

亚太股份 (002284.SZ) 汽车零部件行业

评级：持有 维持评级

业绩点评

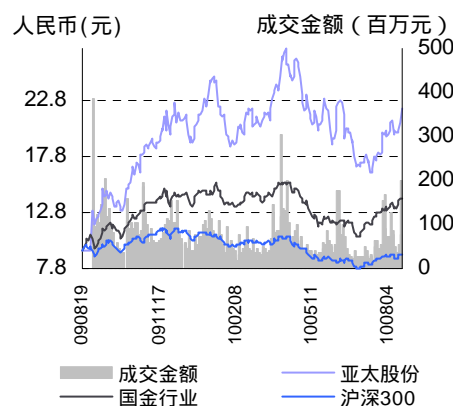
市价(人民币)：22.10元

长期价值提升仍有赖于新产品开拓

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)	48.00
总市值(百万元)	4,229.06
年内股价最高最低(元)	27.42/9.36
沪深 300 指数	2937.36
中小板指数	6400.19



相关报告

- 1.《提升产品结构是未来成长关键》，2009.8.27

张锦

联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.679	0.946	0.608	0.715	0.846
每股净资产(元)	5.20	9.14	5.18	5.89	6.54
每股经营性现金流(元)	1.03	1.58	0.95	1.11	1.25
市盈率(倍)	N/A	46.62	36.33	30.89	26.12
行业优化市盈率(倍)	15.87	51.56	51.56	51.56	51.56
净利润增长率(%)	-28.53%	85.90%	28.63%	17.59%	18.28%
净资产收益率(%)	13.05%	10.35%	11.75%	12.14%	12.94%
总股本(百万股)	71.68	95.68	191.36	191.36	191.36

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 亚太股份 2010 年 1-6 月实现销售收入 881 百万元，同比增长 52.8%，实现归属母公司净利润 56 百万元，同比增长 49.2%，按新股本全面摊薄后，对应 2010 年上半年 EPS 为 0.293 元。

经营分析

- 公司业绩增长主要受益于乘用车行业增长：在 09 年上半年低基数和行业自然增长的双重作用下，10 年上半年国内乘用车销量同比增长 48.6%，而汽车市场向二三线城市及农村地区转移的趋势，也使自主品牌份额持续提升；公司制动器产品以供应自主品牌乘用车厂商为主，受益于行业因素，公司上半年收入和盈利业绩获得大幅同比增长。
- 公司产品开拓合资品牌市场的努力已有所收获：公司自 09 年上市之后，就将开拓合资品牌市场、提升产品结构作为重要的经营目标，这一努力已逐渐体现在经营成果中：今年上半年，公司重点加强了同一汽轿车、上海大众等厂商的配套关系，特别是一汽轿车（奔腾、马六、睿翼车型公司均有配套）上半年进入公司前五大客户，占收入比达 6.47%，我们认为凭借公司行业龙头的竞争力，公司的合资品牌配套市场仍有望进一步拓展。
- 公司下半年业绩有一定环比下降的风险：我们预计下半年汽车下乡和购置税补贴的政策效力将逐渐减弱，微车和自主品牌轿车的销量增速将有所下滑（同比增速下降至 5%以内），公司业绩有环比下降的风险；当然，公司有可能通过拓展市场份额、提高生产效益等途径一定程度上规避该风险。
- 公司长期竞争力提升有赖于新产品的开拓：这一观点我们在过去的报告中已多次提示：公司传统制动器产品已处于行业龙头地位（接近 25%），份额增长潜力有限，而 ABS、EPS 等新型产品的空间则十分广阔（国内潜在市场规模超过 200 亿元）；但目前来看公司新产品开拓尚需时日：上半年公司 ABS 产品收入同比增长 38.7%，低于公司整体收入增速，毛利率也较去年下降 7.44 个百分点。

盈利调整

- 我们维持公司 10-12 年 EPS 为 0.608、0.715、0.846 元的预测，净利润增长率分别为 28.6%、17.6%和 18.3%。

投资建议

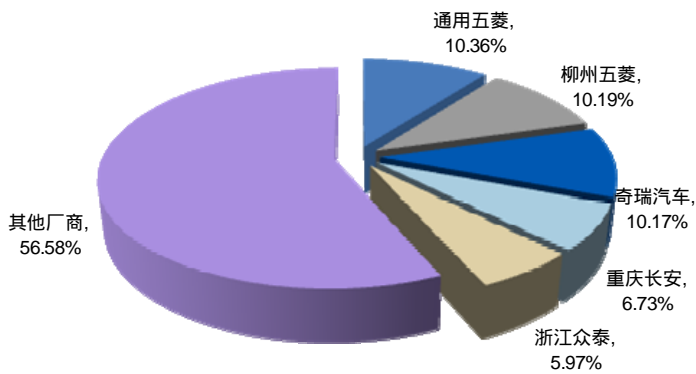
- 目前股价对应 10-12 年动态 PE 分别为 36、31 和 26 倍，我们认为目前的估值水平已一定程度反映出公司竞争力和成长潜力，维持“持有”评级。

图表1：公司10年上半年分产品收入和毛利率变化情况

公司产品	10年1-6月 销售收入	同比增速	10年1-6月 毛利率	较去年同期 增减
盘式制动器	38,253.03	46.23%	21.73%	-1.46%
鼓式制动器	23,814.55	60.78%	15.59%	-4.78%
真空助力器	4,795.81	51.02%	13.75%	3.49%
ABS	3,314.65	38.73%	15.48%	-7.44%
制动缸	2,878.83	48.27%	17.35%	-0.32%
离合器缸	8,049.95	69.65%	24.34%	0.33%
其他	628.83	25.35%	5.39%	10.30%
汽车零部件合计	81,735.65	52.14%	19.20%	-2.05%

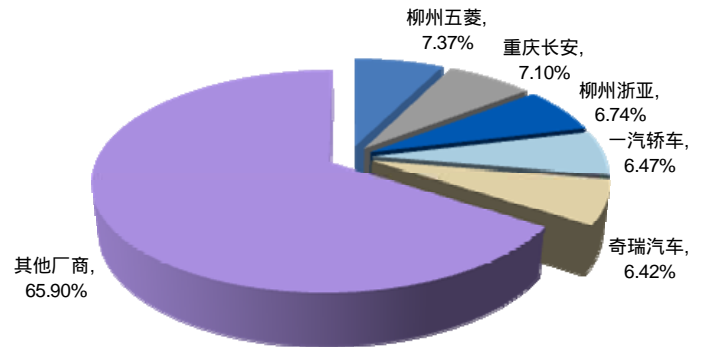
来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：2009年上半年公司前5大客户



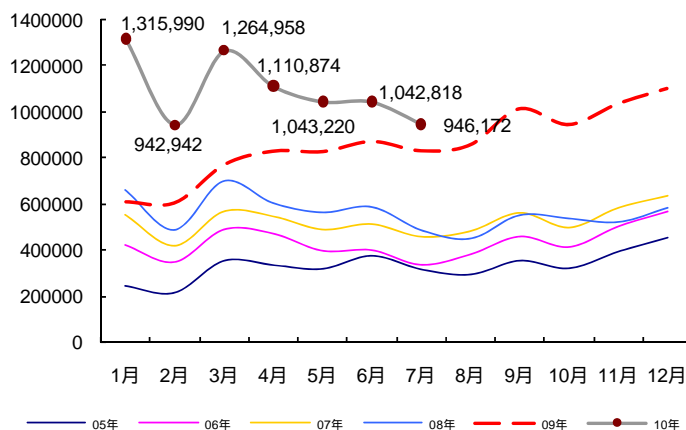
来源：公司公告，国金证券研究所

图表3：2010年上半年公司前5大客户



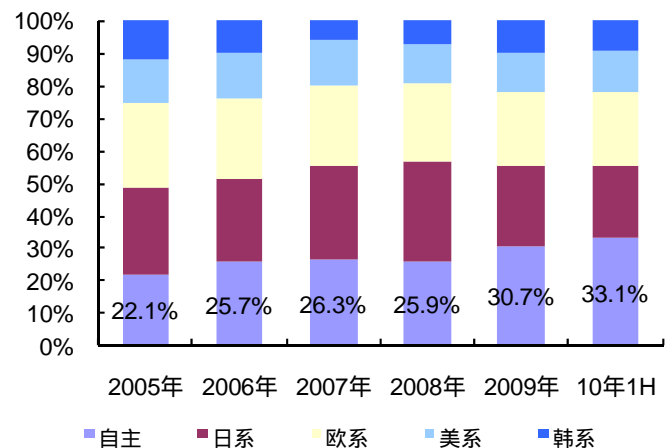
图表4：国内乘用车月度销量变化

单位：辆

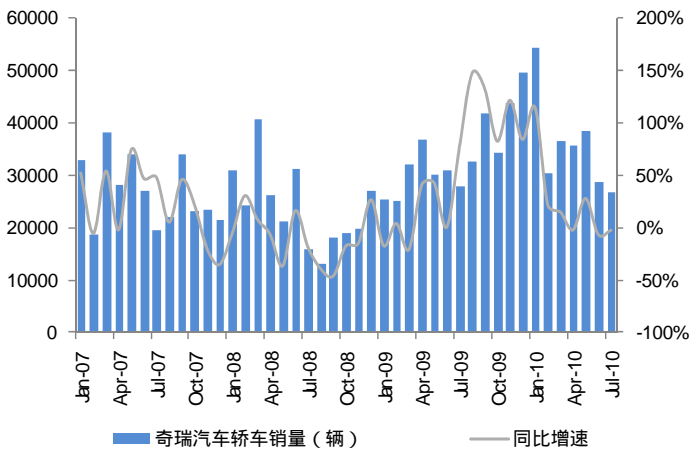


来源：中汽协，国金证券研究所

图表5：国内自主品牌轿车市场份额持续上升

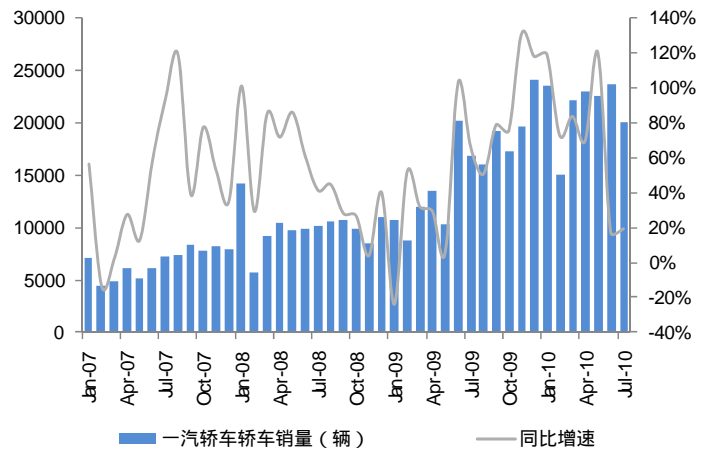


图表6：奇瑞汽车轿车月度销量变化

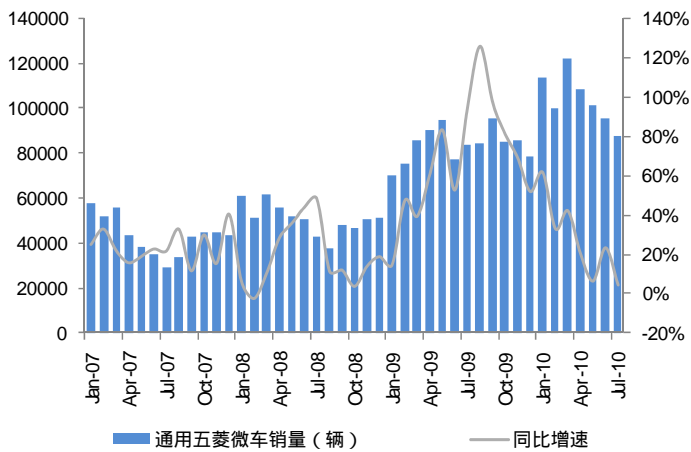


来源：中汽协，国金证券研究所

图表7：一汽轿车轿车月度销量变化

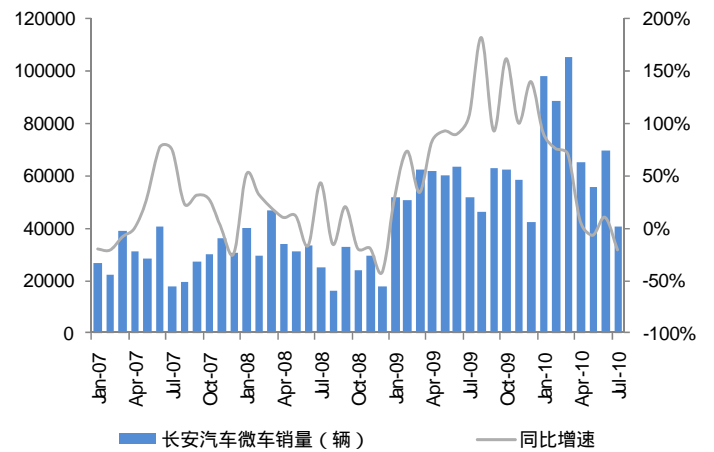


图表8：上汽通用五菱微车月度销量变化



来源：中汽协，国金证券研究所

图表9：长安汽车微车月度销量变化



图表10：公司三张报表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	881	911	1,324	1,630	1,882	2,130
增长率		3.4%	45.3%	23.1%	15.4%	13.2%
主营业务成本	-680	-735	-1,059	-1,306	-1,505	-1,699
% 销售收入	77.2%	80.7%	80.0%	80.1%	80.0%	79.7%
毛利	201	176	265	324	377	432
% 销售收入	22.8%	19.3%	20.0%	19.9%	20.0%	20.3%
营业税金及附加	-5	-4	-6	-7	-8	-10
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-35	-36	-51	-61	-70	-79
% 销售收入	4.0%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
管理费用	-62	-64	-88	-106	-121	-137
% 销售收入	7.0%	7.0%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	100	72	120	150	178	206
% 销售收入	11.3%	7.9%	9.1%	9.2%	9.5%	9.7%
财务费用	-23	-24	-19	-16	-17	-18
% 销售收入	2.6%	2.7%	1.4%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-10	-6	-12	-14	-14	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-3	0	1	1	1	2
% 税前利润	n.a	n.a	1.2%	1.0%	0.9%	0.8%
营业利润	64	41	90	121	148	180
营业利润率	7.3%	4.5%	6.8%	7.4%	7.9%	8.5%
营业外收支	8	13	9	9	10	11
税前利润	72	54	99	130	159	192
利润率	8.2%	6.0%	7.5%	8.0%	8.4%	9.0%
所得税	-2	-4	-4	-9	-16	-23
所得税率	2.1%	7.3%	4.4%	7.0%	10.0%	12.0%
净利润	71	50	95	121	143	169
少数股东损益	3	2	4	5	6	7
归属于母公司的净利润	68	49	91	116	137	162
净利率	7.7%	5.3%	6.8%	7.1%	7.3%	7.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	71	50	95	121	143	169
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	51	49	59	65	77	80
非经营收益	19	22	14	10	2	0
营运资金变动	-26	-46	-16	-14	-9	-10
经营活动现金净流	116	74	151	183	212	239
资本开支	-55	-96	-65	-166	-101	-126
投资	-28	0	0	-1	-3	-3
其他	9	7	4	1	1	2
投资活动现金净流	-74	-89	-62	-166	-102	-127
股权募资	0	0	424	0	0	0
债权募资	40	2	-41	-54	-20	5
其他	-46	-39	-31	-16	-13	-13
筹资活动现金净流	-6	-37	352	-70	-33	-8
现金净流量	36	-52	441	-53	76	104

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	207	153	627	574	650	754
应收款项	206	226	361	407	454	503
存货	106	123	169	204	235	265
其他流动资产	12	12	23	28	32	36
流动资产	530	514	1,180	1,213	1,371	1,559
% 总资产	53.0%	50.9%	70.3%	66.3%	67.2%	67.9%
长期投资	32	31	32	33	35	38
固定资产	354	382	385	508	557	624
% 总资产	35.4%	37.9%	23.0%	27.8%	27.3%	27.2%
无形资产	79	76	73	74	74	74
非流动资产	471	495	498	617	668	737
% 总资产	47.0%	49.1%	29.7%	33.7%	32.8%	32.1%
资产总计	1,001	1,009	1,678	1,830	2,039	2,296
短期借款	231	254	146	121	111	121
应付款项	317	288	489	560	642	720
其他流动负债	18	14	19	33	38	82
流动负债	566	557	655	715	791	923
长期贷款	51	30	97	87	77	72
其他长期负债	15	18	19	0	0	0
负债	632	605	771	801	868	994
普通股股东权益	339	373	874	991	1,128	1,251
少数股东权益	30	32	33	38	44	51
负债股东权益合计	1,001	1,009	1,678	1,830	2,039	2,296

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.950	0.679	0.946	0.608	0.715	0.846
每股净资产	4.727	5.202	9.139	5.178	5.893	6.540
每股经营现金净流	1.623	1.032	1.580	0.954	1.106	1.250
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.000	0.000	0.200
回报率						
净资产收益率	20.10%	13.05%	10.35%	11.75%	12.14%	12.94%
总资产收益率	6.81%	4.82%	5.39%	6.36%	6.71%	7.05%
投入资本收益率	14.96%	9.68%	10.01%	11.28%	11.78%	12.13%
增长率						
主营业务收入增长率	35.27%	3.40%	45.33%	23.12%	15.44%	13.22%
EBIT增长率	54.10%	-27.79%	67.46%	24.54%	18.56%	15.89%
净利润增长率	37.81%	-28.53%	85.90%	28.63%	17.59%	18.28%
总资产增长率	15.90%	0.86%	66.23%	9.07%	11.42%	12.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.9	77.4	71.1	85.0	84.2	83.3
存货周转天数	54.4	56.8	50.3	57.0	57.0	57.0
应付账款周转天数	84.9	86.1	82.2	95.0	94.1	93.1
固定资产周转天数	126.1	138.9	98.7	100.7	98.7	101.1
偿债能力						
净负债/股东权益	20.34%	32.40%	-42.38%	-35.61%	-39.47%	-43.13%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.0	6.4	9.4	10.3	11.5
资产负债率	63.15%	59.92%	45.92%	43.79%	42.55%	43.30%

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	0	0	0	1
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-08-27	减持	9.36	N/A

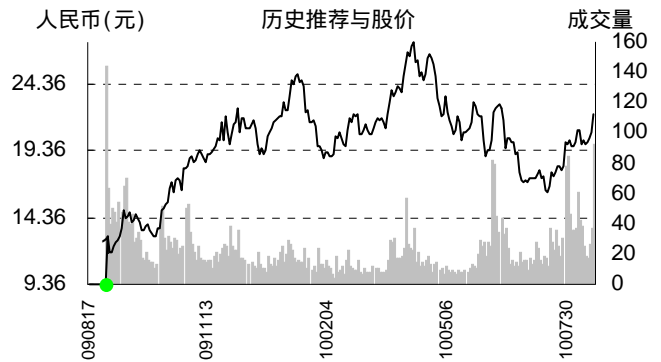
来源：国金证券研究所

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



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：

- 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。

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室