

业绩下滑，未来想象空间大

增持维持

投资要点:

- 📖 半年报业绩大幅下滑，盈利空间收窄；
- 📖 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:

- **半年报业绩大幅下滑。**东风科技8月18日晚发布2011年半年报，公司2011年上半年共实现归属于上市公司股东的净利润8641.78万元，实现基本每股收益0.28元，同比下降30.89%，相对2010年同期业绩大幅下滑；
- **收入小幅增长，汽车销售业务占比增加。**2011年上半年公司实现营业收入12.01亿元，小幅增长了5.01%，其中汽车销售业务占比出现了明显的增加，相对2010年底上升了2.37个百分点；
- **公司盈利空间小幅收窄。**公司上半年毛利率水平明显下降，但2季度下滑幅度收窄，比2010年底下降了2.09个百分点，上半年期间费用率虽然相对2010年底有所下降，但2季度上升很快，公司总体盈利空间收窄；
- **集团可能注入的资产规模庞大。**根据汽车工业年鉴的数据，2009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10%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。**鉴于公司未来资产注入的可能性，以及最近一段时间股价的连续回调，我们认为当前股价已经基本上反映了中报以及年报的盈利下调预期，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.53、0.61和0.70元，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	2491	2865	3209
同比增速	10.44%	78.81%	8.00%	15.00%	12.00%
净利润(百万元)	30	164	165	192	219
同比增速	143.06%	439.69%	0.99%	16.10%	14.11%
基本每股收益(元)	0.10	0.52	0.53	0.61	0.70

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

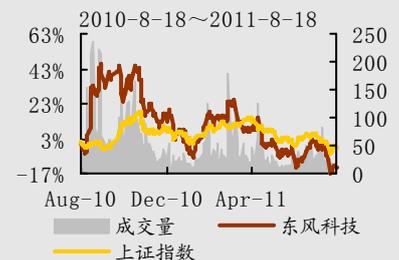
联系人:

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

2《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

3《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

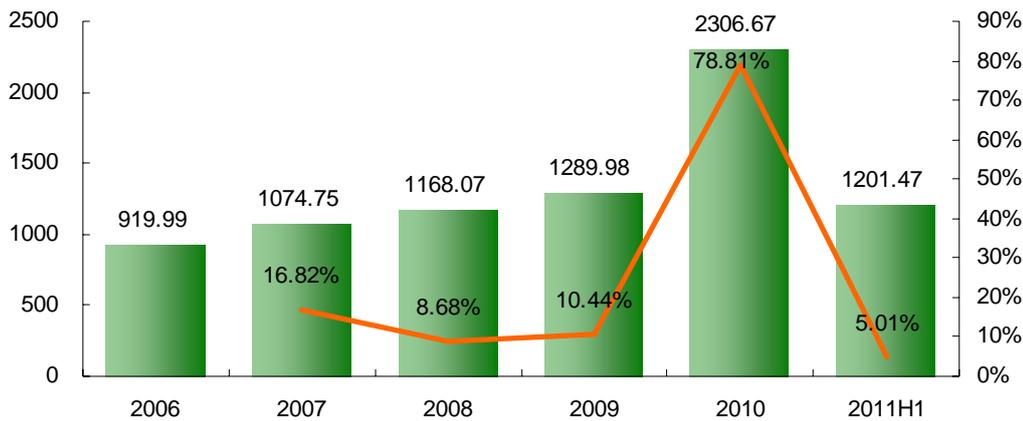
4《宏源证券*年报简评*东风科技:4季度小幅亏损,期待资产注入*600081*汽车行业*于军华》, 2011.3

一、上半年收入增长有限

(一) 上半年收入增长 5.01%

东风科技上半年共实现营业收入 12.01 亿元，同比增长 5.01%，增速远远低于 2007 年以来的平均水平。

图 1：东风科技分年度营业收入（百万元）和同比增速走势图

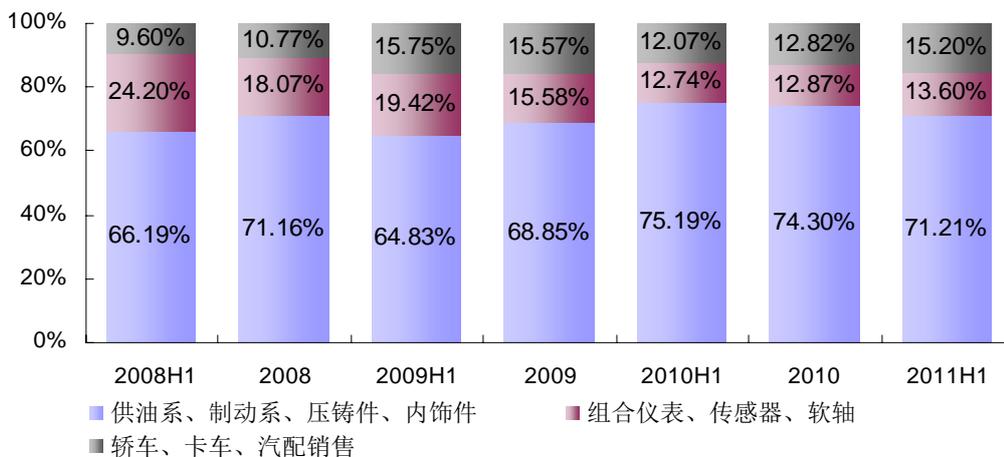


资料来源：宏源证券、东风科技

(二) 汽车销售业务占比明显增加

公司汽车销售业务占比明显增长，从 2010 年底的 12.82% 上升到 15.20%，上升了 2.37 个百分点。

图 2：东风科技分年度分产品线营业收入构成



资料来源：宏源证券、东风科技

二、盈利状况小幅下滑

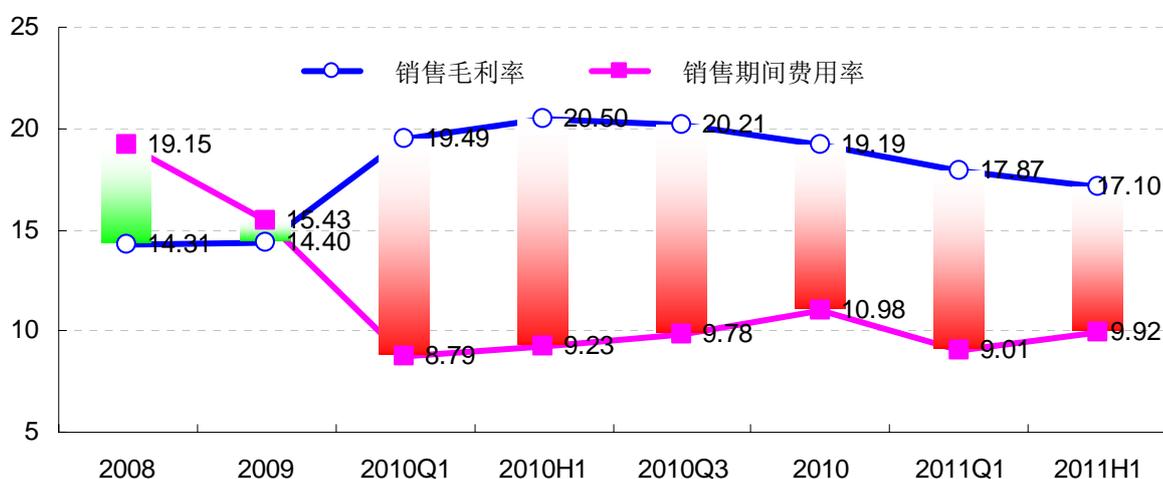
(一) 公司盈利空间收窄

上半年毛利率水平不断下降。东风科技上半年毛利率水平明显下降，但2季度下降幅度缩窄，上半年毛利率水平为17.10%，比2010年底下降了2.09个百分点。

公司期间费用率水平相对1季度继续上升。相对2010年底，上半年公司的期间费用率有所下降，但相对1季度上半年的期间费用率则上升很快。

毛利率水平的下降和期间费用率的上升使得公司的盈利空间收窄。

图3：东风科技分季度累计销售毛利率（%）和累计销售期间费用率（%）

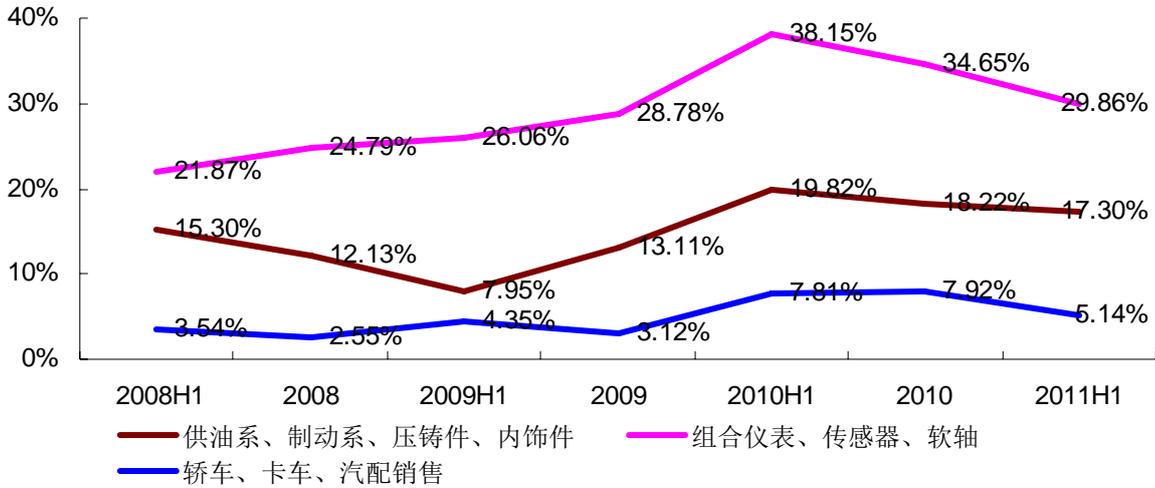


资料来源：宏源证券、东风科技

(二) 组合仪表类零部件的毛利率水平下降最快

各个产品线的毛利率水平都有所下滑。从分产品看，2011年上半年组合仪表类零部件、供油系制动系零部件以及汽车销售业务的毛利率水平分别为29.86%、17.30%和5.14%，相对2010年底分别下降了4.79、0.92和2.78个百分点。其中组合仪表类零部件的毛利率水平下降最快。

图 4: 东风科技分年度分产品毛利率水平

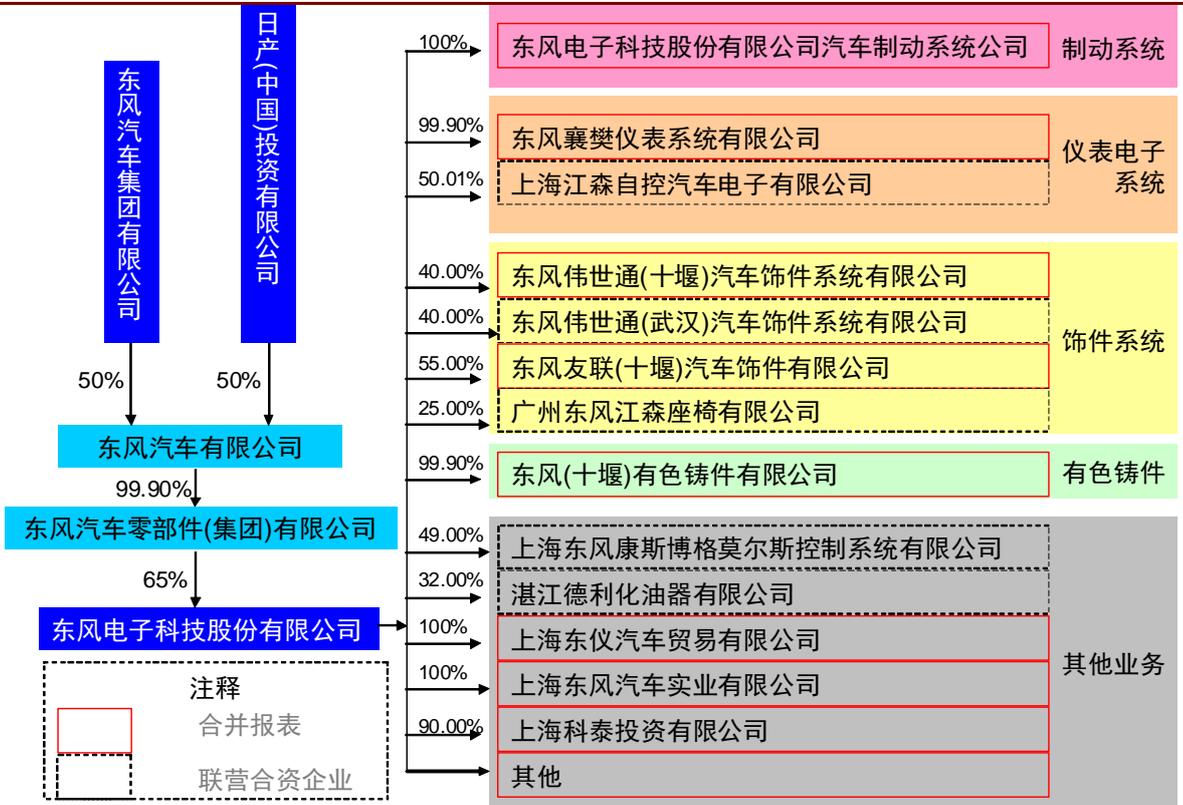


资料来源: 宏源证券, 东风科技

三、集团内可注入资产的规模庞大

(一) 公司由东风汽车零部件(集团)有限公司控股

图 5: 东风科技股权构成



资料来源: 宏源证券, 东风科技

东风汽车零部件（集团）有限公司占有公司 65% 的股权。东风科技拥有 1 家分公司、8 家控股子公司、5 家参股公司，按地域分为上海、湖北、广东三地。

（二）东风汽车零部件（集团）有限公司下有众多的零部件公司

东风科技占集团收入的比例很小。集团内大约有 19 家汽车零部件相关公司，根据汽车工业年鉴的数据，2009 年集团可统计的员工接近 3 万人，营业收入接近 130 亿元，东风科技员工占集团的 12.61%，营业收入的 10.03%，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 2009 年主要营业指标

下属公司	从业人员	营业收入 ^①	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	2233	206870	EQ 商用车钢圈总成 5462232 只；
东风汽车悬架弹簧有限公司	1545	76424	EQ、YUTONG 等钢板弹簧总成 1501107 架；
东风汽车泵业有限公司	1013	30138	EQ 机油泵 241600 只，低压油管 1241500 根，空压机总成 193000 台；
东风汽车传动轴有限公司	1345	32909	康明斯离合器总成 175900 台，EQ 传动轴 201500 只，EQ 转向机总成 107200 台；
东风精密铸造有限公司	821	25191	精密铸造件；
东风汽车变速箱有限公司	1251	57651	EQ、YUTONG、JAC、XMQ、FOTON、出口手动变速器总成 137400 台；
东风汽车紧固件有限公司	1536	38742	EQ、神龙标准件 36927 万元；
东风活塞轴瓦有限公司	1371	17008	东风康明斯活塞 214.89 万只，活塞环 157.87 万片；
襄樊东风汽车电气有限责任公司	776	22514	EQ、YC、上柴、CY 等起动机 196700 台，发电机 131100 台，发电机调节器 3100 只；
武汉东风冲压件有限公司	2027	100289	汽车冲压件；
苏州东风精冲工程有限公司	233	4196	天合富奥飞轮齿圈 154763 只；
东风贝洱热系统有限公司	631	44411	散热器总成 439600 台，空调装置 160700 台，增压中冷器 75500 只；
东风富士汤姆森调温器有限公司	294	13187	东本、广本、SGM、出口调温器 7989000 只；
上海弗列加滤清器有限公司	520	55186	汽车空气滤清器 27 万只、汽车机油滤清器 1285 万只、汽车滤芯 145 万只；
东风德纳车桥有限公司	6869	432722	YUTONG 后桥总成 200600 台，EQ 前桥总成 202200 台，东风随州后桥螺旋伞齿轮 200300 台；
东风电子科技股份有限公司	3241	128998	EQ 汽车组合仪表 35 万只、EQ 电磁阀 7089 万只、EQ 制动比例阀 410335 只；
青海东风汽车零部件有限责任公司	-	-	-
上海东科汽车零部件有限公司	-	-	-
东风有限粉末冶金厂	-	-	-
总计	25706	1286436	-

资料来源：宏源证券，中国汽车工业年鉴 2010 年版

^① 单位为万元

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、海马股份、中国重汽、潍柴动力、一汽轿车、长安汽车、宇通客车、福耀玻璃、江淮汽车等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。