

东安动力

600178

增持/ 维持评级

股 价	2009/11/16
RMB14.71	

基础数据

总股本（百万股）	462
流通 A 股（百万股）	462
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	6797

财务数据

市净率 (X)	3.37
TRACING P/E (X)*	33.2
EPS (元)	0.23
股息率 (%)	0.00

*最近四季盈利计算。

相关研究

《微车业务第二春，业绩改善空间大》

090315

《被低估的经济型轿车井喷受益者》

090508

分 析 师
 姚宏光
 +755-82492723
 yaohg@lhqz.com

业绩、估值、趋势，一样也不少

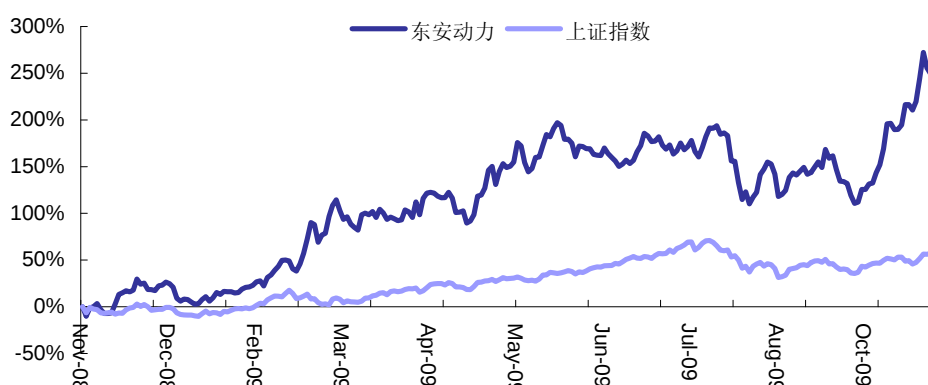
经营预测与估值	2008A	20091-3Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1754.3	1627.0	1,993.9	2,193.3
(+/-%)	-5.3	22.0	13.65	10.00
归属母公司净利润(百万元)	160.2	108.5	358.3	558.7
(+/-%)	6.3	69.7	121.0	56.1
EPS(元)	0.35	0.23	0.78	1.21
P/E(倍)	42.4	62.6	19.0	12.2

■ 我们研究的结果表明公司的盈利能力被严重低估，但从前 3 季度业绩释放的情况看，市场的担忧有其合理性。未来业绩仍有被人为压低的可能性，除之前的大股东股权置换因素外，大长安系内部对发动机业务的进一步整合也有可能成为利润调节的新的动因。我们特别提示市场对这一风险因素的关注。

■ 3 季报显示本部全年扭亏已无悬念，即使考虑到变速箱业务投入的当期费用摊销，联营公司东安三菱 30% 的盈利增长预测可信度也极高。09 年每股收益的合理估计将达到 0.78 元，由于东安三菱 1.5L 发动机线扩产和自动变速箱正式上市，2010 年每股盈利的合理估计达到了 1.21 元。09 年和 2010 年 PE 分别为 19 倍和 12.2 倍，未来 6 个月的目标价可看到 20~24 元之间，维持对公司的“增持”评级。

■ 市场仍然没有对大长安系的整合潜力作出足够估计。我们认为长安和中航汽车集团的合并使得东安本部的微车发动机业务前景变得光明，从而相当程度消除了公司本部发展的最大潜在风险。虽然拥有市场高占有率，但长期看合资公司东安三菱的发动机配套业务仍有可能面临挑战，这种挑战主要来自自主轿车企业长期不懈地谋求发动机自主独立，背靠大长安系和长安雄心勃勃的自主轿车规划，东安三菱长期发展前景也变得更加开阔。甚至作为长安系重要的发动机平台，公司进一步整合东安三菱及其他发动机业务的可能性也是存在的。

最近 52 周股价表现



业绩和整合潜力被低估

我们研究的结果表明公司的盈利能力被市场严重低估，但从前 3 季度业绩释放的情况看，市场的担忧有其合理性。未来业绩仍有被人为压低的可能性，除之前的大股东股权置换因素外，大长安系内部对发动机业务的进一步整合也有可能成为利润调节的新的动因。我们特别提示市场对这一风险因素的关注。

3 季报显示本部全年扭亏已无悬念，联营公司东安三菱全年将至少实现 45% 的产品销量增长，即使考虑到变速箱业务投入的当期费用摊销，30% 的盈利增长预测可信度也极高。仅基于上述两个结论，09 年每股收益的合理估计将达到 0.78 元，而且，东安三菱盈利超出预期的可能性仍然很大。由于东安三菱 1.5L 发动机线扩产和自动变速箱正式上市，2010 年每股盈利的合理估计达到了 1.21 元。

表 1 利润表预测			单位：百万元	
项目(单位：百万元)	2007	2008	2009E	2010E
一、营业利润				
营业收入	1,852.54	1,754.33	1,993.87	2,193.26
(+/-%)	-14.88%	-5.30%	13.65%	10.00%
减：营业成本	1,682.19	1,684.95	1,795.00	1,975.00
销售毛利率(%)	9.20%	3.95%	9.97%	9.95%
减：营业税金及附加	6.90	5.24	6.69	6.95
减：营业费用	44.17	22.24	43.87	46.06
减：管理费用	120.77	144.08	129.60	140.37
减：财务费用	29.90	39.91	16.19	9.46
减：资产减值损失	91.86	-16.76	0.00	0.00
加：投资净收益	268.89	283.96	353.55	543.06
EBIT	175.54	198.55	372.26	567.94
EBITDA	289.64	312.89	484.33	703.70
营业利润	145.63	158.64	356.08	558.48
二、利润总额				
加：营业外收入	7.33	1.60	3.00	3.00
减：营业外支出	2.26	0.05	0.00	0.00
利润总额	150.70	160.20	359.08	561.48
三、净利润				
减：所得税	0.00	0.00	0.83	2.76
净利润	150.70	160.20	358.25	558.72
四、归属于母公司所有者净利润				
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	150.70	160.20	358.25	558.72
EPS(元/股)	0.33	0.35	0.78	1.21

数据来源：华泰联合证券研究所

市场仍然没有对大长安系的整合潜力作出足够估计。我们认为长安和中航汽

车集团的合并使得东安本部的微车发动机业务前景变得光明，从而相当程度消除了公司本部发展的最大潜在风险。虽然拥有市场高占有率，但长期看合资公司东安三菱的发动机配套业务仍有可能面临挑战，这种挑战主要来自自主轿车企业长期不懈地谋求发动机自主独立，背靠大长安系和长安雄心勃勃的自主轿车规划，东安三菱长期发展前景也变得更加开阔。甚至作为长安系重要的发动机平台，公司进一步整合东安三菱及其他发动机业务的可能性也是存在的。

前3季度的业绩并不出彩，一方面是因为东安三菱一贯的会计策略，另一方面，压低业绩对控制中航集团置换公司股权的成本有重要帮助，随着重组完成，我们认为公司压制业绩的这一动因已不存在，业绩得以正常释放的可能性大增。此外，主要的风险因素是，业绩仍可能被继续隐藏，如果这一情况出现，意味着长安对公司的进一步资产整合就可期待了。

依据我们盈利预测，公司09年PE和2010年PE分别为19倍和12.2倍，依照目前汽车公司的整体估值水平，未来6个月的目标价可看到20~24元之间，维持对公司的“增持”评级。

合资公司盈利仍有很大释放空间

前3季度，微车市场的井喷带动本部发动机销量增加了45.7%，我们估计全年销量增幅为50%至34万台，全年本部扭亏已成定局。在原中航系下，由于哈飞和昌河在微车领域市场份额的逐年萎缩，作为其主要配套商的本部微车发动机业务发展前景并不乐观。我们预计至迟至2011年，重组后大长安系的微车业务整合将为哈飞和昌河带来经营上的显著改善，2010年基于对微客行业的乐观预期，我们认为本部仍可实现盈亏平衡。

东安三菱占据了国内自主轿车40%的发动机配套市场，由于产能瓶颈，09年全年销量增长率估计为45%至48万台，销售收入约60亿，相当规模的订单需求无法满足。考虑自动变速箱项目产生的期间费用摊销，我们估计09年净利润可达9.9亿，贡献投资收益约3.5亿元。

2010年东安三菱1.8L改1.5L发动机生产线项目可提供15万台的产能增量，自动变速箱可实现约13万台销量，我们估计2010年销售收入将达到84亿元，如果材料成本不出现意料之外的大幅上涨（例如20%以上），净利润15亿元，贡献投资收益5.45亿元。

自动变速箱市场广阔，公司已占得先机，潜力巨大

我国的自动变速箱基本依赖进口和外部技术输入，2007年的进口比例为89%。其余11%自给率是外资在华厂商的制造基地生产自用。

由于自动变速器技术含量较高，因此长期以来，国内自动变速器基本都源自国外进口。近年来，个别企业通过海外收购的方式初步获得了自动变速箱生产技术（吉利汽车收购澳大利亚一家自动变速箱企业），但可预见的相当长一段时期内，进口自动变速器仍占市场绝对主导地位。

来自海关总署的数据显示,2006年我国乘用车用自动变速器共计进口 126.12 万台,较 2005 年增长 80.62%。2007 年乘用车用自动变速器共进口 188.26 万台,净增 60 多万台,同比增长 43.80%。我们估计东安三菱自动变速箱产品的投产将有机会迅速赢得国内自主品牌轿车相当可观的市场份额。

表 2 自动变速箱进口国别统计

序号	来源国	数量(台)	所占比例(%)
1	日本	1311202	69.65
2	德国	139944	7.43
3	美国	111748	5.94
4	韩国	99210	5.27
5	加拿大	81595	4.33
6	法国	74251	3.94
以上六国小计		1817950	96.56
进口总量		1882629	100

数据来源:华泰联合证券研究所

表 3 东安三菱销量、收入及盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
销量(万台)	28.00	33.00	48.00	68.00
预计总产能(万台)			55.00	75.00
产能利用率			87%	91%
其中:手动总成	28.00	33.00	48.00	55.00
自动总成				13.00
销售收入(亿元)	37.00	41.00	59.52	84.05
其中:手动总成	37.00	41.00	59.52	63.25
自动总成				20.80
净利率	21.08%	18.05%	16.50%	18.00%
净利润(亿元)	7.80	7.40	9.82	15.13
投资收益贡献(亿元)	2.81	2.66	3.54	5.45
主要配套车型销量				
	2007	2008	2009E	2010E
比亚迪 F3	98,476	136,782	272,838	310,000
江淮同悦		3,392	66,476	75,000
东南菱锐			55,850	67,020
海马福美来	113,667	85,427	72,396	70,000
骏捷 FRV	82,311	73,092	80,000	85,000
小计	294,454	298,693	547,560	607,020
其他车型销量	58,891	74,673	136,890	182,106
销量比	20.00%	25.00%	25.00%	30.00%
合计	353,345	373,366	684,450	789,126
配套需求满足量	79.24%	88.39%	70.13%	86.17%

数据来源:华泰联合证券研究所

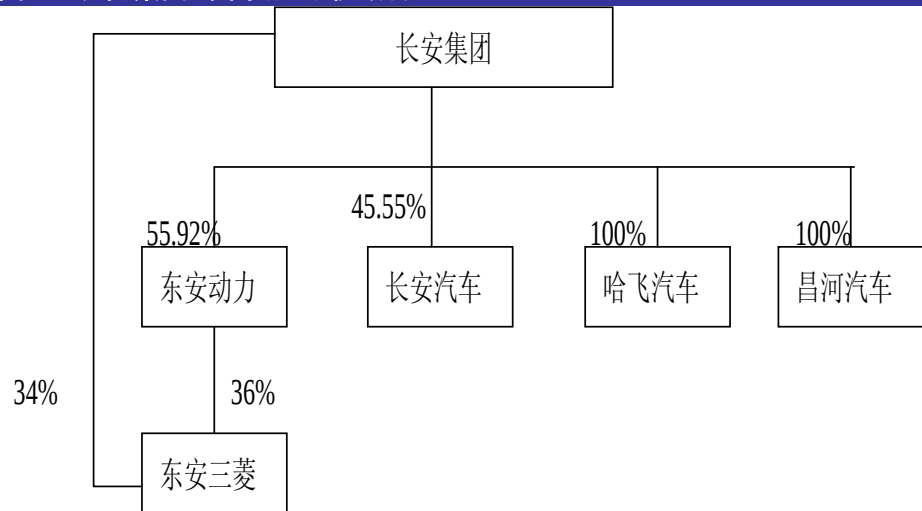
大长安系的整合，东安将受益

我们估计未来大长安系的整合分三步走：第一步是微车渠道的整合，将长安、哈飞和昌河渠道共享，同时合并长安铃木和昌河铃木；第二步是研发、制造平台和品牌的整合，主要也是针对三地微车；第三步是发动机业务整合，主要是东安系发动机的定位；第四步是大长安系整体资产的整合，主要是集团和长安股份的资产整合，资产注入或吸收合并都是可能的选择。

从获取集团资产的最大协同效应角度讲，第一、第二和第四步是确定的，仅仅是时间跨度问题，唯有发动机业务的整合存在不确定性。发动机业务的整合必须考虑东安三菱特殊的行业地位，独立外部发动机供应商的地位决定了东安三菱相对长安至少在资产和经营上保持相当的独立性。因此，至少在未来 2-3 年内，东安动力被吸收合并的可能性不大。基于此判断，如果整合步伐加快，长安集团所持有的东安三菱剩余 34% 股权注入公司的可能性也是存在的。

此外，我们认为长安和中航汽车集团的合并使得东安本部的微车发动机业务前景变得光明，从而相当程度消除公司发展的最大潜在风险。虽然拥有市场高占有率，但长期看合资公司东安三菱的发动机配套业务仍有可能面临挑战，这种挑战主要来自自主轿车企业长期不懈地谋求发动机业务自主独立，背靠大长安系和长安雄心勃勃的自主轿车规划，东安三菱长期发展前景也变得更加开阔。

图 1 长安集团汽车资产股权结构



数据来源：华泰联合证券研究所

表 4 财务报表预测

资产负债表				单位:百万元	利润表			
会计年度	2008	2009E	2010E		会计年度	2008	2009E	2010E
流动资产	1910	2000	2555		营业收入	1754.33	1994	2193
现金	456	664	1128		营业成本	1684.95	1795	1975
应收账款	1120	924	976		营业税金及附加	5.24	7	7
其它应收款	16	15	19		营业费用	22.24	44	46
预付账款	1	2	2		管理费用	144.08	130	140
存货	217	215	237		财务费用	39.91	16	9
其他	100	179	193		资产减值损失	-16.76	0	0
非流动资产	1474	1562	1476		公允价值变动收益	0.00	0	0
长期投资	784	784	784		投资净收益	283.96	354	545
固定资产	561	614	585		营业利润	158.64	356	560
无形资产	0	0	0		营业外收入	1.60	3	3
其他	129	165	107		营业外支出	0.05	0	0
资产总计	3384	3562	4031		利润总额	160.20	359	563
流动负债	1393	1212	1121		所得税	0.00	1	3
短期借款	375	300	250		净利润	160.20	358	560
应付账款	354	359	296		少数股东损益	0.00	0	0
其他	664	553	575		归属母公司净利润	160.20	358	560
非流动负债	81	81	81		EBITDA	313	484	705
长期借款	60	60	60		EPS (元)	0.35	0.78	1.21
其他	21	21	21					
负债合计	1474	1294	1203		主要财务比率			
少数股东权益	0	0	0		会计年度	2008	2009E	2010E
股本	462	462	462		成长能力			
资本公积	856	856	856		营业收入	-5.3%	13.7%	10.0%
留存收益	591	950	1510		营业利润	8.9%	124.5%	57.3%
归属母公司股东权益	1910	2268	2828		归属于母公司净利润	6.3%	123.6%	56.4%
负债和股东权益	3384	3562	4031		获利能力			
					毛利率	4.0%	10.0%	10.0%
现金流量表				单位:百万元	净利率	9.1%	18.0%	25.5%
会计年度	2008	2009E	2010E		ROE	8.4%	15.8%	19.8%
经营活动现金流	55	145	29		ROIC	8.5%	12.0%	15.4%
净利润	160	358	560		偿债能力			
折旧摊销	114	112	136		资产负债率	43.6%	36.3%	29.8%
财务费用	40	16	9		净负债比率	29.50%	27.82%	25.78%
投资损失	-284	-354	-545		流动比率	1.37	1.65	2.28
营运资金变动	81	28	-137		速动比率	1.22	1.47	2.07
其它	-56	-16	5		营运能力			
投资活动现金流	-26	154	495		总资产周转率	0.53	0.57	0.58
资本支出	99	200	50		应收账款周转率	1	2	2
长期投资	36	0	0		应付账款周转率	4.43	5.04	6.03
其他	108	354	545		每股指标 (元)			
筹资活动现金流	273	-91	-59		每股收益(最新摊薄)	0.35	0.78	1.21

数据来源: 华泰联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。