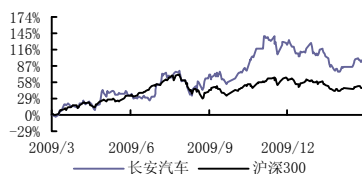


消费品及服务-汽车及配件

2010 年 03 月 09 日

市场数据	2010 年 3 月 8 日
当前价格 (元)	12.64
52 周价格区间 (元)	6.22-15.45
总市值 (百万)	29502.05
流通市值 (百万)	19014.59
总股本 (万股)	2334.02
流通股 (万股)	1504.32
日均成交额 (百万)	345.24
近一月换手 (%)	18.29%
第一大股东	南方工业汽车股份有限公司
公司网址	http://www.changan.com.cn

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
长安汽车	11.07%	-14.54%	81.09%
沪深 300	4.29%	-9.32%	43.72%

相关报告

《长安汽车调研报告》 2009.4
《长安汽车 2009 年 3 季报点评》2009.11
《长安集团重组中航汽车点评》2009.11

世纪证券机械设备小组

+86 755 83199599 ext 8267

ranfei@cscsco.com.cn

分析师申明:

世纪证券机械设备小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

轻装上阵有利业绩持续增长

—长安汽车 (000625) 2009 年年报点评

评级: 增持

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	25204	29236	33037	37332
净利润 (百万元)	1078	1741	1940	2103
每股收益 (元)	0.46	0.75	0.83	0.90
净利润增长率%	4323	61	11	8
市盈率	27	17	15	14
EV/EBITDA	19	14	12	11

- **业绩低于预期源于大幅计提资产减值。**2009 年公司实现营业收入 252.04 亿元, 同比增长 88%; 归属于母公司的净利润 10.78 亿元, 同比巨增 4323%, 每股收益 0.46 元; 年度分配预案: 每 10 股派发现金股利 0.65 元 (含税)。我们认为, 公司业绩低于市场预期的主要原因是年内持续大幅计提了资产减值 (本部及南京长安直接体现在合并报表项; 合营公司江铃控股体现在投资收益), 我们测算公司实际经营性每股收益约 0.67 元 (考虑税收影响)。
- **微车高增长, 轿车销售明显起色。**2009 年公司充分受益于汽车产业振兴政策, 共实现整车销售 136.91 万辆, 同比增长 64%, 增速高于行业约 18 个百分点, 国内市场份额达到 10.03%, 同比提升 1.13 个百分点。公司自主品牌 (微客货车+轿车) 业务实现净利润约 2.74 亿元, 贡献净利润比重达到 25%, 改变了近年来仅靠投资收益支撑业绩的局面。其中, 微客货车销量达到 67.52 万辆, 同比大增 87%, 盈利能力大幅改善; 轿车方面仍处亏损状态, 不过在新锐产品悦翔带领下销售已有明显起色, 共实现销量 10.95 万辆, 同比大增 153%。
- **长福马表现良好, 长安铃木盈利乏力。**两大合资品牌中, 长福马稳守国内主流乘用车品牌一席, 实现销量 31.61 万辆, 同比增长 54%, 贡献权益净利润 8.46 亿元, 占公司净利润比重 78%, 长安铃木实现销量 15.01 万辆, 同比增长 20%, 贡献权益净利润 0.42 亿元, 尽管同比增长 200%, 但绝对数低, 盈利能力依旧乏力。
- **毛利率显著提升, 期间费用总体稳定。**钢材等主要原材料价格下跌以及微车规模效应体现使得公司 2009 年毛利率上升至近 5 年最高水平, 达到 20.01%, 同比提升 5 个百分点。期间费用率 14.51%, 同比下降 0.73 个百分点, 总体控制在较好水平。

■ **轻装上阵有利业绩持续增长。**公司本身存在一些历史包袱，另外在近年的自主研发路上也留下了一些不成功的项目，由此带来了较大规模的计提压力，公司利用 2009 年经营高景气的机会对相关不良资产进行了大力清理，一方面优化资产质量，另一方面可平滑业绩，有利于在轻装上阵后持续增长。

■ **2010 年经营重点展望。**

(1) 微车业务能否继续辉煌？我们判断 2010 年国内微客货车增速将大幅放缓（同比 09 年增长 0%~10%），同时微车毛利率对原材料价格变动敏感，若钢材价格上涨幅度较大，不排除盈利出现一定幅度下滑情形，因此对 2010 年公司微车业务持较谨慎态度。

(2) 自主品牌轿车业务能否扭亏为盈？自主品牌轿车业务 2009 年对公司业绩仍构成较大拖累（预计亏损额为 9 亿，其中含计提部分约 3.4 亿）；不过悦翔于 2009 年 1 季度末上市后至销售势头迅猛，至 2010 年 1 月已达到 1.64 万辆，加上奔奔 MINI 将于近期（3 月 17 日）推出，我们预计公司 2010 年自主品牌轿车销量可达到 23 万辆。考虑到销量大幅增长，以及公司对以往失意车型的相关资产已充分计提，乐观估计此项业务在 2010 年有望接近盈亏平衡。

(3) 合资公司盈利前景？总体上看，我们认为合资公司 2010 年的盈利前景较为明确，表现为：(i) 现金牛长福马的主打车型福克斯、蒙迪欧销售稳健，新嘉年华近两月销量已攀升至 7000 辆水平，预计 2010 年长福马销量增长 15%~18%；(ii) 长福马发动机公司进入回报期，预计 2010 年净利润达到 1.2 亿元；(iii) 长安铃木在新奥拓上市（2009 年 9 月）拉动下，预计 2010 年销量小幅增长 5%~10%。

■ **盈利预测及投资评级。**

我们预测 2010~2012 年公司每股收益为 0.75 元、0.83 元、0.9 元，目前价格分别对应于 17 倍、15 倍、14 倍市盈率，考虑到微车业务存在的不确定性，给予“增持”评级。

■ **风险提示。**

- (1) 原材料成本大幅上涨。
- (2) 微车需求增速下滑。
- (3) 增发对短期业绩的稀释。

Figure 1 公司各部 2009 年汽车产品销量及增速

单位	09 年销量 (辆)	同比
重庆长安汽车股份有限公司 (本部)	404695	105.88%
河北长安汽车有限公司	241747	52.24%
南京长安汽车有限公司	136202	189.48%
长安福特马自达汽车有限公司	316139	54.46%
重庆长安铃木汽车有限公司	150069	20.90%
江铃控股有限公司	120236	16.43%
合计	1369088	64.07%

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 2 公司权益净利润拆分

单位	持股比例	2009	2008	同比
本部	100%	38031	-36333	—
长福马	50%	84609	59158	43.02%
长福马发动机	50%	1041	-5543	—
长安铃木	51%	4244	1403	202.49%
江铃控股	50%	-11848	515	—
南京长安	73.60%	-8791	-17709	—
河北长安	90.77%	561	948	-40.82%
合计		107846	2438	4323.54%

数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

Figure 3 利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	25204	29236	33037	37332
营业成本	20159	23681	26925	30425
营业税金及附加	540	585	661	747
营业费用	2467	2719	2973	3360
管理费用	1194	1520	1718	1941
财务费用	-4	-40	-60	-10
资产减值损失	565	50	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
投资净收益	804	1092	1201	1322
营业利润	1093	1813	2021	2190
营业外收入	36	0	0	0
营业外支出	40	0	0	0
利润总额	1089	1813	2021	2190
所得税	3	54	61	66
净利润	1086	1759	1961	2125
少数股东损益	7	18	20	22
归属母公司净利润	1078	1741	1940	2103
EPS (元)	0.46	0.75	0.83	0.90

数据来源: wind、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.