

# 长安汽车(000625.sz)

## 微车与自主轿车构筑成长空间

汤俊 研究员  
电话: 020-87555888-628  
eMail: tj5@gf.com.cn

### 农村市场需求释放刺激微车销量提升

2009 年 1-11 月份我国微车销量达到 225.43 万辆,同比增长 70.73%。我们认为在农村居民消费升级过程中,微车以及轻卡作为生产工具将逐步取代三轮车和低速货车。我们预计 2010 年微车行业将维持 20%左右的增长。我们认为在农村市场需求开始释放的初期,在渠道上有相对优势的企业销售规模提升得更快。

### 公司微车市场份额企稳回升

公司 2009 年 1-11 月份微车销售 63.09 万辆,同比增长 84.76%。其市场份额由 2008 年底的 25.22%提高到 27.99%。我们认为公司在产品、渠道上的投入将有利于其市场份额的进一步提升。今年公司销量主要受到产能的限制,2010 年公司微车产能将提高到 100 万辆,我们预计其销售规模有望达到 90 万辆。

### 自主品牌轿车有望大幅提升

2009 年 1-11 月份公司自主品牌轿车销售 9.87 万辆,同比增长 136.49%,目前悦翔两厢已经上市,2010 年将推出奔奔 Mini、2010 款奔奔以及志翔两厢。同时,我们认为悦翔已经基本得到了市场的认可,随着公司销售网点的进一步增加以及新产品的补充,我们预计公司轿车销量有望达到 20 万辆。我们预计 2010 年自主品牌轿车在销售规模的扩大下有望扭亏。

### 盈利预测

我们预计公司 2009-2011 年公司的每股收益分别为 0.59 元、0.88 元、1.02 元,按照目前的股价对应的市盈率分别为 22.69 倍、15.27 倍、13.18 倍。我们维持公司的“买入”评级。

### 风险提示

微车市场需求以及自主品牌轿车的推广低于我们预期;其他生产线及相关设备的计提。

### 公司评级

买入

当前价格(元) 13.45  
目标价格(元) 17.60  
前次评级 买入

### 股价走势



| 市场表现 | 1 个月   | 3 个月   | 12 个月   |
|------|--------|--------|---------|
| 股价涨幅 | -6.69% | 30.19% | 288.56% |
| 上证综指 | 5.67%  | 16.96% | 108.29% |

### 股票数据

|                |           |
|----------------|-----------|
| 总股本(万股)        | 233,402.2 |
|                | 8         |
| 流通 A 股(万股)     | 150,431.8 |
|                | 5         |
| 主要股东:          |           |
| 中国南方工业汽车股份有限公司 |           |
| 主要股东持股比例       | 45.55%    |
| 流通 A 股比例       | 64.45%    |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 0.32%  |
| ROA      | 0.16%  |
| 资产负债率    | 49.84% |
| 每股净资产(元) | 3.25   |

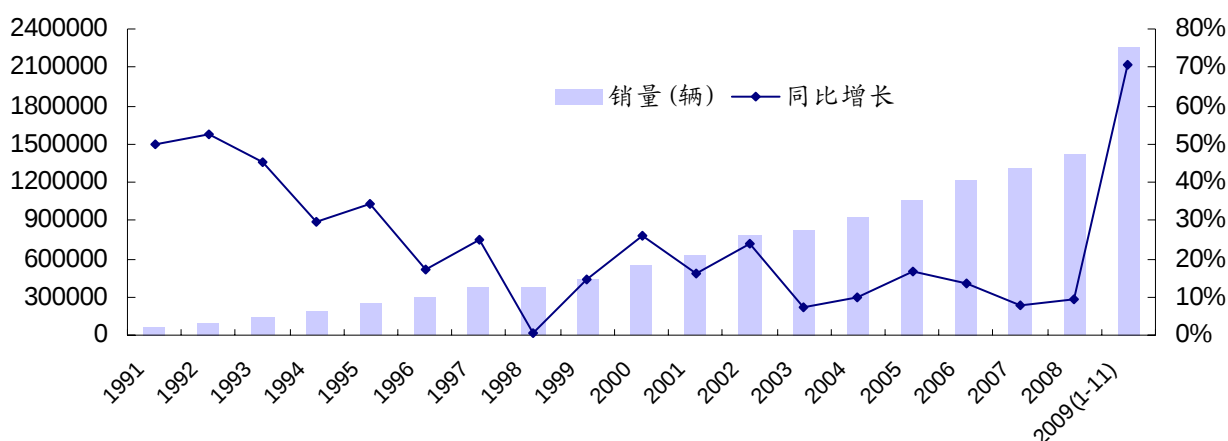
2008 年报数据。

## 农村市场需求释放刺激微车销量提升

2009年1-11月份我国微车销量达到225.43万辆，同比增长70.73%，其中微客销售177.94万辆，同比增长80.48%；微卡47.49万辆，同比增长41.97%。

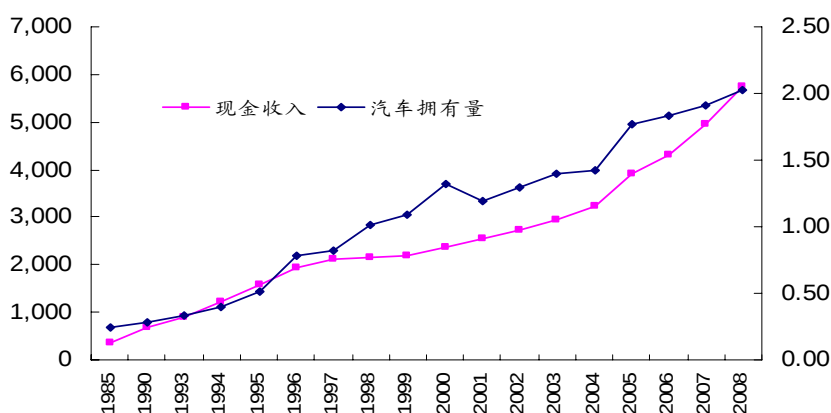
今年微车销量出现爆发性增长，我们认为主要原因在于农民工返乡以及农村道路条件完善带动的农村市场需求的释放。随着农村收入水平的提高，消费示范作用将继续促进农村消费的升级，未来微车将对低速货车和三轮车进行替代。2008年我国三轮车和低速货车（即三轮农用车和四轮农用车）保有量为1492万辆，相对上年仅增长24万辆，而市场新车销量达到200万辆。因此三轮车和低速车行业目前基本以内部更新需求为主。我们认为在农村居民消费升级过程中，微车以及轻卡作为生产工具将逐步取代三轮车和低速货车。

图1：1991-2009年我国微车的市场销量



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图2：农村居民人均现金收入与每百户家庭汽车拥有量



数据来源：

我们预计2010年微车行业将维持20%左右的增长。我们认为在农村市场需求开始释放的初期，在渠道上有相对优势的企业销售规模提升得更快。

## 公司微车市场份额企稳回升

公司2009年1-11月份微车销售63.09万辆，同比增长84.76%；其中，微客销售51.24万辆，同比增长40.06%；微卡11.85万辆，同比增长99.48%。公司微车目前的市场份额由2008年底的25.22%提高到27.99%。

图3：2004-2009年长安与五菱微车市场份额变化

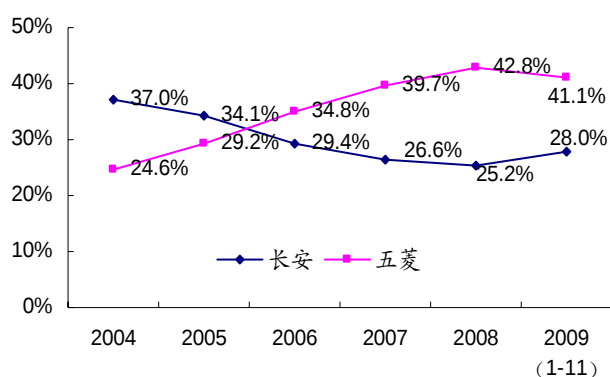
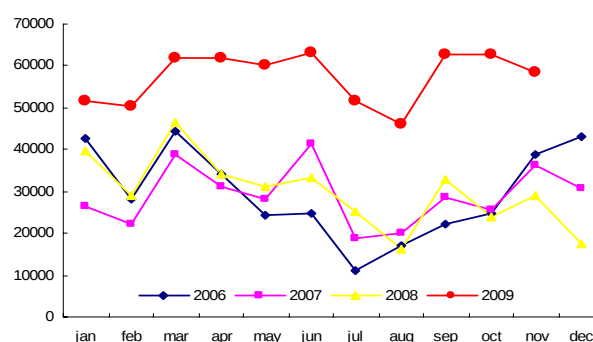


图4：2006-2009年各月份公司微车的销售情况



数据来源：汽协

我们认为在微车行业需求大幅增长的背景下，公司市场份额的提升，主要原因在于（1）公司是行业的龙头企业，产品与渠道上具有相对坚实的基础；（2）公司对销售渠道的拓展。截止到目前为止，公司在全国的销售网点达到5500多家，其中省地级城市覆盖率达到100%，县级地区覆盖率达到70%。在渠道拓展的方向上，公司对农村市场加大了力度，2009年增加了2000多个乡级的销售网点。目前公司微车消费中农村的比例在逐步上升，县乡的占比70%，纯农业户口在55%。

2010年公司在产品以及动力系统上都将会有进一步的提升，长安之星Ⅱ代将切换C系列发动机，进一步提升产品的性能；2010年9月将推出一款全新微客，提升产品结构。同时公司在营销渠道上，计划将销售网点拓展到1万个，进一步方便农民购车与享受售后服务；以各种方式加大微车产品的营销力度。

我们认为公司在产品、渠道上的投入将有利于其市场份额的进一步提升。今年公司销量主要受到产能的限制，2010年公司微车产能将提高到100万辆，我们预计其销售规模有望达到90万辆。

## 自主品牌轿车有望大幅提升

2009年1-11月份公司自主品牌轿车销售9.87万辆，同比增长136.49%，其中，公司新产品悦翔3月份局部上市以后，销量迅速上升，9月份开始月产销量达到1万辆。

表 1: 长安自主品牌轿车的车型情况

|         | 排量   | 价格区间 (万元) |       | 竞争车型                        |
|---------|------|-----------|-------|-----------------------------|
| 奔奔 Mini | 1.0L | 待定        |       | F0、QQ3、小贵族                  |
| 奔奔      | 1.3L | 3.89      | 5.88  | 精灵、QQme、Spark、A1、自由舰、夏利 N5  |
| 悦翔      | 1.5L | 5.59      | 7.19  | 炫丽、金刚、金鹰、自由舰、同悦、风华、A5、威志、F3 |
| 志翔      | 1.6L | 7.98      | 8.38  | G3、福美来、风神 S30、A3            |
|         | 2.0L | 8.88      | 11.58 | F6、宾悦、帝豪                    |

数据来源: 汽车之家, 广发证券发展研究中心

图5: 公司奔奔上市以后的销量

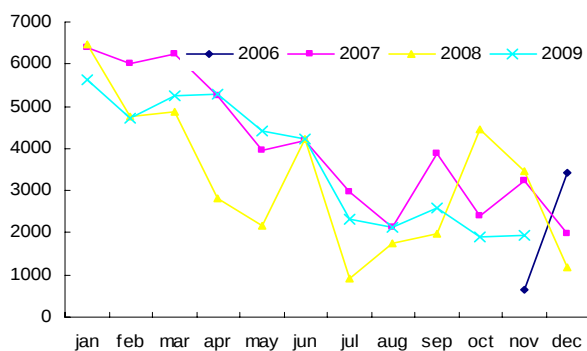
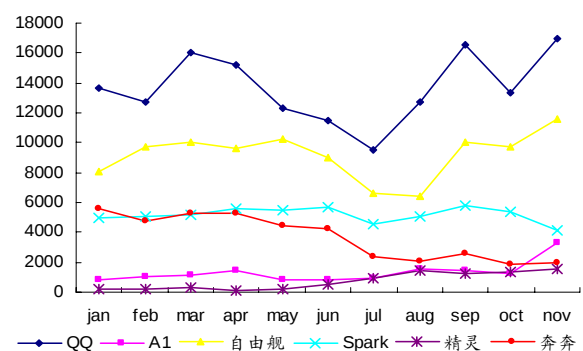


图6: 2009年奔奔竞争车型的销量



数据来源: 汽协

图7: 公司悦翔上市以后的销量

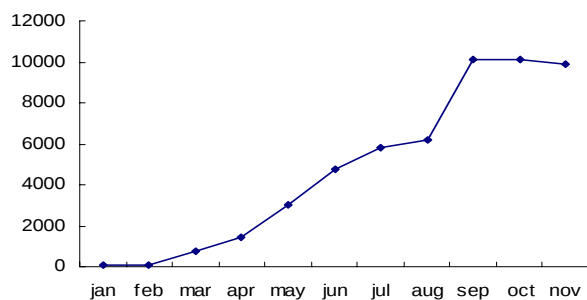
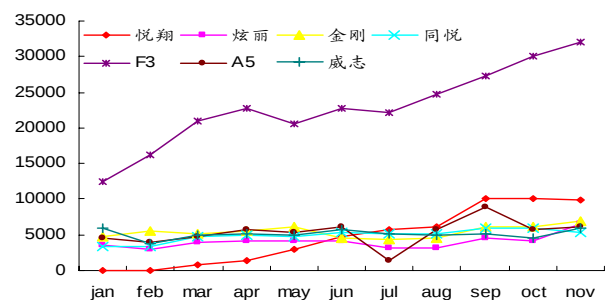


图8: 2009年悦翔竞争车型的销量



数据来源: 汽协

图9: 公司志翔上市以后的销量

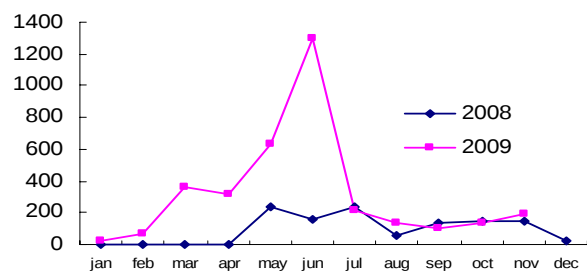
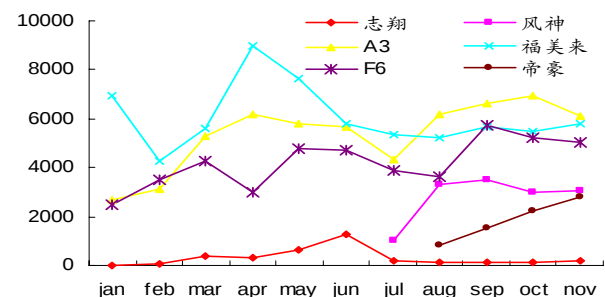


图10: 2009年志翔竞争车型的销量



数据来源: 汽协

目前悦翔两厢已经上市，2010年将推出奔奔Mini、2010款奔奔以及志翔两厢。同时，我们认为悦翔已经基本得到了市场的认可，随着公司销售网点的进一步增加以及新产品的补充，我们预计公司轿车销量有望达到20万辆。我们预计2010年自主品牌轿车在销售规模的扩大下有望扭亏。

## 盈利预测与假设

### 盈利假设

1、假设公司2009-2011年微车销量增长幅度为93.54%、28.78%、15%；自主品牌销量增长幅度为154.91%、81.50%、29.01%；对应公司的营业收入增长幅度分别为84.37%、38.85%、21.98%；

2、2010年长安福特马自达没有全新平台的车型，主要是福克斯以及致胜的改款款，不过我们认为改款后的致胜、以及南京工厂的嘉年华、马2在销量上还有上升的空间。长安铃木的新奥拓则有望在2010年放量。我们预计2009-2011年长福马销量的增幅分别为55.39%、15.24%、7.52%；长安铃木的销量增幅分别为18.83%、19.83%、10.87%；

表 2: 长安福特马自达销量预测

|           | 2008A         | 2009E         | 2010E         | 2011E         |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 嘉年华       |               | 47000         | 72000         | 82800         |
| S-MAX     | 3918          | 4700          | 4935          | 5182          |
| 福克斯       | 112552        | 135000        | 139050        | 146003        |
| 马自达 2     | 13692         | 23000         | 32200         | 37030         |
| 马自达 3     | 29225         | 50000         | 55000         | 56650         |
| 蒙迪欧-致胜    | 39608         | 44550         | 51215         | 51215         |
| 沃尔沃 S40   | 5666          | 5800          | 5974          | 6273          |
| 沃尔沃 S80   |               | 8000          | 8500          | 8925          |
| <b>合计</b> | <b>204674</b> | <b>318050</b> | <b>368874</b> | <b>394077</b> |
| 重庆工厂      | 190969        | 248050        | 264674        | 274247        |
| 南京工厂      | 13692         | 70000         | 104200        | 119830        |

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

表 3: 长安铃木的销量预测

|           | 2008A         | 2009E         | 2010E         | 2011E         |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 奥拓 0.8L   | 21618         | 7500          | 30000         | 48000         |
| 羚羊 1.3L   | 47291         | 57000         | 48450         | 46028         |
| 天语两厢      | 30587         | 43500         | 45675         | 47959         |
| 天语三厢      | 8299          | 8000          | 9200          | 9660          |
| 雨燕 1.3L   | 7727          | 18000         | 30600         | 32130         |
| 雨燕 1.5L   | 8601          | 13500         | 12825         | 12184         |
| <b>合计</b> | <b>124123</b> | <b>147500</b> | <b>176750</b> | <b>195960</b> |

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

3、假设公司2009-2011年的毛利率分别为20.55%、19.95%、20.06%；  
4、由于公司在自主品牌投放初期以及微车渠道建设的进一步深入，假设公司2009-2011年的期间费用率分别为15.25%、14.95%、14.65%；  
5、假设公司2009-2011年综合所得税税率为-4%、6.86%、12.75%。  
我们预计公司2009年-2011年的营业收入分别为246.61亿元、342.42亿元、417.68亿元；实现归属母公司的净利润为13.82亿元、20.53亿元、23.79亿元。按照目前公司的总股本23.34亿股，实现每股收益0.59元、0.88元、1.02元，按照目前的股价对应的市盈率分别为22.69倍、15.27倍、13.18倍。我们维持公司的“买入”评级。

表 4：资产负债表预测

| 至 12 月 31 日    | 单位：百万元 | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|----------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>流动资产</b>    |        | 6195.04  | 5977.95  | 11998.06 | 17067.63 | 21763.15 |
| 货币资金           |        | 1583.71  | 1624.16  | 5299.13  | 7752.80  | 10403.82 |
| 应收账款           |        | 698.39   | 398.67   | 493.22   | 684.83   | 835.37   |
| 其它应收款          |        | 150.73   | 94.52    | 123.30   | 171.21   | 208.84   |
| 预付账款           |        | 370.61   | 264.27   | 369.91   | 513.63   | 626.52   |
| 存货             |        | 1794.68  | 1662.22  | 1273.54  | 1781.65  | 2170.31  |
| 其他流动资产         |        | .00      | .00      | .00      | .00      | .00      |
| <b>非流动资产</b>   |        | 8157.88  | 9389.88  | 9795.19  | 9807.97  | 9924.84  |
| 长期股权投资         |        | 4141.48  | 4556.09  | 4601.86  | 4601.86  | 4601.86  |
| 固定资产           |        | 3381.80  | 3333.11  | 3266.45  | 3462.44  | 3739.43  |
| 无形资产           |        | 125.72   | 114.87   | 275.20   | 272.45   | 269.73   |
| 其他长期资产         |        | 131.19   | 144.77   | 238.38   | 192.26   | 155.76   |
| <b>资产总计</b>    |        | 14352.92 | 15367.82 | 21793.25 | 26875.61 | 31687.99 |
| <b>流动负债</b>    |        | 6595.65  | 7369.38  | 10573.71 | 13782.14 | 16553.55 |
| 短期借款           |        | 175.70   | 1093.75  | 1233.04  | 1369.67  | 1461.89  |
| 应付账款           |        | 2791.07  | 2275.65  | 4161.65  | 5482.00  | 6677.89  |
| 其他流动负债         |        | 2910.07  | 3990.20  | 5179.01  | 6930.46  | 8413.78  |
| <b>非流动负债</b>   |        | 69.55    | 289.83   | 1215.24  | 1408.32  | 1556.97  |
| 长期借款           |        | .00      | .00      | 542.00   | 542.00   | 542.00   |
| 其他非流动负债        |        | 243.45   | 289.83   | 673.24   | 866.32   | 1014.97  |
| <b>负债合计</b>    |        | 6665.20  | 7659.20  | 11788.95 | 15190.45 | 18110.52 |
| 少数股东权益         |        | 114.65   | 112.10   | 1726.26  | 2054.50  | 2506.10  |
| 股本             |        | 1945.02  | 2334.02  | 2334.02  | 2334.02  | 2334.02  |
| 资本公积           |        | 1889.19  | 1499.26  | 1499.26  | 1499.26  | 1499.26  |
| 留存收益           |        | 2720.58  | 2720.27  | 3263.62  | 4410.94  | 5851.67  |
| 归属母公司股东权益      |        | 7573.07  | 7596.52  | 8278.04  | 9630.65  | 11071.37 |
| <b>负债和股东权益</b> |        | 14352.92 | 15367.82 | 21793.25 | 26875.61 | 31687.99 |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 5：利润表预测

| 至 12 月 31 日  | 单位：百万元 | 2007A    | 2008A    | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|--------------|--------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>营业总收入</b> |        | 13722.30 | 13375.46 | 24660.87 | 34241.71 | 41768.28 |

|                |                |               |                |                |                |
|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入           | 13722.30       | 13375.46      | 24660.87       | 34241.71       | 41768.28       |
| 营业成本           | 11619.46       | 11368.66      | 19592.97       | 27410.02       | 33389.45       |
| 营业税金及附加        | 334.86         | 322.56        | 493.22         | 667.71         | 814.48         |
| 销售费用           | 1246.37        | 1136.56       | 2490.75        | 3424.17        | 4093.29        |
| 管理费用           | 673.49         | 852.74        | 1257.70        | 1677.84        | 2004.88        |
| 财务费用           | 47.11          | 49.54         | 12.33          | 17.12          | 20.88          |
| 资产减值损失         | 46.28          | 150.84        | 392.28         | 26.88          | 31.69          |
| 公允价值变动净收益      | .00            | -9.77         | .00            | .00            | .00            |
| 投资净收益          | 932.18         | 560.85        | 917.79         | 1208.48        | 1358.66        |
| <b>营业利润</b>    | <b>686.91</b>  | <b>45.62</b>  | <b>1339.41</b> | <b>2226.45</b> | <b>2772.28</b> |
| 营业外收入          | 19.07          | 48.51         | .00            | .00            | .00            |
| 营业外支出          | 52.05          | 60.10         | .00            | .00            | .00            |
| <b>利润总额</b>    | <b>653.94</b>  | <b>34.03</b>  | <b>1339.41</b> | <b>2226.45</b> | <b>2772.28</b> |
| 所得税            | 19.97          | 16.10         | -53.58         | 152.69         | 353.40         |
| <b>净利润</b>     | <b>633.97</b>  | <b>17.93</b>  | <b>1392.99</b> | <b>2073.75</b> | <b>2418.87</b> |
| 少数股东损益         | -32.92         | -6.45         | 11.27          | 20.94          | 40.06          |
| 归属于母公司所有者的净利润  | 666.89         | 24.38         | 1381.72        | 2052.82        | 2378.81        |
| <b>EBITDA</b>  | <b>1098.10</b> | <b>571.99</b> | <b>1766.37</b> | <b>2681.48</b> | <b>3264.00</b> |
| <b>EPS (元)</b> | <b>0.34</b>    | <b>0.01</b>   | <b>0.59</b>    | <b>0.88</b>    | <b>1.02</b>    |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6: 现金流量表预测

| 至 12 月 31 日    | 单位: 百万元 | 2007A           | 2008A          | 2009E           | 2010E           | 2011E           |
|----------------|---------|-----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>经营活动现金流</b> |         | <b>487.64</b>   | <b>484.84</b>  | <b>2757.27</b>  | <b>3065.33</b>  | <b>3640.72</b>  |
| 净利润            |         | 666.89          | 24.38          | 1381.72         | 2052.82         | 2378.81         |
| 折旧摊销           |         | 403.04          | 502.18         | 414.63          | 437.92          | 470.84          |
| 少数股东损益         |         | .00             | .00            | 11.27           | 20.94           | 40.06           |
| 营运资金变动         |         | 235.58          | 286.35         | 1073.49         | 454.86          | 634.15          |
| 其它             |         | -817.88         | -328.07        | -123.84         | 98.80           | 116.85          |
| <b>投资活动现金流</b> |         | <b>364.30</b>   | <b>-782.53</b> | <b>-2109.21</b> | <b>-2268.04</b> | <b>-2295.59</b> |
| 资本支出           |         | -741.21         | -1502.26       | -3312.22        | -3462.44        | -3739.43        |
| 投资收益           |         | 687.97          | 859.82         | 917.79          | 1208.48         | 1358.66         |
| 资产变卖           |         | 66.98           | 6.63           | -392.28         | -26.88          | -31.69          |
| 其他             |         | 350.56          | -146.72        | 677.50          | 12.79           | 116.87          |
| <b>筹资活动现金流</b> |         | <b>-1068.57</b> | <b>363.65</b>  | <b>3112.90</b>  | <b>1656.39</b>  | <b>1305.88</b>  |
| 短期借款           |         | 17.20           | 918.05         | 139.29          | 136.62          | 92.22           |
| 长期借款           |         | -950.00         | .00            | 542.00          | .00             | .00             |
| 普通股增加          |         | 324.17          | 389.00         | .00             | .00             | .00             |
| 资本公积增加         |         | 30.91           | -365.24        | 138.17          | 205.28          | .00             |
| 其他             |         | -490.85         | -578.16        | 2293.43         | 1314.49         | 1213.66         |
| <b>现金净增加额</b>  |         | <b>-216.63</b>  | <b>65.96</b>   | <b>3760.95</b>  | <b>2453.68</b>  | <b>2651.01</b>  |
| 期初现金及现金等价物余额   |         | 1688.84         | 1472.22        | 1538.18         | 5299.13         | 7752.80         |
| 期末现金及现金等价物余额   |         | 1472.22         | 1538.18        | 5299.13         | 7752.80         | 10403.82        |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 风险提示

微车市场需求以及自主品牌轿车的推广低于我们预期; 其他生产线及相关设备的计提。

表 7: 行业相关上市公司的业绩预测与估值

| 公司名称 | EPS (元) |       |       |       |       | PE    |       | PB   | 评级 |
|------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|----|
|      | 2008A   | 2009E | 2010E | 2011E | 2009E | 2010E | 2011E | 2009 |    |
| 上海汽车 | 0.1     | 0.95  | 1.53  | 1.73  | 26.81 | 16.65 | 14.72 | 4.48 | 买入 |
| 江铃汽车 | 0.91    | 1.21  | 1.40  | 1.60  | 18.41 | 15.91 | 13.93 | 4.56 | 买入 |
| 江淮汽车 | 0.04    | 0.30  | 0.68  | 0.80  | 35.57 | 15.69 | 13.34 | 3.36 | 买入 |
| 宇通客车 | 0.86    | 0.91  | 1.09  | 1.10  | 20.25 | 16.91 | 16.75 | 5.49 | 买入 |
| 中国重汽 | 1.13    | 1.22  | 1.66  | 1.94  | 22.11 | 16.25 | 13.91 | 4.19 | 买入 |
| 一汽轿车 | 0.66    | 0.77  | 1.07  | 1.18  | 31.08 | 22.36 | 20.28 | 5.95 | 买入 |
| 长安汽车 | 0.01    | 0.59  | 0.88  | 1.02  | 22.76 | 15.62 | 13.43 | 3.88 | 买入 |
| 金龙汽车 | 0.44    | 0.31  | 0.43  | 0.52  | 35.88 | 25.53 | 21.12 | 3.51 | 持有 |
| 福田汽车 | 0.4     | 1.02  | 0.98  | 1.33  | 18.48 | 19.23 | 14.17 | 4.99 | 持有 |
| 一汽夏利 | 0.07    | 0.15  | 0.30  | 0.49  | 67.30 | 34.21 | 20.88 | 4.92 | 持有 |

数据来源: 广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

长安汽车(000625)行情走势



## 相关研究报告

长安汽车调研简报

汤俊

2008-06-04

|      | 广州                     | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。