

长安汽车

000625 / 200625

增持/ 维持评级

股 价	2009/04/26
RMB7.74	

基础数据

总股本（百万股）	2334
流通 A 股（百万股）	783
流通 B 股（百万股）	604.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	6059

财务数据

市净率 (X)	2.38
TRACING P/E (X)*	740.96
EPS (元)	0.01
股息率 (%)	0.23

*最近四季盈利计算。

相关研究

产业政策的最大受益者

2008 年年报点评

经营预测与估值	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	13722.3	13375.5	19000	21850
(+/-%)	12.9	-2.5	42.1	15.0
归属母公司净利润(百万元)	666.9	24.4	696	957
(+/-%)	28.4	-96.3	2752.5	37.5
EPS(元)	0.29	0.01	0.3	0.41
P/E(倍)	27.1	741.0	25.8	18.9

■ 预计 09 年合并报表收入增长 41.8%至 190 亿元，毛利率由 15%提升至 15.9%，每股收益 0.3 元。考虑到本部自主轿车可能超出预期的销售表现，以及公司大部分业务快速改善的趋势，维持“增持”评级。

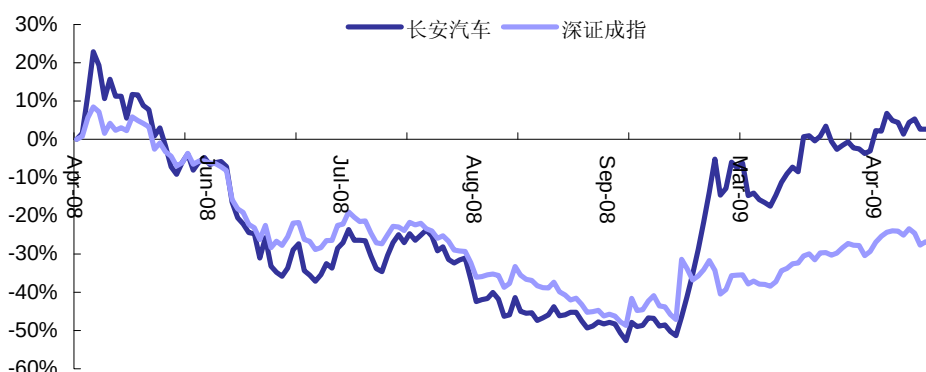
■ 报告期合并报表销售收入 133.75 亿元，基本持平，销售汽车 83.45 万辆，同比下降 0.24%。归属母公司净利润 2438 万元，同比下降 96%。

■ 08 年本部和长安福特本期盈利均大幅下滑，其中本部损额扩大至 3.6 亿元，长安福特马自达利润下滑 38%至 11.8 亿元。长安铃木销量增长 14.7%，但由于新上发动机线费用和折旧压力及产品毛利率下滑，盈利同比下滑 77.7%。长福马发动机公司亏损额有较大改善，但可能是由于资产计提折旧等原因导致本部亏损额扩大，江铃控股盈利也出现大幅下滑。

■ 汽车下乡政策激发了微型客车市场的井喷，我们预计旺销行情将延续至全年。1 季度微客行业销量同比增长 34.1%，长安微客同比增长了 49%，同期通用五菱增长 33%。市场份额的提升主要来自早期在农村销售渠道方面的长期经营和新产品的持续推出，此外，1 季度公司先于国家产业政策实施了购车补贴，极大刺激了市场购买热潮。预计全年公司微客销量同比将增长 40%以上，扭亏已无悬念。

■ 自主轿车的战略性车型悦翔 5 月下旬将在全国全面铺开，根据目前先行投放市场的反馈，其高性价比得到较为广泛的认同。我们估计年内悦翔很可能实现超出预期的销量，本部盈利也很可能因此得到超预期的提升。

最近 52 周股价表现



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

报告期公司及下属子公司、合营企业、联营企业共实现销售收入 530.38 亿元（其中合并报表销售收入 133.75 亿元）。销售汽车 83.45 万辆，同比下降 0.24%。归属母公司净利润 2438 万元，同比下降 96%。

08 年本部和长安福特销量出现下滑，本期盈利状况均大幅下滑，其中本部损额扩大至 3.6 亿元，长安福特马自达利润下滑 38%至 11.8 亿元。长安铃木销量增长 14.7%，但由于新上发动机线费用和折旧压力及产品毛利率下滑，盈利同比下滑 77.7%。长福马发动机公司亏损额有较大改善，但可能是由于资产计提折旧等原因导致江铃控股本部亏损额扩大，江铃控股盈利也出现大幅下滑。

表 1 分部产品销量变化			单位：万辆、台
分部	2008 年	2007 年	同比增减%
本部：微客	22.2	23.9	-6.9
自主轿车	4.0	4.9	-18.4
长安福特	20.0	21.3	-5.8
长安铃木	12.4	10.8	14.7
南京长安	4.6	3.0	55.4
河北长安	9.0	7.7	16.6
长福马发动机	7.4	4.6	60.9

数据来源：中国汽车工业协会

表 2 分部盈利变化情况			单位：万元
分部	2008 年	2007 年	同比增减%
本部	-3.6	-1.1	
长安福特（投资收益）	118316	191737	-38.3
长安铃木	2750	12320	-77.7
南京长安	-24644	-20812	
河北长安	1227	1448	-15.3
长福马发动机	-11086	-29862	
江铃控股	1030	9820	-89.5
合计	2438	63397	-96.2

数据来源：公司年度财务报告

合并报表毛利率基本稳定，相比 07 年下降 0.3 个百分点，除材料成本上升的原因外，资本支出增加、折旧压力增大是毛利率出现小幅下滑的主要原因，此外，本部投入自主轿车的研发费用不可资本化部分在 08 年增加了 9000 余万元。不包括股权增资部分，08 年资本支出额达到 9.3 亿元，我们估计 09 年这一项目仍将维持在 10 亿元左右，由此，09 年固定资产折旧额增加了近 9000 万元。

汽车下乡政策激发了微客市场的井喷，我们预计旺销行情将延续至全年。09 年 1 季度微客行业销量同比增长 34.1%，长安微客同比增长了 49%，同期通用五菱增长 33%。市场份额的提升主要来自早期在农村销售渠道方面的长期经营和新产品的持续推出，此外，1 季度公司先于国家产业政策实施了购车补贴，极大刺激了市场购买热潮。预计全年公司微客销量同比将增长 40%以上，扭亏已无悬念。

自主轿车的战略性车型悦翔 5 月下旬将在全国全面铺开，根据目前重庆、四川、北京等局部先行投放市场的反馈，其高性价比得到较为广泛的认同。我们估计年内悦翔很可能实现超预期的销量，本部盈利也很可能因此得到超预期的提升。

合资企业长安福特马自达在 08 年出现小幅下滑，主要原因是马自达 2 和新蒙迪欧低于预期的销售表现。1 季度两款车型销量环比均出现小幅回升，两款产

品的市场认同度均有改善。到目前为止，得益于小排量车购置税下调政策，新产品嘉年华预定和销售情况良好，预计长福马南京整车工厂和发动机厂盈利状况在 09 年均有一定改善。我们估计 09 年长安福特马自达销量同比将有 15% 增长至 25.5 万辆，盈利至少可持平。

微客市场的火爆也推动了南京长安产品销售的大幅增长，我们估计 09 年南京长安销量将达到 10~11 万辆，产能处于满负荷状态。09 年南京长安计提了 1.2 亿资产减值准备，至此持续几年的资产清洗工作基本结束。我们估计 09 年南京长安将首次扭亏。

从 09 年 1 季度的销售表现看，长安铃木产品竞争力下滑的表现并未得到扭转，虽然是国家鼓励小排量轿车政策的主要受益者之一，我们估计 09 年长安铃木的销量仍难令人寄予期望。

预计 09 年合并报表收入增长 41.8% 至 190 亿元，毛利率由 15% 提升至 15.9%，来自合营和联营企业投资收益基本持平，税后每股收益 0.3 元。考虑到本部自主轿车可能超出预期的销售表现，以及公司大部分业务快速改善的趋势，维持“增持”评级。

表 3 分部盈利预测		单位: 亿元			
分部	股比	2007	2008	2009E	2010E
本部	100%	-1.06	-3.6	1	2
长安铃木	51%	1.23	0.28	0	0
长安福特	50%	19.17	11.8	12	15
长安福特发动机公司	50%	-2.99	-1.1	0	0
南京长安	71%	-2.08	-2.46	0	0
河北长安	77%	0.14	0.12	0.1	0.1
江铃控股	50%	0.98	0.1	0	0
合计(按股比)		6.67	0.2386	7.077	9.577
EPS (元/股)		0.34	0.01	0.30	0.41

数据来源：联合证券研究所预测

表 4 盈利预测表		单位: 百万元			
		2007	2008	2009E	2010E
营业收入		13722	13375	19000	21850
减: 营业成本		11619	11369	15979	18376
毛利率		15.33%	15.00%	15.90%	15.90%
营业税金及附加		335	323	459	528
营业费用		1246	1137	1478	1715
管理费用		673	853	938	985
财务费用		47	50	60	50
资产减值损失		46	151	0	0
加: 投资收益		932	561	600	750
其中: 对联营企业投资收益		906	547	600	750
营业利润		687	46	686	947
营业外收支净额		-33	-11	0	0
利润总额		654	34	686	947
所得税		20	16	20	25
净利润		634	18	666	922
归属于母公司所有者净利润		667	24	696	957
少数股东损益		-33	-6	-30	-35
每股收益 (元/股)		0.34	0.01	0.30	0.41

数据来源：联合证券研究所预测

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 2212 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。