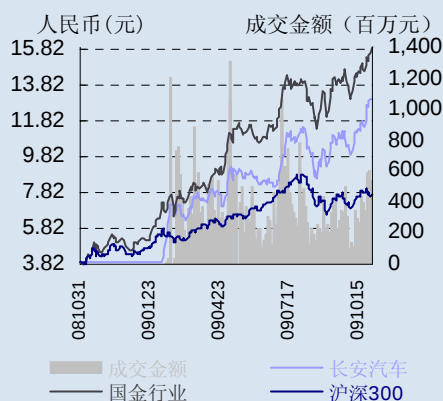


2009 年 10 月 31 日

市场数据(人民币)

市价(元)	13.05
已上市流通A股(百万股)	899.54
总市值(百万元)	30,459.00
年内股价最高最低(元)	13.12/3.90
沪深 300 指数	3280.37
深证成指	12297.16
2007 年股息率	0.00%



相关报告

- 1 《农村需求为公司带来持续增长》，2009.9.22
- 2 《问题长安,机会与风险并存》，2009.8.31
- 3 《销量再超预期,上调盈利预测》，2009.6.3

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

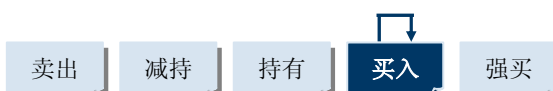
联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

长安汽车 (000625.SZ)

——明年业绩增幅将超过 50%



公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.399	0.343	0.010	0.544	0.927	1.039
净利润增长率	173.18%	3.11%	-96.34%	5108.25%	70.31%	12.12%
先前预期每股收益(元)				0.570	0.692	0.725
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.570	0.681	0.761
市盈率(倍)	22.35	54.71	351.33	23.99	14.08	12.56
行业优化市盈率(倍)	34.00	45.65	13.07	13.07	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.13	17.57	N/A	0.00	0.20	1.04
已上市流通A股(百万股)	462.59	555.11	782.84	1,387.62	1,387.62	1,387.62
总股本(百万股)	1,620.85	1,945.02	2,334.02	2,334.02	2,334.02	2,334.02

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 2009 年 3 季度, 公司实现收入 6,118 百万元, 同比增长 122%, 实现净利润 309 百万元, 同比增长 389%; 2009 年 1-3 季度, 公司实现收入 17,400 百万元, 同比增长 64%, 实现净利润 841 百万元, 同比增长 145%, 对应 EPS 为 0.361 元, 符合我们此前 0.37 元预测;
- 我们认为长安汽车明年业绩仍然具有较高的弹性, 有望继续保持 50%以上增长, 原因如下:
 - ◆ 1) 截至 3 季度末, 公司非经常性减值影响公司业绩约 0.13 元, 公司现金流情况远远好于其披露的实际业绩, 我们认为明年即使在行业不增长的情况下, 公司业绩也存在 20%以上的增厚可能, 这为公司明年提供了足够的安全边际;
 - ◆ 2) 受轿车业务拖累, 公司 09 年微车业务的盈利水平低于竞争对手。然而 9 月份长安自主品牌轿车销量达到 12,813 辆, 一举超过海马、上汽、江淮, 进入自主品牌销量前 5 名。我们认为 2010 年公司轿车销量有望超过 15 万辆, 未来 2 年将成为公司业绩新的增长点;
 - ◆ 3) 农村市场对微车的需求是我们对明年较为看好的增长点之一, 我们认为 2010 年长安的微车业务仍然有望保持 15%以上的增长, 由于产能利用率保持在高位, 公司的单车盈利能力还有望继续提高;
- 基于以上三点分析, 我们提高长安汽车未来 2 年的业绩预测, 预计 09-11 年 EPS 分别为 0.544、0.927 和 1.039 元, 调整幅度分别为 -5%、34%和 43%, 其中 2010 年的盈利预测高出目前市场平均预期约 30%;

- 公司股价已经接近我们前期推荐的 14 元目标价，我们此次上调公司未来 6-12 个月目标价至 18 元，对应 09-11 年动态 PE 分别为 33、19 和 17 倍，继续维持公司的“买入”建议；
- 风险提示：明年微车和公司轿车业务存在低于我们预期的风险；

长安汽车明年业绩仍然有极高的弹性，具备获取超额收益的条件

第一、09 年隐含业绩为明年提供了足够的安全边际

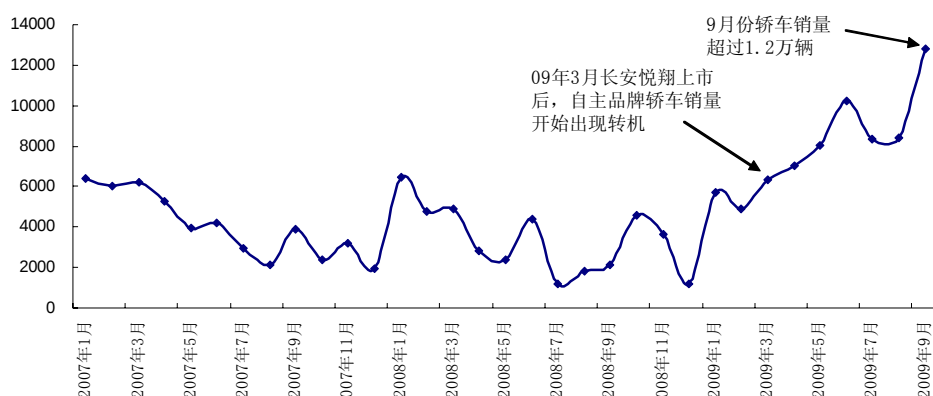
- 截至 09 年 3 季度末，公司共计提资产减值损失 387 百万元，剔除税收因素，对业绩的影响为 0.13 元，而这些资产减值都是对落后生产线的计提，因此不具有持续性；
- 截至 09 年 3 季度末，即使考虑到资产减值的损失，长安汽车母公司的 EPS 也有 0.40 元，较并表范围内多出 0.04 元：
 - ◆ 长安汽车并表公司中的经营性资产主要包括南京长安和河北长安，两家公司 09 年前 3 季度销量分别增长 189%和 52%，拖累公司业绩的可能性极低；
 - ◆ 除此以外的公司包括国内外的销售和专用车公司，其正常的经营不足以影响业绩如此之多，因此我们认为 09 年这些资产的亏损也同样为一次性的；
- 3 季度末，公司每股经营性现金流量净额为 1.22 元，为 EPS 的 3.4 倍；每股现金流量净额为 1.02 元，为 EPS 的 2.8 倍。现金流显示公司实际经营情况要远远好于其披露的业绩；
- 在考虑上述因素之后，我们认为 2009 年包括隐含业绩在内，公司经营性业绩应为 0.67 元以上，因此即使明年行业没有增长，公司业绩也有望增厚 20%以上；

第二、自主品牌轿车明年有望发力

- 09 年 9 月，长安自主品牌轿车月销量创下历史新高，达到 12,816 辆，同比增长 497%；1-9 月轿车销量达到 72,422 辆，同比增长 132%；
- 我们注意到母公司 1-9 月份的盈利（剔除投资收益）为 330 百万元，对应单车利润为 1,100 元/辆，然而根据上汽通用五菱和长安微车的盈利测算，目前交叉型乘用车的单车净利润都在 1,800 元/辆以上；
- 很显然，长安汽车本部的盈利受到自主品牌轿车的拖累而低于竞争对手，我们测算轿车拖累净利润规模应在 300 百万元左右。随着公司轿车销量的不断攀升，我们预计 2010 年公司轿车有望超过 15 万辆以上，这将接近于轿车盈亏平衡点，公司轿车有望成为未来 2 两年内的主要增长点，这一点目前尚未引起市场的足够重视；

图表1：长安汽车自主品牌轿车月度销量

单位：辆



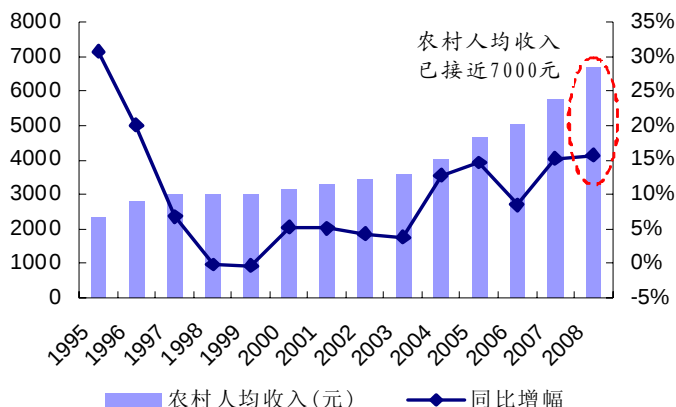
	价格区间	09年1-9月销量	同比增长
	万元/辆	辆	%
长安奔奔	3.98-5.88	36,539	22%
长安志翔	7.98-11.58	3,151	278%
长安悦翔	5.39-6.09	32,137	N/A

来源：汽协，国金证券研究所

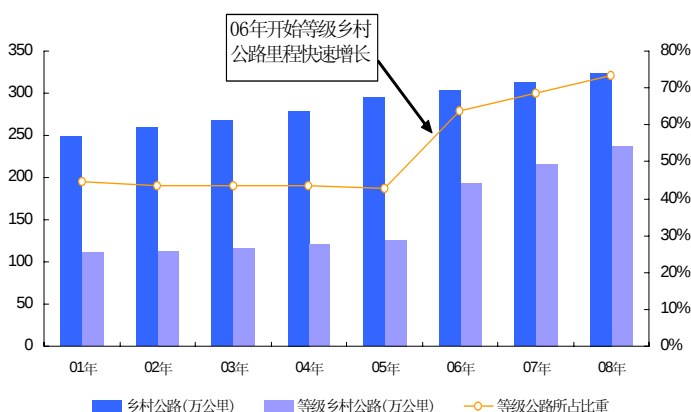
第三、我们看好微车市场的未来，预计明年销量增长 15%

- 农村市场是我们 3 季度以来研究的重点，我们认为其需求未来具有可持续性，公司本部的核心业务微车 2010 年仍有望实现 15% 以上的销量增长，原因概括如下（详细报告请参阅 2009 年 4 季度汽车行业投资策略报告）：
 - ◆ 农村居民收入不断提高，08 年底人均收入达到 6,700 元，接近消费汽车的临界点；
 - ◆ 06 年以来我国农村等级公路的建设速度明显加快，农村道路质量不断提高，这为汽车进入农村家庭提供了基础支持；
 - ◆ 农村市场每年采购的农用车等机动车辆达到 200 万辆以上，在养路费取消后，微客、微卡和轻卡等效率更高、使用寿命更长的汽车对农用车的替代更新需求拥有足够大的市场；

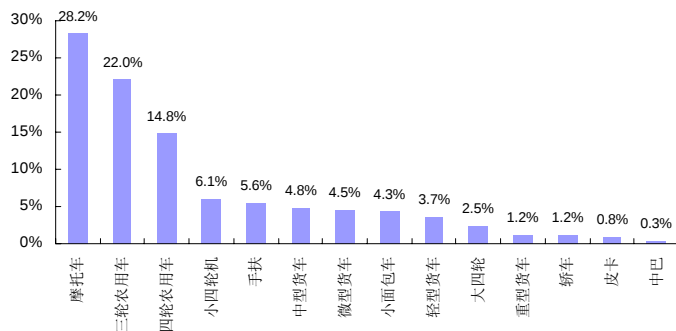
图表2：农村居民收入水平不断提高



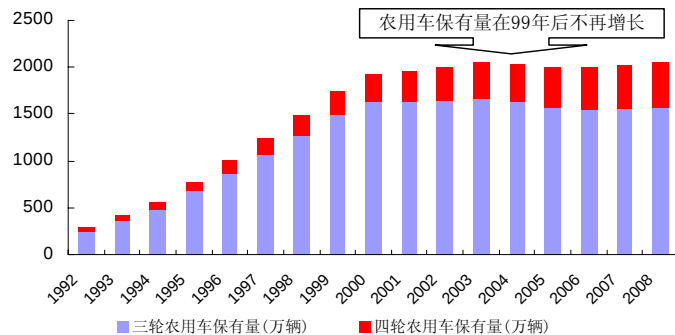
图表3：农村道路质量不断提高



图表4：汽车在农村普及率仍然较低

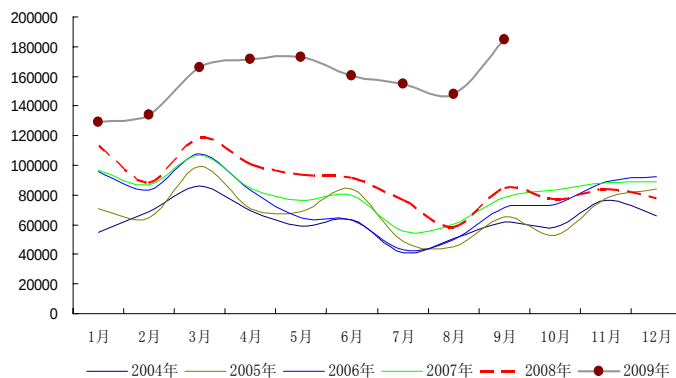


图表5：庞大的农用车保有量带来足够的替代需求

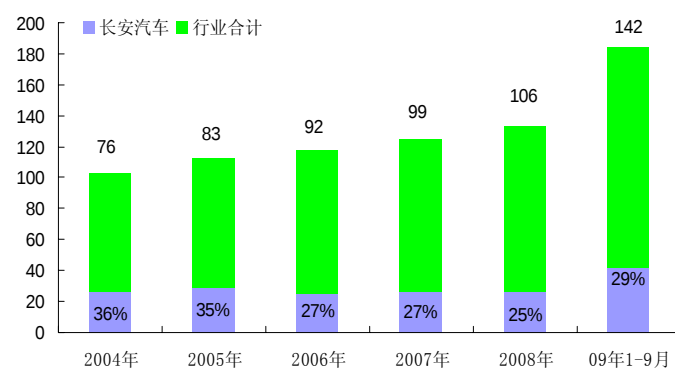


图表6：微型客车月度销量走势

单位：辆



图表7：微客历年销量及长安的市场份额 单位：万辆



来源：汽协，国金证券研究所

图表8：分季度损益表摘要

单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
营业收入	3,749.32	3,993.79	2,826.81	3,152.37	4,016.28	3,863.37	2,758.84	2,736.97	4,876.77	6,405.94	6,117.76
增长率 (YOY)	-43.58%	-32.65%	-50.01%	-57.66%	7.12%	-3.27%	-2.40%	-13.18%	21.43%	65.81%	121.75%
营业成本	3,243.49	3,324.68	2,439.40	2,611.89	3,328.85	3,226.40	2,339.55	2,473.86	3,978.36	5,024.73	4,867.69
% 营业收入	86.5%	83.2%	86.3%	82.9%	82.9%	83.5%	84.8%	90.4%	81.6%	78.4%	79.6%
增长率 (YOY)	-40.01%	-29.07%	-46.07%	-55.03%	2.63%	-2.96%	-4.09%	-5.28%	19.51%	55.74%	108.06%
毛利	505.83	669.11	387.41	540.49	687.43	636.97	419.29	263.11	898.41	1,381.21	1,250.07
% 营业收入	13.5%	16.8%	13.7%	17.1%	17.1%	16.5%	15.2%	9.6%	18.4%	21.6%	20.4%
增长率 (YOY)	-59.15%	-46.15%	-65.75%	-66.99%	35.90%	-4.80%	8.23%	-51.32%	30.69%	116.84%	198.14%
销售费用	279.51	394.97	257.56	314.33	355.63	355.34	273.60	151.99	505.72	634.31	612.55
% 营业收入	7.5%	9.9%	9.1%	10.0%	8.9%	9.2%	9.9%	5.6%	10.4%	9.9%	10.0%
增长率 (YOY)	-43.58%	-30.64%	-50.74%	-50.89%	27.23%	-10.03%	6.23%	-51.65%	42.21%	78.50%	123.89%
管理费用	165.40	174.31	154.04	179.75	245.25	185.79	189.53	232.18	252.72	279.22	340.69
% 营业收入	4.4%	4.4%	5.4%	5.7%	6.1%	4.8%	6.9%	8.5%	5.2%	4.4%	5.6%
增长率 (YOY)	-45.49%	-35.75%	-57.68%	-57.81%	48.28%	6.58%	23.04%	29.17%	3.04%	50.29%	79.76%
EBIT	-59.17	-13.16	-106.43	26.88	-25.12	14.40	-102.24	-192.11	41.00	336.95	170.88
% 营业收入	-1.6%	-0.3%	-3.8%	0.9%	-0.6%	0.4%	-3.7%	-7.0%	0.8%	5.3%	2.8%
增长率 (YOY)	-124.88%	-104.83%	-223.02%	-87.63%	-57.55%	-209.42%	-3.94%	-814.80%	-263.24%	2239.37%	-267.14%
财务费用	24.71	38.97	14.98	-31.56	13.56	26.33	9.05	0.60	2.18	-3.49	4.24
% 营业收入	0.7%	1.0%	0.5%	-1.0%	0.3%	0.7%	0.3%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%
增长率 (YOY)	-6.37%	-13.44%	-9.54%	-185.47%	-45.12%	-32.42%	-39.59%	-101.89%	-83.94%	-113.25%	-53.17%
投资收益 (损失以“-”号填列)	264.48	370.58	225.87	71.25	308.14	306.71	10.47	-64.47	-11.65	349.29	264.98
% 税前利润	147.1%	126.0%	235.5%	84.7%	119.4%	166.2%	-10.7%	20.8%	-90.9%	72.0%	92.2%
增长率 (YOY)	197.76%	340.52%	424.76%	188.23%	16.51%	-17.23%	-95.36%	-190.49%	-103.78%	13.88%	2430.31%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	180.60	291.83	101.94	112.55	252.52	193.03	-102.69	-297.23	12.90	486.67	283.27
% 营业收入	4.8%	7.3%	3.6%	3.6%	6.3%	5.0%	-3.7%	-10.9%	0.3%	7.6%	4.6%
增长率 (YOY)	-39.84%	-6.29%	-9.78%	-45.13%	39.83%	-33.86%	-200.73%	-364.10%	-94.89%	152.12%	-375.85%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	179.76	294.17	95.93	84.08	258.02	184.55	-98.22	-310.32	12.82	485.31	287.49
% 营业收入	4.8%	7.4%	3.4%	2.7%	6.4%	4.8%	-3.6%	-11.3%	0.3%	7.6%	4.7%
增长率 (YOY)	-39.91%	-5.46%	-12.24%	-40.58%	43.53%	-37.26%	-202.39%	-469.07%	-95.03%	162.98%	-392.70%
减：所得税费用	6.00	11.19	15.96	-13.18	-5.17	3.30	5.85	12.12	-14.92	-24.35	-24.51
% 税前利润	3.3%	3.8%	16.6%	-15.7%	-2.0%	1.8%	-6.0%	-3.9%	-116.4%	-5.0%	-8.5%
增长率 (YOY)	-84.07%	-68.08%	23.41%	-116.12%	-186.27%	-70.50%	-63.36%	-192.01%	188.29%	-837.76%	-519.14%
合并报表的净利润	173.77	282.98	79.97	97.26	263.20	181.25	-104.07	-322.44	27.73	509.66	312.00
% 营业收入	4.6%	7.1%	2.8%	3.1%	6.6%	4.7%	-3.8%	-11.8%	0.6%	8.0%	5.1%
增长率 (YOY)	-33.55%	2.49%	-17.02%	62.77%	51.47%	-35.95%	-230.14%	-431.54%	-89.46%	181.20%	-399.80%
净利润 (归属于母公司所有者的)	167.04	266.12	66.85	166.88	267.60	182.59	-106.64	-319.16	28.34	504.46	308.65
增长率 (YOY)	-18.33%	15.32%	-31.81%	47.13%	60.20%	-31.39%	-259.52%	-291.26%	-89.41%	176.28%	-389.43%

来源：国金证券研究所

图9：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	25,675	13,722	13,375	23,079	27,359	30,631
增长率		-46.6%	-2.5%	72.5%	18.5%	12.0%
主营业务成本	-20,426	-11,619	-11,369	-18,388	-21,526	-24,100
% 销售收入	79.6%	84.7%	85.0%	79.7%	78.7%	78.7%
毛利	5,249	2,103	2,007	4,690	5,833	6,530
% 销售收入	20.4%	15.3%	15.0%	20.3%	21.3%	21.3%
营业税金及附加	-950	-335	-323	-471	-558	-625
% 销售收入	3.7%	2.4%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-2,228	-1,246	-1,137	-2,331	-2,763	-3,094
% 销售收入	8.7%	9.1%	8.5%	10.1%	10.1%	10.1%
管理费用	-1,365	-673	-853	-1,156	-1,371	-1,535
% 销售收入	5.3%	4.9%	6.4%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	707	-152	-305	732	1,141	1,277
% 销售收入	2.8%	n.a	n.a	3.2%	4.2%	4.2%
财务费用	-125	-47	-50	-9	0	4
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	0	-46	-151	-387	-72	-55
公允价值变动收益	0	0	-10	0	0	0
投资收益	241	932	561	863	921	1,005
% 税前利润	28.0%	142.5%	1648.2%	72.3%	46.4%	45.1%
营业利润	822	687	46	1,199	1,990	2,232
营业利润率	3.2%	5.0%	0.3%	5.2%	7.3%	7.3%
营业外收支	39	-33	-12	-5	-5	-5
税前利润	861	654	34	1,194	1,985	2,227
利润率	3.4%	4.8%	0.3%	5.2%	7.3%	7.3%
所得税	-167	-20	-16	84	-30	-33
所得税率	19.4%	3.1%	47.3%	-7.0%	1.5%	1.5%
净利润	694	634	18	1,278	1,955	2,194
少数股东损益	47	-33	-6	8	8	8
归属于母公司的净利	647	667	24	1,270	1,947	2,186
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	647	634	18	1,278	1,955	2,194
少数股东损益	47	0	0	0	0	0
非现金支出	761	490	639	701	419	409
非经营收益	-129	-825	-459	-793	-887	-1,000
营运资金变动	788	236	286	-1,041	144	147
经营活动现金净流	2,114	534	485	145	1,631	1,749
资本开支	-2,888	-341	-928	-1,588	1,437	-55
投资	141	17	-714	0	0	0
其他	94	688	860	863	921	1,005
投资活动现金净流	-2,653	364	-783	-726	2,358	950
股权募资	2,543	0	10	209	250	300
债权募资	-1,149	-933	420	-287	-893	1
其他	-117	-136	-66	-65	-410	-584
筹资活动现金净流	1,277	-1,069	364	-144	-1,053	-283
现金净流量	738	-170	66	-724	2,936	2,417

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	4,245	1,584	1,624	900	3,836	6,253
应收款项	3,316	2,446	2,427	3,833	4,544	5,087
存货	3,825	1,795	1,662	4,448	5,208	5,830
其他流动资产	619	371	264	588	689	771
流动资产	12,005	6,195	5,978	9,770	14,277	17,942
% 总资产	51.7%	43.2%	38.9%	47.8%	61.7%	67.7%
长期投资	1,526	4,141	4,625	4,625	4,625	4,625
固定资产	9,038	3,649	4,188	5,771	3,983	3,680
% 总资产	38.9%	25.4%	27.2%	28.2%	17.2%	13.9%
无形资产	664	240	438	124	123	122
非流动资产	11,228	8,158	9,390	10,659	8,870	8,566
% 总资产	48.3%	56.8%	61.1%	52.2%	38.3%	32.3%
资产总计	23,232	14,353	15,368	20,429	23,147	26,508
短期借款	1,479	176	1,094	893	0	0
应付款项	8,607	5,270	5,749	10,083	11,824	13,238
其他流动负债	2,588	1,150	740	639	887	995
流动资产	12,674	6,596	7,583	11,615	12,712	14,233
长期贷款	1,509	0	0	0	0	1
其他长期负债	47	70	76	0	0	0
负债	14,230	6,665	7,659	11,615	12,712	14,234
普通股股东权益	7,307	7,573	7,597	8,694	10,307	12,138
少数股东权益	1,695	115	112	120	128	136
负债股东权益合计	23,232	14,353	15,368	20,429	23,147	26,508

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.399	0.411	0.013	0.544	0.834	0.936
每股净资产	4.508	3.894	3.255	3.725	4.416	5.200
每股经营现金净流	1.304	0.275	0.208	0.062	0.699	0.749
每股股利	0.320	0.060	0.060	0.163	0.250	0.281
回报率						
净资产收益率	8.85%	8.81%	0.32%	14.61%	18.89%	18.01%
总资产收益率	2.78%	4.65%	0.16%	6.22%	8.41%	8.25%
投入资本收益率	5.47%	-1.87%	-1.83%	8.07%	10.77%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	33.95%	-46.55%	-2.53%	72.55%	18.55%	11.96%
EBIT增长率	199.50%	-118.66%	100.85%	-340.09%	55.76%	11.96%
净利润增长率	173.18%	3.11%	-96.34%	5108.25%	53.33%	12.26%
总资产增长率	24.56%	-38.22%	7.07%	32.94%	13.30%	14.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.2	20.4	15.0	20.4	20.4	20.4
存货周转天数	68.9	88.3	55.5	88.3	88.3	88.3
应付账款周转天数	74.9	120.3	81.3	120.3	120.3	120.3
固定资产周转天数	98.8	90.3	94.0	66.9	54.6	45.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.62%	-18.32%	-6.88%	-0.08%	-36.76%	-50.94%
EBIT利息保障倍数	6.5	-3.2	-6.2	80.1	3,616.0	-291.1
资产负债率	61.25%	46.44%	49.84%	56.86%	54.92%	53.70%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	4	73
买入	0	2	8	8	99
持有	0	0	1	3	56
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	2.00	2.00	1.96	1.94

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-26	买入	8.70	15.02 ~ 15.02
2 2008-04-29	买入	7.68	N/A
3 2008-08-31	买入	4.44	N/A
4 2009-02-15	买入	3.90	6.68 ~ 6.68
5 2009-04-07	买入	7.39	8.50 ~ 8.50
6 2009-06-03	买入	9.07	N/A
7 2009-08-31	买入	9.25	14.00 ~ 14.00
8 2009-09-22	买入	11.00	14.00 ~ 14.00

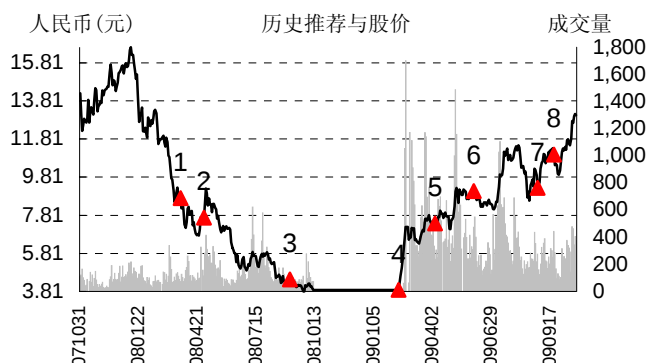
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。