场有风险，投资需谨慎。

调研简报

东安动力 (600178)

强烈推荐 (维持)

本部持续改善，东安三菱延续较快增长

2010 年 5 月 9 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

近日我们调研了东安动力，其间与公司高管进行了交流，参观了东安三菱发动机公司，并了解该公司新产品投产情况。

主要观点

一、本部持续改善

1、对 2010 年微车行业的判断

预计 2010 年微车淡季相对较长，但全年应该同比略有增长。东安动力增幅高于行业，主要是原有主要客户改善，并拓展了部分新客户。

2、现有主要客户昌河、哈飞有望改善

09 年本部产品 85%以上出售给昌河、哈飞，但较 08 年的比例仍有所降低。预计 2010 年昌河、哈飞增幅将高于行业增幅。哈飞主要是通过市场网络和渠道的拓展，昌河与长安在销售渠道上进行一些合作，并借鉴其管理经验。长安集团的新车型如 S460 将交哈飞生产，该车型既可匹配 DAE 发动机也可匹配东安本部发动机。公司对昌河、哈飞的改善持乐观态度。2010 年昌河目标 20 万辆(同比增 27%)，哈飞目标位 30 万辆(同比增 22%)。

新客户拓展情况：1）原有客户配套比例上升。如一汽吉林配套东安本部发动机比例逐年上升，主要配套森雅车型（08 年森雅卖 3 万台，用东安发动机 8000 台；09 年森雅卖 8 万台，用东安发动机 2.4 万台）。一汽吉林 2010 年销售目标为 12—15 万辆，其中预计 5—7 万辆为森雅，其中 40%给东安配套。一汽集团对一汽吉林重视度提高，后续还有新基地扩产计划。2）其它客户：与比亚乔签订发动机及变速箱供货协议，预计 2010 年有 1 万台 K 系列发动机采购量，6000 台变速箱采购量，以后每年配套量还将提高。江淮悦悦配套本部 K 系列发动机，2010 年 8—9 月将批量上市，现在每月已供货几百台。海马配套了 2 款发动机，但目前还在试验中。其它新拓展客户还有陕汽收购的汉江微车、其它一些电动车厂等。

3、本部新项目、新产品进展

本部新品研发绝大部分是自力更生，也借鉴了一些国外先进发动机技术。在 468 系列上改进的一款发动机匹配江淮、海马，目前具备了量产条件。在 465 系列上改进的一款已量产，具备突出的性价比优势，09 年仅匹配哈飞小霸王，2010 年将拓展到一汽吉林 V70、

昌河及哈飞等其它车型。DA5 系列，2010 年底或 2011 年初将有 5 万台小批量生产。此外变速箱也有一些新的改进及产品。

09 年公司公告三新项目获得 6000 万补贴（今后随项目进度逐步兑现），其中的 6 速高档变速器已经开始研制。

4、对本部发动机 2010 年销量的预计

预计将超过 09 年销量，对年报中提出的 42.6 万台有信心。

5、2010 年本部微车发动机均价、毛利率变化趋势

均价跟产品结构有关，465 系列价格呈下降趋势。预计 2010 年产品均价及毛利率持平略降。

6、09 年本部计提了一些费用(资产减值损失 2000 万)，2010 年是否还存在该类费用？

09 年计提的资产减值损失主要包括针对应收账款和存货所计提的减值。目前看，与昌河的账款往来已正常化，与哈飞也在逐步改善中（09 年降低应收账款 2.7 亿元，哈飞承诺 2010 年再减少 2 亿元左右）。2010 年存货亦不会同比增加，因此，2010 年即使有计提资产减值损失，也将少于 09 年。

7、划入长安集团后，大长安战略对东安动力的影响

长安针对哈飞、昌河等整车厂的整合有：产品、产能的划分，整车产品产能划分将影响到中间产品发动机，长安集团将本着“区域经济效益最大化”的原则进行发动机产能布局。

二、关于东安三菱

三厂自动变速箱总装及机加线正处于调试、匹配、试验中，下半年可以量产。目前 DAE 发动机部分客户的自动挡产品就是进口自三菱，即现在将国产化的自动变速箱产品。

自动变速箱价格约为 1.1—1.2 万元/台，总体上高于对应的发动机均价。随国产化率提高后成本将降低，自动变速箱匹配排量 1.3L—1.8L、2.0—2.4L 发动机，可匹配国内自主品牌及三菱系列车型。

客户自配发动机问题：由于规模效应、前期成本摊销等原因，自主品牌自制发动机的质量、成本状况难以达到东安三菱的水平；另外，部分用户对整车所使用的发动机有要求。因此在较长时期内自主品牌车企将有对 DAE 发动机产品的持续需求。另外，由于变速箱与发动机较高的匹配要求，自主品牌轿车采用东安三菱自动变速箱之后又将巩固发动机的配套关系。

三、盈利预测与投资建议

维持前期预测，即公司 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。

目前轿车市场增速放缓，汽车股估值水平下移。如按 2010 年 15 倍市盈率，则公司合理价格为 18 元左右；如考虑上市公司再增持东安三菱 19%的股权，则 EPS 更有望增厚约 40%，维持“强烈推荐”评级。

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。

图表1　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

近期相关报告

东安动力2009年报点评——夯实基础、等待腾飞（2010年4月12日）
东安动力深度报告——自动变速箱增强东安三菱竞争优势（2010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%）

此报告旨为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