

2011-06-21

汽车和汽车零部件

东风科技 600081-SH

推广气压式 ABS 仍需时日

◇ 报告起因：草根调研气压式 ABS 在重卡市场的推广情况

◆ “铁路警察各管一段”，工信部修订国标难以激活气压式 ABS 市场

国标 GB7258《机动车运行安全技术条件》2010 年修订版要求从 2011 年 4 月 1 日起在以下重型车强制性安装防抱制动装置：1) 车长大于 9m 的公路客车、旅游客车、不允许乘客站立的公共汽车及所有专用校车；2) 半挂牵引车和总质量大于 12000kg 的货车；3) 危险货物运输车。但我们在重卡市场的草根调研中发现，工信部只能要求各车企做好产品一致性，保证出厂的重卡均配有气压 ABS；而负责汽车上牌和年检的机动车辆检测站属于公安部管辖，各机动车辆检测站一无动力、二无能力来验证上牌和年检的重卡是否配有气压 ABS，因此在实际操作中，重卡客户可以在购买重卡后再将气压 ABS 拆下，“返销”给汽车经销商，或者有的重卡搭载的气压式 ABS 基本上就是一个摆设。

◆ 气压式 ABS 的推广需要重卡司机提高安全意识和改善驾驶习惯

我们认为，多年来国内重卡市场推广气压式 ABS 进展缓慢的首要原因是国内重卡司机的安全驾驶意识有待提高。在各种乱收费、乱罚款和长期低迷运价的双重挤压之下，国内许多重卡司机已将超载超限等危险驾驶习惯视为常态。气压式 ABS 不仅会增加 4000~8000 元的购车成本，还因为气压式 ABS 工作时连续点刹，使得某些重卡司机驾驶时感觉不习惯。

◆ 内外饰业务增速乏力，成本压力加大，预计净利润增速低于 15%

我们预计，今年公司的制度系统、仪表业务、有色铸造三项业务的营业收入增速都有望达到 50%，但为公司贡献 60%以上净利润的内外饰业务受重卡市场下滑和日本大地震对东风日产、东风本田等日系合资品牌乘用车销量的影响，今年营业收入和净利润都难以大幅增长，再加上今年原材料和人工成本的上升，公司今年的净利润增速将在 15%以内。

◆ 下调 2011 年盈利预测至 0.60 元，下调至“增持”评级

我们认为，虽然公司股价前期已随大盘大幅下挫，但气压式 ABS 在国内重卡市场的推广和公司盈利能力的改善都仍需有待时日，即使反弹，空间也会有限。下调公司 2011~2013 年的盈利预测至 0.60 元/0.72 元/0.89 元，下调公司评级至“增持”，给予 3 个月目标价 10.80 元，对应公司 2011 年 18 倍 PE。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,290	2,307	3,145	3,959	4,916
营业收入增长率	10.44%	78.81%	36.34%	25.90%	24.16%
净利润（百万元）	30	164	188	225	278
净利润增长率	-143.06%	439.69%	14.64%	19.59%	23.71%
EPS（元）	0.10	0.52	0.60	0.72	0.89
ROE（归属母公司） （摊薄）	8.42%	31.25%	27.84%	27.26%	27.46%
P/E	124	23	20	17	14
P/B	10	7	6	5	4
EV/EBITDA	553	16	14	12	10



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

下调

增持

当前价格	9.94 元
目标价格	10.80 元
目标期限	3 个月

分析师：

于 特(执业证书编号：S0930510120015)

联系人：

奉 玮

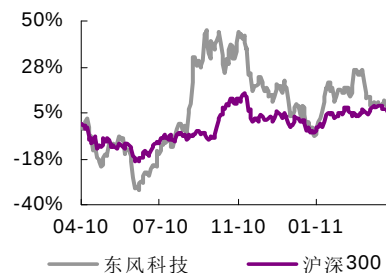
021-22169320

fengw@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	314
总市值(百万元)	3,772
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)	4.51
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	0.20	-10.67	5.18
绝对收益	-6.67	-13.45	14.25

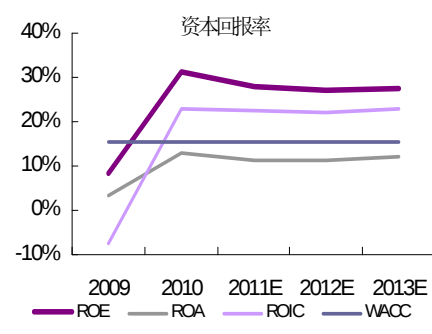
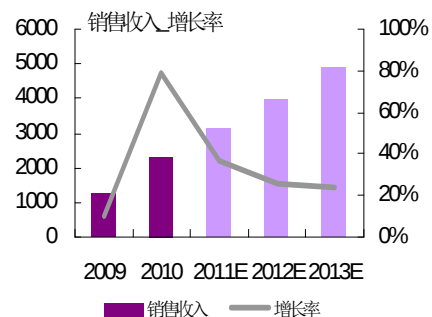
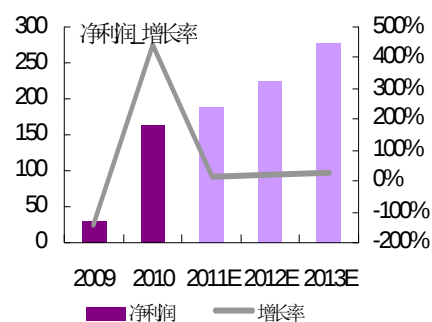
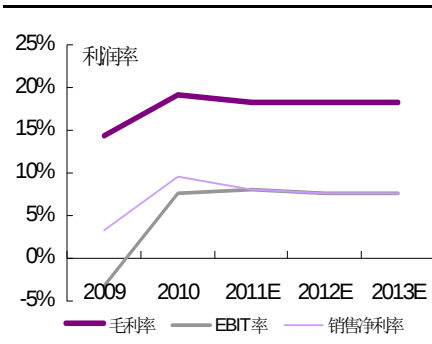
相关报告：

国标修订版激活气压式 ABS 市场
..... 2011-03-18
业绩稳健增长，兼具多重概念
..... 2010-12-12

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,290	2,307	3,145	3,959	4,916
营业成本	1,104	1,864	2,569	3,233	4,020
折旧和摊销	50	73	61	64	66
营业税费	4	8	13	16	20
销售费用	58	79	116	148	182
管理费用	120	156	208	257	315
财务费用	21	18	22	25	25
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	114	88	65	75	85
营业利润	50	248	295	353	437
利润总额	49	244	289	345	427
少数股东损益	13	55	63	75	93
归属母公司净利润	30.36	163.85	187.83	224.64	277.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,299	1,673	2,213	2,622	3,087
流动资产	632	1,044	1,594	1,980	2,428
货币资金	44	55	94	119	147
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	365	613	841	1,058	1,314
应收票据	89	162	252	317	393
其他应收款	3	10	41	48	54
存货	102	127	254	304	359
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	255	250	283	320	363
固定资产	340	305	303	285	257
无形资产	5	7	6	6	6
总负债	855	1,021	1,348	1,534	1,717
无息负债	486	707	952	1,124	1,309
有息负债	369	314	397	410	408
股东权益	444	652	865	1,089	1,370
股本	314	314	314	314	314
公积金	89	89	107	130	158
未分配利润	-42	122	254	381	541
少数股东权益	83	127	190	265	357

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21	68	6	123	143
净利润	30	164	188	225	278
折旧摊销	50	73	61	64	66
净营运资金增加	1	210	291	214	263
其他	-60	-379	-534	-379	-464
投资活动产生现金流	72	24	11	-13	3
净资本支出	26	32	58	50	40
长期投资变化	255	250	-33	-38	-43
其他资产变化	-209	-258	-15	-25	5
融资活动现金流	-90	-81	23	-87	-116
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-65	-55	83	13	-2
无息负债变化	186	221	244	172	185
净现金流	3	11	40	24	29

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.44%	78.81%	36.34%	25.90%	24.16%
净利润增长率	-143.06%	439.69%	14.64%	19.59%	23.71%
EBITDA 增长率	-222.90%	3360.03%	24.60%	17.17%	20.89%
EBIT 增长率	-19.55%	-515.95%	41.70%	20.14%	24.45%
估值指标					
PE	124	23	20	17	14
PB	10	7	6	5	4
EV/EBITDA	553	16	14	12	10
EV/EBIT	-94	23	17	15	12
EV/NOPLAT	-106	26	20	17	14
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	8	6	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	14.40%	19.19%	18.31%	18.35%	18.22%
EBITDA 率	0.56%	10.88%	9.94%	9.25%	9.01%
EBIT 率	-3.31%	7.71%	8.01%	7.65%	7.66%
税前净利润率	3.80%	10.57%	9.17%	8.72%	8.68%
税后净利润率 (归属母公司)	2.35%	7.10%	5.97%	5.67%	5.65%
ROA	3.33%	13.07%	11.32%	11.42%	12.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.42%	31.25%	27.84%	27.26%	27.46%
经营性 ROIC	-7.32%	22.99%	22.35%	22.29%	23.10%
偿债能力					
流动比率	0.74	1.02	1.18	1.29	1.41
速动比率	62.04%	89.81%	99.40%	109.27%	120.49%
归属母公司权益/有息债务	0.98	1.67	1.70	2.01	2.48
有形资产/有息债务	3.48	5.27	5.56	6.38	7.54
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.10	0.52	0.60	0.72	0.89
每股红利	0.00	0.12	0.24	0.29	0.35
每股经营现金流	0.07	0.22	0.02	0.39	0.46
每股自由现金流(FCFF)	0.10	0.04	-0.26	0.21	0.30
每股净资产	1.15	1.67	2.15	2.63	3.23
每股销售收入	4.11	7.36	10.03	12.63	15.68

资料来源：光大证券、上市公司

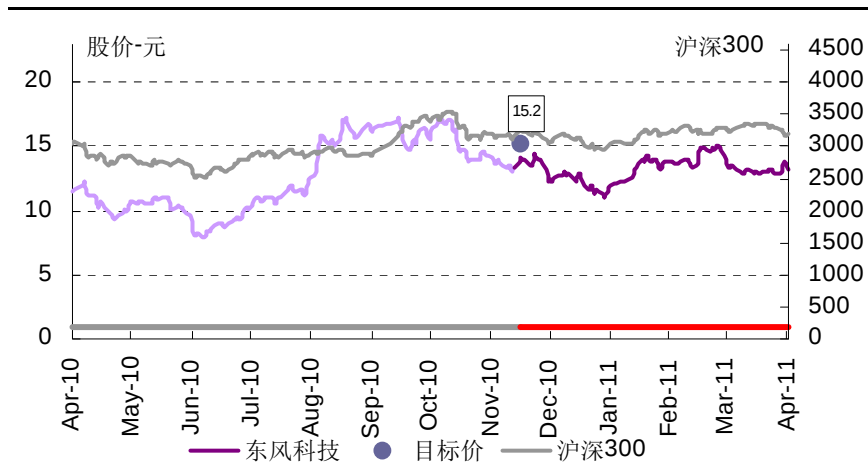
分析师声明

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，本证券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



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2010-12-13	13.10	15.20	增持
2011-03-18	14.90	22.50	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

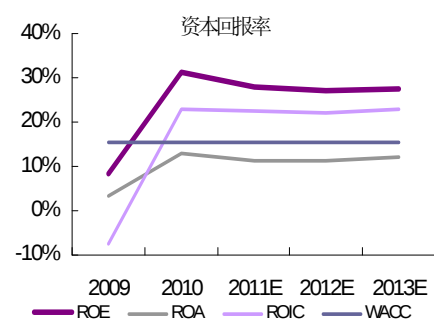
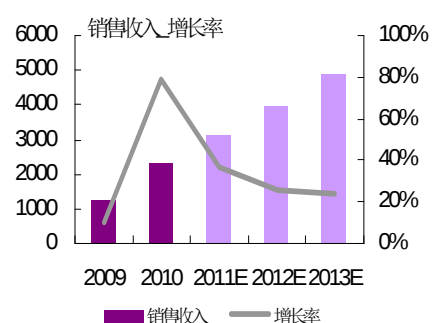
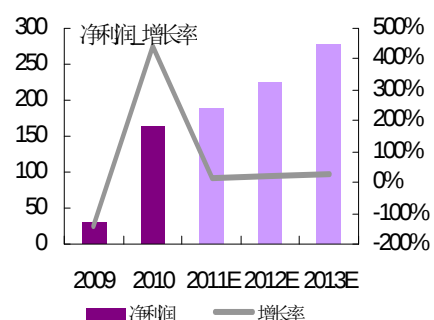
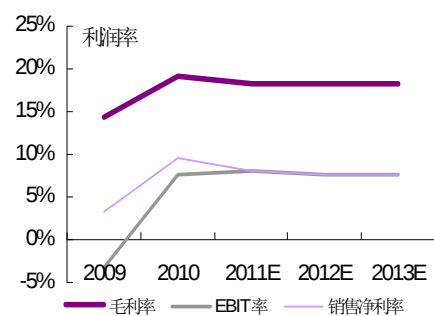
光大证券股份有限公司

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

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,290	2,307	3,145	3,959	4,916
营业成本	1,104	1,864	2,569	3,233	4,020
折旧和摊销	50	73	61	64	66
营业税费	4	8	13	16	20
销售费用	58	79	116	148	182
管理费用	120	156	208	257	315
财务费用	21	18	22	25	25
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	114	88	65	75	85
营业利润	50	248	295	353	437
利润总额	49	244	289	345	427
少数股东损益	13	55	63	75	93
归属母公司净利润	30.36	163.85	187.83	224.64	277.90

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,299	1,673	2,213	2,622	3,087
流动资产	632	1,044	1,594	1,980	2,428
货币资金	44	55	94	119	147
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	365	613	841	1,058	1,314
应收票据	89	162	252	317	393
其他应收款	3	10	41	48	54
存货	102	127	254	304	359
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	255	250	283	320	363
固定资产	340	305	303	285	257
无形资产	5	7	6	6	6
总负债	855	1,021	1,348	1,534	1,717
无息负债	486	707	952	1,124	1,309
有息负债	369	314	397	410	408
股东权益	444	652	865	1,089	1,370
股本	314	314	314	314	314
公积金	89	89	107	130	158
未分配利润	-42	122	254	381	541
少数股东权益	83	127	190	265	357

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	21	68	6	123	143
净利润	30	164	188	225	278
折旧摊销	50	73	61	64	66
净营运资金增加	1	210	291	214	263
其他	-60	-379	-534	-379	-464
投资活动产生现金流	72	24	11	-13	3
净资本支出	26	32	58	50	40
长期投资变化	255	250	-33	-38	-43
其他资产变化	-209	-258	-15	-25	5
融资活动现金流	-90	-81	23	-87	-116
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-65	-55	83	13	-2
无息负债变化	186	221	244	172	185
净现金流	3	11	40	24	29

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.44%	78.81%	36.34%	25.90%	24.16%
净利润增长率	-143.06%	439.69%	14.64%	19.59%	23.71%
EBITDA 增长率	-222.90%	3360.03%	24.60%	17.17%	20.89%
EBIT 增长率	-19.55%	-515.95%	41.70%	20.14%	24.45%
估值指标					
PE	124	23	20	17	14
PB	10	7	6	5	4
EV/EBITDA	553	16	14	12	10
EV/EBIT	-94	23	17	15	12
EV/NOPLAT	-106	26	20	17	14
EV/Sales	3	2	1	1	1
EV/IC	8	6	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	14.40%	19.19%	18.31%	18.35%	18.22%
EBITDA 率	0.56%	10.88%	9.94%	9.25%	9.01%
EBIT 率	-3.31%	7.71%	8.01%	7.65%	7.66%
税前净利润率	3.80%	10.57%	9.17%	8.72%	8.68%
税后净利润率 (归属母公司)	2.35%	7.10%	5.97%	5.67%	5.65%
ROA	3.33%	13.07%	11.32%	11.42%	12.00%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.42%	31.25%	27.84%	27.26%	27.46%
经营性 ROIC	-7.32%	22.99%	22.35%	22.29%	23.10%
偿债能力					
流动比率	0.74	1.02	1.18	1.29	1.41
速动比率	62.04%	89.81%	99.40%	109.27%	120.49%
归属母公司权益/有息债务	0.98	1.67	1.70	2.01	2.48
有形资产/有息债务	3.48	5.27	5.56	6.38	7.54
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.10	0.52	0.60	0.72	0.89
每股红利	0.00	0.12	0.24	0.29	0.35
每股经营现金流	0.07	0.22	0.02	0.39	0.46
每股自由现金流(FCFF)	0.10	0.04	-0.26	0.21	0.30
每股净资产	1.15	1.67	2.15	2.63	3.23
每股销售收入	4.11	7.36	10.03	12.63	15.68

资料来源：光大证券、上市公司

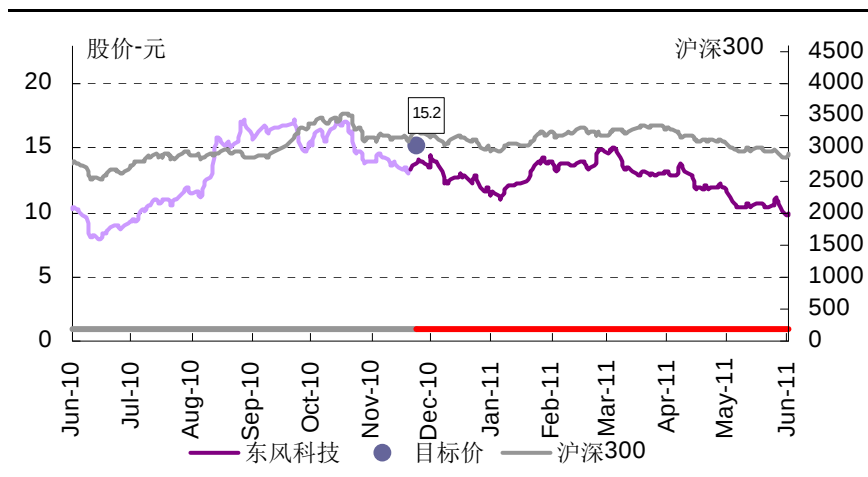
分析师声明

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，本证券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	评级
2010-12-13	13.10	15.20	增持
2011-03-18	14.90	22.50	买入
2011-06-13	14.90	11.40	增持

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。

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
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	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
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@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
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
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

风险提示及免责声明

本证券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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。