

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

东安动力 (600178)

强烈推荐 (维持)

夯实基础、等待腾飞

2010年4月12日

余兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing006@pingan.com.cn
王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	Wangdean002@pingan.com.cn

事项

东安动力披露2009年报：实现营业收入21.55亿元，同比增长22.9%；净利润2.34亿元，增长46%。每股收益0.51元，每股净资产4.64元。本年度不进行利润分配及转增股本。

主要观点

在我们2010年1月26日发布的东安动力深度报告《自动变速箱增强东安三菱竞争优势》中我们指出：“1) 在新长安集团平台上，东安动力将面临更好的经营环境、更广的客户范围。公司本部业绩有望逐步稳定；2) 东安三菱发动机产品在我国自主品牌轿车的发展大潮中将具备长期发展基础。自动变速箱产品将填补市场空白，对保持公司在核心动力总成领域上的领先优势具有战略意义。”目前看东安动力发展符合预期，我们维持前期观点并维持“强烈推荐”评级，预计2010年、2011年每股收益分别为1.22元、1.39元，目标价24元。

东安动力主要利润来源为持股36%的东安三菱，东安三菱产品为从日本三菱汽车引进的4G1、4G9系列等发动机及变速箱，主要配套1.3升至2.0升轿车，主要客户为比亚迪、江淮等自主品牌轿车产品。东安动力本部产品为微车发动机及变速器，具备年产发动机及变速箱50万台的实际产能，主要客户为哈飞、昌河。

1、业绩低于预期。主要是因东安三菱新建自动变速箱项目的影响。据了解，该公司09年计提自动变速箱项目相关费用在1.5亿元左右，此外新增固定资产也开始计提折旧，对09年利润影响较大。上述费用的财务处理具有一定灵活性。虽对09年业绩影响较大，但夯实了后期利润基础。

2、东安三菱实际盈利水平依然较高。该公司客户主要为比亚迪、江淮等国内自主品牌轿车企业，跟随自主轿车的爆发式增长，公司产品供不应求。09年销售发动机47.5万台，同比增长43.8%。虽然自动变速箱项目投产导致该公司一次性计提较多，其净利率依然保持在15%左右。我们测算，剔除此影响，公司发动机业务净利率应为18%—21%。

3、本部大幅减亏，毛利率创近年高点。09年本部下游行业——交叉型乘用车受政策优惠最大，销量为195万辆，增幅高达83%。公司主配车厂昌河、哈飞销量增幅分别为42%、30%，新开发的客户需求也显著增加，带动了公司发动机产销较大幅度增长。

09年本部亏损约2000万元，较08年大幅减亏1亿元，09年本部计提了资产减值损失2000

余万元。本部销售微车发动机32.2万台，同比增长39%；均价6696元，同比降低1000元，均价降低导致营收增幅（23%）低于销量增幅；毛利率11.88%为05年以来高点，本部收入65%依然来自昌河、哈飞。

图表1 东安动力本部业务

单位：万元、辆、万元/台

项目	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
收入	251202	225467	217637	185254	175433	215520
销量	346817	317560	301785	246302	225390	321849
均价	0.72	0.71	0.72	0.75	0.78	0.67
毛利率	15.82%	11.64%	8.85%	9.20%	3.95%	11.88%

资料来源：公司公告

4、乐观预期2010年

1) **本部经营环境显著改善**：随着昌河、哈飞、东安动力股权由中航集团划入长安集团，东安动力经营环境将有明显改善。一方面，东安动力将获得更广泛的整车资源（可能给河北长安等新客户配套）支持，降低了其作为独立微车发动机企业的生存压力；另一方面，长安集团对昌河、哈飞进行了快速高效的整合，其作为整车资源将受益于大长安的长远规划，目前看，昌河已经开始走出低谷，后期哈飞也有望逐步摆脱困境。

本部近年重点开发了江淮汽车、郑州海马、比亚乔等新客户，并提供了样机，为下一步批量供应奠定了基础。变速器产品开发方面，已完成了对奇瑞公司及比亚乔公司供货的准备，预计2010年将可批量供货。

2) **本部新品研发取得新进展**：在DA468QA/DA468QB发动机基础上开发了DAK10A 和DAK10B发动机；DA5系列1.3L后驱MPI发动机首台样机于2009年6月13日点火成功；DA5系列1.3L前驱MPI发动机及1.3L后驱VVT 状态发动机完成样机装配。此外，公司以需求为导向，为比亚乔开发了DA471QLR发动机、DAT13R变速器，为奇瑞公司研制了BS10-2DQ 变速器，为江淮汽车研制了K10ARU 发动机、BSA10F 变速器等。

3) **东安三菱发动机下游客户销量依然高增长**：目前自主品牌轿车正处于爆发式增长阶段，2010年主要自主轿车企业均制定了翻番式的增长计划，保障了东安三菱发动机延续高增长。同时鉴于汽车发动机的技术、工艺及配套规模等门槛，我们认为其它诸多自主车型虽逐步投产发动机项目，但仍保持着对独立发动机车企的采购需求。技术成熟、性价比较高的东安三菱发动机在我国自主品牌轿车发展大潮中具有较长期的生存成长环境。通过将4G9线进行改造，东安三菱目前已具备约70万台产能。

4) **自动变速箱投产战略意义重大**。基于对自动变速器市场形势及前景的分析，借助与三菱汽车合资合作的平台，东安三菱于2008年与三菱汽车签订了自动变速器技术转让协议。对比其它跨国企业在华设立独资或控股型生产基地，东安三菱自动变速箱项目的技术引进显得尤其难能可贵。

该自动变速器项目产品可匹配排量1.3L—1.8L、2.0—2.4L发动机，可匹配国内自主品牌汽车及三菱系列车型。东安三菱的自动变速箱可在一定程度上缓解目前我国自主品牌

轿车较少自动挡产品的现状。

由于同为三菱技术来源和平台的动力总成产品，新投产的三菱自动变速箱与三菱发动机有天然匹配优势，借助自动变速箱自身技术优势及发动机客户资源，我们对该项目的市场前景非常乐观，该项目将成为东安三菱未来的又一重要利润支柱。同时，三菱的自动变速箱产品的销售还将稳固东安三菱与发动机客户的配套关系。

2010年2月该产品正式下线投产，目前为CKD，预计2010年年底上机加线，届时制造成本将逐步降低。

5、盈利预测与投资建议：预计公司2010本部微车发动机销售37万台，本部将略有盈利；东安三菱销售发动机销售64万台，同比增35%。预计2010、2011年每股收益分别为1.22元、1.39元。给予其2010年20倍市盈率，则公司合理价值为24元左右；如考虑上市公司再增持东安三菱股权的19%，则利润更有望增厚约50%，维持“强烈推荐”评级。

图表2 东安动力年度、季度经营简况

单位：万元

项 目	年度		季度			
	2008年	2009年	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09
营业总收入	175433	215520	45998	64607	52092	52823
资产减值损失	-1676	2005		-368		2373
投资净收益	28396	25502	2890	3522	1582	17509
净利润	16020	23409	2289	7158	1404	12559
每股收益(元)	0.35	0.51	0.05	0.15	0.03	0.27
净利润-投资收益	-12377	-2093	-601	3636	-178	-4950
毛利率	4.0%	11.9%	9.1%	15.2%	12.1%	10.1%
销售费用率	1.3%	1.8%	1.2%	1.4%	1.5%	3.0%
管理费用率	8.2%	8.6%	7.4%	6.6%	9.3%	11.6%
财务费用率	2.3%	1.2%	1.5%	1.0%	1.2%	1.3%
三项费用	11.8%	11.6%	10.0%	8.9%	12.0%	15.9%
摊销折旧/营业成本	6.8%	5.7%				

资料来源：公司公告

图表3 东安动力盈利预测

单位:万元

项 目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	217637	185254	175433	215520	247244	270747
二、营业总成本	221282	197580	187966	217627	244396	269610
营业成本	198379	168219	168495	189921	218811	241507
营业税金及附加	635	690	524	711	865	948
销售费用	5268	4417	2224	3787	3709	4007
管理费用	14786	12077	14408	18597	18543	20035
财务费用	1288	2990	3991	2607	2967	3114
资产减值损失	927	9186	-1676	2005	-500	0
三、其他经营收益						
投资净收益	8357	26889	28396	25502	51859	61010
四、营业利润	4712	14563	15864	23394	54708	62147
加：营业外收入	147	733	160	26	2500	2500
减：营业外支出	1231	226	5	11	20	50
五、利润总额	3628	15070	16020	23409	57188	64597
减：所得税	48		0	0	799	538
六、净利润	3580	15070	16020	23409	56389	64059
七、每股收益(元)	0.08	0.33	0.35	0.51	1.22	1.39

资料来源：平安证券研究所

风险提示：

公司本部对哈飞、昌河微车业务依赖度较大。东安三菱自动变速箱产品销售进度具有一定不确实性。

近期相关报告

东安动力深度报告——自动变速箱增强东安三菱竞争优势（2009年1月26日）

减档前行，耐力致胜——汽车行业2010年投资策略（2009年11月26日）

东安动力调研简报——产业振兴政策增添发展动力（2009年3月5日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257