

汽车零部件 III

署名人: 张镭

S0960209060260

0755-82026570

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邓学

S0960110080111

0755-82026831

dengxue@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 24.98元

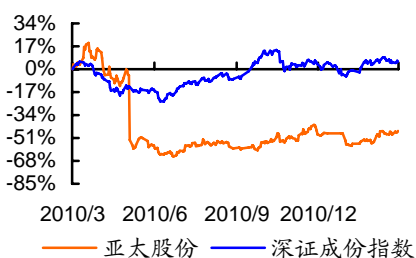
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12771.46
总股本(百万)	191
流通股本(百万)	66
流通市值(亿)	16
EPS (TTM)	0.58
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	18.39	5.13	0.00
深证成份指数	1.53	1.71	0.00



相关报告

《亚太股份-技术外溢与ABS潜力终将带来质变!》2011-3-1

《亚太股份-增发并购暂时中止,不改公司长期方略》2011-1-24

《亚太股份-远交近攻,运筹帷幄》2011-1-5

亚太股份

002284

强烈推荐

主营业务稳定,深度挖掘“技术外溢+ABS潜力”

公司3月25日公布2010年年报,实现营业总收入17.51亿元,同比增长32.22%,营业利润1.30亿元,同比增长44.28%;实现归属于上市公司股东的净利润1.19亿元,同比增长31.19%,业绩符合预期。

汽车制动市场空间巨大,超过300亿!进口替代机遇处于突破孕育期,公司作为内资龙头处于快速扩张期,我们认为公司11年将稳扎稳打,努力实现宽领域发展、多点开花,实现业绩和估值双重提升,建议重点关注。

投资要点:

- **公司10年实现收入17.51亿元,收入结构看点多。**主营业务增长明确,随着新旧产品切换,盈利能力明显改善;ABS仍有较大潜力,11年新一代产品投放预计将带来惊喜;公司其他收入中增幅132%,部分来源轨道交通领域,前景值得期待!
- **汽车制动市场空间超过300亿,分别来自配套、售后、汽车电子(ABS/ESP),公司均具有深厚积累,随着产能释放,未来成长空间巨大。**11年公司IPO产能将陆续释放,新增产能将带动提升产品质量、提高生产效率、拓展产品领域,产品上台阶、盈利大改善值得期待。
- **ABS和技术外溢被低估,看好公司未来成长为多领域制动巨头。**目前ABS竞争格局仍以外资品牌为主,但是在技术壁垒不存在的情况下,多种机遇或将促使公司强势突破外资垄断,公司近几年实现突破的可能性非常大;目前公司已经参与少量铁路制动装置的生产,未来或将获得相应市场,分享技术外溢机遇。我们认为,“ABS国产化”与“技术外溢”将成为公司外延增长亮点,或将助推公司华丽转身。
- **投资建议:**我们预计公司2011~2013年实现收入22.49亿元、28.63亿元和34.40亿元,归属于母公司净利润为1.80亿元、2.37亿元和3.07亿元,同比增长52%、32%、29%,每股EPS为0.94元、1.24元和1.61元,对应10-12年PE为22.55、17.10和13.20。考虑公司面临业绩拐点,并处于强势突破的临界点,技术外溢和ABS业务将享受一定的估值溢价,我们给予公司11年32倍估值,目标价32元,维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**经济放缓影响汽车市场景气度,原材料价格上升等将影响公司盈利水平。

主要财务指标

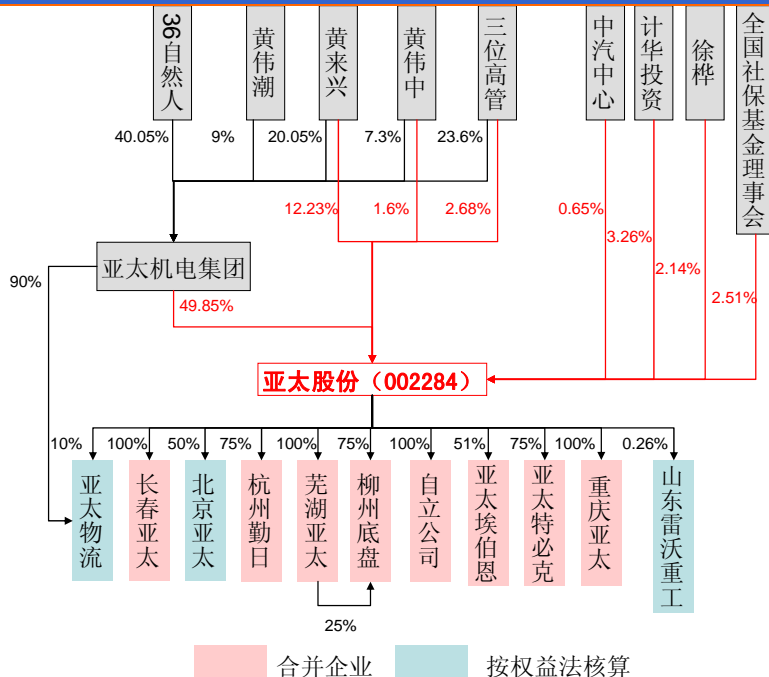
单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1750	2249	2863	3440
同比(%)	32%	29%	27%	20%
归属母公司净利润(百万元)	119	180	237	307
同比(%)	31%	52%	32%	29%
毛利率(%)	18.9%	19.4%	19.8%	20.4%
ROE(%)	12.2%	15.9%	17.3%	18.3%
每股收益(元)	0.62	0.94	1.24	1.61
P/E	34.23	22.55	17.10	13.20
P/B	4.17	3.58	2.96	2.42
EV/EBITDA	20	17	13	11

资料来源:中投证券研究所

一、 公司简介

亚太股份是浙江知名民营企业，控股股东为浙江亚太机电集团股份有限公司（简称“亚太集团”），黄来兴先生为亚太股份实际控制人。

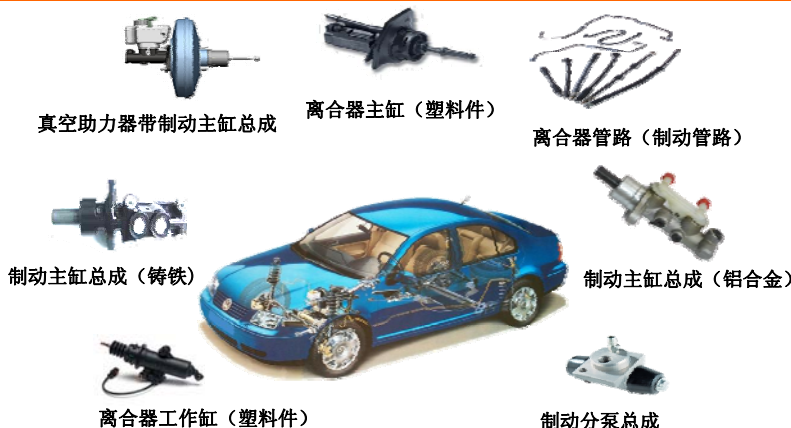
图 1 公司股权结构及主要控股子公司情况



资料来源：公司资料、中投证券研究所

公司主营业务为汽车制动系统零部件和总成的研发、生产、销售与服务。公司产品为实现汽车的安全制动功能，是汽车技术的核心技术之一，涉及安全与节能；未来公司将基于 ABS 产品开发电子车身稳定装置（ESP），进入更高层次的汽车电子产品。

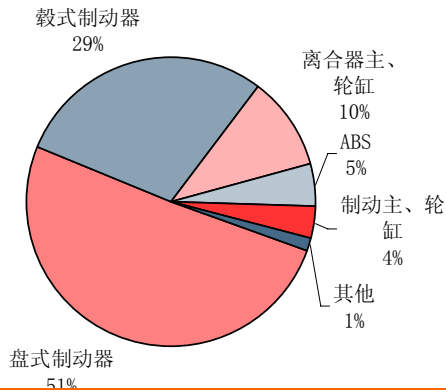
图 2 公司是制动领域专家，产品包括相关零部件及总成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

公司主营业务突出，汽车业务占比超过 93%，依托稳定的汽车市场公司 11 年将实现 30% 的增长。随着产能的释放、公司竞争力的扩大和新产品开拓，预计公司 11 年收入超过 22 亿元，实现 30% 的增长。

图 3 公司收入结构 (2010A)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

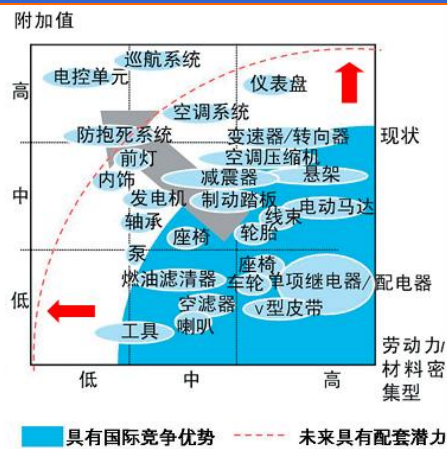
二、 汽车零部件行业处于快速成长期

我们认为未来零部件行业发展将快于整车行业增长，而部分优秀汽车零部件企业的成长空间将明显优于整车企业。我们认为汽车和零部件生产规模的稳定，将有助于国内汽车零部件企业的快速成长，通过积累研发技术、提升生产管理能力、加快行业整合都将促进我国汽车工业产业升级的快速演进；目前我国汽车产业链的零部件行业集中度仍远弱于整车行业，进口替代、全球分工、行业整合机遇为零部件企业提供极大的成长空间。

我们认为零部件企业的投资价值来源于两个核心因素的驱动：一是核心价值创造；二是竞争力扩张。核心价值创造决定基础，竞争力扩张带来成长空间和成长速度。核心价值创造表现为：1、产品价值（决定收入规模）；2、产业链位置（决定毛利空间）。竞争力扩张的表现：1、制造向创造升级；2、产业链迁移；3、技术外溢；

具备核心价值创造和竞争力扩张机遇的零部件企业理应获得高估值，我们看好 ABS、曲轴、前照灯、非轮胎橡胶、空调系统等细分行业的成长机会。我们认为汽车制动系统的技术外溢和 ABS 国产化将成为趋势，也是国内零部件产业升级的方向，看好制动器在铁路等领域的技术外溢以及 ABS 国产化的大机遇！

图 4 我国汽车零部件的竞争力潜力划分

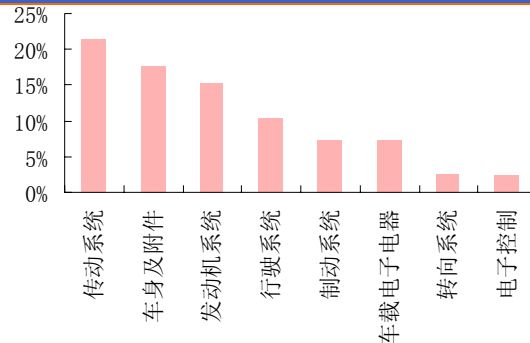


资料来源：罗兰贝格、中投证券研究所

三、 制动市场大空间——配套售后+ABS 国产化+技术外溢！

我国制动系统明显面临产业升级的契机，国内制动器企业未来将充分进口替代良机，市场份额进一步扩大。制动系统在汽车零部件工业总产值的占比约 7.5~8% 左右，我国制动系统的工业总产值规模接近 114 亿元。

图 5 我国汽车各系统产值占比对比



资料来源：汽车工业年鉴 2010 年、中投证券研究所

在汽车领域，轮胎和制动摩擦片是突出的易损件，更换频率最高的零件之一，制动相关产品的售后市场空间巨大。经过粗略的保守测算，售后维修市场每年至少有 1.08 亿个的盘式摩擦片以及 0.66 亿个鼓式制动蹄的跟换需求，市场规模过 100 亿！随着我国汽车保有量的持续推升，仍将有很大的提升空间。

表 1 售后市场制动零件更换市场的粗略测算

盘式摩擦片售后市场空间						
配套车型	保有量 (万辆)	跟换数/万公里	制动装置型式	年均里程	更换量(万)	
轿车	排量≤2.0 升	6,300	0.33	前盘后鼓，即每辆车 2 套盘式制动器	2	8,400
	排量>2.0 升	700	0.33	四轮盘式，即每辆车 4 套盘式制动器	2	1,867
轻型、微型汽车	1,000	0.33	20%前盘后鼓，即每辆车 2 套盘式制动器	4	533	
			80%为四轮鼓式，不需盘式制动器	4	0	
合计	8,000	-	-	-	10,800	
鼓式制动蹄售后市场空间						
配套车型	保有量 (万辆)	跟换数/万公里	制动装置型式	年均里程	更换量(万)	
轿车	排量≤2.0 升	6,300	0.17	前盘后鼓，即每辆车 2 套鼓式制动器	2	4,200
	排量>2.0 升	700	0.17	四轮盘式，即每辆车 0 套鼓式制动器	2	0
轻型、微型汽车	1,000	0.17	20%前盘后鼓，即每辆车 2 套鼓式制动器	4	267	
			80%为四轮鼓式，需 4 套鼓式制动器	4	2,133	
合计	8,000	-	-	-	6,600	

资料来源：中投证券研究所

制动系统的电子化是国内外技术发展的趋势，包括 ABS/ESP 的制动系统电子产品在国外早已陆续成为标配，而国内目前尚未强制执行安装，未来空间巨大。未来制动系统的电子产品（主要是 ABS 和 ESP）的进口替代、潜在新增的潜力和空间非常大！经过测算目前进口替代空间为 58 亿元，潜在新增 35 亿元，将成为未来新增的成长亮点。

依托本土化、客户渠道、快速响应的优势，ABS 的进口替代进程将加快；同时未来新能源汽车技术的国产化要求，将帮助国产 ABS 企业瓦解合资品牌的配套壁垒。《国家节能与新能源汽车技术指南》指出需攻克能量回馈与 ABS 的集成化设计与控制关键技术，以实现电动汽车的节能效果最大化，对于维护自身技术壁垒的外资 ABS 企业不可能公开通讯协议，将可能隔离在未来中国新能源汽车的制动系统市场之外。

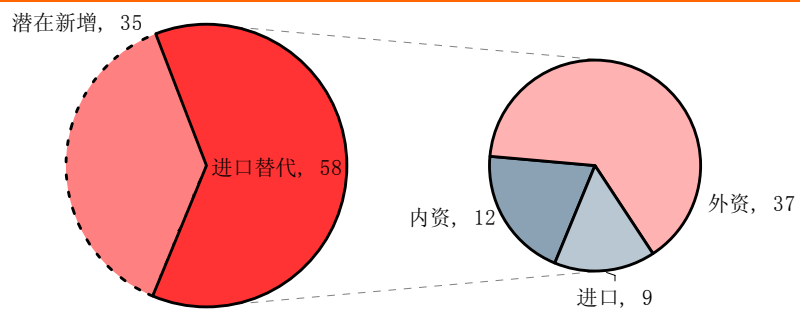
表 2 中国 ABS 市场潜力测算

车型	2010 年销量 (万辆)	ABS 单价	市场规模 (亿元)	市场潜力
轿车(不含微车)	743	600	45	进口替代
SUV+MPV	176	800	14	进口替代
轻卡+微卡	246	500	12	新增
微客	249	600	15	新增
微车	206	400	8	新增
总计	1621	2900	93	-

资料来源：中投证券研究所

目前国内现有液压 ABS 市场中外资企业占比接近 65%，产量靠前的包括博世、大陆、德尔福、万都、爱得克斯、日立等，另外还有 15%左右的进口，进口替代的潜力比较大。

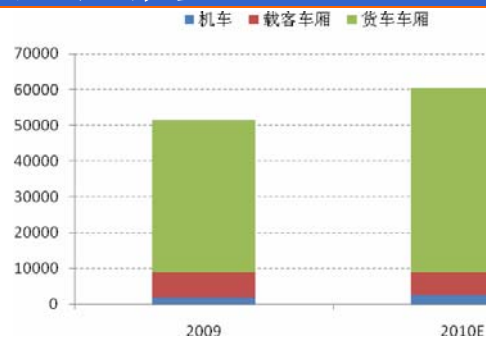
图 6 2010 年国内液压 ABS 市场供应结构 (亿元)



资料来源：国家信息中心、中投证券研究所

汽车制动器企业具备向其他工业领域的渗透潜力，带来技术外溢机遇！汽车制动器拥有很好的技术外溢基础，在工程机械、铁路、轻轨、地铁和军工等领域都将应用到先进的制动产品和技术，对制动企业龙头将是成长契机。

图 7 我国铁路运输设备产量



资料来源：VST、中投证券研究所

四、 稳定业绩下，将借力技术外溢和 ABS 潜力提升估值水平

产业链延长后控制上游成本，同时拓宽下游应用领域，潜在的技术外溢领域（包括铁路和军工领域等）或将改变公司未来估值水平。公司 2010 年铸造线产能 2 万吨，2011 年新产能释放后将达到 3.8 万吨，新的铸造生产线技术较为先进，生产的铸件毛坯质量提升明显，将拓宽下游的产品应用领域。公司自产铸铁毛坯市场价值预估为 2 亿元左右，大部分除自供外，或将应用于其它领域。公司依托自身在制动器领域的技术优势，未来仍有机遇持续拓宽下游领域的应用范围。

未来我们看好在法规趋紧、出口和新能源背景下，公司 ABS 将获得强势突破机遇。目前国外的 ABS 技术壁垒几乎不存在，最终的差距主要集中在成本控制上，公司 ABS 产品本土化优势在放量背景下将凸显。依托本土化、客户渠道、快速响应的优势，ABS 的进口替代进程将加快；未来新能源汽车技术的国产化要求，将帮助国产 ABS 企业瓦解合资品牌的配套壁垒。ABS 静态拥有超过 35 亿的新增空间和 58 亿的进口替代空间，市场潜力正在逐渐得到挖掘；《国家节能与新能源汽车技术指南》指出需攻克能量回馈与 ABS 的集成化设计与控制关键技术，以实现电动汽车的节能效果最大化，对于维护自身技术壁垒的外资 ABS 企业不可能公开通讯协议，将可能隔离在未来中国新能源汽车的制动系统市场之外。我们认为，国内 ABS 以进口和外资品牌所控制的市场格局在未来三年将发生较大扭转。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1218	1625	2014	2532
现金	497	700	839	1123
应收账款	392	504	642	771
其它应收款	1	1	2	2
预付账款	48	61	77	92
存货	218	279	353	421
其他	62	80	102	122
非流动资产	610	586	560	534
长期投资	18	18	18	18
固定资产	414	435	433	419
无形资产	81	78	76	74
其他	97	55	33	22
资产总计	1828	2211	2574	3065
流动负债	709	936	1065	1249
短期借款	78	146	78	78
应付账款	396	510	649	779
其他	235	281	339	391
非流动负债	105	90	75	60
长期借款	82	67	52	37
其他	23	23	23	23
负债合计	814	1026	1140	1308
少数股东权益	41	51	63	78
股本	191	191	191	191
资本公积	367	367	367	367
留存收益	414	575	812	1119
归属母公司股东权益	973	1134	1371	1678
负债和股东权益	1828	2211	2574	3065

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	131	166	213	284
净利润	125	189	249	323
折旧摊销	51	24	26	27
财务费用	13	-1	-6	-14
投资损失	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-51	-55	-68	-63
其它	-5	11	14	13
投资活动现金流	-186	2	2	2
资本支出	186	0	0	0
长期投资	-6	0	0	0
其他	-6	2	2	2
筹资活动现金流	-79	35	-77	-1
短期借款	-53	68	-68	0
长期借款	-15	-15	-15	-15
普通股增加	96	0	0	0
资本公积增加	-48	0	0	0
其他	-59	-18	6	14
现金净增加额	-135	203	139	284

利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1750	2249	2863	3440
营业成本	1420	1812	2295	2739
营业税金及附加	5	9	14	17
营业费用	72	88	115	136
管理费用	111	143	182	218
财务费用	13	-1	-6	-14
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	2	2
营业利润	127	197	262	341
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	135	204	269	349
所得税	10	15	20	26
净利润	125	189	249	323
少数股东损益	6	9	12	16
归属母公司净利润	119	180	237	307
EBITDA	191	219	281	354
EPS (元)	0.62	0.94	1.24	1.61

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	32.2%	28.5%	27.3%	20.1%
营业利润	40.6%	54.9%	33.1%	30.3%
归属于母公司净利润	30.9%	51.8%	31.9%	29.5%
获利能力				
毛利率	18.9%	19.4%	19.8%	20.4%
净利率	6.8%	8.0%	8.3%	8.9%
ROE	12.2%	15.9%	17.3%	18.3%
ROIC	18.5%	25.1%	31.6%	39.3%
偿债能力				
资产负债率	44.5%	46.4%	44.3%	42.7%
净负债比率	23.31%	23.62%	14.02%	11.07%
流动比率	1.72	1.74	1.89	2.03
速动比率	1.41	1.43	1.55	1.68
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.11	1.20	1.22
应收账款周转率	4	5	5	4
应付账款周转率	4.03	4.00	3.96	3.84
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.94	1.24	1.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	0.87	1.11	1.48
每股净资产(最新摊薄)	5.08	5.92	7.16	8.77
估值比率				
P/E	34.23	22.55	17.10	13.20
P/B	4.17	3.58	2.96	2.42
EV/EBITDA	20	17	13	11

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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434