

汽车零部件

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

亚太股份

002284

推荐

增发并购暂时中止, 不改公司长期方略

公司11年1月24日公告《关于中止筹划非公开发行股份购买资产的议案》, 我们认为, 公司增发并购的终止并不影响公司长期价值, 公司并购扩大规模和延伸产业链的战略努力一直在持续, 更表明公司积极谋求快速发展, 提升规模和竞争力, 巩固公司龙头地位的积极进取。

公司配套比率仍在扩大, 有由“小部件向系统总成”过渡的趋势。我们预计公司将稳扎稳打, 围绕完善产业链做文章, 稳健提升公司竞争力。我们长期看好公司价值, 公司的经营状况持续改善, 核心竞争力正在聚拢, 为未来业绩打下伏笔。公司股价短期非理性下跌反而带来投资机遇。

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 21.76元

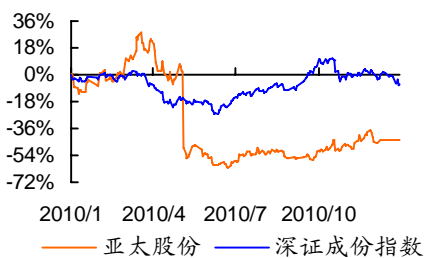
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11639.96
总股本(百万)	191
流通股本(百万)	66
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.74
资产负债率	45.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
亚太股份	-8.42	3.42	19.63
深证成份指数	-9.57	-11.22	12.75



相关报告

《亚太股份-远交近攻, 运筹帷幄》2011-1-5

《亚太股份-ABS处于敏感期, 爆发在即》
2010-12-4

投资要点:

- 公司是国内汽车制动器行业龙头, “上顶下沉”是重要的发展战略。公司产品是汽车必备的制动系统核心部件, 市场份额国内第一, 预计2010年实现销售收入17亿元, 同比增长27%。公司通过设立子公司芜湖亚太、柳州底盘、北京亚太和重庆亚太、长春亚太等, 实现就近配套, 巩固制动市场龙头地位。我们认为, 公司未来可以通过并购合作方式实现产业链整合, 在互惠互利基础上打通供应链, 一是保证上游供货独立性, 二是控制上游供货稀缺性保证产品价格竞争力。
- 在法规趋紧的趋势下, ABS产品未来将贡献较大利润。公司依托制动领域领先地位, 将开发生产包括ABS和ESP在内的电子核心部件, 目前已能实现批量装配和出口。目前我国微车和微客的ABS装备率几乎为零, 国外ABS和ESP的装载已经成为标配。我们预计, 跨入汽车社会后, 汽车安全法规将得到强化, 乘用车ABS标配随时将进入强制执行阶段。我国微车和微客销量规模超过300万辆, 公司作为制动器龙头, 仅为原有客户进行配套就将达到100万套, 实现爆发增长。
- 推荐理由: 我国汽车零部件产业进口替代在持续深化进程中, 公司作为国内制动器领域龙头, 机遇巨大且明显。公司产品技术实力卓著, 优势明显, 公司ABS和ESP是未来拳头产品, 未来面临较大的增长机遇, 建议重点跟踪。
- 投资建议: 我们预计公司10-12年EPS分别为0.64元、0.94元、1.21元。基于我们对公司长期成长性的判断, 我们认为公司11年的合理估值在30倍左右, 未来6-12个月目标价至30元, 目前非理性下跌将是配置机遇, 维持“推荐”评级。
- 风险提示: 宏观经济严重放缓、原材料价格大幅上涨等将影响公司业绩不达预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1324	1731	2238	2670
同比(%)	45%	31%	29%	19%
归属母公司净利润(百万元)	91	123	181	231
同比(%)	86%	35%	48%	28%
毛利率(%)	20.0%	19.1%	20.0%	20.5%
ROE(%)	10.3%	12.5%	15.6%	16.6%
每股收益(元)	0.47	0.64	0.94	1.21
P/E	44.83	33.11	22.44	17.54
P/B	4.64	4.15	3.50	2.92
EV/EBITDA	23	25	17	14

资料来源: 中投证券研究所

公司在制动器领域优势明显，具备进口替代和实现出口的技术实力。目前公司主要供应国内自主品牌和合资品牌整车企业。近年一汽体系贡献开始陆续放量，公司决策将在长春设立子公司，确保同步开发和独家配套地位，并将提升盈利空间。

目前公司正陆续实现其他合资品牌的批量供货，明年新增不少车型的配套。总体而言，主要客户包括奇瑞、大众、广汽，遵循“以欧系为主，巩固自主品牌，渗透日系”的战略路线，明年还将进入韩国现代配套体系。

表 1 公司前五大客户 (2010H)

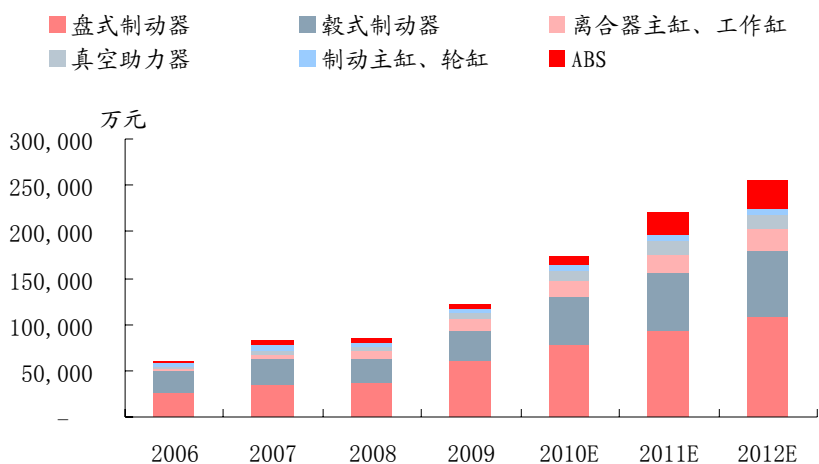
客户名称	营业收入(亿元)	占比 (%)
柳州五菱汽车工业有限公司	0.60	7.37
重庆长安汽车股份有限公司	0.58	7.1
柳州市浙亚汽车底盘部件有限责任公司	0.55	6.74
一汽轿车股份有限公司	0.53	6.47
奇瑞汽车股份有限公司	0.53	6.42
小 计	2.80	34.09

资料来源：公司资料、中投证券研究所

公司未来目标是三驾马车快速推动：售后+出口+配套，目标指向 3 个目前的亚太。由于制动器的制动盘和制动鼓类部件是典型的耗材，售后市场具备广阔的市场空间，随着配套市场的稳定开拓，公司将加大售后市场的销售；公司 10 年出口 7000~8000 千万，预计 11 年超过 1 亿（不包括 ABS 业务），未来公司制动器总成、ABS 等主打产品的出口将获得大的发展机遇。

在法规趋紧的趋势下，新产品 ABS 是公司的重大看点。公司在制动领域的领先是持续性的，包括 ABS、ESP 在内的电子核心部件已达国际水平，能够实现批量装配和出口。目前我国微车和微客的 ABS 装备率几乎为零，国外包括 ABS、ESP 的装载已经成为标配。我们预计，跨入汽车社会后，汽车安全法规将得到强化，乘用车 ABS 标配将进入强制执行阶段。我国微车和微客销量规模超过 300 万辆，公司作为制动器领头，仅为原有客户进行配套就将达到 100 万套，实现爆发增长。10 年 ABS 业务增长明显，达到 10 万套(+150%)，未来将持续爆发性增长，成为公司重要的外延增长点。

图 1 公司新产品 ABS 将快速增长



资料来源：中投证券研究所

制动领域卓越专家，将从散装零部件向模块、系统供应商过渡，竞争力和盈利能力将大幅提升。汽车零部件是由“部件→模块→系统→系统总成”形成金字塔式配套体系，公司在制动总成领域，已是部件和模块的领先供应商，公司具备资源和实力整合配套体系，实现由部件模块供应商向系统甚至系统总成供应商过渡。公司将整合产业链，增强供应链控制力和下游客户议价实力，极大提升公司竞争力和盈利能力，并购上游供货商将是一个简易实际的路线。

表 2 公司前五大采购商 (2009A)

客户名称	采购金额(亿元)	占比(%)
衢州市作丰耐磨合金铸造有限公司	0.47	5.20%
重庆长江轴承股份有限公司	0.36	4.04%
杭州杭城摩擦材料有限公司	0.33	3.63%
苏州建邦国际贸易有限公司	0.28	3.09%
重庆齐信汽车零部件有限公司	0.27	3.03%
合计	1.71	18.98%

资料来源：公司资料、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	1180	1556	2046	2561	营业收入	1324	1731	2238	2670
现金	627	833	1114	1451	营业成本	1059	1399	1790	2124
应收账款	329	430	556	663	营业税金及附加	6	8	11	13
其它应收款	1	1	1	2	营业费用	51	68	88	104
预付账款	22	30	38	45	管理费用	88	119	153	181
存货	169	223	285	338	财务费用	19	0	0	-1
其他	31	40	52	62	资产减值损失	12	12	8	6
非流动资产	498	478	457	436	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	32	32	32	32	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	358	353	342	326	营业利润	90	125	189	244
无形资产	73	71	69	67	营业外收入	10	10	10	10
其他	35	21	14	11	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1678	2034	2503	2997	利润总额	99	134	198	253
流动负债	655	805	988	1144	所得税	4	6	9	11
短期借款	131	131	131	131	净利润	95	128	189	242
应付账款	309	404	522	623	少数股东损益	4	5	8	10
其他	215	270	335	390	归属母公司净利润	91	123	181	231
非流动负债	116	213	310	406	EBITDA	158	146	210	265
长期借款	97	194	290	387	EPS (元)	0.95	0.64	0.94	1.21
其他	19	19	19	19					
负债合计	771	1018	1298	1550	主要财务比率				
少数股东权益	33	39	47	57	会计年度	2009	2010	2011	2012
股本	96	191	191	191	成长能力				
资本公积	415	368	368	368	营业收入	45.3%	30.7%	29.3%	19.3%
留存收益	363	419	600	831	营业利润	119.5%	38.7%	50.8%	29.2%
归属母公司股东权益	874	978	1159	1390	归属于母公司净利润	85.9%	35.4%	47.6%	27.9%
负债和股东权益	1678	2034	2503	2997	获利能力				
					毛利率	20.0%	19.1%	20.0%	20.5%
					净利率	6.8%	7.1%	8.1%	8.7%
					ROE	10.3%	12.5%	15.6%	16.6%
					ROIC	20.7%	23.8%	35.5%	45.6%
					偿债能力				
					资产负债率	45.9%	50.0%	51.8%	51.7%
					净负债比率	31.51	33.36%	33.63	34.40%
					流动比率	1.80	1.93	2.07	2.24
					速动比率	1.54	1.65	1.78	1.94
					营运能力				
					总资产周转率	1.58	0.93	0.99	0.97
					应收账款周转率	7	4	4	4
					应付账款周转率	6.86	3.93	3.87	3.71
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.47	0.64	0.94	1.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	0.66	0.96	1.25
					每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.11	6.05	7.26
					估值比率				
					P/E	44.83	33.11	22.44	17.54
					P/B	4.64	4.15	3.50	2.92
					EV/EBITDA	23	25	17	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邓学: 中投证券研究所汽车行业分析师, 2010 年、2006 年分别获得清华大学汽车工程系硕士、学士学位。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434