

2010-04-19

机械、设备、仪表/汽车及零部

公司研究 / 更新报告

东风科技 (600081)

未评级

股价: RMB12.31

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159
+755-82492723 yaohg@lhqz.com

分析师

陈旭

SAC 执业证书编号:S0080107070890
chenxu@lhqz.com

最佳零部件整合平台

一点评股权协议转让

事件概述:

根据东风汽车有限公司与东风汽车零部件有限公司签订的股权转让协议书的约定,东风汽车有限公司拟将其所持有的东风电子科技股份有限公司 203,814,000 股(占总股本的 65%),全部协议转让给东风汽车零部件有限公司。

点评:

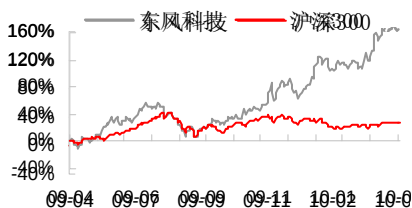
- 东风集团过去“重整车,轻零部件”的发展思路导致数年后集团的零部件业务发展相对落后,我们认为东风有限成立具有法人地位的东风汽车零部件有限公司有利于公司进一步整合零部件资源、做大做强零部件、推动自主创新。此次东风有限将所持有的 65%东风科技股权协议转让给东风汽车零部件有限公司,我们认为新零部件公司推进集团零部件业务重组的重要一步。
- 由于东风科技是集团内部主要零部件上市公司,具有融资平台功能,作为上市公司企业管理更加完善和市场化,因此,合理的推断是未来将零部件公司资产注入到东风科技,甚至零部件公司吸收合并东风科技实现整体上市将是最佳方向。
- 东风集团作为国内第三大汽车生产集团,其在自主品牌和新能源方面起步较晚,积累薄弱,我们预计未来东风集团将加大在自主品牌和新能源方面投入,且这两块业务未来有可能有较大的增长。东风科技已经在电子电控产品方面具有相对优势和配套基础,我们认为东风科技为集团配套自主品牌车和新能源汽车配套电子电控产品将是发展方向。
- 根据测算,我们预计公司 2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.60 元,0.67 元。

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	314
流通 A 股(百万股)	314
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	4114

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1168.1	1289.98	1996.21	2522.52
(+/-%)	8.7	10.4	54.7	26.4
归属母公司净利润(百万元)	-70.5	30.36	187.95	209.83
(+/-%)	-1631.6	-56.9	519.1	11.6
EPS(元)	-0.22	0.10	0.60	0.67
P/E(倍)	-58.4	135.50	21.89	19.61

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

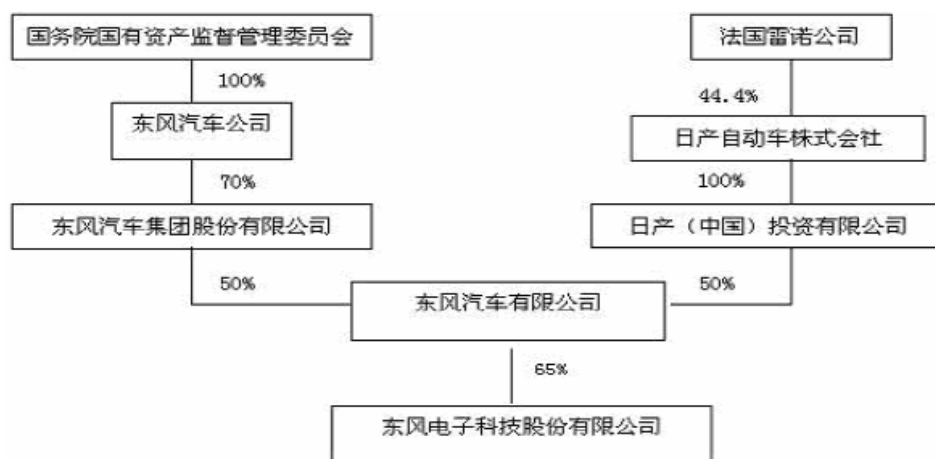
股权协议转让给零部件公司是整合资源的第一步

东风汽车集团系统内零部件资产分属于东风公司，东风集团公司以及东风汽车有限公司，其中东风有限持有集团主要的零部件资产，东风有限持有东风科技 65% 的股权。2009 年整个东风汽车集团系统一年的零部件收入预计在 50 亿元左右，东风科技约占 20%。

东风有限公司目前已建立一家具有法人地位的东风汽车零部件有限公司，以更好管理下属零部件业务，为此东风有限拟将其所持有的东风科技 203,814,000 股，全部协议转让给东风汽车零部件有限公司。

东风集团过去“重整车，轻零部件”的发展思路导致数年后集团的零部件业务发展相对落后，我们认为东风有限成立具有法人地位的东风汽车零部件有限公司有利于公司进一步整合零部件资源、做大做强零部件、推动自主创新。此次东风有限将所持有的 65% 东风科技股权协议转让给东风汽车零部件有限公司，我们认为是新零部件公司推进集团零部件业务重组的重要一步。

图 1 公司组织结构图



资料来源：华泰联合证券研究、公司公告

或有可能整合更多零部件资源

由于东风科技是集团内部主要零部件上市公司，具有融资平台功能；作为上市公司企业管理更加完善和市场化。因此，合理的推断是未来将零部件公司资产注入到东风科技，甚至零部件公司吸收合并东风科技实现整体上市将是最佳方向。

配套新能源和自主品牌汽车是未来的发展方向

在中国汽车制造企业如火如荼进军新能源和自主品牌汽车领域，东风集团作为国内第三大汽车生产集团，其在自主品牌和新能源汽车方面起步很晚，积累薄弱，我们预期未来东风集团将加大在自主品牌和新能源汽车方面投入，且这两块业务未来有可

能有较大的增长。东风科技在电子电控产品方面具有相对优势和配套基础，我们认为东风科技为集团配套自主品牌车和新能源汽车配套电子电控产品将是发展方向。

表 1 四大汽车集团的新能源及自主品牌

公司	新能源、自主品牌的举措
一汽集团	- 已经实现了混合动力客车和轿车动力系统技术平台通用化和系列化，为今后整车产品的产业化、商品化做好了技术储备。 - 奔腾混合动力轿车达到了节油 42%、排放优于国 III 标准的性能水平，并计划于 2009 年完成生产准备。 - 已经明确了新能源发展路径。在技术路线上推进混合动力汽车产业化，适时推动代用燃料和纯电动汽车商品化，推动燃料电池汽车技术研发和示范运行。
上汽集团	落实到混合动力车上，将积极实施面向产业化目标的自主品牌混合动力产品技术方案。2010 年荣威 750 混合动力轿车上市，2012 年纯电动轿车上市。
东风集团	- 混合动力客车已展开大规模示范运营，目前已在武汉开辟出 510、599 和 585 三条混合动力公交车线路。 - 轿车已完成产品定型，集团内部正在做进一步新能源发展规划。
长安集团	- 长安集团新能源汽车公司挂牌成立，并获得市政府 2000 万元推广支持资金。 - 到 2012 年计划开发出多款混合动力车型投放市场。

资料来源：华泰联合证券研究、公司公告

盈利预测
资产负债表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E
流动资产	632	1316	1785
现金	44	493	707
应收账款	365	477	640
其他应收款	3	8	9
预付账款	30	42	56
存货	102	150	194
其他流动资产	89	145	180
非流动资产	667	343	299
长期投资	255	0	0
固定资产	340	314	272
无形资产	5	3	1
其他非流动资产	67	27	26
资产总计	1299	1660	2084
流动负债	855	983	1158
短期借款	369	391	383
应付账款	342	437	593
其他流动负债	144	155	181
非流动负债	0	0	0
长期借款	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0
负债合计	855	983	1158
少数股东权益	83	128	168
股本	314	314	314
资本公积	22	22	22
留存收益	25	213	423
归属母公司股东权益	360	548	758
负债和股东权益	1299	1660	2084

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E
经营活动现金流	21	36	81
净利润	43	233	249
折旧摊销	50	44	45
财务费用	21	8	3
投资损失	-114	-121	-144
营运资金变动	-26	-145	-82
其他经营现金流	46	16	9
投资活动现金流	72	399	144
资本支出	27	0	0
长期投资	58	-274	-0
其他投资现金流	156	124	144
筹资活动现金流	-90	14	-11
短期借款	-65	22	-7
长期借款	0	0	0
普通股增加	0	0	0
资本公积增加	0	0	0
其他筹资现金流	-25	-8	-3
现金净增加额	3	449	215

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E
营业收入	1290	1996	2523
营业成本	1104	1614	2090
营业税金及附加	4	7	8
营业费用	58	80	101
管理费用	120	160	202
财务费用	21	8	3
资产减值损失	46	0	0
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	114	121	144
营业利润	50	249	262
营业外收入	4	0	0
营业外支出	5	0	0
利润总额	49	249	262
所得税	6	15	13
净利润	43	233	249
少数股东损益	13	45	40
归属母公司净利润	30	188	210
EBITDA	121	301	311
EPS (元)	0.10	0.60	0.67

主要财务比率

	2009	2010E	2011E
成长能力			
营业收入	10.4%	54.7%	26.4%
营业利润	-4.5%	400.1%	5.5%
归属于母公司净利润	-56.9%	519.1%	11.6%
获利能力			
毛利率 (%)	14.4%	19.1%	17.1%
净利率 (%)	2.4%	9.4%	8.3%
ROE (%)	8.4%	34.3%	27.7%
ROIC (%)	13.2%	43.3%	43.3%
偿债能力			
资产负债率 (%)	65.8%	59.2%	55.6%
净负债比率 (%)	43.15%	39.75%	33.12%
流动比率	0.74	1.34	1.54
速动比率	0.62	1.19	1.37
营运能力			
总资产周转率	1.06	1.35	1.35
应收账款周转率	4	5	4
应付账款周转率	4.13	4.14	4.06
每股指标 (元)			
每股收益 (最新摊薄)	0.10	0.60	0.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	0.11	0.26
每股净资产 (最新摊薄)	1.15	1.75	2.42
估值比率			
P/E	135.50	21.89	19.61
P/B	11.41	7.50	5.43
EV/EBITDA	35	14	14

数据来源: 华泰联合证券研究所.

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhqz.com