

亚太股份(002284)

汽车制动器业的领先者

-亚太股份(002284)新股询价分析报告

张欣

010-59312819

zhangxin@gtjas.com

本报告导读:

- 亚太股份汽车制动系统产品产能位居国内前列,具有一定的竞争优势,但其产品结构仍有待优化、提升,且面对原材料和能源电力价格波动以及市场竞争加剧,企业未来将面临较大的挑战。对亚太股份 IPO 的询价区间建议为 18.75-22.00 元/股,预计上市首日价格区间在 28.00-36.00 元/股。

投资要点:

- 浙江亚太机电股份有限公司主营汽车制动系统(包括盘式制动器、鼓式制动器、真空助力器、ABS、制动主缸、轮缸、离合器主缸/工作缸等)的开发、生产与销售。是国内汽车制动系统的专业制造商,具备年产各种汽车制动系统 100 万辆(份)、ABS5 万套的生产能力,可为各类轿车、轻微型汽车、中重型载货汽车、大中型客车等配套,并有少量产品(不足 3%)出口到北美、欧洲和澳洲等地。
- 制动系统作为汽车安全的一个重要组成部分,对于汽车的整体性能至关重要。而在制动过程中损耗的主要是相关的摩擦材料,并非制动鼓本身,因此制动器、制动泵等属于非易损/易耗品,所以其发展虽与汽车整车业的发展密切相关,但无法超越整车而超前发展。同时制动系统产品还受钢材、铝等有色金属以及塑料等原材料以及能源电力等价格波动的影响。
- 从亚太股份所公开披露的信息可知,伴随着公司产销规模的持续扩大,企业的各项应收应付款项也在快速增加,因此盈利有停留在账面的嫌疑。此外,近年来亚太股份对产品结构也进行了积极的调整,也使得公司主营产品的盈利能力稳中有升。不过未来伴随着汽车业增速的放缓,成本压力和市场竞争的进一步加剧,企业的盈利状况恐难以保持持续快速提升的态势。
- 从相关财务指标分析,目前企业的负债率虽不足 60%,仍处于较为合理的水平,但是企业的短期偿债能力却不很强。好在通过此次 IPO,企业的负债水平有望得到下降,短期偿债能力也将得到改善。
- 根据这几年国内外汽车行业发展状况和亚太股份的实际情况分析,公司的汽车制动系统产品将继续保持平稳发展态势。预计 2009 年按发行后的股本计算的 EPS 可达 0.80 元左右的水平。
- 在全面考虑了汽车零部件行业以及公司未来的发展等情况和各项影响因素后,建议亚太股份的发行价格询价区间在 18.75-22.00 元/股。同时给予亚太股份“**谨慎增持**”的投资评级,二级市场目标价 28.00-36.00 元/股

建议询价区间:

18.75-22.00

上市首日定价区间:

28.00-36.00

2009.08.12

发行上市资料

总股本(万股)	9568
发行量(万股)	2400
发行日期	2009.08.17
发行方式	网下配售 + 网上申购
保荐机构	第一创业
预计上市日期	2009.09.30

发行前财务数据

每股净资产(元)	5.64
净资产收益率(%)	12.03
资产负债率(%)	59.92

主要股东和持股比例

亚太集团	66.53%
黄来兴	16.32%
计华投资	7.14%
徐桦	2.86%
施纪法	2.14%
黄伟中	2.14%
中汽中心	1.43%

财务摘要(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	881.08	911.05	1,202.58	1,419.04	1,631.90
(+/-)%	35.27%	3.40%	32.00%	18.00%	15.00%
经营利润(EBIT)	87.50	65.33	108.83	128.42	147.69
(+/-)%	44.55%	-25.34%	66.60%	18.00%	15.00%
净利润	68.11	48.68	80.05	94.46	108.63
(+/-)%	37.81%	-28.53%	64.43%	18.00%	15.00%
每股净收益(元)	0.95	0.68	0.84	0.99	1.14
每股股利(元)	0.20	0.15	0.10	0.10	0.10

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司基本情况

浙江亚太机电股份有限公司主营汽车制动系统（包括盘式制动器、鼓式制动器、真空助力器、ABS、制动主缸、轮缸、离合器主缸/工作缸等）的开发、生产与销售。是国内汽车制动系统的专业制造商，具备年产各种汽车制动系统 100 万辆（份）、ABS5 万套的生产能力，可为各类轿车、轻微型汽车、中重型载货汽车、大中型客车等配套，主要客户包括上海通用、上海大众、一汽大众、一汽轿车、东风汽车、北汽控股、奇瑞汽车、神龙汽车、华晨金杯、上汽通用五菱、长安汽车、江铃汽车、郑州日产和江淮汽车等国内知名车企。并有少量产品（不足 3%）出口到北美、欧洲和澳洲等地。

图 1 汽车制动系统产品示意



资料来源：亚太股份招股书

从亚太股份历年的生产经营数据可以看出，盘式和鼓式制动器占了公司主营及盈利的 75% 以上，其中盘式制动器更是占据了近半壁江山。

此外亚太股份目前主要以 OEM 市场为主，AM 市场占比这相对较弱。

表 1 亚太股份历年分产品收入情况一览

单位：万元		2006 年	占比	2007 年	占比	2008 年	占比	2009 年 上半年	占比
盘式制动器	主营收入	26,252.82	42.40%	33,985.06	40.88%	36,941.89	43.56%	26,159.51	48.69%
	毛利	6,821.78	46.19%	8,494.49	42.52%	8,080.72	47.10%	6,064.96	53.14%
	毛利率	25.98%		24.99%		21.87%		23.18%	
鼓式制动器	主营收入	23,803.72	38.44%	29,408.99	35.37%	25,483.56	30.05%	14,812.03	27.57%
	毛利	5,720.97	38.74%	6,673.63	33.41%	5,017.71	29.25%	3,017.70	26.44%
	毛利率	24.03%		22.69%		19.69%		20.37%	
制动泵	主营收入	5,569.32	8.99%	9,686.38	11.65%	12,277.39	14.48%	6,686.58	12.45%
	毛利	1,319.14	8.93%	2,740.55	13.72%	2,766.52	16.12%	1,482.10	12.99%
	毛利率	23.69%		28.29%		22.53%		22.17%	
真空助力泵	主营收入	2,927.85	4.73%	4,018.89	4.83%	5,029.33	5.93%	3,175.61	5.91%
	毛利	417.68	2.83%	575.04	2.88%	605.72	3.53%	325.80	2.85%
	毛利率	14.27%		14.31%		12.04%		10.26%	
ABS	主营收入	1,903.02	3.07%	5,146.61	6.19%	3,510.86	4.14%	2,389.29	4.45%
	毛利	449.22	3.04%	1,472.72	7.37%	758.37	4.42%	547.68	4.80%
	毛利率	23.61%		28.62%		21.60%		22.92%	

其它	主营收入	1,463.97	2.36%	895.40	1.08%	1,570.38	1.85%	501.64	0.93%
	毛利	40.56	0.27%	19.78	0.10%	-71.78	-0.42%	-24.59	-0.22%
	毛利率	2.77%		2.21%		-4.57%		-4.90%	
合计	主营收入	61,920.70	100.00%	83,141.33	100.00%	84,813.41	100.00%	53,724.66	100.00%
	毛利	14,769.35	100.00%	19,976.21	100.00%	17,157.26	100.00%	11,413.65	100.00%
	毛利率	23.85%		24.03%		20.23%		21.24%	

资料来源：亚太股份招股书

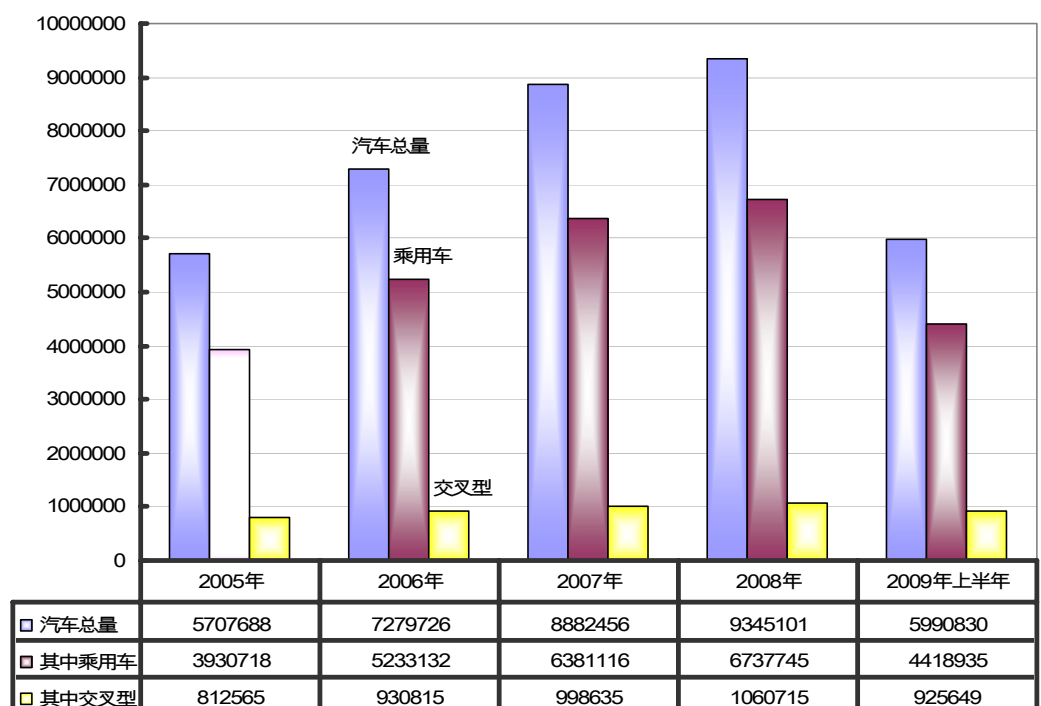
2. 行业背景分析

制动系统作为汽车安全的一个重要组成部分，对于汽车的整体性能至关重要。而在制动过程中损耗的主要是相关的摩擦材料，并非制动鼓、制动缸本身，因此制动器、制动泵等属于非易损/易耗品，所以其发展虽与汽车整车业的发展密切相关，但无法超越整车而超前发展。同时制动系统产品还受钢材、铝等有色金属以及塑料等原材料以及能源电力等价格波动的影响。

受国家扩大内需，拉动消费等相关政策刺激，2009年中国汽车业保持了超常规的发展态势，特别是以交叉型乘用车（微客）为代表的小排量车更是成为拉动整个汽车业发展的主要动力。

未来如果政策导向发生变化，势必会对相关车型产生重大影响。而且产能的持续扩张也会增加竞争的烈度，特别是导致价格的下滑。这些都会对包括汽车制动系统在内整个汽车零部件行业产生影响。

图 2 历年汽车及乘用车、交叉型乘用车产销示意



资料来源：国泰君安证券研究所

3. 公司竞争力分析

3.1. 公司在行业中的地位

亚太股份股份有限公司作为目前国内汽车制动系统产品的主要生产企业之一，其依托的主体主要是包括上海通用、上海大众、一汽大众、一汽轿车、东风汽车、北汽控股、奇瑞汽车、神龙汽车、华晨金杯、上汽通用五菱、长安汽车、江铃汽车、郑州日产和江淮汽车等国内知名车企。目前形成了年产 100 余万辆（份）制动系统和 5 万套 ABS 的生产能力，产品达 100 多个系列 500 多个品种规格，可为各类轿车、轻微型汽车、中重型载货汽车、大中型客车等提供系统化、模块化配套，是国内规模最大、技术最先进、市场占有率最高、业务流程最完整的汽车制动系统专业化研发及生产基地之一。

3.2. 主要竞争对手

然而由于我国汽车业发展较快，对汽车零部件业而言，除了配套市场外还有维修市场，因此行业总体盈利水平较高，结果导致进入的企业不断增加，市场竞争日趋激烈。目前与亚太股份形成直接市场竞争的国内厂家主要有：浙江万向钱潮股份公司、万都（苏州）汽车底盘系统公司、中国南方天合底盘系统公司、卢卡斯伟利达廊重制动器公司、上海汽车制动系统公司等企业。

3.3. 公司竞争优势和劣势

3.3.1. 竞争优势

亚太股份作为专业的汽车制动系统产品研发、生产、销售的制造商，依托长达三十多年的发展所积累的资源优势，建有完整的营销网络，具有规模化、低成本以及品牌、客户资源和技术领先等竞争优势。

目前企业能够生产数百种不同型号、规格，涵盖各类轿车、轻微型汽车、中重型载货汽车、大中型客车，是国内规模最大、技术最先进、市场占有率最高、业务流程最完整的汽车制动系统专业化研发及生产基地之一，设有国内唯一的国家级汽车制动系统技术研发中心。

同时亚太股份通过了 ISO9002 和 ISO/TS16949 质量体系认证，公司的质量管理处于国内同行先进水平，有力地巩固了公司作为现有国内外客户的供应商地位，有利于进一步拓展国际市场。

3.3.2. 竞争劣势

3.3.2.1. 资金不足

由于汽车零部件业具有资金密集的特征，强调规模效应，而目前亚太股份的发展主要依靠自身的资金积累和银行借贷实现，虽然公司汽车制动系统产品的产销规模日益扩大，但是公司现有的设备无法完全适应技术进步和产品结构调整的需要，因此企业进一步做大做强受到资金不足的制约。

3.3.2.2. 产品单一

虽然亚太股份目前的整体实力在国内处于领先地位，但是企业的主导产品主要是为轻微型汽车配套的制动系统，而制动系统产品作为影响汽车安全的重要部件，介入到整车配套领域也非一朝一夕所能达成，因此汽车市场产品结构的变化必然会影响到企业整体的盈利状况。同时企业与国外先进企业相比在技术水平和管理水平等方面也仍存在一定差距。

4. 公司财务分析

从亚太股份所公开披露的信息可知，伴随着公司产销规模的持续扩大，企业的各项应收应付款项也在快速增加，因此盈利有停留在账面的嫌疑。此外，近年来亚太股份对产品结构也进行了积极的调整，也使得公司主营产品的盈利能力稳中有升。不过未来伴随着汽车业增速的放缓，成本压力和市场竞争的进一步加剧，企业的盈利状况恐难以保持持续快速提升的态势。

从相关财务指标分析，目前企业的负债率虽不足 60%，仍处于较为合理的水平，但是企业的短期偿债能力却不很强。好在通过此次 IPO，企业的负债水平有望得到下降，短期偿债能力也将得到改善。

表 2：亚太股份历年主要经营指标一览

	2006	2007	2008
主营收入（百万元）	651.36	881.08	911.05
净利润（百万元）	49.43	68.11	48.68
净利润率	7.59%	7.73%	5.34%
期间各项费用支出（百万元）	98.75	119.70	124.00
各项应收合计（百万元）	158.10	206.22	225.80
应收占主营比例	24.27%	23.41%	24.78%
存货合计（百万元）	97.30	105.50	123.21
存货占主营比例	14.94%	11.97%	13.52%
各项应付合计（百万元）	264.48	315.74	286.44
应付占主营比例	40.60%	35.84%	31.44%

数据来源：国泰君安证券研究所。

表 3：亚太股份历年主要财务比率一览

	2006	2007	2008
主营利润率	22.89%	22.81%	19.27%
净资产收益率	15.17%	18.47%	12.03%
资产负债率	62.29%	63.15%	59.92%
流动比率	0.97	0.94	0.92
速动比率	0.75	0.75	0.70
存货周转率（次）	4.29	4.36	4.84
应收帐款周转率（次）	6.24	7.72	7.06
每股经营现金流净额（元）	1.71	1.62	1.03

数据来源：国泰君安证券研究所。

5. 募集资金投向分析

亚太股份此次 IPO 募集资金主要用于汽车制动系统产品扩产和技术改造，以优化产品结构，保持行业技术领先，提升竞争实力。具体为：

5.1. 年产 260 万套汽车盘式制动器项目

项目总投资 23000 万元，其中建设投资 18650 万元，铺底流动资金 4350 万元。项目财务内部收益率 20.9%，投资回收期 6.7 年。

5.2. 年产 10 万套汽车滑前后模块项目

项目总投资为 8000 万元，其中建设投资 6890 万元，铺底流动资金 1110 万元。项目财务内部收益率为 22.8%，投资回收期 6.3 年。

5.3. 年产 120 万套汽车鼓式制动器项目

项目总投资 6000 万元，其中建设投资 5050 万元，铺底流动资金 950 万元。项目财务内部收益率 17%，投资回收期 7.2 年。

5.4. 年产 30 万套汽车制动主缸、轮缸和离合器主缸、工作缸项目

项目总投资 4000 万元，其中建设投资 3616 万元，铺底流动资金 384 万元。项目财务内部收益率 17.1%，投资回收期 7 年。

5.5. 年产 30 万套汽车真空助力器项目

项目总投资 3000 万元，其中建设投资 2680 万元，铺底流动资金 320 万元。项目财务内部收益率 18.5%，投资回收期 6.7 年。

6. 公司未来业绩预判

根据这几年国内外汽车行业发展状况和亚太股份的实际情况分析，公司的汽车制动系统产品将继续保持平稳发展态势。预计 2009 年按发行后的股本计算的 EPS 可达 0.80 元左右的水平。

表 4：亚太股份财务预测一览

财务预测（单位：百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	911.05	1,202.58	1,419.04	1,631.90	1,835.89
主营业务成本	869.59	1,105.77	1,304.81	1,500.53	1,688.10
期间费用合计	124.00	122.06	144.03	165.63	186.34
营业利润	41.14	96.81	114.23	131.37	147.79
所得税	3.97	14.79	17.45	20.07	22.58
净利润	48.68	80.05	94.46	108.63	122.20
资产合计	1,009.43	1,467.15	1,674.47	1,860.37	2,019.48
股东权益	404.59	880.29	887.47	930.18	969.35
收入增长率	3.40%	32.00%	18.00%	15.00%	12.50%
净利润增长率	-28.53%	64.43%	18.00%	15.00%	12.50%
净利润率	5.34%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%
EPS（元）	0.68	0.84	0.99	1.14	1.28
净资产收益率(ROE)	12.03%	9.09%	10.64%	11.68%	12.61%
总资产收益率(ROA)	4.82%	5.46%	5.64%	5.84%	6.05%

数据来源：招股说明书、国泰君安证券研究所。

7. 主要风险因素和公司估值、发行及上市定价、投资评级

7.1. 主要风险因素

7.1.1. 原材料价格波动风险

目前公司主导产品主要消耗钢材、生铁、铝材等有色金属和塑料以及外购零配件，而近几年伴随着铁矿石、焦炭以及电力等价格的大幅度波动，对企业的生产成本控制产

生了直接的影响，并可能导致盈利能力减弱。

7.1.2. 市场竞争日趋激烈风险

由于目前国内汽车制动系统产品的生产企业众多，虽然目前亚太股份在规模、成本、质量以及客户资源等方面还具有优势，但是所面对的市场竞争形势也不容轻视，存在市场竞争激烈程度加剧的风险。

7.2. 公司价值估计、发行及上市定价和投资评级

通过采用多种方法进行估算，特别是从 PE 角度进行分析，零部件类相关上市公司的 PE 可高于整车类上市公司，其较为合理的市盈率水平应该在 25-30 倍之间，由此可以估算出亚太股份的发行价格应该在 18.75-22.00 元/股区间。

综合后建议亚太股份的发行价格询价区间在 18.75-22.00 元/股。

在全面考虑了汽车零部件行业以及公司未来的发展等情况和各项影响因素后，给予亚太股份“**谨慎增持**”的投资评级，二级市场目标价 28.00-36.00 元/股（或较之发行价有 50-100%的涨幅）。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准：

增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上；

谨慎增持：股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准：

增持：行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平；

减持：行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码：200120
电话：(021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码：518026
电话：(0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码：100140
电话：(010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址：www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com