

机械、汽车

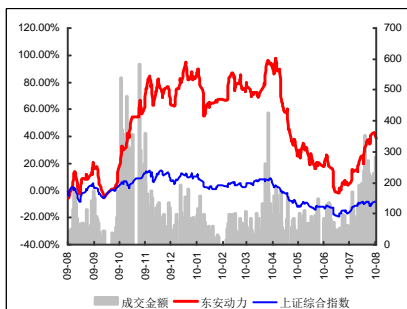
报告原因: 调研简报

2010年10月14日

市场数据: 2010年10月13日

收盘价	13.18
52周内高	18.51
52周内低	3.00
总市值(百万元)	6000.80
流通市值(百万元)	6000.80

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

东安动力 (600178)

增持

期待长安集团整合效应的显现

上调评级

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%	283	35%	0.58	19
2011E	3233	20%	12%	402	28%	0.77	15

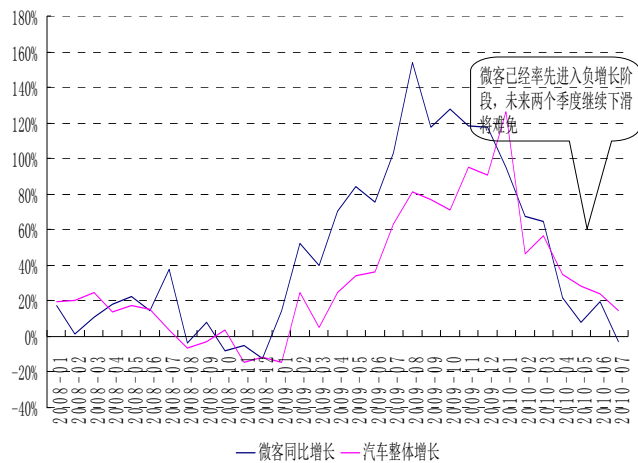
投资要点:

- ◆ 微客下滑为本部业绩带来了一定的压力但今年扭亏确定性高。公司本部业绩与交叉型乘用车行业密切相关。8月份汽车销量虽然整体略超预期,但交叉型乘用车行业表现依然平淡,8月份交叉乘用车销售15.7万辆,同比增长6%,1-8月累计同比增长33%左右,低于汽车行业整体增长水平。我们认为未来几个月,虽然交叉型乘用车销量会季节性小幅回升,但由于去年基数较高,因此增速上面临较大压力。我们预计在目前成本管理下,公司本部的盈亏平衡应在30万台左右,而1-8月公司本部销量已经达到23万辆,因此我们认为虽然四季度本部业绩有可能会下滑,但今年扭亏确定性高。
- ◆ 自主品牌轿车销量下滑影响东安三菱增长。作为国内自主品牌轿车的主要动力总成供应商,东安三菱为比亚迪、江淮、海马等厂商供应发动机及变速箱。进入下半年以来,在汽车整体增速下滑明显的情况下,自主品牌受到的冲击更加严重,以比亚迪为例,公司畅销车型F3从6月开始一直处于负增长状态,8月份下滑更是达到了40%以上。虽然我们认为长期来看,我国自主品牌轿车的增长仍然空间巨大,但是在目前行业短周期的下行阶段,自主品牌压力较大。同时,东安三菱的自动变速箱项目今年下半年也已经投产,但由于自主品牌轿车整体的弱势,目前还没有较大数量的需求。目前以自主品牌轿车销量中的自动变速箱占比相比合资品牌还较低,此细分市场上消费者的价格敏感性较高。未来公司自动变速箱的放量增长仍有赖自主品牌轿车整体的产品结构上行。
- ◆ 哈飞将成为长安集团重要的生产基地,拉动公司产品需求。长安集团整合哈飞、昌河的进程正在逐步加快,我们认为未来哈飞将成为长安集团布局东北、华北市场的重要生产基地。哈飞生产能力是十分出色的,同时其生产线涵盖了微车、A级、B级轿车等多种车型,这是长安在河北的生产基地所无法比拟的。按照长安集团目前公布的规划,自主品牌到

2012 年的产销目标是整车 200 万辆，而目前来看 A 股上市的长安汽车自主品牌到 2010 年产能预计可以达到 100 万辆左右，而差量主要将由哈飞、昌河等企业来补充，因此哈飞的增长空间较大。而作为哈飞最重要的动力总成配套厂商，公司及合资公司东安三菱将大力受益于其产销规模的增长。

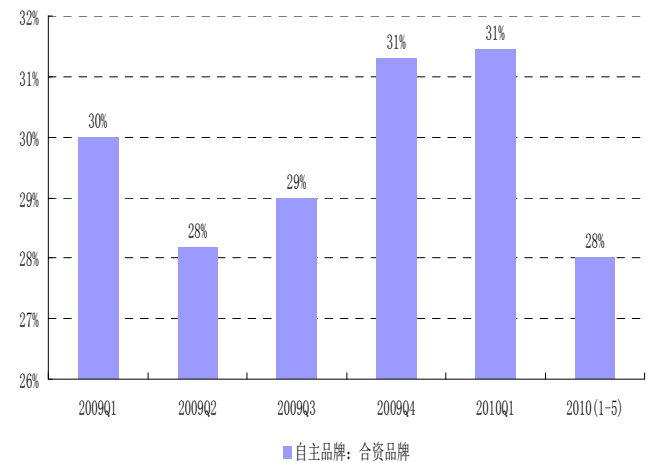
- ◆ **盈利预测及投资评级。**公司是行业内独立乘用车动力总成供应的龙头企业，常年为国内众多自主品牌轿车及微客提供发动机及变速箱等核心零部件，由于整个汽车行业已经处在行业短周期的下行阶段，在这个阶段公司主要下游面临较大压力，因此公司业绩增长有可能低于行业。但考虑到公司及兄弟公司哈飞作为新控股人长安集团在东北市场的重要战略部署，未来增长前景仍是十分诱人的。不考虑政府补助、增持联营公司等非经营性收益，我们预计 10 年、11 年公司营业收入分别增长：25%、15%，投资收益分别增长：22%、20%，每股收益达到 0.58、0.77：，对应动态 PE：19、15 倍，我们上调公司投资评级至“**增持**”。

图表1：微客与汽车整体销量走势比较

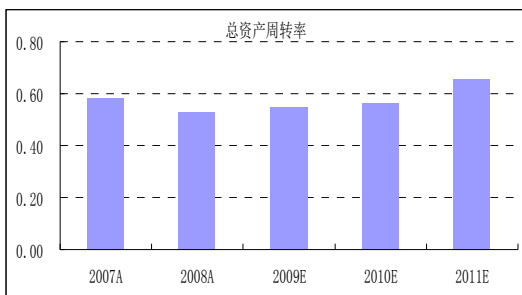
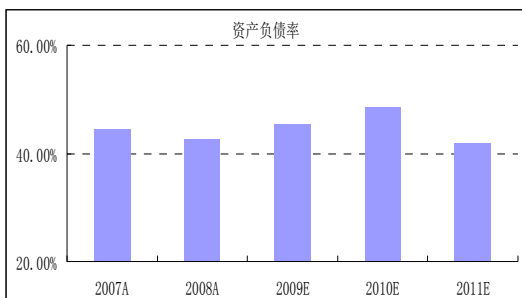
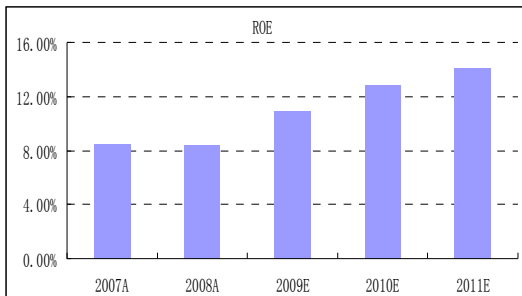
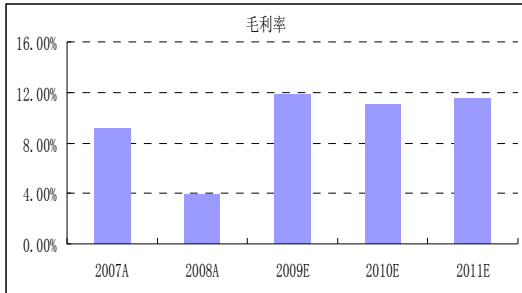
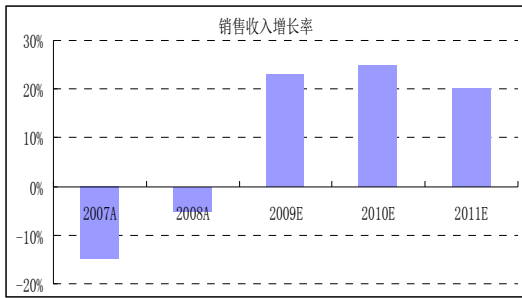


资料来源：wind 山西证券研究所

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。