浙商证券 ZHESHANG SECURITIES

公司点评报告

20 August 2011 | 6 pages

# 亚太股份（002284）

## 需求放缓影响业绩，未来要看新品投放

### ——公司 2011 年半年报点评

评级： 增持

当前价格： 10.40 元

研究员：马春霞 执业证书编号： 1230511010009

☎ 86-21-64718888-1270

✉ machunxia@stocke.com.cn

| 单季度业绩 | 元/股 |
|---|---|
| 3Q/2010 | 0.11 |
| 4Q/2010 | 0.11 |
| 1Q/2011 | 0.10 |
| 2Q/2011 | 0.10 |

**本报告导读：**

- 2011年中报：营收增长12.9%，净利润增长2.1%；
- 多重因素影响公司2011年上半年业绩；
- 成本上涨及产品售价下降导致毛利率下降2.45个百分点。

**投资要点：**

■ **2011年中报：营收增长12.9%，归属母公司股东净利润增长2.1%**

2011年1-6月，公司实现营业收入99,479万元，同比增长12.94%；实现净利润5,718万元，同比增长2.12%。实现EPS0.20元。公司第2季度实现营业收入53,211万元，同比增长16.3%，环比增加15%；单季度净利润2854万元，同比增长2.2%，环比下降0.4%。符合我们之前的预期。

■ **配套客户的产品销量增速下降及毛利率下降影响了公司业绩**

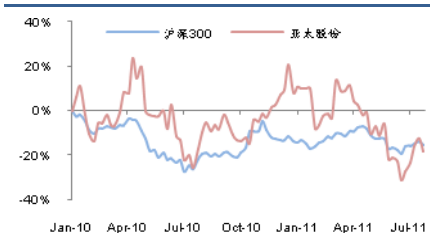
公司的主要客户是自主品牌乘用车整车企业，2011年上半年，自主品牌狭义乘用车销量增速低于乘用车市场整体均速；另外，前两年实现高增长的微客市场，销量同比下滑近10%，降幅明显。下游客户需求放缓影响了公司2011年上半年营收的增长速度。

另外，2011年上半年，虽然公司产品销售较上年同期有所增长，但由于主要原材料价格上半年一直处于高位运行状态，同时，人工成本上升等多重因素共同导致公司营业成本上升；另一方面，公司部分产品销售价格同比下降，使得毛利率较上年同期有所下降，公司净利润未能与销售收入保持同步。

■ **维持公司“增持”投资评级**

预计公司2011-2012 年的EPS 分别为0.46 元和0.60元，当前股价对应公司2011-2012 年动态市盈率分别为23 倍和17 倍，综合考虑公司在制动器行业的竞争优势，部分产品（如ABS）处于快速拓展市场的阶段，未来上升空间很大，因此维持公司股票“增持”的投资评级。

公司股价走势图




报告撰写人：马春霞

■ **2011 年中报：营收增长 12.9%，归属母公司股东净利润增长 2.1%**

2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 99,479 万元，同比增长 12.94%；实现净利润 5,718 万元，同比增长 2.12%。实现 EPS0.20 元。公司第 2 季度实现营业收入 53,211 万元，同比增长 16.3%，环比增加 15%；单季度净利润 2854 万元，同比增长 2.2%，环比下降 0.4%。符合我们之前的预期。

■ **多重因素影响公司 2011 年上半年业绩**

公司的主要客户包括奇瑞、重庆长安等自主品牌整车厂，以及微客企业。2011 年上半年，自主品牌狭义乘用车销量增速（7.0%左右）低于乘用车市场整体均速（10.0%），其中，公司的配套客户奇瑞汽车销量增速为 5.4%。另外，前两年实现高增长的微客市场，销量同比下滑近 10%，降幅明显。下游客户需求放缓影响公司 2011 年上半年业绩。

此外，公司自 2010 年以来，陆续在重庆、安吉、长春、北京等地设立了多家子公司，这些新设立的公司目前处于筹备阶段或投入阶段，短期内未见效益产生。

■ **成本上涨及产品售价下降导致毛利率下降 2.45 个百分点**

表 1：主营业务分行业、产品情况

| 主营业务分行业情况 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 分行业或分产品 | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率（%） | 营业收入比上年同期增减（%） | 营业成本比上年同期增减（%） | 毛利率比上年同期增减（%） |
| 汽车零部件 | 92,438.21 | 76,955.50 | 16.75% | 13.09% | 16.52% | -2.45% |
| 主营业务分产品情况 | | | | | | |
| 盘式制动器 | 46,888.75 | 38,811.67 | 17.23% | 22.58% | 29.62% | -4.50% |
| 鼓式制动器 | 27,382.93 | 23,468.82 | 14.29% | 14.98% | 16.75% | -1.30% |
| 真空助力器 | 3,841.69 | 3,247.08 | 15.48% | -19.89% | -21.50% | 1.73% |
| 汽车防抱死系统 ABS | 3,482.55 | 2,995.99 | 13.97% | 5.07% | 6.95% | -1.51% |
| 制动主缸、轮缸 | 3,044.00 | 2,546.33 | 16.35% | 5.74% | 7.01% | -1.00% |
| 离合器主缸、工作缸 | 6,063.13 | 4,553.88 | 24.89% | -24.68% | -25.23% | 0.55% |
| 其他 | 1,735.16 | 1,331.73 | 23.25% | 175.93% | 123.86% | 17.86% |

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

2011 年 1-6 月，公司主营业务毛利率 16.75%，较上年同期的 19.20%下降 2.45

个百分点。

公司产品的主要直接材料包括钢板、生铁、铝材、外购零配件等，材料成本占总成本超过 80%，约在 82%，在 2011 年上半年，公司的主要原材料价格一直处于高位运行状态，其中，生铁的平均采购价格较上年同期上涨 25.74%、钢板的平均采购价格较上年同期上涨 4.64%。引起原材料价格的传导影响了公司的毛利率水平。

同时，人工成本上升等多重因素共同导致公司营业成本上升。

另一方面，公司部分产品销售价格同比下降，使得毛利率较上年同期有所下降，公司净利润未能与销售收入保持同步。

从另外一个角度来看，2011 年上半年，就是因为公司通过调节产品结构和提高效率，较好维持了毛利率最高的盘式制动器业务收入的增幅超过 20%，才使得公司业绩出现增长。未来，随着公司产品品质的提高，公司在高附加值产品份额将进一步提升，产品结构的不断改善将保持公司盈利能力的稳定。

### ■ 国内市场保持稳定增长

表 2：主营业务分地区情况

| 地区 | 营业收入 | 营业收入比上年增减（%） |
|---|---|---|
| 国内销售 | 90,577.64 | 13.49% |
| 国外销售 | 1,860.57 | -3.23% |
| 小 计 | 92,438.21 | 13.09% |

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

### ■ 预付款项增加和预收款项减少引起资产结构变化明显

表 3：公司资产结构情况

| 资产负债表项目 | 期末数 | 期初数 | 增减幅度% |
|---|---|---|---|
| 预付款项 | 16,256.88 | 4,752.07 | 242.10% |
| 其他应收款 | 236.39 | 107.21 | 120.48% |
| 其他流动资产 | 42.50 | 9.71 | 337.67% |
| 在建工程 | 12,386.11 | 8,544.57 | 44.96% |
| 短期借款 | 24,700.00 | 7,800.00 | 216.67% |
| 预收款项 | 0.00 | 307.32 | -100.00% |
| 应交税费 | 629.80 | 1,303.45 | -51.68% |
| 应付利息 | 105.34 | 30.96 | 240.22% |
| 一年内到期的非流动负债 | 1,500.00 | 3,000.00 | -50.00% |
| 实收资本（或股本） | 28,704.00 | 19,136.00 | 50.00% |

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

公司预付账款期末余额较年初增长 242.10%，主要系钢材等原材料储备增加及购买机器设备及新建厂房等预付款增加。其他流动资产期末余额较年初增长 337.67%，主要系公司子公司房租及物业费增加所致。在建工程期末余额较年初增长 44.96%，主要系公司募集资金项目陆续投入，相应在建工程增加较多所致。短期借款期末余额较年初增长 216.67%，主要系公司募集资金项目陆续投入，相应流动资金增加较多所致。预收款项期末余额较年初减少 307.32 万元，主要系预收款相应结转销售所致。

■ **新产能的陆续达产为公司持续增长提供了保障**

表 41：公司募投项目进度

| 投资项目 | 目前进度 | 投产时间 |
|---|---|---|
| 年产 260 万套汽车盘式制动器建设项目 | 92.89% | 2011 年 5 月 1 日 |
| 年产 10 万套汽车前后模块建设项目 | 71.83% | 2011 年 12 月 31 日 |
| 年产 120 万套汽车鼓式制动器建设项目 | 73.05% | 2011 年 5 月 1 日 |
| 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 | 79.84% | 2011 年 5 月 1 日 |
| 年产 30 万套汽车真空助力器建设项目 | 46.05% | 2011 年 12 月 31 日 |

资料来源：公司中报、浙商证券研究所

■ **投资建议：增持**

预计公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 0.46 元和 0.60 元，当前股价对应公司 2011-2012 年动态市盈率分别为 23 倍和 17 倍，综合考虑公司在制动器行业的竞争优势，部分产品（如 ABS）处于快速拓展市场的阶段，未来上升空间很大，因此维持公司股票“增持”的投资评级。

■ **公司股票投资风险**

1、汽车销量低于预期的风险；

2、国际、国内市场竞争加剧的风险；

3、钢材等原材料价格上涨带来成本上升的风险。

资产负债表 单位：百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1218.44 | 1427.91 | 1610.19 | 1852.53 |
| 现金 | 496.97 | 634.22 | 422.04 | 472.74 |
| 应收账款 | 392.24 | 464.64 | 656.42 | 797.92 |
| 其它应收款 | 1.07 | 3.21 | 1.68 | 4.31 |
| 预付账款 | 47.52 | 14.40 | 71.54 | 45.72 |
| 存货 | 218.41 | 268.40 | 357.93 | 448.39 |
| 其他 | 62.23 | 43.04 | 100.58 | 83.46 |
| **非流动资产** | 609.99 | 706.76 | 905.66 | 1110.02 |
| 长期投资 | 18.16 | 20.16 | 22.16 | 24.16 |
| 固定资产 | 413.84 | 496.13 | 650.86 | 807.28 |
| 无形资产 | 80.74 | 99.19 | 132.11 | 169.07 |
| 其他 | 97.25 | 91.28 | 100.53 | 109.51 |
| **资产总计** | 1828.43 | 2134.67 | 2515.86 | 2962.55 |
| **流动负债** | 709.16 | 905.43 | 1126.47 | 1383.79 |
| 短期借款 | 78.00 | 149.00 | 119.33 | 124.97 |
| 应付账款 | 396.46 | 409.12 | 656.03 | 734.09 |
| 其他 | 234.70 | 347.31 | 351.10 | 524.72 |
| **非流动负债** | 104.96 | 96.57 | 103.80 | 102.74 |
| 长期借款 | 81.80 | 76.35 | 82.95 | 81.33 |
| 其他 | 23.16 | 20.22 | 20.85 | 21.41 |
| **负债合计** | 814.11 | 1002.00 | 1230.27 | 1486.52 |
| 少数股东权益 | 41.37 | 47.04 | 54.97 | 65.03 |
| 归属母公司股东权益 | 972.95 | 1085.63 | 1230.61 | 1411.00 |
| **负债和股东权益** | 1828.43 | 2134.67 | 2515.86 | 2962.55 |

现金流量表 单位：百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 105.45 | 284.82 | 148.35 | 436.47 |
| 净利润 | 124.58 | 137.49 | 179.28 | 224.71 |
| 折旧摊销 | 50.80 | 61.25 | 87.33 | 116.69 |
| 财务费用 | 13.12 | 20.79 | 34.73 | 43.57 |
| 投资损失 | -2.12 | -2.00 | -2.00 | -2.00 |
| 营运资金变动 | -76.72 | 63.97 | -150.18 | 54.07 |
| 其它 | -4.21 | 3.32 | -0.81 | -0.57 |
| **投资活动现金流** | -156.03 | -159.29 | -283.45 | -318.48 |
| 资本支出 | 117.21 | 100.98 | 195.48 | 201.23 |
| 长期投资 | 13.86 | -2.00 | -2.00 | -2.00 |
| 其他 | -24.96 | -60.31 | -89.96 | -119.25 |
| **筹资活动现金流** | -82.11 | 11.72 | -77.09 | -76.81 |
| 短期借款 | -53.00 | 71.00 | -29.67 | -3.89 |
| 长期借款 | -15.00 | -5.45 | 6.60 | -1.62 |
| 其他 | -14.11 | -53.83 | -54.02 | -71.30 |
| **现金净增加额** | -132.68 | 137.25 | -212.18 | 41.17 |

利润表 单位：百万元

| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1750.20 | 2100.24 | 2782.94 | 3568.58 |
| 营业成本 | 1419.57 | 1705.39 | 2254.18 | 2894.23 |
| 营业税金及附加 | 5.42 | 8.26 | 10.68 | 12.93 |
| 营业费用 | 71.87 | 82.95 | 110.14 | 142.91 |
| 管理费用 | 110.92 | 140.00 | 182.10 | 232.51 |
| 财务费用 | 13.12 | 20.79 | 34.73 | 43.57 |
| 资产减值损失 | 4.46 | 6.30 | 8.35 | 10.71 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.12 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| **营业利润** | 126.95 | 138.55 | 184.75 | 233.73 |
| 营业外收入 | 11.83 | 12.40 | 11.53 | 11.92 |
| 营业外支出 | 4.23 | 2.62 | 2.88 | 3.24 |
| **利润总额** | 134.55 | 148.32 | 193.40 | 242.40 |
| 所得税 | 9.97 | 10.83 | 14.12 | 17.70 |
| **净利润** | 124.58 | 137.49 | 179.28 | 224.71 |
| 少数股东损益 | 6.07 | 5.68 | 7.93 | 10.05 |
| **归属母公司净利润** | 118.51 | 131.82 | 171.35 | 214.65 |
| EBITDA | 178.85 | 200.01 | 273.85 | 354.35 |
| EPS（摊薄） | 0.41 | 0.46 | 0.60 | 0.75 |

主要财务比率

| | | | | |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | 32.19% | 20.00% | 32.51% | 28.23% |
| 营业利润增长率 | 40.57% | 9.13% | 33.35% | 26.51% |
| 归属于母公司净利润增长率 | 30.95% | 11.23% | 29.99% | 25.27% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 18.89% | 18.80% | 19.00% | 18.90% |
| 净利率 | 7.12% | 6.55% | 6.44% | 6.30% |
| ROE | 12.28% | 12.14% | 13.95% | 15.22% |
| ROIC | 10.00% | 9.53% | 11.69% | 13.19% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 44.53% | 46.94% | 48.90% | 50.18% |
| 净负债比率 | 18.71% | 21.58% | 17.72% | 16.11% |
| 流动比率 | 1.72 | 1.58 | 1.43 | 1.34 |
| 速动比率 | 1.41 | 1.28 | 1.11 | 1.01 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 1.00 | 1.06 | 1.20 | 1.30 |
| 应收账款周转率 | 4.86 | 4.90 | 4.96 | 4.91 |
| 应付账款周转率 | 4.03 | 4.23 | 4.23 | 4.16 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.41 | 0.46 | 0.60 | 0.75 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.37 | 0.99 | 0.52 | 1.52 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.30 | 3.95 | 4.48 | 5.14 |

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20％以上；

2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10％～+20％；

3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10％～+10％之间波动；

4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；

2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%以上；

3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

**浙商证券研究所**

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： http://research.stocke.com.cn