

东风科技 (600081)
增持/维持评级

股价: RMB15.04

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

联系人

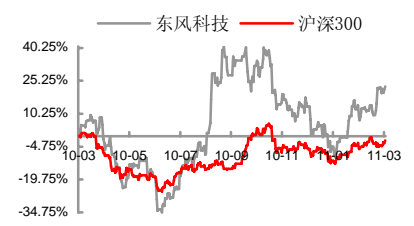
谢振东
(0755)8212 5072
xiezd@mail.htlhsc.com.cn

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
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,716

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

借“东风” 实现亮丽业绩

- 公司 2011 年 3 月 26 日公布年报, 10 年营业收入 23.07 亿元, 归属母公司净利润 1.64 亿元, 分别较 2009 年增长 78.81%和 439.69%, 合计每股税后盈利 0.52 元。公司在 10 年采取了较为谨慎的财务政策: 各类固定资产的残值率从 10%调整至 0%, 预计该会计政策变更将减少 2010 年公司净利润 2164.65 万元, 调整后增厚公司每股税后盈利约 9%;
- 下游景气驱动公司营收高增长, 内饰、压铸、仪表合力贡献亮丽业绩: 在东风集团商用车高速增长的背景下, 零部件制造板块整体实现 19.46 亿元收入, 同比增长 86.67%; 其中供油系、制动系、铸件、内饰件业务实现 94.06%的销量增速, 主营业务收入占比提升至 71.92%; 10 年实现投资收益 8,824 万元, 同比减少 22.27%, 剔除去年同期 9,097 万长期股权投资处置收益; 投资收益实际同比增长约 41.15%; 其中襄樊东驰汽车部件成功扭亏、上海江森自控汽车电子和湛江德利化油器贡献了主要利润;
- 尽管公司在 10 年采用了偏保守的财务政策, 但商用车配套板块的高弹性仍使主营业务毛利率水平达到 19.19%, 较 09 年大幅提升 4.8 个百分点。在 11 年终端需求增速下滑以及原材料价格的上涨的背景下, 公司维持高毛利承压, 预计 11 年公司毛利率水平小幅下降至 17.57%;
- 随着合营、联营企业的快速发展以及子公司产品结构持续优化 (从铸件向电子化产品拓展) 公司产品配套结构逐渐从严重依赖东风体系商用车向体系内外商用车、乘用车平衡发展, 业务结构趋于合理, 有效地降低了未来盈利的波动性; 预计 11、12 年主营业务将实现 27.28%、20.35%的增速;
- 我们预计公司 11、12 年 EPS 为 0.60 和 0.71 元, 对应 PE25 和 21 倍。考虑到公司持续优化的产品结构和合营、联营企业对体系外市场的有效拓展, 特别是考虑到公司股权在划拨至东风汽车零部件以后, 公司有望成为东风集团整合零部件资源的有效平台, 预计未来将获得集团更多的支持。维持“增持”评级。
- 风险提示: 11 年汽车实际销量增速不达预期、原材料价格大幅度上涨、市场系统性风险。

经营预测与估值	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,290	2307	2936	3533
(+/-%)	10.4%	78.8%	27.3%	20.3%
归属母公司净利润(百万元)	30	164	187	224
(+/-%)	-56.9%	439.7%	14.0%	19.7%
EPS(元)	0.10	0.52	0.60	0.71
P/E(倍)	150.40	28.78	25.24	21.09

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

下游行业景气驱动公司营收高增长	4
内饰、压铸、仪表合力贡献亮丽业绩	4
规模效应提升产品毛利率	5
业务结构趋于合理 降低未来业务波动	5
盈利预测	6
风险提示	6

图表目录

图 1: 东风科技近年来销售毛利率	5
图 2: 东风科技近年来销售净利润率	5
表格 1: 2010 年东风科技主营业务收入结构	4
表格 2: 2010 年合营、联营企业收入规模	4

公司 2011 年 3 月 26 日公布年报, 10 年营业收入 23.07 亿元, 归属母公司净利润 1.64 亿元, 分别较 2009 年增长 78.81% 和 439.69%, 合计每股税后盈利 0.52 元。公司在 10 年采取了较为谨慎的财务政策: 各类固定资产的残值率从 10% 调整至 0%, 预计该会计政策变更将减少 2010 年公司净利润 2164.65 万元, 调整后将增厚公司每股税后盈利约 9%。

下游行业景气驱动公司营收高增长

行业高景气为中国汽车零部件公司快速扩大营收规模创造了良好的外部环境: 10 年汽车行业实现销量 1800 万辆, 同比大增 32%, 其中乘用车 (广义) 实现销量 1370 万辆 (+33%), 商用车销量 430 万辆 (+30%)。

表格 1: 2010 年东风科技主营业务收入结构

业务类型	收入/元	占比	同比增速
供油系、制动系、压铸件、内饰件	1,658,843,382.46	73.88%	94.06%
组合仪表、传感器、软轴	287,348,613.56	11.81%	48.57%
轿车、卡车、汽配销售	286,309,277.58	11.77%	48.14%
其他	74,166,464.51	2.54%	52.92%
合计	2,306,667,738.11		78.81%

资料来源: 华泰联合证券研究所

内饰、压铸、仪表合力贡献亮丽业绩

公司主营业务中零部件制造板块整体实现 19.46 亿元收入, 同比增长 86.67%, 远高于行业整体增速; 而合营、联营零部件企业实现 29.57 亿元收入, 同比增长 24.92%, 略低于下游行业增速。增速差异化的原因在于客户的结构性差异, 公司汽车零部件相关子公司仍主要为东风、陕汽的中重卡商用车配套, 下游客户在 10 年实现了远高于行业的增速: 东风重卡 10 年实现销量 19.28 万辆, 同比增长 66.13%, 陕汽重卡实现销量 10.88 万辆, 同比增长 61.43%; 而合营、联营企业的部分产品为合资、自主品牌乘用车配套, 平均增速低于 10 年重卡增速。

表格 2: 2010 年合营、联营企业收入规模

合营、联营企业	营业收入	同比增速
襄樊东驰汽车部件有限	23,362,261.77	35.08%
上海江森自控汽车电子	319,788,202.08	62.76%
湛江德利化油器有限	608,674,641.66	24.59%
东风伟世通汽车事件系统	1,098,478,331.14	38.21%
上海东风康斯博格莫尔斯控制系统	175,483,766.62	43.83%
广州东风江森座椅有限	731,343,303.74	-2.25%

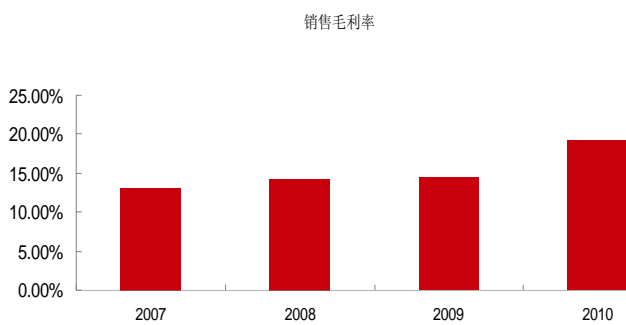
资料来源: 华泰联合证券研究所

微观层面, 供油系、制动系、压铸件、内饰件业务实现 94.06% 的销量增速, 其收入占比持续提升, 达到 71.92% (主营业务收入占比)。其中内饰件业务 (主要配套中重卡、少量为神龙汽车、东风日产乘用车配套) 凭借东风伟世通 (十堰) 汽车饰件系统有限 (主要为东风天龙重卡、天锦中卡和陕汽德龙 F3000 重卡配套内饰件) 销量的较快增长, 整体销售收入规模预计达到 11.5 亿元左右; 公司铸造业务营业收入主要来

源于东风十堰有色铸件有限和湛江德利化油器有限公司（投资收益），其中湛江德利已经进入了合资品牌的全球采购体系，凭借较具竞争力的性价比优势和丰富的产品结构实现较快增长（+25%）。

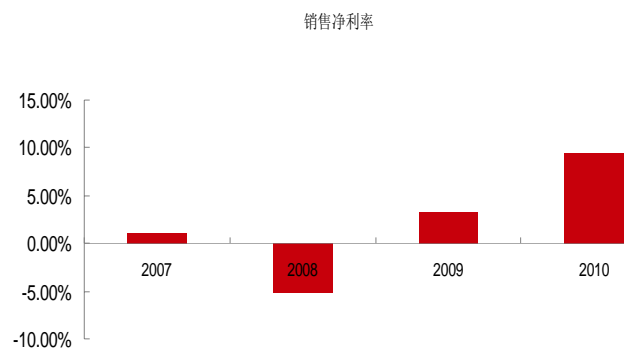
组合仪表、传感器、软轴业务营收增长 48.57%，收入占比为 12.46%（主营业务收入占比）。其中，东风襄樊仪表为东风有限、北汽福田、北方奔驰等商用车以及东风康明斯、广西玉柴等柴油机厂商配套，10 年实现销售收入约 3.2 亿元；合营企业上海江森自控汽车电子是公司仪表业务板块中盈利能力最强的企业，公司在 10 年通过对下游配套厂商的持续开拓，实现营收 3.20 亿元，同比增长 63%，规模效应进一步提升公司盈利能力，全年净利润 3900 万元，较 09 年增长 33 倍。

图 1： 东风科技近年来销售毛利率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 东风科技近年来销售净利润率



资料来源：华泰联合证券研究所

规模效应提升产品毛利率

尽管公司在 10 年采用了偏保守的财务政策（下调固定资产残值率至 0%），主营业务毛利率水平仍达到 19.19%，较 09 年大幅提升 4.8 个百分点。毛利率的大幅提升主要来自商用车配套板块的高弹性：公司子公司的主要业务为东风商用车配套，而 10 年东风商用车业绩亮丽，东风重卡实现 66.13% 销量增速，达到 19.28 万辆的规模，中卡销量增长 29.76%，达到 8.87 万辆；产销规模的大幅提升显著提高了公司的产能利用率，同时下游整车的畅销也延缓了配套企业转嫁成本的压力，公司产品价格较为稳定。

尽管公司将通过产品结构优化和高端客户的开拓转移部分成本压力，但 11 年终端需求增速下滑以及原材料价格的上涨都使公司维持毛利率承压，预计 11 年公司毛利率水平小幅下降至 17.57% 左右。

业务结构趋于合理 降低未来业务波动

近年来随着合营、联营企业的快速发展以及产品结构的优化（从铸件向电子化产品拓展）公司产品配套逐渐从严重依赖东风体系内商用车向体系内外商用车、乘用车平衡发展，业务结构趋于合理，有效地降低了盈利的波动性：1、商用车零部件客户逐渐拓展至东风体系之外，例如陕汽集团已成为公司第三大客户（6.12%）；2、合营、联营企业不断拓展乘用车配套市场；3、电子化、模块化等高附加值产品是公司未来增长点：公司已经具备了气压 ABS 产业化能力，在国家于 11 年不断推进 GB7258 执行

力度的背景下，气压 ABS 产品有望为公司带来 1.7 亿元的销售收入；借助传统仪表领域领先的技术优势，公司已经具备了相关电控单元核心技术储备，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。

盈利预测

短期内东风体系内部市场仍将在公司营收中占据主要份额，因此东风商用车（中、重卡）和神龙汽车的产销水平将显著影响公司盈利。

尽管 1-3 月重卡终端销售存在一定压力，但在国家固定资产投资维持高位，特别是水利工程、保障房建设等的陆续开工将逐渐释放重卡终端需求，我们对全年重卡销量仍保持较乐观态度，维持全年 10% 的销量预测，而东风商用车拥有一定的品牌优势和完善的渠道布局，有望继续取得行业平均增速；

2010 年 1-2 月轿车销量 170 万辆，同比增长 9.71%，预计政策退出的影响将在未来 2-3 月逐渐显现，维持全年 15% 的销量预期增速；神龙汽车 10 年实现了略高于行业的销量增速，东风雪铁龙 C5 和东风标致 408 的上市也在很大程度上提升了公司品牌，随着销售渠道下沉和网点的持续建设，我们预计神龙汽车有望在 11 年超越其 42.5 万辆的内部销售目标，同比增长 17%。

我们预计公司 11、12 年 EPS 为 0.60 和 0.71 元，对应 PE 25 和 21 倍。考虑到公司持续优化的产品结构和合营、联营企业对体系外市场的有效拓展，特别是考虑到公司股权在划拨至东风汽车零部件以后，公司有望成为东风集团整合零部件资源的有效平台，预计未来将获得集团更多的支持。维持“增持”评级。

风险提示

11 年汽车实际销量增速不达预期、东风集团商用车市占率显著降低、原材料价格大幅度上涨、市场系统性风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	632	1044	1335	1619	营业收入	1,290	2307	2936	3533
现金	44	55	85	99	营业成本	1,104	1864	2408	2913
应收账款	365	613	751	934	营业税金及附加	4	8	10	12
其他应收款	3	10	16	18	营业费用	58	79	101	120
预付账款	30	43	61	72	管理费用	120	156	206	247
存货	102	127	183	214	财务费用	21	18	14	6
其他流动资产	89	196	240	282	资产减值损失	46	22	30	30
非流动资产	667	629	647	646	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	255	250	250	250	投资净收益	114	88	113	130
固定资产	340	305	310	309	营业利润	50	248	280	336
无形资产	5	7	6	5	营业外收入	4	1	0	0
其他非流动	67	67	81	83	营业外支出	5	6	0	0
资产总计	1299	1673	1983	2265	利润总额	49	244	280	336
流动负债	855	1021	1117	1099	所得税	6	25	29	35
短期借款	369	314	259	58	净利润	43	219	251	301
应付账款	342	521	662	822	少数股东损益	13	55	65	77
其他流动负	144	187	196	218	归属母公司净利	30	164	187	224
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	121	339	343	397
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.10	0.52	0.60	0.71
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	855	1021	1117	1099	主要财务比率				
少数股东权	83	127	192	269	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
股本	314	314	314	314	成长能力				
资本公积	22	22	22	22	营业收入	10.4%	78.8%	27.3%	20.3%
留存收益	25	189	338	562	营业利润	-4.5%	399.7	12.9%	19.7%
归属母公司	360	524	674	897	归属母公司净利	-56.9%	439.7	14.0%	19.7%
负债和股东	1299	1673	1983	2265	获利能力				
					毛利率(%)	14.4%	19.2%	18.0%	17.6%
					净利率(%)				2.4%
					ROE(%)	8.4%	31.2%	27.7%	24.9%
					ROIC(%)	13.2%	42.0%	37.9%	39.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	65.8%	61.0%	56.3%	48.5%
					净负债比率(%)	43.15	30.75	23.19	5.28%
					流动比率	0.74	1.02	1.20	1.47
					速动比率	0.62	0.89	1.02	1.26
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.55	1.61	1.66
					应收账款周转率	4	5	4	4
					应付账款周转率	4.13	4.32	4.07	3.92
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.10	0.52	0.60	0.71
					每股经营现金流	0.07	0.22	0.31	0.47
					每股净资产(最	1.15	1.67	2.15	2.86
					估值比率				
					P/E	150.40	28.78	25.24	21.09
					P/B	12.67	8.99	7.00	5.26
					EV/EBITDA	33	14	14	12

数据来源: 华泰联合证券研究所



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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn