

长安汽车（000625） 汽车制造

—盈利弹性看微车

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 13.87 元

投资要点：

●盈利弹性看微车

2009 年，受益于汽车下乡政策和购置税减半的优惠政策，微车行业销售规模基本实现翻番增长。公司 2009 年销售微车（含微客和微货）约 67 万辆（其中本部销售 29 万辆、南京 14 万辆、河北 24 万辆），预计盈利在 10.5 亿左右（其中本部微车盈利 10 亿、南京盈亏平衡、河北微利，由于南京、河北从长安本部采购发动机按市场价格结算，致使利润留在本部），2009 年微车利润将占到公司利润的 55% 左右，成为公司利润的第一大来源。

调研中，公司董秘仍非常看好 2010 年公司微车业务的发展，预计销售规模达到 90 万辆左右，增幅达到 34%。我们认为这一目标过于乐观。微车的主要销售目标为城乡农民，2008 年底金融危机来临，大批农民因无工可打身揣现金而无奈返乡，在双优惠政策的刺激下，购买微车做起生意。我们认为这一消费群体大大提高了 2009 年的微车购买力，但这种消费不具有可持续性。2010 年，虽政策延续，但购置税优惠减轻，再加上 2009 年的高基数效应，微车行业的高增长实难持续。2010 年微车行业的增长不确定性最大，公司的盈利弹性主要看微车行业的景气情况。相对于公司董秘的乐观预测，我们预计公司微车业务 2010 年销量增长 10% 左右，由于钢材等原材料价格的提高，盈利增长 5% 左右，达 11 亿。

●合资品牌盈利稳定

合资品牌业务一直是公司稳定的利润来源，公司持股 50% 的合资公司长安福特马自达汽车有限公司的车型主要有：福特蒙迪欧、福克斯、马 2、马 3、嘉年华、VOLVO S30。2009 年公司实现汽车销量 31.6 万辆，增长 54.5%，实现盈利 17 亿元左右。新嘉年华自年初推出以来，市场反应良好，月销量已近 6000 辆，未来还将有更好表现；新车型方面，2010 年只有改款车型推出——福特蒙迪欧和福克斯的两款改款。2010 年，我们预计合资品牌销量将保持 20% 的增长，销量目标为 38 万辆，不过由于未有全新车型的推出，毛利率面临下降，盈利增幅低于销量增幅，预计 2010 年盈利为 19 亿元。长期看，随着南京工厂产能的释放和重庆三工厂的建设，合资公司的盈利能力将稳步提升。

●自主品牌仍旧亏损

自主品牌主打车型悦翔表现突出，自 2009 年 3 月上市以来，半年后月销量即突破万辆大关；奔奔轿车表现平平，由于微客的热销挤占了奔奔市场，奔奔自 3 月份的月销量 5000 辆降至下半年年的月销量 2000 辆左右；志

2010 年 1 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	15.45/3.67
上证指数/深圳成指	3224.15/13264.37
50 日均成交额(百万元)	389.16
市净率(倍)	4.26
股息率	0.13%

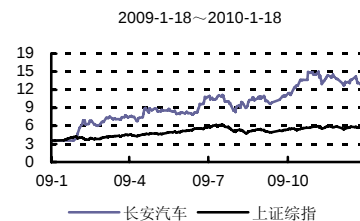
基础数据

流通股(百万股)	1504.32
总股本(百万股)	2334.02
流通市值(百万元)	20864.90
总市值(百万元)	32372.90
每股净资产(元)	3.25
净资产负债率	100.83%

股东信息

大股东名称	中国南方工业汽车股份有限公司
持股比例	45.55%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员：	闻祥
电 话：	021-51097188-1870
电 邮：	
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

翔车非常低迷，月销量 200 辆左右，公司已按资产账面净值的 90%提取资产减值准备 7527 万元。2009 年公司自主品牌共实现销量 10.7 万辆，预计亏损在 2.5 亿元左右。2010 年公司将推出三款新车：CX30（基于志翔平台，两厢 1.6L）、奔奔 mini 和悦翔两厢，产能翻番（达 40 万辆），目标销量为 22 万辆。公司自主品牌轿车毛利率有望达 10% 以上，但仍远不能覆盖三项费用（2010 年广告费用 4 亿，研发支出 6 亿以上），因此，2010 年自主品牌仍旧亏损，预计亏损额为 2 亿左右。

●2010 年在建项目众多，资金需求较大

通过调研了解到，公司在建项目众多，长福马重庆三工厂建设、自主品牌扩产、小排量发动机升级项目、南京微车扩产、研发投入、试验场建设等等，2010 年资本开支接近 20 个亿，对资金需求大，或有融资需求。

●盈利预测与投资评级

预测 09 年正常经营性利润为 17.5 个亿，正常经营性 EPS 为 0.75 元，但由于 09 年资产减值损失 4.4 亿，影响 EPS0.19 元，报表 EPS 为 0.56 元。2010 年预测微车增 0.5 亿，自主品牌减亏 0.5 亿，长福马增 2 个亿，其余增 1 亿，按股比合计，2010 年的利润为 20 个亿，合 EPS 为 0.90 元。相对于上个交易日 13.87 元的收盘价，09/10 年的 PE 估值分别为 24.7 倍和 15.4 倍，估值较低，给予“推荐”的投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn