

东风科技 (600081)

整合可以憧憬 新能源故事已露雏形

—东风科技更新报告

增持/ 维持评级

股价：RMB12.45

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

黄未樵

SAC 执业证书编号:S1000210050049

+755-82366964 huangwq@lhqz.com

联系人

谢振东

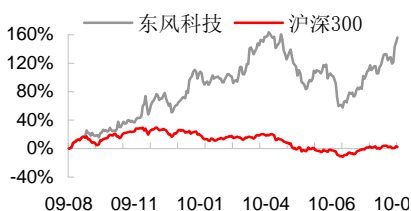
82125072 xiezd@lhqz.com

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)	3904

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

- 受益于中国汽车行业，特别是商用车在 10 年继续高景气运行，公司产能利用率维持较高水平、产品结构不断得到优化。本部压铸和制动业务的盈利能力获得持续提升，较大程度地提升了公司本部的经营业绩，预计 10、11 年公司本部将分别贡献净利润 2.28 亿元和 2.68 亿元，达到历史高位；
- 合资联营企业仍是公司稳健的利润增长点，具有较确定的未来：依靠先进的技术和充足的产品储备，伴随下游市场的不断开拓，公司合资企业将充分享有中国汽车行业的高景气；
- 东风零部件的现状以及集团对发展自主品牌的迫切需求，都要求集团在较短时间内实现零部件资源整合，通过合资、收购等外延扩张快速提升乘用车零部件业务的规模和竞争力。我们认为以东风科技为平台，实现集团零部件业务的整体上市是较为可行的方案，后续可能的合资、收购也有望围绕东风科技进行运作；
- 东风集团对新能源汽车 5 年 30 亿的投资规划和央企电动车联盟的建立都将公司纳入了一个更加雄伟的发展版图：东风科技在电控领域具有一定研发储备和配套基础，有望成为集团发展新能源汽车关键零部件的重要平台，预计未来公司将会获得集团更多支持而不断强化其在电控领域的竞争优势；
- **投资建议：**本部盈利能力的持续改善和合资公司的稳健增长使我们对公司未来 2-3 年具有较为确定的预期，而公司在电控领域积累的研发储备和产业化经验使我们有理由相信公司有望在未来集团甚至央企产业联盟的新能源汽车规划中扮演关键角色。成立东风零部件公司以及随后东风科技股权的划拨标志着东风集团整合零部件资产的步伐已经提速，作为系统内唯一的零部件上市资源，预计集团将以东风科技作为平台进行资源整合并最终实现整体上市。预测 10-11 年公司 EPS 分别为 0.73 和 0.85 元，对应 PE 为 17.1 和 14.6 倍，给予“增持”评级。

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1290.0	1144.2	2,038.9	2,578.1
(+/-%)	10.4	125.0	267.2	26.4
归属母公司净利润(百万元)	30.4	125.0	228.6	268.0
(+/-%)	143.1	1183.8	323.3	17.54
EPS(元)	0.10	0.40	0.73	0.85
P/E(倍)	114.7	31.1	17.07	14.57

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

中国汽车行业目前处于景气高位并且运行健康，预计全年汽车销量增速为 25%，达到 1700 万辆左右的销售规模；商用车领域，虽然固定资产投资增速下降趋势已获得确认，但下降速度缓慢，较大的经济总量仍是商用车需求的较大保障。此外，集装箱吞吐量的增长和商品运输半径的扩大都促使物流行业快速发展，有效地弥补甚至超越投资下滑留下的市场空白。

站在此时间点上，我们注意到公司基本面正在发生可喜的变化，基于以下 4 点理由，我们给予公司“增持”的投资评级：

- 1、中国汽车行业，特别是商用车，在 10 年将继续高景气运行，带动公司产能利用率维持较高水平、产品结构不断得到优化。本部压铸和制动业务的盈利能力获得持续提升，较大程度地提升了公司本部的经营业绩，预计 10、11 年公司本部将分别贡献净利润 1.11 亿元和 1.23 亿元；
- 2、合资企业仍旧是公司稳健的利润增长点，依靠先进的技术和充沛的产品储备，随着下游市场的不断开拓，将充分享有中国汽车行业的景气，具有较为确定的未来。预计 10、11 年贡献投资收益 1.17 亿元和 1.44 亿元；
- 3、东风零部件的现状以及集团对发展自主品牌的迫切需求，都要求集团在较短时间内实现现有零部件资源整合，并通过合资、收购等外延扩张快速提升零部件业务，特别是乘用车零部件的竞争力。东风科技作为集团内部唯一的零部件上市企业，理应在东风零部件振兴规划中扮演重要角色：预计未来公司零部件业务将获得集团层面更多的政策、资源倾斜，相应的整合、合资、收购也都有望围绕东风科技的平台进行运作。
- 4、东风集团对新能源汽车 5 年 30 亿的投资规划和央企电动车联盟的建立都将东风科技纳入了一个更加雄伟的发展版图：东风科技在仪表盘、ABS 制动单元领域拥有多年的自主研发和产业化经验，已经具备了相关的电控单元核心技术并构建了较为完善的研发配套基础，在新能源汽车电控领域拥有较为明显的先发优势，有望成为东风集团发展新能源汽车关键零部件的重要平台，预计未来公司将会获得集团层面较大的政策和资金支持，不断强化其在电控领域的竞争优势。

预测 10-11 年公司 EPS 分别为 0.73 和 0.85 元，对应 PE 为 17.1 和 14.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示

对零部件资产整体上市、后续兼并收购的预期是我们基于目前集团零部件业务规模、发展自主品牌乘用车必要性等因素的判断；此外以东风科技为平台进行相关资本运作尽管是目前比较可行的方案，但仍不能排除集团采用其他整合的模式或途径达到提升零部件业务实力的目的。

本部持续改善 合资增长强劲

本部盈利仍有较大改善空间

公司共有分公司 1 家、子公司 9 家，业务类型主要可分为压铸件、制动系统、仪表、内饰件和供油系统，09 年实现营业收入 12.90 亿元，亏损 6500 万元左右。其中，压

铸件和制动业务对母公司利润的影响较大：压铸件实施主体东风十堰有色铸件有限公司主要为东风全系汽车及部分康明斯和神龙汽车配套；制动业务实施主体十堰汽车制动系统公司，主要为东风汽车、北汽福田和上汽配套。随着东风商用车销量的持续景气以及新客户的开拓，产能利用率将持续维持在高位、产品结构不断优化，预计 10 年压铸和制动业务将扭亏为盈。

预计下半年国内商用车产销下降会对公司营收短期内造成压力，全年形成前高后低的走势，但整体应是相对缓和的。长期来看，在投资增速下滑趋势确立的同时，中国物流行业快速发展，特别是集装箱吞吐量的增长以及运输半径的扩大使物流类重卡销量快于整体重卡行业增长，弥补甚者超越了投资下滑留下的空白。此外随着具有法人地位的零部件有限公司的组建，来自集团内部的支持有望使公司在体系内的配套份额得到一定提升。因此我们认为公司本部盈利能力的提升是可以持续的。

考虑到过往两年公司采取了较大规模的资产减值，我们判断公司不良资产已经获得大部分消化，结合公司持续增长的盈利能力，预计 10 年公司本部净利润将达到历史最好水平。

合营企业增长强劲

公司共有合资企业 2 家，联营企业 4 家，业务范围涉及汽车零部件、化油器、内外饰等，09 年共实现投资收益 6173 万元。

表 1 公司合资联营企业盈利水平(百万)

公司	股比	净利润 08	净利润 09
襄樊东驰汽车部件有限公司	55%	-2.45	-2.34
上海江森自控汽车电子有限公司	50.1%	-14.47	1.14
湛江德利化油器有限公司	32%	33.66	66.44
东风伟世通汽车饰件系统有限公司	40%	58.09	82.34
上海东风康斯博格莫尔斯控制系统有限公司	49%	11.33	10.48
广州东风江森座椅有限公司	25%	26.59	34.05

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

其中，作为公司旗下最为市场化的企业，湛江德利化油器是国内最大的摩托车化油器生产商之一，同时是东风本田、东风日产、德尔福等企业的零部件供应商。公司业绩增长稳定，预计 10 年实现净利润 1.02 亿元，贡献投资收益 3252 万元；东风伟世通主要为神龙全系配套仪表盘以及为东风日产配套部分零部件，预计 10 年实现净利润 1.24 亿元，贡献投资收益 4959 万元；上海江森自控成立于 06 年，经过近 4 年的发展，公司经营逐渐成熟，盈利能力不断加强，随着下游市场的开拓和产品的多样化，公司有望在 09 年达到盈亏平衡点之后为上市公司贡献更大的投资收益，预计全年实现净利润 3300 万元，贡献投资收益 1660 万元。

受季节性因素和投资增速放缓的影响，预计下半年合资、联营公司营收的高速增长会有一定压力，但中国汽车行业仍处于景气高位并运行健康，下半年仍能维持较大的产销规模，因此我们仍可以期待全年合资联营企业的盈利将维持较高水平。

集团的窗口——受益于零部件业务规模提升、结构改善

东风零部件——现状堪忧

东风集团位列中国汽车工业三强，09 年实现营业收入 2685.26 亿元，净利润 262.58。但多年来整车和零部件业务发展极不均衡：根据我们了解，东风集团 09 年零部件业务收入规模约为 30 多亿，净利润约 3.5 亿元，分别占营业收入和净利润总量的 1.12% 和 1.33%，同上汽零部件体系相比处于明显劣势，与汽车工业三强的地位较不相称。

虽然一汽集团和东风集团一样，在历史上采取了的“重整车、轻零部件”的战略，但近年来一汽集团却及时地进行了相关调整，零部件业务领域的整合力度和进度也都远超东风。

表 2 三大汽车集团 09 年相关财务指标对比(亿元)

	集团营业收入	集团净利润	零部件营业收入	占比	零部件净利润	占比
上汽	4048.98	325.95	246.68	6.09%	25.44	7.80%
一汽	3143.80	258.62	预计 160 亿	5.09%	预计 6.5 亿	2.51%
东风	2685.26	262.58	预计 30 亿	1.12%	预计 3.5 亿	1.33%

资料来源：相关公开资料、华泰联合证券研究所

乘用车零部件——东风集团的软肋、自主的痛

自主品牌是中国汽车行业的希望，更是国内汽车集团做大做强的保障，政府已经予以足够重视并出台相关政策支持自主品牌的发展。预计未来在节能减排和保持汽车市场繁荣的政策基调下，政府会继续出台一系列政策和法规推动自主品牌的进一步发展。因此自主品牌成为今后汽车行业发展的方向已成定势。

上汽和一汽集团通过多年来卓有成效的合资合作，在获得产业化技术、管理、营销经验有效反哺的同时，也在乘用车零部件领域积累了丰富的经验，帮助其快速提升自主品牌的竞争力和市场影响力，近年来进步显著。反观东风集团，受制于日韩合资方一贯坚持较为保守、封闭的零部件供货体系，其乘用车零部件完善程度、开发配套能力提升缓慢、产品结构较为单一，几乎无法满足全面提升自主品牌竞争力的要求，成为发展的主要制约瓶颈。近年来，在自主车型完善程度、销量水平上同上汽、一汽集团均有着显著差距。

表 3 三大汽车集团自主品牌车型、销量比较

集团	10 年车型总量	09 年销量/万辆	10 年 7 月累计销量/万辆
上汽集团	7	9.01	8.63
一汽集团	6	23.58	18.34
东风集团	2	1.87	1.66

资料来源：CAAM、华泰联合证券研究所

东风科技 优质整合平台 带来新机遇

近年来，国内零部件行业迅速发展、竞争程度不断加剧，为了构建市场的快速反应决策体系、促进零部件业务内部对资源的优化配置和提升研发能力和效率，主要汽车集团（上汽、一汽）相继实现了零部件资产的整体上市。而东风零部件目前相对竞争力

较弱，产品结构不均衡，更肩负振兴自主品牌乘用车的使命，急需寻找一条快速提升实力，做大做强零部件业务的超车路径。

集团 09 年成立具有法人地位的东风零部件公司，并于 10 年 4 月吸收了东风科技 65% 的股权，公司战略规划逐渐清晰：在整合集团内部现有零部件企业的基础上，通过合资、收购快速提升整体零部件特别是乘用车零部件业务的竞争力。考虑到零部件振兴规划的实施将会有较大的资金需求，构建一个优质的融资平台是关键所在，因此集团实现零部件整体上市顺理成章。我们认为集团极有可能采用一汽富维的模式，即利用现有上市公司平台不断吸收兼并集团层面的零部件企业，并在乘用车零部件领域实施一系列的合资、收购，不断完善产品结构、提升研发能力、拓展国际渠道，实现追赶一汽、上汽的目标。东风科技作为集团内部唯一的零部件上市企业，理应在东风零部件振兴规划中扮演极其重要的角色：预计未来公司零部件业务将获得集团层面更多的政策、资源倾斜，相应的整合、合资、收购也都有望围绕东风科技的平台进行运作。

电控技术——畅想未来电动汽车业务

作为国内第三大汽车生产集团，东风历史上对自主品牌的投入和规划导致了如今在同上汽、一汽的竞争中处于相对落后的局面，而新能源汽车是东风实现绕道赶超的一次历史性机会：8 月 12 日，东风集团正式发布节能与新能源汽车战略规划，计划 5 年内投资 30 亿元，进行新能源汽车的研发和相应的产业化。而 8 月 18 日国资委牵头下成立的电动车联盟也将促使东风等央企围绕已有平台进行更大规模的投入。

电控单元作为新能源汽车三大关键零部件之一，是实现产业化目标需要重点突破的核心技术，而东风科技在仪表盘、ABS 制动单元领域拥有多年的自主研发和产业化经验，已经具备了相关的电控单元核心技术并构建了较为完善的研发配套基础，在新能源汽车电控领域拥有较为明显的先发优势，因此有望成为东风集团发展新能源汽车关键零部件的重要平台，预计未来公司将会获得集团层面较大的政策和资金支持，不断强化其在电控领域的竞争优势。而在央企电动车联盟内部高效运作、合理规划的前提下，我们认为东风科技有望突破集团范围，获得外部共同开发机会和订单，其市场空间将被数倍的放大。

业绩预测

表 4 投资收益预测/百万

	2008	2009	2010E	2011E
襄樊东驰汽车部件有限公司	-1.35	-1.29	-0.57	0
上海江森自控汽车电子有限公司	-7.24	0.57	16.61	22.99
上海东风康斯博格莫尔斯控制系统有限公司	5.55	4.86	7.17	8.25
湛江德利化油器有限公司	10.77	21.46	32.52	39.02
东风伟世通汽车饰件系统有限公司	23.24	27.75	49.59	59.51
广州东风江森座椅有限公司	6.65	8.51	12.16	14.59
权益法核算投资收益小计	37.62	61.73	117.48	144.37
成本法核算投资收益	0.06	0.32	0.00	0.00
其他	-7.83	51.46	0.00	0.00
投资收益	29.85	113.51	117.48	144.37

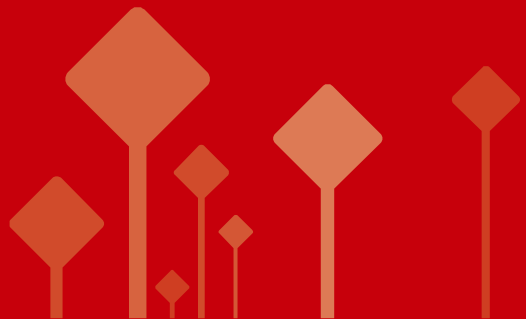
资料来源：华泰联合证券研究所预测

表 5 财务报表预测

资产负债表			利润表			资产负债表			利润表		
			单位:百万元						单位:百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	632	1373	1912	营业收入	1,290	2,039	2,578				
现金	44	533	814	营业成本	1,104	1,634	2,110				
应收账款	365	488	654	营业税金及附加	4	7	9				
其他应收款	3	8	9	营业费用	58	63	82				
预付账款	30	43	56	管理费用	120	143	180				
存货	102	152	196	财务费用	21	7	0				
其他流动资产	89	148	184	资产减值损失	46	0	0				
非流动资产	667	343	299	公允价值变动收益	0	0	0				
长期投资	255	0	0	投资净收益	114	117	144				
固定资产	340	314	272	营业利润	50	302	341				
无形资产	5	3	1	营业外收入	4	0	0				
其他非流动资产	67	27	26	营业外支出	5	0	0				
资产总计	1299	1716	2211	利润总额	49	302	341				
流动负债	855	989	1164	所得税	6	19	21				
短期借款	369	391	383	净利润	43	283	319				
应付账款	342	442	599	少数股东损益	13	55	51				
其他流动负债	144	156	182	归属母公司净利润	30	229	268				
非流动负债	0	0	0	EBITDA	121	354	386				
长期借款	0	0	0	EPS (元)	0.10	0.73	0.85				
其他非流动负债	0	0	0								
负债合计	855	989	1164	主要财务比率							
少数股东权益	83	138	190		2009	2010E	2011E				
股本	314	314	314	成长能力							
资本公积	22	22	22	营业收入	10.4%	58.1%	26.4%				
留存收益	25	254	522	营业利润	-4.5%	508.4%	12.6%				
归属母公司股东权益	360	589	857	归属于母公司净利润	-56.9%	653.1%	17.2%				
负债和股东权益	1299	1716	2211	获利能力							
				毛利率 (%)	14.4%	19.8%	18.2%				
现金流量表				净利率 (%)	2.4%	11.2%	10.4%				
				ROE (%)	8.4%	38.8%	31.3%				
				ROIC (%)	13.2%	51.3%	53.6%				
经营活动现金流	21	79	144	偿债能力							
净利润	43	283	319	资产负债率 (%)	65.8%	57.6%	52.7%				
折旧摊销	50	44	45	净负债比率 (%)	43.15%	39.49%	32.93%				
财务费用	21	7	0	流动比率	0.74	1.39	1.64				
投资损失	-114	-117	-144	速动比率	0.62	1.23	1.47				
营运资金变动	-26	-155	-87	营运能力							
其他经营现金流	46	17	10	总资产周转率	1.06	1.35	1.31				
投资活动现金流	72	396	144	应收账款周转率	4	5	4				
资本支出	27	0	0								

长期投资	58	-274	-0	应付账款周转率	4.13	4.16	4.05
其他投资现金流	156	121	144	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	-90	15	-8	每股收益(最新摊薄)	0.10	0.73	0.85
短期借款	-65	22	-7	每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.25	0.46
长期借款	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.15	1.88	2.73
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	0	0	0	P/E	128.58	17.07	14.57
其他筹资现金流	-25	-7	-0	P/B	10.83	6.63	4.55
现金净增加额	3	490	280	EV/EBITDA	33	11	10

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com