	0.238	0.192	0.241	0.319	0.392
核心每股收益(人民币)	0.257	0.213	0.241	0.317	0.398
每股股息(人民币)	0.050	0.000	0.048	0.064	0.078
收入增长(%)	21	(7)	12	17	25
息税前利润增长(%)	23	(28)	26	34	24
息税折旧前利润增长(%)	23	(15)	17	26	20
每股收益增长(%)	28	(19)	25	32	23
核心每股收益增长(%)	29	(17)	13	32	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	210	170	196	260	323
折旧与摊销	93	107	110	123	137
净利息费用	19	21	18	22	23
运营资本变动	37	(21)	101	(42)	248
税金	(23)	(15)	(10)	(15)	(21)
其他经营现金流	(105)	3	(129)	(210)	(238)
经营活动产生的现金流	230	265	286	138	473
购买固定资产净值	11	10	381	320	265
投资减少/增加	3	9	6	9	14
其他投资现金流	(1,316)	(27)	(740)	(628)	(546)
投资活动产生的现金流	(1,303)	(8)	(353)	(298)	(267)
净增权益	(37)	0	(36)	(47)	(58)
净增债务	16	27	79	81	(11)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,103	(80)	19	128	(229)
融资活动产生的现金流	1,082	(26)	116	265	(76)
现金变动	9	230	48	105	130
期初现金	291	364	569	617	722
公司自由现金流	(1,072)	257	(68)	(160)	207
权益自由现金流	(1,038)	305	29	(57)	219

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	1,340	980	1,082	1,339	1,350
应收帐款	984	971	990	1,327	1,541
库存	514	467	532	581	925
其他流动资产	18	22	21	31	34
流动资产总计	2,857	2,440	2,624	3,277	3,850
固定资产	1,091	1,439	1,704	1,896	2,019
无形资产	159	169	174	179	184
其他长期资产	90	122	127	156	182
长期资产总计	1,339	1,730	2,005	2,231	2,385
总资产	4,198	4,252	4,668	5,513	6,230
应付帐款	1,271	1,169	1,289	1,585	2,053
短期债务	225	302	355	437	435
其他流动负债	136	85	105	117	107
流动负债总计	1,632	1,556	1,749	2,139	2,594
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	49	69	52	57	59
股本	369	738	738	738	738
储备	2,106	1,842	2,078	2,519	2,766
股东权益	2,475	2,579	2,816	3,257	3,504
少数股东权益	38	44	51	60	72
总负债及权益	4,198	4,252	4,668	5,513	6,230
每股帐面价值(人民币)	3.36	3.50	3.82	4.42	4.75
每股有形资产(人民币)	6.28	3.27	3.58	4.17	4.50
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.38)	(0.36)	(0.35)	(0.39)	(0.57)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	8.4	8.8	9.4	9.1
息税前利润率(%)	6.4	5.0	5.6	6.4	6.3
税前利润率(%)	6.4	5.6	5.7	6.5	6.4
净利率(%)	5.7	5.1	5.1	5.8	5.8
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.6	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	11.3	7.3	10.9	11.7	13.7
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.3	1.1
估值					
市盈率(倍)	76.3	94.4	75.2	56.9	46.3
核心业务市盈率(倍)	70.5	85.3	75.4	57.3	45.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	106.4	128.7	113.8	86.4	68.9
市净率(倍)	5.4	5.2	4.8	4.1	3.8
价格/现金流(倍)	58.2	50.6	46.9	97.0	28.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	43.7	50.8	43.6	34.7	28.6
周转率					
存货周转天数	61.8	70.0	63.7	60.6	65.7
应收帐款周转天数	98.2	116.6	104.4	105.4	104.4
应付帐款周转天数	126.4	145.5	130.9	130.8	132.5
回报率					
股息支付率(%)	19.8	0.0	20.3	20.4	19.9
净资产收益率(%)	10.1	6.2	6.5	7.6	8.6
资产收益率(%)	5.3	3.1	3.7	4.3	4.7
已运用资本收益率(%)	2.1	1.3	1.4	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

一汽轿车(000800.CH/人民币 10.31, 持有)

东风汽车(600006.CH/人民币 8.04, 买入)

上汽集团(600104.CH/人民币 23.01, 买入)

江铃汽车(000550.CH/人民币 24.67, 谨慎买入)

广汽集团(601238.CH/人民币 24.25, 持有)

北京汽车(1958.HK/港币 6.95, 持有)

以2016年8月4日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371