

机械、汽车

报告原因: 调研报告

2010年11月24日

市场数据: 2010年11月22日

收盘价	23.11
52周内高	56.70
52周内低	15.80
总市值(百万元)	4422.33
流通市值(百万元)	1517.50

## 亚太股份 (002284)

发展潜力较大的制动器行业龙头

买入

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

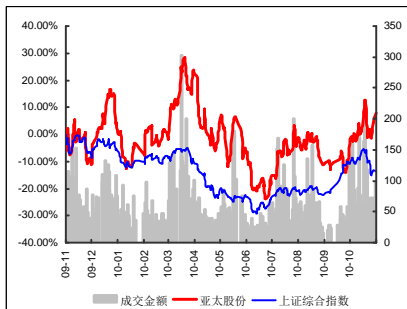
单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	911	3%	19%	50	-29%	0.25	91
2009A	1324	45%	20%	95	88%	0.47	49
2010E	1827	38%	19%	135	43%	0.68	34
2011E	2284	25%	19%	181	34%	0.91	25

### 投资要点:

- ◆ **四季度订单继续平稳增长。**公司盘式制动器（包括制动钳、制动盘及总成产品）主要客户是 2.3L 及以下的自主品牌车型及部分合资品牌车型，而鼓式制动器产品的主要客户是 1.6L 及以下的家用轿车和、交叉型乘用车及商用车等车型。进入 10 月份以来，公司主要下游整车销量季节性的开始继续攀升，1.0L 以下排量的轿车同比增长 74%、1.0-1.6L 排量的同比增长 22%，交叉型乘用车同比增长 19.2%，均较 9 月份有较大增长。从公司角度来看，近期订单也继续饱满，虽然公司的产能在持续的释放当中，但排产依然较为紧密。
- ◆ **产品配套升级情况进展较快，积极进军 AM 市场。**公司目前配套车型均属于中低端轿车，产品价格及盈利能力有限。公司积极推进中高端车型的配套工作，已经成功配套一汽轿车马六、奔腾 B70、B50 等较高端车型。同时凭借对上海大众、一汽大众等合资厂商的良好供货，这些合资厂商也逐步意向开放部分高端车型的配套市场给公司。我们认为未来公司产品如能配套朗逸、速腾这样的主流轿车将会较大的拉动公司产品的销量及盈利能力。随着汽车保有量近几年的飞速增长，AM 市场对品质良好的零部件要求越来越高。公司产品当中制动盘、制动钳等相对来说均属于易耗品，而这些产品的 AM 市场被很多小厂商的差产品占据，而由于过去产能有限公司 90% 以上产品均为 OEM 配套。随着募投项目的达产，公司已经计划大力开拓 AM 市场。同时由于 AM 市场面对的是零售商，因此公司在议价能力提升的同时，有可能提升产品盈利能力。
- ◆ **ABS 仍然配套小众产品、ESP 量产依然有待时日。**公司是国内唯一一家掌握 ABS 核心技术的零部件企业，产品性能质量可以与外资企业相媲美。但由于 ABS 产品与整车的配套需要漫长、复杂的装车实验（至少需经过夏季、冬季实验），因此造成其供应商与整车厂商的配套关系较为

### 一年股价走势



### 研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

### 联系人

张小玲

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

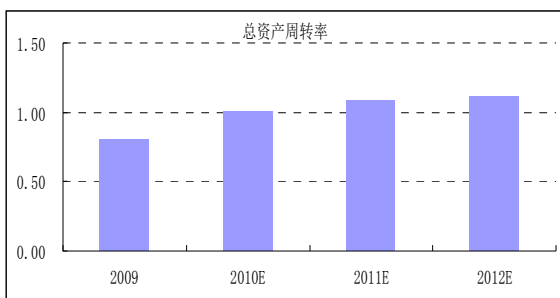
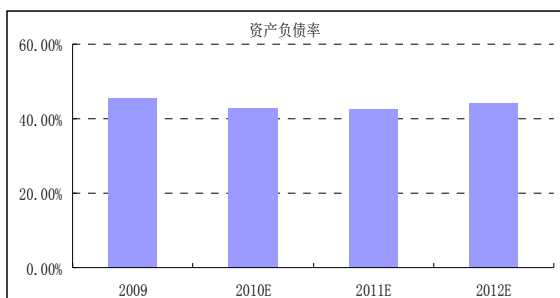
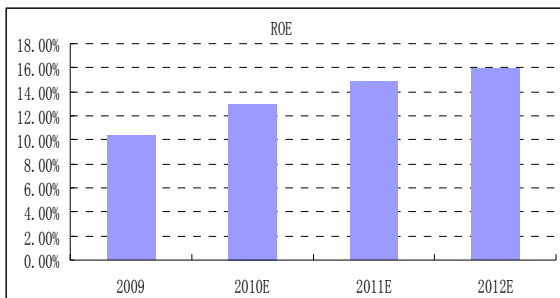
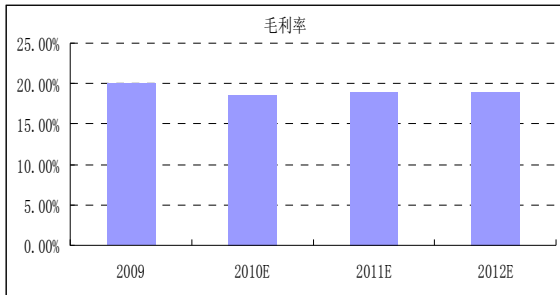
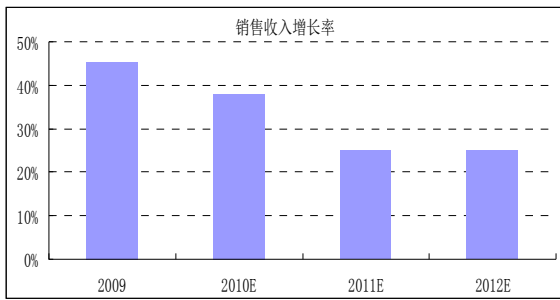
请务必阅读正文之后的特别声明部分

紧密，同一车型较少更换 ABS 供应商。同时 ABS 的配套要求供应商有较强的同步开发能力，对供应商的综合技术支持有较高的要求。因此，近年公司 ABS 产品并没有大规模进入主流乘用车市场。而同时由于产销规模较小，公司在核心电子芯片上的采购成本要高于竞争对手，因此价格、盈利能力也有所受限。众多原因造成公司目前 ABS 的配套主要是国内的皮卡产品如郑州日产 D22、江铃宝典、以及小型乘用车企业如众泰等小众产品。但我们依然看好公司此块业务的发展，目前公司已有一部分新产品在做装车实验，未来如能成功打入主流市场将会使公司此项业务有质的飞跃。而同时作为制动系统中对行驶安全有着极为重要帮助的部件，ABS 在我国的空间十分巨大。对比部分国家已经将 ABS 作为标配部件配套所有车型，我国的 ABS 配套率仍然较低，低端轿车、交叉型乘用车、商用车等均有着较大的市场空间。因此未来如有政策上的推动，公司 ABS 的发展将更加迅速。公司 ESP 产品目前已经完成实验室的设计试验阶段，进展良好，但实现量产仍需一段时间。

- ◆ **投资策略。**公司是目前国内汽车制动系统的龙头企业，在汽车制动系统产品上拥有国内领先技术，并是行业标准的制定者。我们十分看好国内汽车制动器产品的发展，随着未来汽车产品结构升级，汽车制动器产品有望有超越整车行业及其他传统零部件的增速。我们预计公司 10 年、11 年收入增长分别达到：38%、25%，对应 EPS 分别为：0.68、0.91；虽然稳健的经营使得短期内公司的业绩增速略低于市场预期，但是公司的成长性依然显著。我们首次覆盖公司，给予“买入”评级。



报表预测



利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	911.05	1324.04	1827.17	2283.96	2854.95
减: 营业成本	735.46	1059.35	1489.14	1850.01	2312.51
营业税金及附加	3.84	5.94	8.20	10.25	12.82
营业费用	35.75	50.54	63.95	79.94	99.92
管理费用	64.07	87.75	109.63	137.04	171.30
财务费用	24.18	18.86	-3.14	-6.62	-10.50
资产减值损失	6.29	12.43	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.31	1.16	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>41.14</b>	<b>90.31</b>	<b>159.38</b>	<b>213.34</b>	<b>268.90</b>
加: 其他非经营损益	13.14	8.58	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>54.29</b>	<b>98.89</b>	<b>159.38</b>	<b>213.34</b>	<b>268.90</b>
减: 所得税	3.97	4.36	23.91	32.00	40.34
<b>净利润</b>	<b>50.31</b>	<b>94.54</b>	<b>135.48</b>	<b>181.34</b>	<b>228.57</b>
减: 少数股东损益	1.63	4.04	5.79	7.74	9.76
<b>归属母公司股东净利</b>	<b>48.68</b>	<b>90.50</b>	<b>129.69</b>	<b>173.60</b>	<b>218.81</b>
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	144.51	615.55	468.27	615.80	812.72
应收和预付款项	237.95	383.25	468.05	595.70	733.99
存货	123.21	168.80	269.31	274.97	405.38
长期股权投资	31.07	32.02	32.02	32.02	32.02
固定资产和在建工程	382.49	385.36	518.48	531.60	534.72
无形资产和开发支出	75.57	73.46	64.67	55.88	47.09
<b>资产总计</b>	<b>994.86</b>	<b>1658.51</b>	<b>1820.87</b>	<b>2106.04</b>	<b>2565.98</b>
短期借款	238.00	131.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	288.29	489.33	652.35	763.05	1003.10
长期借款	30.00	96.80	96.80	96.80	96.80
其他负债	33.97	33.88	33.88	33.88	33.88
<b>负债合计</b>	<b>590.26</b>	<b>751.01</b>	<b>783.03</b>	<b>893.73</b>	<b>1133.78</b>
股本	71.68	95.68	95.68	95.68	95.68
资本公积	17.27	415.39	415.39	415.39	415.39
留存收益	283.95	363.39	487.95	654.67	864.81
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>372.90</b>	<b>874.46</b>	<b>999.01</b>	<b>1165.74</b>	<b>1375.88</b>
少数股东权益	31.69	33.04	38.83	46.57	56.33
<b>股东权益合计</b>	<b>404.59</b>	<b>907.50</b>	<b>1037.84</b>	<b>1212.31</b>	<b>1432.21</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>994.86</b>	<b>1658.51</b>	<b>1820.87</b>	<b>2106.04</b>	<b>2565.98</b>
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	72.43	170.08	185.72	247.79	295.09
投资性现金净流量	-89.38	-61.75	-200.00	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	-37.06	351.85	-133.00	-0.25	1.83
<b>现金流量净额</b>	<b>-54.07</b>	<b>460.13</b>	<b>-147.28</b>	<b>147.53</b>	<b>196.92</b>

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。