

东风科技 (600081)

证券研究报告

2019年04月21日

整合东风零部件集团 谱写华为汽车新篇章

布局五大领域，业绩增长稳定。东风科技作为东风汽车旗下零部件上市公司，拥有16家子公司和6家联营公司，分别负责五大业务领域：**1) 内饰系统；2) 汽车电子；3) 制动系统；4) 铸件产品；5) 汽车贸易；**子公司合计为东风科技贡献超82.3%的营业收入和77.8%的净利润。公司业绩增长稳健，近5年营业收入CAGR为16.7%，2018年达到66.7亿元；近两年毛利率稳定在16.5%左右，净利率稳定在4.5%左右。

国企改革整合深化，零部件业务有望整体上市。东风科技积极整合内部资源，先后合并原零部件集团子公司东风汽车泵业部分业务和东风汽车电气公司。2019年2月，东风科技宣布拟合并其母公司东风零部件集团。若合并完成，将有助于公司整合整个东风汽车的零部件产业链，将从三方面影响公司：**1) 前瞻领域产品的多元化：**产品将布局扩展到智能驾驶、座舱与车身系统、电驱动系统等新领域；**2) 业务体量大幅增长：**并表后，公司营业收入有望增长115%+，净利润有望增长50%+；**3) 有利于东风零部件产业链的整合与优化。**

背靠东风集团，携华为共建车联网新秩序。东风科技和东风零部件最主要的客户为东风汽车，每年营收贡献占比超60%。东风汽车销量稳定，为全国第二大汽车企业，且目前东风汽车正加速推进新产品周期，仅2019年就计划发布10余款新车。此外东风汽车与华为已经在车联网、智能汽车等领域展开合作，首款搭载了多项新技术的共享出行概念车Sharing-Van已亮相上海车展。未来随着公司与华为合作的逐步深入，有望共同分享自动驾驶和车联网市场高速增长红利。而随智能驾驶、车联网等业务占比提升及公司整合的持续进行，公司利润率亦有望逐步提升。

投资建议：

公司为东风汽车旗下零部件上市公司。若成功合并东风零部件集团，公司将整合东风汽车零部件产业链，有望优化并深化国企改革的效果。此外，公司借助母公司绑定华为，有望共同分享自动驾驶和车联网市场高速增长红利。若不考虑整合，我们预计2019年至2021年公司有望实现归母净利润1.65、1.95、2.27亿元；EPS分别为0.53、0.62、0.72元/股。若合并完成，公司每股净资产约为4.92元/股，对应PB3.6倍，给予可比公司均值的4.2倍PB，对应合理市值约64.7亿元，首次覆盖给予“增持评级”。

风险提示：收购重组失败、资产整合速度不及预期、新业务拓展不及预期、客户单一等。

投资评级

行业	汽车/汽车零部件
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	18.15元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	313.56
流通A股股本(百万股)	313.56
A股总市值(百万元)	5,691.11
流通A股市值(百万元)	5,691.11
每股净资产(元)	4.12
资产负债率(%)	67.89
一年内最高/最低(元)	20.08/6.78

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
姜周鑫	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519020001	
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6,101.71	6,673.08	7,200.00	7,452.00	7,824.60
增长率(%)	16.79	9.36	7.90	3.50	5.00
EBITDA(百万元)	520.12	779.58	546.70	620.85	695.62
净利润(百万元)	139.24	146.91	164.84	195.16	226.58
增长率(%)	19.35	5.51	12.21	18.40	16.10
EPS(元/股)	0.44	0.47	0.53	0.62	0.72
市盈率(P/E)	40.87	38.74	34.53	29.16	25.12
市净率(P/B)	4.55	4.40	4.04	3.69	3.34
市销率(P/S)	0.93	0.85	0.79	0.76	0.73
EV/EBITDA	7.12	2.81	10.69	8.08	7.84

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 绑定东风汽车，布局五大领域	3
2. 整合重组 打造东风零部件产业群	6
2.1. 国企改革开启资源整合之路	6
2.2. 兼并零部件集团实现核心业务整体上市	7
3. 背靠东风，携手华为，引领新一轮汽车革命	10
4. 盈利预测	13
5. 风险提示	14

图表目录

图 1：历年产品营收情况（亿元）	3
图 2：2018 年公司零部件市场销量（万只）	3
图 3：东风科技股权结构图及主要参控股公司（与东风零部件重组前）	4
图 4：2012-2018 年公司营收及毛利率（单位：亿元，%）	5
图 5：2012-2018 年公司归母净利润及净利率（单位：亿元，%）	5
图 6：2014-2018 东风科技整合并购历程	7
图 7：东风系上市情况	8
图 8：东风零部件股权结构图	8
图 9：零部件集团营收及净利润（亿元）	9
图 10：东风科技合并前后营收及净利润（亿元）	9
图 11：东风集团主要子、孙公司结构图	10
图 12：东风集团主要子品牌历年销量（万辆）	10
图 13：国内汽车市场销量占比（%）	10
图 14：Sharing-Van 概念车	12
表 1：公司主要产品及客户	3
表 2：持股比例及 2018 年子公司经营状况	4
表 3：国企改革历史进程	6
表 4：国企改革经典案例及方案	6
表 5：东风科技近五年重要合并概述	7
表 6：东风科技和东风零部件资产财务总结（亿元）	9
表 7：东风科技和东风零部件业务概况	9
表 8：东风集团新上市或即将上市车型	11
表 9：东风科技与东风零部件的关联交易情况（亿元）	11
表 10：华为进军汽车领域历程	12
表 11：东风科技可比公司 PB 对比（截止：4 月 19 日）	13

1. 绑定东风汽车，布局五大领域

东风旗下零部件上市公司，客户长期稳定。东风科技为东风集团旗下汽车零部件上市公司，东风汽车为目前国内前五大整车生产厂商之一，公司及旗下子公司为东风系汽车——东风乘用车、东风商用车、神龙汽车、东风雷诺、东风日产、东风本田等配套零部件产品，客户长期稳定。主要产品包括汽车仪表系统、饰件系统、制动系统、汽车电子及金属铸件产品。

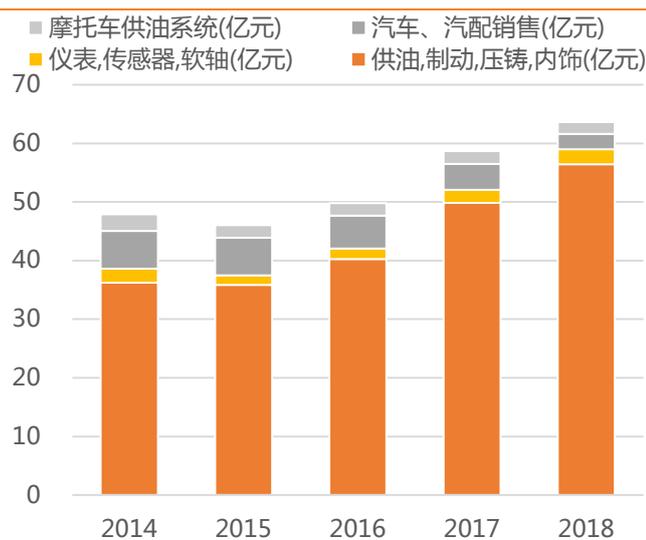
表 1：公司主要产品及客户

产品	介绍	主要客户
汽车电子系统（含仪表）	有为国内汽车整车提供车身及车载汽车电子产品（含电机）的 OEM 配套服务	神龙、东风乘用车、东风雷诺东风柳汽、东风乘用车、东风商用车、东风本田、东风日产、东风康明斯、东风悦达起亚、北汽福田陕汽、小鹏汽车、云南力帆、南京徐工、四川现代等
饰件系统	为国内汽车整车提供汽车饰件产品的 OEM 配套服务	
制动系统	为国内商用车提供汽车气动制动产品的 OEM 配套服务	
金属铸件	为国内汽车整车、摩托车提供从 800—3500 吨有色金属铸件产品的 OEM 配套服务能力	
供油系统	为国内摩托车提供供油系统产品的 OEM 配套服务能力	
整车销售	公司全资子公司东仪汽贸公司主要销售东风日产、东风风神、东风风行等品牌汽车	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

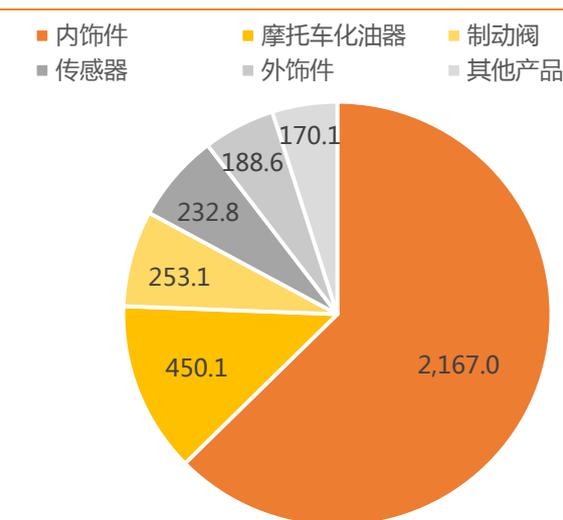
营收持续增长，汽车配售业务占比下滑。2014-2018，公司总营收从 49.0 亿增长到 66.7 亿，CAGR 约为 6.4%。供油、制动、压铸及内饰的营收占比从 73.9%稳定提升至 84.5%，其他三项主营业务 2018 年营收占比接近，合计为 15.5%。从销量上看，2018 年内饰件销量占公司零部件总销量的 62.6%，摩托车化油器销量占比为 13.0%，制动阀销量占比为 7.3%，其余零部件销量占比合计为 17.1%。

图 1：历年产品营收情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2018 年公司零部件市场销量（万只）



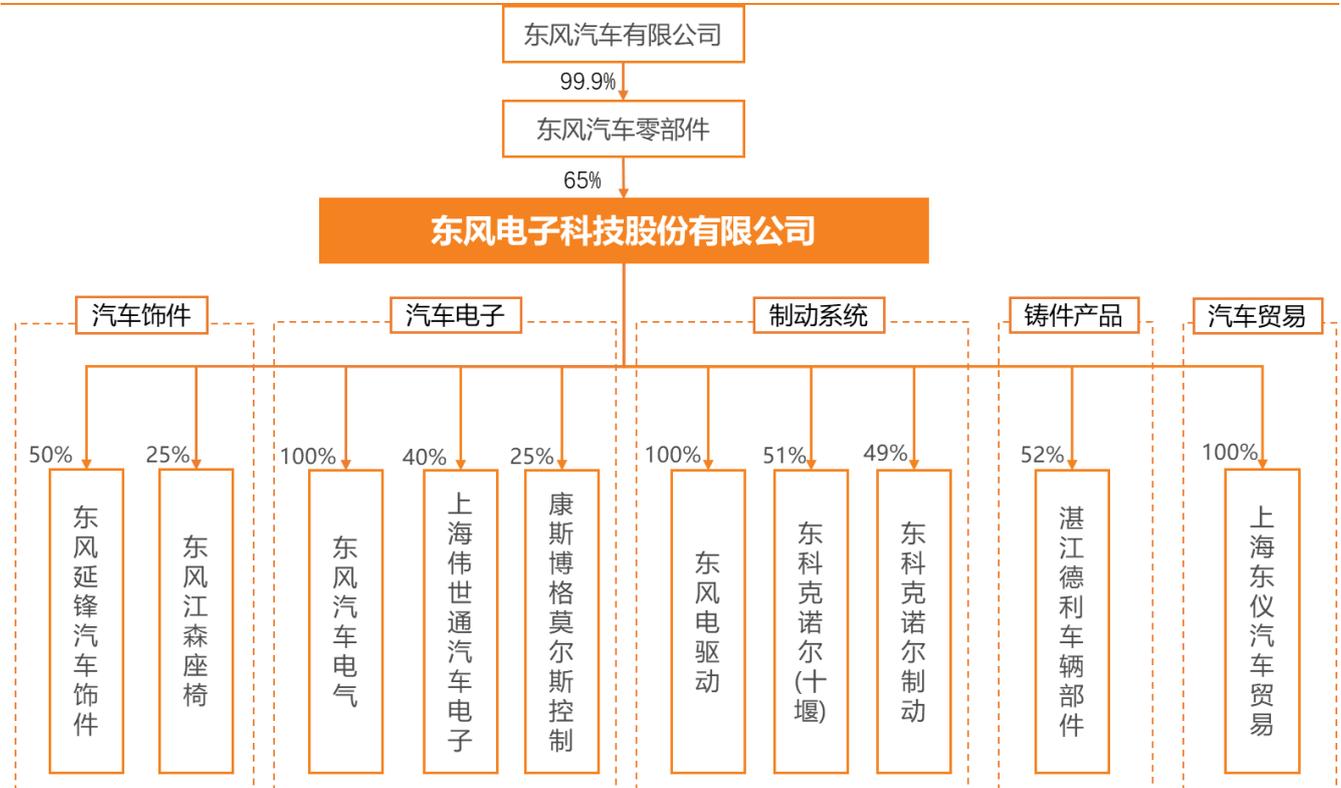
资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：其他产品包括 ABS 系，供油系，组合仪表，电子产品，模块化供货

2018 年公司压铸件销量为 18733 吨，因单位不一致未放入图中

东风汽车为东风科技的控股股东，东风科技旗下共有 16 家子公司和 6 家联营公司，分别负责五大业务领域。东风科技的五大业务领域及主要子公司分别是：1) 内饰系统：东风延锋汽车饰件、东风江森座椅；2) 汽车电子：上海伟世通电子、东风汽车电气、东风康斯博格莫尔斯控制；3) 制动系统：东科克诺尔(十堰)、东科克诺尔制动、东风电驱动；4) 铸件产品：湛江德利；5) 汽车贸易：东仪汽贸公司。

图 3：东风科技股权结构图及主要参控股公司（与东风零部件重组前）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

子公司分业经营，合计为东风科技贡献超 82.3%的营收和 77.8%的净利润。1) 内饰系统：主要产品为汽车内外饰及座椅，子公司合计贡献 22.7 亿营收和 1.3 亿净利润；2) 汽车电子：主要产品为汽车仪表盘、显示器、控制器及传感器，子公司合计贡献 12.7 亿营收和 0.3 亿净利润；3) 制动系统：主要产品为商用车制动产品、转向器、阀门、汽车仪表，子公司合计贡献 11.2 亿营收和 0.3 亿净利润；4) 铸件产品：主要产品为铸件产品主要有摩托车化油器、节流阀体和支架，子公司贡献 5.7 亿营收和 0.2 亿净利润；5) 汽车贸易：主要销售东风日产、东风风神、东风风行等品牌汽车，子公司贡献 2.6 亿营收和-0.1 亿净利润。2018 年子公司合计创造 54.9 亿营收和 2.1 亿净利润，按照公司 66.7 亿营收和 2.9 亿净利润计算，占比分别达到 82.3%和 77.8%。

表 2：持股比例及 2018 年子公司经营状况

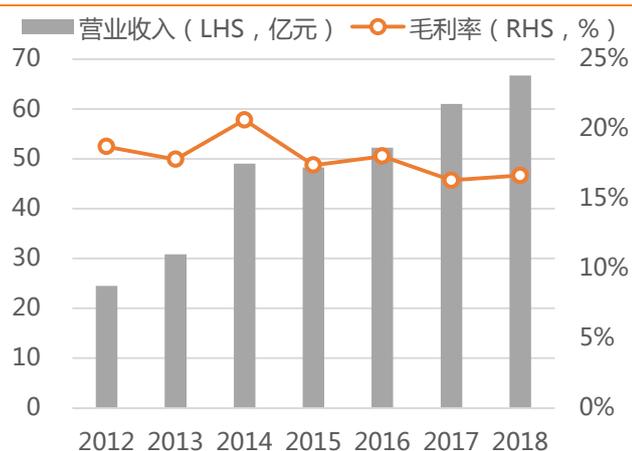
公司名称	持股比例	主要产品及服务	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
东风延锋汽车饰件系统有限公司	50%	汽车内饰、外饰、座椅、汽车电子、被动安全	37.8	2.3
东风江森座椅有限公司	25%	汽车座椅	15.1	0.7
上海伟世通汽车电子系统有限公司	40%	仪表盘、车载音响、显示器、集成控制器	16.8	0.6
东风汽车电气有限公司	100%	汽车组合仪表及工程机械用表、车用传感器、车身控制模块	5.6	0.1
上海东风康斯博格莫尔斯控制系统有限公司	25%	控制索、电子油门踏板和操纵器	1.4	0.0
东科克诺尔商用车制动系统(十堰)有限公司	51%	汽车零件阀门、电控单元、总成	7.0	0.0

东科克诺尔商用车制动技术有限公司	49%	商用车制动产品、转向机及相关零部件	6.8	0.4
东风电驱动系统有限公司	100%	汽车仪表、传感器、电子模块	4.3	0.1
湛江德利车辆部件有限公司	52%	发动机、变速箱部件, 整车部件、支架	11.0	0.4
上海东仪汽车贸易有限公司	100%	经销东风公司生产的汽车产品	2.6	-0.1

资料来源: 公司官网, 公司公告, 天风证券研究所

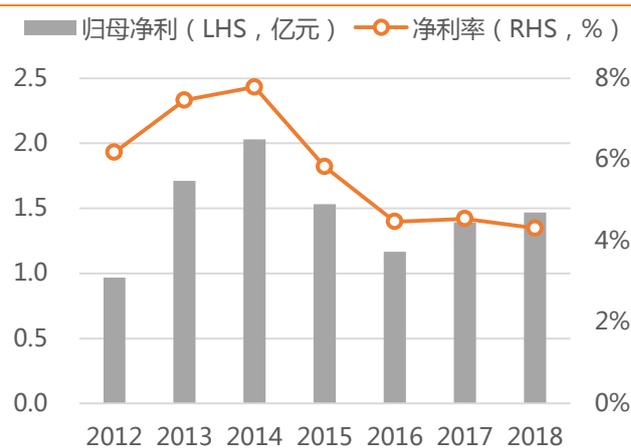
业绩增长稳健, 毛利率稳定, 费用控制良好。2018 年公司实现营收 66.7 亿元, 同比增长 3.2 个百分点, 5 年 CAGR 为 16.7%。2018 年毛利率与去年相比基本持平为 16.7%。公司费用管控较为良好, 2018 年管理费用率仅为 6.1%, 三费费率为 8.9%。2014-2016, 一方面由于公司毛利率有所下滑, 另一方面由于公司减少了转让资产等营业外收入, 增大产品投入, 计提坏账等原因, 导致净利润有所下滑。

图 4: 2012-2018 年公司营收及毛利率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 2012-2018 年公司归母净利润及净利率 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2. 整合重组 打造东风零部件产业群

2.1. 国企改革开启资源整合之路

国企改革历经五个阶段，当前处于全面深化改革的关键阶段。从 1978 年党的十一届三中全会开启国企改革进程开始，国有企业实现了由国营生产单位到公司制企业的转变，完成了建立现代企业制度至建立现代产权制度的升华。2013 年党的十八届三中全会明确指出：要积极发展混合所有制经济。鼓励非公有制企业参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。

表 3：国企改革历史进程

时间	制度变化	主要内容
1978-1988	从国营生产单位到放权让利、承包经营	解决生产经营活动行政化管理，经营活力缺乏、干部职工积极性不高的问题
1988-1993	从承包经营到转换经营机制，由国营生产单位到全民所有制	明确国家与企业之间、企业与政府主管部门之间权责利关系
1993-2003	从转换经营机制到建立现代企业制度，由全民所有制工业企业到国有企业	产权制度改革成为国有企业改革的焦点
2003-2013	从现代企业制度到建立现代产权制度	建立管资产与管人、管事相结合，权利、责任、义务相统一的新型国有资产监管体制
2013 年后	坚持公有制主体地位，鼓励、支持、引导非公有制经济，积极发展混合所有制经济	全面深化改革，积极发展混合所有制经济。鼓励非公有制企业参与国有企业改革

资料来源：学习时报，天风证券研究所

国企改革总结为“4+1”模式，常见的方案往往以组合拳形式出现。国企混改的本质是“股权多元化”，常用的有四种典型手段：整体上市或核心资产上市、引入战略投资者、引入基金、改制重组；以及一种配套措施：员工持股，从激励的角度出发，进一步达到股权多元化的措施。除此之外，还有管理层持股等新型混改模式。党的十九大进一步明确了国企深化改革的重要性及紧迫性，提出“做强做优做大国有资本”，随着混改的进程持续加大，未来有望出现更多成功实行国企改革的传统企业。

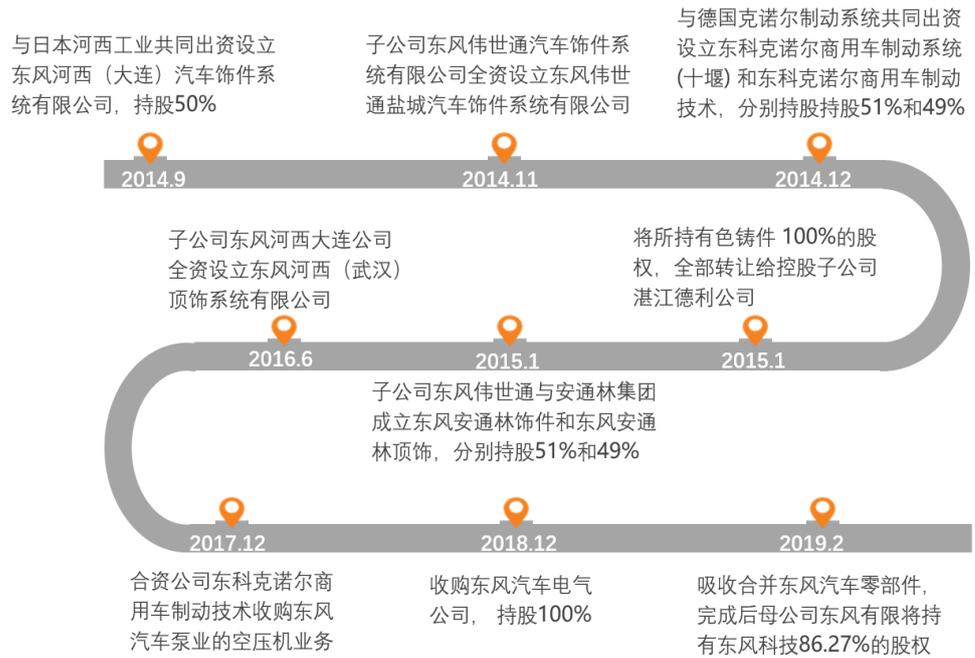
表 4：国企改革经典案例及方案

典型企业	实施模式	具体方案
云南白药	引入战略投资者	通过两次引入战投，形成云南省国资委 45%、新华都 45%、江苏鱼跃 10% 的股权结构
中油资本	资产重组+上市	通过资产重组，将连续两年亏损的*ST 济柴将变身为综合性金融公司，业务范围扩大，重组后上市
中粮资本	引入战投+引入基金+员工持股	引入国调基金+战略投资者，同时开展员工持股
绿地控股	引入战投+员工持股+整体上市	上海国资委放弃控股权，绿地集团借金丰资本上市解决了同业竞争问题
江苏高投	管理层持股	集团原业务骨干脱离“体制身份”，与集团共同出资新设“毅达资本”，集团放弃绝对控股地位，但仍保留主导地位

资料来源：中混研，证券时报，上海证券报，人民网，21 世纪经济报，天风证券研究所

加强内部同业资源整合和合资合作，提升核心业务竞争力。东风科技是一家由国有资本、民营资本和外资共同持股的混合所有制企业。国企改革始于 2014 年，公司与德国克诺尔设立合资企业，引进国外先进技术，此后，东风科技通过转让非核心业务给子公司湛江德利，收购东风泵业的空压机业务，内部兼并东风电气等方式，逐步退出非核心业务，加强汽车零部件等核心业务，形成更具有竞争力的产业集团，提升公司的核心竞争力。

图 6：2014-2018 东风科技整合并购历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

合资兼并，积极拓展新业务，形成完整业务链。东风科技在 2014 年 12 月与克诺尔制动系统共同出资设立了东科克诺尔制动技术和东科克诺尔制动系统（十堰），东风科技分别持股 49%和 51%，引进国外先进技术拓展商用车制动系统业务。2018 年，东风科技在集团内部收购了东风汽车电气，整合集团新能源业务资源，形成了完整的电驱动系统业务链。

表 5：东风科技近五年重要合并概述

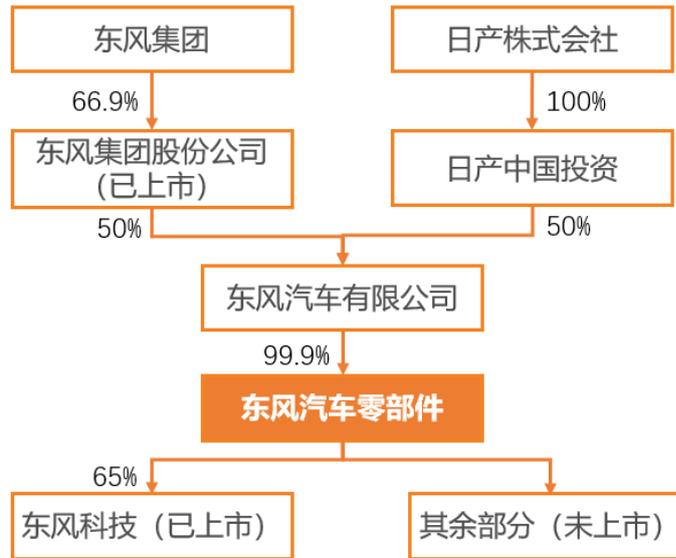
投资项目	公司持股比例	时间	主要业务	优势	营收 (2018 年)
与克诺尔制动系统成立东科克诺尔商用车制动技术	49%	2014/12	商用车制动系统	克诺尔负责导入先进技术，进口设备与零部件，东风科技负责维护客户关系，拓展市场范围	7 亿元
与克诺尔制动系统成立东科克诺尔商用车制动系统（十堰）	51%				6.8 亿元
向东风零部件及东风悬架收购东风汽车电气有限公司	100%	2018/12	汽车电机和电器	整合集团新能源业务资源，形成完整的电驱动系统集成业务	5.6 亿元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 兼并零部件集团实现核心业务整体上市

东风零部件集团原为东风科技的母公司，目前旗下资产未实现全部上市。东风集团股份有限公司在港交所上市，其持有东风汽车有限公司 50%的股权，而东风汽车有限公司又持有东风零部件 99.9%的股权。而东风汽车有限公司另外 50%的股权则在日产手中，处于未上市的状态。因此，东风零部件旗下财产除东风科技外，目前仍有 50%属于未上市状态。

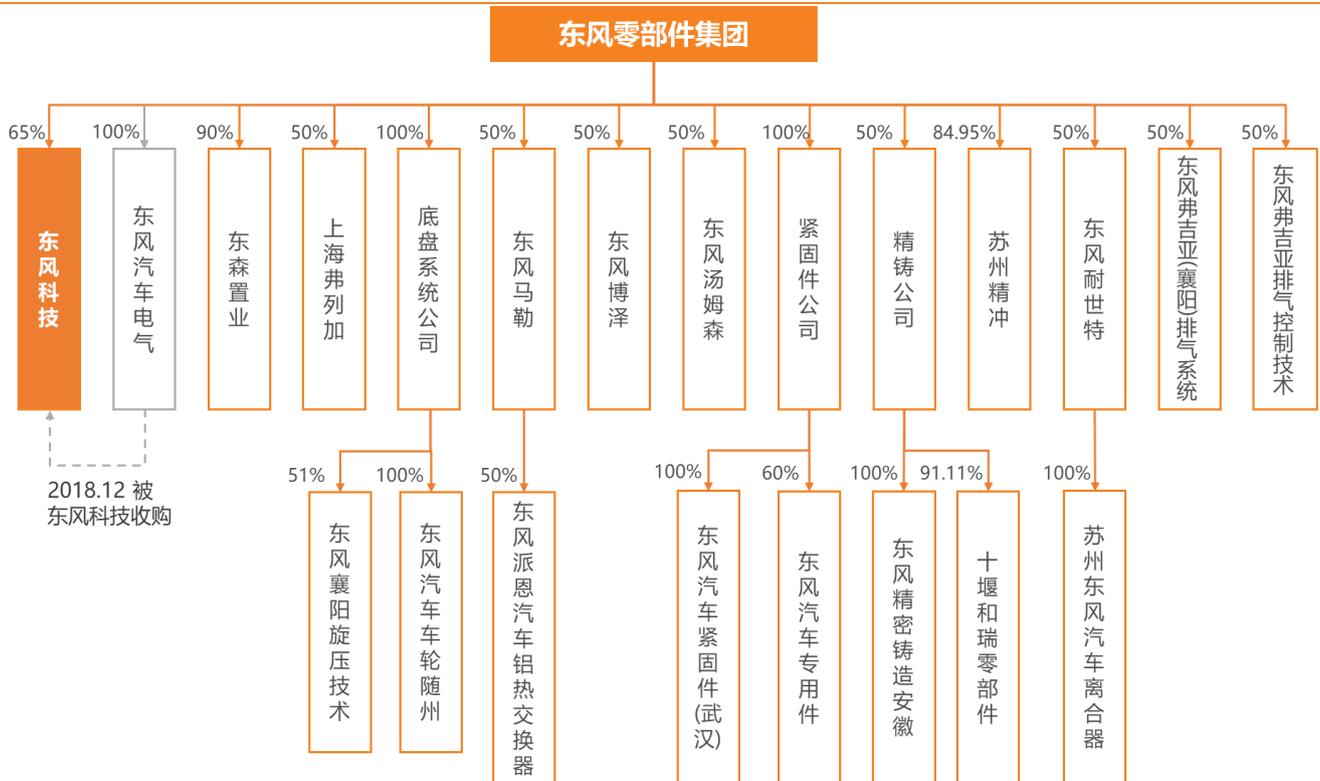
图 7: 东风系上市情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

东风零部件集团拥有 13 家子公司、8 家孙公司 (不含东风科技子公司), 主营业务为汽车零部件。东风零部件集团隶属于东风汽车有限公司, 拥有包括东风科技在内的 13 家子公司, 主营业务是汽车零部件的研发、生产及销售, 产品涵盖制动与智能驾驶系统、座舱与车身系统、电驱动系统、底盘系统、热管理系统及动力总成部件系统, 可应用于重、中、轻商用车和乘用车等车型。

图 8: 东风零部件股权结构图



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

兼并东风零部件集团, 实现东风零部件业务整体上市。2019 年 2 月, 东风科技拟向东风零部件全体股东新增 4.9 亿股合并零部件集团, 交易对价约为 46.8 亿元, 完成后总股本将达到 8.1 亿股。交易完成后东风有限将持有东风科技 86.3% 的股权。同时零部件集团的业务将整体注入东风科技, 旗下业务将实现整体上市, 形成更具竞争力的产业集团。

表 6: 东风科技和东风零部件资产财务总结 (亿元)

公司	东风科技		东风零部件 (除东风科技)	
	2018 年 1 月-10 月	2017	2018 年 1 月-10 月	2017
总资产	57.71	57.92	86.51	86.82
营业收入	54.18	64.63	52.35	67.49
净资产收益率	11.51%	11.56%	4.21%	4.17%
销售毛利率	15.81%	16.32%	13.26%	16.31%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

整合完成的东风科技将拥有东风旗下完整零部件业务, 产品竞争力有望进一步增强。整合完成后, 东风科技将拥有 42 家子、孙公司, 除原有五大领域的业务之外, 还将整体吸收东风零部件旗下制动与智能驾驶、座舱与车身、电驱动、底盘、热管理及动力总成部件等业务, 业务范围进一步拓展, 在资源整合下核心产品竞争力有望进一步增强。

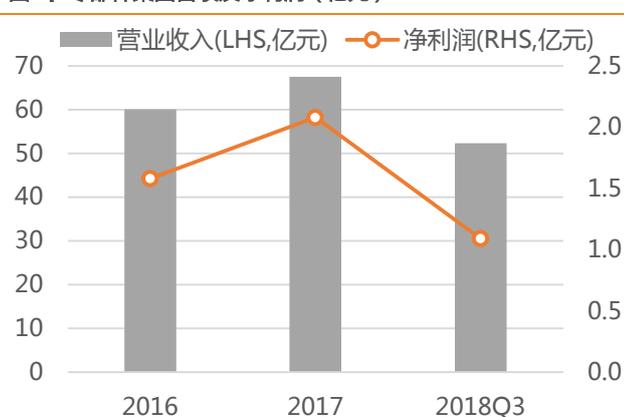
表 7: 东风科技和东风零部件业务概况

	东风科技	东风零部件 (除东风科技)
子公司数量 (含孙公司)	22	20
业务领域	五大领域: 内饰、电子、铸件、制动、贸易	主营汽车零部件, 产品涵盖制动与智能驾驶、座舱与车身、电驱动、底盘、热管理及动力总成部件

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

整合后营收及净利润将大幅上升, 逐年稳定增长。零部件集团近年经营状况良好, 2016-2018Q3, 营业收入分别为 60.1 亿、67.5 亿、52.3 亿元; 净利润分别为 1.6 亿、2.1 亿、1.1 亿。合并之后, 按照 2018Q3 数据, 东风科技的营收将增长 115%以上, 净利润将增长 50%以上。

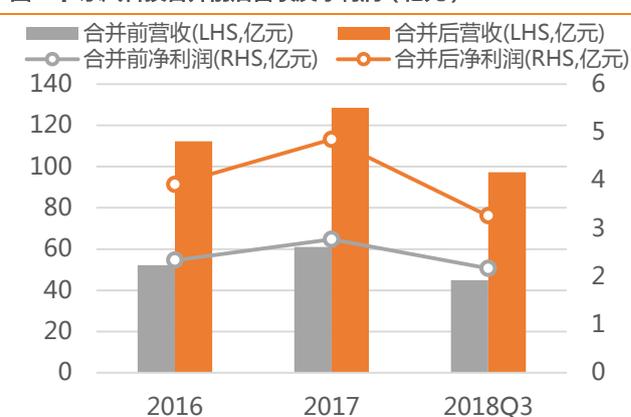
图 9: 零部件集团营收及净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

注: 营收及净利润已剔除东风科技影响

图 10: 东风科技合并前后营收及净利润 (亿元)

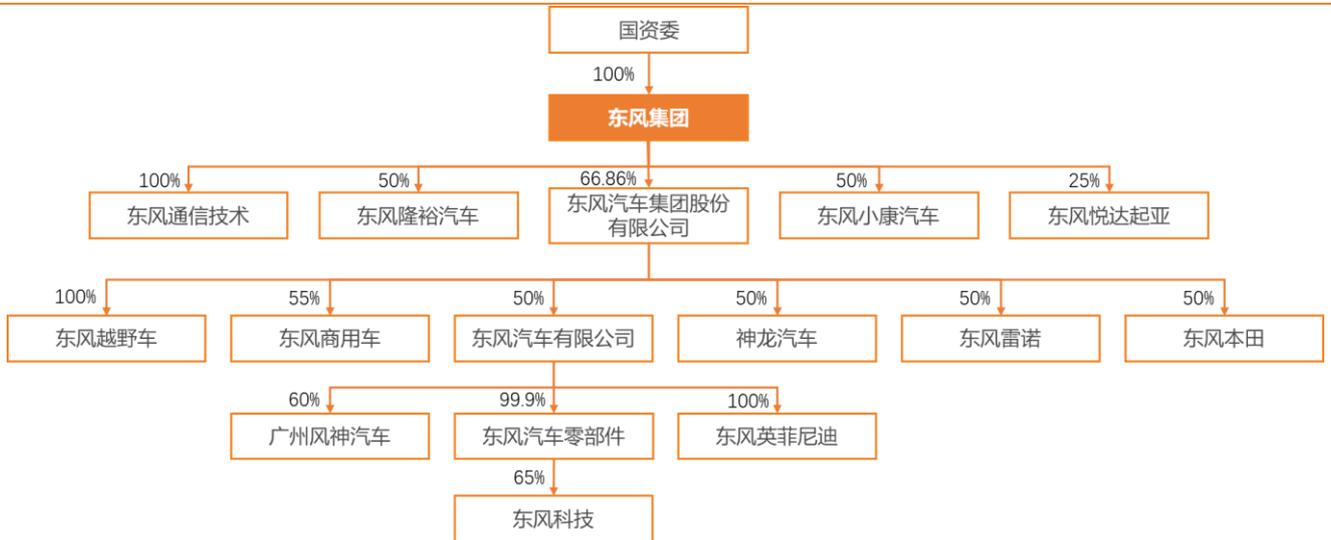


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

3. 背靠东风，携手华为，引领新一轮汽车革命

东风集团历史久、背景强、布局广。东风公司创立于 1969 年，2005 年成立控股子公司东风汽车集团股份有限公司，在港交所挂牌上市。2017 年完成公司制改制，更名为东风汽车集团有限公司。现由国资委完全控股，拥有总资产 3256 亿元，员工 16 万名。子、孙公司主营业务涵盖全系列商用车、乘用车、新能源汽车、军车、关键汽车总成和零部件、汽车装备以及汽车相关业务。在瑞典、中东、非洲、美洲等地设有研发制造和销售基地。

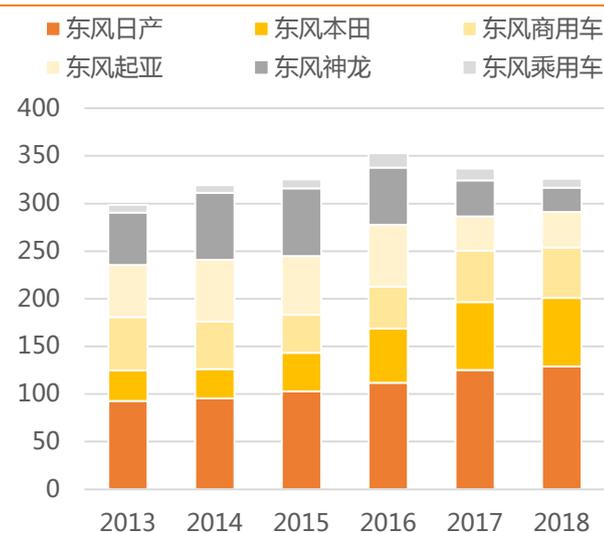
图 11：东风集团主要子、孙公司结构图



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

东风集团旗下品牌汽车销量稳定，位居市场龙头地位。东风集团旗下主要有日产、本田、商用车、起亚、神龙、乘用车六大品牌。2013-2016 年，东风集团总销量稳定增长，2016 年后受市场景气度较低迷影响销量有所下滑，但依然稳定在 380 万辆以上。此外，东风汽车的市场占有率为 13.7%，位居汽车行业第 2 位，商用车行业第 1 位；2018 年销售收入超过 6000 亿元，位居世界 500 强第 65 位。

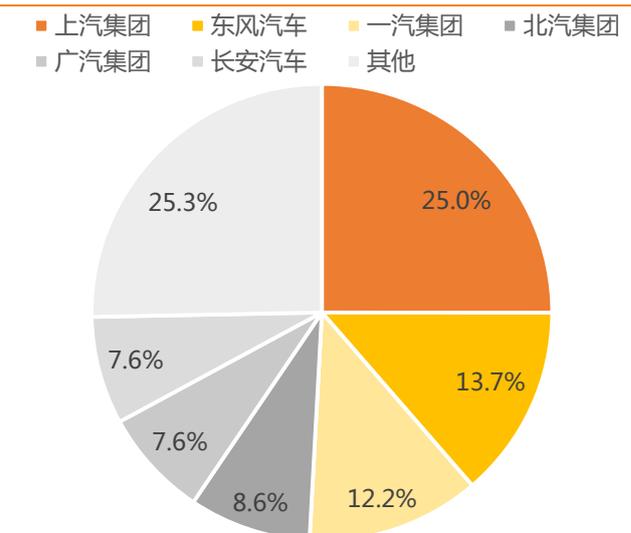
图 12：东风集团主要子品牌历年销量（万辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

注：未包含其他子品牌，故集团总销量会高于上图所示销量

图 13：国内汽车市场销量占比（%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

新车密集上市，积极布局新能源、共享出行，集团业绩有望改善。东风集团近一月来推出 6 新车型，并在上海车展推出 8 款新车，涵盖了燃油、纯电动、插电混和氢能源汽车，以及与华为合作推出的 Sharing-Van 共享出行平台概念车。

表 8：东风集团新上市或即将上市车型

车型	上市时间	类别	结构	动力
本田锋范	2020	轿车	紧凑型	燃油
东风 THE X	2020	SUV	中大型	燃油
东风风光 E3	上海车展	SUV	小型	纯电动
新款东风风光 580	上海车展	SUV	中型	燃油
东风风神 D53	上海车展	轿车	紧凑型	燃油
新款东风风神 E70	上海车展	轿车	紧凑型	纯电动
东风风神 AX7 PHEV	上海车展	SUV	紧凑型	插电式混合
东风风神 AX7 FCV	上海车展	SUV	紧凑型	氢燃料电池
新款东风风神 AX5	上海车展	SUV	紧凑型	燃油
Sharing-VAN 概念车	上海车展	客车	共享出行平台概念车	纯电动
东风本田-享域	19/4/10	轿车	紧凑型	燃油
2019 款福瑞迪	19/4/10	轿车	紧凑型	燃油
东风日产全新逍客	19/4/9	SUV	紧凑型	燃油
东风风行 T5L	19/3/30	SUV	中型	燃油
东风雪铁龙 C4L	19/3/28	轿车	紧凑型	燃油
起亚新一代 KX5	19/3/19	SUV	紧凑型	燃油

资料来源：盖世汽车，天风证券研究所

东风零部件集团直属于东风汽车，与东风集团业务联系紧密。2009 年 11 月，东风集团子公司——东风汽车有限公司出资设立东风零部件集团，主要为汽车整车生产企业提供配套汽车零部件产品。主要客户包括东风公司及日产旗下的东风商用车、东风本田、神龙公司、东风日产，每年为零部件集团和东风科技贡献 60%以上的营收。

表 9：东风科技与东风零部件的关联交易情况（亿元）

项目	2018 年 1-10 月		2017 年		2016 年	
	东风科技	东风零部件	东风科技	东风零部件	东风科技	东风零部件
向关联方销售	40.14	65.04	48.87	81.06	41.65	72.3
占营业收入比例	74.08%	61.17%	75.62%	61.62%	75.78%	62.88%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：东风零部件数据已包含东风科技

东风科技净利率下滑较大，随业务逐步整合未来有望恢复。2014-2016，由于公司毛利率下滑、开发新产品投入较大，东风科技净利率从 7.78%下滑至 4.47%。2016 年开始，公司逐步整合核心业务，营收稳定增长，净利率稳定在 4.5%左右，对标华域汽车 6.5%以上的净利率，仍有较大增长空间。未来随着公司逐步整合东风零部件集团的业务，以及与华为的合作，公司的净利率有望实现增长。

华为布局汽车已久，2014 年开始与东风在车联网、智能汽车等领域展开战略合作。华为在 2013 年成立了车联网业务部，推出车载模块 ME909T，正式进军车联网，目前华为车联网事业部的团队储备已达数千人。2014-2017 年，华为与广汽、上汽、一汽、奥迪等多家汽车巨头在车联网、智能汽车、5G、自动驾驶等领域达成合作。2014 年开始，华为与东风签署多份战略合作协议，双方在智能互联网、车联网、智能汽车等领域已展开深度合作。

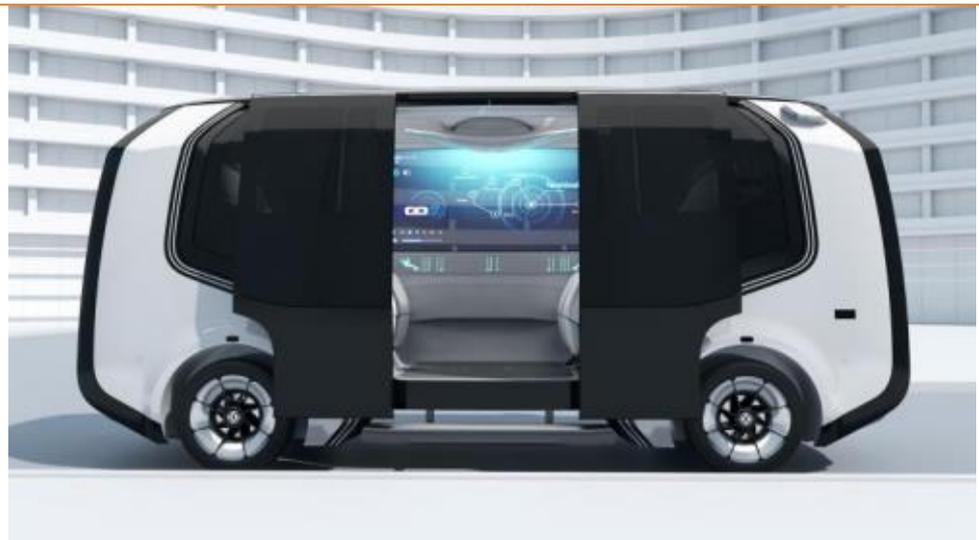
表 10：华为进军汽车领域历程

时间	合作对象	合作内容
2013 年		成立车联网业务部，推出车载模块 ME909T，正式进军车联网
2014 年	东风、广汽、上汽、一汽	在车联网、智能汽车、国际化业务拓展等领域开展合作
2016 年	奥迪、宝马、戴姆勒等	成立 5G 汽车联盟，整合巨头间资源，加快研发无人驾驶汽车
2018 年 11 月	上汽通用五菱	帮助上汽通用五菱实现智能网转型
2018 年 12 月	奥迪	完成首例 L4 级别的高速公路自动驾驶测试
2019 年 1 月	长安	共建联合创新中心，在 L4 自动驾驶、5G 车联网、C-V2X 等领域合作
2019 年 4 月	北汽新能源	利用 5G 技术提升整车通讯
2014 年-2019 年 4 月	东风汽车	在智能互联网、车联网、智能汽车等领域展开深度合作，共同推出的 Sharing-VAN 移动出行服务平台将亮相上海车展

资料来源：盖世汽车，新浪汽车，华为官网，汽车之家，搜狐汽车，凤凰新闻，天风证券研究所

东风与华为合作的首款车将亮相上海车展，搭载多项新技术。东风与华为合作推出的首款汽车——Sharing-Van，已在 2019 年上海车展正式亮相。汽车采用超大玻璃设计，最大可乘坐 6 人，搭载了 5G、无人驾驶、新能源电动、共享出行服务等多方面技术成果，为东风公司为探索下一代公共出行服务的新模式。同时，东风为 Sharing-Van 开发了一款调度监控平台，可实现动态限速、自动泊车、远程控制、调度监控等功能。未来，东风有望发挥在汽车行业的积累，与华为在 ICT 领域的优势相结合，逐步深化车联网、智能化、无人驾驶等领域的布局，在新一轮的工业革命中抢占先机。

图 14：Sharing-Van 概念车



资料来源：汽车之家，天风证券研究所

4. 盈利预测

- 暂不考虑与东风汽车零部件集团的合并。**若未与零部件集团合并，则需单独考虑东风汽车电气公司的全年并表。2018Q1 东风汽车电气营收约 1.34 亿，年化约 5.4 亿元。假设并表后，东风科技与东风汽车电气增速一致，则东风科技 2019 年至 2021 年营收有望达 72.0、74.5、78.2 亿元，净利润有望达 1.65、1.95、2.27 亿元，EPS 分别为 0.53、0.62、0.72 元/股，对应 PE35、29、25 倍。
- 考虑与东风汽车零部件集团的合并。**如上文所述，东风零部件集团持有东风科技 65% 股权，因此每年东风零部件集团的营收中已包括东风科技部分。拆分来看，2017 年东风科技和东风零部件集团分别实现营业收入 64.6 亿元和 67.5 亿元。东风科技 2018 年实现营业收入 66.7 亿元，东风零部件 2018 年前 10 月实现营收 60.1 亿元，年化约 72 亿元，两者总计约 139 亿元。假设 2019 年两家公司营收维持不变，东风零部件集团于 2019 年 7 月初并表，则东风科技 2019 年营收有望达 102.7 亿元。此外，假设公司 2020、2021 年增速略高于行业，分别约为 3.5%、5.0%，营业收入有望达 143.8（零部件集团全年并表）、151.0 亿元。毛利率方面，假设随整合持续进行，原东风科技和东风零部件集团的毛利率逐年恢复，东风科技逐年恢复 0.5%，东风零部件集团逐年恢复 1.0%。2019 年至 2021 年，公司毛利率分别约为 16.0%、15.7%、16.4%，最终算得公司归母净利润约为 2.2、3.0、3.9 亿元。由于公司增发 4.9 亿股收购零部件集团，完成后总股本将达到 8.1 亿股，对应 2019-2021 年 EPS 分别为 0.28、0.37、0.48 元/股。

PB 方面，粗略将所有者权益视作净资产，东风科技约 13.3 亿，但东风零部件占其 8.4 亿；东风零部件集团所有者权益约 35.3 亿元。合并后净资产 $35.3+12.9-8.4=40$ 亿元，算得每股净资产约为 4.96 元/股，对应 PB3.7 倍。由于合并后公司业务较为全面，选择四个不同领域的优秀公司作为其可比对象，四家公司的平均 PB 为 4.2 倍。给予公司 4.2 倍 PB，对应合理市值约 64.7 亿元，首次覆盖给予“增持评级”。

表 11：东风科技可比公司 PB 对比（截止：4 月 19 日）

股票代码	公司名称	市值	PB
601799.SH	星宇股份	204.3	4.68
603197.SH	保隆科技	44.7	4.63
000559.SZ	万向钱潮	209.8	4.02
603239.SH	浙江仙通	34.3	3.50
行业平均			4.20
600081.SH	东风科技	56.9	3.70

资料来源：WIND，天风证券研究所

注：东风科技 PB 考虑并表东风汽车零部件集团。

5. 风险提示

收购重组失败、资产整合速度不及预期、新业务拓展不及预期、客户单一等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	755.61	879.01	807.16	1,746.86	1,528.79
应收账款	1,654.24	1,583.35	2,056.35	1,720.22	2,245.18
预付账款	65.08	66.23	91.26	62.91	97.58
存货	360.93	308.87	545.95	270.73	633.95
其他	683.72	992.43	654.32	940.15	863.74
流动资产合计	3,519.56	3,829.89	4,155.05	4,740.87	5,369.24
长期股权投资	301.88	338.12	338.12	338.12	338.12
固定资产	1,229.49	1,266.36	1,287.21	1,227.44	1,145.95
在建工程	74.45	107.23	27.45	9.49	5.90
无形资产	184.10	183.44	160.87	138.30	115.73
其他	122.26	133.76	104.84	91.87	93.49
非流动资产合计	1,912.19	2,028.90	1,918.49	1,805.22	1,699.19
资产总计	5,431.75	5,858.80	6,073.53	6,546.09	7,068.43
短期借款	247.00	342.00	300.00	200.00	200.00
应付账款	2,101.98	2,206.88	2,559.94	2,285.19	2,763.27
其他	1,235.48	1,358.01	994.83	1,508.09	1,164.39
流动负债合计	3,584.46	3,906.88	3,854.77	3,993.28	4,127.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.93	70.83	57.97	60.24	63.01
非流动负债合计	51.93	70.83	57.97	60.24	63.01
负债合计	3,636.38	3,977.71	3,912.74	4,053.52	4,190.67
少数股东权益	543.57	588.96	753.80	948.96	1,175.54
股本	313.56	313.56	313.56	313.56	313.56
资本公积	15.23	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	938.21	978.05	1,093.43	1,230.05	1,388.66
其他	(15.20)	0.52	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1,795.37	1,881.08	2,160.79	2,492.57	2,877.76
负债和股东权益总	5,431.75	5,858.80	6,073.53	6,546.09	7,068.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	277.24	287.62	164.84	195.16	226.58
折旧摊销	227.76	235.80	161.50	170.29	177.65
财务费用	15.23	13.77	5.53	(1.90)	(7.68)
投资损失	(88.72)	(87.07)	(100.00)	(120.00)	(125.00)
营运资金变动	150.48	49.15	(399.80)	605.38	(706.50)
其它	25.77	(63.47)	164.84	195.16	226.58
经营活动现金流	607.76	435.79	(3.09)	1,044.10	(208.35)
资本支出	242.96	304.93	92.86	67.73	67.23
长期投资	42.76	36.24	0.00	0.00	0.00
其他	(581.15)	(504.70)	(72.86)	(17.73)	(12.23)
投资活动现金流	(295.43)	(163.53)	20.00	50.00	55.00
债权融资	277.00	342.00	310.00	213.33	207.78
股权融资	126.46	121.32	136.65	143.51	150.43
其他	(609.14)	(562.55)	(535.40)	(511.25)	(422.92)
筹资活动现金流	(205.69)	(99.23)	(88.76)	(154.41)	(64.71)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	106.65	173.03	(71.85)	939.69	(218.06)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,101.71	6,673.08	7,200.00	7,452.00	7,824.60
营业成本	5,106.01	5,561.64	5,976.00	6,147.90	6,416.17
营业税金及附加	39.79	38.62	39.60	40.99	43.04
营业费用	123.49	179.95	190.80	199.71	211.26
管理费用	588.44	408.55	698.40	722.84	751.16
财务费用	11.73	7.89	5.53	(1.90)	(7.68)
资产减值损失	21.84	10.43	10.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	88.72	87.07	100.00	120.00	125.00
其他	(192.74)	19.14	(200.00)	(240.00)	(250.00)
营业利润	314.43	359.78	379.67	452.45	525.65
营业外收入	3.42	4.49	6.46	4.79	5.25
营业外支出	2.73	30.84	5.00	6.00	7.00
利润总额	315.12	333.44	381.13	451.24	523.90
所得税	37.87	45.82	51.45	60.92	70.73
净利润	277.24	287.62	329.68	390.33	453.17
少数股东损益	138.00	140.71	164.84	195.16	226.58
归属于母公司净利润	139.24	146.91	164.84	195.16	226.58
每股收益(元)	0.44	0.47	0.53	0.62	0.72

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	16.79%	9.36%	7.90%	3.50%	5.00%
营业利润	16.81%	14.42%	5.53%	19.17%	16.18%
归属于母公司净利润	19.35%	5.51%	12.21%	18.40%	16.10%
获利能力					
毛利率	16.32%	16.66%	17.00%	17.50%	18.00%
净利率	2.28%	2.20%	2.29%	2.62%	2.90%
ROE	11.12%	11.37%	11.72%	12.64%	13.31%
ROIC	22.92%	26.51%	27.49%	24.97%	51.56%
偿债能力					
资产负债率	66.95%	67.89%	64.42%	61.92%	59.29%
净负债率	124.05%	138.42%	127.58%	112.16%	72.74%
流动比率	0.98	0.98	1.08	1.19	1.30
速动比率	0.88	0.90	0.94	1.12	1.15
营运能力					
应收账款周转率	3.78	4.12	3.96	3.95	3.95
存货周转率	17.70	19.93	16.85	18.25	17.30
总资产周转率	1.20	1.18	1.21	1.18	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.44	0.47	0.53	0.62	0.72
每股经营现金流	1.94	1.39	-0.01	3.33	-0.66
每股净资产	3.99	4.12	4.49	4.92	5.43
估值比率					
市盈率	40.87	38.74	34.53	29.16	25.12
市净率	4.55	4.40	4.04	3.69	3.34
EV/EBITDA	7.12	2.81	10.69	8.08	7.84
EV/EBIT	11.92	3.90	15.17	11.13	10.53

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com