

乘用车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 11.38元

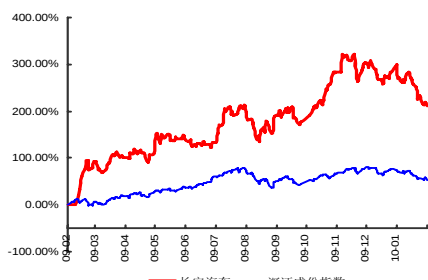
评级调整: 上调

基本资料

深证成份指数	11917
总股本(百万)	2233
流通股本(百万)	1729
总市值(亿)	254
EPS (TTM)	0.48
每股净资产(元)	3.59
资产负债率	57.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
长安汽车	-6.6	-18.7	-0.9
深证成份指数	-1.8	-7.8	-14.3



相关报告

《长安汽车：受益汽车下乡政策》20090305。

《长安汽车：本部亏损减弱，合资公司盈利增长出现放缓迹象》20080901。

《长安汽车：08年看长安福特整车和发动机》20080326。

长安汽车

000625

推荐

微车受益政策推动、自主品牌逐步成熟、合营公司盈利稳定增长

日前我们组织了对长安汽车的联合调研，就2010年国内汽车市场、公司微车业务、自主品牌以及合营公司的未来发展等问题与公司高管进行了深入交流。

投资要点：

- **合营企业的轿车业务仍是公司最主要的盈利贡献。**长安汽车主要业务可分为三块：微型客货车、自主品牌轿车以及以合营公司长安福特马自达为主的轿车业务。从目前的盈利贡献看，合营公司轿车业务盈利贡献超过70%，自主品牌亏损，其余为微车贡献。
- **长安福特盈利稳定增长。**2009年，长安福特受重庆工厂产能制约，福克斯销量未能有效释放，但总体仍实现销售32万辆，增长约55%，我们估计全年盈利约18亿，增长50%。2010年，公司对产能做了相应调整，将马自达3移至产能富余的南京工厂生产，如此一来福克斯产能将得以释放，同时南京工厂的产能利用率也将得到明显提升。在新产品方面，2010年长安福特除了蒙迪欧致胜以及福克斯等改款外，无新车型推出，公司将2010年销量目标定为37万辆左右，增量部分主要由新嘉年华、福克斯和马2等推动。
- **微型客货车需求受汽车下乡等政策继续推动。**在汽车下乡、以旧换新等政策推动下，2010年微车市场需求将继续提升，与09年的井喷相比，我们预计今年增速将回落至10%以下。公司计划2010年微车实现100万辆的销售，较上年增长近40%，这需要其市场份额的继续提升，2009年公司微车份额提升约2个百分点至28%，公司希望未来三年，将市场份额提升至30-35%。鉴于产能瓶颈，公司计划投资近40亿元在河北和重庆两地扩充50万辆整车和60万辆发动机产能，分别与2010年、2011年投产。
- **自主品牌轿车逐渐成熟。**经过3年左右时间的研发探索，公司自主品牌轿车逐渐成熟。2009年自主品牌轿车销售同比增长超过150%，其中表现突出的是09年3月推出的悦翔，全年销量超过6万辆。2010年在自主品牌的新产品方面，公司将推出产品奔奔MINI，奔奔改款车型以及悦翔、志翔的两厢车。公司将2010年自主品牌轿车销售目标定位20万辆以上，较09年增长100%以上。车型方面仍然寄予悦翔比较大的期望，其2010年销售目标为15万辆。目前公司自主品牌轿车仍处于品牌推广、渠道建设以及研发投入阶段，仍需要较多投入。

主要财务指标

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	13375	25467	32083	37446
同比(%)	-3%	90%	26%	17%
净利润	24	1120	1746	2004
同比(%)	-96%	4495%	56%	15%
毛利率(%)	15.0%	21.5%	20.5%	20.5%
ROE(%)	0.3%	12.9%	18.5%	20.8%
每股收益(元)	0.01	0.48	0.75	0.86
P/E	19.12	23.71	15.21	13.25
P/B	3.54	3.06	2.82	2.75
EV/EBITDA	37	12	8	7

- 给予“推荐”评级。预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.48 元、0.75 元、0.86 元，目前股价对应 09 年、10 年的 24 倍和 15 倍 P/E，估值处于行业中端。给予公司未来 6-12 个月目标价 15 元，对应 2010 年 20 倍 P/E。近期股价大幅下调，估值已具吸引力，给予推荐评级。

图表 1: 公司营业利润构成 (单位: 万元)

	2006	2007	2008	2009Q1-3
本部经营性盈利	1130	-10331	-28040	25454
投资收益	57122	91403	53461	61297
营业利润	58252	81072	25421	86751

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

图表 2: 公司主要产品销量预测 (单位: 辆)

	2007	2008	2009	2010E	2011E
微型客车	268671	268720	545158	654190	752318
微型货车	79643	90374	127948	153538	176568
微型客货车合计	348314	359094	673106	807727	928886
CM8	6732	2589	2124	2000	2000
长安奔奔	47587	39036	42385	48743	56054
杰勋	196	509	644	1000	1500
悦翔		28	60424	108763	130516
志翔		1153	3961	5942	8912
自主品牌轿车合计	54515	43315	109538	166447	198982
嘉年华			47379	56855	65383
蒙迪欧	44375	39621	44402	48842	53726
福克斯	124991	112552	134360	161232	185417
福特 S-MAX	4719	3918	4600	5520	6624
沃尔沃 S40	6391	5666	6143	6757	7433
沃尔沃 S80			8403	9243	10168
马自达 3	35844	29225	48228	57874	66555
马自达 2	1528	13692	22674	27209	32651
长安福特合计	217848	204674	316139	373532	427956
羚羊	39337	47291	59677	65645	72209
奥拓	31930	21618	7989	23967	26364
雨燕	15584	16328	31994	35193	38713
天语	21379	38886	50409	55450	60995
长安铃木合计	108230	124123	150069	180255	198281

资料来源: 公司财务报告, 中投证券研究所

附: 会议纪要

1、微车业务未来几年的发展规划

2009 年, 在国家汽车下乡、购置税减半等政策推动下, 国内微

型客货车销量增速超过 70%。受产能制约，09 年长安汽车微型客货车（含南京长安和河北长安）销售近 68 万辆，同比增长超过 80%，增速好于行业水平。2010 年，汽车下乡、以旧换新等政策延续，公司方面认为国内微车市场仍有 15-20% 的增长，将 2010 年微车销售目标定为 100 万辆。针对微车市场的新进入者，公司认为长安与五菱在渠道建设、产销规模以及新产品推出方面与行业新进入者具有明显的竞争优势，市场格局不会发生大的变化。未来三年，公司在微车市场的目标是达到 30-35% 的市场份额（目前份额为 28% 左右）。鉴于产能瓶颈，公司计划未来三年总投资 30 多亿元，在重庆新建 30 万台整车及 60 万台发动机产能，2011 年底部分投产。此外，公司还投资约 10 亿元，扩充河北基地产能，新增 20 万台，计划于 2010 年底投产。

2、自主品牌轿车未来几年的发展规划

经过 3 年左右时间的研发探索，公司自主品牌轿车逐渐成熟。2009 年自主品牌轿车全年销售超过 10 万辆，同比增长超过 150%。其中表现突出的是 09 年 3 月推出的悦翔，全年销量超过 6 万辆。此外，奔奔销售表现稳定，全年销售超过 4 万辆。2010 年在自主品牌的新产品方面，公司将推出产品奔奔 MINI，奔奔改款车型以及悦翔、志翔的两厢车。公司将 2010 年自主品牌轿车销售目标定位 20 万辆以上，较 09 年增长 100% 以上。车型方面仍然寄予悦翔比较大的期望，其 2010 年销售目标为 15 万辆。目前，公司自主品牌轿车仍处于品牌推广、渠道建设以及研发投入阶段，仍然需要较多投入。

3、合营公司未来几年的发展规划及新产品投放情况

合营公司长安福特马自达和长安铃木 2009 年也充分分享了国内轿车市场的繁荣，长安福特马自达在福克斯产能受限的情况下，全年仍实现销售近 32 万台，同比增长 55%；长安铃木销售 15 万台，同比增长 21%。公司方面仍然看好明年的轿车市场增长，长安福特马自达和长安铃木将 2010 年销售目标分别定为 37-38 万辆、17 万辆，较上年实际销量分别提升 17% 和 13% 以上。在新产品方面，除了蒙迪欧致胜以及福克斯等改款外，无新车型推出。由于长安福特马自达重庆工厂产能紧张，公司相应做了些调整。2010 年将马自达 3 移至南京工厂生产，如此一来福克斯产能将得以释放，同时南京工厂的产能利用率也将得到明显提升。此外，长安福特马自达计划在重庆建设第三工厂，总投资约 40 亿元，设计产能 16 万台，计划于 2012 年投产，该工厂将主要生产福克斯换代产品。

4、沃尔沃产品未来如何处理

目前长安福特马自达引入的沃尔沃产品主要是 S40 和 S80，根据协议，这两款产品生产周期分别至 2013 年和 2016 年结束，在此之前，公司仍然可以生产销售。目前，这两款产品销量较小，2009 年销量合计不到 1.5 万辆，对公司整体盈利贡献很小。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5978	12389	14354	16621	营业收入	13375	25467	32083	37446
现金	1624	3077	3337	3635	营业成本	11369	19991	25506	29770
应收账款	399	1094	1275	1465	营业税金及附加	323	611	770	899
其它应收款	95	244	288	332	营业费用	1137	2547	3176	3670
预付账款	264	594	712	826	管理费用	853	1299	1604	1872
存货	1662	3717	4270	5061	财务费用	50	5	8	10
其他	1934	3662	4472	5302	资产减值损失	151	630	0	0
非流动资产	9390	9008	9223	9322	公允价值变动收	-10	0	0	0
长期投资	4556	3906	4161	4142	投资净收益	561	950	1060	1160
固定资产	3333	4350	4755	5061	营业利润	46	1334	2079	2386
无形资产	115	77	36	-1	营业外收入	49	0	0	0
其他	1386	674	270	120	营业外支出	60	0	0	0
资产总计	15368	21397	23577	25942	利润总额	34	1334	2079	2386
流动负债	7583	12954	14758	17262	所得税	16	200	312	358
短期借款	1094	852	820	876	净利润	18	1134	1767	2028
应付账款	2276	5181	6028	7082	少数股东损益	-6	13	21	24
其他	4213	6921	7910	9303	归属母公司净利润	24	1120	1746	2004
非流动负债	76	22	34	58	EBITDA	584	1789	2663	3075
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.01	0.48	0.75	0.86
其他	76	22	34	58					
负债合计	7659	12597	14010	16130	主要财务比率				
少数股东权益	112	125	146	170	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	2334	2334	2334	2334	成长能力				
资本公积	1499	1499	1499	1499	营业收入	-2.5%	90.4%	26.0%	16.7%
留存收益	3763	4842	5587	5809	营业利润	-93.4%	2823.2%	55.9%	14.8%
归属母公司股东权益	7597	8675	9421	9642	净利润	-96.3%	4494.9%	55.9%	14.8%
负债和股东权益	15368	21397	23577	25942	获利能力				
					毛利率	15.0%	21.5%	20.5%	20.5%
现金流量表					净利率	0.2%	4.4%	5.4%	5.4%
单位: 百万元					ROE	0.3%	12.9%	18.5%	20.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	4.1%	67.7%	125.3%	199.5%
经营活动现金流	485	1616	1067	2116	偿债能力				
净利润	18	1134	1767	2028	资产负债率	49.8%	58.9%	59.4%	62.2%
折旧摊销	488	450	576	679	净负债比率				
财务费用	50	5	8	10	流动比率	0.79	0.96	0.97	0.96
投资损失	-561	-950	-1060	-1160	速动比率	0.56	0.66	0.67	0.66
营运资金变动	1234	1662	889	906	营运能力				
其它	445	-685	-1113	-347	总资产周转率	0.90	1.39	1.43	1.51
投资活动现金流	-783	831	98	277	应收账款周转率	21.6	29.7	23.7	23.9
资本支出	930	917	714	915	应付账款周转率	4.49	5.36	4.55	4.54
长期投资	-719	-664	256	-17	每股指标 (元)				
其他	-571	1084	1068	1176	每股收益	0.01	0.48	0.75	0.86
筹资活动现金流	364	-450	-1540	-2095	每股经营现金流	0.21	3.96	2.48	0.91
短期借款	918	-242	-32	56	每股净资产	3.25	3.72	4.04	4.13
长期借款	0	-412	-458	-366	估值比率				
普通股增加	389	0	0	0	P/E	6.73	23.71	15.21	13.25
资本公积增加	-390	0	0	0	P/B	3.54	3.06	2.82	2.75
其他	-553	204	-1051	-1785	EV/EBITDA	37	12	8	7
现金净增加额	66	1453	260	298					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434