

汽车电子新贵，集团战略受益者

买入 维持

目标价格：17.50元

投资要点：

东风科技发布了2014年一季度业绩预告，同比增长240%，预计实现单季度6900万净利润，大幅超市场预期。

报告摘要：

- **公司进入明显的上升周期，从一季度情况看，年化净利润有望翻番。**公司一季度利润6900万，其中公允价值增加约1000万，其余近6000万利润为经营性利润增长，各项主营业务均呈现大幅上升局面。简单年化则全年将达到2.7亿净利润，相对2013年1.3亿元的经营性利润实现翻倍增长，但预计公司可能会控制利润释放节奏。
- **市场尚未正视东风科技的汽车电子业务。**公司汽车电子业务利润占比30%以上，与江森的合资公司是江森电子全球盈利性最好、也是亚太地区最为重要的合资公司之一。过去两年业绩每年翻倍增长，目前大量订单在握，确保今明两年复合40%以上的增长。公司定位于集团汽车电子业务的整合平台，大量汽车电子产品在研，未来将通过自主研发、收购和合资等手段，在汽车电子业务上大有可为。
- **公司后续存在较强的整合预期。**公司的股东是东风有限（东风与日产合资公司），作为东风集团唯一的零部件上市公司，未来控股股东有望变成东风集团，从而打开并购整合的空间。目前公司30多亿的市值相对于东风集团4500亿的销售额来说，空间巨大。
- **公司背靠的东风集团进入战略上升期。**东风集团近期入股PSA，并签订战略合作协议，将大幅加快PSA车型引入及海外出口业务。同时英菲尼迪和雷诺将相继实现合资国产化。零部件配套企业受益确定。
- **投资建议：一季报业绩大幅超预期，考虑到公司可能会控制利润增速，我们上调全年盈利预测至3亿（其中2.2亿为经营性利润增长）。公司是快速成长的汽车电子标的，体量小，整合空间大，并恰逢东风集团战略上升期，给予2014年25倍PE，对应17.5元目标价。**

汽车行业研究组

分析师：

何亚东(S1180513050001)

电话：010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

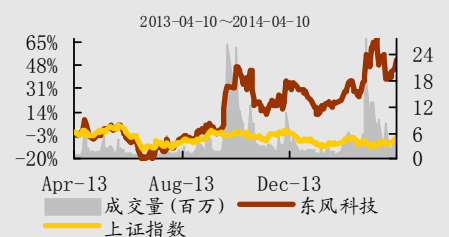
研究助理：

蔡麟琳

电话：010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

市场表现



相关研究

《东风科技：汽车电子业务快速增长》

2014-03-30

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万)	2448.82	3082.70	4500	5400
增长率(%)	-5.25	25.88	45.98	20.00
归母净利润(百万)	96.90	171.10	300	286
增长率(%)	-29.54	76.59	75.44	-4.67
每股收益	0.31	0.55	0.96	0.91
市盈率	27.05	15.32	11.51	11.98

目录

一、公司简介	4
二、汽车电子业务增长快，空间大.....	5
（一）傍上了江森电子这条大腿，增长迅速	5
（二）定位集团汽车电子整合平台，未来发展空间巨大	6
三、大集团下的小公司，集团战略发展的受益者.....	6
（一）东风集团唯一零部件上市平台，整合预期强烈	6
（二）股权关系尚待梳理，有加速可能	7
（三）东风集团在战略上升期，利好配套零配件企业	7
四、投资建议	8

插图

图 1: 东风科技组织结构图.....	4
图 2: 东风科技股权结构.....	7

表格

表 1: 江森电子增长情况.....	6
--------------------	---

一、公司简介

东风电子科技有限公司主营汽车零部件及汽车贸易等业务，是东风汽车集团旗下仅有的两家上市公司之一，公司旗下拥有一家分公司和九家控股公司、六家参股公司，按地域分为上海、湖北、广东三个基地。

公司目前的业务主要分为五大块，2013 年汽车内饰件、汽车电子和汽车铸件是主要业务。利润占比分别为 40%，30%和 30%。其中，汽车电子和部分汽车内饰件属于投资收益。并表收入和利润中，内饰件和铸件贡献了近 80% 的利润。

图 1：东风科技组织结构图



资料来源：宏源证券、公司官网

1) 公司内饰件业务:

东风伟世通（武汉）汽车饰件有限公司：东风科技原持股 40%，2013 年增加至 50%。2013 年收入规模 14 亿，2013 年盈利为 1.95 亿，扣除股权转让约 8000 万利润所得后，2013 年净利润为 1.2 亿。主要配套神龙、启辰等乘用车。2014 年 1 月 1 日开始并表，之前为投资收益。

东风伟世通（十堰）汽车饰件有限公司：原持股 56%，2013 年下降为 50%。收入规模 10 亿左右，利润规模在 5000 万左右。主要配套东风重卡、陕汽重卡等。东风友联（十堰）汽车饰件（原持股 55%）并入十堰伟世通。

广州东风江森座椅有限公司：25% 股权。

2) 汽车电子业务:

东风汽车电子有限公司(襄樊): 持股 100%。原襄樊仪表业务。主要给商用车和自主品牌配套电子产品, 主要产品是仪表和传感器。

上海江森自控: 持股 40%。主要产品为电子仪表(显示器-神龙; 蓝牙-东本/广本/日产/奥迪/通用; 车身控制器; 遥控钥匙)。客户结构神龙 40%, 马自达 30%, 其他 30%(东风本田、日产、广汽、上海通用、一汽等)

上海东风康斯伯格莫尔斯控制系统有限公司: 持股 25%。主要产品是为商用车配套。

3) 压铸件业务

东风(十堰)有色铸件有限公司: 持股 100%。有色铸件制造。

湛江德利化油器有限公司: 持股 52%, 生产销售各种汽车, 摩托车化油器及其他零部件产品。2005 年开始转向生产汽车小型压铸件。目前小型压铸件及机加工件约占一半份额。公司 2013 年利润为 8000 万元, 权益利润为 4000 万。

4) 制动业务

汽车制动公司(十堰): 商用车业务。

5) 汽车贸易:

共有直营店 4 家, 二级店 3 家, 主要经营柳汽的东风轻型车和东风的卡车。过去还兼销售比亚迪与陕汽重卡, 目前剥离。2013 年投了一家新的东风 4S 店。

公司最主要的利润来源为东风伟世通(十堰/武汉), 湛江德利, 上海江森自控四家公司。伟世通和江森自控是未来利润最主要增长点, 铸件业务稳步增长, 2014 年制动业务将形成新合资公司, 2015 年后逐渐贡献利润。

二、汽车电子业务增长快, 空间大

(一) 傍上了江森电子这条大腿, 增长迅速

公司汽车电子业务倍增式成长。公司目前电子业务利润来自于两块, 一是和江森合资的上海江森电子有限公司, 另一块是配套商用车的汽车电子业务。目前盈利来源主要是合资公司。

上海江森自控汽车电子有限公司由东风科技与美国江森于 2006 年共同投资组建, 注册资本金 500 万美元, 东风科技持有 50.01% 的股份, 美国江森持有 49.99% 的股份。合资公司将致力开发、设计、生产和销售乘用车仪表、显示器、车身电子控制系统等汽车电子装置。美国江森自控有限公司是全球知名的汽车电子、座椅、内饰系统和电池的主要供应商。

2011 年 11 月, 东风科技对上海江森自控汽车电子有限公司进行了增资, 股本比例进行了调整, 东风电子科技股份有限公司共出资 568 万美元, 占上海江森 40.00% 股权, 美国江森自控有限公司共出资 852 万美元, 占上海江森 60.00% 股份。2011 年东风科技与江森约定, 将原有 50% 的持股比例通过增资形式下降至 40%, 江森约定后续导入更多的产品和订单至上海江森来开展, 并独家生产, 先后导入仪表、蓝牙、中控显示器、智能钥匙、车载娱乐系统等产品, 客户也从单一的神龙拓展到马自达、一汽奥迪、本田等多样化客户。自 2011 年后, 江森的销售收入和利润都出现了飞跃式发展。目前上海江森电子有限公司是江森电子在亚太对重要的合资公司, 也是江森电子全球盈利水平最高的合资公司之一。

根据 2013 年年报显示,上海江森电子公司在 2012 年利润同比增长 112% 的基础上,2013 年继续增长 139%,权益利润 4000 万,占扣非后利润的 31%。公司产品线和客户不断拓展,2014 年车载娱乐信息系统放量,保证今年增长。由于公司体量变大,未来增速略有下滑,预计后续两年将保持 40% 以上利润增长。

上海江森供货对象神龙 40%,马自达 30%,剩下 30% 供应东风本田、广汽、上海通用、一汽等客户。主要产品有电子仪表,显示器,蓝牙(东本、广本、日产、奥迪、通用等),车身控制器 BCM,遥控钥匙等。2013 年新开发车载娱乐系统,今年将供货给全球马自达,实现近 4 个亿的销售收入,构成今年利润增速的主要部分,保证今年实现 50% 的营业收入和利润增速。目前公司在洽谈后续订单,确保 2015 年后增长。

表 1: 江森电子增长情况

	营业收入	收入增速	利润	利润增速
2009	196,479,034.25		1,139,474.93	
2010	319,788,202.08	62.8%	39,001,442.23	3322.76%
2011	307,063,018.10	-4.0%	19,859,423.37	-49.08%
2012	473,665,391.63	54.3%	42,075,227.55	111.87%
2013	878,896,971.71	85.6%	100,522,786.84	138.91%
2014E	1,200,000,000.00	36.5%	150,000,000.00	49.22%

资料来源:宏源证券,公司年报

今年江森电子业务被伟世通收购,短期来看,未来 3 到 5 年的业绩增长已经锁定,不受影响。中长期来看,由于江森电子和伟世通电子产品交集小,客户也具有互补性,不会形成竞争,但合作的空间很大,未来的整合大概率对于江森电子形成利好,双方在座舱电子领域形成良好的互补关系,并能分别渗透进入对方的传统供应体系内。

(二) 定位集团汽车电子整合平台,未来发展空间巨大

东风集团对于零部件的中期规划一是加强核心动力系统的掌控,包括新能源汽车的动力系统,二是加强汽车电子的核心掌控。公司在其中承担了重要的地位。

公司在研产品梯队均为重量级高科技产品,技术过关即可配套集团。公司目前已经建立了一系列的在研产品梯队,其中集团已经认可将整车控制器、新能源电机控制器、北斗导航等一系列产品放在公司进行研发。

值得一提的是公司承担了集团新能源领域中,整车电控和电机电控两项研发工作,目前已经配套装车上市,未来一旦东风新能源汽车上量,公司将成为确定受益者。同时,公司未来也有望和日产进行合作,日产提供电池系统,东风科技研发和生产电机控制部分,进入国产 LEAF 的配套体系。

在增强自主研发的同时,公司也在积极寻找汽车电子相关的收购、合资标的。待公司的股权结构理顺之后,公司在汽车电子领域的发展将大有可为。

三、大集团下的小公司,集团战略发展的受益者

(一) 东风集团唯一零部件上市平台,整合预期强烈

东风集团 2013 年累计销售汽车 353.5 万辆,实现销售额达 4533.6 亿元。我们预计零部件采购额占 50%,则东风集团一年的零部件采购金额为 2000 亿人民币量级。作为集团唯一的零部件上市公司,意味着公司在相同条

件下，具有优先配套的可能。

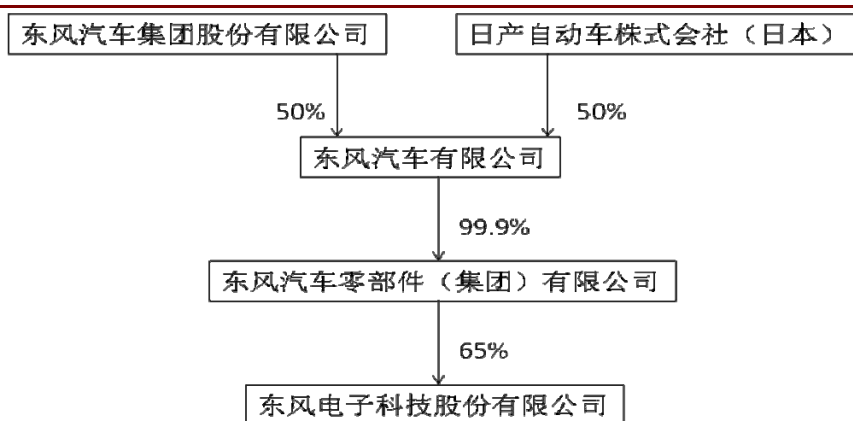
公司的主营业务集中在内外饰、汽车电子等，这两项占汽车零部件的 30% 左右。意味着公司以现有业务，有 600 亿的配套空间。但是同时，公司通过自主研发、集团内外的并购、或通过合作合资方式进入其他领域，则未来公司有望成为类似于华域汽车一样的集团零部件上市公司整合平台。

（二）股权关系尚待梳理，有加速可能

目前无论是并购还是整合，目前最大的障碍在于公司的股权。公司目前的控股股东是中日合资的东风汽车有限公司，由东风集团和日产集团各持有 50% 股份。但是公司的主要供应对象则遍布整个东风集团，包括神龙、东风日产、东风商用车等，并供应东风集团以外的客户。此外，公司的相关并购整合事宜需要日方同意批复，而日方没有动力去发展东风集团下属零部件单位。

作为东风集团目前唯一的零部件上市平台，该股权结构存在问题。我们预计东风集团将收购东风汽车有限公司所持有的公司股份，从而理顺公司的产权结构，并打开公司并购、对外合作等一系列的空间。

图 2：东风科技股权结构



资料来源：宏源证券

集团公司目前虽无明确的整合零部件的时间计划，但是目前东风集团在整车层面的布局已经告一段落（收购 PSA 14% 的股权），零部件层面的布局将成为下一项需要解决的工作。2013 年东风集团从东风汽车有限公司收购了中重卡业务，提供了良好的先例，我们预计公司有望采用类似方式，实现公司控股股东的转变。

（三）东风集团在战略上升期，利好配套零配件企业

东风集团近两年动作频频。乘用车领域东风集团参股标致雪铁龙集团(以下简称 PSA) 14% 股权，并签订《全球战略联盟合作协议》，双方将深化在工业和商业领域的全球合作。将建立联合研发中心，加快车型导入，加快中国布局，建立神龙自主品牌，并实现东南亚出口。预计未来 5 年，神龙系的乘用车将从目前的 55 万台增长到 120 万台的产销量。

此外，2014 和 2015 年，东风英菲尼迪和东风雷诺将相继投产，设计产能分别为 20 万台和 30 万台。

东风还将加强了商用车领域建设，与 VOLVO 合资，实现商用车领域的进一步发展。

总而言之，东风集团进入了一个明显的战略上升期，而作为零部件配套企业的东风科技，将享受这一战略上

升期。

四、投资建议

公司 2014 年业绩增长明确，目前最保守估计扣非后增长 40%，中性预计扣非后增长 70%。公司题材众多，包括汽车电子、国企改革、新能源汽车题材等。

其中汽车电子为零部件行业未来发展的必然方向，公司的估值尚待进一步提升。目前 A 股上市零部件公司中，真正的汽车电子标的较少。公司是较为纯正的汽车电子概念股：上海江森自控的合资方江森为国际著名汽车电子企业，将持续为合资公司带来新的产品和订单。同时公司定位于集团汽车电子整合平台，空间广阔。按照公司 2014 年盈利预测，估值 12 倍，明显低于目前市场汽车电子企业的普遍估值（2014 年 20 倍以上）。

公司体量小，利润增速快，未来空间广阔，也应享受一定的估值溢价。

目前 A 股传统零部件企业给予 15 倍估值，我们建议给予东风科技 2014 年 20 倍-30 倍估值，随着汽车电子业务的被认知，以及公司股权梳理推动，有望从 20 倍向 30 倍靠拢。

按照今年经营性 2.2 亿净利润计算，则公司的估值在 44 亿至 66 亿之间，我们取中值作为目标价，即 55 亿市值，对应股价 17.5 元。

风险提示：

- 1) 为保证增长的持续性，公司可能调节利润释放的节奏，导致业绩不达预期
- 2) 经济下滑、乘用车市场竞争格局大幅恶化
- 3) 公司股权梳理事宜迟迟不能推进
- 4) 市场投资风格变化

作者简介:

何亚东: 清华大学汽车工程系毕业, 4年广汽集团汽车设计及项目管理经验, 3年汽车行业证券分析经验

蔡麟琳: 清华大学汽车工程系毕业, 2年银行汽车行业融资分析经验, 1年汽车行业分析经验

机构销售团队

		李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
公募	北京片区	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
		李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	yuxiaoyin@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com
机构	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。