

政策推动本部盈利，合资企业提升未来盈利空间

长安汽车（000625） 评级：增持（首次）

股价：10.93 元

目标价位：12.92 元

调研报告

2008 年 9 月 15 日 星期二

赵世光，李涛
021-50586660-8637
zsg@longone.com.cn
lt@longone.com.cn
汽车行业

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 12.92
升值潜力 (%) 18.21
目标价确定日期：2009-9-15

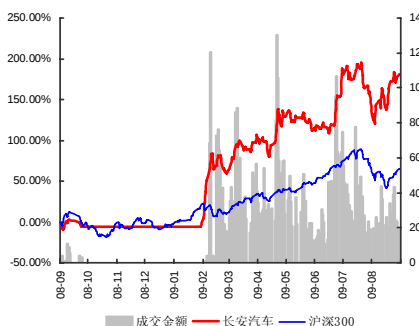
重要数据

总股本(亿股) 23.34
流通股本(亿股) 9.0
总市值(亿元) 255.11
流通市值(亿元) 98.37

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	13.5	15.03
3 个月	32.64	19.32
6 个月	76.15	26.82

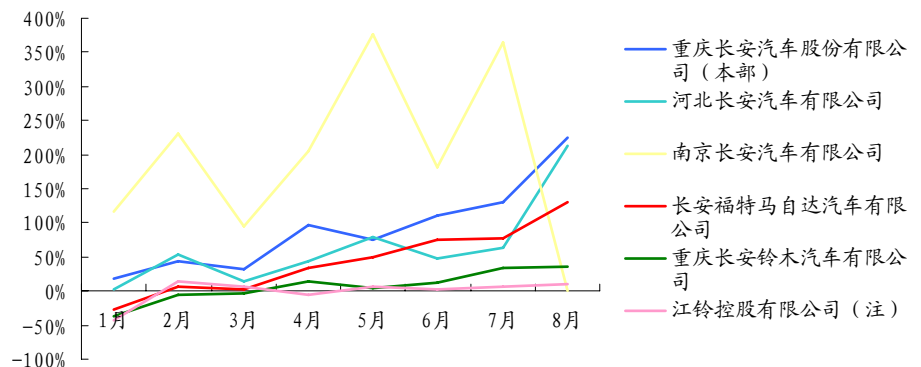
个股相对沪深 300 指数走势图



投资要点

- 8 月份淡季不淡，公司各主要业务增长良好。公司 8 月份公告共销售各类汽车 10.38 万辆（含江铃控股），虽然比 7 月销量减少 0.4 万辆，但同比大幅增长 121.04%。前 8 个月公司累计销售汽车 87.19 万辆，同比增长 46.32%。大于行业均值 17 个百分点。主要原因是公司微车业务占比较高。从图 1 主要业务逐月同比变化趋势来看，公司本部乘用车和微车业务继续增长。河北长安微车业务保持旺盛增长，长安福特马自达乘用车销售也呈现稳步增长。长安铃木由于 2008 年 10 月奥托停产影响了整体产销，预计在新奥托推出之前，长安铃木的销售难有大幅增长。南京长安由于设备检修，8 月份产能受限，预计 9 月份将能好转。

图1. 主要分公司汽车销量月度同比变化（单位：%）



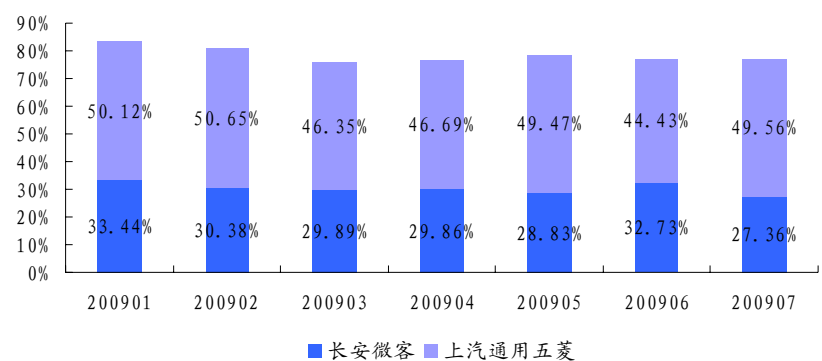
资料来源：东海证券研究所，公司公告

- 微车业务受益于政策驱动增长较好，微客竞争压力逐步加大。前 7 个月公司共销售交叉型乘用车（微客）32.93 万辆，销售轻微卡 9.12 万辆。交叉型乘用车此次受益于产业政策幅度最大，前 7 个月累计销售达到 108.84 万辆，累计同比达到 59.59%。公司目前在交叉型乘用车市场占比仅次于上汽通用五菱，而且这个市场基本被通用五菱和长安垄断。交叉型乘用车销

售增长强劲是长安本部 2009 年中期实现盈利的主要保障。预计长安全年将实现微车销售 70 万辆左右。2010 年实现微车销售 85 万辆左右。

公司微车生产已经达到满产状态，重庆、河北、南京设计产能分别为 25 万辆、20 万辆和 15 万辆，产能累计 60 万辆。微车生产线目前一个月仅休息一天，已达到满负荷。我们认为，产能瓶颈限制了公司微车业务的进一步发展，从图 2 可以看到，公司在交叉型乘用车领域所占份额正逐步减少。哈飞、昌河、东风品牌对通用五菱威胁不大，对长安市场份额正逐步侵蚀。不过公司目前正通过技改等措施扩大产能，预计 2010 年产能扩至 100 万辆。

图2. 长安微客月度销售市场占比（单位：%）

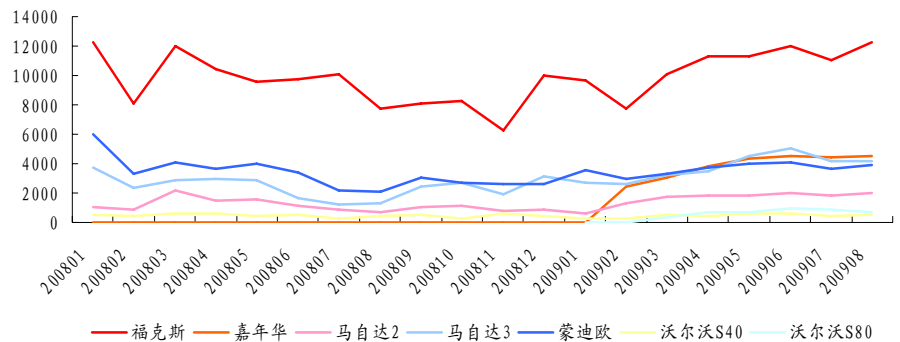


资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

- **新嘉年华增长迅猛，长福马下半年净利润率有望走高。**长安福特马自达拥有福特系列蒙迪欧（致胜）、福克斯，S-Max 和嘉年华品牌，马自达系列马 2 和马 3 品牌和沃尔沃 S40、S80 品牌。上半年实现营业收入 163.81 亿元，实现净利润 6.26 亿元，净利润率为 3.82%，为公司贡献投资收益 3.13 亿元。长安福特马自达目前拥有重庆工厂和南京工厂，其中重庆工厂设计产能 20 万辆，共线生产蒙迪欧、马自达 3、福克斯、沃尔沃系列、S-Max。南京工厂设计产能 16 万辆，共线生产马自达 2、新嘉年华。另外还有重庆第三工厂在建。从 2007 年以来的各车型销售看，蒙迪欧、S-Max 和马 3 的销售一直不温不火。马 2 在经历了 08 年下半年衰退期后，09 年 2 月份以来出现持续增长。新嘉年华 2 月份上市以来，凭着全新的动感外观和优越的性能，销售迅速放量，8 月份销售创下 4,539 辆新高。主力车型福克斯 3 月份以来月销量也一路攀升，8 月份销量达到 12,271 辆。由于购置税对中高端车的抑制作用逐步减弱以及沃尔沃 S80 系列车型加入销售，我们认为下半年长安福特马自达销售和盈利能力都将优于上半年。预计全年实

现销售收入 350 亿元左右，净利润达到 15 亿左右。

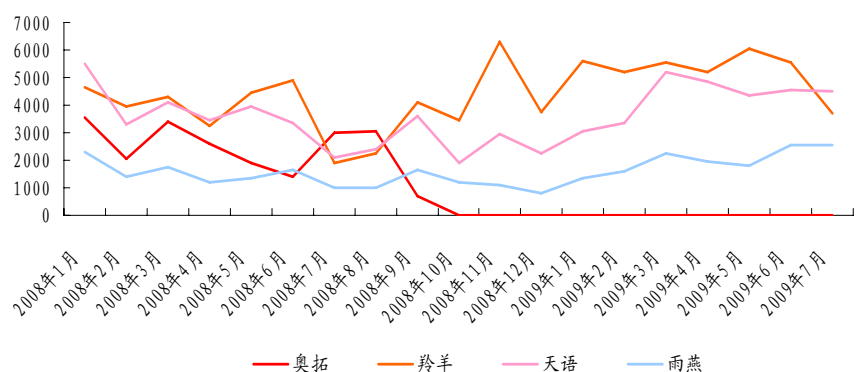
图3. 长安福特马自达主要车型月销量（单位：辆）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

□ **长安铃木增长小于行业均值，盈利能力提高有限。**长安铃木各车型 09 年均未能跑赢行业均值。从排量范围看，除天语有少量 1.8 升车型销售外，公司主要排量都位于 1 升到 1.6 升之间。前 7 个月羚羊、天语、雨燕累计销量同比增长分别为 34.27%、15.82%、32.30%，行业均值在该排量同期累计同比增长值为 44.54%。前 7 个月长安铃木总销量同比下滑 1.18%，主要原因是 08 年 10 月奥拓停止销售。不过长安铃木总销量同比下滑逐月收窄，预计 09 年仍能实现同比增长。奥拓属于铃木系列车的低端产品，因此 09 年所售车辆的单车利润应大于 08 年。08 年长安铃木实现销售收入 72.15 亿元，实现净利润 2750 万元，净利润率仅为 0.38%。预计 09 年长安铃木实现销售约 80 亿元，净利润约 8000 万元。2010 年随着新奥拓的推出，长安铃木销售还将进一步增长。

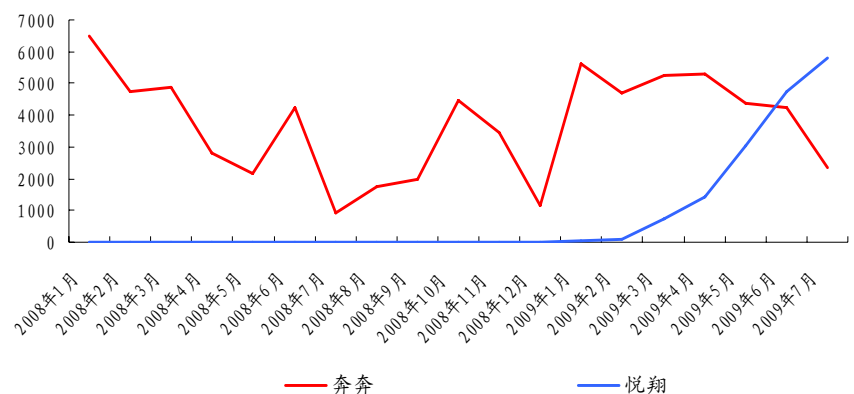
图4. 长安铃木主要车型月销量（单位：辆）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

- **悦翔增速迅猛，2010 年自主品牌轿车有望盈利。**自主品牌车悦翔在年初正式推出后，获较大成功，预计下半年悦翔月销量将超过 6,000 辆。由于其它几款车销售乏善可陈，预计长安本部轿车 09 年销量达到 10 万辆左右，未达到盈亏平衡点。09 年底公司将投放新 A0 级车 A101，2010 年还将投放一款新型微车，预计随着公司推出的新畅销车型的增加，自主品牌轿车业务将实现盈利。另外公司上半年已对 CM8 生产线和存货作了全部 2.18 亿元资产减值计提，至此雷蒙系列车计提已全部完成。下半年专用工装模具卖出后可部分冲回减值损失，计入营业外收入。

图5. 自主品牌乘用车主要车型月销量（单位：辆）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

- **回购 B 股数量有限,对公司业绩增厚不明显。**目前公司累计回购 B 股 836.5 万股，占公司总股本比例为 0.36%，支付总金额约为港币 3 千万元（含税费）。按照回购 B 股预案，公司将以不超过 9.09 亿元收购不超过 4.23 亿 B 股。由于 B 股 8 月份以来一直高于最高限价 3.66 港元/股，公司已停止回购。我们认为，B 股股价短期内回到最高限价以下可能性较小，因此短期内对公司业绩增厚贡献有限。另外长安汽车持有江铃控股 50%股份，而江铃控股持有江铃汽车 41%股权，相当于长安汽车持有江铃汽车 20.5%股权。由于受制于陆风、宝威等业务影响，预计江铃控股 09 年贡献净利润与 08 年持平约 5 千万元左右。基于上述假设，预计公司 2009-2010 年每股收益为 0.55、0.63、0.69 元。按整体法计算汽车整车 2009 年、2010 年预测市盈率分别为 26.88 和 20.99 倍，综合考虑公司目标价为 12.92 元。结合 9 月 14 日收盘价，给予“增持”评级。

主要财务指标

	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（百万元）	13,722	13,375	22,653	26,051	27,353
营业收入增长率（%）	12.9%	-2.5%	69.4%	15.0%	5.0%
营业利润（百万元）	687	46	1,363	1,567	1,704
营业利润增长率（%）	37.6%	-93.4%	2887.8%	15.0%	8.7%
净利润（百万元）	667	24	1281	1472	1601
净利润增长率（%）	28.4%	--	5153.1%	15.0%	8.7%
每股净资产（元）	3.89	3.25	3.58	3.96	4.31
每股收益（元）	0.34	0.01	0.55	0.63	0.69
PE (X)	0.0	0.0	19.9	17.3	15.9
PB (X)	0.0	0.0	3.0	2.8	2.5

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

赵世光, 汽车行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司: 威孚高科、中国重汽、风神股份、科力远、一汽轿车、启明信息、云内动力、黑猫股份、中鼎股份

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122