

汽车电子产品持续放量 未来三年成长高度确定

——东风科技（600081）调研简报

2014年07月09日

强烈推荐/首次

东风科技

调研快报

关注 1: 东风旗下综合零部件平台, 合资电子和饰件公司为主要利润来源。

公司是东风集团旗下唯一的零部件上市平台, 想象空间丰富。公司目前涉足汽车电子、汽车内外饰件、汽车制动系统、铸件、汽车贸易五大门类。利润主要通过旗下的控股和参股公司实现。去年公司参股的饰件公司东风伟世通和汽车电子公司上海江森贡献了大部分净利润。

关注 2: 汽车电子产品丰富高壁垒, 未来三年成长确定。

公司是 A 股市场稀缺的几家汽车电子公司之一。目前公司汽车电子业务包括本公司的汽车电子业务和参股 40% 的上海江森汽车电子业务。其中上海江森为公司最大亮点。上海江森是美国江森自控全球汽车电子体系中数一数二的分公司, 产品包括仪表、CMU、HUD、多功能显示器、车身控制器、胎压传感器、倒车雷达显示器等。目前上海江森主要业务是为神龙配套汽车仪表、车身控制器和通过日本江森为马自达配套 CMU。其中 CMU 目前为独家配套, 且短期内难有新进入者。2013 年公司马自达配套十几万套, 按照马自达计划预计 2014、2015 年配套量有望持续大幅提升, 最终实现日本本土马自达方面的全面配套。此外, 马自达也有在中国国内车型引入该产品的计划。神龙方面, 公司配套占比稳定配套, 神龙未来三年计划在中国市场引入多达 11 款新车型, 将带动公司配套量大幅增长。此外, 公司目前有望为通用 GL8 配套 HUD, 预计未来两到三年可实现批量供货。

关注 3: 伟世通收购江森汽车电子业务, 实现优势互补。

伟世通在 7 月 1 日完成了对江森全部汽车电子业务的收购, 其中也包括上海江森的 60% 股权。我们认为此次收购对上海江森利明显大于弊。东风科技在内饰件等方面有长期合作基础。而在汽车电子领域伟世通主要配套上汽等集团, 对东风集团配套几乎为零。同时伟世通汽车电子产品与江森产品产业明显具有互补性。伟世通若想拓展对东风的汽车电子业务, 通过上海江森导入产品无疑是最优的途径。

关注 4: 东风伟世通并表, 内外饰收入持续快速增长。

公司在与伟世通合资子公司中持股比例由去年的 40% 提升至 50%, 今年将实现并表。目前东风伟世通主要配套神龙和启辰等乘用车。预计未来几年东风伟世通在神龙快速增长的带动下将保持 20-30% 的快速增长。

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

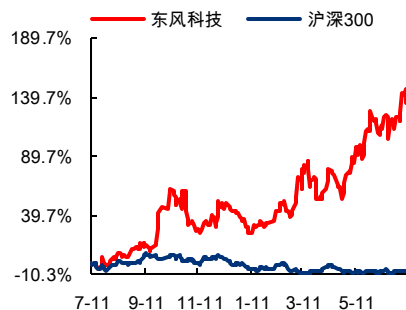
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.55-6.09
总市值 (亿元)	45.62
流通市值 (亿元)	45.62
总股本/流通 A 股 (万股)	31356/31356
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.28

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

结论:

预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.95、1.02 和 1.26 元，对应 PE 分别为 15 倍、14 倍和 12 倍，考虑到公司汽车电子的属性，估值仍然很有吸引力。且公司作为东风集团唯一的零部件上市公司，不排除公司未来有成为东风汽车电子乃至零部件整体的大平台的可能，具备较大的想象空间，首次给与公司“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	980	1476	2144	2431	2711	营业收入	2449	3083	5253	5924	6575				
货币资金	162	264	683	770	855	营业成本	1990	2533	4213	4740	5257				
应收账款	431	722	951	1098	1241	营业税金及附加	13	17	29	33	36				
其他应收款	7	10	17	19	21	营业费用	92	115	137	154	171				
预付款项	64	72	72	72	72	管理费用	224	281	488	551	612				
存货	195	266	404	455	504	财务费用	19	18	28	29	16				
其他流动资产	3	17	17	17	17	资产减值损失	5.14	25.88	53.00	53.00	53.00				
非流动资产合计	871	1160	1364	1418	1473	公允价值变动收益	0.58	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	246	351	430	430	430	投资净收益	73.44	148.91	90.00	120.00	150.00				
固定资产	461.32	493.80	574.12	636.41	694.36	营业利润	179	242	395	484	581				
无形资产	71	85	77	68	60	营业外收入	4.41	2.11	65.00	2.00	2.00				
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	6.23	1.22	1.00	1.00	1.00				
资产总计	1851	2637	3508	4293	4654	利润总额	177	243	459	485	582				
流动负债合计	939	1492	2400	2406	2333	所得税	26	13	56	59	71				
短期借款	312	346	645	478	234	净利润	151	230	403	426	511				
应付账款	432	720	1185	1358	1528	少数股东损益	54	59	105	107	115				
预收款项	7	9	62	62	62	归属母公司净利润	97	171	298	319	396				
一年内到期的非	0	9	9	9	9	EBITDA	341	419	509	618	712				
非流动负债合计	4	43	43	43	43	BPS (元)	0.31	0.55	0.95	1.02	1.26				
长期借款	0	37	37	37	37	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E				
负债合计	942	1535	2443	2449	2376	成长能力									
少数股东权益	189	264	369	476	591	营业收入增长	-20.6%	25.9%	70.39%	12.77%	11.00%				
实收资本(或股	314	314	314	314	314	营业利润增长	-26.8%	385.7%	63.41%	22.58%	20.01%				
资本公积	22	15	15	15	15	归属于母公司净利润	74.1%	244.7%	74.10%	7.05%	24.16%				
未分配利润	295	423	601	793	1030	盈利能力									
归属母公司股东	721	838	1046	1270	1547	毛利率(%)	19%	18%	20%	20%	20%				
负债和所有者权	1851	2637	3508	4293	4654	净利率(%)	6%	7%	8%	7%	8%				
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	5%	6%	8%	7%	9%				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE(%)	13%	20%	28%	25%	26%				
经营活动现金流	311	229	270	472	536	偿债能力									
净利润	151	230	403	426	511	资产负债率(%)	51%	58%	68%	64%	59%				
折旧摊销	141.89	159.84	0.00	105.18	115.05	流动比率	1.04	0.99	0.85	0.95	1.06				
财务费用	19	18	28	29	16	速动比率	0.84	0.81	0.72	0.80	0.89				
应付帐款的变化	0	0	0	173	170	营运能力									
预收帐款的变化	0	0	53	0	0	总资产周转率	1.26	1.37	1.48	1.28	1.31				
投资活动现金流	-56	-118	-150	-93	-73	应收账款周转率	5	5	6	5	5				
公允价值变动收	1	0	0	0	0	应付账款周转率	5.02	5.35	4.99	4.02	4.00				
长期投资	246	351	430	430	430	每股指标(元)									
投资收益	73	149	90	120	150	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.55	0.95	1.02	1.26				
筹资活动现金流	-239	-80	-80	-292	-378	每股净现金流(最新	0.05	0.10	0.13	0.28	0.27				
短期借款	312	346	645	478	234	每股净资产(最新摊	2.30	2.67	3.34	4.05	4.93				
长期借款	0	37	37	37	37	估值比率									
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	47.31	26.79	15.39	14.38	11.58				
资本公积增加	0	-6	0	0	0	P/B	6.36	5.47	4.38	3.61	2.96				
现金净增加额	16	31	40	87	85	EV/EBITDA	13.90	11.24	9.03	7.02	5.63				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。