

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn

东风科技：业绩低于预期，期待零部件资产整合

事件描述

东风科技 3 月 25 日发布 2010 年年报，公司全年实现营业收入 23.07 亿元，同比增长 78.71%，归属于上市公司股东的净利润 1.63 亿元，同比增长 439.69%。每股收益 0.52 元，同比增长约 439.88%。公司分配方案为：每 10 股送现金 1.20 元。我们对此有如下点评：

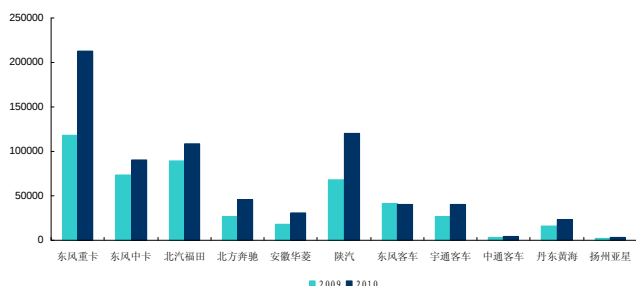
事件评论

第一，下游繁荣带动收入大幅增长，但盈利低于预期

公司 10 年实现收入和归属于上市公司股东的净利润分别增长了 78.71% 和 439.69%，从全年的水平上看增长迅速，主要受益于下游配套整车厂商产量的大幅增长。

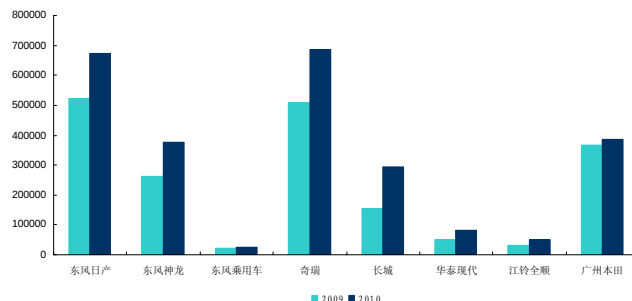
公司配套产品主要包括仪表系统、饰件系统、制动系统、供油系统产品、车身控制器等汽车电子系统产品等，配套下游为东风日产、东风神龙、东风乘用车、奇瑞、长城、东风重卡、东风中卡、北汽福田、北方奔驰、安徽华菱、陕汽、东风客车、宇通客车等。2010 年，东风系中重卡同比增长约 59%，北奔、华菱等增长约 71%，宇通客车、中通客车等增长约 50%，东风系乘用车（日产、神龙、东风）同比增长约 34%，长城同比增长约 90%，下游企业的快速成长是公司业务收入及利润大幅增长的最主要原因。

图 1：公司主要商用车用零部件配套企业增长迅猛



资料来源：CAAM，长江证券研究部

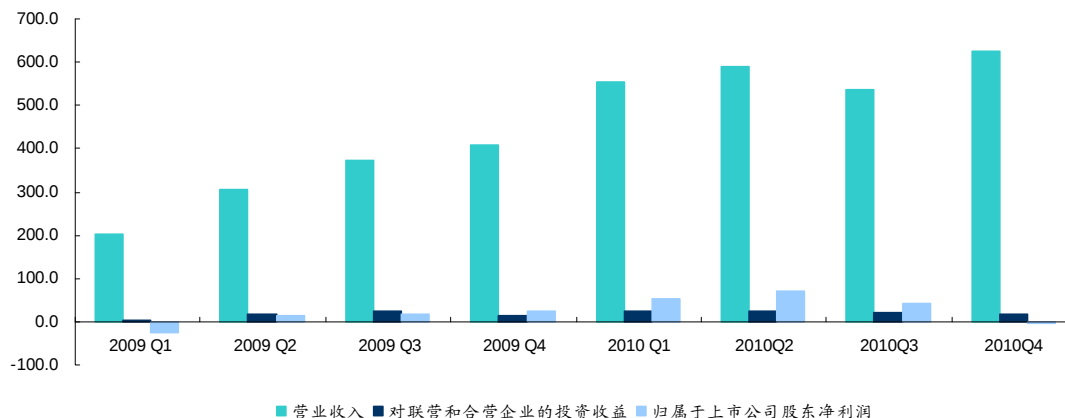
图 2：公司主要乘用车用零部件配套企业增长迅猛



资料来源：CAAM，长江证券研究部

在收入大幅增长的同时，公司每股收益却低于预期。从公司分季度收入和利润情况可以看出，主要原因是公司去年三、四季度在收入大幅增长的同时，利润没有同步增长，且 10 年第四季度归属于上市公司股东的净利润为-493 万元。

图 3： 公司 10 年三、四季度利润未能与收入同步增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，四季度成本及费用上升显著拖累全年业绩

我们始终强调规模对于公司的盈利影响巨大。三季度公司配套的东风中重卡和东风旗下乘用车产量均有所下滑，造成公司第三季度毛利率有所下降，费用率小幅提升。此外我们曾判断，四季度随着下游配套车型特别是中重卡的季节性高峰到来，公司的毛利率有望回暖，与规模相关的费用率有望逐步小幅回升。

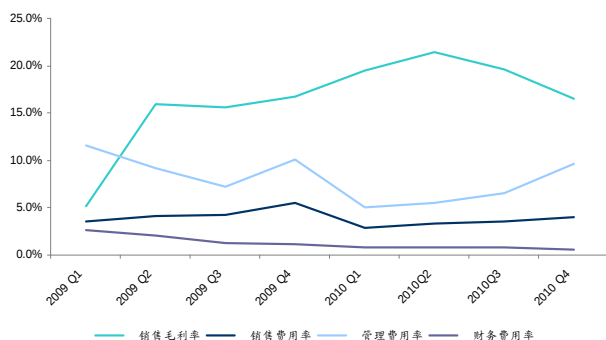
根据行业产量数据和年报信息来看，东风集团的中重卡和乘用车产量第四季度确有明显的提升，但四季度公司营业成本较三季度增加了 9100 万元，销售费用增加了 600 万元，管理费用增加了 2500 万元，资产减值增加了 800 万元，导致公司毛利率下降至 16.46%，同时管理费用率有较大幅度提升，从三季度的 6.57% 升至 9.61%。

我们认为该现象的发生可能主要由于：

1、会计估计变更：由于该项原因，公司年度营业成本、管理费用、销售费用和固定资产的核算均受影响，影响金额约 2165 万元。

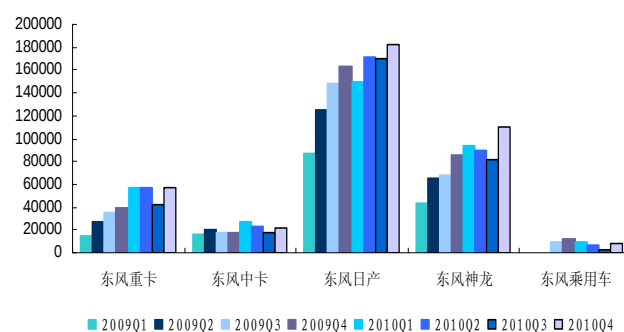
2、人工成本大幅提升：随着人才领域的竞争加剧和国家对改善职工收入及社会保险福利政策的完善，员工人力成本必将较大提升；产能偏紧的 2010 年员工加班费用等也将带来人力成本提升；经营大幅提升可能也为管理层在年末带来较为可观奖金收入等，我们预计可能影响水平在接近 1000 万元。

图 4： 四季度公司毛利率继续下滑，管理费用率上升较大



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5： 下游配套整车产量确有回暖



资料来源：CAAM，长江证券研究部

第三，东风汽车零部件公司组建进展稳健

东风汽车零部件（集团）有限公司由 15 家分（子）公司组成，分布在十堰、襄樊、武汉、苏州、上海等地，从业员工 16000 余人，注册资本 22.3 亿元。这 15 家分（子）公司分别是东风汽车车轮有限公司、东风汽车泵业有限公司、东风汽车悬架弹簧有限公司、东风汽车传动轴有限公司、东风汽车散热器有限公司、东风汽车紧固件有限公司、东风汽车活塞轴瓦有限公司、东风汽车精密铸造公司、东风汽车公司粉末冶金厂、东风电子科技股份有限公司、襄樊东风汽车电子电气有限责任公司、青海东风汽车零部件股份有限公司、武汉东风冲压件有限公司、上海东科汽车零部件有限公司和苏州东风精冲工程有限公司。

表 1：东风汽车零部件（集团）有限公司经营产品及收入情况

下属企业	2008 主营业务收入(万元)	主要产品
东风汽车车轮有限公司	193,536	东风载货车、出口钢圈，东风康明斯等皮带轮
东风汽车泵业有限公司	28,290	空压机，机油泵，水兵总成，供应东风有限，神龙等
东风汽车悬架弹簧有限公司	69,164	中重型汽车，出口钢板弹簧总成，空气悬架
东风汽车传动轴有限公司	37,171	离合器总成，转向横直拉杆，传动轴
东风汽车紧固件有限公司	37,631	重卡，出口标准件
东风汽车活塞轴瓦有限公司	16,084	重卡活塞，活塞环，曲轴瓦，凸轮轴瓦，连杆瓦
东风汽车精密铸造公司	23,302	铸钢件
东风电子科技股份有限公司	109,056	仪表板，制动比例阀，车门内护板
襄樊东风汽车电子电气有限责任公司	23,244	东风康明斯，重汽，上柴起动机，发电机，发电机调节器等
武汉东风冲压件有限公司	73,710	出口轮毂
苏州东风精冲工程有限公司	3,829	变速器操纵机构，精冲模具，精冲零件
东风汽车公司粉末冶金厂		
青海东风汽车零部件股份有限公司		
东风汽车散热器有限公司		
上海东科汽车零部件有限公司		

资料来源：公司公告，2009 汽车工业年鉴，长江证券研究部

注：红色部分为工业年鉴未包括企业

公司于 8 月 25 日公告，公司控股股东东风汽车零部件有限公司更名为“东风汽车零部件（集团）有限公司”，实收资本增加至 13.79 亿元，我们认为零部件公司的剩余注册资本可能将由集团以现金和资产出资，积极帮助该公司完成后续业务整合及发展。类比上汽集团及一汽集团的组合，整车+零部件的双融资平台可能将成为集团业务管理和发展的较好模式。

公司 2 月 28 日股东大会通过了受让湛江德利化油器有限公司股权的议案，受让后公司持有湛江德利股权将从 32% 提升至 52%，完成后湛江德利将成为并表子公司。该受让行动或许将成为公司下属子公司整合和资本运作的开始。我们认为未来零部件公司在完成资产整理和基本运行情况观察后，有望借鉴前人经验，在资本市场逐步推行进一步发展规划。

第四，维持“谨慎推荐”评级

预计公司 11 年 12 年 EPS 分别为 0.71 元和 0.89 元，当前股价 15.04 元，对应 PE 分别为 21.0 倍和 16.8 倍，维持“谨慎推荐”评级。

投资风险主要存在于中重卡市场 2011 年销售存在下滑风险，对应的配套波动对于公司业绩的影响，原材料上涨对于成本端压力等。

表 1: 主要财务指标透视

百万元	2010 Q4	2010 Q3	2010 Q2	2010 Q1	2009 Q4	2009 Q3
EPS(元)	-0.02	0.14	0.23	0.17	0.07	0.06
一、营业总收入	626	537	589	555	409	373
二、营业总成本	625	495	526	501	446	369
营业成本	523	432	463	447	340	315
营业税金及附加	2	1	2	2	1	1
销售费用	25	19	19	16	23	16
管理费用	60	35	32	28	41	27
财务费用	4	4	5	5	5	5
资产减值损失	12	3	4	3	36	5
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	19	20	26	24	66	25
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	19	20	25	24	15	25
四、营业利润	20	61	89	78	29	29
加：营业外收入	0	0	1	0	0	0
减：营业外支出	4	0	1	0	3	1
五、利润总额	16	61	88	78	26	29
减：所得税	6	6	7	7	-1	3
六、净利润	10	56	82	71	27	25
减：少数股东损益	15	12	11	17	4	6
归属于母公司所有者的净利润	-5	44	71	54	23	19
主要比率						
销售毛利率	16.46%	19.60%	21.45%	19.49%	16.74%	15.55%
销售净利率	1.58%	10.41%	13.89%	12.79%	6.53%	6.75%
销售费用率	3.97%	3.60%	3.30%	2.86%	5.56%	4.26%
管理费用率	9.61%	6.57%	5.51%	5.10%	10.14%	7.18%
财务费用率	0.63%	0.81%	0.83%	0.83%	1.16%	1.27%
净资产收益率 ROE	-3.03%	10.51%	15.62%	13.94%	6.63%	5.73%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1290	1935	2322	2786	货币资金	44	356	437	756
营业成本	1104	1527	1876	2224	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	186	408	446	563	应收账款	368	552	662	794
% 营业收入	14.4%	21.1%	19.2%	20.2%	存货	102	141	173	205
营业税金及附加	4	6	8	9	预付账款	30	42	51	61
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	58	58	70	84	流动资产合计	632	1224	1483	2008
% 营业收入	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	120	103	123	148	持有至到期投资	20	79	79	79
% 营业收入	9.3%	5.3%	5.3%	5.3%	长期股权投资	255	255	255	255
财务费用	21	20	20	19	投资性房地产	18	18	18	18
% 营业收入	1.6%	1.0%	0.8%	0.7%	固定资产合计	360	364	309	228
资产减值损失	46	12	7	8	无形资产	5	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	114	140	161	185	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	50	349	379	480	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	3.9%	18.0%	16.3%	17.2%	资产总计	1299	1951	2154	2598
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	369	403	257	0
利润总额	49	349	379	480	应付款项	394	545	670	794
% 营业收入	3.8%	18.0%	16.3%	17.2%	预收账款	2	4	4	5
所得税费用	6	41	45	57	应付职工薪酬	52	72	88	104
净利润	43	308	334	423	应交税费	6	30	33	42
归属于母公司所有者的净利润	30.4	216.2	235.0	297.1	其他流动负债	31	41	50	60
少数股东损益	13	92	100	126	流动负债合计	855	1095	1103	1005
EPS (元/股)	0.10	0.69	0.75	0.95	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	21	233	298	350	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	40	79	87	96	负债合计	855	1095	1103	1005
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	360	544	744	997
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-26	-119	-73	-58	股东权益	83	175	274	400
其他	98	0	0	0	负债及股东权益	444	719	1018	1397
投资活动现金流净额	72	-40	14	38	基本指标	1299	1814	2122	2402
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.097	0.690	0.749	0.948
股权融资	0	0	0	0	BVPS	1.15	1.74	2.37	3.18
银行贷款增加 (减少)	-65	73	-146	-257	PE	131.47	18.46	16.99	13.43
筹资成本	25	-53	-55	-63	PEG	1.15	0.16	0.15	0.12
其他	-50	0	0	0	PB	11.07	7.33	5.37	4.01
筹资活动现金流净额	-90	21	-201	-321	EV/EBITDA	35.92	8.34	7.23	5.07
现金净流量	3	213	111	67	ROE	8.4%	39.7%	31.6%	29.8%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。