

投资评级：买入（首次覆盖）

收盘价 (元)	15.28
目标价 (元)	21.00
上次目标价 (元)	不适用

王传晓 执业证书编号：S1100113050008
 研究员 (021)68416988*209
 e-mail wangchuanxiao@cczq.com

沈微 执业证书编号：S1100115110004
 联系人 (021)68416988*212
 e-mail shenwei@cczq.com

东风科技 (600081.SH)

——最坏日子已经过去，汽车电子正起飞

核心观点

- ❖ 东风科技是东风汽车旗下的零部件平台企业，业务覆盖汽车电子、内饰件、压铸件、制动件、4S 店经营。我们认为传统业务的最坏日子已经过去，一是由于自 4 季度开始，公司下游之一重卡市场重回“一车难求”局面，而且我们预计旺销将至少延续至 2017 年 2 季度以后，二是下游重点客户如东风神龙将迎来新产品周期，2016-17 年 SUV 新品较多，带动公司传统业务企稳回升。
- ❖ 伟世通汽车电子受益于座舱电子配置需求快速增长。近几年，模拟仪表、大屏幕显示、车联网、抬头显示渗透率明显提高，我们预计座舱电子的单车价值从 1000~2000 元提高至 2000~3000 元。伟世通汽车电子凭借新的产品导入和新客户拓展，到 2020 年，营收和利润规模有望实现翻倍成长。
- ❖ 首次覆盖，给予“买入”评级，目标价为 21 元，基于 2017 年 50 倍预期市盈率，较当前股价隐含 37% 上涨空间。公司受益于汽车座舱电子业务高成长，而且传统内饰业务由于下游市场有改善，最坏日子已经过去。我们预估 2016-18 年公司归属母公司净利润分别为亿 1.0 元、1.3 亿元和 2.0 亿元，约合每股收益 0.32 元、0.42 元和 0.63 元。
- ❖ 风险提示：原材料价格上涨过快、研发费用和资本开支超预期、汽车购置税优惠取消、东风系新品销售不及预期。

财务和估值数据摘要

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	4,902	4,825	5,307	5,838	6,422
增速	59%	-2%	10%	10%	10%
归属母公司股东净利润 (百万元)	203	153	100	131	197
增速	19%	-25%	-35%	31%	50%
总股本 (百万股)	314	314	314	314	314
EPS (元)	0.65	0.49	0.32	0.42	0.63
P/E (X)	23.6	31.3	47.9	36.7	24.4

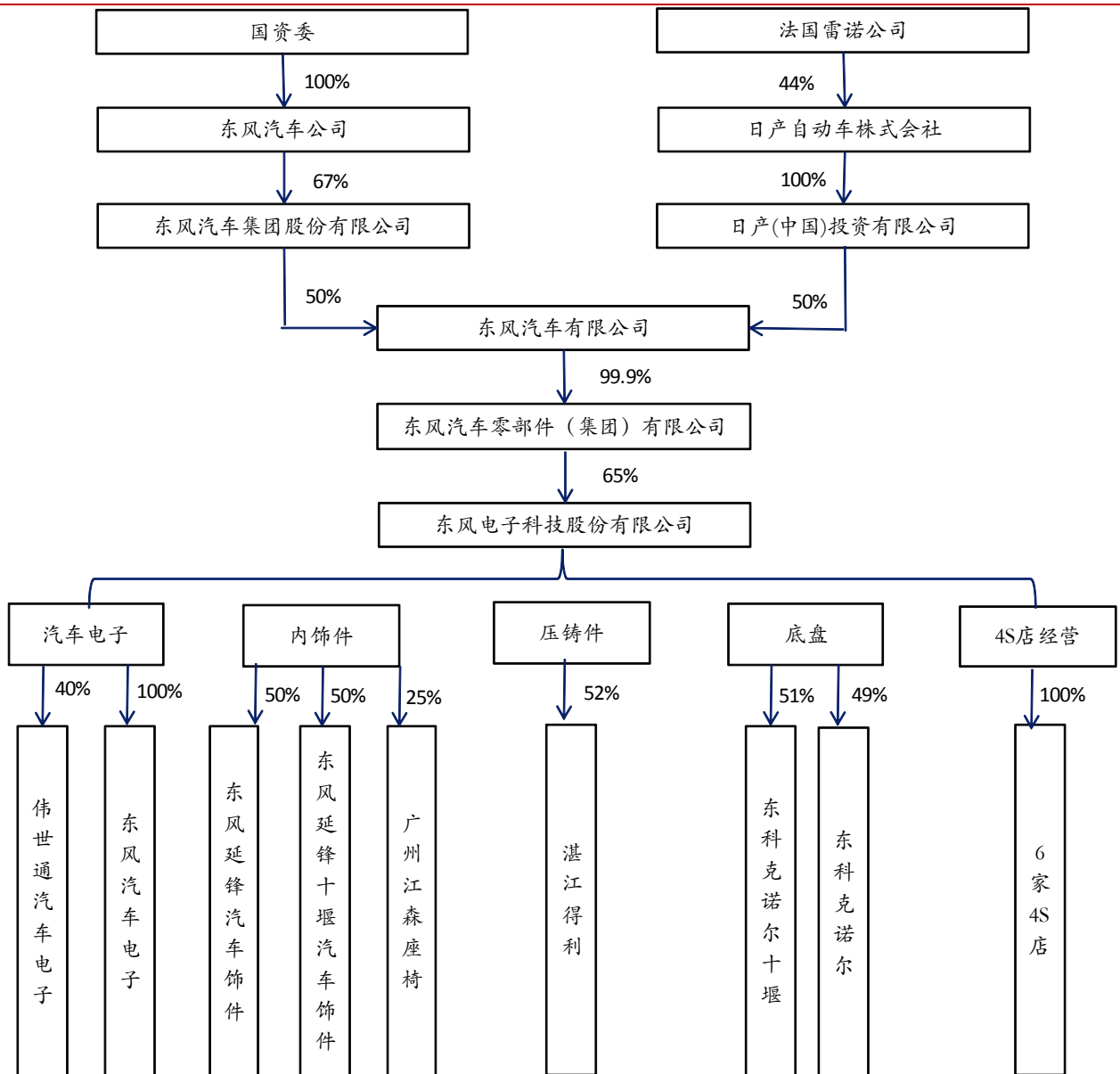
川财证券研究所
 成都：
 高新区交子大道 177 号中海
 国际中心 B 座 17 楼，610041
 总机：8621-86583000
 传真：8621-86583002

公司介绍：典型的大集团内的小公司

成立于1997年4月，东风科技隶属于东风汽车集团旗下汽车零部件板块，业务覆盖了汽车电子、内饰件、压铸件、制动件、4S店经营，客户以东风系为主。2015年公司实现营收48亿元，净利润为1.5亿元，主要由伟世通汽车电子和东风延峰汽车饰件两家合资公司贡献。

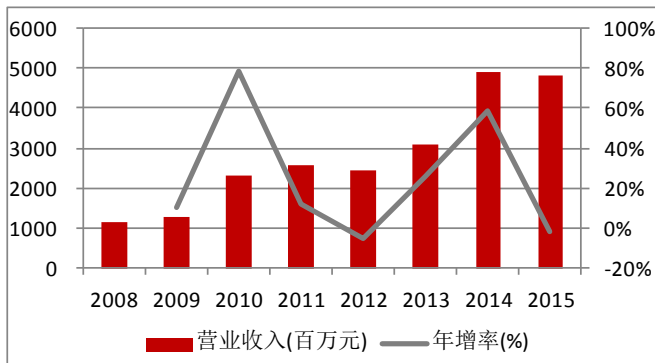
东风科技是典型的大集团内的小公司。东风汽车集团股份有限公司(0489.HK)是中国第二大汽车集团，2015年汽车销量287万辆，市场份额约12%，市值近600亿元，而东风科技的市值仅50亿元。对比而言，上汽集团零部件板块华域汽车的市值为536亿元，占集团的总市值比重约为19%，远高于东风科技的8%。

图 1： 公司股权结构与业务体系



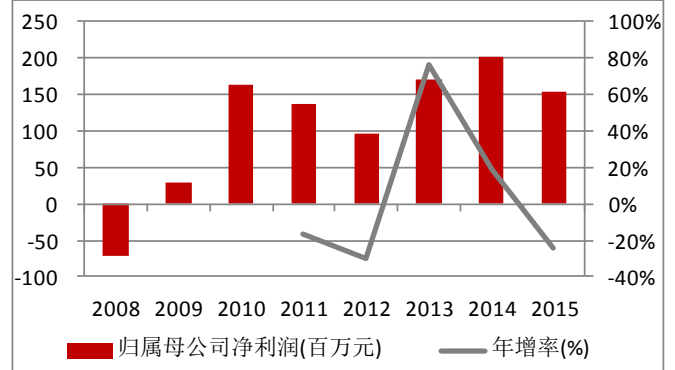
资料来源：公司资料，川财证券研究所

图 2： 2015 年公司营收基本持平



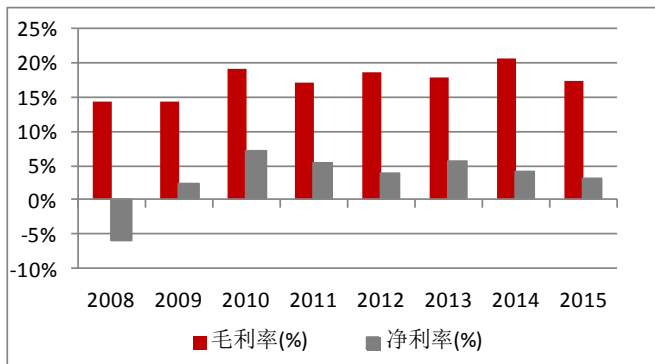
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 3： 2015 年公司净利润后退 25%



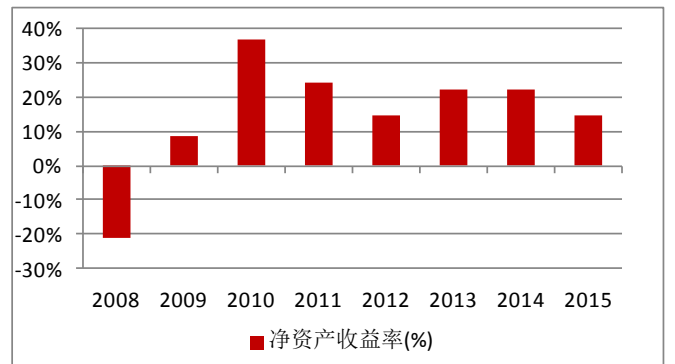
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 4： 2015 年公司毛利率与净利率均下降



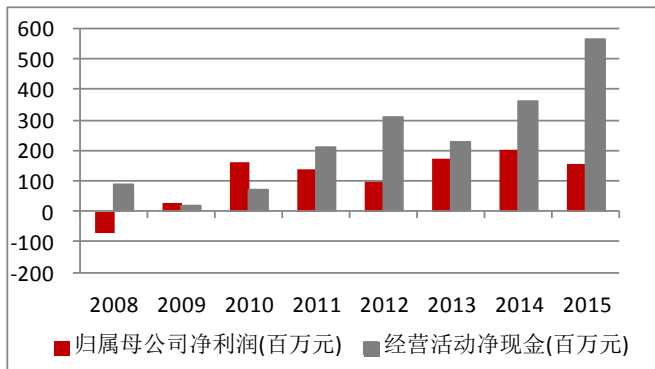
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 5： 2015 年公司净资产收益率亦下降



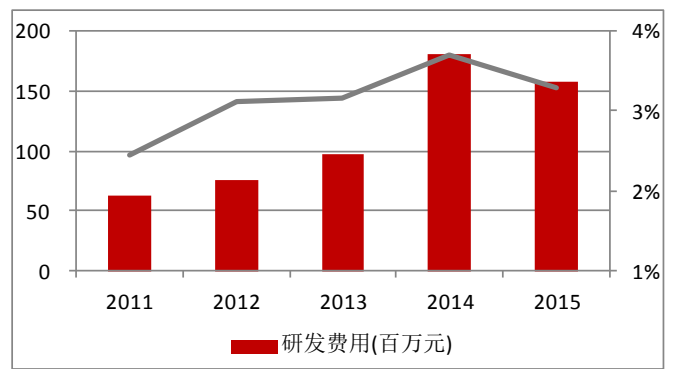
资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 6： 公司经营现金流充沛



资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 7： 2015 年公司研发费用占营收比重约 3%



资料来源：公司资料；川财证券研究所

汽车座舱电子，站在风口上

成立于 2006 年，伟世通汽车电子是一家以汽车座舱电子产品为主的研发、制造与销售型企业。2010 年，公司经历股权变更，当时的外方合作伙伴江森自控增持股权至 60%，并引进了海外订单和产品，公司营收从 2010 年的约 3 亿元，跨越性地提高至 2015 年的 15 亿元左右。除了营收的大幅增长，公司还引进了汽车电子重要生产设备，并培养了国内的技术团队。2015-17 年，公司处于新老产品的交替期，增速略有放缓，而从 2018 年开始，随着在手订单集中进入量产阶段，公司迎来营收向上加速拐点。根据在手订单，公司预计到 2020 年营收规模较目前翻倍。

汽车座舱电子，站在风口上。传统座舱电子以仪表、显示、音响为主，现在也包含了影音娱乐、车联网、抬头显示等新的功能。据伟世通的预测，从全球范围来看，座舱电子细分行业的增速大约为 7%，要远高于整车销售的每年 3% 左右的增速，到 2020 年达到人民币 3000 亿元市场规模，相当于单车价值量在 2000~3000 元左右，较过去的 1000~2000 元提高，增加的价值量体现在如下方面，如仪表从机械到模拟，显示屏幕从小屏到大屏，抬头显示功能从豪华车到中档车等。伟世通在合并江森自控后，加强了在座舱汽车电子的实力，全球市场份额目前约 10%。

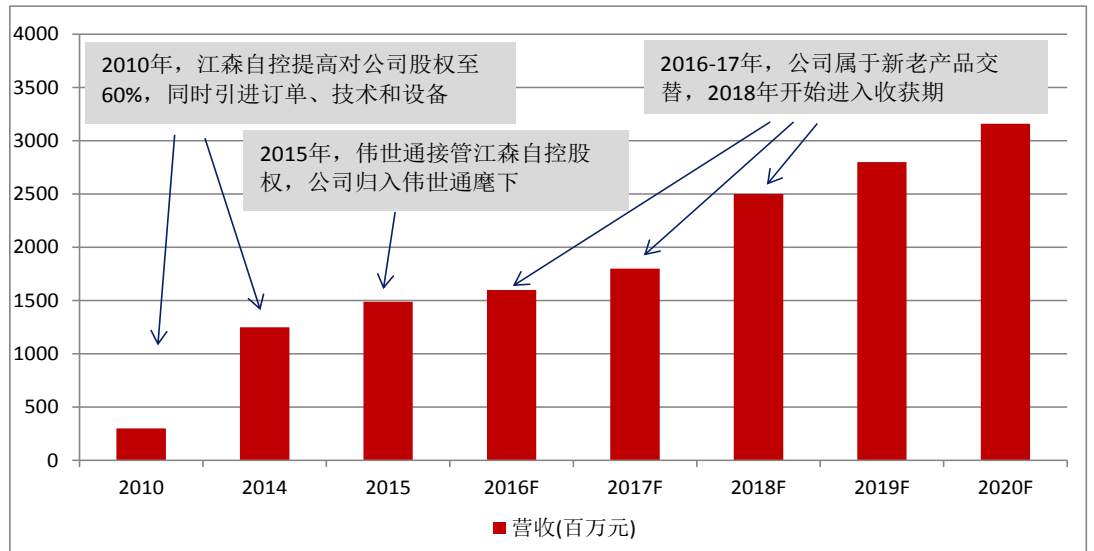
下一代座舱电子设计强调集成化，公司拥有自主研发能力。伟世通全球推出了新一代的电子座舱架构，SmartCore 平台，其原理是整合了汽车座舱之前采用的独立仪表盘、抬头显示器以及高级驾驶员辅助系统，将其集成在单芯多域控制系统，这样可以简化产品设计，并为整车厂降低成本 20% 左右。2018 年，伟世通全球将联合一家欧洲车厂率先推出搭载该系统的车型。令人期待的是，伟世通汽车电子亦研发出了适用于中国市场自主品牌的类似产品，已经获得了东风柳汽的订单，此外公司还在争取东风日产启辰和东风自主品牌的合作。

图 8：伟世通在全球汽车座舱电子的市场份额约 10%



资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 9： 2018 年起，伟世通汽车电子业务将呈现高增长



资料来源：公司资料；川财证券研究所

传统业务的最坏日子已经过去

我们认为东风科技的传统业务(除伟世通电子以外的)的最坏日子已经过去。东风科技,作为零部件配套企业,其业务景气度紧密跟随下游客户的新产品周期。以2015年的数据显示,东风系的营收比重高达73%,其中前4大品牌客户分布为东风商用车、东风神龙、东风有限、东风本田。

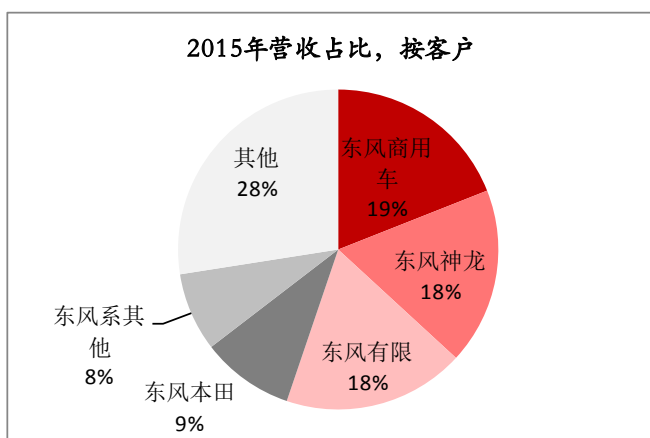
1) 东风商用车:2015年,受益于物流业的强劲需求,以及限载政策,重卡市场四季度重现“一车难求”的现象。根据市场人士反馈,旺季将至少延续至明年2季度以后。东风商用车2016年1-10月份的累计销量年增长为5%,而10月份的销量高达20%,表明公司已经跟随行业复苏。

2) 东风神龙:东风神龙由于车型老化、SUV车型少等原因,今年1-10月份累计销量同比下滑18%。而随着成都四工厂年底投产,公司将重点投放3款SUV产品,分别是4008、C4XR、5008,都是定位于最主流的中端SUV市场,有利于公司销量企稳回升。

3) 东风有限:东风有限今年1-10月份累计销量同比增长11%,展望明年,对应东风有限年销量超过百万辆的企业,每年维持5-10%的增长已经是非常不错的销量表现了。明年的新车型主要来自郑州日产、启辰品牌,亦是东风科技的主要细分市场。

4) 东风本田:东风本田今年1-10月份累计销量同比增长43%。而且明年公司即将推出2款SUV车型,一款是B级SUV,1季度上市,另一款是CRV换代,年中上市。我们认为凭借这些新产品,东风本田的热销将延续至2017年。

图 10: 东风系营收占比高达 73%



资料来源: 公司资料; 川财证券研究所

图 11: 主要品牌明年新品较多

	2016年下半年	2017年(估)
	308/C4L换代、C6、新4008	5008、C4XR
	-	A级SUV
	-	入门SUV、MPV、D50换代
	-	QX50中期改款
	-	帕拉丁换代, 帅客换代
	-	B级SUV、CRV换代

资料来源: 公司资料; 川财证券研究所

盈利预测与估值

我们预计 2016-18 年，公司归属母公司净利润分别为 1.0 亿元、1.3 亿元、2.0 亿元，每股收益分别为 0.32 元、0.42 元和 0.63 元，增长主要来自汽车座舱电子业务进入收获季，以及内饰件业务触底回升。公司当前股价隐含 2016-18 年预期市盈率分别为 48 倍、37 倍与 24 倍。

图 12：2015-18 年利润拆分

主要公司	持股比例 %	利润贡献(百万元)			
		2015	2016F	2017F	2018F
本部					
经常性费用		-60	-60	-60	-60
非经常性/一次性收入		39	0	0	0
汽车电子					
上海伟世通汽车电子系统有限公司	40%	68	35	46	87
东风汽车电子有限公司	99%	-34	-10	-5	0
内饰件					
东风伟世通汽车饰件系统有限公司	50%	82	70	80	90
东风伟世通(十堰)汽车饰件系统有限公司	50%	22	20	20	30
广州东风江森座椅有限公司	25%	20	20	20	20
底盘					
东科克诺尔商用车制动技术有限公司	49%	0	5	10	10
压铸件和化油器					
湛江德利车辆部件有限公司	52%	34	40	40	40
4S店经营					
上海东仪汽车贸易有限公司	100%	-18	-20	-20	-20
净利润小计		153	100	131	197
每股收益(元)		0.49	0.32	0.42	0.63

资料来源：公司资料；川财证券研究所

图 13：股票估值

公司	股票代码	收盘价 2016/12/4	市值 亿元	每股收益增长率(%)			市盈率(x)			市净率(x)	股利收益率(%)
				2016F	2017F	2018F	2016F	2017F	2018F	2016F	2016F
东风科技	600081.SH	15.28	48	-35	30	51	48	37	24	3	1
华域汽车	600741.SH	16.97	535	-7	9	10	10	9	8	1	5
宁波华翔	002048.SZ	23.56	125	297	27	14	20	16	14	2	1
一汽富维	600742.SH	16.68	71	-41	32	20	14	11	9	2	2
富奥股份	000030.SZ	8.97	115	52	20	19	15	13	11	2	2
索菱股份	002766.SZ	39.7	73	20	46	28	81	55	43	6	0
均胜电子	600699.SH	34.51	238	41	61	29	40	25	19	4	1
中原内配	002448.SZ	11.82	70	12	12	11	32	29	26	3	1
西泵股份	002536.SZ	14.68	49	-44	31	40	48	37	27	3	0

资料来源：WIND；川财证券研究所

风险提示

原材料价格上涨过快、研发费用和资本开支超预期、汽车购置税优惠取消、东风系新品销售不及预期。

财务报表及估值分析

利润表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4902	4825	5307	5838	6422
减: 营业成本	3890	3985	4352	4787	5266
毛利	1012	840	955	1051	1156
减: 营业费用	760	608	674	718	726
减: 财务费用	18	16	17	17	16
加: 投资收益	73	83	0	0	0
加: 公允价值变动	0	0	0	0	0
加: 营业外净收入	149	15	5	3	6
加: 其他	0	0	0	0	1
税前利润	455	314	269	318	420
减: 所得税	74	33	39	48	63
税后净利润	382	281	230	271	357
减: 少数股东权益	179	128	130	140	160
归属母公司净利润	203	153	100	131	197

资产负债表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
资产合计	4243	4303	4379	4652	5020
流动资产	2597	2520	2533	2773	3122
现金	585	703	559	656	832
存货	400	415	456	502	552
应收账款	1054	1012	1113	1225	1347
其他	557	390	404	390	390
非流动资产	1646	1783	1846	1879	1898
长期投资	184	250	250	250	250
固定资产	969	1127	1185	1213	1227
其他	493	405	411	416	421
负债合计	2798	2772	2778	2959	3189
流动负债	2755	2702	2735	2916	3146
应付账款	1247	1310	1310	1310	1310
短期借款	395	354	354	354	354
其他	1113	1038	1071	1252	1482
长期负债	42	70	43	43	43
长期借款	16	30	30	30	30
其他	27	40	13	13	13
股东权益合计	1446	1532	1602	1693	1831
股本	314	314	314	314	314
资本公积	125	142	142	142	142
留存收益	550	624	694	786	924
其他	457	452	452	452	452

现金流量表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	362	562	307	351	439
投资性现金净流量	89	-218	-200	-200	-200
筹资性现金净流量	-237	-189	-70	-54	-63
现金流量净额	214	155	37	97	176

现金流量表 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

年增长率 (%)

营收	59%	-2%	10%	10%	10%
归属母公司净利润	19%	-25%	-35%	30%	51%
每股收益	19%	-25%	-35%	30%	51%

盈利水平 (%)

毛利率	20.6%	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
经营利润率	5.1%	4.8%	5.3%	5.7%	6.7%
净利率	4.1%	3.2%	1.9%	2.2%	3.1%
平均总资产收益率	5.9%	3.6%	2.3%	2.9%	4.3%
平均净资产收益率	22.2%	14.8%	9.0%	10.9%	15.1%

资产稳健水平

总负债/净资产 (%)	42%	36%	33%	31%	28%
净负债/净资产 (%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
流动比例 (x)	0.94	0.93	1.02	1.04	1.08
速动比例 (x)	1.33	1.18	1.46	1.46	1.56
净负债	-175	-320	-176	-272	-448

每股数据 (元)

每股收益	0.65	0.49	0.32	0.42	0.63
每股现金流	1.15	1.79	0.98	1.12	1.40
每股净资产	3.15	3.44	3.67	3.96	4.40
每股营收	15.63	15.39	16.93	18.62	20.48
每股股利	0.20	0.15	0.10	0.12	0.19

资产周转率

总资产周转次数 (x)	1.42	1.13	1.22	1.31	1.38
应收账款周转天数	86	104	99	98	46
应付账款周转天数	25	31	30	30	30
存货周转天数	119	149	139	129	120
现金周转天数	-8	-14	-10	-1	-44

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：11080000