

上市公司新股动态报告

多向拓展的汽车制动系统龙头

股权及业务结构：自然人控股的汽车制动系统专业厂商

亚太股份源自 1976 年成立的萧山县红岩人民公社汽车制动器厂，2000 年 12 月，转变为民营股份公司。黄氏父子是公司实际控制人，直接及间接合计持有发行前 42.97%、发行后 31.95% 的股权。

成立的 30 多年来一直专注于汽车制动产品领域，主要产品包括盘式制动器、鼓式制动器、真空助力器、ABS、制动泵等，本部产品目前以配套国内中小排量乘用车、轻微型商用车为主。

公司具备明显的规模、成本竞争优势和较强的新产品开发能力

亚太在盘式制动器、鼓式制动器、液压制动轮缸等多个传统汽车制动系统产品领域居国内份额第一，专业化生产、市场份额领先使公司较其他国内企业有规模成本和技术开发能力强的优势。

公司技术不及国际厂商，但低成本和快速反应是相对优势。

行业、新产品、出口将提供三重成长动力

公司作为国内汽车制动系统龙头，现有产品将受益国内汽车消费普及、零部件本地化采购趋势；中高端轿车配套、ABS 等电子制动、商用车制动及关联模块等领域提供新产品开发和市场延伸机会；开拓国际 OEM 配套的市场前景值得期待。

募股资金项目分析

拟投入盘式制动器、鼓式制动器、制动泵、真空助力器等现有产品产能扩建项目和汽车前后模块新产品建设项目，前者新增收入和盈利前景较好，后者不确定性略高。

盈利预测及投资建议

预测公司 09-11 年实现归属母公司股东净利润分别 0.79、1.04、1.26 亿元，同比增长率 63%、31%、21%，按发行后总股本 9568 万股计算的 EPS 0.83、1.09、1.32 元。

汽车类重点上市公司 09 动态估值集中在 18-25X PE 区间，公司合理发行价区间 15-20 元。公司作为中小板类上市公司，且成长前景良好，我们按 22X 10PE 估值，公司上市后的目标价 24 元。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
营业收入（百万）	911	1134	1333	1543
营业收入增长率	3.40%	24.4%	17.6%	15.7%
净利润（百万）	48.68	79	104	126
净利润增长率	-28.53%	63%	31%	21%
ROE	13.05%	12.56	11.26%	12.13%
EPS（元）	0.68	0.83	1.09	1.32

亚太股份（002284）

陈政

chenzheng@csc.com.cn
010-010-85130928

陈夷华

chenyihua@csc.com.cn
010-85130955

分析日期：2009 年 08 月 14 日

预计上市合理价格：24.00 元

发行数据

发行价格（元）	0
发行规模（万股）	2,400
发行后总股本（万股）	9,568
发行方式	上网定价法人配售
发行日期	2009-8-17
上市日期	0
主承销商	第一创业证券
主要股东	
亚太机电集团有限公司	66.53%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
年产 260 万套汽车盘式制动器建设项目	23000
年产 10 万套汽车前后模块建设项目	8000
年产 120 万套汽车鼓式制动器建设项目	6000
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	4000
年产 30 万套汽车真空助力器建设项目	3000
总金额	44000

股权及业务结构：自然人控股的汽车制动系统专业厂商

历史沿革：从乡镇企业到民营股份公司

亚太股份源自 1976 年成立的萧山县红岩人民公社汽车制动器厂，最初是社办集体企业，主营汽车制动总泵、分泵的生产销售。经过数次更名、职工集体股终极量化、增资扩股（引入计华投资、中汽中心两家国有法人股东），到 2000 年 12 月，亚太股份正式成立，转变为民营股份公司。从 1976 年成立以来，公司主营一直专注于汽车制动系统领域。

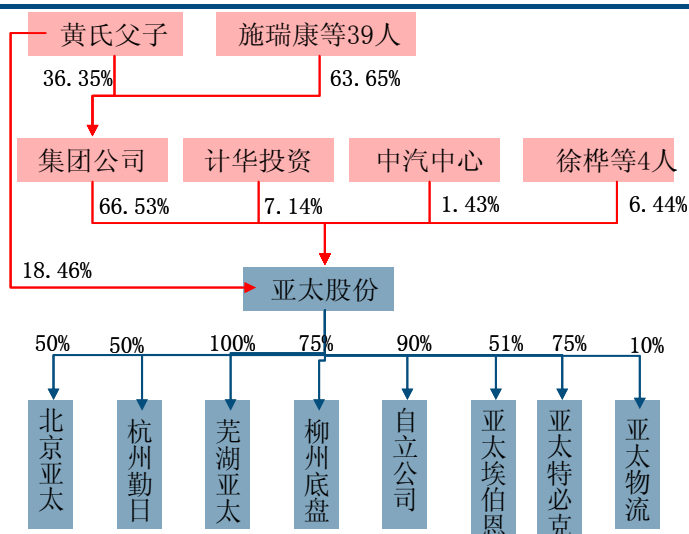
表 1：亚太股份历史沿革

时间	设立/变更	股东	主营
1976	红岩人民公社汽车制动器厂成立	集体所有制	汽车制动总泵、分泵，兼营农业机械
1980	变更为萧山汽车制动器厂	集体所有制	汽车制动总泵、分泵总成
1992	变更为浙江亚太制动元件制造公司	集体所有制	汽车、摩托车配件
1994	变更为浙江亚太机电集团	集体所有制	汽车、摩托车配件
1999	变更设立亚太机电有限公司	金鹰工贸（集团前身）、黄来兴	汽车、摩托车配件
2000.07	亚太有限增资	金鹰工贸、计华投资、中汽中心、黄来兴等自然人	汽车制动系统
2000.12	变更为浙江亚太机电股份有限公司	集团公司、计华投资、中汽中心、黄来兴等自然人	汽车制动系统

资料来源：招股说明书，中信建投研发部

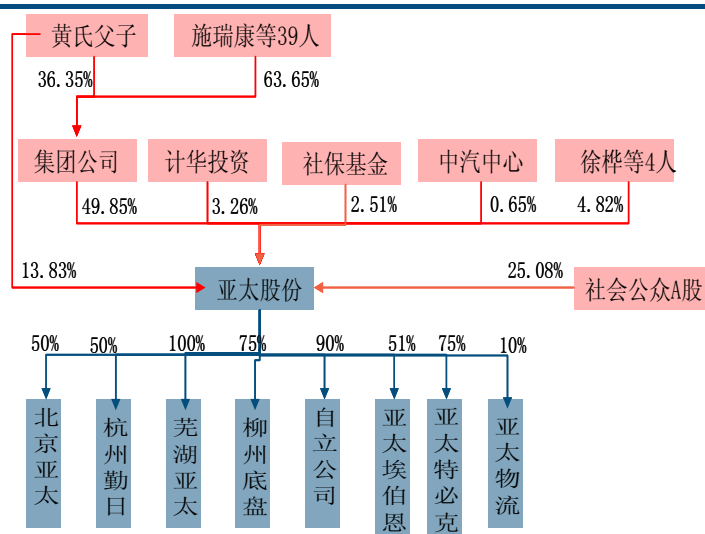
公司发行前总股本 7168 万股，发行前、后（按发行 2400 万股计算）的股权结构图如下。黄氏父子（黄来兴、黄伟潮、黄伟）是公司实际控制人，直接及间接（通过集团公司）合计实际持有发行前 42.97%、发行后 31.95% 的股权。

图 1：亚太股份上市前股权结构



资料来源：招股说明书，中信建投研发部

图 2：亚太股份上市后股权结构

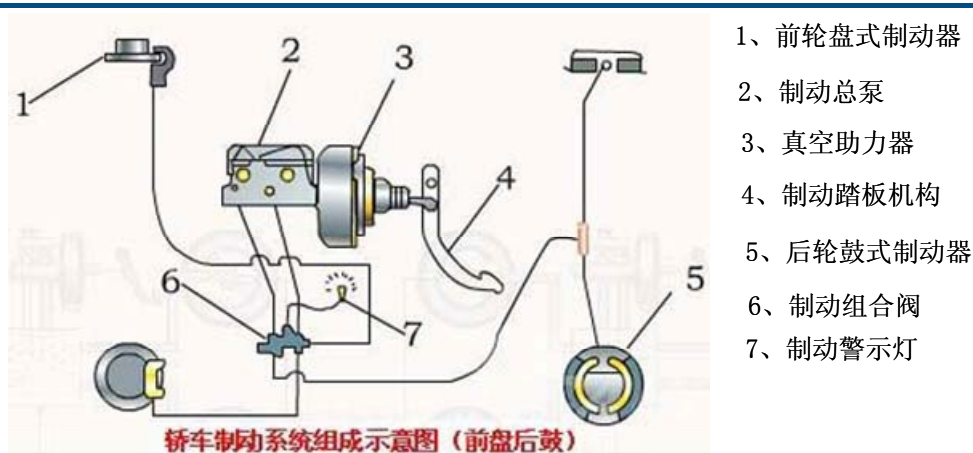


资料来源：招股说明书，中信建投研发部

业务结构：专注于汽车制动系统业务，目前以国内 OEM 配套为主

公司主营汽车制动系统的研发、生产、销售，主要产品包括 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（防抱死制动系统）、制动主缸、轮缸、离合器主缸、工作缸等，公司本部产品目前以配套国内中小排量乘用车、轻微型商用车为主，合资公司亚太埃伯恩向国内合资整车企业提供中高端轿车制动轮缸配套，亚太特必克向合资商用整车企业提供制动系统产品。

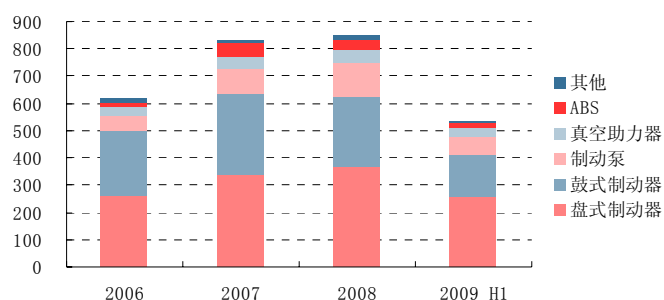
图 3： 轿车制动系统组成示意图



资料来源：中信建投研发部

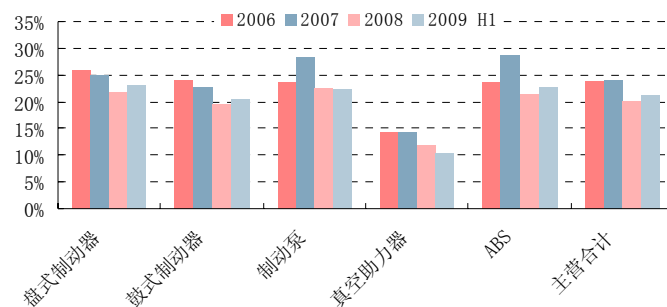
公司收入、毛利润主要来自盘式制动器、鼓式制动器、制动泵，今年收入结构中盘式制动器占比上升、鼓式制动器占比下降，与行业趋势一致。公司主营业务毛利率一直维持在 20% 以上水平，08 年受原材料涨价和金融危机影响，毛利率明显偏低，09 年中期毛利率已有恢复。

图 4： 公司主营收入构成，单位：百万元



资料来源：招股说明书，中信建投研发部

图 5： 公司主营产品毛利率



资料来源：招股说明书，中信建投研发部

公司 06、07 年的国际业务收入占比 5.2%、4.4%，08 年、09H1 下降到 2.1%、1.4%，国际 OEM 配套市场还处于开发初期、国际收入占比很低，我们判断有两方面原因：

- 国内汽车市场成长快速，基本能消化公司上市前的产能扩张；
- 国际汽车制动系统厂商将传统产品与 ABS 等新品打包销售，部分制约了公司传统产品的低成本扩张。

公司具备明显的规模、成本竞争优势和较强的新产品开发能力

行业竞争状况

目前我国汽车制动系统生产厂商超过 200 家，近年行业集中度逐渐提高，竞争主要表现为少数几家具有的较强的技术研发能力、健全的质量保障体系和规模较大的国内企业与国内三资企业（国际汽车制动系统厂商）的竞争。主要国内企业有亚太股份、万向钱潮、重庆红宇等，国际汽车制动厂商主要有博世、德尔福、大陆集团、TRW（天合）等汽车零部件巨头。

与国内竞争对手比较，公司具有专业化、规模优势和较强的技术开发能力

公司自 1976 年成立以来的 30 多年一直专注于汽车制动系统领域，目前已成为国内汽车制动系统专业龙头，在盘式制动器、鼓式制动器、液压制动轮缸总成等主要传统汽车制动系统产品领域居国内第一（表 2）。

表 2：公司主要产品 2005-2007 年国内市场占有率及排名情况

产品	2005		2006		2007	
	市场占有率（%）	排名	市场占有率（%）	排名	市场占有率（%）	排名
盘式制动器总成	17.84	第二位	17.56	第一位	18.64	第一位
鼓式制动器总成	13.41	第一位	11.23	第一位	12.45	第一位
真空助力器总成	6.01	第一位	3.43	第三位	3.68	第四位
液压制动主缸总成	23.44	第二位	4.79	第一位	5.69	第三位
液压制动轮缸总成	4.48	第一位	20.15	第二位	19.93	第一位
离合器主缸总成	4.35	第四位	5.04	第四位	8.72	第一位
离合器工作缸总成	4.79	第四位	6.78	第三位	11.05	第一位
ABS	1.08	第五位	0.94	第三位	1.84	第三位

资料来源：招股说明书，中信建投研发部

公司因长期专业化生产、建立市场龙头地位，较其他国内汽车制动系统厂商具有明显的规模成本、生产制造经验优势，与数十家国内合资、自主整车企业建立了供应、合作关系，销售占比靠前的客户包括上汽通用五菱、奇瑞汽车、柳州五菱、重庆长安、浙江众泰等。

图 6：2008 年公司前 5 名客户销售收入及占比

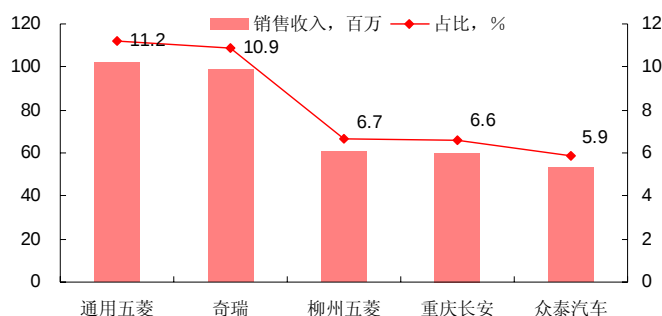
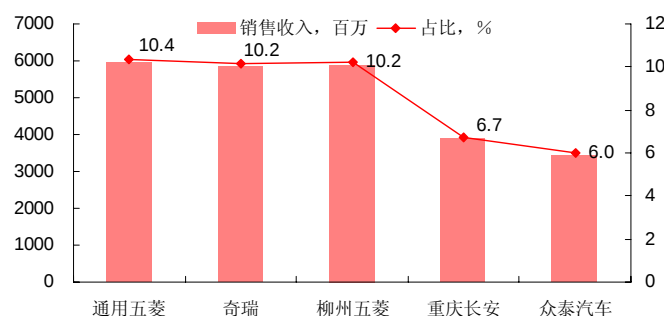


图 7：2009 年中期公司前 5 名客户销售收入及占比

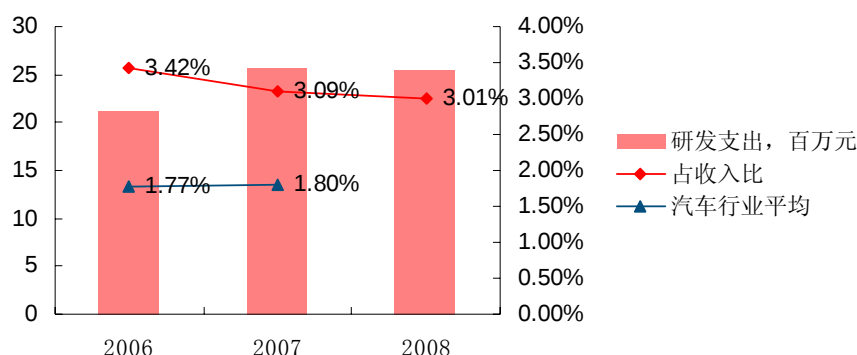


资料来源：招股说明书，中信建投研发部

资料来源：招股说明书，中信建投研发部

另外，同样得益于专业化和规模优势，公司较国内其他企业更能将资源投入技术研发工作。公司拥有汽车制动国家级技术中心，具有较强的自主研发、技术创新能力。除自身开发外，公司亦积极利用外部研发资源及合作机会。2000年，公司与清华大学合作开发了汽车ABS，填补国内技术空白；2005年，公司ABS项目获中国汽车工业科技进步一等奖。另外，公司在后盘式制动器、碳素纤维材料液力泵体及本次募集资金拟投入的汽车前后模块领域也具有较强的技术开发实力。

图8：2006-2008年公司研发费用规模、占收入比、与行业平均比较



资料来源：招股说明书，中信建投研发部

与国际竞争对手比较，公司具有低成本和快速反应的优势

在盘式制动器、鼓式制动器、真空助力器等传统汽车制动系统产品领域，由于技术相对成熟，公司及其他国内企业与博世、德尔福等国际巨头的差距较小，相反具有较强的制造成本优势。对国内整车企业供货时，公司还有售后服务反应快、与整车厂沟通密切的优势。

在ABS、ESP（电子稳定性装置）等高技术含量的电子汽车制动系统产品领域，公司及其他国内企业与博世、TRW等国际厂商的技术差距还比较大，量产和商业化应用的规模不足。针对这一问题，公司希望通过持续加大研发投入努力缩小与国际厂商的技术差距，打开ABS、ESP及未来的EBS等新产品的成长空间。

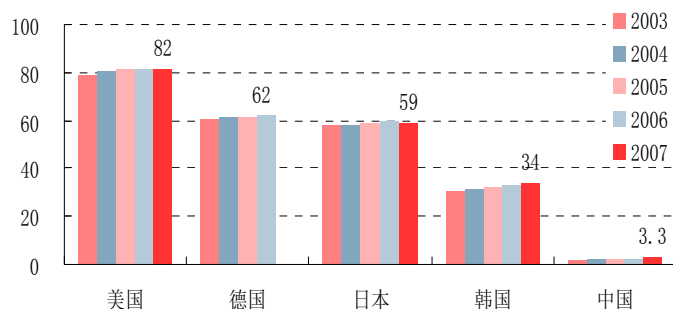
行业、新产品、出口将提供三重成长动力

公司将受益国内汽车消费普及、零部件本地化采购趋势

制动系统是汽车的标准配置，随国内消费者对汽车安全性要求提高，整车厂对制动产品的要求和投入会增加。公司作为国内汽车制动系统龙头，现有产品主要配套国内中小排量乘用车，将从国内汽车市场整体销量、尤其是中低排量乘用车销量成长中获益。

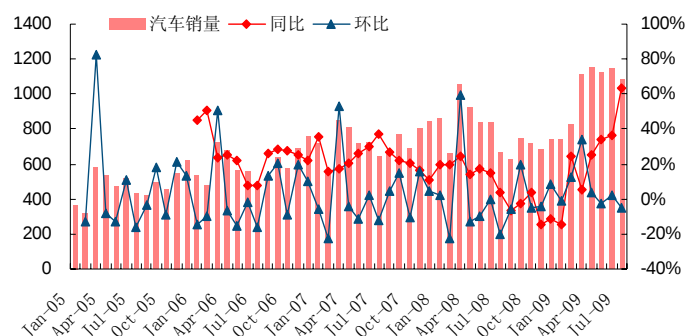
中长期看，汽车整车厂家仍然会面临较激烈的价格竞争和降低成本压力，（包括合资车企）整车厂的零部件本地化采购比例将不断提高，以提升成本竞争力。公司成熟的盘式制动器、鼓式制动器产品及技术成熟度不断提高的ABS可望获得更高的国内市场份额。

图 9：百人汽车保有量比较



资料来源：中信建投研发部

图 10：2009 年中期公司前 5 名客户销售收入及占比



资料来源：CAAM，中信建投研发部

新产品储备较为丰富，将是中期利润重要增长点

国内汽车零部件行业存在技术研发能力偏低、市场较分散、系统化及模块化供货能力不足的问题，如亚太这类优势公司通过加强技术和新产品开发、细分市场拓展，将获得重要的成长机会。公司未来几年将从以下四个方面开发新产品及其市场：

- **从主要为小排量轿车配套向中高端轿车配套延伸：**公司已经及将继续开发带驻车制动装置的后盘式制动器，贯穿式助理器，新型材料离合器主缸、工作缸等中级、普通级轿车制动产品。
- **从传统汽车制动产品到 ABS 等电子制动产品：**在稳定发展现有 ABS 产品基础上，开发适配中级、普通级轿车，高档轻型载货车，中高级客车的 ABS 产品，积极发展汽车线控制动系统、ESP、汽车行车记录仪等汽车电子产品。
- **从主要为乘用车配套向商用车配套延伸：**开发气压鼓式制动器、气压盘式制动器、汽压 ABS 等。
- **从制动系统向其他关联产品延伸：**发展独立悬架和后桥在内的汽车前后模块项目，适应整车厂模块化采购趋势。

开拓国际 OEM 市场的前景值得期待

国际 OEM 配套市场也是公司的重要开拓方向，我们对其前景看好：

- 公司在传统汽车制动产品方面较国际零部件厂商具有明显的成本竞争优势，且正在不断通过加大研发投入缩小与后者的技术差距，相对国际竞争对手的产品性价比竞争力将不断提高。
- 发达国家汽车销售的颓势及整车厂普遍的盈利困境预计短期内难以结束，整车厂在危机期间及危机后将有更强烈的降低零部件采购成本的意愿，这将弱化国际零部件巨头的客户关系优势，为亚太等中国厂商提供进入国际整车厂供应链的机会。

募股资金项目分析

公司拟发行 2400 万股，计划募集资金 4.4 亿元，投资项目如下：

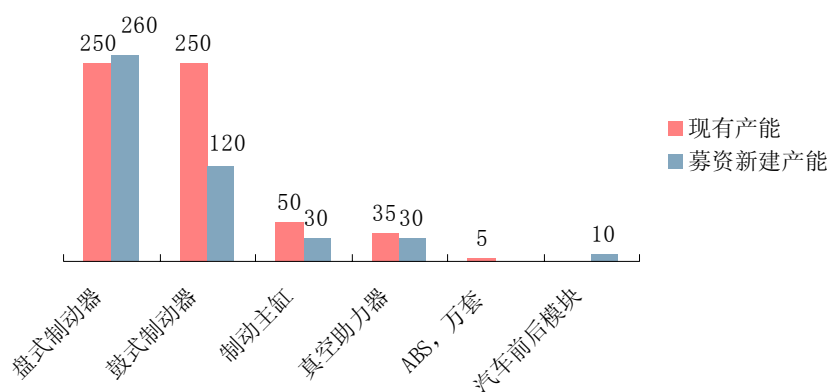
表 2：公司募集资金项目投资计划

序号	项目名称	项目总投资，万元	其中固定资产投资，万元	
1	年产 260 万套汽车盘式制动器建设项目	23000	18650	10000
2	年产 10 万套汽车前后模块建设项目	8000	6890	3200
3	年产 120 万套汽车鼓式制动器建设项目	6000	5050	3000
4	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	4000	3616	1600
5	年产 30 万套汽车真空助力器建设项目	3000	2680	1300
合计		44000	36886	19100

资料来源：招股说明书，中信建投研发部

以上 5 个拟投资项目中，年产 10 万套汽车前后模块建设项目属于新产品项目，其他 4 个项目都是扩大现有汽车制动产品的产能。项目建设期均为两年，建成后公司现有主要产品（除 ABS 外）的产能将增加 50%-100%。

图 9：公司主要产品目前及募资拟投入新建产能，单位：万套/台



资料来源：招股说明书，中信建投研发部

基于对国内汽车市场销量成长前景、合资品牌整车零部件本地化采购趋势及公司开拓国际 OEM 配套市场潜力的乐观判断，我们认为公司募集资金用于扩大现有盘式制动器等产品产能的项目将有效缓解公司产能偏紧张局面、把握行业快速成长机会的同时进一步扩大规模竞争优势，相关项目的新增收入和盈利前景较好、不确定性较低。

公司拟投资于汽车前后模块建设项目，有助于拓宽产品线、满足汽车零部件配套市场模块化供应的市场趋势，但由于是新进入的产品领域，但产品技术开发、生产成熟度及市场竞争力方面的不确定较大。

盈利预测

预测公司 09-11 年实现归属母公司股东净利润分别 0.79、1.04、1.26 亿元，同比增长率 63%、31%、21%，按发行后总股本 9568 万股计算的 EPS 0.83、1.09、1.32 元。

表 3：公司利润表预测，单位：百万元

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2012E
营业收入	651	881	911	1134	1333	1543
营业成本	502	680	735	906	1064	1227
营业税金及附加	4	5	4	6	7	8
销售费用	26	35	36	43	49	55
管理费用	55	62	64	78	91	102
财务费用	18	23	24	14	0	3
资产减值损失	3	10	6	8	9	10
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-3	0	0	0	0
其中：联合营企业投资	-1	-3	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	43	64	41	79	114	139
加：营业外收入	10	10	15	20	22	25
减：营业外支出	3	2	2	5	7	8
非流动资产处置净损失	2	0	0	0	0	0
利润总额	49	72	54	94	129	156
所得税	-2	2	4	11	19	23
净利润	51	71	50	83	109	133
少数股东损益	2	3	2	4	5	7
归属母公司所有者的净利润	49	68	49	79	104	126
股本数，百万股	71.68	71.68	71.68	95.68	95.68	95.68
EPS	0.69	0.95	0.68	0.83	1.09	1.32

资料来源：，中信建投研发部

估值及投资建议

参考汽车类重点上市公司 09 年动态估值集中分布在 18—25X 动态 PE，我们认为公司合理发行价区间 15-20 元。公司作为中小板类上市公司，且成长前景良好，我们按 22X 10PE 估值，公司上市后的目标价 24 元。

表 4：汽车类重点上市公司估值

		股 价 ，													
股票代码	公司名称	元, 8.14	EPS, 元			BPS, 元			PE			PB			
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
乘用车															
600104	上海汽车	17.46	0.10	0.65	0.80	5.48	6.13	6.93	174.3	26.9	21.8	3.2	2.8	2.5	
000800	一汽轿车	17.61	0.67	0.78	1.03	4.04	4.82	5.85	26.4	22.6	17.1	4.4	3.7	3.0	
000625	长安汽车	9.63	0.01	0.42	0.55	3.26	3.68	4.23	921.9	22.9	17.5	3.0	2.6	2.3	
000927	一汽夏利	7.72	0.06	0.18	0.30	2.10	2.28	2.58	123.1	42.9	25.7	3.7	3.4	3.0	
商用车															
600166	福田汽车	13.71	0.38	0.82	0.90	3.31	4.13	5.03	36.3	16.7	15.2	4.1	3.3	2.7	
000951	中国重汽	22.67	1.13	1.07	1.20	5.94	7.01	8.21	20.1	21.2	18.9	3.8	3.2	2.8	
000550	江铃汽车	17.87	0.91	0.82	0.92	4.69	5.51	6.43	19.7	21.8	19.4	3.8	3.2	2.8	
600006	东风汽车	4.76	0.16	0.19	0.25	2.61	2.80	3.05	30.2	25.1	19.0	1.8	1.7	1.6	
600418	江淮汽车	7.06	0.04	0.28	0.47	3.11	3.39	3.86	159.5	25.2	15.0	2.3	2.1	1.8	
600066	宇通客车	13.34	1.02	0.84	0.95	3.43	4.27	5.22	13.1	15.9	14.0	3.9	3.1	2.6	
600686	金龙汽车	8.23	0.44	0.28	0.40	3.12	3.40	3.80	18.5	29.4	20.6	2.6	2.4	2.2	
零部件															
000338	潍柴动力	41.02	2.32	2.25	2.48	9.70	11.95	14.43	17.7	18.2	16.5	4.2	3.4	2.8	
600741	华域汽车	8.24	(0.01)	0.46	0.54	3.77	4.23	4.77	(588.5)	17.9	15.3	2.2	1.9	1.7	
600660	福耀玻璃	9.96	0.12	0.31	0.43	1.63	1.94	2.37	81.1	32.1	23.2	6.1	5.1	4.2	
000887	中鼎股份	10.71	0.26	0.43	0.51	1.47	1.90	2.41	41.0	24.9	21.0	7.3	5.6	4.4	
000581	威孚高科	10.66	0.34	0.39	0.52	4.42	4.81	5.33	31.3	27.3	20.5	2.4	2.2	2.0	
600178	东安动力	9.64	0.35	0.52	0.62	4.13	4.65	5.27	27.8	18.5	15.5	2.3	2.1	1.8	
600742	一汽富维	15.37	0.90	0.78	0.92	6.28	7.06	7.98	17.2	19.7	16.7	2.4	2.2	1.9	
002048	宁波华翔	8.95	0.29	0.39	0.48	2.23	2.62	3.10	30.7	22.9	18.6	4.0	3.4	2.9	
000559	万向钱潮	6.52	0.22	0.32	0.38	1.43	1.75	2.13	30.3	20.4	17.2	4.6	3.7	3.1	
合计平均									61.6	23.6	18.4	3.6	3.1	2.6	

资料来源：中信建投研发部

风险分析

- 募集资金拟投入的 10 万套汽车前后模块建设项目是公司新进入的产品领域，存在市场开拓不成功的风险。
- 行业竞争激烈使零部件价格降幅超过预期，从而降低项目投资回报率的风险。
- 原材料价格大幅上行，使 09 年利润不达预期的风险。

附：

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
陈 政 中信建投证券 汽车及零部件行业分析师

作者简介

陈夷华 中信建投证券 电力设备行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010