

# 低于预期，未来看资产注入

## 增持维持

### 投资要点:

- 📖 3季报业绩低于预期，收入增速由负转正；
- 📖 盈利空间节节收窄，集团具备较大的资产注入空间；
- 📖 维持对东风科技的增持评级。

### 报告摘要:

- **3季报净利润大幅下滑，业绩低于预期。**东风科技2011年3季度共实现归属于上市公司股东的净利润2505.71万元，实现基本每股收益0.08元，同比下降42.73%，业绩水平低于市场前期普遍预期；
- **3季度收入增速由负转正，同比增长23.10%。**东风科技前3季度共实现营业收入18.62亿元，同比增长10.79%，前3季度同比增速分别为19.10%、-8.26%和23.10%，3季度收入增速由负转正，并且出现了较高的收入增速；
- **公司盈利空间节节收窄。**前3季度毛利率水平不断下降，3季度毛利率水平为14.50%，相对2季度下降了1.66个百分点，期间费用率则不断提高，3季度为12.15%，相对2季度上升了1.12个百分点，上升最快的是管理费用率，3季度相对2季度上升了0.72个百分点，销售费用率和财务费用率也有不同幅度的上升，不断下滑的毛利率水平和连续上升的期间费用率，直接导致公司盈利空间节节收窄；
- **集团可能注入的资产规模庞大。**根据汽车工业年鉴的数据，2010年东风科技营业收入只占到母公司东风汽车零部件(集团)有限公司总收入的18.83%左右，集团未来资产注入的规模仍然有很大的想象和操作空间；
- **我们维持对东风科技的增持评级。**我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.43、0.54和0.66元，鉴于公司未来资产注入的可能性，我们维持原有的增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1290	2307	2583	2971	3417
同比增速	10.44%	78.81%	12.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万元)	30	164	136	169	206
同比增速	143.06%	439.69%	-17.10%	24.64%	21.48%
基本每股收益(元)	0.10	0.52	0.43	0.54	0.66

资料来源：宏源证券、Wind 资讯

### 宏源汽车组

#### 分析师:

祖广平(S1180510120011)

电话: 010-88085610

Email: zuguangping@hysec.com

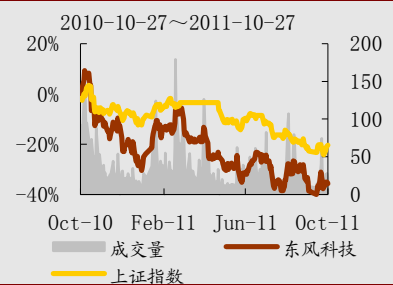
#### 联系人:

于军华

电话: 010-88085257

Email: yujunhua@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

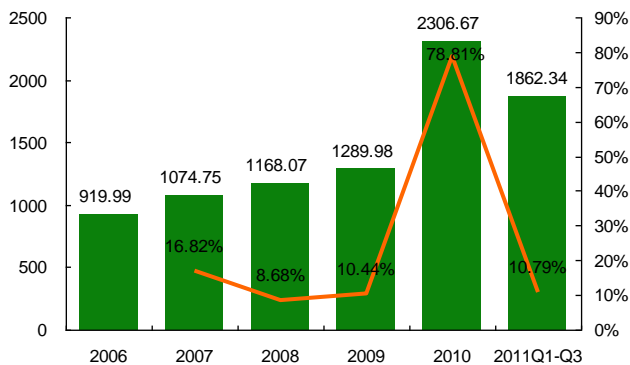
- 1 《宏源证券\*中报简评\*东风科技：业绩下滑，未来想象空间大\*600081\*汽车行业\*于军华》，2011.8
- 2 《宏源证券\*中期策略报告\*汽车行业：三季度乘用车登场，四季度商用车压轴\*\*汽车行业\*于军华》，2011.6
- 3 《宏源证券\*行业简评\*4月份汽车行业：狭义乘用车是4月份市场亮点\*\*汽车行业\*于军华》，2011.5
- 4 《宏源证券\*行业简评\*3月份汽车行业：狭义乘用车消费品特征突显\*\*汽车行业\*于军华》，2011.4
- 5 《宏源证券\*年报简评\*东风科技：4季度小幅亏损，期待资产注入\*600081\*汽车行业\*于军华》，2011.3

## 一、收入增速由负转正，盈利空间节节收窄

### (一) 3 季度收入由负转正，同比增长 23.10%

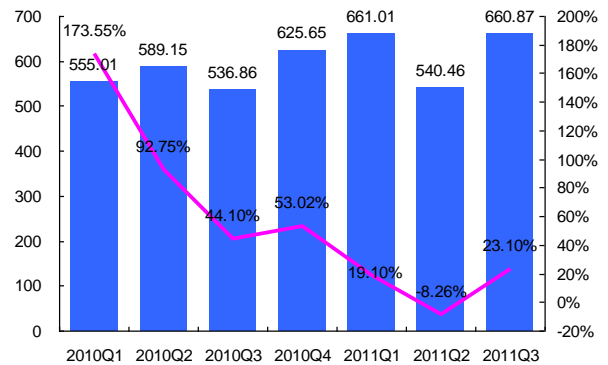
东风科技前 3 季度共实现营业收入 18.62 亿元，同比增长 10.79%，前 3 季度同比增速分别为 19.10%、-8.26%和 23.10%，3 季度收入增速由负转正，并且出现了较高的收入增速。

图 1: 东风科技营业收入 (百万元) 及同比增速



资料来源: 宏源证券, 东风科技

图 2: 分季度营业收入 (百万元) 同比增速



资料来源: 宏源证券, 东风科技

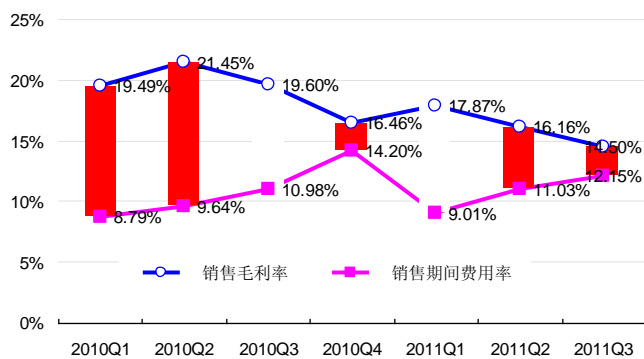
### (二) 盈利空间节节收窄

前 3 季度毛利率水平不断下降。东风科技前 3 季度毛利率水平连续下降，其中 3 季度毛利率水平为 14.50%，相对 2 季度下降了 1.66 个百分点。

期间费用率则不断提高，其中 3 季度为 12.15%，相对 2 季度上升了 1.12 个百分点，上升最快的是管理费用率，3 季度相对 2 季度上升了 0.72 个百分点，销售费用率和财务费用率 3 季度相对 2 季度也有不同幅度的上升。

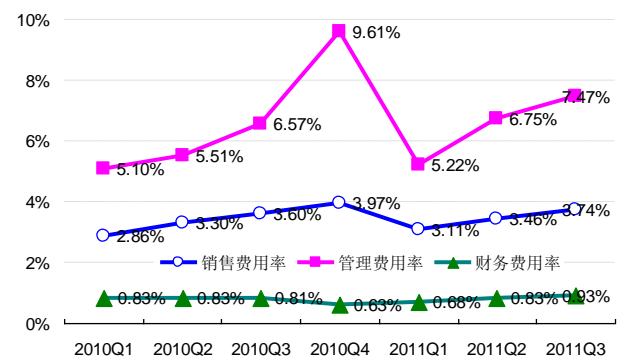
不断下滑的毛利率水平和连续上升的期间费用率，直接导致公司盈利空间节节收窄。

图 3: 东风科技分季度毛利率和期间费用率水平



资料来源: 宏源证券, 东风科技

图 4: 东风科技分季度三费率水平



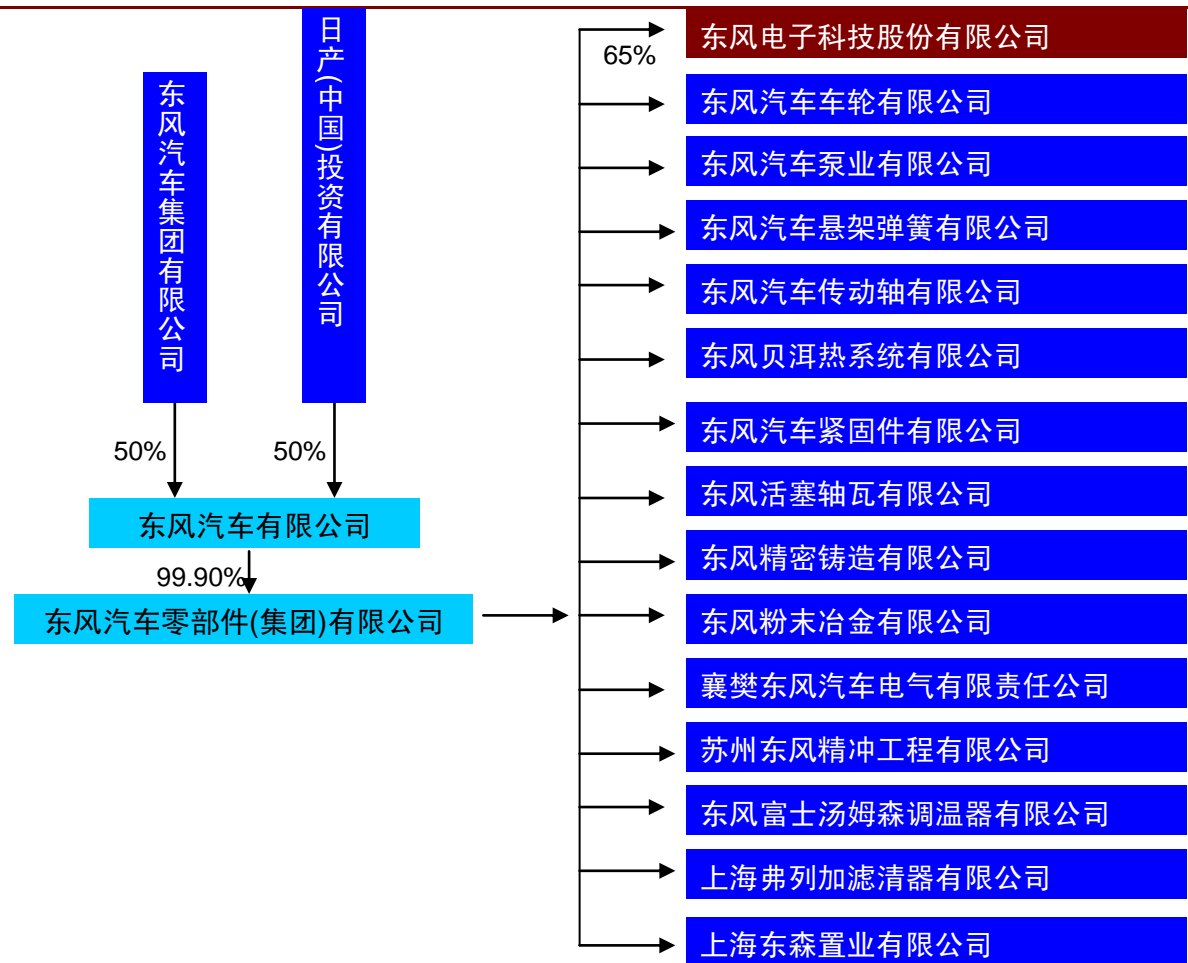
资料来源: 宏源证券, 东风科技

## 二、公司可注入资产的规模很大

### (一) 东风科技是母公司 15 家子公司的一个

直属母公司共有 15 家子公司。东风科技隶属于东风汽车零部件（集团）有限公司，而东风汽车零部件（集团）有限公司则隶属于东风汽车有限公司，东风汽车有限公司除了东风汽车零部件（集团）有限公司外，还有东风德纳车桥、东风变速箱等众多零部件公司，而东风科技只是东风汽车零部件（集团）有限公司众多子公司中的一家。

图 5：东风汽车零部件（集团）有限公司组织结构图



资料来源：宏源证券、东风汽车零部件（集团）有限公司

### (二) 东风科技 2010 年收入不及母公司总收入的 1/5

东风科技占集团收入的比例不到 1/5。根据 2011 年汽车工业年鉴的数据，2010 年集团内可统计的员工共 1.5 万人，营业收入约 123 亿元，东风科技员工总数占集团的 19.11%，营业收入占 18.83%，无论从员工数量还是营业收入来看，东风科技只能说是集团零部件业务的冰山一角，可注入资产的规模庞大。

**表 1: 东风汽车零部件 (集团) 有限公司所属零部件公司 2010 年主要营业指标**

下属公司	从业人员	营业收入 <sup>①</sup>	主要配套企业、产品名称、型号及产量
东风汽车车轮有限公司	2155	392483	EQ 商用车、EQ 乘用车、出口车轮总成 6700207 只;
东风汽车悬架弹簧有限公司	1687	130420	EQ、SX、YUTONG 钢板弹簧总成 139 万架;
东风汽车泵业有限公司	1013	50661	EQ、康明斯、CY、YN 等机油泵 610500 只, EQ、康明斯、CY、YN 等水泵总成 519900 只, EQ、康明斯、CY、YN 等空压机总成 349300 台;
东风汽车传动轴有限公司	1338	59489	康明斯离合器总成 328500 台, 传动轴 313800 只, EQ 转向机总成 133300 台;
东风精密铸造有限公司	1066	46329	精密铸造件;
东风汽车紧固件有限公司	1565	61494	EQ、标准件 58267.51 万元;
东风活塞轴瓦有限公司	1326	27416	东风商用车活塞环 394.22 万片, 康明斯活塞 320.10 万只;
襄樊东风汽车电气有限责任公司	771	41715	康明斯起动机 407500 台, 重汽、上柴、EQ 发电机 251600 台;
苏州东风精冲工程有限公司	287	7400	精冲零件
东风贝洱热系统有限公司	631	73711	神龙、EQ、CA 散热器总成 488768 只, 神龙、EQ 空调装置 215199 台, EQ、CA 增压中冷器 117658 只;
东风富士汤姆森调温器有限公司	296	19378	东本、广汽本田、康明斯、重汽调温器 12501400 只;
上海弗列加滤清器有限公司	520	83982	汽车机油滤清器 1889 万只, 汽车滤芯 213 万只, 汽车汽油滤清器 106 万只;
东风电子科技股份有限公司	2989	230666	EQ 气压制动总泵 298 万只、EQ 传感器 452 万只、EQ 遮阳板 167 万只;
东风粉末冶金公司	-	-	-
上海东森置业有限公司	-	-	-
<b>总计</b>	<b>15644</b>	<b>1225144</b>	-

资料来源: 宏源证券、中国汽车工业年鉴 2011 年版

<sup>①</sup> 单位为万元

表 2: 东风科技预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E	单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	-9	26	30	199	营业收入	2307	2583	2971	3417
应收和预付款项	829	677	1054	935	营业成本	1864	2162	2466	2819
存货	127	237	178	296	营业税金及附加	8	9	10	11
其他流动资产	0	0	0	0	营业费用	79	85	98	113
长期股权投资	250	345	452	572	管理费用	156	173	193	219
投资性房地产	17	15	12	10	财务费用	18	21	25	27
固定资产和在建工程	323	230	134	34	资产减值损失	22	23	26	29
无形资产和开发支出	8	7	5	4	投资收益	88	95	107	120
其他非流动资产	21	21	20	20	公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1566</b>	<b>1557</b>	<b>1884</b>	<b>2070</b>	他经营损益	0	0	0	0
短期借款	314	168	69	0	<b>营业利润</b>	<b>248</b>	<b>205</b>	<b>259</b>	<b>318</b>
应付和预收款项	597	553	753	734	其他非经营损益	-4	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>244</b>	<b>205</b>	<b>259</b>	<b>318</b>
其他负债	3	3	3	3	所得税	25	24	34	44
<b>负债合计</b>	<b>914</b>	<b>724</b>	<b>826</b>	<b>737</b>	净利润	219	181	226	274
股本	314	314	314	314	少数股东损益	55	45	57	69
资本公积	22	22	22	22	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>164</b>	<b>136</b>	<b>169</b>	<b>206</b>
留存收益	189	325	494	700	<b>EPS (元)®</b>	<b>0.52</b>	<b>0.43</b>	<b>0.54</b>	<b>0.66</b>
归属母公司股东权益	524	660	830	1035					
少数股东权益	127	173	229	298					
<b>股东权益合计</b>	<b>652</b>	<b>833</b>	<b>1059</b>	<b>1333</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>1566</b>	<b>1557</b>	<b>1884</b>	<b>2070</b>					
现金流量表					主要财务比率				
<b>经营活动现金流量净额</b>	70	194	108	238	<b>成长能力</b>				
税后经营利润	135	86	119	155	销售收入增长率	78.81%	12.00%	15.00%	15.00%
折旧与摊销	73	74	74	74	净利润增长率	405.79%	-17.10%	24.64%	21.48%
资产减值损失	22	23	26	29	<b>获利能力</b>				
利息费用	17	13	6	-1	毛利率	19.19%	16.30%	17.00%	17.50%
存货的减少	-26	-110	59	-119	销售净利率	9.48%	7.01%	7.60%	8.03%
经营性应收项目的减少	-368	152	-377	118	ROE	31.25%	20.57%	20.41%	19.87%
经营性应付项目的增加	221	-44	200	-19	<b>偿债能力</b>				
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>24</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	58.39%	46.50%	43.81%	35.61%
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-81</b>	<b>-159</b>	<b>-104</b>	<b>-69</b>	流动比率	1.03	1.30	1.53	1.94
<b>现金流量净额</b>	<b>12</b>	<b>35</b>	<b>4</b>	<b>169</b>	速动比率	0.90	0.97	1.31	1.54
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.47	1.66	1.58	1.65
					应收账款周转率	2.98	4.24	3.02	4.03
					存货周转率	14.71	9.12	13.87	9.51

资料来源: 宏源证券 (根据 Wind 模型调整)

® 以上每股指标系指定预测日期对应的总股本计算。

**联系人简介:**

**于军华:** 宏源证券研究所汽车行业研究员, 中国人民大学经济学硕士, CPA, CFA L3 Candidate, 原国家信息中心汽车行业分析师, 5年汽车咨询行业从业经验。主要研究覆盖公司: 上海汽车、华域汽车、福耀玻璃、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、安凯客车、江淮汽车等。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。