

汽车电子渐入佳境，传统业务谷底回升

2017年1月26日

强烈推荐

李如娟 (分析师)
 电话: 020-88832354
 邮箱: lirj@gzgzhs.com.cn
 执业编号: A1310515100001

现价: 15.21
 目标价: 20.00
股价空间: 31.5%

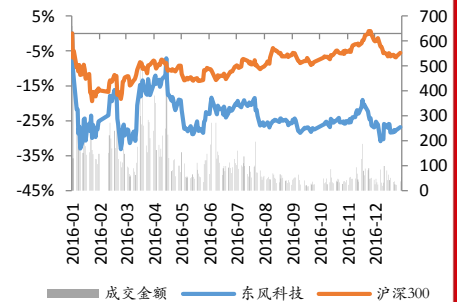
投资要点

- **有别于市场的观点:** 我们认为公司具备估值安全边际以及国企改革预期。16年处于业绩谷底，多个因素在转好：商用车景气度回升、高附加值座舱电子进入新的增长周期。预计17年业绩回升，后续仍有持续增量，目前是很好的关注时点。
- **主业:** 汽车电子+汽车内饰+金属铸件。公司是东风汽车集团下属零部件业务唯一的上市公司，主要为东风乘用车、东风商用车、神龙汽车、东风日产启辰、东风本田等做OEM配套。主要产品：汽车电子（含仪表系统、制动系统、车身控制模块）、汽车饰件（仪表盘、顶棚等）和金属铸件（化油器、铝镁铸件等）。
- **汽车电子: 突破蛰伏阶段，确定的向上周期。** 汽车电子主要来自三家参控股公司：上海伟世通（40%）、东风汽车电子（99%）、东科克诺尔商用车制动（51%）。上海伟世通汽车电子业务是核心看点，15年-16年由于新产品（液晶仪表、HUD）的研发投入加大，利润下滑，2017年进入新的增长轨道。**三大块业务:** (1) 车载娱乐系统：最大客户为马自达，主要出口CMU模块；(2) 仪表系统：目前主要为PSA配套仪表产品，而新产品开发配套日产、启辰、柳汽等车型，17年开始放量，并向自主品牌渗透；(3) 抬头显示：伟世通HUD是PSA全球唯一供应商，随着PSA国产车型引入HUD，以及公司逐步进入上海通用、东风日产等配套体系，HUD将成为重要增长点。随着液晶仪表和HUD量产，营收和净利率均能提升，17年将有所体现，18年-19年进入集中放量阶段。预计16年上海伟世通投资收益3249万元（-52%），2017年和2018年的预期投资收益分别为4224万（+30%）和6969万（65%），对东风科技利润贡献分别为26.19%和34.31%。
- **传统业务: 业绩低谷，且不乏亮点。** 主要子公司：东风延锋饰件（50%）、东风延锋(十堰)饰件（50%）、湛江德利（52%）、东风江森座椅（25%）。以东风系客户为主，前五大：东风商用车、神龙汽车、东风汽车公司、东风汽车集团、东风本田，占比在70%之上。配套车企有转好预期：商用车受益于整体景气度回升；神龙汽车推出新车型（标志国产4008、5008、2008、雪铁龙中型SUV等），有望走出车型销售低谷。另外，汽车轻量化趋势下，公司有色铸件业务稳定增长，预计湛江德利公司16年净利润约8700万，对东风科技净利润贡献4500万左右。
- **16年大概率是业绩谷底，后续持续向好。** 公司15年（-24.4%）和16年（预计-23.4%）净利润下滑较明显，主要由于商用车景气度下滑、汽车电子研发投入增加与非经常性损失所致。随着商用车市场回暖、汽车电子新产品开始量产、内部整合后管理效率进一步提升，我们预计17年公司将走出低迷期，业绩逐步回升。
- **盈利预测与估值:** 预计16-18年，EPS分别为0.37、0.51、0.65元，对应目前股价PE分别为40.77、29.65、23.55，考虑到高附加值汽车电子18-20年的持续增量以及国企改革预期，给予17年40倍PE，对应目标价20元，强烈推荐。
- **风险提示:** 汽车电子业务推广低于预期；研发支出和管理费用支出超预期等。

主要财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4824.93	5453.98	5630.29	5864.70
同比(%)	-1.56%	13.04%	3.23%	4.16%
归母净利润(百万元)	153.15	117.30	161.28	203.09
同比(%)	-24.53%	-23.41%	37.49%	25.92%
毛利率(%)	17.41%	17.20%	17.81%	18.28%
ROE(%)	10.29%	7.26%	8.85%	9.66%
每股收益(元)	0.49	0.37	0.51	0.65
P/E	31.22	40.77	29.65	23.55
P/B	4.43	4.16	3.80	3.40
EV/EBITDA	0.28	11.48	8.32	6.67

汽车行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
东风科技	2.29%	-3.06%	-6.23%
零部件	-0.86%	-2.48%	4.11%
沪深300	2.07%	0.63%	4.80%

基本资料

总市值(亿元)	47.7
总股本(亿股)	3.136
流通股比例	100%
资产负债率	62%
大股东	东风汽车零部件(集团)
大股东持股比例	65%

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
流动资产	2520	2472	2545	3016	
现金	703	518	602	1012	
应收账款	1012	1198	1210	1260	
其它应收款	31	30	36	36	
预付账款	65	104	68	59	
存货	415	469	479	498	
其他	294	152	151	152	
非流动资产	1783	1832	1856	1777	
长期投资	250	262	232	248	
固定资产	1127	1203	1258	1182	
无形资产	165	187	213	231	
其他	240	180	152	115	
资产总计	4303	4304	4401	4793	
流动负债	2702	2539	2394	2470	
短期借款	354	888	459	363	
应付账款	1310	654	732	821	
其他	1038	996	1203	1286	
非流动负债	70	52	60	61	
长期借款	30	30	30	30	
其他	40	22	30	31	
负债合计	2772	2592	2453	2531	
少数股东权益	452	556	687	855	
股本	314	314	314	314	
资本公积	15	15	15	15	
留存收益	750	828	932	1078	
归属母公司股东权益	1079	1157	1261	1407	
负债和股东权益	4303	4304	4401	4793	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	562	(258)	19.7%	11.6%	
净利润	281	117	161	203	
折旧摊销	195	226	275	316	
财务费用	16	31	35	15	
投资损失	(83)	(65)	(80)	(111)	
营运资金变动	188	(668)	299	65	
其它	(35)	101	127	173	
投资活动现金流	(218)	(236)	(210)	(134)	
资本支出	(271)	(239)	(267)	(187)	
长期投资	19	(11)	29	(16)	
其他	35	13	28	68	
筹资活动现金流	(189)	309	(523)	(118)	
短期借款	(41)	547	(436)	(101)	
长期借款	14	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积金增加	0	0	0	0	
其他	(161)	(238)	(86)	(17)	
现金净增加额	155	(186)	84	409	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入	4825	5454	5630	5865	
营业成本	3985	4516	4628	4793	
营业税金及附加	24	28	28	29	
营业费用	148	186	185	191	
管理费用	471	556	569	581	
财务费用	16	31	35	15	
资产减值损失	-35	14	3	-8	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	83	65	80	111	
营业利润	299	190	263	376	
营业外收入	20	58	77	51	
营业外支出	5	3	4	4	
利润总额	314	245	336	423	
所得税	33	29	40	51	
净利润	281	215	296	373	
少数股东损益	128	98	135	169	
归属母公司净利润	153	117	161	203	
EBITDA	522	502	646	754	
EPS(摊薄)	0.49	0.37	0.51	0.65	

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	-1.6%	13.0%	3.2%	4.2%
营业利润增长率	-2.3%	-36.7%	38.9%	42.7%
归属于母公司净利润增长率	-24.5%	-23.4%	37.5%	25.9%
获利能力				
毛利率	17.4%	17.2%	17.8%	18.3%
5.8%	3.9%	5.3%	6.4%	5.8%
10.3%	7.6%	8.6%	9.5%	
19.7%	12.1%	18.1%	21.0%	
偿债能力				
资产负债率	64.4%	60.5%	55.9%	52.8%
净负债比率	14.42%	36.31%	20.78%	16.17%
流动比率	0.93	0.97	1.06	1.22
速动比率	0.78	0.79	0.86	1.02
营运能力				
总资产周转率	1.13	1.27	1.29	1.28
应收账款周转率	4.67	4.93	4.68	4.75
应付账款周转率	3.12	4.60	6.68	6.17
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.37	0.51	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	1.79	-0.82	2.61	2.11
每股净资产(最新摊薄)	3.44	3.67	4.01	4.49
估值比率				
P/E	31.22	40.77	29.65	23.55
P/B	4.43	4.16	3.80	3.40
EV/EBITDA	0.28	11.48	8.32	6.67

数据截至 2016-12-20

目 录

1. 总体情况：被忽视的汽车电子优质标的	4
1.1 东风集团零部件业务唯一的上市公司	4
1.2 主业：汽车电子+汽车饰件+金属铸件	5
1.3 产品升级周期，16年大概率是业绩谷底.....	7
2. 汽车电子：突破蛰伏阶段，确定的向上周期	9
2.1 上海伟世通汽车电子步入新的增长轨道	9
2.2 高附加值汽车电子产品渗透速度加快	10
3. 传统业务：业绩低谷，且不乏亮点.....	13
3.1 神龙新车型周期，传统业务有望企稳.....	13
3.2 商用车市场回暖，公司盈利谷底回升.....	13
4. 盈利预测及估值.....	15
5. 风险提示.....	17



图表目录

图表 1	东风科技的股权结构.....	4
图表 2	东风汽车公司的集团子公司图谱.....	4
图表 3	东风科技五大业务板块及相应参控股公司.....	5
图表 4	东风科技的主要产品及图片.....	5
图表 5	公司主要产品及产能情况(2015 年).....	7
图表 6	东风科技营收及同比变化(单季度).....	7
图表 7	东风科技投资收益及同比变化(单季度).....	7
图表 8	东风科技归母净利润及同比变化(单季度).....	8
图表 9	东风科技毛利率有所下滑(单季度).....	8
图表 10	东风科技投资收益占比及上海伟世通贡献比例.....	8
图表 11	东风科技汽车电子业务相关的参控股公司.....	9
图表 12	上海伟世通营业收入变化.....	9
图表 13	上海伟世通净利润变化.....	9
图表 14	上海伟世通投资收益及贡献.....	10
图表 15	上海伟世通净利率变化.....	10
图表 16	典型自主车型的电子化功能.....	10
图表 17	全球主要汽车仪表厂家市场占有率及其主要客户.....	11
图表 18	国内典型的配置液晶仪表的车型.....	11
图表 19	ABS 系统结构示意图.....	12
图表 20	EPS 系统结构示意图.....	12
图表 21	神龙汽车 2017 年新车规划.....	13
图表 22	与外资新设的合资公司及业务情况.....	13
图表 23	2016 年商用车行业复苏明显.....	14
图表 24	2016 年重卡增长态势强劲.....	14
图表 25	盈利预测及估值.....	15
图表 26	东风科技并表业务的估值拆分.....	15
图表 27	联营企业投资收益假设及测算.....	16
图表 28	子公司营业收入增速假设和毛利润预算.....	16

1. 总体情况：被忽视的汽车电子优质标的

1.1 东风集团零部件业务唯一的上市公司

东风科技是东风汽车集团下属零部件业务唯一的上市公司。其中，东风汽车集团持股 50%，日产（中国）持股 50%。公司目前主要为东风系汽车——东风乘用车、东风商用车、神龙汽车、东风启辰、东风日产、东风本田等车企做 OEM 配套服务，提供汽车电子、汽车内饰件和金属铸件等零部件产品。

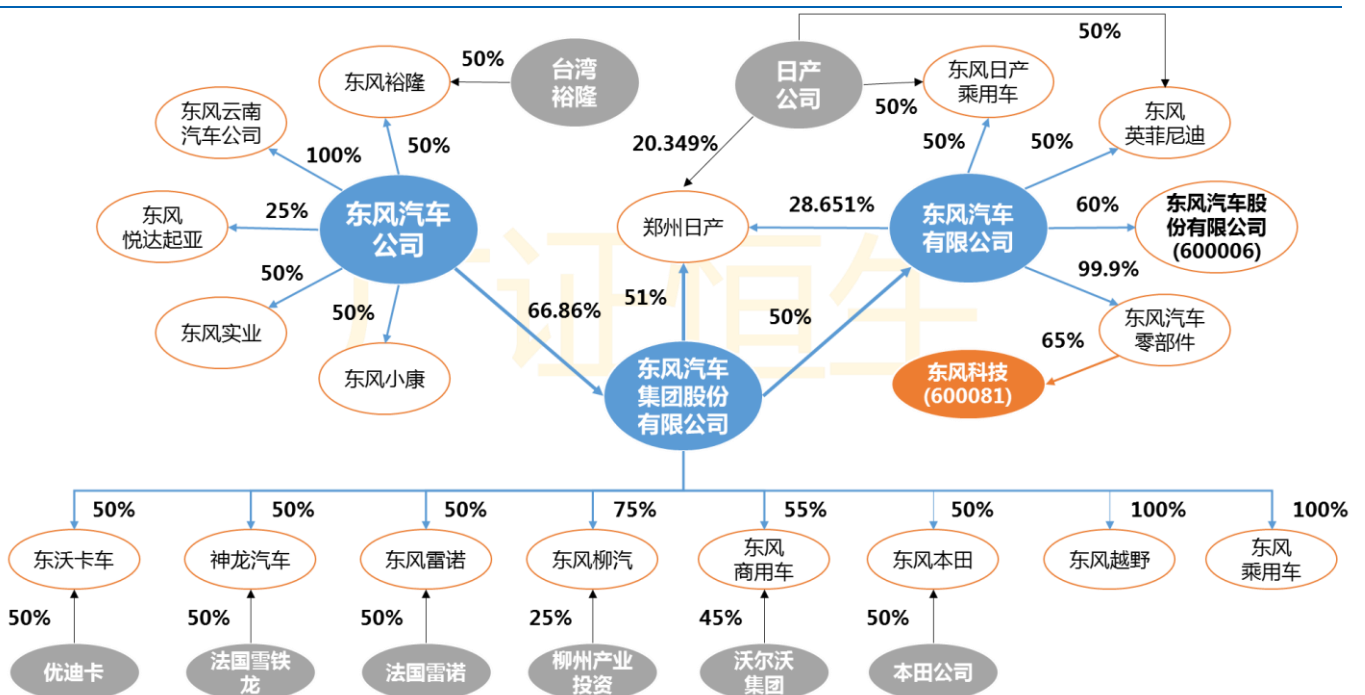
图表 1 东风科技的股权结构



资料来源：公司公告，广证恒生

东风汽车公司旗下乘用车主要有：东风日产、东风启辰、神龙汽车（东风标志和雪铁龙）、东风悦达起亚、东风本田和东风乘用车（东风风神）；商用车主要由东风商用车和上市公司东风汽车(600006)生产。

图表 2 东风汽车公司的集团子公司图谱

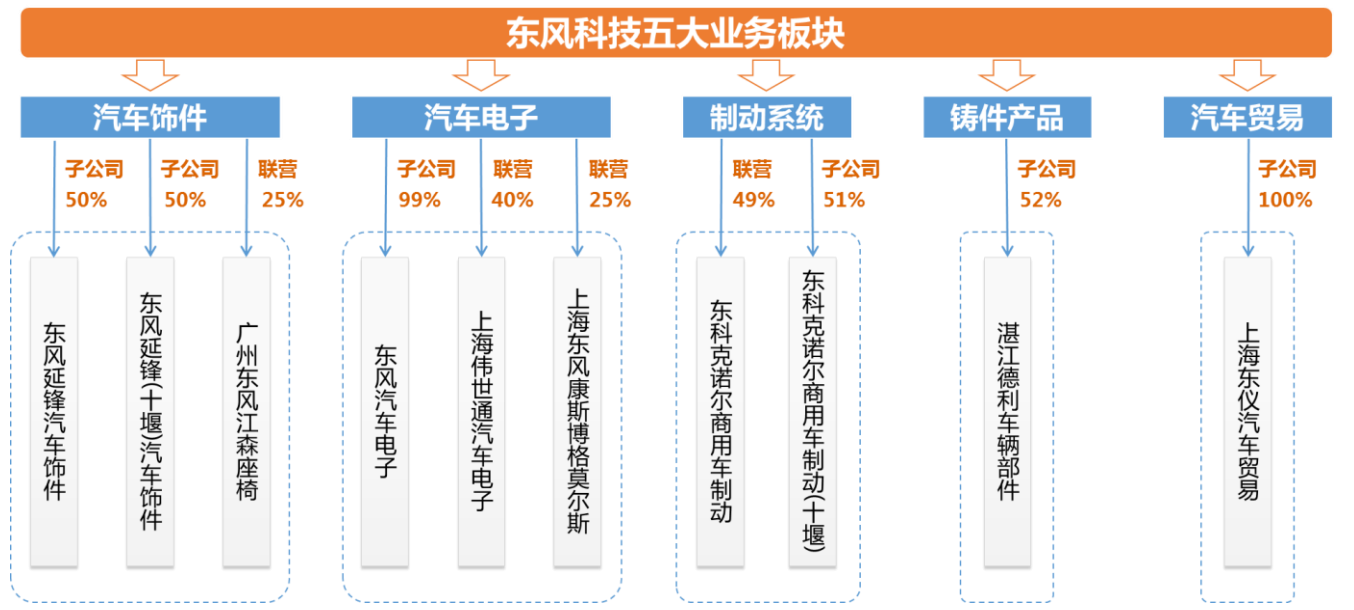


资料来源：广证恒生

1.2 主业：汽车电子+汽车饰件+金属铸件

东风科技下属主要有6家子公司和4家联营公司。子公司主要有6家：东风延锋汽车饰件(50%)、东风延锋(十堰)汽车饰件(50%)、东风汽车电子(99%)、湛江德利(52%)、东科克诺尔(51%)和东仪汽贸(100%)。联营公司主要有4家：上海伟世通汽车电子(40%)、东风江森座椅(25%)、东科克诺尔制动(49%)和东风康斯博格莫尔斯控制(25%)。

图表3 东风科技五大业务板块及相应参控股公司



资料来源：公司公告，广证恒生

公司主要产品包含三大类：**汽车电子**（含仪表系统、制动系统、电子模块）、**汽车饰件**和**金属铸件**。**汽车电子**包括：汽车仪表系统（组合仪表、液晶仪表、抬头显示等）、制动系统（盘式制动器、ABS等）、车身控制模块；**汽车饰件**包括：仪表板、顶棚、门护板和方向盘等；**铸件产品**主要有：摩托车化油器、离合器壳体、节流阀体和支架等。另外，全资子公司东仪汽贸公司在上海有6家4S直营店，主要销售东风日产，东风风神，东风风行等品牌汽车。

图表4 东风科技的主要产品及图片

业务板块	产品分类	具体产品举例		
汽车电子	仪表系统	标致307组合仪表	江铃全顺组合仪表	东风天龙组合仪表
				
		盘式制动器	气压ABS系统	排气制动阀
	制动系统			
		其他模块	车身控制模块	空调开关

			
汽车饰件	仪表板	门护板	方向盘
			
铸件产品	离合器壳体	出水盖总成	摩托车化油器
			

资料来源：公司公告，广证恒生

(1) 东风汽车电子：公司具有年产汽车组合仪表及工程机械用表 60 万套、各类车用传感器 600 万只、车身控制器等汽车电子产品 60 万套的保障能力；是东风汽车、北汽福田、陕西重汽、安徽华菱、东风柳汽、北方奔驰、潍柴动力、玉柴机器等的主要供应商。

(2) 东科克诺尔商用车制动公司：公司主导产品为商用车气制动元件，ABS 气压防抱死制动系统、变速箱操纵系统、AMT 执行机构、盘式制动器等，其中气制动元件年生产能力 450 万只，具备年产 ABS 产品 20 万套的能力。公司产品覆盖重、中、轻型卡车，客车及微型车。主要为东风商用车、陕重汽、北汽福田、北奔重卡、上海依维柯红岩、华菱重卡和厦门金龙、金旅等配套服务，其中常规制动元件和 ABS 产品为东风商用车独家装车产品。

(3) 东风延锋和东风延锋(十堰)汽车饰件公司：主要客户有东风有限乘用车公司、东风有限商用车公司、东风汽车股份公司、神龙汽车公司、东风伟世通、郑州日产、东风汽车乘用车事业部、陕汽、宝华、正和、南汽和其他汽车公司。

(4) 湛江德利化油器公司：成立于 1992 年，由东风科技、泰国正大集团、湛江南方厂合资组成，东风科技是德利控股股东。公司生产的零部件产品包括：凸轮轴支架、节温器总成、摇臂轴支架、节流阀体等，是国内最大的摩托车化油器生产经营企业，国内摩托车化油器市场占有率 30%，销量连续 10 年保持国内同行业第一。2014 年，由湛江德利出资购买东风(十堰)有色铸件 100% 的股权，整体合并有色铸件。东风(十堰)有色铸件主要从事制造铝、镁有色金属压铸件系列产品，主要生产经营各类铝镁合金压铸件，用于汽车发动机、变速箱等动力总成以及底盘类铸件，压铸生产能力 10000 吨铝当量，压铸件的毛利率有 20% 左右。

(5) 东风科技通过对外合资实现技术与市场的突破：

① 汽车饰件：通过与延锋公司、江森自控合作，实现汽车饰件的供应，主要配套东风有限商用车、东风有限乘用车、神龙汽车、东风日产和东风本田等。

② 汽车电子：通过与伟世通合作，实现汽车仪表和显示屏、车载娱乐系统、抬头显示 HUD 等高附加值电子产品供应，主要配套马自达、东风标致、东风日产、东风日产启辰、上海通用、吉利、柳汽、长城等。

③ 制动系统：通过德国克诺尔制动系统亚太区(控股)公司合作(2014 年)，实现气制动元件、ABS 系统等供应。克诺尔是全球商用车制动系统和控制系统的领先供应商，制动技术包括气制动、机械制动、电子制动和联合控制技术，主被动安全产品包括防抱死系统(ABS)、电子制动系统(EBS)以及电子稳定性程序(ESP)和自适应速度调节器(ACC)。合资公司主要提供气制动元件、ABS 系统和盘式制动器等产品，配套东风商用车、

陕重汽、北汽福田、北奔重卡、上海依维柯红岩、华菱重卡等。

图表 5 公司主要产品及产能情况(2015 年)

子公司	主要产品	设计产能/套	报告期内产能/套	产能利用率
东风电子	组合仪表	500,000	391,000	78%
	传感器	4,000,000	2,690,000	67%
	电子产品	100,000	54,500	55%
东科克诺尔技术	电子产品	2,988,250	2,633,230	88%
	阀类	2,185,000	1,340,476	61%
	空气处理单元	1,875,000	1,172,645	63%
	盘式制动器	60,000	28,000	47%
东风延锋	发动机进排气及变速箱机构	655,000	280,388	43%
	模块化供货	226,800	139,032	61.3%
	内饰件（仪表板）	663,552	462,698	69.7%
湛江德利	内饰件（门板）	723,875	640,172	88.4%
	铸件	24,931,858	23,934,584	96%
	摩托车化油器	7,431,675	5,043,630	68%

资料来源：公司年报，广证恒生

1.3 产品升级周期，16 年大概率是业绩谷底

2015 年-2016 年，公司归母净利润下滑幅度较大，营业收入稳中略有增长，但产品毛利率下滑较明显，加上管理费用增加以及研发支出，致使整体利润表现欠佳。

公司 2015 年和 2016 年业绩下滑较明显，主要由于商用车行业景气度下滑、汽车电子研发投入与非经常性损失等因素所致：

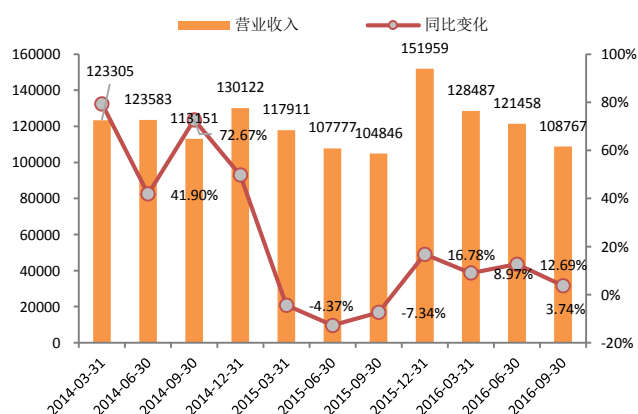
(1) 商用车市场下滑：商用车市场从 2014 年开始景气度下滑明显，2016 年下半年开始回暖，东风科技下属子公司东风汽车电子、制动公司等重点配套商用车，受行业周期影响大，2015 年东风汽车电子亏损幅度 3352 万元；随着行业景气度回升，预计亏损将收敛；

(2) 汽车电子产品升级周期：上海伟世通汽车电子产品更新，配套东风日产和启辰、上汽通用、自主品牌等进行液晶仪表和抬头显示等产品研发，研发投入加大且直接费用化，影响当期损益。

(3) 内退人员计提薪酬：东风汽车电子公司内退人员计提薪酬，2015 年约 2000 万元。

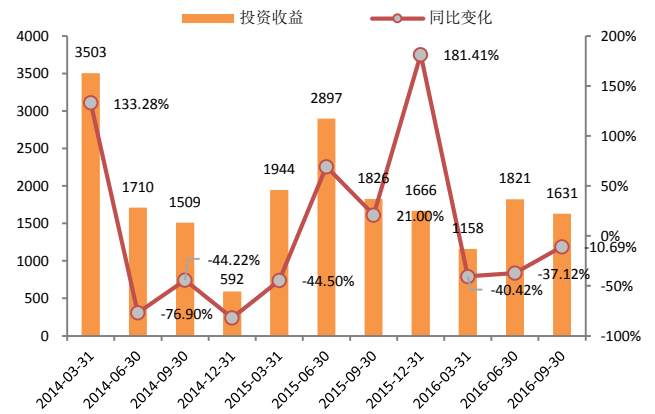
(4) 汽贸亏损：东仪汽贸在上海有 6 家 4S 直营店，销售东风日产、东风风神、东风风行等汽车，受商用车经销业务下行影响，2015 年亏损达到 1811 万元。

图表 6 东风科技营收及同比变化（单季度）

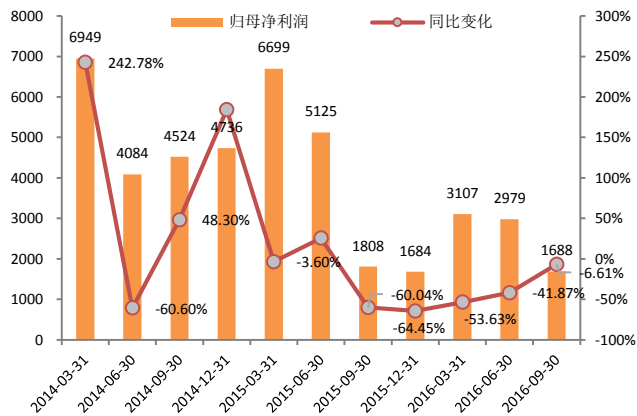


资料来源：公司公告，广证恒生

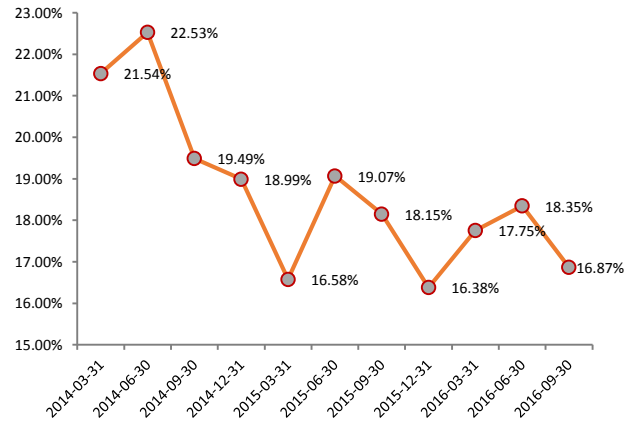
图表 7 东风科技投资收益及同比变化（单季度）



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 8 东风科技归母净利润及同比变化（单季度）


资料来源：公司公告，广证恒生

图表 9 东风科技毛利率有所下滑（单季度）


资料来源：公司公告，广证恒生

2015 年，净利润 1.5 亿元 (-24.5%)，行业景气度下滑与非经常性损失所致。公司 2015 年实现收入 48.2 亿元 (-1.6%)，净利润 1.5 亿元 (-24.5%)，其中，投资收益 8333 万 (占 54.4%) 上海伟世通投资净利润 1.7 亿，贡献 6768 万 (占比 44.2%)。净利润下滑主要原因包括：(1) 东风汽车电子公司增加内退人员计提薪酬约 2000 万元；(2) 东仪汽贸公司商用车经销业务继续下行，亏损 1811 万元。(3) 产品降价，毛利率下滑，从 2014 年的 20.6% 下滑到 2015 年的 17.4%。

2016 年上半年，净利润 6086 万 (-48.53%)，会计政策变更与产品升级研发支出增加等因素影响。1H16 营收 25 亿 (+10.75%)，但净利润 6086 万 (-48.53%)，主要由以下原因导致：(1) 由于 15 年坏账计提政策发生调整，冲回计提坏账 3000 多万，增加了 2015 年当期收益，使得 1H16 坏账损失同比增长 4166 万；(2) 上半年公司投资收益 2980 万元 (-38.44%)；其中，上海伟世通 1H16 净利润 3781 万元，贡献 1513 万元 (占比 25%)，同比减少 61% (为日产、通用等客户进行仪表等产品的开发投入较大所致)。**2016 年前三季度，净利润 7774 万元 (-42.97%)，投资收益 4610 万元 (-30.84%)。**

2014 年之前，公司净利润主要来自于投资收益，之后随着东风伟世通汽车饰件系统的并表，2014 年投资收益占比下降至 36%；随着上海伟世通汽车电子业务的发展，投资收益占比回升到 50% 以上。

图表 10 东风科技投资收益占比及上海伟世通贡献比例

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
东风科技归母净利润	16385	13752	9690	17110	20294	15315	11730	16128	20309
投资收益	8824	9208	7344	14891	7314	8333	6535	7975	11081
投资收益占比	53.85%	66.96%	75.80%	87.03%	36.04%	54.41%	55.72%	49.45%	54.56%
上海伟世通投资收益	1560	794	1683	4021	4930	6768	3249	4224	6969
上海伟世通贡献	9.52%	5.78%	17.37%	23.50%	24.30%	44.19%	27.70%	26.19%	34.31%

资料来源：公司公告，广证恒生

总之，公司具备估值安全边际以及国企改革的弹性。公司 16 年业绩大概率处于谷底，后续多个因素均在转好：非经常性损失减少、商用车景气度回升、高附加值座舱电子产品进入新的增长周期。其中，联营公司上海伟世通汽车电子进入新的产品周期，17 年开始量产，业绩将有持续增量。另外，东风科技是东风汽车集团下属零部件业务唯一的上市公司。参照上汽集团旗下华域汽车、一汽集团旗下一汽富维、一汽富奥等零部件平台发展模式，在国企改革的大背景下，东风科技有望成为未来集团内零部件资源整合平台，以及引入外部资本和技术的国企混改平台。

2. 汽车电子：突破蛰伏阶段，确定的向上周期

2.1 上海伟世通汽车电子步入新的增长轨道

汽车电子业务是公司最核心的看点，产品升级助推高附加值汽车电子业务再上台阶。汽车电子业务主要来自三大板块：上海伟世通（40%）、东风汽车电子公司（99%）、东科克诺尔商用车制动（51%）。其中，上海伟世通汽车电子带来的投资收益对公司的利润贡献最大，15年占比达到44.2%。

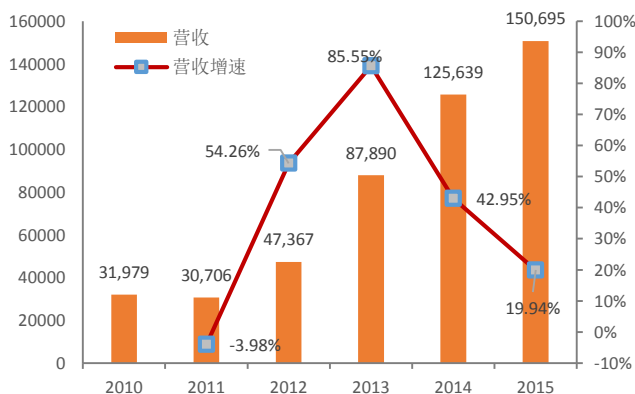
图表 11 东风科技汽车电子业务相关的参控股公司

参控股公司	持股比例	主要产品	2015 年营收	2015 年利润	投资收益	对公司利润贡献
上海伟世通	40%	仪表系统、中央信息处理单元（车载音响、导航、倒车雷达）、HUD；主要供乘用车	150695.19	16921.18	6768.47	44.2%
东风汽车电子	99%	气制动元件、控制系统、传感器；主要供应商用车	25623.41	-3352.37	—	—
东科克诺尔	51%	气压制动系统：气压阀，气压 EBS/EPS；主要供应商用车	28673.67	33.11	—	—
东风康斯博格莫尔斯	25%	电子油门踏板	12468.98	258.27	—	—

资料来源：公司公告，广证恒生

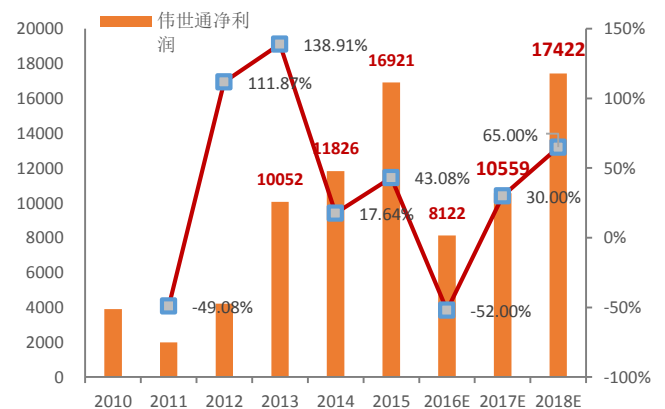
上海伟世通：CMU+液晶仪表+HUD。上海伟世通汽车电子前身是上海江森自控汽车电子，成立于2006年，由东风科技（50.01%）与美国江森自控（49.99%）组建，专注于汽车座舱电子业务的研发、制造与销售。2011年双方通过增资方式对股比进行了调整，东风科技持股比例下降至40%，江森自控持股比例上升至60%，先后引入**驾驶员信息系统（组合仪表、多功能显示屏、抬头显示 HUD 等）、车载娱乐系统（无线蓝牙模块、信息连接主单元 CMU 模块等）、车身电子产品（车身控制器、遥控钥匙、胎压监测等）**等新产品，并在原来神龙汽车基础上，拓展了马自达、东风标致、东风日产启辰、东风本田、上海通用、江铃、吉利、长城等新客户。公司营收从2010年的3.2亿元提高至2015年的15.1亿元；净利润从2010年的3900万提高到2015年的1.7亿元。

图表 12 上海伟世通营业收入变化



资料来源：公司公告，广证恒生

图表 13 上海伟世通净利润变化

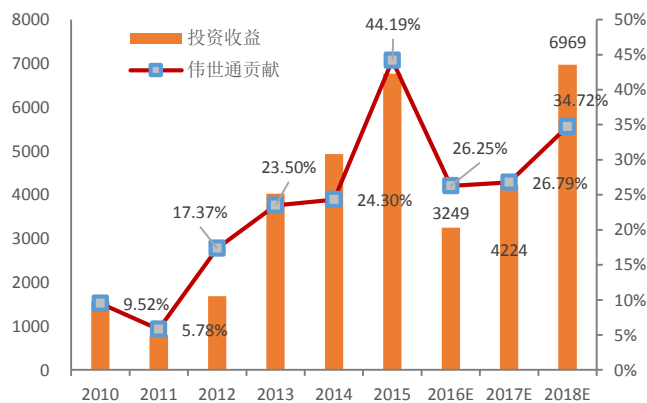


资料来源：公司公告，广证恒生

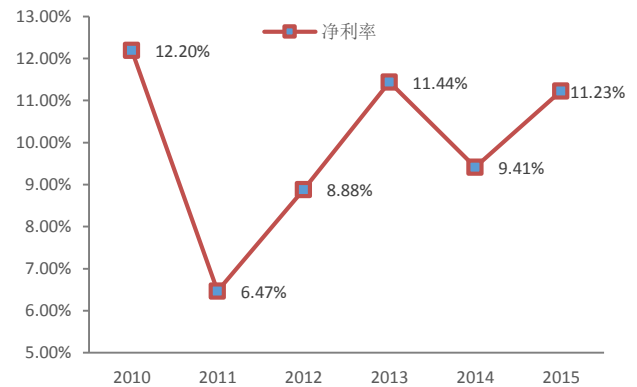
产品周期更迭，增速放缓，2017年步入新的增长轨道。2015年-2016年由于新产品的研发投入加大（配套东风日产、启辰和上汽通用等产品研发投入增加），伟世通营收和净利润增速均放缓，2016年上半年净利润3781万元，同比减少61%。目前，**(1) 车载娱乐系统**：上海伟世通最大客户为马自达，主要出口CMU模块产品，为伟世通全球标杆工厂；**(2) 仪表系统**：标致雪铁龙为公司第二大客户，主要供应仪表和显示器等产品，东风系启辰、东本、柳汽等车型也开始逐步放量，并且向国内自主品牌渗透；**(3) 抬头显示**：伟世通的HUD是PSA全球唯一

供应商，随着 PSA 国产车型引入 HUD，以及公司逐步进入上海通用、东本、东风日产等配套体系，HUD 将成为公司利润重要增长来源。公司的液晶仪表系统和 HUD 系统逐步放量，预计 2017 年利润上将开始有体现，2018 年和 2019 年将进入集中量产阶段，公司将重新迈上新的增长轨道。**预计 2016 年上海伟世通利润 8122 万，下滑 52%；2017 年开始重拾升势，预计 2017 年和 2018 年利润可达到 10559 万 (+30%) 和 17422 万 (+65%)。**

伟世通汽车电子的利润贡献比例拾级而上。上海伟世通 2010 年来投资收益贡献持续提升，2015 年达到 44.2%，净利率维持在 10% 左右，后续随着液晶仪表系统和 HUD 系统的量产，预计净利率能再进一步提升。2016 年由于研发支出集中费用化，利润大幅回落，**预计 2016 年全年利润 8122 万元，投资收益 3249 万元，对东风科技利润贡献约 27.7%。2017 年和 2018 年的预期投资收益分别为 4224 万 (+30%) 和 6969 万 (65%)，对东风科技利润贡献分别为 26.19% 和 34.31%。**

图表 14 上海伟世通投资收益及贡献


资料来源：公司公告，广证恒生

图表 15 上海伟世通净利率变化


资料来源：公司公告，广证恒生

2.2 高附加值汽车电子产品渗透速度加快

(1) 出于出于安全性、舒服性及车型市场竞争力考虑，汽车电子化配置渗透加速。2016 年乘用车 15% 增速，SUV 44.6% 增速，贡献乘用车 87.5% 的增量；乘用车自主品牌的市场占有率在 40% 以上。市场火热的同时，价格竞争也日趋激烈，各大车企加大各级别 SUV 的投放(2017 年预计上市新品超过 40 款)，后续价格竞争会加剧。丰富电子化功能是增加车型竞争力的有效途径。自主品牌中，车身稳定系统 ESP 在 SUV 中基本已成标配，定速巡航、全景天窗、液晶仪表盘、后视镜加热和 360 环视等电子化配置渗透率也快速提高。

图表 16 典型自主车型的电子化功能

车型	参考价/万	电子配置					
		车身稳定 ESP	定速巡航	抬头显示 HUD	全液晶仪表盘	全景天窗	360 环视
哈弗 H6	8.88~14.08	◎	○	○	○	○	○
博越	9.88~15.78	●	◎	○	◎	◎	○
荣威 RX5	9.98~18.68	●	●	○	○	◎	○
长安 CS75	9.28~15.78	●	○	○	○	○	○
众泰 SR9	10.88~16.18	●	◎	○	◎	◎	◎
传祺 GS4	9.98~16.18	●	●	○	○	○	◎
传祺 GS8	16.38~25.98	●	●	○	○	◎	◎

资料来源：网易汽车，广证恒生；注：●标配，◎可选，○无

(2) 液晶仪表系统具智能化与科技感，已从高端车型向中低端车型下沉。车用显示器可分为四类：1) Cluster 指的是嵌在仪表板上显示各种信息的显示器；2) HUD(Head up display, 抬头显示器)指的是投射到挡风玻璃上显示信息；3) CID(Center information Display, 中控显示屏)是音频、导航仪、空调控制等信息显示的地方；4) RSE(Rear Seat Entertainment, 后座娱乐显示器)是配置在前座头枕后方的显示器。

全液晶仪表盘是指将传统机械仪表盘替换成一整块液晶屏幕向驾驶者展示车辆行驶信息的设备,取消了传统的物理指针,全部通过电子屏幕展示,优点是驾驶者可以根据需求选择需获取的信息,以满足不同的要求,功能更加强大、灵活,更容易同网络、外设及其他应用相连接。

图表 17 全球主要汽车仪表厂家市场占有率及其主要客户

公司	比例	主要客户
大陆	25%	大众、奔驰、宝马、雷诺
日精	17%	本田、通用、宝马、FCA、马自达、富士重工、三菱汽车
电装	15%	丰田、现代、日产
伟世通	15%	福特、日产、上海大众、上海通用
博世	8%	宝马、奔驰
马瑞利	7%	PSA、雷诺
日本矢崎	3%	铃木、长安福特

资料来源:佐思产研,广证恒生

自主品牌中 10 万出头的车型都已开始装配液晶仪表系统,如比亚迪思锐(全系)、吉利博越(1.8TD 自动/2.0L 手动);雪铁龙 C6 拥有 12.3 寸全液晶彩色数字仪表盘(马瑞利供应)。

上海伟世通目前已在配套 PSA、东风日产启辰、江铃、柳汽、吉利、长城、奔驰等厂商进行仪表系统的研发,这将是公司未来重要的利润增长点。

图表 18 国内典型的配置液晶仪表的车型

车企	配全液晶仪表盘车型	液晶仪表尺寸	配液晶仪表车型售价
比亚迪	思锐 全系	12.1 寸	10.39-15.09 万元
吉利	博越 1.8TD 自动/2.0L 手动	7 寸	11.08-15.78 万元
雪铁龙	C6 380THP	12.3 寸	21.89-27.99 万元
大众	迈腾 380TSI DSG 旗舰型	12.3 寸	31.69 万元
长安福特	蒙迪欧 2.0L GTDi240	10.1 寸	24.28-26.58 万元
奥迪	A4L 全系	12.3 寸	29.98-43.00 万元
凯迪拉克	XTS 28T/36S 铂金版	12.5 寸	49.99-56.99 万元
奔驰	S 级 全系	12.3 寸	93.8-269.8 万元
路虎	揽胜 全系	12.3 寸	149.8-329.8 万元

资料来源:汽车之家,广证恒生

(3) 此外,公司制动方面的产品也值得期待。通过德国克诺尔制动系统亚太区(控股)公司合作(2014 年),实现气制动元件、ABS 系统等供应。**克诺尔是全球商用车辆制动系统和控制系统的领先供应商**,在欧洲市场,主要由威伯科 WABCO 和克诺尔 KNORR 两大品牌占据。克诺尔制动技术包括气制动、机械制动、电子制动和联合控制技术,主被动安全产品包括防抱死系统(ABS)、电子稳定性程序(ESP)和自适应速度调节器(ACC)。合资公司主要提供气制动元件、ABS 系统和盘式制动器等产品,配套**东风商用车、陕重汽、北汽福田、北奔重卡、上海依维柯红岩、华菱重卡**等。主要的制动产品介绍:

盘式制动器:是卡车用的车轮制动器。凭借用于总重量为 6 吨到 44 吨以上的商用车辆的气动压紧式盘式制动器,克诺尔树立了标准。与传统的系统相比,决定性的优点是:重量更小,制造结构紧凑,制动片的磨损均匀,更便于维护,节省成本和安全性得到提高。

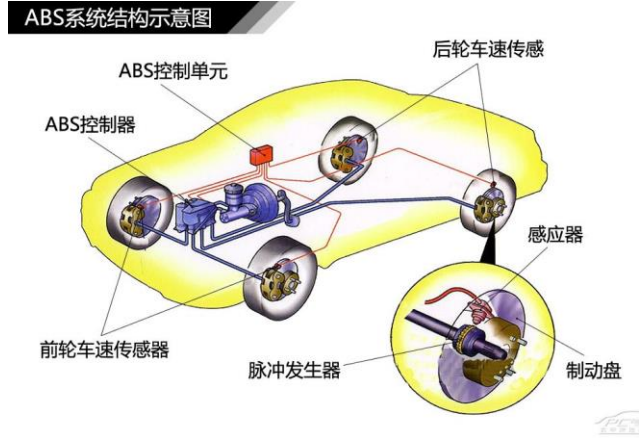
ABS (防抱死系统)在制动过程中防止车轮抱死,主要由 ECU 控制单元、车轮转速传感器、制动压力调节装置和制动控制电路等部分组成。而 ASR (驱动轮防滑转系统)确保在加速时驱动轴上的车轮不会打滑,以便保证在任何道路状况下获得最佳的牵引力。作为开发用于商用车辆的 ABS 系统的先锋,克诺尔制动系统公司为所有型号的空气制动车辆和挂车提供 ABS 和 ASR 系统。

ESP (电子稳定性程序)是 ABS (防抱死系统)和 ASR (驱动轮防滑转系统)功能上的延伸,可以说是当前汽车防滑装置的最高形式。主要由控制总成及转向传感器(监测方向盘的转向角度)、车轮传感器(监测各个车轮的速度转动)、侧滑传感器(监测车体绕纵轴线转动的状态)、横向加速度传感器(监测汽车转弯时的离心力)

等组成。控制单元通过这些传感器的信号对车辆的运行状态进行判断，进而发出控制指令。

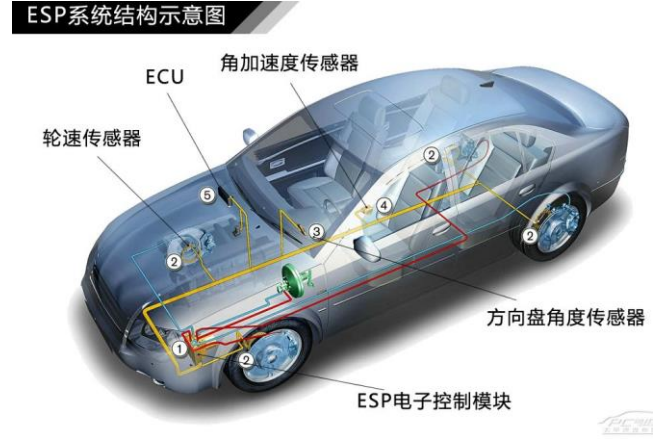
ACC：根据相应的行驶速度自动与前面的车辆保持正确的距离。通过自适应速度调节功能可以预防撞车事故。此外，该技术还有助于有效地利用公路。

图表 19 ABS 系统结构示意图



资料来源：太平洋汽车，广证恒生

图表 20 EPS 系统结构示意图



资料来源：太平洋汽车，广证恒生

3. 传统业务：业绩低谷，且不乏亮点

3.1 神龙新车型周期，传统业务有望企稳

公司客户以东风系为主，前五大：东风商用车、神龙汽车、东风汽车公司、东风汽车集团、东风本田，占比在 70% 之上。零部件跟随下游车型的产品周期：商用车受益于整体景气度回升；神龙汽车推出新车型（国产 4008、5008、2008、雪铁龙 C6、中型 SUV 等），销量有望提升。

图表 21 神龙汽车 2017 年新车型规划

品牌	车型	上市时间
东风标致	5008	2017 年 6 月
	全新 2008	2017 年底
	新款 301	2017 年
东风雪铁龙	全新中型 SUV	2017 年 9 月
	新款爱丽舍	2017 年
	新款 C5	2017 年

资料来源：网上车市，广证恒生

汽车内饰件业务，主要有：(1) 东风延锋和东风延锋(十堰)汽车饰件公司：主要客户有东风有限乘用车公司、东风有限商用车公司、东风汽车股份公司、神龙汽车公司、东风伟世通、郑州日产、东风汽车乘用车事业部、陕汽、宝华、正和、南汽和其他汽车公司。东风延锋为东风科技控股 50% 的子公司，其联营的公司东风安通林（武汉）和东风河西（大连）在东风科技报表上也体现为投资收益。**(2) 东风江森座椅**由东风科技与上海延锋江森座椅等合资，其中，上海延锋江森座椅为延锋汽饰与江森自控合资公司。

另外，公司的有色铸件业务保持较稳定增长，利润贡献主要来自湛江德利化油器公司（持股 52%），2016 年上半年利润 3905 万，利润贡献 2030 万元。预计 16 年全年利润约 8700 万，对东风科技利润贡献 4500 万左右。

图表 22 与外资新设的合资公司及业务情况

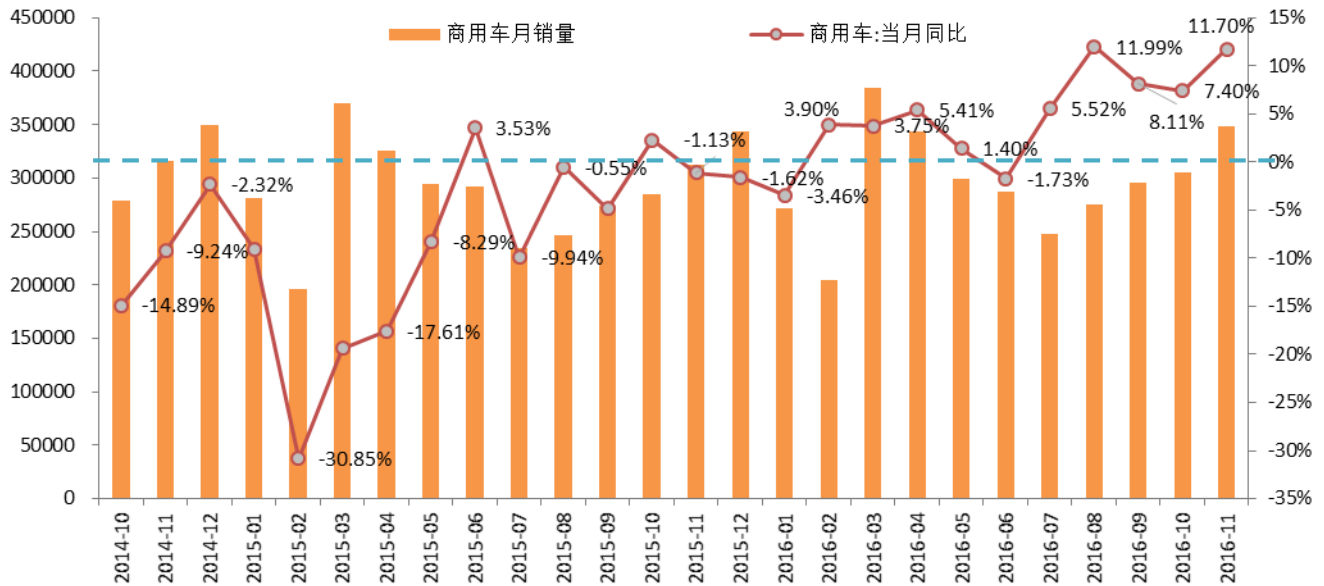
时间	合资公司	中方	外方	主营业务
2015.01	东风安通林（武汉）汽车顶饰系统有限公司	东风延锋 49%	西班牙安通林 51%	汽车顶棚的设计、开发、生产和销售，及相应的售后服务。
2015.01	东风安通林（武汉）汽车饰件系统有限公司	东风延锋 51%	西班牙安通林 49%	汽车顶棚的装配、排序、销售，汽车门板、硬内饰的设计、开发、焊接、装配、排序、销售和售后服务。
2014.09	东风河西（大连）汽车饰件系统有限公司	东风延锋 50%	日本河西 50%	汽车部件的开发、设计、加工、生产及自产产品的销售
2014.07	东科克诺尔商用车制动系统（十堰）有限公司	东风科技 51%	克诺尔亚太 49%	商用车制动产品及相关零部件的生产和销售
2014.07	东科克诺尔商用车制动技术有限公司	东风科技 49%	克诺尔亚太 51%	商用车制动产品及相关零部件应用开发、生产、组装、销售、售后服务等。
2013.10	东风河西（襄阳）汽车饰件系统有限公司	东风延锋 65%	日本河西 35%	汽车部件的开发、设计、加工、生产及自产产品的销售、售后服务等

资料来源：公司公告，广证恒生

3.2 商用车市场回暖，公司盈利谷底回升

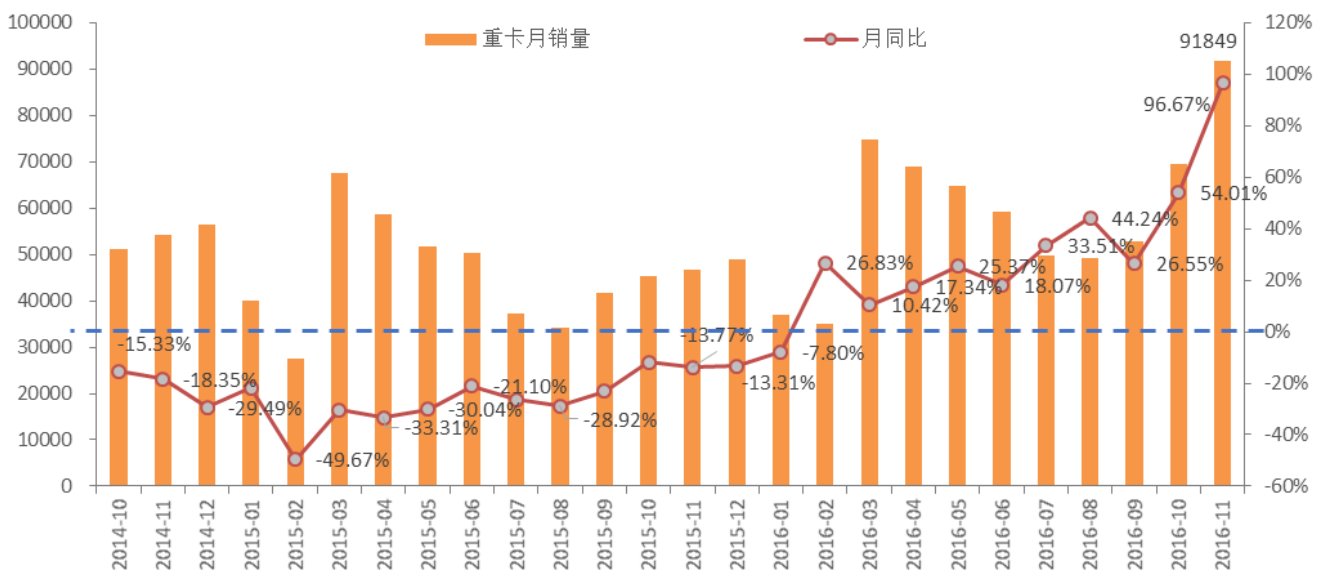
商用车市场景气度下滑是公司前两年业绩下滑的主要因素。2015 年，公司传感器、供油系、外饰件销量累计同比分别减少 32.62%、40.97%、38.52%。由于公司的主要商用车客户产量大幅下降，2015 年商用车比上年分别下降 10% 和 9%，重型卡车产销量分别下降 39.63% 和 38.36%，导致公司产品产销量下滑。

16年商用车行业整体复苏明显，重卡表现抢眼。16年1-12月，商用车货车销量311万辆(+8.82%)，为近3年来首实现同比增长，14年销量290.14万辆(-8.92%)，15年销量285.59万辆(-10.32%)。其中，重卡品种复苏最明显，2月以来，重卡销量已连续10个月同比正增长，且增速趋快。1-12月，重卡销量65.76万辆(+31.31%)，12月销量9.18万辆(+96.67%)。

图表 23 2016年商用车行业复苏明显


资料来源：中汽协，广证恒生

商用车景气度回暖刺激公司商用车业务回升。重卡市场的快速增长，除了去年的低基数效应外，治超新政也是关键因素。16年9月份起，交通运输部与公安部展开专项整治行动，统一超限超载执法新标准，重卡的承载重量上限有所减少(6×2牵引车总重从55吨下降到46吨)，使得物流车的有效运力降低，刺激了新车购置需求。另外，煤炭等大宗商品补库存带来的运输量的集中释放、PPP基建项目带来运输需求增加、重卡行业内生的替换需求等因素，均推升了新车购置需求。多因素共振下，预计明年重卡仍可维持一定增速。

图表 24 2016年重卡增长态势强劲


资料来源：中汽协，广证恒生

4. 盈利预测及估值

公司具备估值安全边际以及国企改革的弹性。公司16年业绩大概率处于谷底，后续多个因素均在转好：商用车景气度回升、高附加值座舱电子产品进入新的增长周期。其中，联营公司上海伟世通汽车电子进入新的产品周期，17年开始量产，业绩将有持续增量。另外，东风科技是东风汽车集团下属零部件业务唯一的上市公司。参照上汽集团旗下华域汽车、一汽集团旗下一汽富维、一汽富奥等零部件平台发展模式，在国企改革的大背景下，东风科技有望成为未来集团内零部件资源整合平台，以及引入外部资本和技术的国企混改平台。

预计2016-2018年，EPS分别为0.37、0.51、0.65元，对应目前股价的PE分别为40.77、29.65、23.55，考虑到商用车市场回暖、高附加值座舱电子产品18-20年的持续增量以及存在的整合预期，给予17年40倍PE，对应目标价20.0元，强烈推荐。

图表 25 盈利预测及估值

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4824.93	5453.98	5630.29	5864.70
同比(%)	-1.56%	13.04%	3.23%	4.16%
归母净利润(百万元)	153.15	117.30	161.28	203.09
同比(%)	-24.53%	-23.41%	37.49%	25.92%
毛利率(%)	17.41%	17.20%	17.81%	18.28%
ROE(%)	10.29%	7.26%	8.85%	9.66%
每股收益(元)	0.49	0.37	0.51	0.65
P/E	31.22	40.77	29.65	23.55
P/B	4.43	4.16	3.80	3.40
EV/EBITDA	0.28	11.48	8.32	6.67

资料来源：广证恒生

具体的估值假设及结果：

图表 26 东风科技并表业务的估值拆分

联营企业	持股比例	营业收入	净利润	投资收益预测			
		2015年	2015年	2015年	2016E	2017E	2018E
联营企业（投资收益）							
上海伟世通	40	150695	16921	6768	3249	4224	6969
东科克诺尔制动	49	27060	248	121	364	546	710
东风康斯博格莫尔斯控制	25	12469	258	65	65	65	65
东风江森座椅	25	146391	7848	1962	2158	2331	2447
河西（大连）汽车饰件	50			-407	600	690	759
东风安通林（武汉）顶饰	49			-206	100	120	132
投资收益合计：				8303	6535	7975	11081
投资收益同比变化				13.93%	-21.57%	22.02%	38.96%
子公司（并表）							
东风延锋	50	182815	16412	8206	7265	7292	7269
湛江德利	52	99328	6521	3391	4544	5226	5527
东风延锋(十堰)	50	94369	4359	2180	3309	3397	3567
东风汽车电子	99	25623	-3352	-3319	-3000	-1000	-1000
东仪汽贸	100	64955	-1811	-1811	-2761	-2761	-2070
东科克诺尔	51	28674	33	17	447	515	986
子公司净利润合计：				8663	9804	12669	14279
子公司净利润同比变化					13.17%	29.21%	12.71%
总部费用及其他损益				-1651	-3286	-3637	-4632
归母净利润合计				15315	11730	16128	20309
归母净利润同比变化				-24.53%	-23.41%	37.49%	25.92%

资料来源：广证恒生

图表 27 联营企业投资收益假设及测算

联营企业	持股比 例	营业收入	净利润	投资收益	投资收益增速			投资收益		
		2015 年	2015 年	2015 年	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
上海伟世通	40	150695	16921	6768	-52%	30%	65%	3249	4224	6969
东科克诺尔制动	49	27060	248	121	200%	50%	30%	364	546	710
东风康斯博格莫尔斯	25	12469	258	65	0%	0%	0%	65	65	65
东风江森座椅	25	146391	7848	1962	10%	8%	5%	2158	2331	2447
河西汽车饰件	50			-407	-	15%	10%	600	690	759
东风安通林顶饰	49			-206	-	20%	10%	100	120	132
总计:		336615	25275	8303				6535	7975	11081

资料来源: 广证恒生

图表 28 子公司营业收入增速假设和毛利润预算

子公司	持股 比例	营收	净利润	营收增速预测			营业收入预测			毛利率预测			毛利润预测		
		2015A	2015A	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
东风延锋	50	182815	16412	10%	8%	5%	201097	217185	228044	19%	18%	18%	37203	39093	41048
湛江德利	52	99328	6521	15%	15%	12%	114227	131361	147125	20%	20%	20%	22845	26272	29425
东风延锋(十堰)	50	94369	4359	10%	10%	5%	103806	114186	119895	19%	18%	18%	19204	20554	21581
东风汽车电子	99	25623	-3352	5%	5%	5%	26905	28250	29662	10%	10%	10%	2690	2825	2966
东仪汽贸	100	64955	-1811	0%	-50%	-50%	64955	32478	16239	5%	5%	5%	3248	1624	812
东科克诺尔	51	28674	33	20%	15%	15%	34408	39570	45505	25%	25%	25%	8602	9892	11376
总计:		495764	22162	13.04%	3.23%	4.16%	545398	563029	586470	17%	18%	18%	93793	100260	107208

资料来源: 广证恒生

5. 风险提示

风险提示：东风系汽车销量低于预期；汽车电子业务推广不及预期；研发支出和管理费用支出超预期等。

研究员简介

李如娟 高级分析师,广证恒生汽车行业研究负责人,中山大学硕士,工学与金融学专业复合背景。3年证券从业经历;其中,1年宏观策略研究经历;目前负责汽车行业研究,主要方向:智能汽车和节能汽车等。

机构销售团队:

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。