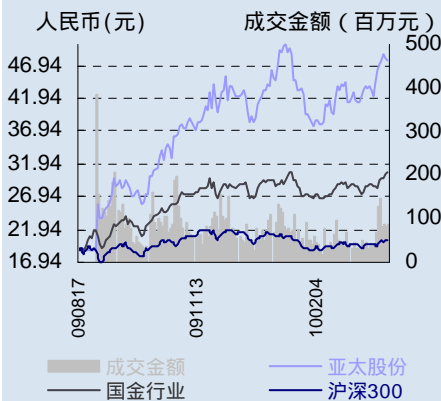


2010年04月05日

 市价(人民币): 47.60元
 目标(人民币): 45.00-50.00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)	24.00
总市值(百万元)	4,554.37
年内股价最高最低(元)	50.18/18.80
沪深300指数	3407.35
中小板指数	6284.77


相关报告

- 《提升产品结构是未来成长关键》，2009.8.27

分析师: 李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

联系人: 张锦

 (8621)61038200
 zhangjin@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

亚太股份 (002284.SZ)

——广阔市场、领先企业，共铺成长之路

 卖出 减持 **持有** 买入 强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.690	0.950	0.679	0.946	1.215	1.446
净利润增长率	N/A	37.81%	-28.53%	85.90%	28.48%	18.98%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.140	1.520	1.980
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	46.62	39.17	32.92
行业优化市盈率(倍)	34.42	54.95	15.87	51.56	51.56	51.56
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	29.70
股息率	N/A	N/A	N/A	0.00%	0.00%	0.42%
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	0.54	1.38	1.73
净资产收益率	16.61%	20.10%	13.05%	10.12%	12.01%	12.72%
每股净资产(元)	4.15	4.73	5.20	9.35	10.12	11.37
市净率(倍)	N/A	N/A	N/A	4.72	4.70	4.19
每股经营性现金流(元)	1.71	1.62	1.03	1.83	2.01	2.23
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	N/A	24.00	24.00	24.00
总股本(百万股)	71.68	71.68	71.68	95.68	95.68	95.68

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 亚太股份在国内汽车制动系统领域的领先地位和出色的盈利能力毋庸置疑，但是考虑到公司目前超过 50 倍的 09 年 PE，我们关心的是：公司业绩的高增长速度能否持续？
- 汽车制动系统是一个容量超过 300 亿元、且仍具备广阔增长潜力的市场；而行业格局的演变也为国内制动系统供应商带来机遇：专业分工的细化使越来越多的整车厂选择直接外购制动系统总成、国际产业转移和跨国公司的本土化采购策略使国内制动系统厂商有机会进入合资品牌的配套体系、而行业较低的集中度则为领先企业整合市场提供了可能；
- 作为国内制动系统行业龙头，亚太股份拥有规模、生产工艺、研发能力、配套关系等多种优势，壁垒较高；公司“系统化、模块化”的产品战略和“轻资产、高弹性”的生产经营模式为其未来的成长性奠定了基础；
- 除传统的制动器、制动泵、真空助力器等产品外，公司在 ABS、ESP、线控制动系统等新型电子化制动系统产品上也拥有一定的技术储备，这为公司长期发展带来想象空间；但是，考虑到公司在电子系统研发上同国际竞争对手相比起步较晚，我们认为新产品为公司业绩带来显著贡献仍需时日；
- 在未来 3 年内，公司仍将受益于自主品牌经济型轿车和微车市场的增长，公司的市场份额也具有提升的空间；我们预测 10-12 年公司分别实现销售收入 1,627、1,878 和 2,125 百万元，同比增长 22.92%、15.37%和

13.18%，实现净利润 116、138 和 159 百万元，对应 10-12 年 EPS 分别为 1.215、1.446 和 1.667 元；

- 公司目前的股价已达到 47.60 元，对应 10-12 年动态 PE 分别为 39、33 和 29 倍，这一估值水平已一定程度上反映出公司未来业绩增长的预期；我们给予公司未来 6-12 个月的目标价 45-50 元，建议“持有”；当然，公司在合资品牌中高端轿车配套市场开拓、以及新产品开发等方面仍具有超预期的可能，我们将在后续的研究中持续跟踪；
- 主要风险：国内乘用车市场下滑、以及来自制动系统行业内竞争的风险；

内容目录

空间广阔的汽车制动系统行业	4
一个价值 300 亿元以上的市场	4
行业格局演变给国内制动系统供应商带来机遇	4
战略模式为公司成长性奠定基础	6
产品战略：系统化，模块化	7
生产模式：轻资产，高弹性	8
新型产品储备为公司长期发展带来想象空间	9
ABS 系统：自主研发，厚积薄发	9
研发能力的提升是新产品能否成功的关键	10
盈利预测及说明	11
公司将继续受益于经济型轿车及微车市场的增长	11
盈利水平或面临一定压力	13
盈利预测	15
股票估值与投资建议	17
风险提示	17
乘用车市场下滑的风险	17
制动器行业内竞争的风险	17
附录：三张报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：（液压）制动系统组成部分	4
图表 2：国内乘用车和轻型商用车制动部件 OEM 配套需求测算	4
图表 3：整车厂商对制动系统部件的两种不同采购模式	5
图表 4：汽车制动部件进口与出口金额变化	5
图表 5：国内鼓式制动器产量分布（08 年）	6
图表 6：国内盘式制动器产量分布（08 年）	6

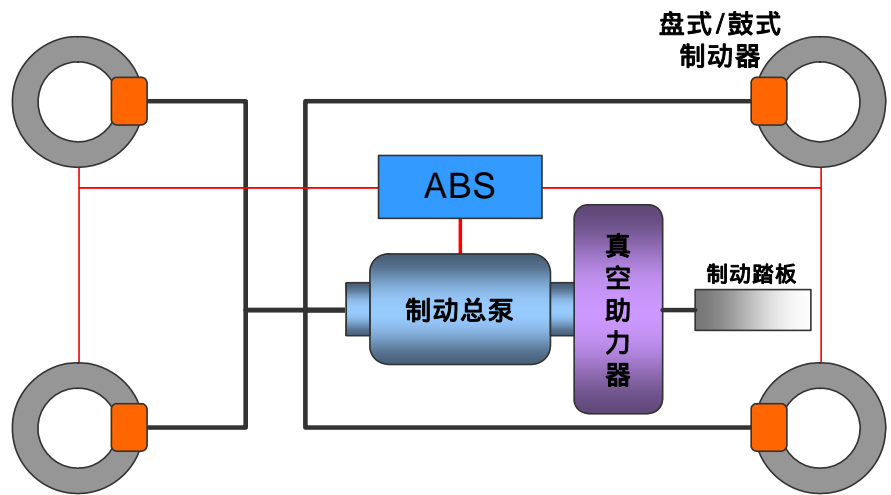
图表 7：公司历年销售收入及毛利率变化	6
图表 8：公司历年净利润及净利率变化	6
图表 9：公司产品系列几乎覆盖汽车制动系统所有主要产品	7
图表 10：亚太股份的汽车前后模块产品	7
图表 11：亚太股份的汽车前后模块产品	7
图表 12：公司外购部件占原材料成本比重较大	8
图表 13：亚太股份固定资产周转率水平较高（1H09）	8
图表 14：09 年上半年公司产能利用率大幅超过 100%	8
图表 15：公司部分新型制动系统产品储备情况	9
图表 16：公司 ABS 控制执行器产品	9
图表 17：公司 ABS 产品历年销量及收入	9
图表 18：国内乘用车 ABS 系统品牌份额分布	10
图表 19：国内主要 ABS 系统生产企业	10
图表 20：国内商用车 ABS 系统品牌份额分布	10
图表 21：公司 ABS 产品下游意向客户	10
图表 22：公司研发费用支出比例较高	11
图表 23：2008 年公司主要客户销售收入分布	11
图表 24：2009 年 1H 公司主要客户销售收入分布	11
图表 25：中西部省份汽车销量增速高于沿海发达地区	12
图表 26：自主品牌轿车市场占有率提高	12
图表 27：小排量经济型轿车市场占有率提高	12
图表 28：微型汽车月度销量走势	12
图表 29：公司 09 年 IPO 募集资金项目概况	13
图表 30：募集资金项目产能利用率预测	13
图表 31：公司主营业务成本构成	14
图表 32：公司制动器产品均价呈下降趋势	14
图表 33：国内钢材价格走势	14
图表 34：公司期间费用率变化	14
图表 35：公司销售收入分拆预测	15
图表 36：汽车行业股票相对估值水平对比	17

空间广阔的汽车制动系统行业

一个价值 300 亿元以上的市场

- 汽车制动系统是汽车底盘四大组成系统（传动系、转向系、行驶系、制动系）之一，对汽车的行驶和安全性能至关重要，对任何汽车都是必不可少的关键部件之一；
- 对于乘用车和轻型商用车上常用的液压制动系统（即所谓“油刹”），核心部件主要包括制动器总成（盘/鼓式）、制动总泵、真空助力器、ABS 等；一般而言，一辆乘用车所使用的制动部件总价值在 1000 元-2000 元以上（视具体配置及是否配备 ABS 而不同）；

图表1：（液压）制动系统组成部分



来源：国金证券研究所

- 根据我们的测算，2009 年我国国内配套于乘用车和轻型商用车的制动系统部件需求总金额在 172 亿元左右，而我国近 2 年制动系统部件出口销售金额保持在 22 亿美元左右，再加上大中型商用车配套和 AM 售后维修市场的需求，这是一个规模达 300 亿元以上的广阔市场！

图表2：国内乘用车和轻型商用车制动部件 OEM 配套需求测算

	09年产量	制动系统配置	制动系统部件需求量			
			盘/鼓式制动器	制动总缸	真空助力器	ABS系统
狭义乘用车	838万辆	油刹、前盘后鼓或四轮盘式、80%以上装备ABS	3352万套	838万只	838万套	670万套
微车 (微客+微卡)	252万辆	油刹、前盘后鼓或四轮鼓式、极少装备ABS	1008万套	252万只	252万套	--
轻型商用车 (轻客+轻卡)	185万辆	70%以上油刹、前盘后鼓或四轮鼓式、15%装备ABS	740万套	130万只	130万套	28万套
需求合计			5100万套	1220万只	1220万套	约700万套
平均价格			120-150元/套	60元/只	140元/套	1100元/套
需求总价值（金额）			约70亿元	约5亿元	约20亿元	约77亿元
			总计约172亿元			

来源：中汽协，国金证券研究所

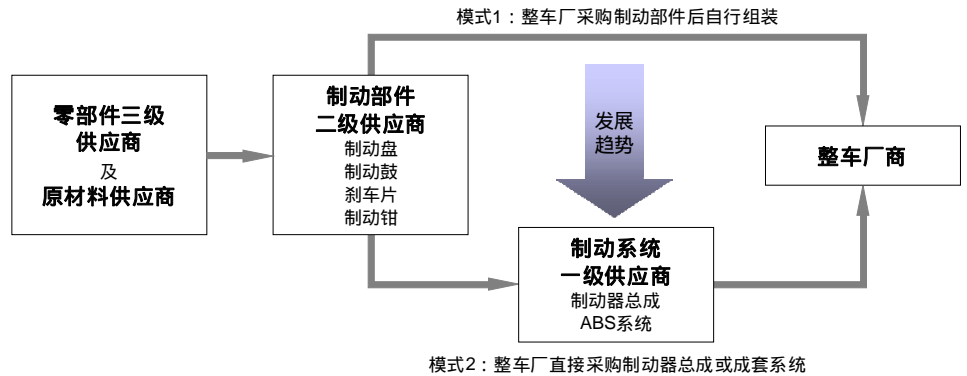
随着国内消费者对汽车安全性能的关注逐渐加强，国产汽车制动系统的配置有逐步提高的趋势；加之我国汽车市场本身良好的增长前景，汽车制动系统部件的需求仍有进一步扩大的空间；

行业格局演变给国内制动系统供应商带来机遇

- 机遇 1：专业分工的细化与整车厂零部件外购的趋势

- ◆ 在过去，整车厂商（包括部分车桥/底盘厂商）在汽车制动系统的采购方式上，既包括从一级供应商直接采购制动器总成，也包括从二级供应商采购制动零部件后自行组装；
- ◆ 但是随着零部件制造专业分工的细化，非核心零部件的直接外购成为趋势，以亚太股份为代表的制动系统一级供应商有望获得市场份额和行业地位的提升；

图表3：整车厂商对制动系统部件的两种不同采购模式

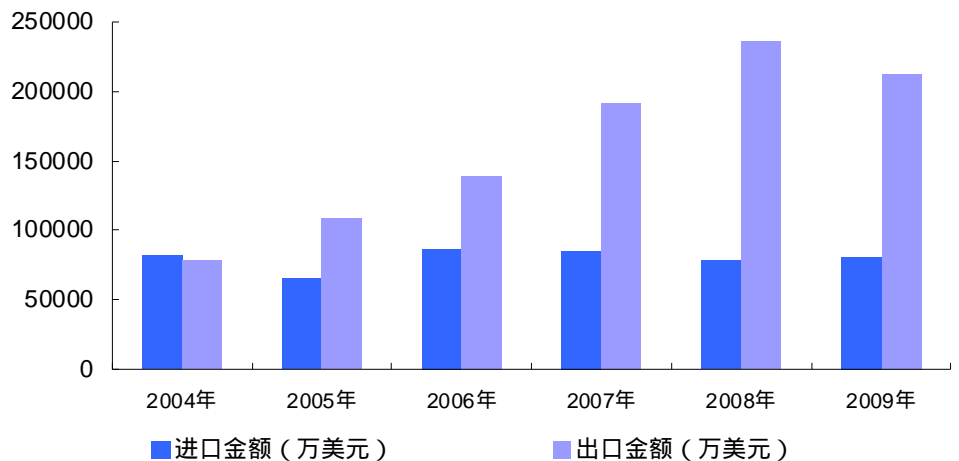


来源：国金证券研究所

■ 机遇 2：国际间产业转移与跨国汽车厂商的本土化采购

- ◆ 近年来，随着零部件制造向新兴国家转移的趋势以及国内零部件厂商研发设计能力、生产工艺水平的提高，本土零部件厂商的产品开始逐步替代进口并走向出口，汽车制动部件行业同样受益于此；
- ◆ 跨国汽车公司本土化采购的策略，也使得以亚太为代表的国内制动系统供应商打破博世、电装、德尔福、TRW 等国外供应商的垄断，开始进入合资汽车厂商的配套体系，这一趋势在未来仍将延续；

图表4：汽车制动部件进口与出口金额变化



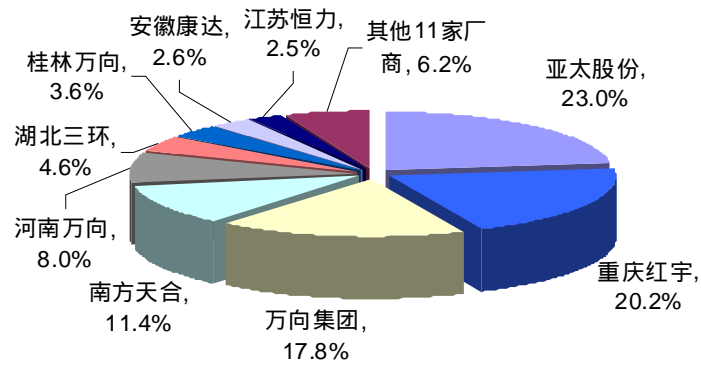
来源：中汽协，国金证券研究所

■ 机遇 3：行业分散为领先厂商提供市场整合机会

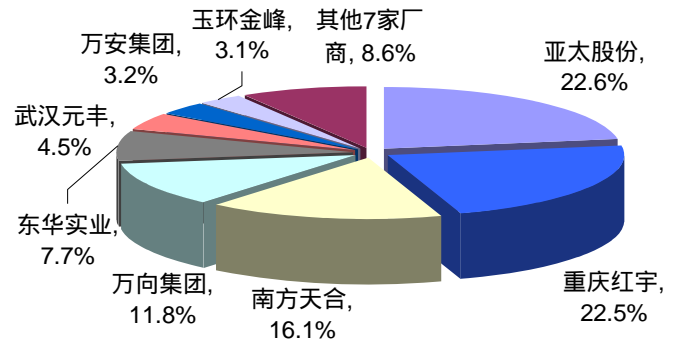
- ◆ 我国汽车制动系统行业集中度依然偏低，国内制动系统及部件供应商超过 200 个，其中大多数规模较小，工艺水平较低，不具备自主研发设计能力，这种行业格局有利于领先厂商未来整合市场、扩大份额；

- ◆ 特别是近年来，由于国内汽车产销量增长迅速，部分制动系统龙头企业一定程度上受到产能的限制，这给了不少中小厂商以可趁之机；但是，强者恒强的故事仍将在行业中上演，随着未来领先企业在产能与技术实力上进一步提升，其市场份额仍有望继续扩大；

图表5：国内鼓式制动器产量分布（08年）



图表6：国内盘式制动器产量分布（08年）

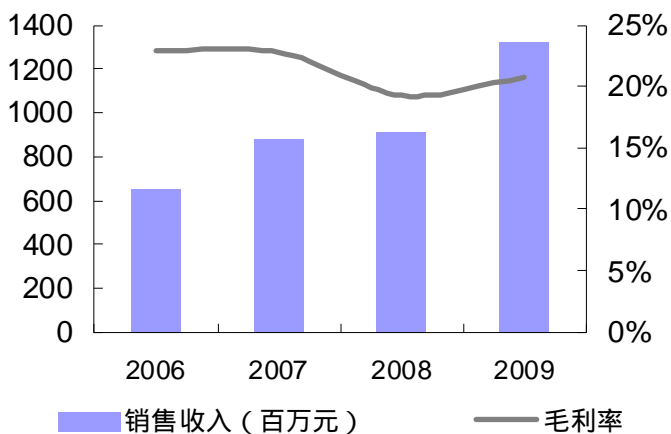


来源：中汽协，国金证券研究所

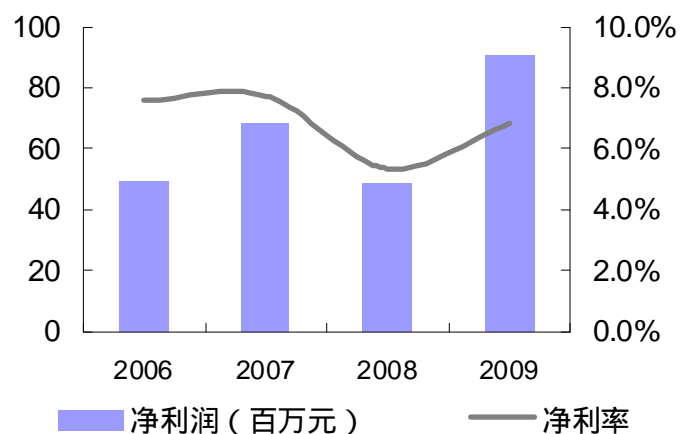
战略模式为公司成长性奠定基础

- 亚太股份作为我国汽车制动系统行业龙头，在过去几年中一直保持着较高的增长速度与盈利水平，这与公司在行业内的多种竞争优势是分不开的，包括：
 - ◆ 一级零部件供应商地位以及与整车厂稳定的配套关系；
 - ◆ 在制动器制造领域超过 30 年的经验以及规模优势；
 - ◆ 良好的资源整合能力和产品研发设计能力；
- 但是，我们认为，公司所遵循的产品战略和生产经营模式，同样也是公司过去获得市场领先地位，以及未来保持成长潜力的关键因素：

图表7：公司历年销售收入及毛利率变化



图表8：公司历年净利润及净利率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

产品战略：系统化，模块化

- 与国内大多数其他制动部件供应上不同，亚太股份并不拘泥于某一两种具体的制动部件，而是力争形成系统化、整体化的供货能力，为整车厂提供整套汽车制动系统；亚太股份的产品系列几乎覆盖了汽车制动系统的所有主要部件，这一产品战略为亚太奠定了出众的行业地位和市场拓展能力；
- ◆ 在市场拓展过程中，公司往往首先以一、两种制动部件产品打入整车厂的配套体系，待整车厂对公司产品的性能与质量了解加深后，再逐步扩大供货产品种类，最终形成整套制动系统的供货能力；
- ◆ 这一策略使公司的市场拓展由“平面”变为“立体”，对于认证过程严格而漫长的合资品牌整车厂尤其有效；

图表9：公司产品系列几乎覆盖汽车制动系统所有主要产品



来源：公司公告，国金证券研究所

- 模块化供货也是当前汽车零部件 OEM 配套体系的发展趋势之一，即在汽车中按零部件和系统的排列位置，形成一个具有多功能的高度集成的大部件，而零部件企业以模块为单元为整车厂配套；
- ◆ 公司的“汽车前后模块”产品即是这一思想的产物，所谓“汽车前后模块”，是指将公司原有的制动系统产品与前后悬架、车桥总成、稳定杆、拉杆等产品进行整体设计和组装，形成一个大的模块后向整车厂供货；
- ◆ 汽车前后模块产品对公司延伸产业链、增加产品附加值、紧密与整车厂的配套和同步设计关系、占得行业先机具有积极意义，公司未来将力争逐步扩大模块化供货比例；

图表10：亚太股份的汽车前后模块产品



来源：公司网站，国金证券研究所

图表11：亚太股份的汽车前后模块产品

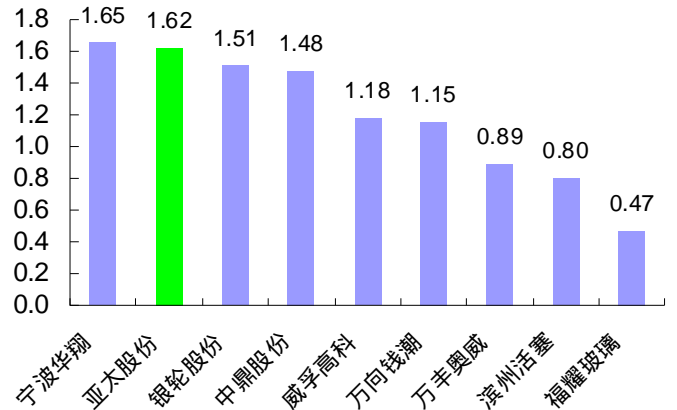
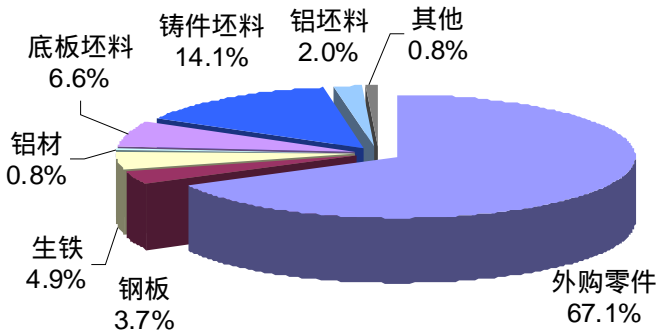


生产模式：轻资产，高弹性

- 在生产模式上，公司充分利用浙江省零部件加工企业众多的优势，采取将部分非核心零部件外包的策略，外购部件占比较大；而公司自身专注于制动器总成、制动系统、以及少数核心部件的研制；这一轻资产的生产模式给予公司较大的产能弹性，既有利于产销规模的扩张，也能在一定程度上抵御行业波动的风险；

图表12：公司外购部件占原材料成本比重较大

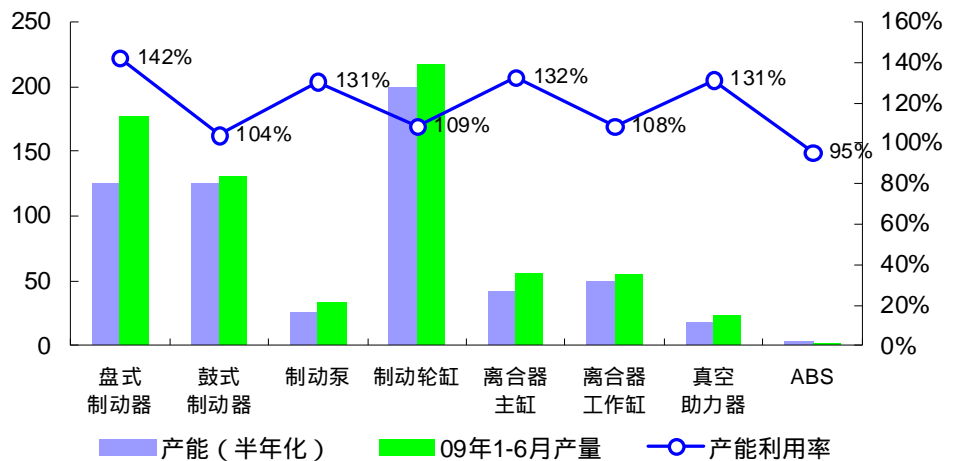
图表13：亚太股份固定资产周转率水平较高（1H09）



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

- ◆ 2009年，由于国内汽车市场的火爆行情，国内多数零部件供应商都遭遇了产能紧张的问题；而亚太股份则通过加强外购协作和优化内部生产管理并举的方法，在新增产能并未完全到位的情况下取得了产销量的大幅同比增长，并未出现订单流失的现象；

图表14：09年上半年公司产能利用率大幅超过100%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，凭借公司原有的强大竞争优势，以及合理的产品销售战略和生产经营模式，亚太股份在未来仍有望进一步扩大制动系统市场份额，获得高于行业平均水平增长；

新型产品储备为公司长期发展带来想象空间

- 在巩固传统制动系统产品领先地位的基础上，亚太股份顺应当今制动系统电子化的发展趋势，积极研发 ABS、ESP、线控制动系统等新型制动系统产品；
- 目前，公司已拥有多种新型产品储备，多数处于国内领先水平，这将成为公司保持长期发展和提升企业价值的重要驱动力；我们认为在未来 3-5 年时间内公司新产品开发有望逐步成熟并投入量产，为公司业绩带来惊喜；

图表15：公司部分新型制动系统产品储备情况

	产品描述	应用状况	公司研发进展
ABS 防抱死刹车系统	在刹车过程中防止车轮锁死，保证汽车的制动方向稳定性，防止产生侧滑和跑偏，提高制动效能。	欧美国家汽车几乎全部配备，我国汽车配备率不断提高，其中轿车已超过80%。	已研制成功并批量生产，为国内唯一具备乘用车ABS产品量产能力的自主品牌厂商。
ESP 电子稳定系统	综合ABS、ASR、TCS的技术和功能，在计算机实时监控下，对驱动及制动系统进行干预和调控，以避免汽车打滑、转向过度，从而保证汽车的行驶安全。	欧美国家配备率超过70%，我国低于10%，未来市场潜力较大。	该技术目前垄断在国外厂商手中；公司正在积极准备开发该项目，争取在未来三年内研制成功并批量生产。
线控制动系统	完全靠电子驱动和控制的制动系统，取消了传统的液压驱动机构，重量轻，无渗漏故障，并与电子驻车制动系统集成。	目前配备比例较低，但由于具有体积小、可靠性高、易于维护等特点，将成为制动系统重要发展方向之一。	目前公司正在开发该项目（国内首家），完成后公司将拥有完全自主知识产权，拟申报五项专利。
其他产品	带驻车制动装置的后盘式制动器、前独立悬架系统及后桥、气压间隙自动调整制动器、超短型制动主缸、碳素纤维材料液力泵体、气压盘式制动器、汽车行驶记录仪、汽车爆胎自动应急制动系统等，多数处于国内领先水平。		

来源：公司公告，行业资料，国金证券研究所

ABS 系统：自主研制，厚积薄发

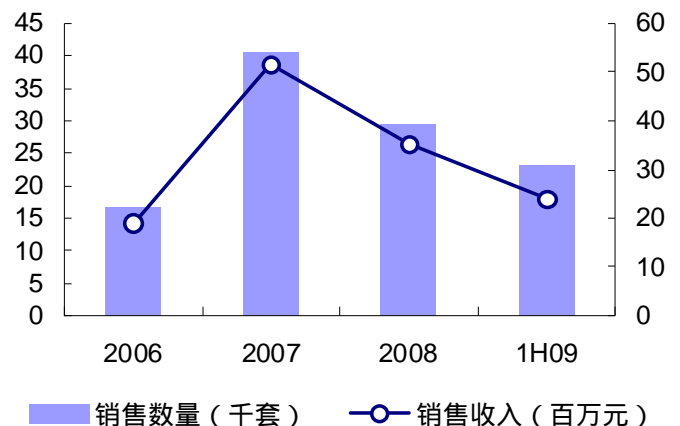
- 亚太股份的 ABS 产品为公司同清华大学联合研发，拥有自主知识产权，是最早研制出 ABS 产品的国内厂商之一，也是目前唯一实现乘用车 ABS 系统批量供货的自主品牌供应商，目前具备年产 5 万套 ABS 的能力，主要为众泰汽车、北京吉普、郑州日产配套；

图表16：公司 ABS 控制执行器产品



来源：公司公告，公司网站，国金证券研究所

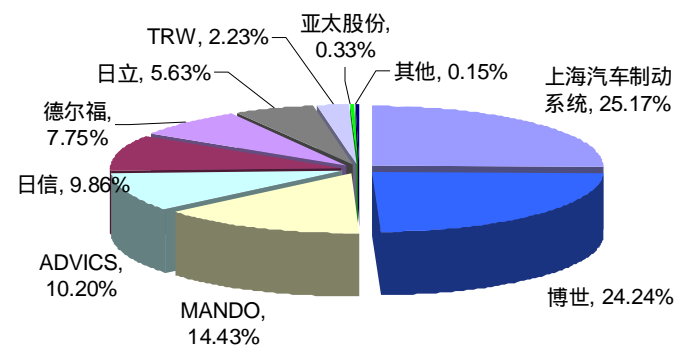
图表17：公司 ABS 产品历年销量及收入



- 目前国内乘用车 ABS 配套领域依然为外资/合资厂商所垄断，尤其是合资品牌轿车所使用的 ABS 系统，几乎 100%来自于国外品牌；事实上，单以技术水平而言，国内厂商的 ABS 产品性能已逐渐接近国外水平，成本也低于国外同类产品，而其认可度较低的原因在于：
 - ◆ 1、国内厂商的 ABS 产品应用时间较短，整车厂对其可靠性依然心存疑虑；
 - ◆ 2、由于我国乘用车行业以国外引进车型为主要特点，而在引进车型的同时往往也将配套部件同步引入；
- 但是，本土化采购依然是汽车行业的趋势所在，特别是对于亚太股份而言，其传统制动器产品早已进入合资品牌轿车的配套体系，建立了良好的口碑和配套合作关系，我们认为其 ABS 产品在未来仍有望进一步扩大国内轿车配套市场的份额，成为公司长期重要的增长点之一；

图表18：国内乘用车 ABS 系统品牌份额分布

图表19：国内主要 ABS 系统生产企业



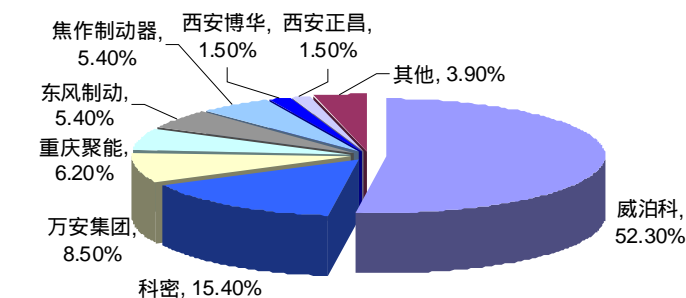
ABS厂商	背景	年产销量	配套车型	配套客户
广东中山日信	外资	130万套(06年)	乘用车	广本、东本、出口
上海汽车制动系统	合资	107万套(08年)	乘/商用车	各品牌乘/商用车
威泊科(中国)	外资	10万套(06年)	商用车	各种客、货车
浙江亚太机电	中资	53200套(08年)	乘用车	众泰、郑州日产
万安集团	中资	25600套(08年)	商用车	江淮、金龙、一汽
河南焦作制动器	中资	10080套(07年)	商用车	四川华骏、宇通
西安正昌	中资	8000套(07年)	商用车	陕汽、中集
北京汽车研究所	中资	2263套(08年)	商用车	福田、沈阳金杯

来源：中汽协，慧聪研究，国金证券研究所

- 除乘用车 ABS 外，商用车 ABS 配套也是一个值得注意的市场：与乘用车不同，国内商用车无论是整车还是零部件都是以自主品牌主导，而商用车 ABS 配套市场上，国内品牌厂商份额逐渐提高；
- 商用车 ABS 配套对于亚太股份而言也是一个具有潜力的市场，目前公司针对江淮、宇通、福田、东风等商用车厂商的 ABS 产品正在设计、匹配过程中，预计 2-3 年时间内有望实现批量生产配套；

图表20：国内商用车 ABS 系统品牌份额分布

图表21：公司 ABS 产品下游意向客户



ABS下游客户	配套过程进展
众泰、东风日产、北京吉普	已开始批量生产配套。
江铃、北汽有限、奇瑞轻型车	已完成程序匹配并通过了试验鉴定，待整车厂确认后即将投入批量生产。
江淮、宇通、福田、东风	正在程序开发、匹配过程中。

来源：公司公告，慧聪研究，国金证券研究所

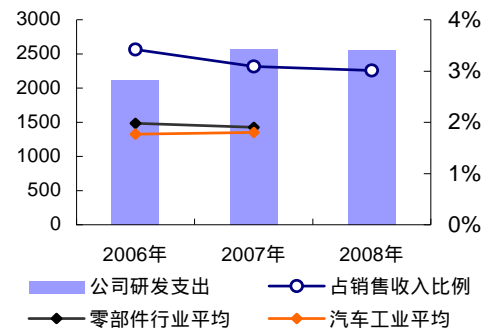
研发能力的提升是新产品能否成功的关键

- 与传统制动系统产品不同，以 ABS、ESP、线控制动系统为代表的新型制动系统产品，其最核心的技术在于电子部分的设计，包括硬件/软件的开发

发，与整车性能的匹配等；因此，研发设计能力就成为左右公司新产品能否成功的关键；

- ◆ 亚太股份的研发能力在国内制动系统供应商中处于较高水平，为国家重点高新技术企业，拥有汽车制动系统行业唯一的国家级技术中心和国家级重点实验室，并设有博士后科研工作站，研发费用支出比例处于行业较高水平；
- ◆ 但是，同外资（包括合资）竞争对手相比，公司在电子系统研发设计能力的积累上仍显不足，我们认为 ABS、ESP、线控制动系统等新型产品为公司业绩带来显著贡献仍需时日；

图表22：公司研发费用支出比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所

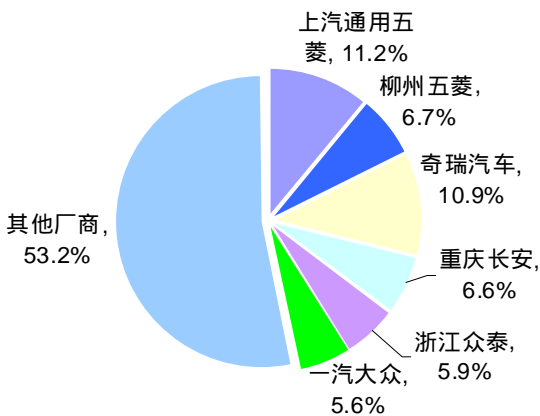
- 我们预计，未来 3 年公司收入与业绩的提升仍将主要来自于传统制动系统产品销量的增长；

盈利预测及说明

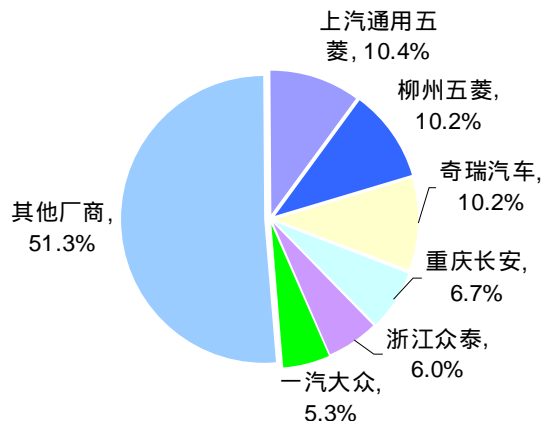
公司将继续受益于经济型轿车及微车市场的增长

- 从下游客户分布来看，目前公司产品以配套自主品牌经济型轿车和微型汽车为主，公司 09 年业绩取得大幅增长正是得益于此；

图表23：2008 年公司主要客户销售收入分布



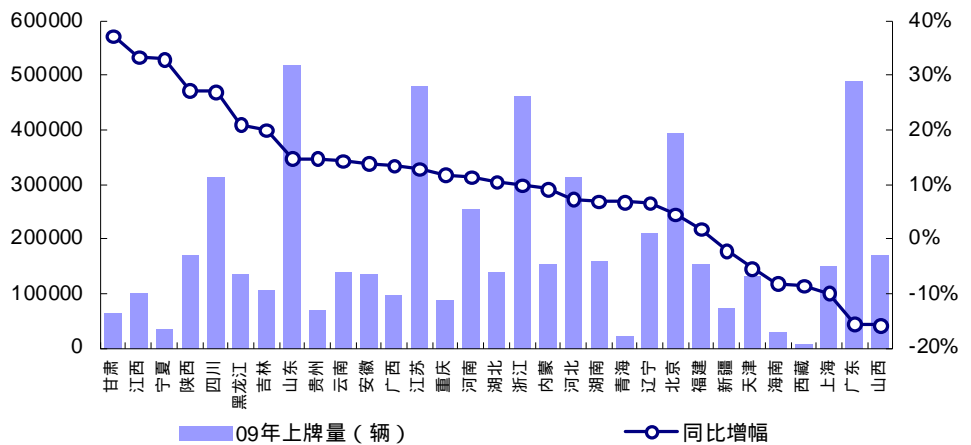
图表24：2009 年 1H 公司主要客户销售收入分布



来源：公司公告，国金证券研究所

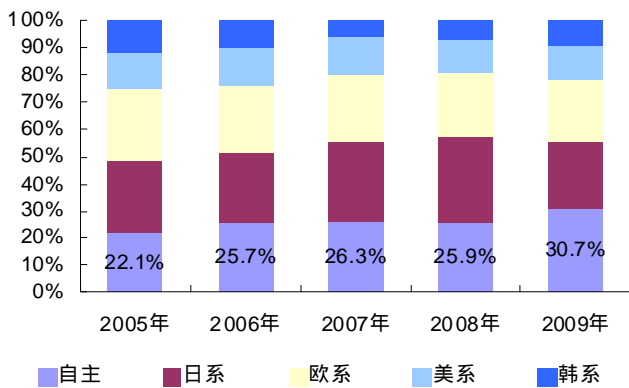
- 我们认为，公司在未来 3 年中仍将充分受益于经济型轿车和微车市场的增长：
 - ◆ 随着汽车消费由一线市场向二三线市场的转移，自主品牌经济型轿车在未来的表现依然值得期待；

图表25：中西部省份汽车销量增速高于沿海发达地区



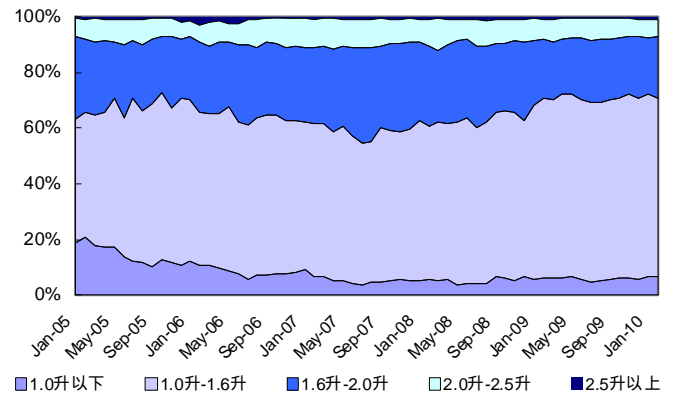
来源：公安部，国金证券研究所

图表26：自主品牌轿车市场占有率提高



来源：中汽协，国金证券研究所

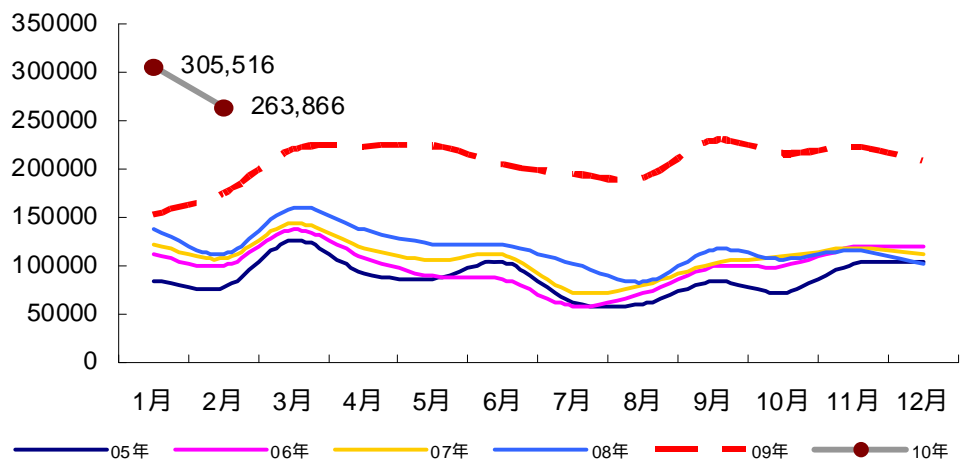
图表27：小排量经济型轿车市场占有率提高



- ◆ 农民收入的增加及生产生活方式的转变使农村地区汽车需求具有可持续性，汽车下乡和以旧换新政策的延续将使微车销量继续呈现增长趋势；

图表28：微型汽车月度销量走势

单位：辆



来源：中汽协，国金证券研究所

- 除经济型轿车和微型汽车外，进入合资品牌中高档轿车的配套体系也是公司目前主要工作目标之一，我们预计公司的这一努力将逐渐收到成效，对于公司市场份额的增长和盈利水平的提升都具有积极意义；
- 我们预计未来3年公司收入的增长速度仍将高于汽车行业整体水平；

盈利水平或面临一定压力

- 公司将2009年IPO募集资金中的4.4亿元投入扩产建设项目，完全建成达产后，将新增年产260万套汽车盘式制动器，10万套汽车前后模块，120万套汽车鼓式制动器，30万台套汽车制动泵、工作缸，30万套汽车真空助力器的生产能力，新建项目将于09年-11年逐步开始计提折旧；
- 募集资金项目中达产计划较为稳妥，考虑到公司目前产能紧张的现状，以及公司产品下游需求良好的增长前景，我们认为新建项目产能应能够得到充分消化，不会对公司盈利水平产生显著的消极影响；

图表29：公司09年IPO募集资金项目概况

募投资金项目	产品名称	投资额(百万元)	建成期	达产期	2008年产能(万套)	达产后总产能(万套)	增幅	达产后新增销售收入(百万元)	达产后新增利润总额(百万元)	
项目一	盘式制动器	230.00	2009-2010年	2011-2013年陆续达产	250	510	104%	488.80	63.90	
项目二	汽车前后模块	80.00			0	10	--	215.00	25.00	
项目三	鼓式制动器	60.00			250	370	48%	138.00	17.62	
项目四	制动主缸	40.00			50	80	60%	75.00	10.00	
	制动轮缸				400	460	15%			
项目四	离合器主缸	40.00	85	115	35%	75.00	10.00			
	离合器工作缸		100	130	30%					
项目五	真空助力器	30.00			35	65	86%	55.50	7.96	
合计		440.00			970	1500	55%	972.30	124.48	
								比2008年增长	106.7%	229.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：募集资金项目产能利用率预测

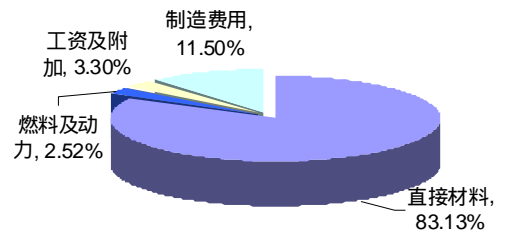
		2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
盘式制动器	产能(万套)	175	230	250	302	406	510
	产量(万套)	171	225	248	377	471	551
	产能利用率	98%	98%	99%	125%	116%	108%
鼓式制动器	产能(万套)	200	250	250	274	322	370
	产量(万套)	190	250	222	302	363	406
	产能利用率	95%	100%	89%	110%	113%	110%
制动泵	产能(万只)	448	570	635	665	725	785
	产量(万只)	434	568	637	797	876	920
	产能利用率	97%	100%	100%	120%	121%	117%
真空助力器	产能(万套)	28	30	35	41	53	65
	产量(万套)	23	30	38	54	64	74
	产能利用率	82%	99%	108%	131%	122%	114%
真空助力器	产能(万套)	--	--	--	--	6	10
	产量(万套)	--	--	--	--	2	4
	产能利用率	--	--	--	--	33%	40%

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 公司盈利水平面临的真正压力来自于以下两方面：

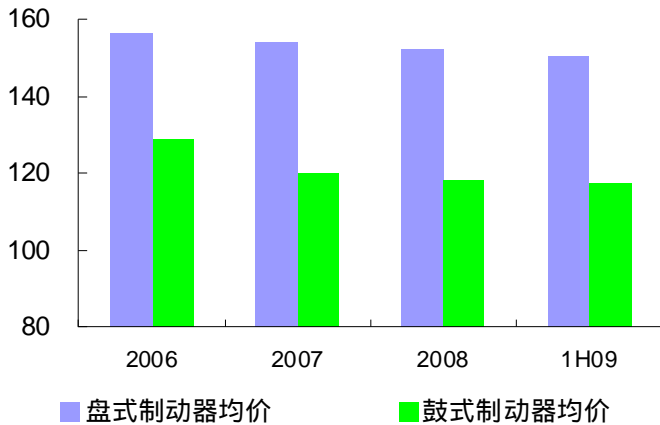
- ◆ 1、下游降价压力：下游整车厂客户一般每年都会提出一定程度的降价要求，近年来公司主要产品均价每年都呈现出 1%-5% 不等的降价趋势；
- ◆ 2、上游成本压力：公司生产成本中原材料占比较高，且多为钢铁材料及其制成品；国金证券钢铁行业研究员认为 2010 年国内钢铁均价将较 09 年上浮 15%以上，对公司盈利构成一定消极影响；

图表31：公司主营业务成本构成



来源：公司公告，国金证券研究所

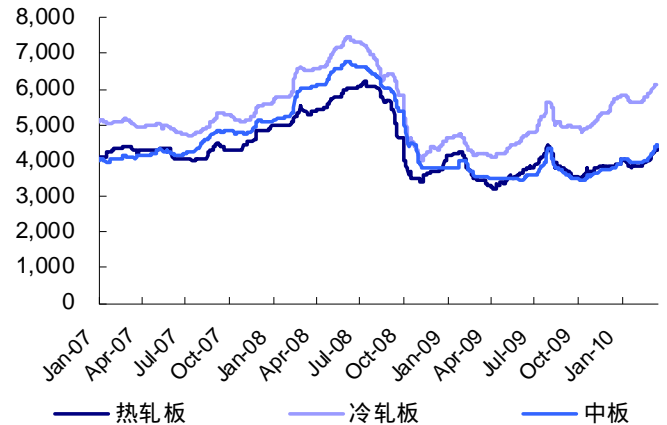
图表32：公司制动器产品均价呈下降趋势



来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

图表33：国内钢材价格走势

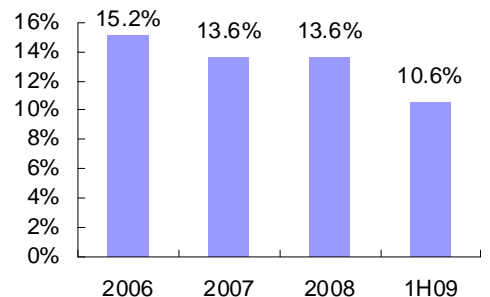
单位：元/吨



■ 公司应对以上压力的手段包括：

- ◆ 持续推出新产品：公司具备较强的开发设计能力，所销售产品中有 70% 以上为近 3 年内开发出的新品；
- ◆ 拓展合资品牌中高端车型配套市场，提高产品附加值；
- ◆ 利用行业地位向下游客户和上游二三级供应商转移部分成本压力；
- ◆ 公司具备一定的期间费用控制能力；

图表34：公司期间费用率变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 综合以上因素，我们预计 2010 年公司盈利水平将相对于 2009 年略有下降，未来 3 年公司毛利率预计稳定在 20%左右，净利率水平稳定在 7%-7.5%左右；

盈利预测

- 我们预测 2010-12 年公司分别实现销售收入 1,627、1,878 和 2,125 百万元，同比增速分别为 22.92%、15.37%和 13.18%；实现归属母公司净利润 116、138 和 159 百万元，同比增长 28.48%、18.98%、15.28%，对应 10-12 年 EPS 分别为 1.215、1.446 和 1.667 元；
- 关键假设如下：
 - ◆ 未来 3 年我国汽车乘用车市场年均复合增长率达到 15%，其中自主品牌经济型轿车和微车增速略高于行业整体水平；
 - ◆ 公司市场占有率逐步增长，为合资品牌中高端轿车配套份额有所提高；
 - ◆ 募集资金项目中新产品“汽车前后模块”10-12 年销量分别为 2 万、4 万、6 万套，并开始逐步贡献收入与利润；
 - ◆ 以上预测暂未考虑 ESP、线控制动系统等新型制动系统产品的投产，也未考虑公司在出口市场和 AM 市场的增长；

图表35：公司销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
盘式制动器						
平均售价(元/件)	153.81	151.98	150.00	148.50	147.02	145.54
增长率(YOY)	-1.50%	-1.19%	-1.30%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量(千件)	2,209.50	2,430.70	3,767.59	4,709.48	5,510.09	6,336.61
增长率(YOY)	31.42%	10.01%	55.00%	25.00%	17.00%	15.00%
销售收入(百万元)	339.85	369.42	565.14	699.36	810.07	922.26
增长率(YOY)	29.45%	8.70%	52.98%	23.75%	15.83%	13.85%
毛利率	24.99%	21.87%	23.28%	23.05%	23.05%	23.05%
销售成本(百万元)	254.91	288.61	433.57	538.18	623.37	709.71
增长率(YOY)	31.18%	13.22%	50.23%	24.13%	15.83%	13.85%
毛利(百万元)	84.94	80.81	131.56	161.18	186.70	212.56
增长率(YOY)	24.52%	-4.87%	62.81%	22.51%	15.83%	13.85%
占总销售额比重	38.57%	40.55%	42.68%	42.97%	43.14%	43.40%
占主营业务利润比重	42.27%	46.02%	49.38%	49.58%	49.57%	49.36%
鼓式制动器						
平均售价(元/件)	120.05	118.03	117.15	115.98	114.82	113.67
增长率(YOY)	-6.77%	-1.68%	-0.74%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量(千件)	2,449.80	2,159.10	3,022.74	3,627.29	4,062.56	4,550.07
增长率(YOY)	32.52%	-11.87%	40.00%	20.00%	12.00%	12.00%
销售收入(百万元)	294.09	254.84	354.11	420.69	466.46	517.21
增长率(YOY)	23.55%	-13.35%	38.96%	18.80%	10.88%	10.88%
毛利率	22.69%	19.69%	20.47%	20.47%	20.47%	20.47%
销售成本(百万元)	227.35	204.66	281.63	334.57	370.97	411.34
增长率(YOY)	25.73%	-9.98%	37.61%	18.80%	10.88%	10.88%
毛利(百万元)	66.74	50.18	72.49	86.11	95.48	105.87
增长率(YOY)	16.65%	-24.81%	44.46%	18.80%	10.88%	10.88%
占总销售额比重	33.38%	27.97%	26.75%	25.85%	24.84%	24.34%
占主营业务利润比重	33.21%	28.58%	27.21%	26.49%	25.35%	24.59%
制动泵						
平均售价(元/件)	34.45	33.30	33.00	32.67	32.34	32.02
增长率(YOY)	33.79%	-3.33%	-0.90%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量(千件)	2,811.80	3,686.80	5,345.86	6,415.03	7,377.29	8,262.56
增长率(YOY)	30.00%	31.12%	45.00%	20.00%	15.00%	12.00%
销售收入(百万元)	96.86	122.77	176.41	209.58	238.61	264.57
增长率(YOY)	73.92%	26.75%	43.69%	18.80%	13.85%	10.88%
毛利率	28.29%	22.53%	22.27%	22.27%	22.27%	22.27%
销售成本(百万元)	69.46	95.11	137.13	162.91	185.47	205.65
增长率(YOY)	63.42%	36.93%	44.18%	18.80%	13.85%	10.88%
毛利(百万元)	27.41	27.67	39.29	46.67	53.14	58.92
增长率(YOY)	107.75%	0.95%	42.01%	18.80%	13.85%	10.88%
占总销售额比重	10.99%	13.48%	13.32%	12.88%	12.71%	12.45%
占主营业务利润比重	13.64%	15.76%	14.75%	14.36%	14.11%	13.68%

真空助力器						
平均售价(元/件)	138.25	135.85	140.50	139.10	137.70	136.33
增长率(YOY)	6.01%	-1.73%	3.42%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量(千件)	290.70	370.20	536.79	644.15	740.77	837.07
增长率(YOY)	29.49%	27.35%	45.00%	20.00%	15.00%	13.00%
销售收入(百万元)	40.19	50.29	75.42	89.60	102.01	114.12
增长率(YOY)	37.26%	25.14%	49.96%	18.80%	13.85%	11.87%
毛利率	14.31%	12.04%	10.36%	10.36%	10.36%	10.36%
销售成本(百万元)	34.44	44.24	67.61	80.32	91.44	102.29
增长率(YOY)	37.20%	28.45%	52.83%	18.80%	13.85%	11.87%
毛利(百万元)	5.75	6.06	7.81	9.28	10.57	11.82
增长率(YOY)	37.67%	5.34%	28.99%	18.80%	13.85%	11.87%
占总销售额比重	4.56%	5.52%	5.70%	5.51%	5.43%	5.37%
占主营业务利润比重	2.86%	3.45%	2.93%	2.86%	2.81%	2.75%
ABS						
平均售价(元/件)	1,264.53	1,194.17	1,033.50	1,023.17	1,012.93	1,002.80
增长率(YOY)	9.64%	-5.56%	-13.45%	-1.00%	-1.00%	-1.00%
销售数量(千件)	40.70	29.40	50.82	58.44	67.21	77.29
增长率(YOY)	146.67%	-27.76%	72.86%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入(百万元)	51.47	35.11	52.52	59.80	68.08	77.51
增长率(YOY)	170.44%	-31.78%	49.60%	13.85%	13.85%	13.85%
毛利率	28.62%	21.60%	24.07%	24.07%	23.95%	23.83%
销售成本(百万元)	36.74	27.52	39.88	45.40	51.78	59.04
增长率(YOY)	152.71%	-25.08%	44.89%	13.85%	14.03%	14.03%
毛利(百万元)	14.73	7.58	12.64	14.39	16.30	18.47
增长率(YOY)	227.84%	-48.51%	66.69%	13.85%	13.28%	13.28%
占总销售额比重	5.84%	3.85%	3.97%	3.67%	3.63%	3.65%
占主营业务利润比重	7.33%	4.32%	4.74%	4.43%	4.33%	4.29%
其他业务						
销售收入(百万元)	58.63	78.62	100.43	148.45	192.47	229.49
增长率(YOY)	25.29%	34.10%	27.75%	47.82%	29.65%	19.23%
毛利率	2.36%	4.20%	2.62%	5.00%	7.50%	10.00%
销售成本(百万元)	57.24	75.32	97.80	141.03	178.04	206.54
增长率(YOY)	27.20%	31.57%	29.85%	44.20%	26.24%	16.01%
毛利(百万元)	1.38	3.30	2.63	7.42	14.44	22.95
增长率(YOY)	-22.77%	138.76%	-20.23%	182.09%	94.48%	58.98%
占总销售额比重	6.65%	8.63%	7.59%	9.12%	10.25%	10.80%
占主营业务利润比重	0.69%	1.88%	0.99%	2.28%	3.83%	5.33%
销售总收入(百万元)	881.08	911.05	1324.04	1627.47	1877.69	2125.15
销售总成本(百万元)	680.14	735.46	1057.61	1302.40	1501.06	1694.56
毛利(百万元)	200.95	175.59	266.42	325.07	376.63	430.59
平均毛利率	22.81%	19.27%	20.12%	19.97%	20.06%	20.26%

来源：公司公告，国金证券研究所

股票估值与投资建议

图表36：汽车行业股票相对估值水平对比

股票名称	收盘价 (元)	08EPS (元)	EPS 09%08	09EPS (元)	EPS 10%09	10EPS (元)	EPS 11%10	11EPS (元)	08PE	09PE	10PE	11PE	08PB	09PB
中国重汽	28.42	1.127	2.84%	1.159	56.51%	1.814	19.35%	2.165	25.22	24.52	15.67	13.13	4.78	4.21
福田汽车	21.65	0.400	182.50%	1.130	60.62%	1.815	19.12%	2.162	54.13	19.16	11.93	10.01	6.60	4.26
江铃汽车	22.07	0.909	34.54%	1.223	24.61%	1.524	16.54%	1.776	24.28	18.05	14.48	12.43	4.71	3.93
潍柴动力	73.10	2.320	82.84%	4.242	28.24%	5.440	12.65%	6.128	31.51	17.23	13.44	11.93	7.61	5.27
华域汽车	9.95			0.514	12.65%	0.579	9.67%	0.635		19.36	17.18	15.67	1.45	1.87
中鼎股份	14.24	0.424	48.56%	0.470	15.74%	0.544	20.22%	0.654	33.56	30.30	26.18	21.77	10.52	7.23
宇通客车	19.03	1.021	-7.15%	0.948	16.03%	1.100	12.00%	1.232	18.64	20.07	17.30	15.45	5.89	5.19
上海汽车	21.14	0.100	860.00%	0.960	47.19%	1.413	9.98%	1.554	211.40	22.02	14.96	13.60	4.00	3.28
一汽夏利	9.91	0.063	95.24%	0.123	339.84%	0.541	12.75%	0.610	157.30	80.57	18.32	16.25	4.81	4.53
长安汽车	12.71	0.010	5340.00%	0.544	70.40%	0.927	12.08%	1.039	1271.00	23.36	13.71	12.23	3.91	3.42
金龙汽车	9.89	0.440	-37.27%	0.276	10.87%	0.306	30.72%	0.400	22.48	35.83	32.32	24.73	3.10	3.10
一汽轿车	22.80	0.668	49.81%	1.001	39.96%	1.401	20.49%	1.688	34.12	22.78	16.27	13.51	5.66	4.86
威孚高科	19.78	0.341	96.48%	0.670	23.43%	0.827	11.37%	0.921	58.01	29.52	23.92	21.48	4.48	3.94
东安动力	15.86	0.347	72.48%	0.598	32.94%	0.795	15.35%	0.917	45.75	26.52	19.95	17.30	3.84	3.36
云内动力	13.65	0.360	24.72%	0.449	13.59%	0.510	15.69%	0.590	37.92	30.40	26.76	23.14	2.10	2.01
江淮汽车	10.55	0.040	400.00%	0.200	145.50%	0.491	11.41%	0.547	263.75	52.75	21.49	19.29	3.39	3.21
成飞集成	20.78	0.320	0.31%	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	64.94	64.74	54.68	47.23	4.40	4.40
威海广泰	21.34	0.450	13.33%	0.510	31.37%	0.670	19.40%	0.800	47.42	41.84	31.85	26.68	7.85	7.07
曙光股份	16.46	0.300	100.00%	0.600	-20.00%	0.480	22.92%	0.590	54.87	27.43	34.29	27.90	2.87	2.73
万丰奥威	11.64	0.080	200.00%	0.240	25.00%	0.300	33.33%	0.400	145.50	48.50	38.80	29.10	4.07	3.80
福耀玻璃	13.01	0.120	325.00%	0.510	62.75%	0.830	20.48%	1.000	108.42	25.51	15.67	13.01	3.52	2.63
海马股份	7.55	0.060	-433.33%	(0.200)	-180.00%	0.160	25.00%	0.200	125.83	(37.75)	47.19	37.75	2.59	2.52
宁波华翔	14.67	0.292	146.58%	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	50.24	20.38	24.05	18.81	6.58	5.64
一汽富维	27.23	0.900	73.33%	1.560	27.56%	1.990	14.57%	2.280	30.26	17.46	13.68	11.94	4.34	3.85
算术平均值									126.81	28.36	23.50	19.76	4.71	4.01
加权平均值									61.76	24.60	16.73	13.96	4.19	3.73
整车									70.87	24.15	15.47	13.64	4.30	3.66
零部件									49.96	25.48	19.69	14.59	4.00	3.86

来源：Wind，国金证券研究所

- 国内汽车零部件行业股票 2010 年和 2011 年平均动态 PE 分别为 20 倍和 15 倍，其中中小板公司估值水平高于主板；
- 亚太股份最新收盘价为 47.60 元，以此计算 10-12 年动态 PE 分别为 39、33 和 29 倍，这一估值水平已一定程度上反映出公司未来 3 年业绩增长的预期；我们给予公司未来 6-12 个月的目标价 45-50 元，建议“持有”；
- 公司业绩仍然存在超预期的可能，包括：1、市场开拓取得成功，公司大规模进入合资品牌中高档轿车的配套体系；2、ESP、线控制动系统等新型产品研发成功并获得市场肯定；我们将在后续的研究中给予持续跟踪；

风险提示

乘用车市场下滑的风险

- 国内乘用车需求长期增长的趋势不会改变，但并不能排除宏观经济、国家政策、燃油价格等因素造成汽车市场短期波动的可能性；

制动器行业内竞争的风险

- 国内汽车零部件行业竞争激烈，公司在汽车制动器行业内竞争优势能否长期保持尚存在一定不确定性；特别是在新型制动系统产品的开发方面，以万向集团、万安集团为代表的国内制动器厂商纷纷加大力度研发 ABS、ESP 等产品，对公司领先地位构成一定威胁；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	651	881	911	1,324	1,627	1,878
增长率		35.3%	3.4%	45.3%	22.9%	15.4%
主营业务成本	-502	-680	-735	-1,058	-1,302	-1,501
% 销售收入	77.1%	77.2%	80.7%	79.9%	80.0%	79.9%
毛利	149	201	176	266	325	377
% 销售收入	22.9%	22.8%	19.3%	20.1%	20.0%	20.1%
营业税金及附加	-3	-5	-4	-7	-8	-10
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-26	-35	-36	-44	-52	-60
% 销售收入	4.0%	4.0%	3.9%	3.4%	3.2%	3.2%
管理费用	-55	-62	-64	-93	-110	-127
% 销售收入	8.5%	7.0%	7.0%	7.0%	6.8%	6.8%
息税前利润 (EBIT)	65	100	72	123	155	180
% 销售收入	9.9%	11.3%	7.9%	9.3%	9.5%	9.6%
财务费用	-18	-23	-24	-21	-13	-14
% 销售收入	2.7%	2.6%	2.7%	1.6%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-3	-10	-6	-12	-13	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	43	64	41	90	129	158
营业利润率	6.6%	7.3%	4.5%	6.8%	7.9%	8.4%
营业外收支	7	8	13	9	5	5
税前利润	49	72	54	99	134	163
利润率	7.6%	8.2%	6.0%	7.5%	8.2%	8.7%
所得税	2	-2	-4	-7	-16	-23
所得税率	-3.5%	2.1%	7.3%	7.0%	12.0%	14.0%
净利润	51	71	50	92	118	140
少数股东损益	2	3	2	1	2	2
归属于母公司的净利润	49	68	49	91	116	138
净利率	7.6%	7.7%	5.3%	6.8%	7.1%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	51	71	50	92	118	140
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	43	51	49	61	77	78
非经营收益	13	19	22	12	7	4
营运资金变动	15	-26	-46	10	-10	-9
经营活动现金净流	122	116	74	175	192	213
资本开支	-32	-55	-96	-187	-86	-102
投资	-3	-28	0	-1	-3	-3
其他	7	9	7	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-74	-89	-188	-89	-105
股权募资	0	0	0	431	-43	0
债权募资	-42	40	2	-94	-45	-45
其他	-7	-46	-39	-16	-12	-9
筹资活动现金净流	-49	-6	-37	321	-100	-54
现金净流量	46	36	-52	308	4	54

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	161	207	153	461	464	519
应收款项	158	206	226	331	393	444
存货	97	106	123	165	203	234
其他流动资产	11	12	12	23	28	32
流动资产	427	530	514	980	1,088	1,229
% 总资产	49.4%	53.0%	50.9%	60.6%	62.0%	63.5%
长期投资	5	32	31	32	34	36
固定资产	345	354	382	527	555	592
% 总资产	40.0%	35.4%	37.9%	32.6%	31.6%	30.6%
无形资产	81	79	76	76	76	76
非流动资产	437	471	495	637	666	707
% 总资产	50.6%	47.0%	49.1%	39.4%	38.0%	36.5%
资产总计	864	1,001	1,009	1,617	1,755	1,936
短期借款	151	231	254	198	158	118
应付款项	266	317	288	454	555	636
其他流动负债	21	18	14	27	33	57
流动负债	438	566	557	679	746	811
长期贷款	91	51	30	10	5	0
其他长期负债	9	15	18	0	0	0
负债	538	632	605	689	751	811
普通股股东权益	297	339	373	895	968	1,088
少数股东权益	28	30	32	33	35	37
负债股东权益合计	864	1,001	1,009	1,617	1,755	1,936

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.690	0.950	0.679	0.946	1.215	1.446
每股净资产	4.150	4.727	5.202	9.350	10.120	11.366
每股经营现金净流	1.708	1.623	1.032	1.829	2.006	2.231
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.200
回报率						
净资产收益率	16.61%	20.10%	13.05%	10.12%	12.01%	12.72%
总资产收益率	5.72%	6.81%	4.82%	5.60%	6.63%	7.15%
投入资本收益率	11.79%	14.96%	9.68%	10.06%	11.68%	12.47%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	35.27%	3.40%	45.33%	22.92%	15.37%
EBIT增长率	N/A	54.10%	-27.79%	70.72%	26.09%	16.40%
净利润增长率	N/A	37.81%	-28.53%	85.90%	28.48%	18.98%
总资产增长率	N/A	15.85%	0.86%	60.14%	8.55%	10.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.3	71.9	77.4	85.0	84.2	83.3
存货周转天数	35.4	54.4	56.8	57.0	57.0	57.0
应付账款周转天数	50.1	84.9	86.1	95.0	94.1	93.1
固定资产周转天数	174.4	126.1	138.9	126.8	111.7	107.0
偿债能力						
净负债/股东权益	24.91%	20.34%	32.40%	-27.26%	-30.05%	-35.65%
EBIT利息保障倍数	3.6	4.3	3.0	5.9	11.6	13.2
资产负债率	62.29%	63.15%	59.92%	42.61%	42.82%	41.91%

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
强买	0	1	1	1	1
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.33

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。