

亚太股份(002284)新股定价报告

—— 未来几年增长值得期待

定价区间

29.51—36.10 元

可选消费 / 汽车零部件

2009 年 8 月 26 日

投资要点:

- 公司是一家致力于开发、生产、销售汽车制动系统且具有自主创新能力的国家重点高新技术企业。是目前国内少数能研发生产整套汽车制动系统、国内率先自主研发生产汽车液压 ABS 的大型专业化一级汽车零部件供应商。
- 产品毛利率处于较高水平，但由于市场竞争激烈，波动较大。公司 2006 年至 2009 年 1-6 月的产品综合毛利率分别为 23.85%、24.03%、20.23% 和 21.24%。
- 募集资金拟投资以下五个项目：年产 260 万套汽车盘式制动器建设项目，年产 10 万套汽车前后模块建设项目，年产 120 万套汽车鼓式制动器建设项目，年产 30 万台套汽车制动主缸、轮缸和离合器主缸、工作缸建设项目和年产 30 万套汽车真空助力器建设项目。五个项目总投资 44,000 万元。
- 项目完全达产后产能增长 54.64%，但建设期较长，2011-2013 年才能全面达产。全面达产后，可增加收入 9.72 亿元，净利润 1.24 元。
- 根据 2009 年 8 月 14 日 A 股收盘价，汽车零部件子行业的动态算术平均市盈率为 37.80 倍，以此定公司首日收盘价为 26.83 元；而全部中小板上市公司的动态算术平均市盈率为 41.57 倍，以此定公司首日收盘价为 29.51 元；上证 A 股的算术平均动态市盈率为 50.85 倍，以此定公司首日收盘价为 36.10 元；IPO 开闸后发行的中小板 5 支股票上市首日收盘价比发行价算术平均涨幅为 104%，以此定公司首日收盘价为 38.35 元。综上所述，我们给出公司上市首日收盘价区间为 29.51—36.10 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利收 益率 (%)
2008	91,105	3.4	4,586	-32.66	0.48			
2009E	115,200	16.68	6,800	48.28	0.71			
2010E	126,700	10	8,600	26.47	0.90			
2011E	152,000	20	10,400	20.93	1.09			

发行数据	2008 年
发行前股本 (万股)	7,168
发行数量 (万股)	2,400
发行价格 (元)	18.80
发行前 EPS (元)	0.64
发行后 EPS (元)	0.48
发行每股净资产 (元)	
发行日期	2009-8-17
上市日期	2009-8-28
主承销商	第一创业

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6336 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司基本情况:

黄氏父子（黄来兴及其长子黄伟中、次子黄伟潮）通过持有集团公司股权间接持有发行人24.18%的股份，且黄来兴和黄伟中分别直接持有本公司16.32%和2.14%的股份，黄氏父子直接和间接合并持有本公司发行前42.64%的股份，为发行人的实际控制人。同时黄来兴任集团公司董事长、党委书记，股份公司董事，黄伟潮任集团公司董事、股份公司董事长，黄伟中任集团公司董事、副总经理，黄氏父子作为公司重要管理者，对公司有较大的影响和控制力。

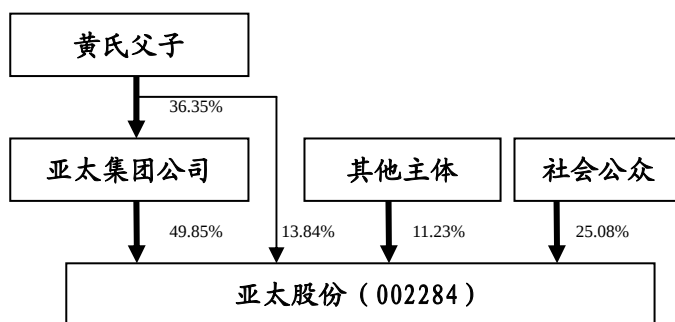


图1 公司新股发行后股权结构

资料来源：公司招股意向书 东北证券金融与产业研究所整理

公司是一家致力于开发、生产、销售汽车制动系统且具有自主创新能力的国家重点高新技术企业。是目前国内少数能研发生产整套汽车制动系统、国内率先自主研发生产汽车液压ABS的大型专业化一级汽车零部件供应商。公司拥有汽车制动系统行业唯一一家国家级技术中心，设有博士后科研工作站。

公司的主营业务是开发、生产、销售汽车制动系统，包括100多个系列500多个品种的盘式制动器，鼓式制动器，真空助力器，ABS，制动主缸、轮缸，离合器主缸、工作缸等产品，已具备制动系统100万辆（份），ABS 5万套的年生产能力，可为各类轿车、轻微型汽车、中重型载货车、大中型客车等车型提供系统和模块配套。2005-2007年，公司主要产品的产销量稳步上升，产量位居国内同行业前三甲，其中2007年，盘式制动器、鼓式制动器、液压制动轮缸总成、离合器主缸、离合器工作缸的产销量居全国同行业第一名。

公司主要用户有一汽-大众、一汽轿车、上海通用、上海大众、北汽控股、奇瑞汽车、东风汽车、神龙汽车、华晨金杯、长安汽车、上汽通用五菱、江铃汽车、郑州日产、江淮汽车等国内各大知名整车企业，并自营出口北美、欧洲、澳大利亚等国家和地区。

目前，我国汽车制动系统生产企业有200余家。公司主导产品市场占有率在15-20%左右。随着我国汽车产业的高速发展，主要汽车制动系统生产企业不断扩大产能，导致市场竞争较为激烈；与此同时，国外著名汽车零部件企业也陆续在我国投资建厂，独资、合资、合作、技术转移的步伐加快，将进一步加剧市场竞争。

二、公司的经营状况

（1）产品毛利率处于较高水平，但由于市场竞争激烈，波动较大。公司2006年至2009年1-6月的产品综合毛利率分别为23.85%、24.03%、20.23%和21.24%。

公司销售毛利率变动趋势(%)

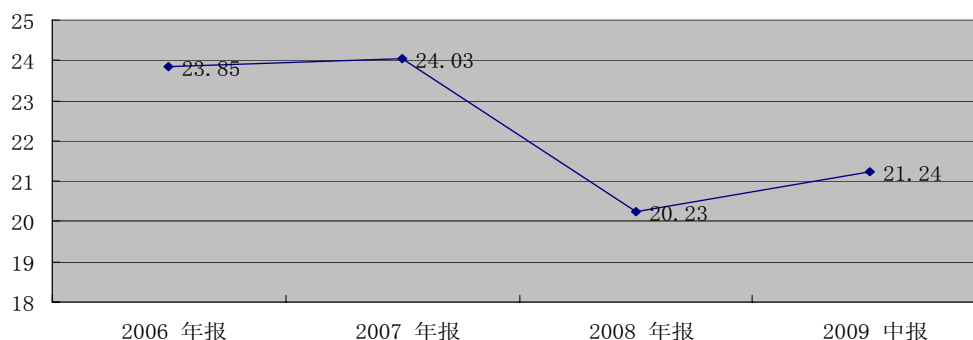
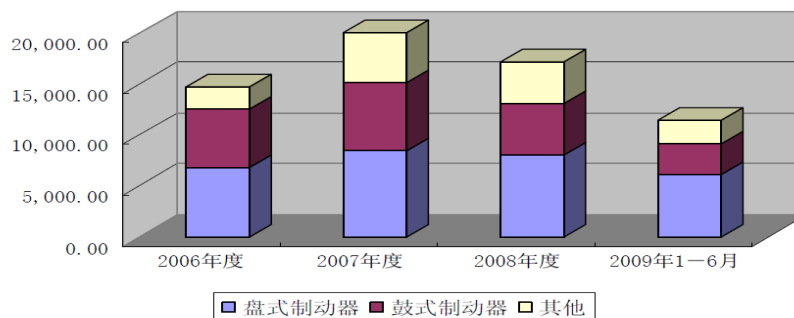


图 7 最近三年公司综合毛利率变动趋势

资料来源：公司招股意向书 东北证券金融与产业研究所整理

报告期公司毛利构成及变化情况



资料来源：公司招股意向书

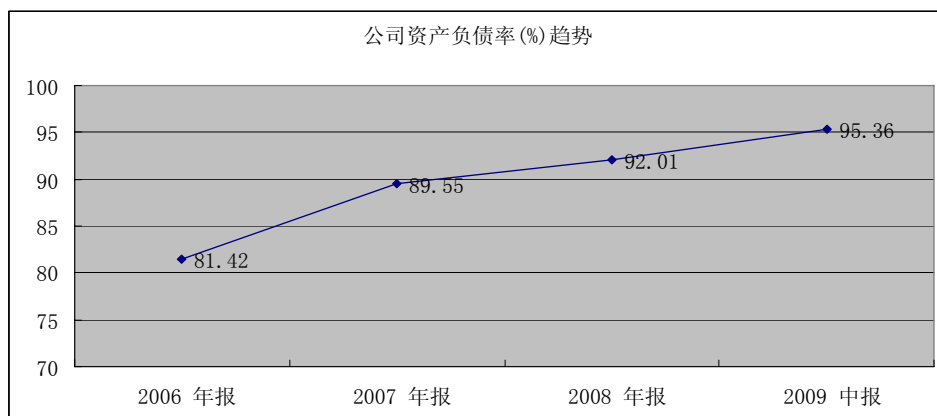
(2) 净利润持续提升但波动较大。

项 目	2009 年 1-6 月	2008 年度		2007 年度		2006 年度
	金额(万元)	金额(万元)	同比增长%	金额(万元)	同比增长%	金额(万元)
主营业务收入	53,724.67	84,813.41	2.01	83,141.33	34.27	61,920.70
主营业务成本	42,311.02	67,656.15	7.11	63,165.12	33.96	47,151.35
主营业务毛利	11,413.65	17,157.26	-14.11	19,976.21	35.25	14,769.35
期间费用	6,103.01	12,400.35	3.59	11,970.40	21.23	9,874.52
利润总额	4,474.68	5,428.84	-24.89	7,227.69	46.31	4,940.02
所得税费用	549.82	397.43	156.77	154.78	-	-173.79
净利润(归属于母公司)	3,753.36	4,868.18	-28.53	6,811.37	37.81	4,942.50

图 7 最近三年净利润变动趋势

资料来源：公司招股意向书 东北证券金融与产业研究所整理

(3) 公司资产负债率偏高，且呈递增趋势。



资料来源：公司招股意向书 东北证券金融与产业研究所整理

三、募资投向分析：

本次公司计划发行2400万股，占发行后总股本的25.08%。募集资金拟投资以下五个项目：年产260万套汽车盘式制动器建设项目，年产10万套汽车前后模块建设项目，年产120万套汽车鼓式制动器建设项目，年产30万台套汽车制动主缸、轮缸和离合器主缸、工作缸建设项目和年产30万套汽车真空助力器建设项目。五个项目总投资44,000万元。项目完全达产后产能增长54.64%，但建设期较长，2011-2013年才能全面达产。全面达产后，可增加收入9.72亿元，净利润1.24元，相当于2008年收入的107%，净利润增长256%，五年平均增速接近30%，对2011-2013年的净利润贡献分别为7500万元、1亿元、1.24亿元。

产品名称		2008 年产能	募集资金投入后 总产能	增长百分比（%）
盘式制动器（万套）		250	510	104.00
鼓式制动器（万套）		250	370	48.00
制动泵 （万台套）	制动主缸	50	80	60.00
	制动轮缸	200	230	15.00
	离合器主缸	85	115	35.29
	离合器工作缸	100	130	30.00
真空助力器（万套）		35	65	85.71
合计		970	1500	54.64

表 1 公司募投项目对公司产能的影响

资料来源：公司招股意向书

三、公司估值分析：

根据我们对公司所处行业前景以及公司经营状况的判断，我们预测公司2009-2011 年 EPS 分别为 0.71 元、0.90 元、1.09 元。

根据 2009 年 8 月 14 日 A 股收盘价，汽车零部件子行业的动态算术平均市盈率为 37.80 倍，以此定公司首日收盘价为 26.83 元；而全部中小板上市公司的动态算术平均市盈率为 41.57 倍，以此定公司首日收盘价为 29.51 元；上证 A 股的算术

平均动态市盈率为 50.85 倍，以此定公司首日收盘价为 36.10 元；IPO 开闸后发行的中小板 5 支股票上市首日收盘价比发行价算术平均涨幅为 104%，以此定公司首日收盘价为 38.35 元。

综上所述，我们给出公司上市首日收盘价区间为 29.51—36.10 元。

亚太股份（002284）盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	881.08	911.05	1152	1267	1520
增长率（%）	35.33%	3.40%	16.68%	10.00%	20.00%
营业成本	680.14	735.46	920	1010	1213
综合毛利率（%）	22.81%	19.27%	20.14%	20.28%	20.20%
营业税金及附加	4.84	3.84	5	6	8
销售费用	34.92	35.75	45	50	55
管理费用	61.57	64.07	70	70	80
财务费用	23.21	24.18	30	30	40
三项费用	119.7	124	145	150	175
期间费用率（%）	13.59%	13.61%	12.59%	11.84%	11.51%
资产减值损失	9.57	6.29	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-2.55	-3.14	-3.00	-3.00	-3.00
营业利润	64.28	38.32	69	88	111
营业利润率（%）	7.30%	4.21%	77.45%	6.95%	7.30%
营业外收入	9.86	14.98	20	25	25
营业外支出	1.87	1.84	2	2	2
利润总额	72.27	51.46	87	111	134
利润率（%）	8.20%	5.65%	7.55%	8.76%	8.82%
所得税	1.55	3.97	9	12	15
实际税负比率（%）	2%	8%	10%	11%	11%
净利润	70.72	47.49	78	99	119
少数股东权益	2.62	1.63	10	13	15
归属于母公司所有者的净利润	68.1	45.86	68	86	104
增长率（%）		8.94%	60.85%	21.22%	17.17%
总股本（百万股）	95.68	95.68	95.68	95.68	95.68
每股收益（元）	0.71	0.48	0.71	0.90	1.09

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209