

电子快速增长，费用影响利润

买入 维持

投资要点:

公司上半年营业收入 24.69 亿元，同比增长 58.42%；归属于上市公司股东的净利润 1.1 亿元，同比下降 10.97%；基本每股收益 0.35 元。公司二季度营收 12.4 亿，环比持平，净利润 4086 万，环比降 41%。

报告摘要:

- 公司经营业务稳定，汽车电子业务快速增长。** 二季度营业收入环比持平，毛利率环比从 21.5% 提升至 22.5%。公司最主要的两个合资公司经营优秀，江森电子营收增长 78.3%，贡献 2512 万净利润，利润增长 60%，东风伟世通营收增长 30.6%。
- 二季度三费环比大幅增长，尤其是管理费用。** 三费费率从一季度的 12.2% 提升至 15.1%，环比增长了 3549 万，其中管理费用大幅增长近 3000 万，含制动公司计提辞退福利 1129 万。
- 同期均有非经利润，导致同比和环比的基数均较高。** 2014Q1 有一笔 1700 万的伟世通股权重估的非经利润。2013Q2 有一笔 4000 万的伟世通股权转让的非经利润。二季度基本无非经利润。
- 所得税费也有明显提升。** 公司合并报表利润同比 2013H1 增长了 5400 万，而所得税增长 2400 万。单季度所得税率持续走高至 17.3%。
- 投资建议：** 公司的汽车电子业务增长迅速，经营周期稳健向上。零部件股权整合和收购预期仍存。我们预计今年实现 3 亿净利润，其中包含湛江得利土地款 7000 万（Q4 计入）和伟世通公允价值变动 1800 万（Q1 计入），2015 年江森电子仍将维持 30% 以上的利润增速，内饰业务由于英菲尼迪国产因素将维持 20% 以上增长，其他各项业务维持平稳增长，预计实现 2.8 亿净利润。维持“买入”评级。

汽车行业研究组

分析师:

何亚东(S1180513050001)

电话: 010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

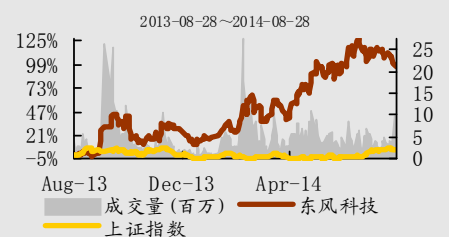
研究助理:

蔡麟琳

电话: 010-88013562

Email: cailinlin@hysec.com

市场表现



相关研究

《东风科技：业绩支撑，汽车电子和整合提供弹性》

2014-04-30

《东风科技：汽车电子新贵，集团战略受益者》

2014-04-11

《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	2016E
营业收入(百万)	2448.82	3082.70	4500	5400	6372
增长率 (%)	-5.25	25.88	45.98	20	18
归母净利润(百万)	96.90	171.10	300	286	343.2
增长率 (%)	-29.54	76.59	75.44	-4.67	20
每股收益	0.31	0.55	0.96	0.91	1.09
市盈率	27.05	15.32	14.05	14.82	12.34

目录

一、汽车电子业务维持快速增长.....	4
二、营收稳定，费用率大幅攀升.....	4
二、投资建议	7

插图

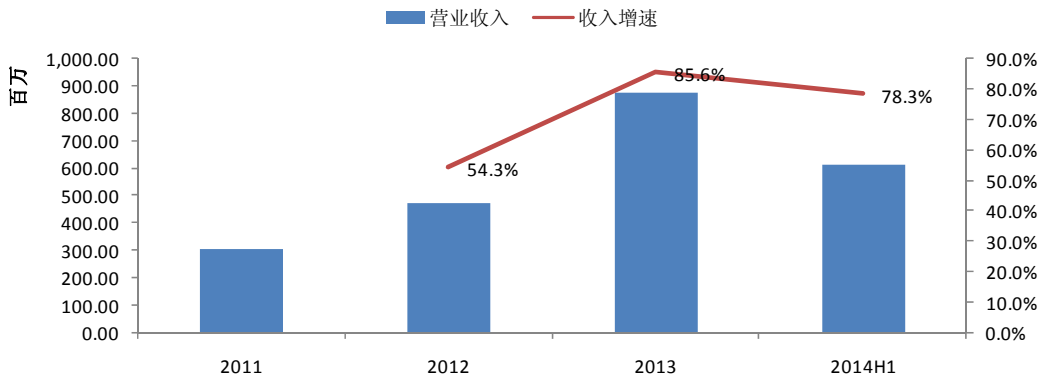
图 1: 江森电子营业收入快速增长.....	4
图 2: 江森电子利润快速增长.....	4
图 3: 公司营业收入稳定增长.....	4
图 4: 公司净利润二季度下滑.....	5
图 5: 公司净利润二季度下滑.....	5
图 6: 公司毛利率上升, 净利润率下滑.....	6
图 7: 公司三费明显增长.....	6
图 8: 公司所得税率明显增长.....	6

表格

一、汽车电子业务维持快速增长

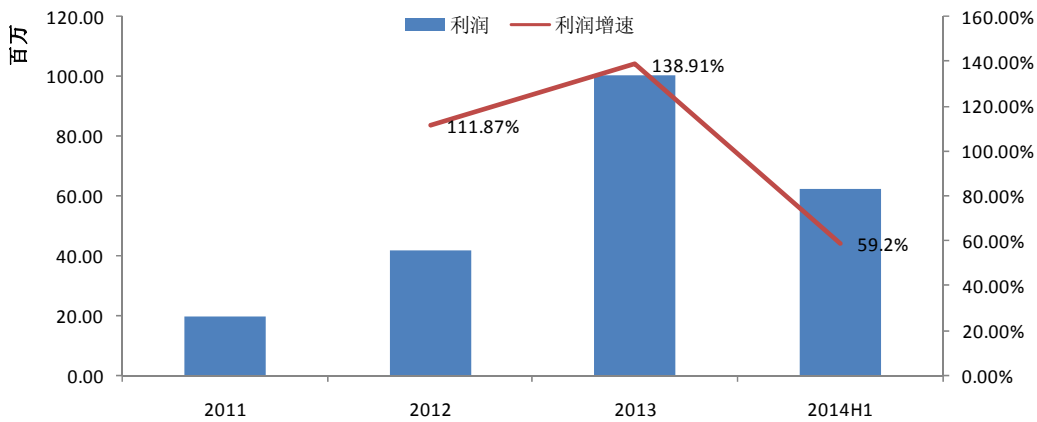
2014年上半年，江森电子维持快速增长，实现销售收入6.16亿元，同比增长78.3%。给东风科技带来投资收益2512万元，同比增长59.2%。

图1：江森电子营业收入快速增长



资料来源：宏源证券、公司公告

图2：江森电子利润快速增长

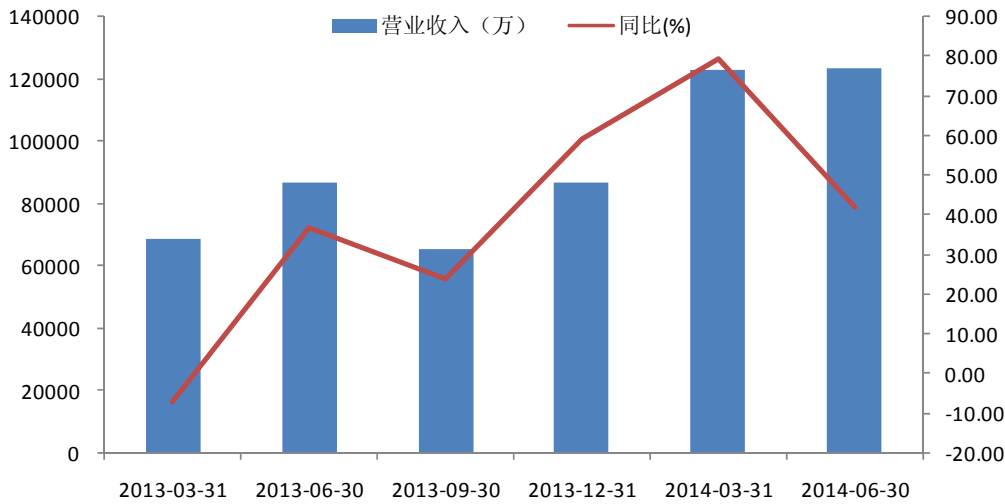


资料来源：宏源证券、公司公告

二、营收稳定，费用率大幅攀升

公司的营业收入保持稳健增长。2014Q2 环比 Q1 基本持平。

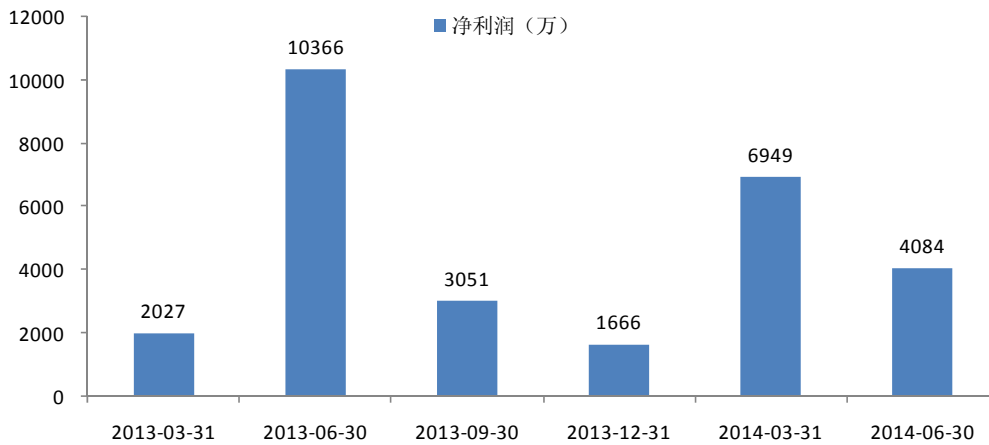
图3：公司营业收入稳定增长



资料来源：宏源证券、公司公告

Q2 净利润明显下滑，原因在于三费大幅攀升。

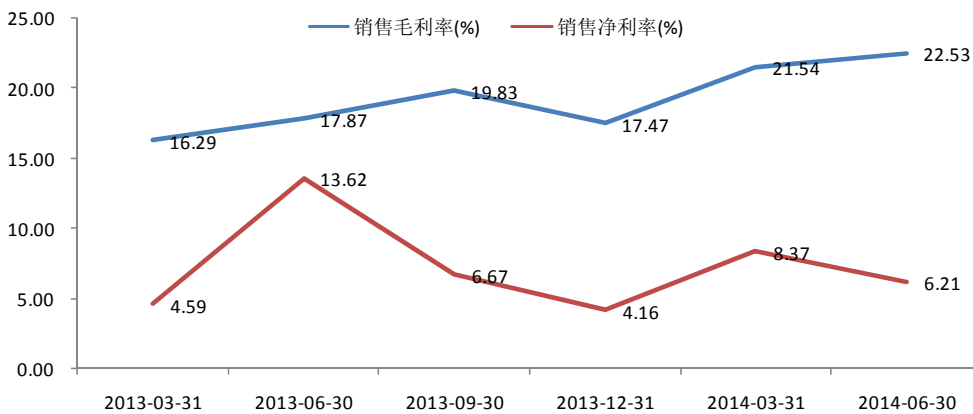
图 4：公司净利润二季度下滑



资料来源：宏源证券、公司公告

公司毛利率维持稳中有升。

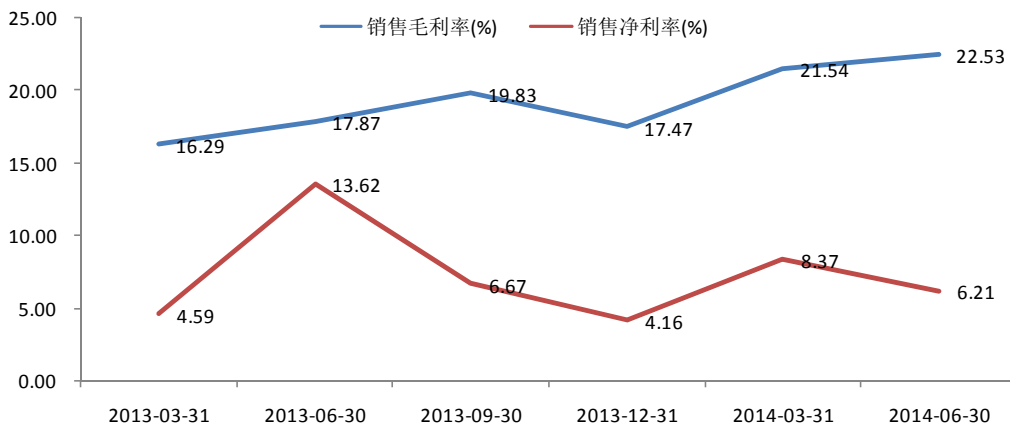
图 5：公司净利润二季度下滑



资料来源：宏源证券、公司公告

Q2 公司的毛利率提升，净利润率下滑。

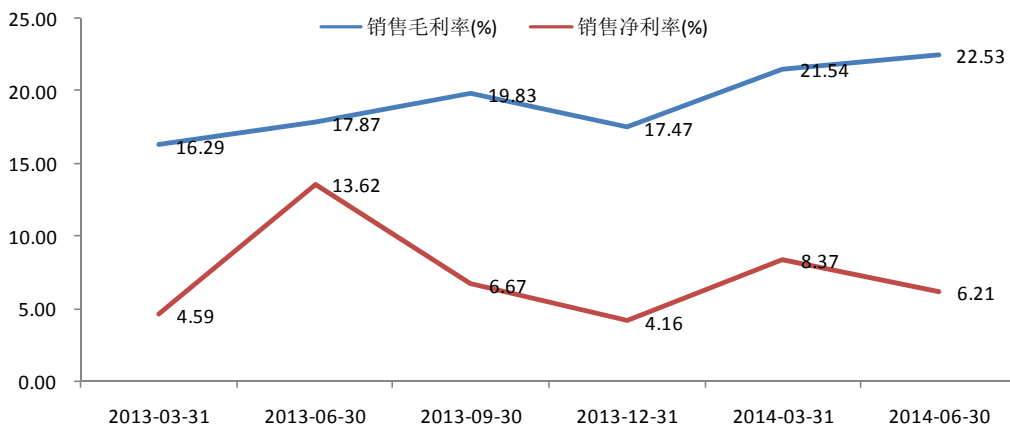
图 6: 公司毛利率上升，净利润率下滑



资料来源: 宏源证券、公司公告

三费费率明显增长，尤其是管理费用。

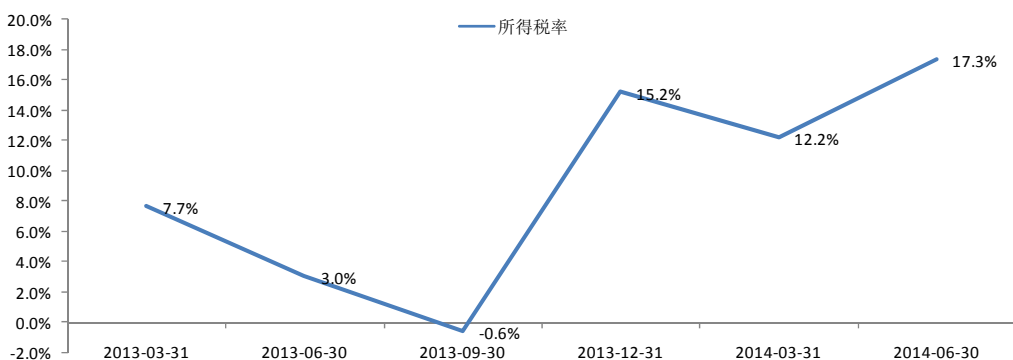
图 7: 公司三费明显增长



资料来源: 宏源证券、公司公告

公司的所得税率也有明显增长。

图 8: 公司所得税率明显增长



资料来源: 宏源证券、公司公告

二、投资建议

公司营业收入增长稳健，利润受管理费用影响有明显提升，具有不可持续性。公司的主要合资公司——江森电子和伟世通营收增速分别在 78%和 31%，增速较快。公司作为东风汽车的唯一零部件上市公司，具有强烈的整合预期。结合东风汽车做强做大电子汽车零部件的战略目标，公司的发展空间巨大。明年江森电子有望继续增长 30%以上，伟世通也将增长 20%以上。其他业务可能不断改善，维持较快增长势头。

今年 EPS 为 0.96 (扣非后 0.64)，明年为 0.91，明年作为增长迅速的汽车电子股，我们维持“买入”评级。

报告期	2013	2014E	2015E	2016E
利润表摘要				
营业收入	308270	450000	540000	637200
同比(%)	26	46	20	18
营业成本	253335	384975	461969	545124
营业利润	24165	41907	52976	62512
利润总额	24253	46484	58105	68564
净利润	22997	42988	41386	48836
归属母公司股东的净利润	17110	30000	28400	34080
同比(%)	77	75	(5)	20
非经常性损益	256	8800	500	500
扣非后归属母公司股东的净利润	16854	21200	27900	33580
同比(%)	86	26	32	20
研发费用	9755	16796	20155	23380
EBITDA	20541	48480	58176	68648
资产负债表摘要				
流动资产	147634	292972	322270	354497
固定资产	49380	77039	80891	84936
长期股权投资	35131	19949	20946	21993
资产总计	263677	441295	463360	486528
流动负债	149220	290976	305525	320801
非流动负债	4292	3693	3878	4072
负债合计	153512	294670	309403	324873
股东权益	110165	146625	153957	161654
归属母公司股东的权益	83794	94104	98809	103749
资本公积金	1523	1599	1679	1763
盈余公积金	8646	9078	9532	10008
未分配利润	42270	50503	53028	55679
现金流量表摘要				
销售商品提供劳务收到的现金	205729	422733	507279	608735
经营活动现金净流量	22934	30288	36346	43615
购建固定无形长期资产支付的现金	20789	33765	40518	48622
投资支付的现金	6087			
投资活动现金净流量	(11810)	24368	29242	35090
吸收投资收到的现金	490			
取得借款收到的现金	76649	73000	87600	105120
筹资活动现金净流量	(8030)	(14994)	(17993)	(21591)
现金净增加额	3083	21722	23895	26284
期末现金余额	15368	56838	80733	107017
折旧与摊销	9228	14957	17949	21539

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

		机构销售团队			
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@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	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@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。