

分析师： 易俊丰 (8621)68751760 yijf@cjsc.com.cn

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 kunyuan.tan@gmail.com

盈利能力放缓，未来发展具不确定性

事件描述

近期我们赴长沙长丰汽车调研，主要调研结论如下：

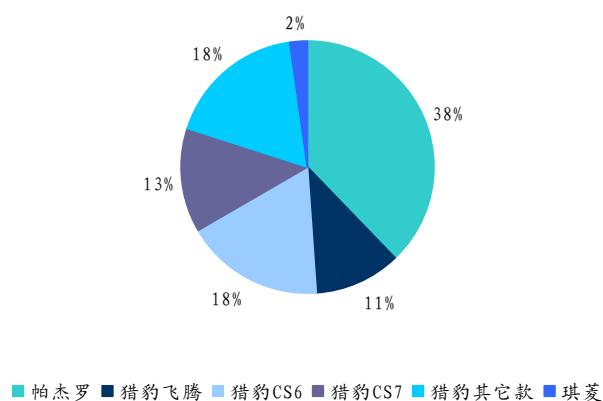
事件评论

第一，产品系列逐渐丰富，从 SUV 系列向轿车市场推进

公司是由原军工企业 7319 工厂的主体资产改制而来，于 2004 年上市，主要从事越野车的生产和销售。当前产品主要包括帕杰罗、猎豹 CS6、猎豹 CS7、猎豹飞腾、琪菱等。其中帕杰罗系列主打高端越野型 SUV，使用三菱技术，月销量在 700 至 800 台左右；飞腾系列于 2004 年推出，主打低端城市 SUV，由于开发策略出现偏差，公司试图一次性降低成本而使用大量国产化零配件，导致产品质量不稳定，目前月销量 200-300 辆左右；猎豹 CS6 于 2007 年 10 月推出，基于原有 CFA2030C/D 底盘技术开发，主打中端城市 SUV，作为公司首款城市型 SUV，08 年销量仅在 4000 辆左右；猎豹 CS7 于 2009 年 5 月推出，基于原有产品飞腾底盘技术开发，定位于一款中高档次中低价位、时尚化、家庭化的城市 SUV；琪菱为公司自主研发的一款 1.6L 的 MPV，受制于营销能力，月销量仅在几十台左右；CP2 和 CP3 属自主品牌家用轿车项目，定位于沃尔沃 S40 相近的 A 级车市场，其中 CP2 预计于 2010 年 3-4 月份下线，使用现有生产线适应性改造，最高 5 万台产能，CP3 为经济型轿车项目，目前尚处于初期投入阶段。

公司目前主要涵盖了都市型 SUV 和越野型 SUV 两大细分市场，未来新产品的推出也预示着公司将从单一的 SUV 制造商转变为全系列乘用车制造商。

图 1：长丰汽车各车型月度销量分布



资料来源：长江证券研究部

第二，需求稳定，仍需进行结构调整

长丰汽车客户约 60% 为军队、森林、消防、武警、司法、抗洪抢险、地质勘探等，这部分客户购买力较为稳定，为公司中高端产品的销售奠定了良好基础。同时由于公司产品主要销往四川、湖南、云南等山区城市较多的省份，这些省份路况复杂，对越野型 SUV 的需求也较为稳定。

但是由于机构团体客户需求增长缓慢，而近年来国内 SUV 消费主体已经向个人转变，以东本 CRV 为代表的城市型 SUV 的崛起，压缩了越野型 SUV 市占率，使得长丰汽车的市场占有率也由 2003 年的 23% 以上滑至 2009 年上半年的 7% 左右。公司未来仍需进一步推出适应个人客户消费需求的城市型 SUV，优化产品结构，以期分享 SUV 市场增长的巨大利润。

第三，产品供给过剩，订单具有季节性

产品生产以长沙基地以及永州基地为主，2005 年完成的两地年产能设计均为 5 万台，总计 10 万台；其中永州基地以生产猎豹系列产品为主，长沙基地生产帕杰罗以及飞腾产品为主，最终可能生产轿车。目前总产能利用率低下，大约仅在 30% 左右，过剩产能为企业进一步盈利带来障碍。

此外由于占比 60% 的集团客户的主要预算和订单投放均在每年的年末，因此下半年销量明显好于上半年。

第四，毛利率水平缓慢回落，销售费用大幅上升

公司产业链整合度高，除帕杰罗仅具备 40% 的国产化率外，其他车型国产化率均达 100%。其动力总成主要使用东安三菱发动机，今后可能由长丰集团旗下已经开始试生产的发动机生产线进行部分供给，从而进一步提升国产化率。2009 年前三季度公司综合毛利率 21.96%、24.26% 和 25.84%，分别同比下滑了 -23.91%、-12.73% 和 -10.46%，主要因为今年以来日元的强势，同比平均上涨 9.39%，为每三个月需要进行一次的三菱零部件进口额带来了相比去年的额外支出，影响了公司的盈利能力。

此外由于今年 5 月份发售的猎豹 CS7 扩充销售渠道，打开营销市场的需求，今年第二季度和第三季度的销售费用分别同比上涨了 40.3% 和 58.9%，我们预计在四季度该部分支出仍将延续高增长，以期继续为 CS7 打开城市 SUV 市场的大门。

第五，与广汽的合作存在不确定性

2009 年 5 月，公司第一大股东长丰集团与广汽集团签订了《股权转让协议》，股份转让完成后，长丰集团持有长丰汽车股份占公司总股本的 21.98%，而广汽集团持有长丰汽车 29% 股权，成为公司第一大股东。对于广汽来说，其合资企业丰田和本田的 SUV 分别在一汽和东风集团进行生产，SUV 是其所欠缺的车型领域。同时对于长丰汽车而言，我们预计广汽未来的技术导入和营销渠道部分共享也将对其产能利用率提高和进入轿车领域角逐产生巨大利好。该项转让已在 2009 年 10 月 9 日得到国务院国有资产监督管理委员会和广东省人民政府国有资产监督管理委员会的认可。目前长丰汽车暂未得到广汽对长丰的下一步发展战略和定位的说明，未来具有一定不确定性。

第六，给予“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2009 年，2010 年，2011 年的销售收入增长率分别为 7.07%、7% 和 7%，销量增长率分别为 8.0%、7.6% 和 7.6%，综合毛利率分别为 24.00%、24.60% 和 24.90%，对应 EPS 分别为 0.24、0.31 和 0.36。综合来看，我们对公司四季度的销售及盈利情况持看好态度，但基于 2010 年公司新产品 CP2 的推行还有与广汽合作的不确定性，给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4708	5041	5394	5772
营业成本	3379	3831	4067	4335
毛利	1329	1210	1327	1437
% 营业收入	28.2%	24.0%	24.6%	24.9%
营业税金及附加	515	552	590	631
% 营业收入	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
销售费用	208	222	237	254
% 营业收入	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
管理费用	260	227	243	260
% 营业收入	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用	222	82	87	89
% 营业收入	4.7%	1.6%	1.6%	1.5%
资产减值损失	7	3	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	118	134	178	211
% 营业收入	2.5%	2.7%	3.3%	3.7%
营业外收支	61	10	10	10
利润总额	179	144	188	221
% 营业收入	3.8%	2.9%	3.5%	3.8%
所得税费用	31	30	40	46
净利润	148	114	149	174
归属于母公司所有者的净利润	140.8	94.8	123.5	144.9
少数股东损益	8	19	25	30
EPS (元/股)	0.35	0.24	0.31	0.36

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流净额	301	205	457	521
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-320	-450	-454	-358
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-320	-450	-454	-358
债券融资	0	0	0	0
股权融资	5	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	11	49	138	-14
筹资成本	113	-96	-105	-111

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	796	504	539	577
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	172	166	177	190
存货	652	207	219	233
预付账款	39	49	52	56
其他流动资产	2	0	0	0
流动资产合计	2078	1001	1069	1142
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	18	18	18	18
投资性房地产	8	8	8	8
固定资产合计	3453	3605	3723	3713
无形资产	181	172	163	155
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	5	1	0	0
其他非流动资产	230	430	630	830
资产总计	5973	5235	5612	5867
短期贷款	1657	1706	1844	1830
应付款项	1380	803	852	907
预收账款	49	81	86	92
应付职工薪酬	19	30	31	33
应交税费	75	-143	-154	-166
其他流动负债	269	75	79	84
流动负债合计	3448	2552	2738	2781
长期借款	160	160	160	160
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	1	0	0	0
其他非流动负债	9	69	129	189
负债合计	3619	2781	3027	3130
归属于母公司所有者权益	2291	2372	2477	2600
少数股东权益	63	82	107	137
股东权益	2354	2454	2584	2737
负债及股东权益	5973	5235	5612	5867
基本指标				
EPS	0.351	0.236	0.308	0.362
BVPS	5.72	5.92	6.18	6.49
PE	13.40	19.92	15.28	13.03
PEG	13.99	20.79	15.94	13.59

其他	-269	0	0	0	PB	0.82	0.80	0.76	0.73
筹资活动现金流净额	-140	-47	33	-125	EV/EBITDA	5.10	6.20	5.50	4.88
现金净流量	-158	-292	35	38	ROE	6.1%	4.0%	5.0%	5.6%

分析师介绍

易俊丰，华中科技大学财务金融硕士，从事汽车整车制造行业研究。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，汽车整车制造行业研究助理。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。