

消费品及服务 - 汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 4 月 15 日

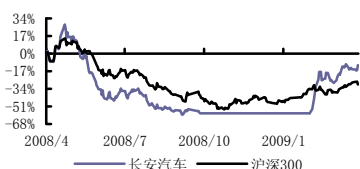
## 微客沐浴春风，轿车踟躅前行

—长安汽车（000625）调研简报

评级： 中性

| 市场数据        | 2009 年 4 月 14 日                                                   |
|-------------|-------------------------------------------------------------------|
| 当前价格（元）     | 8.05                                                              |
| 52 周价格区间（元） | 3.57-11.12                                                        |
| 总市值（百万）     | 18788.88                                                          |
| 流通市值（百万）    | 11170.34                                                          |
| 总股本（百万股）    | 2334.02                                                           |
| 流通股（百万股）    | 1387.62                                                           |
| 日均成交额（百万）   | 170.99                                                            |
| 近一月换手（%）    | 86.43%                                                            |
| 第一大股东       | 中国南方工业汽车股份有限公司                                                    |
| 公司网址        | <a href="http://www.changan.com.cn">http://www.changan.com.cn</a> |

## 一年期行情走势比较



| 表现     | 1m     | 3m      | 12m     |
|--------|--------|---------|---------|
| 长安汽车   | 23.79% | 109.81% | -20.04% |
| 沪深 300 | 20.45% | 41.59%  | -29.79% |

冉飞

+86 755 83199599ext8267

[ranfei@csc.com.cn](mailto:ranfei@csc.com.cn)

## 分析师申明

本人，冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

| 预测指标      | 2007A    | 2008E    | 2009E    | 2010E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 13722.30 | 14545.64 | 16727.48 | 19069.33 |
| 净利润（百万元）  | 666.89   | 39       | 325      | 550      |
| 每股收益（元）   | 0.34     | 0.02     | 0.17     | 0.29     |
| 净利润增长率%   | 3.11%    | -94%     | 733%     | 69%      |
| 市盈率       | 22.65    | 402.5    | 47.35    | 27.76    |

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

- 公司以生产微客起家，2008 年微客占其总销量 31%，同比基本持平。近两年公司大力调整产品结构及生产布局，相继推出了承载性和舒适性更强、附加值较高的长安之星 2 代、S460 宽体大微客产品，市场反映良好。长安之星 1 代已全部转移至南京长安生产，毛利率保持稳定。目前公司和上汽通用五菱在产品、渠道、以及售后服务方面已形成了巨大的领先优势，行业双寡头格局稳固。
- 受益于购置税减半和“汽车下乡”政策，以及公司加大了营销力度，2009 年微客业务渐入佳境。本部和南京长安前 2 月销量分别同比增长了 37.6%、167.8%，预计全年微客合计销量同比增长 45%。同时我们认为“汽车下乡”政策的持续性在未来两年仍然值得期待，微客作为最理想的“下乡”车型，2009 年开始进入黄金增长期，公司也将持续充分受益。
- 2008 年轿车占其总销量 43%，其中仅长安铃木实现 15% 同比增长，长福马及自主品牌表现不佳，分别同比下降 6%、17%。长安铃木盈利能力一般，对公司业绩贡献有限；长福马作为盈利现金牛，重庆工厂中蒙迪欧、马 3 远未达到预期，福克斯独木难支，南京工厂投产后马 2 销售惨淡，短期产能严重闲置，导致单车折旧摊销成本巨大，成为 2008 年上市公司业绩大幅下滑的主因；自主品牌方面仅微轿奔奔实现量产，亏损额进一步放大。
- 2009 年上半年多款新车相继上市，公司对其中两款主推车型自主品牌悦翔、合资品牌新嘉华寄予了厚望，目前订单情况尚可。我

们对悦翔和新嘉年华的销量持谨慎乐观，结合细分市场格局以及公司排产计划，我们初步判断 2009 年以上两款车型分别实现 1.9 万、3.7 万的销量，拉动本部和长福马南京工厂、发动机工厂减亏。

- 微（轻）卡形势良好。2008 年微（轻）卡约占总销量 21%，本部和河北长安产能持续饱和，所拥有 20.5%权益的江铃股份盈利能力稳定。预计 2009 年微卡销量同比增长 20%，市场占有率 27%，继续保持行业第一。
- 公司在 2008 年成立了新能源汽车公司，目前在混合动力（中混）汽车研发方面处于国内领先水平。预计 2 季度混合动力轿车杰勋正式上市，年内销售目标 1000 辆，有望成为国内首款量产的自主品牌混合动力车型。另外在电动汽车方面也积累了一定技术储备。公司在此项业务上所具备的技术优势和产业化潜力值得长期关注。
- 公司在《汽车产业调整振兴规划》位列“四大”之中，鼓励在全国范围内实行兼并重组。由于大股东旗下其他汽车类资产规模相对较小，通过内部资产注入的方式对公司影响不大。在当前行业和政策环境下，对外整合是未来重要看点，从业务互补性和公开信息来看，我们认为公司参与河北中兴、湖南长丰以及本地的庆铃汽车整合均存在一定可能性。
- 轿车业务是左右公司未来三年发展的关键。公司在自主品牌方面从利润空间最低、份额狭小的微轿起步，前期投入很大，但市场反应冷淡，我们认为公司在品牌、渠道建设，以及产品质量控制等方面尚未获得较好认可，同时又面临着国内自主品牌厂商和合资企业低端产品的激烈竞争，未来前景仍存在较大不确定性。合资品牌相比其他几大汽车集团而言，长福马和长安铃木整体实力也越显薄弱。公司轿车业务在夹缝中亟待加力。
- 考虑回购因素，我们预计未来两年公司每股收益分别为 0.17 元、0.29 元，对应当前 PE 分别为 47 倍、28 倍，给予“中性”评级，公司深度报告我们将在今后推出。

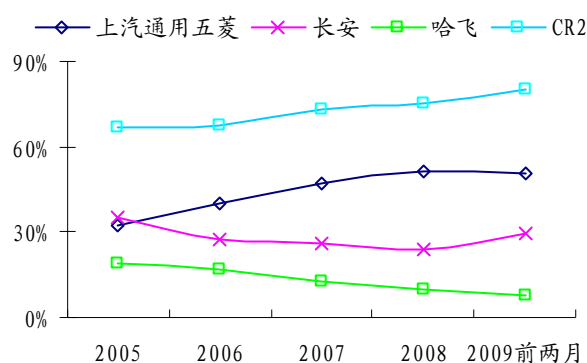
Figure 1 公司资产结构及 2007 年权益净利润分拆

|      | 资产     | 权益比例         | 产品系列         | 2007 年权益净利润 (万元) |
|------|--------|--------------|--------------|------------------|
| 自主品牌 | 长安本部   | 100%         | 轿车、微客、微卡、MPV | -11611           |
|      | 南京长安   | 71.86%       | 微客           | -14956           |
|      | 河北长安   | 77.27%       | 微卡           | 1125             |
|      | 江铃控股   | 50% (江铃本部)   | SUV、MPV      | 4910             |
|      |        | 20.5% (江铃股份) | 轻卡、皮卡、SUV    |                  |
| 合资品牌 | 长福马    | 50%          | 轿车、MPV       | 95869            |
|      | 长安铃木   | 51%          | 轿车           | 6283             |
|      | 长福马发动机 | 50%          | 发动机          | -14931           |

数据来源: 公司资料、世纪证券研究所

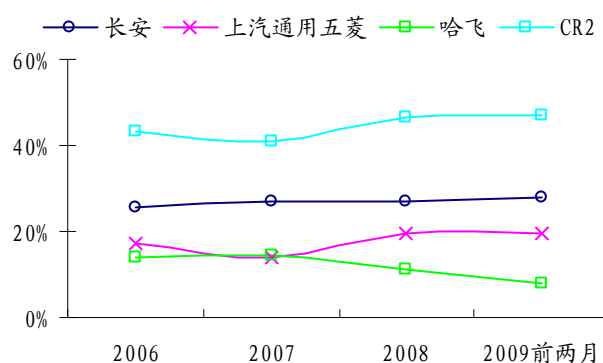
- ✓ 长安福特作为现金牛, 我们认为 2008 年是其盈利谷底, 最坏时候已近过去。
- ✓ 长安铃木、河北长安盈利能力稳定, 南京长安 2009 年有望首次扭亏。
- ✓ 本部受轿车业务拖累, 预计 2009 年仍将亏损, 但微客、微卡大幅增长将使亏损额度收窄。

Figure2 微客双寡头地位稳固



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

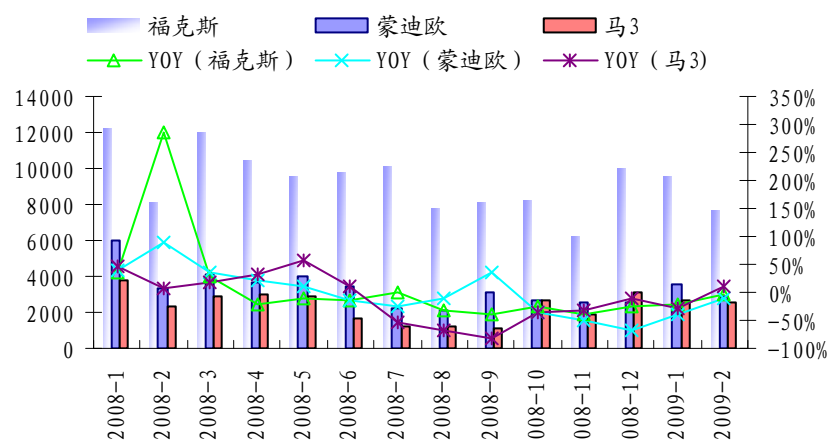
Figure3 微卡份额持续保持第一



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

- ✓ 微客业务渐入佳境, 1 季度增速高于行业及上汽通用五菱, 迎来新一轮黄金发展期。微卡行业第一稳固, 但对上市公司业绩贡献有限。

Figure4 长福马 3 款主力车型销量情况



数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

- ✓ 福克斯在未能享受购置税优惠情况下仍然体现了较强竞争力, 但蒙迪欧和马 3 始终难如人意。不过 2009 年新嘉年华、新马 2 马 3 的表现尚值得期待。

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.