

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
范玉琢
0755-83734407
fanyz@cmschina.com.cn

2010年4月19日

东风科技(600081.SH)/13.12元

大股东发生变更，资产整合预期提升估值水平

工业·汽车

目标估值: 16.3元

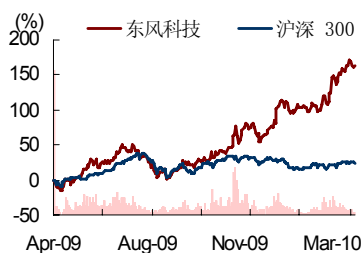
审慎推荐-B (维持)

基础数据

上证综指	3130
总股本(万股)	31356
已上市流通股(万股)	31356
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	41
每股净资产(MRQ)	1.1
ROE(TTM)	8.6
资产负债率	65.8%
主要股东	东风汽车有限公司
主要股东持股比例	65.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	26	104	186
相对表现	21	101	162



相关报告

1、《东风科技(600081)-经营状况渐改善,一季业绩超预期》2009/3/22

公司4月16日发布公告,现控股股东东风汽车有限公司拟将其持有的本公司65%股权(评估价2.53亿元),协议转让给东风零部件有限公司(2010年2月份成立);该股权转让为东风汽车集团内部资产整合,使得集团零部件资产整合产生预期,可适当提升东风集团旗下零部件上市公司东风科技估值水平。

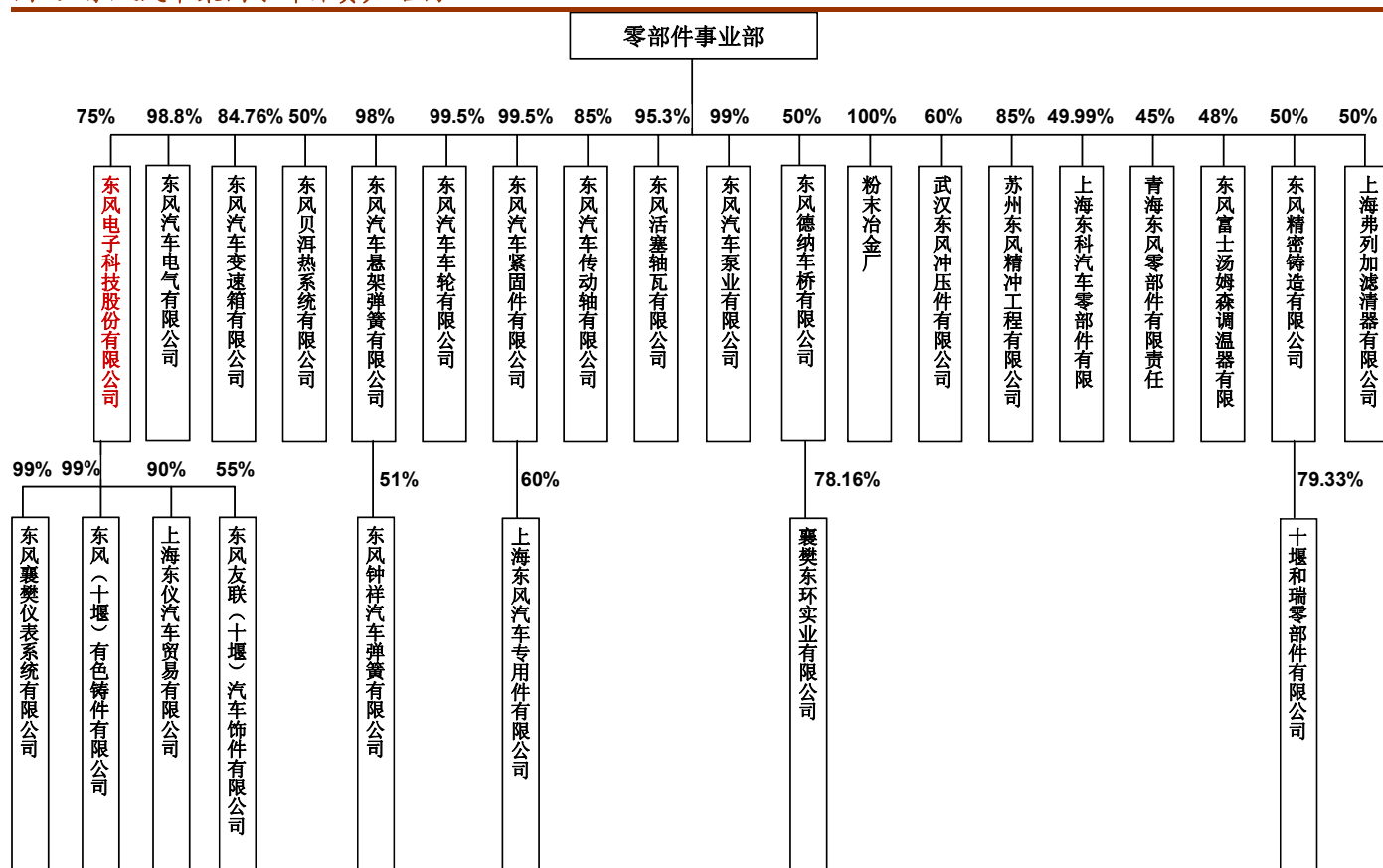
- **股权转让后,东风汽车零部件(集团)有限公司成为控股股东。**东风汽车零部件(集团)有限公司于2010年2月份成立,是东风集团打造的零部件平台。此次股权转让完成以后,东风科技控股股东将由目前的东风汽车有限公司变为东风汽车零部件公司。东风汽车零部件(集团)有限公司下属17家零部件子公司(专业厂)。东风科技纳入大集团平台之下,自身业务有一定受益。
- **短期内经营状况良好,预计1季度业绩达到0.18元。**在3月22日报告《经营状况渐改善,一季业绩超预期》中,我们对公司2009年业绩的逐步改善做出了详细分析,主要是销售收入的增加及费用率的正常化。目前公司不良资产已经基本消化,生产订单相对饱和,一季度业绩将超预期,预计EPS可以达到0.18元,而且我们认为按照目前的汽车销售状况,这种景气度可以持续至2季度末。
- **集团零部件资产整合趋势明显。**东风汽车零部件(集团)有限公司总资产达60多亿元,东风科技2009年底总资产为13亿元,作为集团内唯一的汽车零部件上市公司,不排除类似“上海汽车+华域汽车”的模式出现在东风集团,东风科技有望成为集团零部件整体上市的平台。
- **维持“审慎推荐”投资评级,但可适当提升估值水平。**我们预计2010年EPS0.65元,目前股价已处于我们上次报告给予的估值区间13-16元之内。由于股权转让利于公司业务发展,同时对东风汽车零部件整体上市可以产生一定预期,我们认为估值水平可以提高至25倍,按照2010年EPS0.65元计算,给予目标估值16.3元。
- **风险提示。**集团以东风科技为主打造零部件平台无确切时间表;公司产品受原材料价格上涨影响可能造成业绩不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1168	1290	1643	1923	2204
同比增长	9%	10%	27%	17%	15%
营业利润(百万元)		50	241	288	335
同比增长	-445%	-195%	384%	20%	16%
净利润(百万元)	-71	30	202	242	281
同比增长	-1633%	-143%	567%	20%	16%
每股收益(元)	-0.22	0.10	0.65	0.77	0.90
PE	-58.3	135.6	20.3	17.0	14.6
PB	12.5	11.4	8.5	6.8	5.5

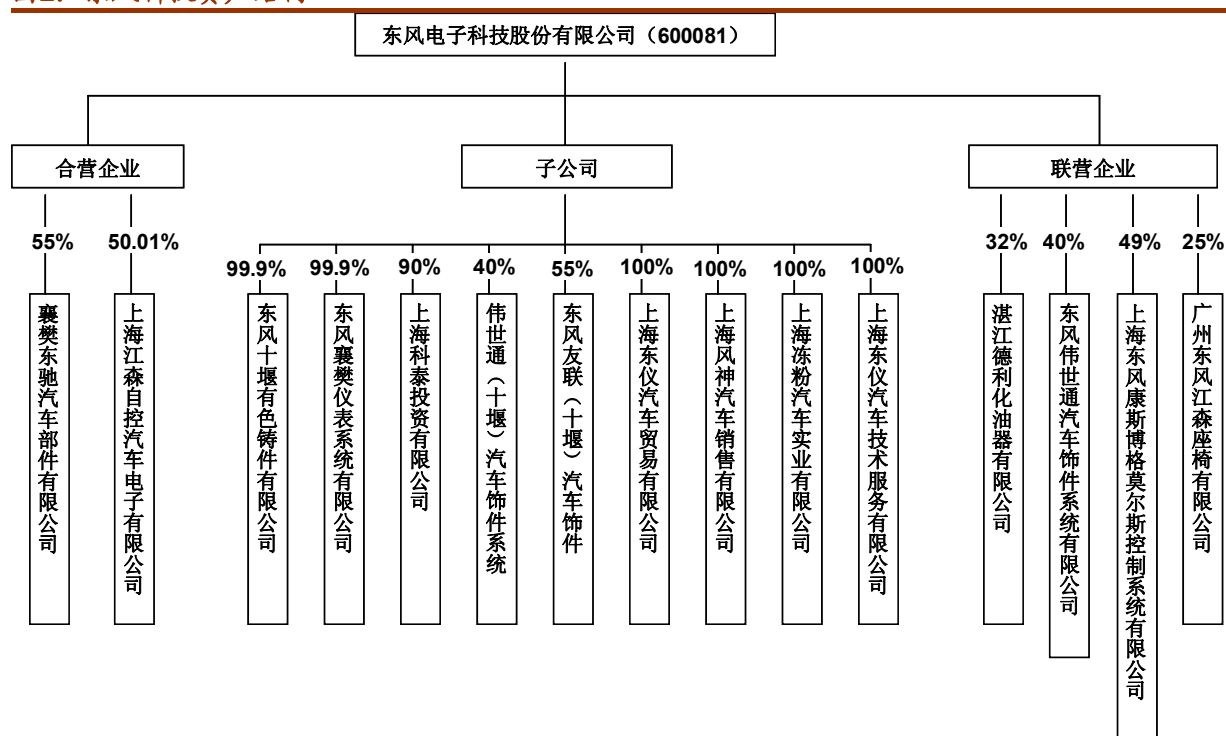
资料来源:招商证券

图1：东风汽车集团零部件资产结构



资料来源：集团资料，招商证券整理

图2：东风科技资产结构

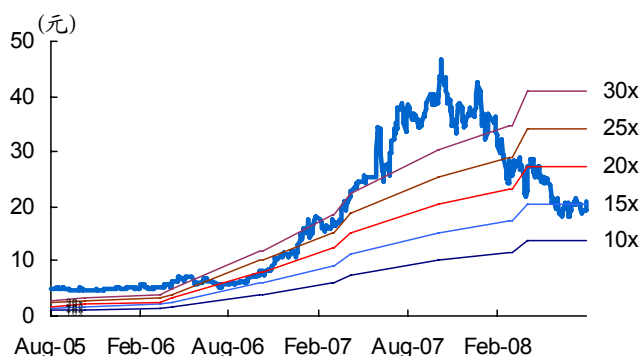


资料来源：公司资料，招商证券整理

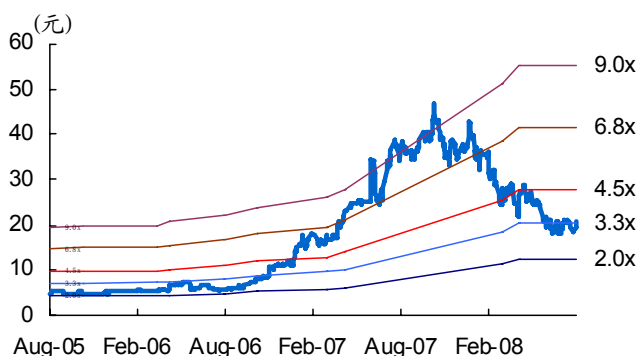
表 1: 东风科技单季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2008	2009
一、营业总收入	305	381	284	199	203	306	373	409	1168	1290
二、营业总成本	304	375	292	279	236	303	369	446	1250	1354
其中: 营业成本	256	320	242	183	192	257	315	340	1001	1104
营业税金及附加	2	1	1	1	1	1	1	1	5	4
营业费用	12	14	12	19	7	13	16	23	57	58
管理费用	25	30	28	55	23	28	27	41	138	120
财务费用	7	7	7	7	5	6	5	5	29	21
资产减值损失	1	3	3	14	6	-1	5	36	21	46
三、其他经营收益	4	12	11	2	4	18	25	66	29	114
公允价值变动收益	-5	3	1	0	0	0	0	0	-1	0
投资收益	8	9	10	2	4	18	25	66	30	114
四、营业利润	5	17	3	-78	-29	20	29	29	-53	50
加: 营业外收入	0	0	1	2	0	4	0	0	4	4
减: 营业外支出	0	1	0	10	0	1	1	3	11	5
五、利润总额	5	17	4	-86	-29	23	29	26	-61	49
减: 所得税	2	3	1	-4	0	3	3	-1	1	6
六、净利润	3	14	3	-82	-29	21	25	27	-62	43
减: 少数股东损益	3	6	4	-3	-4	7	6	4	10	13
七、归属母公司所有者净利润	0	8	-1	-79	-26	14	19	23	-72	30
EPS (元)	0.00	0.03	0.00	-0.25	-0.08	0.05	0.06	0.07	-0.23	0.10
主要比率										
毛利率	16.0%	16.0%	14.8%	7.8%	5.2%	16.0%	15.6%	16.7%	14.3%	14.4%
营业利润率	1.6%	4.5%	1.0%	-39.2%	-14.3%	6.6%	7.8%	7.2%	-4.6%	3.9%
净利率	1.0%	3.6%	1.1%	-41.3%	-14.5%	6.8%	6.8%	6.5%	-5.3%	3.3%
营业费率	4.0%	3.7%	4.1%	9.8%	3.6%	4.1%	4.3%	5.6%	4.9%	4.5%
管理费费率	8.3%	7.8%	9.8%	27.7%	11.6%	9.2%	7.2%	10.1%	11.8%	9.3%
实际税率	33.1%	16.7%	20.9%	4.7%	-0.7%	11.4%	12.1%	-2.1%	-1.9%	11.8%

资料来源: 公司报表, 招商证券

图 3: 东风科技历史 PE Band


资料来源: 招商证券

图 4: 东风科技历史 PB Band


资料来源: 招商证券

参考报告:

- 1、《东风科技（600081）-经营状况渐改善，一季业绩超预期》2009/3/22。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	446	632	622	721	820
现金	41	44	40	40	40
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	94	89	115	135	154
应收款项	181	365	319	373	428
其它应收款	11	3	31	36	41
存货	95	102	114	133	152
其他	24	30	3	4	4
非流动资产	696	667	652	639	628
长期股权投资	240	255	250	250	250
固定资产	394	340	349	337	326
无形资产	4	5	4	4	4
其他	58	67	48	48	48
资产总计	1142	1299	1274	1360	1448
流动负债	735	855	691	635	558
短期借款	434	369	320	216	90
应付账款	192	342	242	283	324
预收账款	2	2	3	3	4
其他	106	141	126	133	140
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	735	855	691	635	558
股本	314	314	314	314	314
资本公积金	22	22	22	22	22
留存收益	(5)	25	146	267	408
少数股东权益	78	83	101	122	146
母公司所有者权益	330	360	482	603	743
负债及权益合计	1142	1299	1274	1360	1448

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	88	21	(1)	92	103
净利润			202	242	281
折旧摊销			45	43	42
财务费用			16	10	4
投资收益			(150)	(174)	(197)
营运资金变动			(104)	(53)	(54)
其它			(10)	24	27
投资活动现金流	(28)	72	(7)	(30)	(30)
资本支出			(30)	(30)	(30)
其他投资			23	0	0
筹资活动现金流	(61)	(90)	4	(62)	(73)
借款变动			(49)	(104)	(126)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(81)	(121)	(140)
其他			134	163	193
现金净增加额	(1)	3	(4)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1168	1290	1643	1923	2204
营业成本	1001	1104	1342	1571	1802
营业税金及附加	5	4	5	6	7
营业费用	57	58	66	77	88
管理费用	138	120	123	144	165
财务费用	29	21	16	10	4
资产减值损失	21	46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	114	150	174	197
营业利润	(52)	50	241	288	335
营业外收入	4	4	5	5	5
营业外支出	11	5	2	2	2
利润总额	(60)	49	244	291	338
所得税	1	6	24	28	33
净利润	(61)	43	220	263	305
少数股东损益	10	13	18	21	24
母公司所有者净利润	(71)	30	202	242	281
EPS (元)	(0.22)	0.10	0.65	0.77	0.90

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	9%	10%	27%	17%	15%
营业利润	-445%	-195%	384%	20%	16%
净利润	-1633%	-143%	567%	20%	16%
获利能力					
毛利率	14.3%	14.4%	18.3%	18.3%	18.3%
净利率	-6.0%	2.4%	12.3%	12.6%	12.7%
ROE	-21.4%	8.4%	42.0%	40.1%	37.8%
ROIC	-2.8%	7.7%	25.6%	28.7%	31.3%
偿债能力					
资产负债率	64.3%	65.8%	54.2%	46.7%	38.6%
净负债比率	38.0%	28.4%	25.1%	15.9%	6.2%
流动比率	0.6	0.7	0.9	1.1	1.5
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.9	1.2
营运能力					
资产周转率	1.0	1.0	1.3	1.4	1.5
存货周转率	9.5	13.1	15.3	15.6	15.4
应收帐款周转率	5.4	4.7	4.8	5.6	5.5
应付帐款周转率	4.8	4.1	4.6	6.0	5.9
每股资料(元)					
每股收益	-0.22	0.10	0.65	0.77	0.90
每股经营现金	0.28	0.07	0.00	0.29	0.33
每股净资产	1.05	1.15	1.54	1.92	2.37
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.39	0.45
估值比率					
PE	-58.3	135.6	20.3	17.0	14.6
PB	12.5	11.4	8.5	6.8	5.5
EV/EBITDA	70.6	14.0	5.5	4.8	4.3

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。