

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

长安汽车 (000625)

中性 (维持)

自主业务创新高、投资收益不及 07 年

2010 年 3 月 9 日

余 兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing006@pingan.com.cn
王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	Wangdean002@pingan.com.cn

事 项

长安汽车披露 2009 年报：实现营业收入 252.04 亿元，同比增长 88.43%；净利润 10.78 亿元，增长 43 倍。每股收益 0.46 元，每股净资产 3.77 元。利润分配预案为：每 10 股派送现金 0.65 元（含税）。

主要观点

1、自主业务、长安福特马自达产销高于行业均值。09年公司本部及子公司、联合营企业共销售汽车136.91万辆，同比增长64%。其中微车67.52万辆，增幅略高于行业均值；联合营企业中，长安福特马自达销售32万辆，同比增长54%。

图表1 长安各部销量

单位：辆

企业名称	2008 年	2009 年	2009 销量同比
重庆长安汽车股份有限公司（本部）	196565	404695	106%
河北长安汽车有限公司	158794	241747	52%
南京长安汽车有限公司	47050	136202	189%
长安福特马自达汽车有限公司	204674	316139	54%
重庆长安铃木汽车有限公司	124123	150069	21%
江铃控股有限公司	103272	120236	16%
合计	834478	1369088	64%

资料来源：中国汽车工业协会

2、自主业务赚2.74亿，创历史高峰。09年自主品牌业务实现净利润约2.74 亿元，对整体利润的贡献率达到25.43%。主要由于微车旺销、自主品牌轿车上量。09年公司自主品牌业务迎来了历史高峰。

3、投资收益增长43%，未超07年水平。投资收益8亿，同比增加2.4亿，增幅为43%，但低于07年水平。09年投资收益主要由长安福特马自达公司贡献；发动机公司首次扭亏；江铃控股本部亏损额扩大。

图表2 长安汽车各部净利润

单位: 万元

利润构成主要项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
自主品牌业务	-4344	-26529	-53646	27430
投资收益	56289	93218	56085	80416
主要联合营企业权益净利润				
其中: 长安福特马自达	65361	95869	59158	84609
长安福特马自达发动机	-15359	-14931	-5543	1041
长安铃木	11158	6283	1403	4244
江铃控股	-1310	4910	515	-11848

资料来源: 公司公告

- ✓ **长安福特马自达及发动机公司:** 净利润同比增长43%, 但我们留意到, 该公司产销量创历史新高, 但利润却不及07年水平, 我们判断仍跟公司南京工厂产能未充分利用有关。与07、08年比, 公司单车售价与单车利润均下滑。

图表3 长安铃木、马自达单车售价与净利润

单位: 万元

单车均价/净利润	2007 年	2008 年	2009 年
长安铃木均价	5.26	5.74	6.19
长安铃木单车净利润	0.1138	0.0219	0.0555
长安福特马自达均价	13.26	12.39	11.71
长安福特马自达单车净利润	0.8847	0.5782	0.5353

资料来源: 平安证券

- ✓ **江铃控股本部亏损额扩大:** 净利润-2.37亿元, 除去江铃汽车(000550)09年贡献的4.36亿元权益利润, 江铃控股本部亏损6.7亿, 为历年亏损最大额, 也即08年亏损额的一倍有余。

图表4 江铃控股净利分拆

单位: 万元

江铃控股	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
000550 贡献权益净利	31817	31817	32716	43618
江铃控股本部净利润	-34436	-21997	-31686	-67313

资料来源: 平安证券

4、09年毛利率提高5个点, 资产计提5.6亿。09年毛利率提高有赖于自主业务规模大幅提升、原材料处于低位; 资产减值损失增加主要是09年计提CV11焊接生产线和模具的减值准备1.49亿元、CM8焊接生产线和模具减值准备1.12亿元以及CV8焊接线及模具减值准备0.75亿元。资产减值损失影响EPS0.24元(未考虑税收影响)。

5、公司2010年经营计划较为乐观。公司公告2010年的经营目标为: 力争实现汽车产销超过185万辆(同比增35%), 销售收入超过970亿元, 其中合并报表收入约390亿元(同比增55%)。我们认为该计划较乐观。

6、投资建议。公司自主业务(微车+自主低排量轿车)均为09年受到政策刺激较大的子行业, 鉴于我们对2010年微车行业的判断(同比下滑10%左右), 我们对2010年长安本

部业务持谨慎态度；公司后续业绩的提升还有赖于长安福特马自达等合资公司的持续改善。预计公司2010年、2011年EPS分别为0.62元，0.71元。考虑到后期融资规模较大且股价缺乏吸引力，维持“中性”评级。

图表5 长安汽车净利分拆

单位：万元

项目	2007年	2008年	2009年	09 同比
营业收入	1372230	1337546	2520369	88%
资产减值损失	4628	15084	56463	274%
投资净收益	93218	56085	80416	43%
净利润	66689	2438	107846	4323%
EPS(元)	0.29	0.01	0.46	
财务指标	2007年	2008年	2009年	09 同比增加百分点
毛利率	15.32%	15.00%	20.01%	5.0
销售费用率	9.08%	8.50%	9.79%	1.3
管理费用率	4.91%	6.38%	4.74%	-1.6
财务费用率	0.34%	0.37%	-0.02%	-0.4
三项费率	14.33%	15.24%	14.51%	-0.7
实际税率	3.05%	47.30%	0.30%	-47.0

资料来源：公司公告

图表6 长安汽车盈利预测表

单位：万元

项 目	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E
一、营业总收入	1372230	1337546	2520369	2539640	2757566
二、营业总成本	1396757	1388091	2492017	2519085	2733960
营业成本	1161946	1136866	2015938	2082505	2261204
营业税金及附加	33486	32256	53963	60951	66182
销售费用	124637	113656	246677	228568	248181
管理费用	67349	85274	119399	126982	137878
财务费用	4711	4954	-423	5079	5515
资产减值损失	4628	15084	56463	15000	15000
三、其他经营收益				118134	135371
公允价值变动净收益		-977	521	600	600
投资净收益	93218	56085	80416	117534	134771
四、营业利润	68691	4562	109289	138689	158977
加：营业外收入	1907	4851	3634	4000	4500
减：营业外支出	5205	6010	4025	-4500	-5100
五、利润总额	65394	3403	108898	147189	168577
减：所得税	1997	1610	323	2419	1867
六、净利润	63397	1793	108576	144771	166710
归属于母公司所有者的净利润	66689	2438	107846	144271	166060
七、每股收益	0.29	0.01	0.46	0.62	0.71

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2010年投资策略——减档前行、耐力致胜（2009年12月7日）

长安汽车2009中报点评——本部收益大增、投资收益下降（2009年8月30日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900 传真：（0755）82449257