

2010-12-12

汽车零部件与设备

东风科技 600081-SH

业绩稳健增长，兼具多重概念

◇ 报告起因：公司业绩同比大幅增长

◆公司是东风汽车零部件业务唯一的上市公司

公司是东风汽车零部件业务唯一的上市公司，合并报表业务主要为东风集团商用车配套，旗下合资公司则积极开拓神龙汽车及东风集团以外的乘用车市场。由于近年来国内中重卡市场增速波动剧烈，公司历史上业绩波动较大；但随着公司乘用车业务的发展壮大和公司新产品的投产，公司业绩未来有望走上稳健增长的轨道。

◆汽车零部件业务稳健增长，市场竞争力显著增强

公司现有业务可分为四块汽车零部件业务和一块汽车贸易业务。其中，内饰件业务主要为东风商用车和神龙汽车配套，同时近期也开拓了陕汽等新客户，未来的增长主要依赖于其与伟世通的合资企业；制动系统业务主要为东风商用车配套，其为商用车配套的气压式防抱死制动系统（ABS）是此块业务未来的增长点，但短期内受制于外资品牌的价格战；汽车仪表业务未来的增长点来自于自主研发产品的投产；有色铸造业务中的合资企业湛江德利极具市场竞争力，未来有望贡献更多利润。

◆汽车贸易业务加强与东风集团合作，有助于熨平业绩波动

公司的汽车贸易业务主要是在上海地区代理东风集团下属各种品牌的商用车和柳汽风行、比亚迪品牌的轿车。虽然此块业务与公司的汽车零部件业务难以产生协同效应，但有助于汽车贸易相对稳定的营业收入有助于熨平公司的业绩波动，此外公司未来还将以直营旗舰店等形式加强与东风集团各整车品牌的合作。

◆资产注入预期提升估值水平，自主研发产品受益新能源汽车和车联网

东风汽车公司在 2010 年 7 月 7 日将其持有的 65% 公司股份转让给新成立的东风汽车零部件有限公司，东风汽车零部件资产整体注入的预期提升了公司的估值水平。同时，公司本身具有较强的研发实力，除上述气压式 ABS 产品曾获 2008 年度汽车工业科技进步二等奖外，公司正在研发的产品包括为东风风神混合动力汽车配套的驱动电机、适用于未来车联网的车辆自主导航系统等。

◆首次给予“增持”评级，目标价 15.20 元

我们预计公司在 2010-2013 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、0.89 元和 1.10 元，未来三年净利润复合增速 25.3%。考虑到公司业绩的稳健增长和具备的多种题材，综合相对估值和绝对估值，首次给予“增持”评级，目标价 15.20 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,168	1,290	2,130	2,818	3,565
营业收入增长率	8.68%	10.44%	65.08%	32.33%	26.51%
净利润（百万元）	-71	30	176	240	279
净利润增长率	-1631.59%	-143.06%	480.17%	35.97%	16.68%
EPS（元）	-0.22	0.10	0.56	0.76	0.89
ROE（归属母公司） （摊薄）	-21.36%	8.42%	32.83%	33.73%	31.06%
P/E	-60	138	24	18	15
P/B	13	12	8	6	5
EV/EBITDA	-763	611	20	17	15

首次

增持

当前价格	13.38 元
目标价格	15.20 元
目标期限	3 个月

分析师：

于 特（执业证书编号：S0930210060004）

联系人：

奉 玮

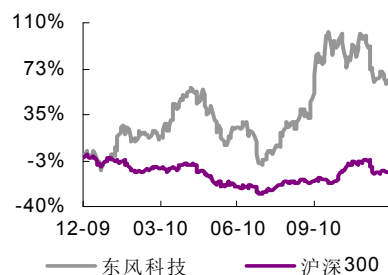
021-22169320

fengw@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	314
总市值(百万元)	4,396
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低（元）	18.49/7.60
近 3 月日均成交量(百万股)	7.64
主要股东	东风汽车零 部件(集团) 有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-10.21	-21.14	70.05
绝对收益	-19.47	-12.99	56.73

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

核心观点

- 1、公司近年来通过成立合资公司和研发、投产新产品，市场竞争力得到大幅提高，未来业绩有望从之前的大幅波动走上稳健增长的轨道。
- 2、公司除内饰件业务未来的发展主要依赖于合资企业外，其制动系统、汽车仪表未来的增长点均来自于其自主研发的新产品，而有色铸造业务的利润增长将主要来源于管理机制更为灵活的合资企业湛江德利。
- 3、公司汽车贸易业务未来将以直营旗舰店等方式加强与东风集团整车品牌的合作。

我们区别于市场的观点

首先，市场对于公司的关注点主要集中于东风零部件资产整体注入，但我们认为资产注入的预期只是提升了公司的估值水平，公司股价的上涨还有赖于公司业绩的稳健增长。而在仔细分析公司现有五大业务板块之后，我们认为公司的市场竞争力近年来随着东风集团整体竞争力的提升而得到大幅提升，未来业绩有望从之前的大幅波动走上稳健增长的轨道。

其次，本文是首篇按照其五大业务板块对东风科技进行深入分析的研究报告。

核心假设

2011 年国内中重卡市场平稳发展。

估值和目标价格

我们预计公司在 2010-2013 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、0.89 元和 1.10 元，未来三年净利润复合增速 25.3%。考虑公司业绩的稳健增长和具备的多种题材，综合相对估值和绝对估值，首次给予“增持”评级，目标价 15.20 元。

股价上涨的催化因素

- 1、东风零部件整体注入公司；
- 2、公司的气压式防抱死制动系统（ABS）市场拓展取得突破；
- 3、公司的驱动电机、车身电子控制装置（ESP）和车辆自主导航系统等自主研发新产品在产业化上实现突破。

投资风险

导致我们本篇报告的结论与实际不符的风险因素包括：

- 1、明年国内卡车市场，特别重卡市场，出现大幅下滑。
- 2、明年国内乘用车市场增速出现大幅下滑。

目 录

1	东风科技：五大业务板块 未来业绩稳健增长	4
1.1	业绩弹性大 今年受益东风集团整体增长	4
1.2	控股公司配套商用车市场 合资公司开拓乘用车市场	5
2	内饰件业务：依靠合资企业 发展看乘用车内饰件	6
3	制动系统业务：期待 ABS 市场拓展带来惊喜	7
4	汽车仪表业务：增长依靠自主研发汽车电子产品	8
5	有色铸造业务：未来盈利增长主要看湛江德利	9
6	汽车贸易业务：加强与东风集团整车企业合作	10
7	资产注入：市场预期东风零部件整体注入	10
8	盈利预测	11
9	估值	13
10	投资评价和建议	14
11	风险分析	14

图 目 录

图表 1	东风科技 2005~2010 年合并报表营业收入	4
图表 2	东风科技五大业务板块 2010 年营业收入占比	4
图表 3	东风科技近年来销售净利率	4
图表 4	东风科技资产负债率	4
图表 5	东风集团卡车业务 2010 年前 10 个月增速	5
图表 6	东风科技近年来净利润	5
图表 7	东风科技 2009 年合并报表业务前五大客户	6
图表 8	东风科技 2009 年投资净收益	6
图表 9	股权转让后东风科技的股权结构图	11
图表 10	东风集团中重卡 2005~2011 年产量及预测	11
图表 11	神龙汽车 2005~2011 年产量及预测	11

表 目 录

表格 1	东风科技内饰件系统主要子公司	6
表格 2	东风科技汽车制动系统公司主要产品及客户	7
表格 3	东风科技仪表业务子公司	8
表格 4	东风科技汽车电子类新产品开发情况	8
表格 5	东风科技有色铸造业务主要子公司	9
表格 6	东风科技主营业务收入及费用预测（单位：百万元）	12
表格 7	东风科技与可比上市公司估值比较	14

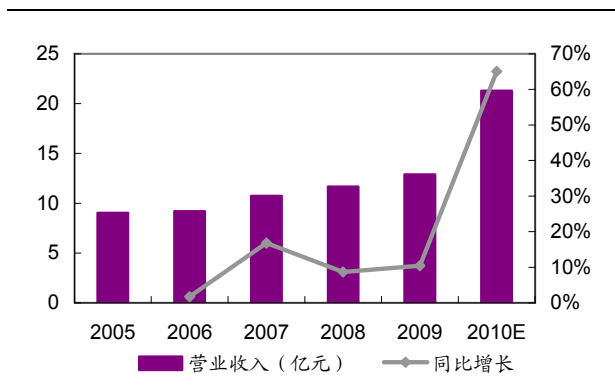
1 东风科技：五大业务板块 未来业绩稳健增长

公司创立于 1997 年 6 月，由原东风汽车公司仪表公司改制组建东风汽车电子仪表股份有限公司，同年 7 月 3 日在上海证券交易所挂牌上市。13 年来，公司通过吸收东风集团零部件业务和成立合资企业两种方式，业务范围逐渐由汽车仪表一项发展为内饰件、制动系统、汽车仪表、有色铸造和汽车贸易 5 个业务板块。

在公司 2010 年 21 亿元的营业收入中，我们预计内饰件业务的营业收入在 11 亿元左右，其余 4 个业务板块各 2~3 亿元。

图表 1 东风科技 2005~2010 年合并报表营业收入

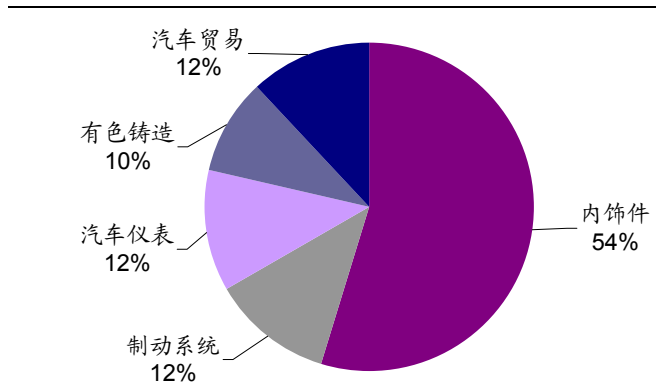
东风科技 2010 年营业收入预计同比大幅增长 65%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图表 2 东风科技五大业务板块 2010 年营业收入占比

季度增长对比图（图表概述）



资料来源：公司公告，光大证券研究所测算

1.1 业绩弹性大 今年受益东风集团整体增长

公司于 10 月 27 日发布了业绩预增公告，预计全年净利润同比增长 350%，2009 年 EPS 为 0.0968 元。

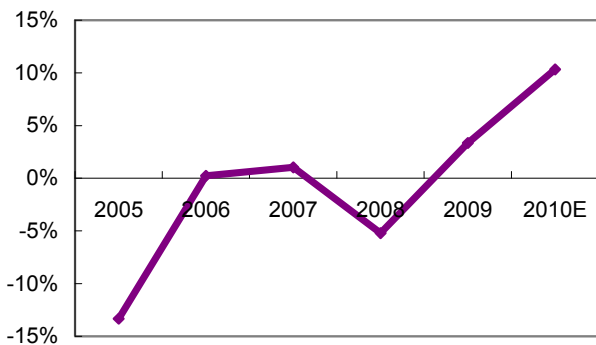
从历史数据看，公司业绩具有非常高的弹性，主要原因是：1) 公司的负债率较高，以前各年均维持在 60%~67.5%，今年三季度下降到 59%，但预计未来几年很难进一步下降；2) 公司控股子公司的正式员工都具有国有企业员工身份，费用固定；3) 公司的主要业务是为东风集团的商用车配套，商用车市场本身市场波动性较大，而当东风集团的整车业务遭遇经营困境时，往往把压力转移到零部件厂家，使得公司的业绩也具有很强的波动性。

图表 3 东风科技近年来销售净利率

公司 2010 年净利润率预计将达到 10.3%

图表 4 东风科技资产负债率

公司净利润在 2010 年将大幅增长



资料来源：公司公告，光大证券研究所



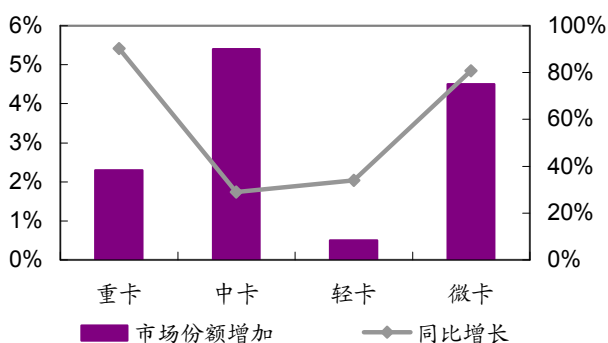
资料来源：公司公告，光大证券研究所

从 2009 年开始，公司的销售净利率和净利润均呈现逐年大幅增长。公司业绩今年大幅增长的主要原因是东风集团今年的卡车业务均大幅增长。

从公司未来的发展来看，公司业绩的波动性将逐渐下降，原因是：1) 公司的合资企业近年来发展迅速，而且业绩也要较公司的合并报表业务更为稳定；2) 公司的商用车业务逐步开拓陕汽等东风集团之外的客户。

图表 5 东风集团卡车业务 2010 年前 10 个月增速

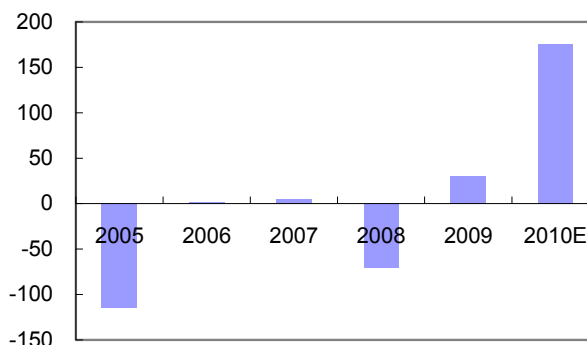
东风集团在 4 个卡车细分市场上都取得市场份额增长



资料来源：光大证券研究所

图表 6 东风科技 2005-2010 年净利润

预计东风科技 2010 年较 2009 年将大幅增长 450%



资料来源：光大证券研究所

1.2 控股公司配套商用车市场 合资公司开拓乘用车市场

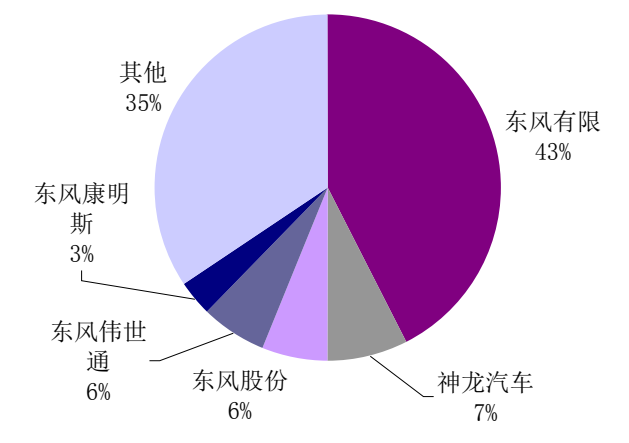
在公司汽车零部件的四大业务板块中，除制动系统外，公司其余三大业务板块均涉足乘用车和商用车两大市场。由于东风集团原有零部件配套资源主要集中在商用车领域，因此其控股公司主要为东风集团的商用车业务配套，而合资公司由于引入了实力较强的合资伙伴，经营机制更为灵活，因此有实力拓展东风系及东风系以外的乘用车市场。

公司 2009 年年报显示，公司净利润为 3,036 万元，而投资净收益为 1.1351 亿元。除去金信信托减值准备转出的 5,090 万元外，公司从各合营、联营企业收入的投资收益 6,261 万元。其中贡献最大的两家子公司分别是东风伟世通（武汉）和湛江德利。

在 2010 年，我们预计公司的投资净收益仍将维持在 1.2 亿元左右。除了东风伟世通（武汉）和湛江德利之外，上海江森自控由于前期订单逐步放量，也将为公司带来的 1000 万元左右的投资收益。

图表 7 东风科技 2009 年合并报表业务前五大客户

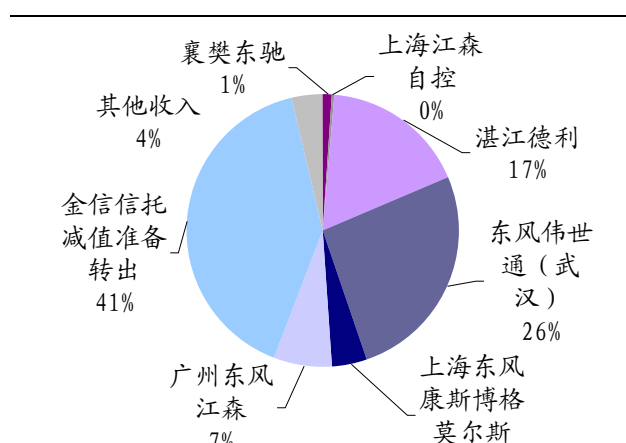
东风集团商用车和神龙汽车是公司最大客户



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图表 8 东风科技 2009 年投资净收益

09 年经营性投资收入主要来自于东风伟世通（武汉）和湛江德利



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2 内饰件业务：依靠合资企业 发展看乘用车内饰件

公司的内饰件业务主要由表格 1 所列的 3 家子公司组成，其中东风伟世通（十堰）和东风伟世通（武汉）是公司内饰件系统的主要利润来源。

东风伟世通（十堰）汽车饰件系统有限公司主要为东风有限包括天龙重卡 and 天锦中卡在内的中重卡供应内饰件。此外，该合资企业还为陕汽德龙 F3000 独家供应内饰件，以每套 3000 元和德龙 F3000 年产 3 万辆计算，则此订单可为公司带来 1 亿元的营业收入。

东风伟世通（武汉）主要为东风有限商用车和神龙汽车配套，对东风日产乘用车配套较少。广州东风江森座椅有限公司主要为东风日产乘用车公司的花都工厂供货，但公司仅持有该合资企业 25% 的股份。

表格 1 东风科技内饰件系统主要子公司

东风科技与延峰伟世通的两家合资企业是内饰件系统的主要利润来源

子公司	主要产品	主要客户	对公司盈利贡献
东风伟世通（十堰）汽车饰件系统有限公司	汽车的塑料饰件，比如仪表台本体，组合仪表饰框，左、右空调出风口饰板，中部面板，顶篷，地垫，后搁板等	商用车：东风有限和陕汽； 乘用车：东风日产（天籁）	公司持股 40%，东风有限持股 40%，公司合并报表，测算 2009/2010 年的营业收入分别在 6 亿元和 10 亿元左右
东风伟世通（武汉）汽车饰件系统有限公司	商用车和乘用车内饰件，在十堰、武汉和广州 3 个工厂	商用车：东风有限； 乘用车：神龙汽车	公司持股 40%，2009 年实现利润 8,234 万元，归属于上市公司股东的净利润 3,294 万元

		车	
广州东风江森座椅有限公司	座椅	东风日产乘用车公司	公司持股 25%，2009 年实现利润 3,405 万元，归属于上市公司股东的净利润 851 万元

资料来源：公司网站、公司公告，光大证券研究所整理

3 制动系统业务：期待 ABS 市场拓展带来惊喜

公司的制动系统业务由 1999 年配股时注入公司的原东风汽车化油器厂转型而来。由于化油器逐步被电控系统所取代，因此该企业也逐步由原有的化油器业务转型为制动系统业务。现有 3 类产品在产，另有 1 类产品正在研发中。

1) 商用车气压制动元件，如：串联阀、感载阀、继动阀等系列产品，年生产能力 400 万只。由于气压制动元件的各类阀技术含量不高，加工工艺为铸造+机加工，因此主要是做好成本控制。

2) 气压式防抱死制动系统 (ABS) (全系列商用车)。此产品技术含量高，公司已经完全掌握该技术，产品开发团队还为此获得了 2008 年度的中国汽车工业科技进步二等奖。但该产品在 2009 年仅销售几千套，2010 年的销量预计也仅为 1 万余套，以每套 2,500 元的单价估算，预计该产品在 2010 年为公司带来的营业收入在 3000 万元左右。

该产品在市场推广中受阻，主要原因是遭遇了 WABCO 等外资品牌的价格战。WABCO 在东风科技的 ABS 产品推向市场后，将其价格由原来的 6000 多元大幅下调至 2000 多元，使得 WABCO 和东风科技两者产品的价差仅为 100~200 元。而在东风集团内部，由于最先搭载 ABS 系统的出口车都采用 WABCO 系统，因此造成公司产品难以打入东风集团内部的中重卡。

但仅就技术性能而言，公司的产品甚至要优于 WABCO 的产品，原因可能是东风科技的产品标定采用国内采集的数据，能更好地适应中国市场，而 WABCO 的产品在国外标定，目标定位全球市场，缺少对中国市场的针对性。

3) 各类发动机燃油泵、机油滤清器座、欧 III 发动机 ECU 冷却器及发动机排气制动产品。此类产品主要是通过东风集团的售后服务体系供应售后市场，销量由相应型号汽车的保有量决定，因而未来此块业务也难以有大幅增长。

4) 气压盘式制动器总成。该产品尚处于研发阶段，但预计短期内难以大排量投产，原因是每套气压盘式制动器的单价要比鼓式制动器高 1,000 元左右。即使以每辆商用车 4 套制动器计算，每辆商用车由鼓式制动器升级成气压盘式制动器的新增成本也在 4,000 元左右。

总体来看，公司的制动系统业务未来的发展主要看 ABS 产品的市场拓展。而在与外资品牌的市场竞争中，本土品牌在成本结构上并不占优势。原因是 ABS 的制造成本中有相当一部分来自于电子产品，自动化生产线和大规模采购有效地降低了外资品牌的成本；而在包括研发费用在内的管理成本中，外资品牌的规模效应又使其管理费用率与自主品牌相当。因此，短期内公司 ABS 产品如果要取得突破需要一定的政策扶持，特别是来自于东风集团内部的支持。

表格 2 东风科技汽车制动系统公司主要产品及客户

防抱死制动系统 (ABS) 是公司制动系统利润增长的希望所在，但市场推广受到外资竞争对手的强烈抵制

主要产品	主要客户
商用车气压制动元件，如：串联阀、感载阀、继动阀等系列产品，年生产能力 400 万只；	货车：东风商用车、福田欧曼和陕汽； 客车：厦门金龙、厦门金旅、桂林大宇、恒通客车等；
气压式防抱死制动系统（ABS）（全系列商用车）	
各类发动机燃油泵、机油滤清器座、欧 III 发动机 ECU 冷却器及发动机排气制动产品	售后市场
气压盘式制动器总成	正在研发中

资料来源：公司网站，光大证券研究所整理

4 汽车仪表业务：增长依靠自主研发汽车电子产品

公司的仪表业务主要由表格 3 所列的 2 家公司组成，分别是东风襄樊仪表系统有限公司和上海江森自控电子有限公司。

东风襄樊仪表系统有限公司是公司的控股子公司，产品分为组合仪表、车用传感器和汽车电子产品三类，客户主要是国内的中重型货车企业和柴油机企业。

上海江森自控电子有限公司是公司与美国江森自控有限公司于 2006 年成立的子公司，产品为高档汽车仪表盘和汽车电子产品，客户覆盖国内多家主流乘用车企业。

表格 3 东风科技仪表业务子公司

公司的多项新产品未来将在东风襄樊仪表系统有限公司投产

子公司	主要产品	主要客户	对公司盈利贡献
东风襄樊仪表系统有限公司	组合仪表；各类车用传感器（车速、转速、油压、温度、真空度、位移、ABS、报警开关等）；汽车电子产品	货车：东风有限、东风股份、北汽福田、湖北三环、北方奔驰、安徽华菱等； 柴油机：东风康明斯公司、广西玉柴、昆明云内	公司合并报表，估算年营业收入为 2~3 亿元
上海江森自控汽车电子有限公司	高档汽车仪表盘，汽车电子	神龙汽车，东风日产，华泰现代，长城，奇瑞，南京依维柯等	公司持股 50.01%，2009 年实现利润 114 万元，归属于上市公司股东的净利润 57 万元

资料来源：公司网站，光大证券研究所整理

上海江森自控的产品来自于美国江森自控，而东风襄樊仪表是公司旗下汽车电子类产品唯一的控股子公司，因此公司总部研发团队自主研发的汽车电子类新产品未来都将在东风襄樊仪表投产。

从表格 4 所列公司选择的 5 类汽车电子类产品研发方向可以看出，2 类产品已实现产业化，尚未形成产业化的 3 类产品也均符合国家重点发展的技术方向，未来市场空间广阔。

表格 4 东风科技汽车电子类新产品开发情况

公司正在研发的新产品未来将从新能源汽车和车联网的大发展中受益

编号	产品类别	研发进展情况	产业化进展情况
1	汽车信息集成组合仪表	不包括 LED 和功放，为东风有限配套	已产业化，未来增加品种
2	车用传感器	与高校联合开发	已产业化，未来增加品种
3	汽车发电机、起动机	刚开始和襄樊东风汽车电气有限公司联合开发，为新能源车配套，目标客户是东风风神轿车	预计东风风神 S30 混合动力车型将于 2011 年上市
4	车身电子控制装置 (ESP)	相关的研发工作已开展 4 年，产品技术已基本掌握	尚未形成产业化
5	车辆自主导航系统	正在加强研发。此系统中包含一个防撞雷达探测系统，已有技术储备，正在跟踪，但关键零部件受制于欧盟对中国的出口限制。	尚未形成产业化，未来受益于车联网的建设

资料来源：公司网站，光大证券研究所整理

5 有色铸造业务：未来盈利增长主要看湛江德利

公司的有色铸造业务主要由表格 5 所列的 3 家子公司组成，其中湛江德利化油器有限公司的盈利能力最强，未来的发展前景也最为看好。

有色铸造企业的盈利状况与原材料价格的波动紧密相关。一般而言，如果原材料价格下降，公司肯定赚钱；如果原材料价格上升，公司的盈利状况取决于囤货数量。因此，公司一般是一年一签原材料供货协议，在年初与整车企业签订框架协议。为防止原材料价格大幅波动的风险，公司在签订销售合同的同时可以通过套期保值锁定原材料成本。

有色铸造企业经营的关键在于过程控制，降低废品率。但在国内有色铸造市场，民营的有色铸造企业反而比国营更为赚钱，原因是：1) 材料用旧料；2) 减少铸件重量。

在 3 家子公司中，公司合并报表的是东风（十堰）有色铸件有限公司，其经营战略为做高端产品。今年的销售收入为 2 个多亿元，净利润在几百万到一千万之间。明年有望获得新订单，营业收入和固定投资都会有所增加。

在公司的 2 家联营企业中，上海东风康斯博格莫尔斯控制系统有限公司的市场增长空间有限，预计未来盈利难有大幅增长。而湛江德利化油器有限公司市场竞争力非常强，其发动机铸件不仅供应东风本田发动机和德尔福等国内合资企业，还进入了日产的全球采购体系。我们预计该企业今年的营业收入将达到 5 个亿，净利润在 8000 万元左右。

表格 5 东风科技有色铸造业务主要子公司

湛江德利化油器有限公司是公司有色铸造业务的主要利润来源

子公司	主要产品	主要客户	对公司盈利贡献
东风（十堰）有色铸件有限公司	发动机配件；变速器和离合器配件；脚踏板等车身件	发动机：东风、康明斯； 变速器：法士特	预计 2010 年的营业收入为 2~3 亿元，净利润少于 1,000 万元
上海东风康斯博格莫尔斯控制系统有限公司	换挡器；电子油门踏板	货车：东风汽车、济南重汽、北汽福田、江淮汽车、成都王牌； 客车：宇通客车、金龙客车、上海申沃、丹东黄海； 拖拉机：约翰迪尔	公司持股 49%，2009 年净利润 1,048 万元，归属于上市公司股东的净利润为 514 万元，预计未来增长较为有限

湛江德利化油器有限公司	化油器；发动机铸件	化油器：摩托车发动机和通用发动机； 发动机铸件：东风本田发动机、德尔福、 上汽通用五菱和日产的全球采购	公司持股 32%，2009 年实现净利润 6,644 万元，归属于上市公司股东的净利润为 2,126 万元；预计 2010 年营业收入将达到 5 亿元，实现净利润约 8000 万元
-------------	-----------	---	--

资料来源：公司网站、公司公告，光大证券研究所整理

6 汽车贸易业务：加强与东风集团整车企业合作

在该业务板块中，公司原有汽车贸易和汽车零部件售后市场贸易两块业务，但现已将零部件售后市场贸易业务结束，原因是一方面该业务与公司现有主业难以产生协同效应，另一方面继续经营又必须要加大信息系统等基础设施投入。而且目前国内的汽车售后市场零部件市场尚处于无序状态，假货横行，继续经营此块业务的盈利压力较大。

虽然公司的汽车贸易业务与其主业也难以产生协同效应，但一方面该业务有助于熨平公司业绩的波动性，另一方面公司在此块业务上也有了一定的积累，以后还将继续投入。并且在控制投入的前提下（如新的 4S 店将通过租赁场地），虽然汽车贸易业务的毛利率只有 3%~6%（今年 5%），但净资产收益率依然可观。此外，此块业务的营业收入较高，有利于熨平公司的业绩波动。

公司的汽车贸易业务主要是在上海地区代理东风集团下属的各种品牌的商用车和柳汽风行、比亚迪品牌的轿车。就区域而言，公司的目标是巩固上海地区龙头地位，未来计划将连锁店进一步拓展至华东地区。就经营业态而言，公司未来将加强与东风集团整车企业的合作，努力成为东风集团下属整车品牌在上海地区的总代理，并与整车企业合资开办旗舰店。

对公司而言，与整车企业合资开办旗舰店的好处在于：1）获得更为优惠的商务政策，如缩短付款周期，提高返点比例等，减少整车企业对公司现金流的挤占；2）提升公司 4S 店的品牌，旗舰店有整车企业股份，准直营店的模式有助于赢得终端消费者的认可。

7 资产注入：市场预期东风零部件整体注入

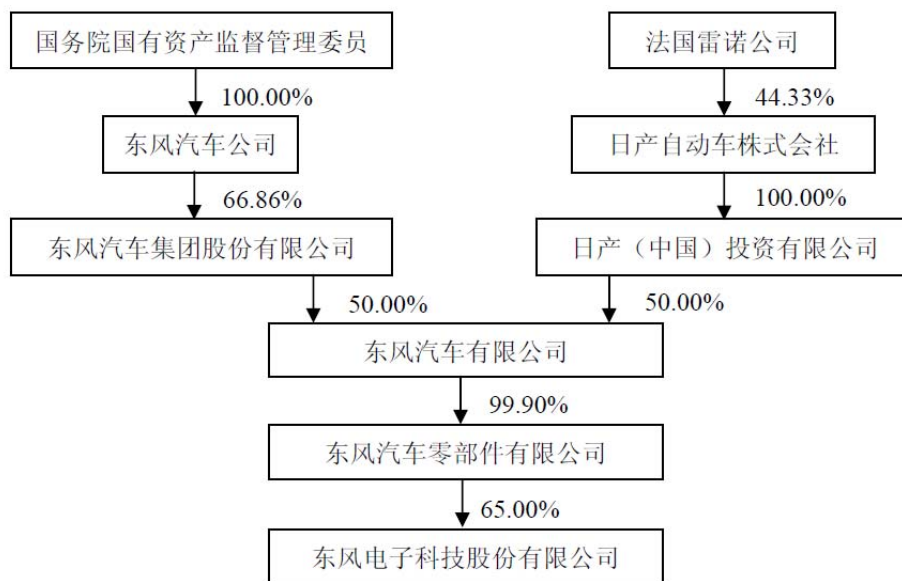
2010 年 7 月 7 日，东风汽车公司将其持有的公司 65% 的股份转让给东风汽车零部件有限公司，同时东风汽车零部件有限公司在收购报告书中承诺：

- 1) 没有在未来 12 个月内改变东风科技主营业务或者对东风科技主营业务做出重大调整的计划
- 2) 没有在未来 12 个月内对东风科技或其子公司的资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划，或东风科技拟购买或置换资产的重组计划。

但此次股权转让后，市场对于东风零部件整体注入东风科技具有较高的预期，也提升了公司的估值水平。

图表 9 股权转让后东风科技的股权结构图

2010 年 7 月 7 日东风汽车公司将其持有的公司 65% 的股份转让给东风汽车零部件有限公司



资料来源：公司公告

8 盈利预测

公司的商用车业务主要为东风集团的卡车业务配套，乘用车业务主要为神龙汽车配套。

对于 2011 年的中重卡市场，我们认为最大的不确定性来自于固定投资的增速是否会下滑和国 IV 排放法规实施的时间表。考虑到东风集团中重卡业务今年的亮丽表现，我们认为东风集团的卡车业务明年仍将有望领跑国内卡车市场，暂时保守预测 2011 年东风集团中重卡产量同比增长 8%~10%。

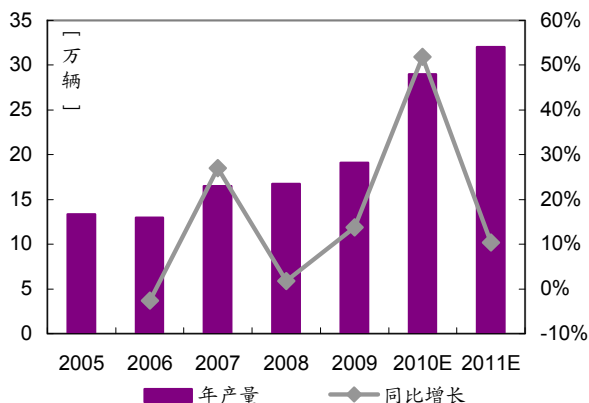
对于神龙汽车，我们认为其产销量在 2011 年也将维持 10% 左右的增速，原因是神龙汽车在 2011 年仅有 2 款新车型上市，分别是标致 307 的换代车型标致 308 和中高级轿车标致 508，而这两款车均不能够带来较大的增量。

图表 10 东风集团中重卡 2005~2011 年产量及预测

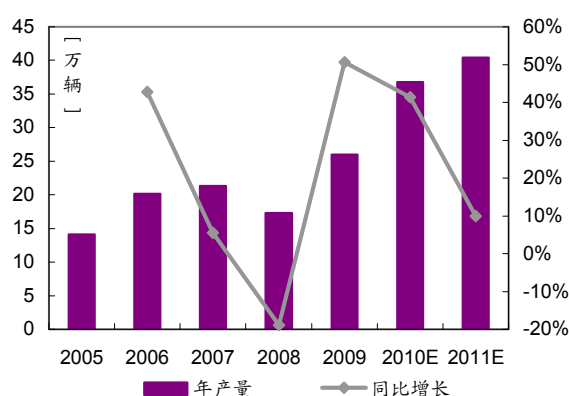
预计 2011 年东风集团中重卡业务将小幅增长 8%~10%

图表 11 神龙汽车 2005~2011 年产量及预测

预计 2011 年神龙汽车产量将小幅增长 10%



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理、预测



资料来源：中汽协，光大证券研究所整理、预测

我们预计公司营业收入的增速将远高于东风集团中重卡销量和神龙汽车销量的增速，原因是：1) 公司及其联营、合营公司近年来不断拓展东风集团之外的客户；2) 东风集团的天锦、天龙等新车型的增速将高于东风集团中重卡的整体增速，而这些新车型将拉动东风科技营业收入的增速。

但我们认为公司今年的毛利率水平或难以维持，原因是近年的毛利率水平显著高于往年，公司相对较高的毛利率水平将使其在下一年与整车企业的价格谈判中处于劣势。

表格 6 东风科技主营业务收入及费用预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
供油系、制动系、压铸件、内饰件	854.81	1,538.66	2,077.19	2,658.80
毛利率	13.1%	15.5%	15.4%	15.2%
组合仪表、传感器、软轴	193.41	266.91	346.98	433.72
毛利率	28.8%	38.0%	37.0%	34.0%
轿车、卡车、汽配销售	193.27	251.25	306.53	367.83
毛利率	3.1%	5.0%	6.0%	5.5%
总收入	1290.0	2129.6	2818.0	3565.1
综合毛利率	14.4%	17.1%	17.1%	16.5%
营业税率	0.33%	0.40%	0.40%	0.40%
销售费率	4.52%	3.90%	3.70%	3.75%
管理费	9.28%	6.00%	5.70%	5.80%
实际税率	11.80%	13.80%	13.20%	13.20%
投资净收益	113.51	115.00	165.00	190.00
归属母公司的净利润	30.36	181	232	272
EPS（全面摊薄）	0.10	0.56	0.76	0.89

2,57

资料来源：光大证券研究所

我们对公司 2010-2013 年 EPS 的预测为 0.56 元、0.76 元、0.89 元和 1.10 元；在此期间，归属母公司的净利润的复合增速为 25.3%。

9 估值

绝对价值评估

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β ($\beta_{levered}$)	1.00
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	12.54%
税率	13.80%
Kd	4.58%
Ve	4420.32
Vd	334
目标资本结构	35.00%
WACC	9.75%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	40.21	0.81%
第二阶段	1499.56	30.04%
第三阶段（终值）	3452.41	69.16%
企业价值 AEV	4992.18	100.00%
加：非经营性净资产价值	290.68	5.82%
减：少数股东权益（市值）	224.89	-4.50%
减：债务价值	334.00	-6.69%
总股本价值	4723.97	94.63%
股本（百万股）	313.56	
每股价值（元）	15.07	
PE（隐含）	26.82	
PE（动态）	23.82	

资料来源：光大证券研究所

按照现金流贴现估值，公司每股价值为 15.07 元。

相对估值评估

我们主要选取 A 股市场的大型国有汽车零部件公司作为东风科技相对估值的可比公司。考虑到市场对东风零部件整体注入东风科技具有较强的预期，我们在可比公司中加入同样具有资产注入预期的汽车零部件上市公司长春一东。从表格 7 中我们可以看出，可比公司组合股价对应的 2010 和 2011 年平均 PE 分别为 27.1 倍和 20.7 倍。

考虑到公司自身业务的稳健成长和资产注入的预期，我们认为东风科技的合理价值区间为 2011 年 20 倍的市盈率水平，即 15.20 元。对于 2010 年 0.56 元和 2012 年 0.89 元的 EPS，对应 PE 分别为 27.1 倍和 17.1 倍。

表格 7 东风科技与可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
600741	华域汽车	10.77	1.04	1.21	1.55	10.4	8.9	6.9
600742	一汽富维	31.8	2.42	2.84	3.41	13.1	11.2	9.3
600178	东安动力	12.66	0.76	0.91	1.24	16.7	13.9	10.2
600148	长春一东	13.87	0.2	0.29	0.4	69.4	47.8	34.7
000581	威孚高科	38.16	1.47	1.76	2.09	26.0	21.7	18.3
平均						27.1	20.7	15.9
600081	东风科技	13.36	0.56	0.76	0.89	23.9	17.6	15.0

注：以上东风科技盈利为光大证券预测，其余公司盈利为一致预测。

资料来源：Wind，光大证券研究所

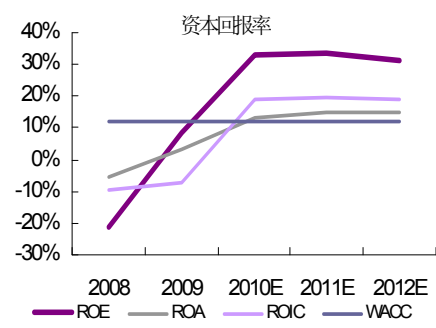
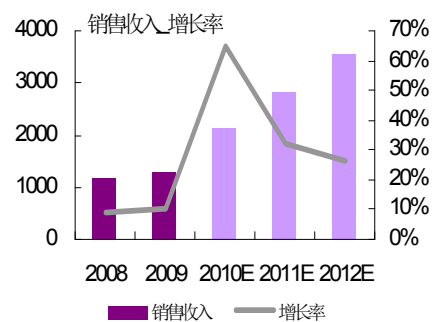
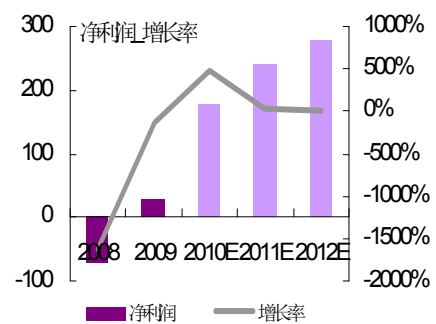
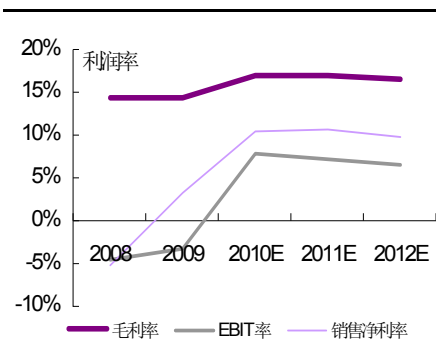
10 投资评价和建议

综合以上两种估值方法，我们得出的公司目标价位为 15.20 元，首次给予“增持”评级。

11 风险分析

公司明年最大的风险是国内中重卡市场和乘用车市场增速出现大幅下滑；中长期的风险是驱动电机等新产品开发进展不顺利。此外，东风零部件资产整体注入也具有较大的不确定性。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,168	1,290	2,130	2,818	3,565
营业成本	1,001	1,104	1,766	2,337	2,976
折旧和摊销	47	50	63	65	67
营业税费	5	4	9	11	14
销售费用	57	58	83	104	134
管理费用	138	120	128	161	207
财务费用	29	21	19	17	13
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	30	114	110	165	190
营业利润	-52	50	260	351	410
利润总额	-60	49	255	345	402
少数股东损益	10	13	44	60	70
归属母公司净利润	-70.50	30.36	176.14	239.50	279.45

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	1,142	1,299	1,692	2,007	2,341
流动资产	446	632	1,058	1,386	1,738
货币资金	41	44	64	85	107
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	181	365	569	753	953
应收票据	94	89	170	225	285
其他应收款	11	3	28	34	39
存货	95	102	174	219	265
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	20	20	0	0	0
长期投资	240	255	266	282	301
固定资产	394	340	340	308	270
无形资产	4	5	5	4	4
总负债	735	855	1,028	1,110	1,184
无息负债	301	486	661	822	977
有息负债	434	369	367	288	207
股东权益	408	444	664	897	1,157
股本	314	314	314	314	314
公积金	89	89	106	130	158
未分配利润	-72	-42	117	266	428
少数股东权益	78	83	127	187	257

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	88	21	-60	70	65
净利润	-71	30	176	240	279
折旧摊销	47	50	63	65	67
净营运资金增加	-148	1	256	168	197
其他	259	-60	-556	-403	-478
投资活动产生现金流	-28	72	101	114	141
净资本支出	30	26	36	35	30
长期投资变化	240	255	-11	-17	-19
其他资产变化	-297	-209	76	95	130
融资活动现金流	-61	-90	-21	-163	-184
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-26	-65	-2	-80	-81
无息负债变化	21	186	175	161	156
净现金流	-1	3	20	21	22

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.68%	10.44%	65.08%	32.33%	26.51%
净利润增长率	-1631.59%	-143.06%	480.17%	35.97%	16.68%
EBITDA 增长率	-110.30%	-222.90%	3101.61%	15.41%	11.80%
EBIT 增长率	-1159.09%	-19.55%	-495.08%	19.95%	14.69%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	-60	138	24	18	15
PB	13	12	8	6	5
EV/EBITDA	-763	611	20	17	15
EV/EBIT	-85	-104	27	23	20
EV/NOPLAT	-83	-118	31	26	23
EV/Sales	4	3	2	2	1
EV/IC	8	9	6	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	14.31%	14.40%	17.06%	17.06%	16.52%
EBITDA 率	-0.51%	0.56%	10.90%	9.51%	8.40%
EBIT 率	-4.55%	-3.31%	7.93%	7.19%	6.52%
税前净利润率	-5.10%	3.80%	11.99%	12.24%	11.29%
税后净利润率 (归属母公司)	-6.04%	2.35%	8.27%	8.50%	7.84%
ROA	-5.32%	3.33%	13.01%	14.92%	14.92%
ROE (归属母公司) (摊薄)	-21.36%	8.42%	32.83%	33.73%	31.06%
经营性 ROIC	-9.71%	-7.32%	19.01%	19.47%	18.99%
偿债能力					
流动比率	0.61	0.74	1.03	1.25	1.47
速动比率	47.73%	62.04%	85.98%	105.19%	124.45%
归属母公司权益/有息债务	0.76	0.98	1.46	2.47	4.35
有形资产/有息债务	2.60	3.48	4.59	6.95	11.30
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	-0.22	0.10	0.56	0.76	0.89
每股红利	0.00	0.00	0.21	0.29	0.33
每股经营现金流	0.28	0.07	-0.19	0.22	0.21
每股自由现金流(FCFF)	0.42	0.10	-0.34	0.13	0.14
每股净资产	1.05	1.15	1.71	2.26	2.87
每股销售收入	3.73	4.11	6.79	8.99	11.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年上市公司工作经验。

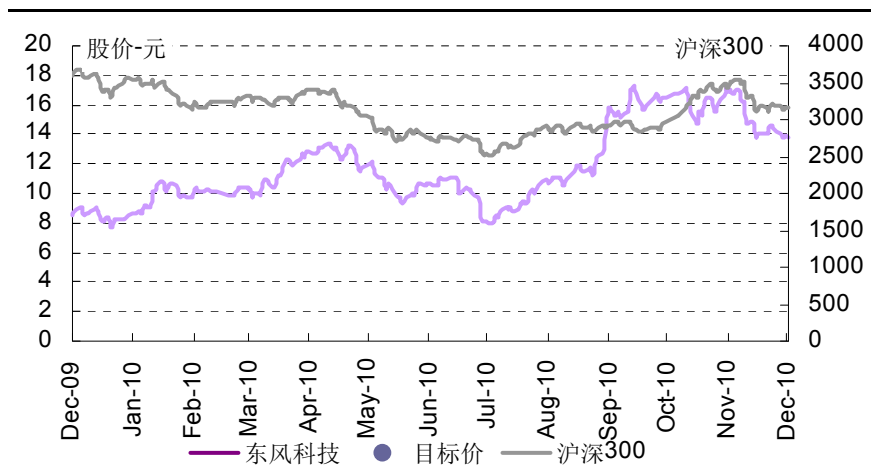
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

东风科技（600081）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。