

东风科技（600081）：汽车电子行业步入爆发期，公司未来增长确定 推荐（维持）

汽车行业

当前股价：14.86 元

报告日期：2014 年 7 月 21 日

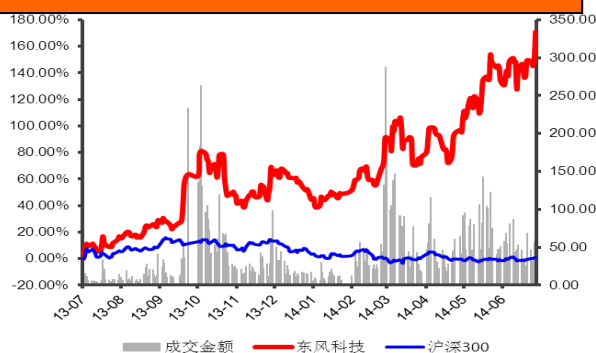
主要财务指标（单位：百万元）

	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	2,415	3,031	5,498	8,263
(+/-)	-3.54%	25.50%	81.42%	50.28%
营业利润	160	210	429	676
(+/-)	-13.18%	31.77%	104.03%	57.65%
归母净利润	97	171	302	450
(+/-)	-29.98%	77.24%	76.50%	48.87%
每股收益	0.31	0.55	0.96	1.43
(元)				
市盈率	49	27	16	10
(倍)				

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	31356/ 31356
流通市值（亿元）	47.1
每股净资产（元）	2.89
资产负债率（%）	65

股价表现（最近一年）



汽车行业研究员：安军

执业证书编号：S1050512080001

021-51793726

qiuzx@cfsc.com.cn

- **汽车电子行业将步入爆发期。**随着汽车行业的迅猛发展，与其配套的汽车电子产业也得到了飞速的发展，根据赛迪顾问数据，过去十年，中国汽车电子销售额自2003年的354.6亿元增至2012年的3,246.2亿元，年复合增长率达27.9%。我们预测未来三年，即到2015年，汽车电子销售额有望达7,000亿元。
- **公司是东风集团旗下唯一零部件平台。**公司原控股股东和实际控制人均为东风汽车有限公司。后经过股权转让，控股股东变更为现在的东风汽车零部件有限公司。公司的最终共同控制人为东风汽车集团股份有限公司和日产自动车株式会社，持股比例各占50%。公司是东风汽车集团旗下仅有的二家上市公司之一，也是集团旗下唯一的零部件上市公司。公司主营业务为汽车仪表电子系统、饰件系统、制动系统（含ABS气压防抱死制动系统）、铸件产品及汽车贸易等，其中饰件业务及汽车电子业务是公司主要的利润贡献来源。
- **公司业绩具备持续性。**目前上海江森30%的收入来源于马自达（目前主要是马3的车载娱乐系统），30%来源于神龙，其余来自于一汽、长安、上海通用、东风本田及日产等的贡献。未来1-2年内车载娱乐系统将完成对日本马自达全系列的渗透，预计销量将翻2倍。神龙汽车去年的销量为55万辆，今年有望达到70万辆，而神龙计划未来三年投放11款新车型，到2020年计划销量达到150万辆，公司将受益明显。另外公司的抬头显示器已经进入上海通用的配套体系，未来有望进入其他车系。目前饰件业务的主要客户为神龙及日产等，我们认为未来随着神龙汽车大规模新车型投放，以及东风汽车与PSA、雷诺合作的深入，以及英菲尼迪国产化的导入，饰件业务有望继续保持高增长。
- **盈利预测。**预计公司14及15年的收入将分别为54.98及82.62亿元，同比分别增长81%及50%；实现归母净利润3.02及4.49亿元，同比增长76%及48%。预计公司14-15年EPS分别为0.96及1.43元，对应最新股价的PE分别为16及10倍，给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示。**汽车电子及饰件业务不及预期。



目录

1 汽车电子行业将步入爆发期.....	3
1.1 传统行业将加入革命性元素.....	3
1.2 多重因素驱动汽车电子行业快速增长.....	5
2 公司为东风汽车旗下零部件平台.....	7
2.1 公司为东风汽车及日产联合控股.....	7
2.2 公司利润主要来源于旗下合资公司.....	8
3 公司业绩已经反转	9
4 公司未来业务仍将保持高增长.....	10
4.1 汽车电子业务客户不断拓展，产品愈加丰富.....	10
4.2 饰件业务将受益于东风汽车集团与 PSA、神龙及雷诺等的合作深入	11
5. 盈利预测	13



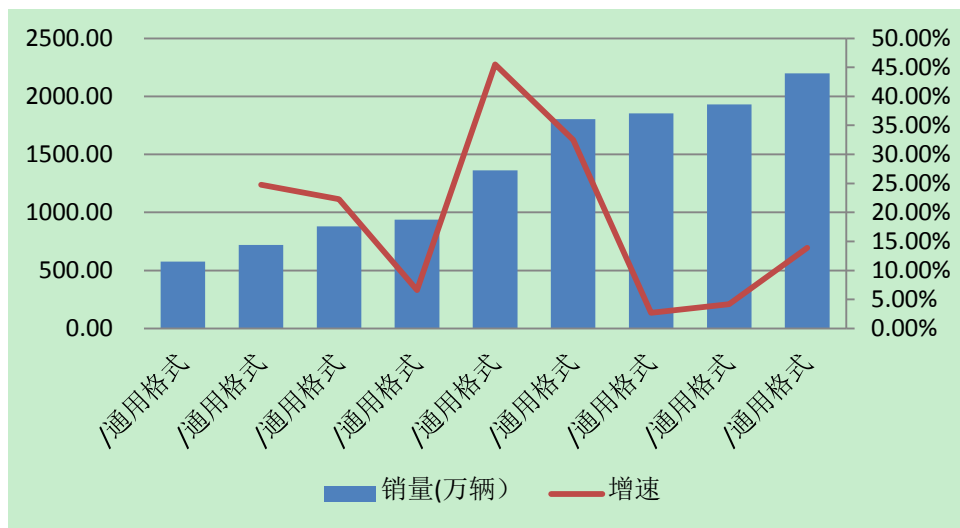
1 汽车电子行业将步入爆发期

1.1 传统行业将加入革命性元素

中国已成为汽车产销第一大国，未来每年超 2,000 万辆的产销规模为汽车电子产业发展提供大空间。过去十余年，中国汽车行业发展迅猛，由 2000 年的 208.6 万辆增长至 2013 年的 2,198.4 万辆，年复合增长率约 20%，中国汽车销量占全球销量的比重已达 23.6%（2012 年），已成为产销第一大国。

长期趋势来看，预计汽车在中国仍处于汽车消费普及阶段、千人保有量相比于世界平均水平依然偏低、二三四线居民购买能力显著提升、城镇化水平提升等内生性因素驱动下，销量增速仍具有维持在较高水平上的潜力。

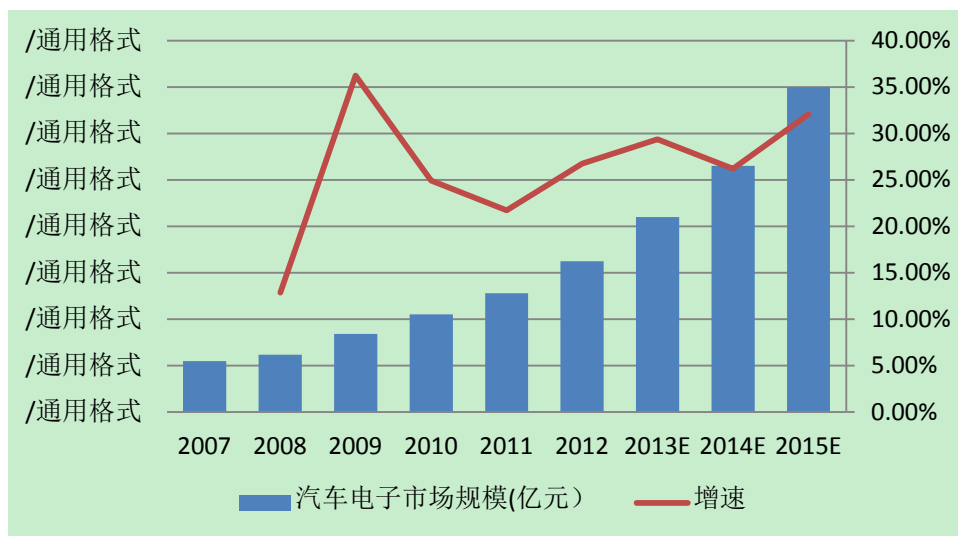
图表 1：国内汽车销量及增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协 华鑫证券研发部

而随着汽车行业的迅猛发展，与其配套的汽车电子产业也得到了飞速的发展，根据赛迪顾问数据，过去十年，中国汽车电子销售额自 2003 年的 354.6 亿元增至 2012 年的 3,246.2 亿元，年复合增长率达 27.9%。我们预测未来三年，即到 2015 年，汽车电子销售额有望达 7,000 亿元。

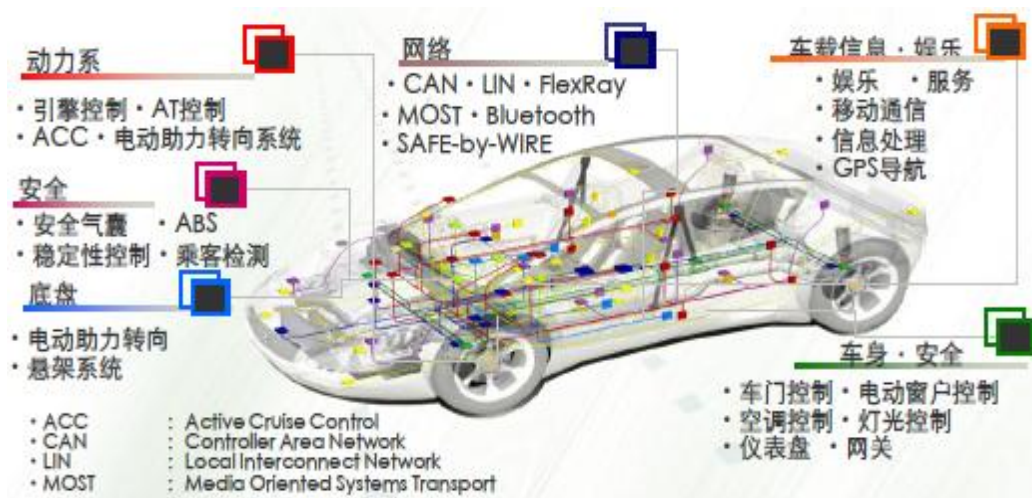
图表 2：国内汽车电子市场规模（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问 华鑫证券研发部

具体到产品上，乘用车的电子产品主要集中于车内网络总线、车载信息娱乐、车身安全、动力系统、及底盘控制等方面。

图表 3：汽车电子产品在乘用车中的应用

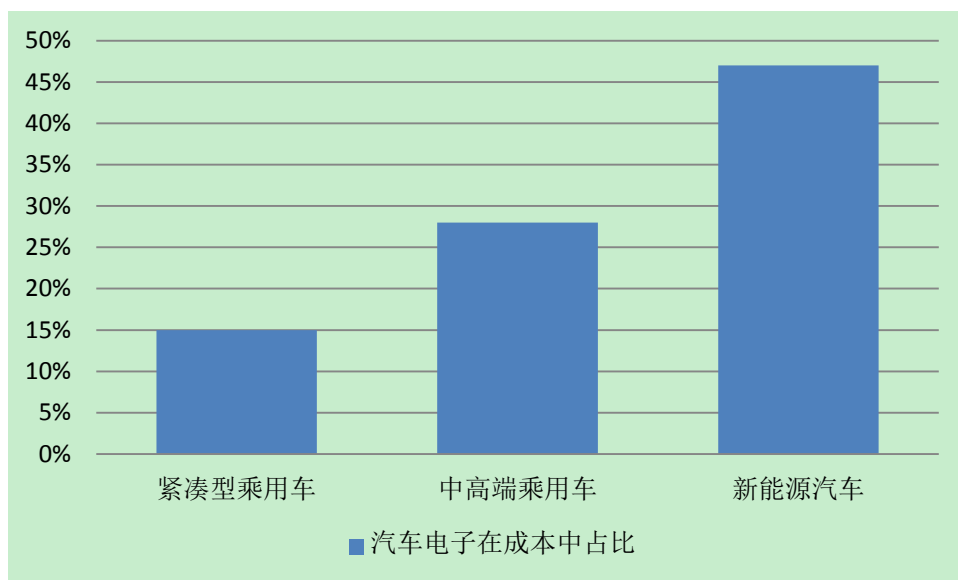


资料来源：赛迪顾问

目前紧凑型乘用车中汽车电子占成本的比重约为 15%，中高端乘用车中汽车电子占成本的比重约为 28%，而新能源汽车中汽车电子占成本的比重高达约 47%。我们判断未来高端配置逐步向低端车渗透以及新能源汽车的比重将会逐步增长将是趋势，将带来汽车电子在乘用车成本中的比重持续提升。



图表 4：乘用车汽车电子占成本的比重



资料来源：公司资料 华鑫证券研发部

1.2 多重因素驱动汽车电子行业快速增长

我们预计未来几年汽车行业由于刚性需求依然强烈，销量增速有望保持平稳，与之相配套的汽车电子行业增速将超越汽车行业的增速，主要有以下几个原因：

➤ 高端配置向低端渗透带来汽车电子渗透率提升

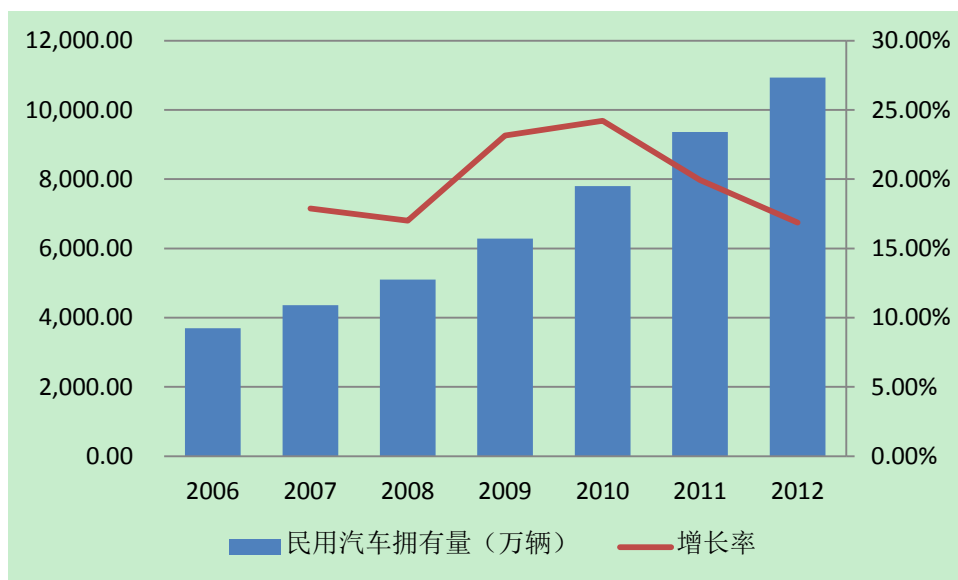
未来高端配置逐步向低端车渗透将是长期趋势，伴随汽车电子研发上投入不断加大，加上汽车电子中的安全控制系统对汽车安全性至关重要，未来安全控制系统中的如电子稳定控制系统 ESP、胎压监测系统 TPMS 等有望成为乘用车标配，将带来汽车电子在乘用车成本中的比重持续提升。

➤ 换购需求带来消费升级以及汽车电子后装市场带来汽车电子需求增量

换购需求：我国汽车保有量已经突破 1 亿辆，仍以每年 2,000 万辆左右的销量递增，一、二线部分城市的汽车保有量已达 100 辆/千人，未来庞大保有量下将带来巨大换购需求，而换车需求将带来中高端乘用车需求的持续增长。此外由于交通及环保压力的加大，导致限购的城市不断增多，而限购之后将使得销量中中高端车型的比列上升。从而使得汽车电子在单车购置成本中的比例上升。另一方面由于现在的汽车保有量巨大，加上汽车的电子智能化是一个大趋势，随着消费者对娱乐及用户体验需求的增长，未来汽车电子后装市场的需求容量巨大。



图表 5：国内汽车保有量及增速（单位：万辆）

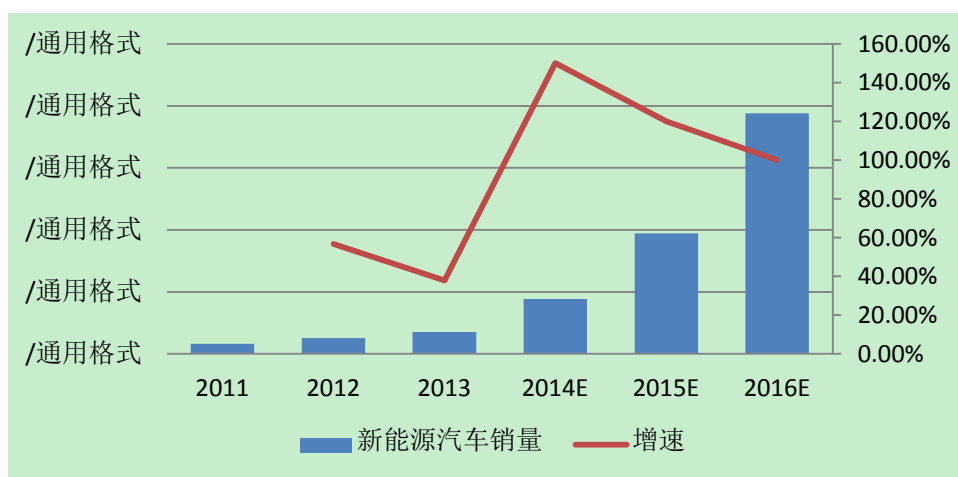


资料来源：中汽协 华鑫证券研发部

➤ 新能源汽车爆发增长将带来对汽车电子的巨大需求

新能源汽车是长期发展方向，对汽车电子需求量更大，新能源汽车中汽车电子占成本的比重高达约 47%。随着国内新能源汽车政策扶持力度的不断增大，以及技术的不断进步使得新能源汽车的实用性越来越强。今年以来各地的新能源补贴政策频出，前两批示范城市到 2015 年规划推广量有望达到 33 万辆，远远超过 2013 年新能源汽车全年销量。因此我们预计未来新能源汽车行业将迎来爆发式的增长。

图表6：新能源汽车销量（单位：辆）



资料来源：中汽协 华鑫证券研发部



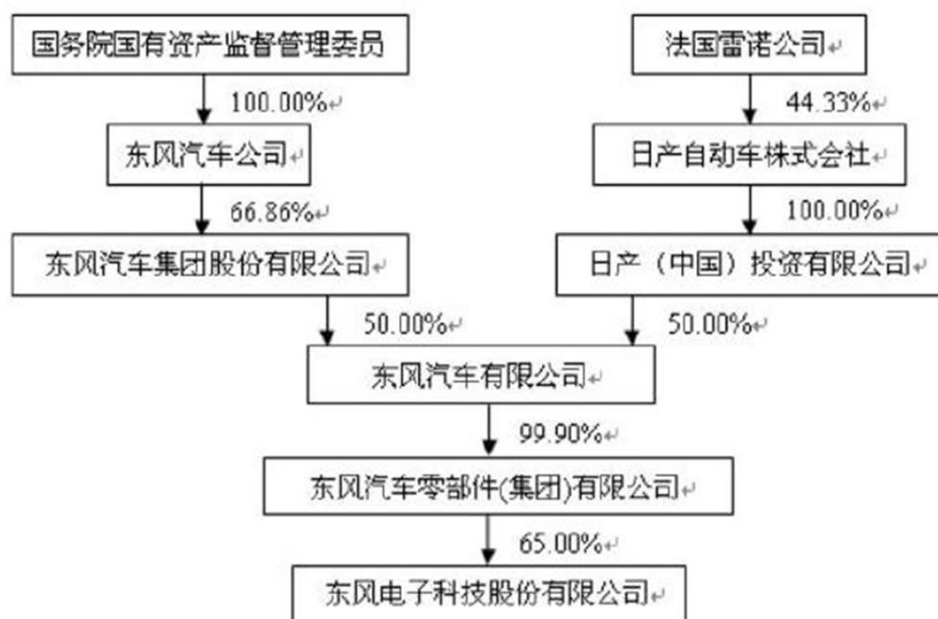
2 公司为东风汽车旗下零部件平台

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。公司在国内汽车零配件领域具有举足轻重的地位。公司与美国泰利福公司、泰国正大集团、日本京滨公司等均有较好合作并取得良好业绩。公司还积极投入高科技电子产品领域，研发的 ABS 防抱死制动系统已取得客户的定点配套。

2.1 公司为东风汽车及日产联合控股

公司原控股股东和实际控制人均为东风汽车有限公司。后经过股权转让，控股股东变更为现在的东风汽车零部件有限公司。公司的最终共同控制人为东风汽车集团股份有限公司和日产自动车株式会社，持股比例各占 50%。公司是东风汽车集团旗下仅有的二家上市公司之一，也是集团旗下唯一的零部件上市公司。

图表 7：公司股权结构



资料来源：公司公告 华鑫证券研发



2.2 公司利润主要来源于旗下合资公司

公司主营业务为汽车仪表电子系统、饰件系统、制动系统（含 ABS 气压防抱死制动系统）、铸件产品及汽车贸易等，其中饰件业务及汽车电子业务是公司主要的利润贡献来源。

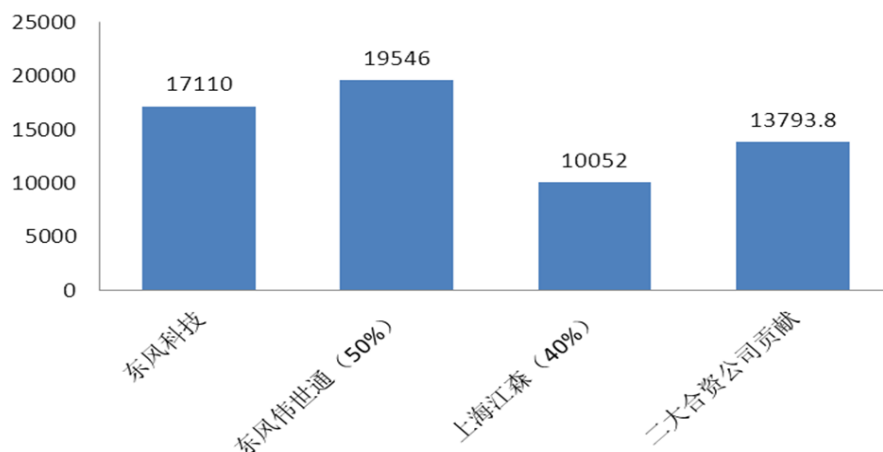
图表 8：公司主要业务模块



资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

目前公司主要的利润来源主要是旗下的江森汽车电子以及东风伟世通饰件系统，2013 年公司的净利润为 1.71 亿元，而二大合资贡献达到了 1.37 亿元，占比达到了 80%。

图表 9：2013 年公司主要利润贡献来源（单位：万元）



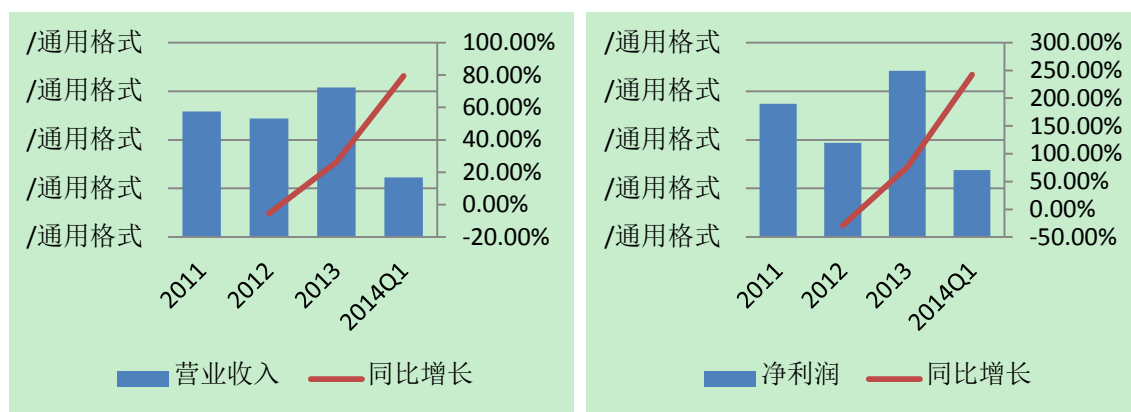
资料来源：公司公告 华鑫证券研发部



3 公司业绩已经反转

由于汽车电子行业步入快速增长期，以及公司对新产品及新客户的开拓，自 2013 年起公司的业务便呈现加速增长的态势。2013 年公司共实现营业收入及净利润分别为 30.8 亿及 1.71 亿元，同比分别增长 26%及 76%。而 2014 年一季度公司的销售收入及净利润分别为 12.3%及 0.69 亿元，同比分别增长了 79%及 242%。公司的业绩呈现加速增长的趋势。

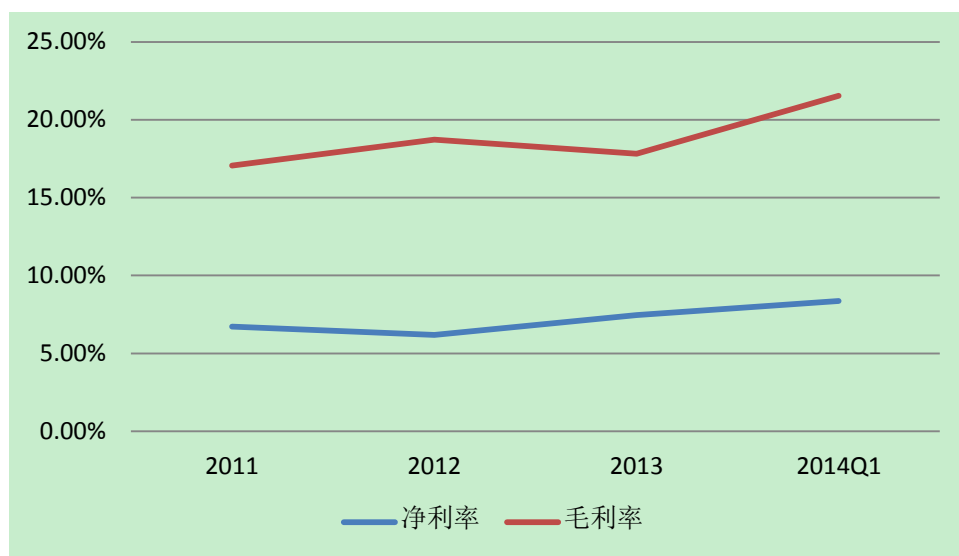
图表 10：公司收入及增长情况（单位：亿元） 图表 11：公司利润及增长情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

而盈利能力方面，随着公司产品的丰富以及出货量的增加，公司盈利能力也有了较大的提升，2014 年一季度，公司的毛利率及净利率分别为 17.82%及 8.37%，较 2013 年分别提升了 3.7 及 0.9 个百分点。

图表 12：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告 华鑫证券研发部



4 公司未来业务仍将保持高增长

4.1 汽车电子业务客户不断拓展，产品愈加丰富

公司汽车电子业务主要由上海江森贡献。上海江森 2006 年由东风科技与美国江森共同组建，其中东风科技持股 50.01%，美国江森持股 49.99%；2011 年双方通过增资方式对股比进行了调整，东风科技持股比例下降至 40%，美国江森持股比例上升至 60%。通过股权调整，上海江森成为江森汽车电子业务在亚太地区最重要的合资公司，先后引入驾驶员信息系统（组合仪表、多功能显示器、抬头显示器等）、车载娱乐信息互联系统（无线蓝牙模块、信息连接主单元等）、车身电子产品（车身控制器、遥控钥匙、胎压监测系统等）等新产品，并在原来神龙汽车基础上，积极拓展了马自达、本田、长安福克斯、一汽捷达、通用、五菱、江铃等新客户。未来公司汽车电子产品的主要方向为车身车载电子、导航系统、新能源汽车电机控制及传感器。

图表 13：抬头显示器



图表 14：娱乐系统



资料来源： 华鑫证券研发部

目前上海江森 30%的收入来源于马自达（目前主要是马 3 的车载娱乐系统），30%来源于神龙，其余来自于一汽、长安、上海通用、东风本田及日产等的贡献。未来 1-2 年内车载娱乐系统将完成对日本马自达全系列的渗透，预计销量将翻 2 倍。神龙汽车去年的销量为 55 万辆，今年有望达到 70 万辆，而神龙计划未来三年投放 11 款新车型，到 2020 年计划销量达到 150 万辆，公司将受益明显。另外公司的抬头显示器已经进入上海通用的配套体系，未来有望进入其他车系。



图表 15：马自达主流车型



资料来源： 华鑫证券研发部

4.2 饰件业务将受益于东风汽车集团与 PSA、神龙及雷诺等的合作深入

公司饰件业务主要从事开发制造和销售乘用车及商用车饰件系统包括仪表板、门内饰板及保险杠等，现有武汉及十堰二个公司。

图表 16：公司部分饰件产品



资料来源： 华鑫证券研发部



目前饰件业务的主要客户为神龙及日产等，我们认为未来随着神龙汽车大规模新车型投放，以及东风汽车与 PSA、雷诺合作的深入，以及英菲尼迪国产化的导入，饰件业务有望继续保持高增长。

图表 17：公司未来潜在客户



资料来源： 华鑫证券研发部



5. 盈利预测

我们认为公司的汽车电子及饰件业务未来业务增长确定，且公司作为东风科技唯一零部件平台，未来有望受益于集团的零部件企业整合。

预计公司 14 及 15 年的收入将分别为 54.98 及 82.62 亿元，同比分别增长 81%及 50 %；实现归母净利润 3.02 及 4.49 亿元，同比增长 76%及 48%。预计公司 14-15 年 EPS 分别为 0.96 及 1.43 元，对应最新股价的 PE 分别为 16 及 10 倍，给予“推荐”的投资评级。

图表 25：东风科技盈利预测

单位：万元	2012	2013	2014E	2015E
营业收入	241,491	303,063	549,829	826,260
增长率	-3.54%	25.50%	81.42%	50.28%
综合毛利率	18.18%	17.09%	18.53%	19.52%
营业成本	197,597	251,262	447,943	664,936
营业税金及附加	1,313	1,690	3,299	4,958
销售费用	9,217	11,546	20,894	31,398
管理费用	22,353	28,074	49,485	74,363
财务费用	1,938	1,764	3,299	4,958
期间费用合计	33,509	41,384	73,677	110,719
期间费用率	13.88%	13.66%	13.40%	13.40%
减：资产减值损失	514	2,588	2,000	2,000
加：投资收益	7,344	14,891	20,000	24,000
营业利润	15,961	21,031	42,911	67,648
营业利润率	6.61%	6.94%	7.80%	8.19%
增长率	-13.18%	31.77%	104.03%	57.65%
加：营业外收入	441	211	550	826
减：营业外支出	623	122	440	661
利润总额	17,748	24,253	43,021	67,813
利润率	7.35%	8.00%	7.82%	8.21%
所得税	2,622	1,257	4,302	10,172
实际税负比率	14.77%	5.18%	10.00%	15.00%
净利润	15,127	22,997	38,719	57,641
净利润率	6.26%	7.59%	7.04%	6.98%
少数股东损益	5,473	5,886	8,518	12,681
归属于母公司所有者的净利润	9,654	17,110	30,200	44,960
增长率	-29.98%	77.24%	76.50%	48.87%
每股收益（元）	0.31	0.55	0.96	1.43
市盈率	49	27	16	10

资料来源：公司公告 华鑫证券研发部



研究员简介

安军：汽车行业研究员，上海财经大学数量经济学硕士；
主要研究和跟踪领域：汽车行业研究。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

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。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>