

机械、汽车

报告原因: 中报点评

2010年8月19日

市场数据: 2010年8月18日

收盘价	12.98
52周内高	18.51
52周内低	3.00
总市值(百万元)	5997.80
流通市值(百万元)	5997.80

东安动力 (600178)

下游需求存在压力

中性

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测:

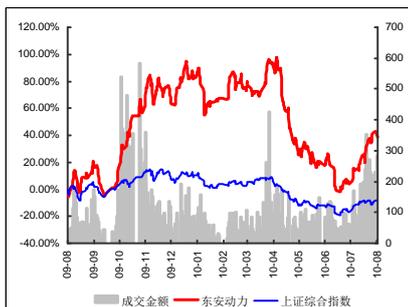
单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2008A	1754	-5%	4%	160	6%	0.35	37
2009A	2155	23%	12%	234	46%	0.51	26
2010E	2694	25%	11%	315	35%	0.68	19
2011E	3233	20%	12%	402	28%	0.87	15

投资要点:

- ◆ **业绩增长低于行业水平, 但本部扭亏为盈, 经营管理表现出色。** 半年报显示 10 年上半年公司录得 13.4 亿元的营业收入, 同比增长 21.4%, 虽然目前汽车及零部件行业上市公司的业绩并未全部推出, 但是我们预计全行业上半年业绩同比增长 50% 以上应不成问题, 因此公司的业绩增长低于行业水平。上半年, 公司本部贡献将近 0.17 亿元的利润, 整体扭亏为盈, 成为公司上半年经营的主要亮点。
- ◆ **微客市场下滑影响公司业绩。** 公司主营增长较低主要是由于二季度以来国内微客市场增长大幅度下滑, 与上半年其它各类车型的异常高增长反差明显 (图 1), 而公司本部的发动机主要供应哈飞和昌河两家微客生产企业, 对此细分市场依赖较重。同时, 半年报显示公司联营子公司东安三菱为公司贡献 0.85 亿元的投资收益, 同比增长 36%, 东安三菱是国内自主品牌轿车主要的动力总成供应商之一, 上半年自主品牌轿车整体销量增速有所下滑但情况仍然乐观, 因此东安三菱的业绩表现仍然不错。
- ◆ **未来行业下行对公司影响较大。** 公司的经营对国内微客及自主品牌轿车两个细分子行业依赖严重, 未来几个季度汽车行业销量增速进入下滑阶段, 而这两个细分子行业受到的冲击将是最大的。微客市场本来就不是一个很大的市场, 经过 09、10 年的行业爆发后, 增长空间已接近饱和。同时, 自主品牌轿车虽然在汽车行业整体上行阶段表现出众, 而在行业下行阶段以现在自主品牌轿车的产品水平其增长将受到很大的压力, 这在近期的汽车销量表现中已有所体现 (图 2)。行业下行对东安三菱新投产的自动变速箱生产项目也带来了一定的压力, 目前国内合资品牌轿车自动变速箱的供应格局已经较为稳定, 公司的目标客户是众多缺乏核心

一年股价走势



研究员

白宇

执业证书编号: S0760210080006

电话: 010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

联系人

张小玲

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

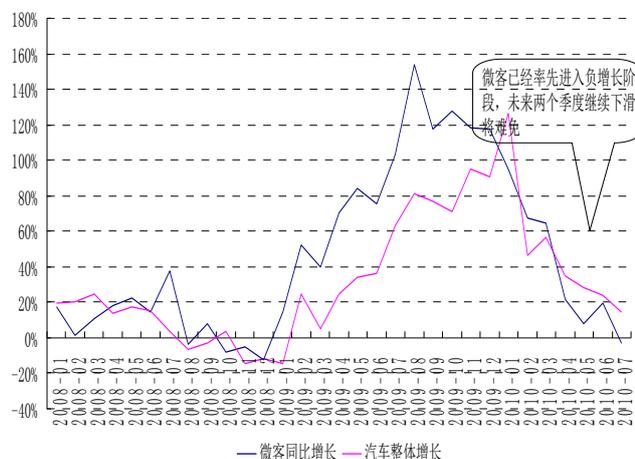
http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

技术的自主品牌轿车企业，虽然自动变速箱轿车占比上升仍然是大势所趋，但行业下行对其需求必将产生影响。同时，随着华泰欧意得等企业的自动变速箱投产，行业供给已经不在像过去一样紧张。这使得东安三菱新投产的变速箱项目是否能达到预期的效果产生了不确定性。

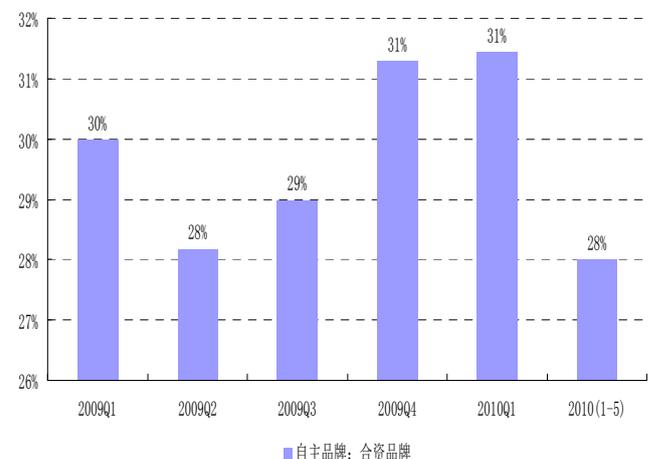
- ◆ **控 股 人 长 安 集 团 对 公 司 的 整 合 成 为 主 要 看 点。** 市场对公司并入长安集团后的资产整合关注较多，对长安汽车的微车及自主品牌轿车使用公司发动机、变速箱产品，以及长安集团与公司共享技术、注入其他零部件资产等报有较大的期望。我们认为长安微车有自己发动机及变速箱生产线，自主品牌轿车悦翔的发动机也是由内部的重庆江陵发动机公司供应，短期内大量使用公司产品可能性不大，因此与长安集团业务协同效应的发挥仍有待时日。资产注入方面，虽然长安集团有相当数量的零部件资产，但与上汽、一汽的已经相对较为完善的零部件体系不同，长安集团的零部件体系仍有待大力的发展，过早将其装入上市公司会影响其市场价值及融资效果。
- ◆ **盈 利 预 测 及 投 资 评 级。** 公司是行业内独立乘用车动力总成供应的龙头企业，常年为国内众多自主品牌轿车及微客提供发动机及变速箱等核心零部件，中国汽车行业长期增长趋势仍然不会改变，因此公司的发展空间仍然存在。但由于整个汽车行业已经处在行业短周期的下行阶段，在这个阶段公司主要下游面临较大压力，因此公司业绩增长有可能低于行业。不考虑政府补助、增持联营公司等非经营性收益，我们预计 10 年、11 年公司营业收入分别增长：25%、15%，投资收益分别增长：22%、20%，每股收益达到 0.68、0.87：，对应动态 PE：19、15 倍，我们首次覆盖公司，给予“中性”评级。

图表1：微客与汽车整体销量走势比较

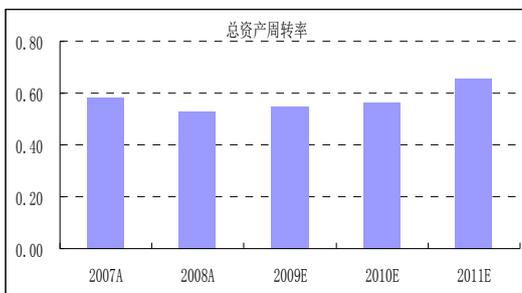
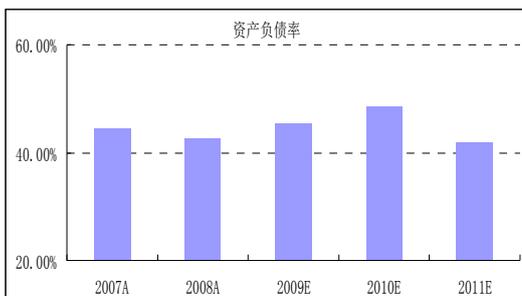
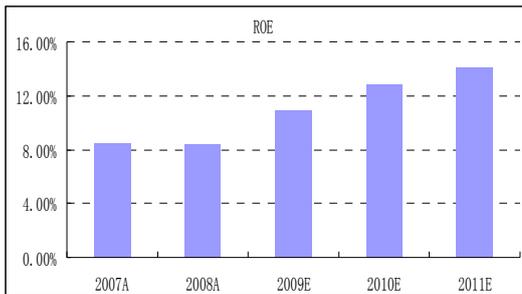
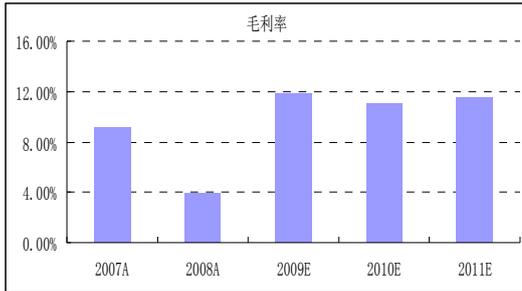
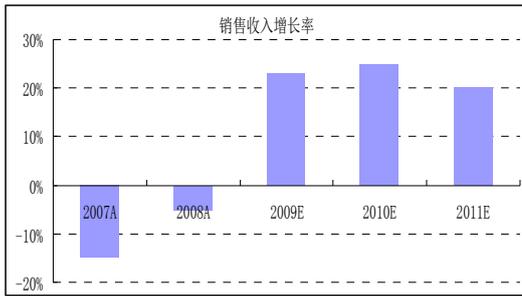


资料来源：wind 山西证券研究所

图表2：自主品牌与合资品牌销量比走势



资料来源：wind 山西证券研究所



报表预测

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1754.33	2155.20	2693.99	3232.79	3879.35
减: 营业成本	1684.95	1899.21	2397.65	2861.02	3433.23
营业税金及附加	5.24	7.11	8.88	10.66	12.79
营业费用	22.24	37.87	48.49	58.19	69.83
管理费用	144.08	185.97	215.52	258.62	310.35
财务费用	39.91	26.07	28.01	29.61	37.54
资产减值损失	-16.76	20.05	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	283.96	255.02	320.00	390.00	440.00
营业利润	158.64	233.94	315.44	404.69	455.62
加: 其他非经营损益	1.56	0.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	160.20	234.09	315.44	404.69	455.62
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	2.20	2.34
净利润	160.20	234.09	315.44	402.48	453.27
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	160.20	234.09	315.44	402.48	453.27
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	402.49	547.04	26.94	32.33	38.79
应收和预付款项	1237.22	1359.39	2413.40	2113.89	3318.86
存货	217.13	384.94	384.38	533.62	567.98
长期股权投资	783.50	984.95	1304.95	1694.95	2134.95
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	690.22	644.19	655.70	547.21	428.72
资产总计	3330.56	3920.51	4785.37	4922.00	6489.30
短期借款	375.00	360.00	504.30	202.35	807.92
应付和预收款项	964.32	1129.15	1534.27	1570.37	2078.82
长期借款	60.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他负债	21.42	87.45	87.45	87.45	87.45
负债合计	1420.74	1776.60	2326.02	2060.17	3174.20
股本	462.08	462.08	462.08	462.08	462.08
资本公积	856.44	856.44	856.44	856.44	856.44
留存收益	591.30	825.39	1140.83	1543.31	1996.58
归属母公司股东权益	1909.82	2143.91	2459.35	2861.83	3315.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1909.82	2143.91	2459.35	2861.83	3315.11
负债和股东权益合计	3330.56	3920.51	4785.37	4922.00	6489.30
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	55.81	-126.82	-436.39	436.96	-461.57
投资性现金净流量	-26.40	80.93	-200.00	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	272.51	100.43	116.29	-331.57	568.03
现金流量净额	301.92	54.54	-520.10	5.39	6.47

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。