

长丰汽车 600991.SH

2010.1.29

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

未达年初规划，业绩低于预期

——广汽长丰（600991）业绩预告点评

事件：

今日，公司发布《2009 年度业绩预减公告》：预计公司 2009 年度实现归属于上市公司股东的净利润比上年同期减少 50%以上。

公司 2008 年归属于上市公司股东的净利润 1.41 亿元，基本每股收益 0.35 元（按总股本 4.0067 万股计算）。

分析与点评：

1、未达年初规划，业绩低于预期

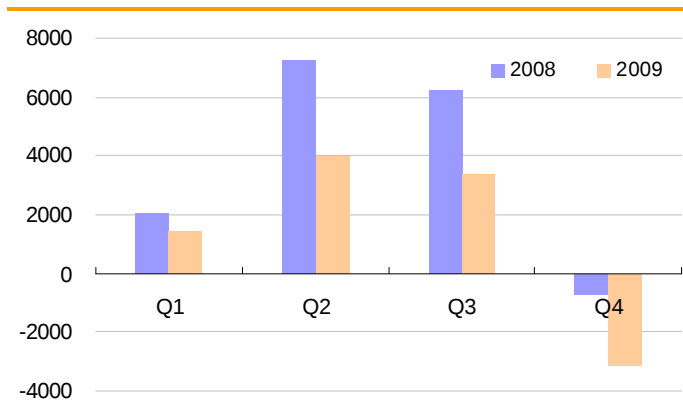
公司预计 2009 年归属于上市公司股东的净利润比上年同期减少 50%以上。2008 年为 1.41 亿元，合 EPS0.27 元（按最新股本计算）。据此预计，2009 年约实现 EPS0.11 元。

公司 2009 年规划实现销售收入 60.7 亿元，我们预计实际在 52 亿左右，低于规划约 15%，小幅低于我们 53 亿的预期。公司 09 年 Q1-3 实现归属于上市公司股东的净利润 8759.6 万元，合 EPS0.17 元，其中单季度分别为 0.035 元、0.076 元、0.065 元。

四季度亏损，预计为 3100 万。

由于自主开发的新产品猎豹 CS7 上市，公司为此计提了大量的推广费用。

图 1：净利润季度构成（万元）



（2009Q4 为预测值，数据来源：公司公告 爱建证券）

2、09 年销量落后于行业增速

2009 年，SUV 子行业销量为 65.88 万辆，同比增长 47.15%；公司销量为 3.08 万辆，同比增长近 15%，但远低于行业整体水平。市场占有率下降，主要原因仍在于现有产品结构中城市型 SUV 起步不久，越野型 SUV 市场趋冷。黑金刚、帕杰罗、飞腾销量为 1.2、0.9、0.5 万辆，CS6、CS7 合计约 4500 辆。

汽车整车

评级：中 性（维持）

上次评级：中 性

目标价格：

当前价格：¥9.00

2010.1.29

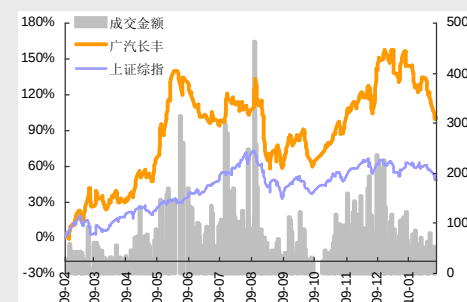
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	5.21/5.21
总市值（亿元）	46.88
流通市值（亿元）	46.88
每股净资产（元）	4.49
ROE（%）	3.75

交易数据

52 周内股价区间（元）	5.83 ~ 14.19
PE（TTM，倍）	56.3
动态 PE（倍）	
PB（倍）	2

52 周内股价走势



褚艳辉，侯英民

行业研究员

电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

《踏上转型之路——2009 年报点评》

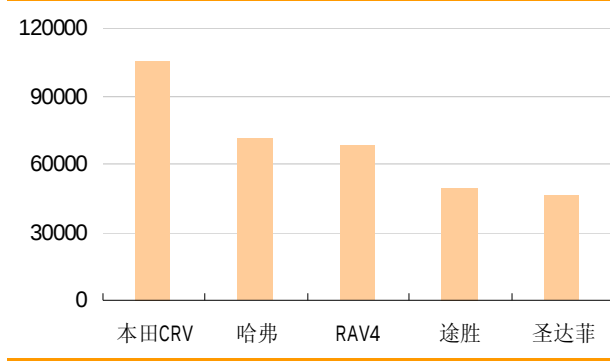
2009-03-04

《技术改造与股权收购同步进行》

2008-05-28

请务必阅读正文之后的重要声明

图：SUV 前 5 位品牌销量



(数据来源：中汽协 爱建证券)

前五个品牌共销售 4.10 万辆，占 SUV 销售总量的 52%。

3、产品销量结构变化导致毛利率下降

前 3 季度，汽车整车行业（SW）毛利率均值为 14.3%，公司为 25.8%，尽管大大高于行业水平，但是低于历史水平 2-3 个百分点

公司从日本进口的汽车零部件以日元结算的，09 年日元汇率震荡上行，对毛利率产生负面影响；

由于定位于低端市场的奇兵、CS7（车价在 9-12 万）开始放量，而高端市场的帕杰罗增长有限，销售的产品结构同比发生较大变化，毛利水平较高的产品销量出现下滑，导致产品整体毛利率下降。我们预计全年略低于 25%。

4、政府一次性补贴大幅减少，影响 EPS 近 0.1 元

08 年，公司收到政府各类补助合计约 6500 万元，其中作为“三线企业”享受增值税超基数部分按 60% 的比例退税共计 2919.56 万元，该类补贴多数一次性，因此扣除非经常性损益后的 EPS 为 0.23 元，各类补贴大幅减少合计影响 EPS 近 0.1 元。09 年，这类补贴已经基本没有，对净利润影响很大。

5、未来看点主要在广汽的运作

公司未来看点在于如何进一步做大做强主业 SUV、轿车市场的开拓，但主要看点在广汽的运作，这一点已经是市场共识：广汽集团和长丰集团的合作项目表示：广汽力争五年内在湖南投资约 100 亿元（含菲亚特项目），使合作项目形成约 50 万辆的产能规模，销售收入争取突破 400 亿元，利税总额 50 亿元。

公司目前销量只占广汽集团的 4.8%。

但考虑到广汽与菲亚特的合作以及对于骏威的运作，我们认为，还需要进一步的等待规划明朗。

6、投资建议：规划销量增长 50%

《公司 2010 年产销计划》确定了 2010 年公司确保生产销售汽车 46000 台，力争完成生产销售汽车 50000 台。根据这一规划，销量增幅至少增长 50%。我们认为，重点要关注销量结构与毛利率的变化。

预计 09-11 年 EPS 为 0.11 元、0.32 元和 0.36 元，10-11 年 PE 为 27、25 倍，高于行业平均水平，维持“中性”评级。

表 1: 财务与估值数据 (百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4562	4708	5200	6520	7492
增长率(%)	9%	3%	10%	25%	15%
归属母公司股东净利润	184	141	60	170	189
增长率(%)	772%	-23%	-57%	183%	11%
每股收益(EPS)	0.353	0.270	0.11	0.32	0.36
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
销售毛利率	27.6%	28.2%	24.7%	24.4%	23.5%
净资产收益率(ROE)	8.6%	6.1%	2.6%	6.7%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	9.4%	9.8%	3.6%	6.0%	8.1%
市盈率(P/E)	25.3	33.0	77.4	27.3	24.5
市净率(P/B)	2.2	2.0	2.0	1.8	1.7

表 2: 损益表预测 (百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4562	4708	5200	6520	7492
减: 营业成本	3305	3379	3916	4929	5731
营业税金及附加	512	515	473	587	674
营业费用	196	208	354	359	390
管理费用	217	260	260	313	345
财务费用	145	222	117	115	110
资产减值损失	9	7	6	7	8
加: 投资收益	-5	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	174	118	74	211	235
加: 其他非经营损益	11	61	0	0	0
利润总额	185	179	74	211	235
减: 所得税	-3	31	11	32	35
净利润	187	148	63	179	200
减: 少数股东损益	4	8	3	9	10
归属母公司股东净利润	184	141	60	170	189

(数据来源: 公司报告 爱建证券)

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。我们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, 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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。