

广汽长丰 600991.SH

2010.7.27

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

走出业绩低谷 广汽整合带来机遇

——广汽长丰（600991）调研报告

事件：

近日，我们调研了广汽长丰（600991）。

投资要点：

◇ 上半年，SUV 销量同比增长 133%至 58.7 万辆，行业迎来爆发式增长，经济环境、消费观、分配政策等因素成为 SUV 行业增长的驱动力。

◇ 上半年，公司销量达到 25246 辆，同比增长 42.8%，这一水平已经高于 05、06 年、接近 07 年全年的销量。全年有望实现生产销售突破 50000 辆。

◇ 今年以来，销量攀升的主要原因就在于民用市场被逐步激活。预计公司今年销量中公车采购增长 10%-20%，全年在完成 5 万辆的目标下，民用市场销量有望占总销量的 50%，提升 10 个百分点。多年来相对稳定的客户结构和下游需求，造成经销商的积极性、主动性不足，广汽入主后，开展了一系列的举措，大大提升了经销商的信心。

◇ 公司生产采取订单滚动制生产，根据销量与订单情况安排生产，计划到旬，因此库存控制良好。随着销量形势的明显好转，预计产能利用率有望提高 16 个百分点，人均产车量有望增长 30%以上，单车固定成本下降。上半年，受益于销量增加、原材料成本下降、规模效应提升，公司盈利水平明显提升。

◇ 公司的战略方向是由 SUV 专业制造商向全系列乘用车企业转型，CP2 承担了这一重任。借助广汽集团在乘用车生产和市场方面的丰富经验，CP2 的上市更增添了不少底气，预计 4 季度可以推向市场。我们预计，年内 CP2 对于总销量的贡献有限，但是 2011 年将迎来放量，成为公司销量再上一个台阶的重要驱动力。

◇ 广汽集团正在制定十二五规划，近期不断有重组汽车公司的举措，意图进入汽车行业第一方阵，广汽持有公司股权比例仅 29%，未来进一步提高的可能性很大，公司有望成为广汽资本运作平台。

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	4,708.81	4,879.49	6,405.91	8,654.87
增长率(%)	3.21	3.62	31.3	35.1
归属母公司股东的净利润(百万元)	140.09	28.17	291.6	416.6
增长率(%)	-23.82	-79.89	935.1	42.9
每股收益-摊薄(元)	0.3514	0.0541	0.56	0.80
市盈率(倍)	26.01	168.95	16.3	11.4

请务必阅读正文之后的重要声明

汽车整车

评级：推荐（上调）

上次评级：中性

目标价格：¥11.20

上次预测：

当前价格：¥9.10

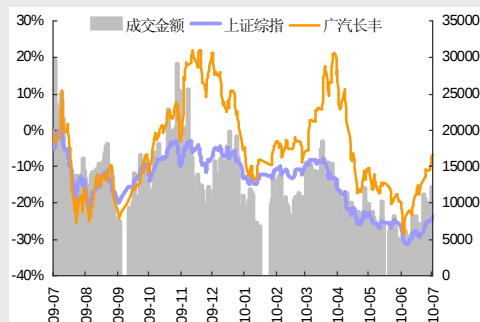
基础数据 2010.7.27

总股本/流通 A 股（亿股）	5.21/5.21
总市值（亿元）	47.40
流通市值（亿元）	47.40
每股净资产（元）	4.47
ROE（%，2010Q1）	2.56

交易数据

52 周内股价区间（元）	6.84 ~ 12.28
PE（TTM，倍）	72.8
动态 PE（倍）	16.3
PB（倍）	2.04

52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

执业证书编号：S0820210060002

电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

未达年初规划，业绩低于预期——2009 年业绩预告点评

2010-01-29

踏上转型之路——2008 年年报点评

2009-03-24

技术改造与股权收购同步进行

2008-05-28

1、SUV 行业迎来爆发式增长

上半年，SUV 销量同比增长 133%至 58.7 万辆，增速为近年来最高。09 年销量较 05 年增长 236%，复合增长率是汽车所有子行业中最高的。

SUV 占乘用车的比重升至 8.7%，较 06 年的 4.4%增长了近一倍。

公司表示，经济环境向好、消费观念改变、收入分配政策等因素成为 SUV 行业增长的驱动力。

图 1：SUV 销量迎来爆发式增长

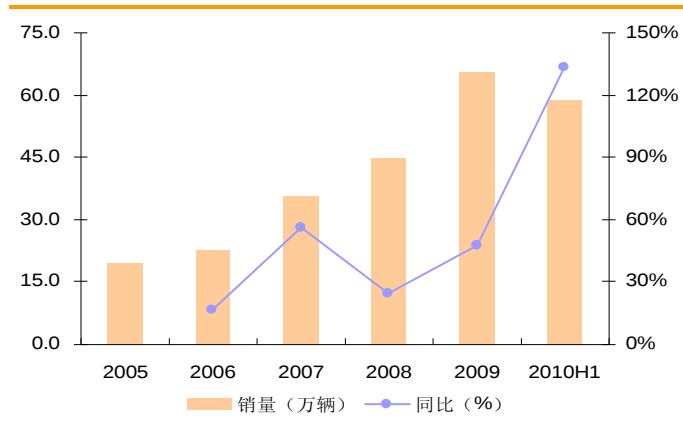
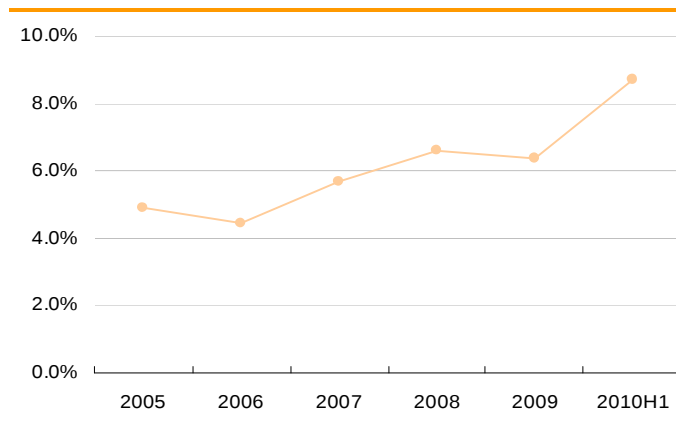


图 2：SUV 占乘用车比重不断提升



（数据来源：中汽协 爱建证券）

2、公司全年销量有望突破 5 万

上半年，公司销量达到 25246 辆，同比增长 42.8%，这一水平已经高于 05、06 年、接近 07 年全年的销量。公司表示，若 7、8 月的淡季可以实现 7000-8000 辆（根据目前订单情况来看，难度不大），则随后而来的 9 月有望延续上半年旺销的态势，那么全年有望实现生产销售突破 50000 辆。

公司提出需要完成“三个转型”，即：在企业层面，从单一的 SUV 厂家向全系列乘用车企业转型；产品层面，从专业的 SUV 产品向面向普通家庭用车转型；营销层面，从 B2B 向 B2C 转型。

2010 年是公司的“品牌元年”，目标是要打造“一流品牌”：即猎豹品牌、三菱品牌要成为 SUV 细分市场的领军品牌，广汽长丰要成为乘用车市场的主流品牌，并在行业与消费者中间建立“SUV 制造专家”、“汽车湘军领军者”的企业品牌认知。

之前几年，公司管理层相对保守，没有踩准 SUV 行业发展的节奏，在需求上过度依赖于集团客户，对私人市场开发力度不够，新车型推出比较缓慢，导致公司市场占有率一路下滑。我们预计，这一势头将在

今年得到遏制，公司已经采取多重措施拓展市场，业绩也将走出低谷。

图 3：今年销量有望增长 50%

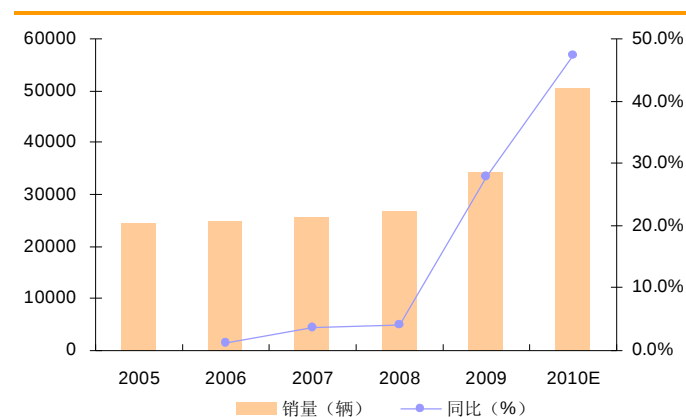


图 4：主要产品 6 月销量

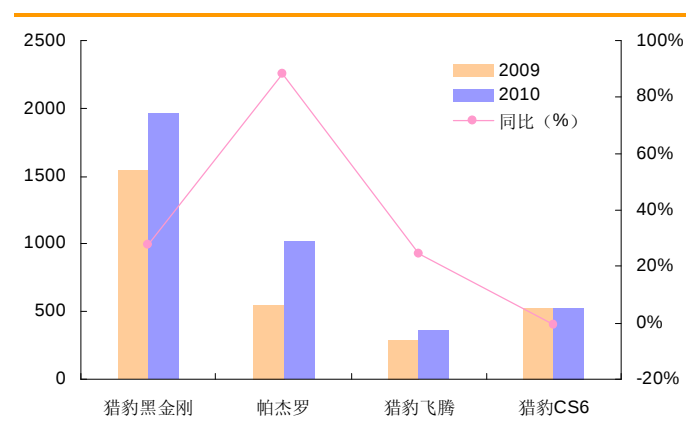
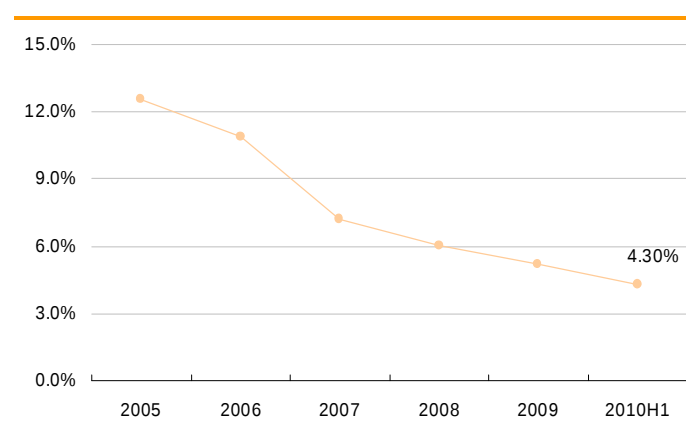


图 5：市场占有率有望止跌回升



（数据来源：中汽协 爱建证券）

3、狠抓渠道建设，民用市场被逐步激活

公司原属军队三线企业，产品是军用越野车、指挥车的主要采购对象，在专业越野车领域领先优势明显，军工品质更是有口皆碑。

由于公司的产品结构简单，客户构成为“公车采购与民用市场”，其中公车采购主要为公检法司、防汛抗旱、移动通讯、森林防火等，约占 60%，且该比重基本稳定，民用市场占比约 40%。

请务必阅读正文之后的重要声明

今年以来，销量攀升的主要原因就在于民用市场被逐步激活。我们预计，公司今年销量中公车采购增长 10%-20%，全年在完成 5 万辆的目标下，民用市场销量有望占总销量的 50%，提升 10 个百分点。

多年来相对稳定的客户结构和下游需求，造成经销商的积极性、主动性不足，广汽入主后，开展了一系列的举措，大大提升了经销商的信心：

- ◇ “双引擎”营销策略：参加地方车展、赛事营销联合促进销售
- ◇ 启动营销变革，对原来的经销商渠道进行优化、整合；将四大销售片区拆分成八大片区，市场把握更加精准，销售服务网络向二三级市场下沉
- ◇ 在资金支持、银行授信等方面给予更多的指导帮助，鼓励经销商做大

4、库存控制良好，毛利率有望提升

公司生产采取订单滚动制生产，根据销量与订单情况安排生产，计划到旬，因此库存控制良好。一般情况下，库存控制在 20-30 天的水平，略低于行业的平均水平。

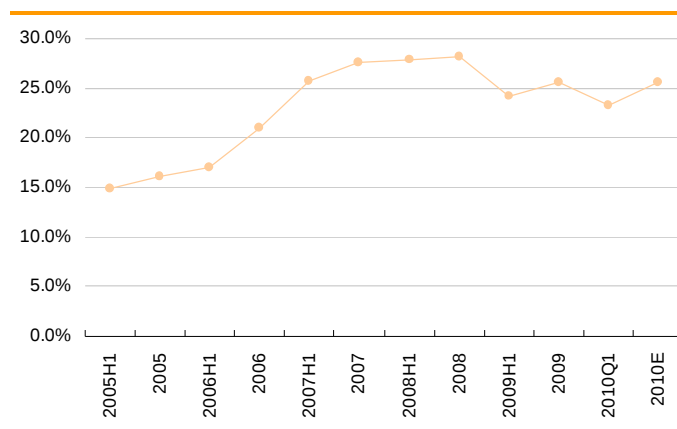
公司拥有长沙、永州 2 个生产基地，各 5 万产能，长期以来，困扰公司的是：

- ◇ 产能无法充分利用（产能利用率徘徊在 30%-40%的水平）
- ◇ 固定资产折旧压力较大
- ◇ 人均产车量不高（2009 年仅为 6.9 台/人）

随着销量形势的明显好转，预计产能利用率有望提高 16 个百分点，人均产车量有望增长 30%以上，单车固定成本下降。

上半年，受益于销量增加、原材料成本下降、规模效应提升，公司盈利水平明显提升，我们预计，这一情况在下半年有望继续。

图 6：毛利率有望提升



（数据来源：Wind 资讯 爱建证券）

5、CP2 承担转型重任

公司的战略方向是由 SUV 专业制造商向全系列乘用车企业转型，CP2 承担了这一重任。

CP2 是公司研发自主品牌轿车产品，从项目立项到今年正式推向市场，历时近 4 年，并于 5 月进入工信部新车《目录》。截止 09 年末，共投入 4.2 亿元，目前量产前的主要准备工作基本完成。公司利用现有厂房，对生产线进行适应性技术改造，添置新产品工装，设计产能 5 万辆。

由于 CP2 是公司实现转型的战略产品，公司运作非常谨慎，期望在品质、设计、配置、价格等各方面获得市场的认可。

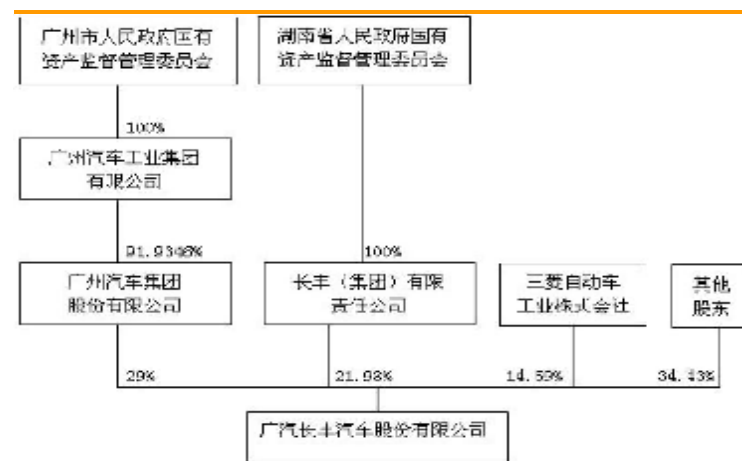
借助广汽集团在乘用车生产和市场方面的丰富经验，CP2 的上市更增添了不少底气。预计 4 季度可以推向市场，预计售价在 10 万左右。

受上市时间约束，我们预计，年内 CP2 对于总销量的贡献有限，但是 2011 年将迎来放量，成为公司销量再上一个台阶的重要驱动力。

6、关注广汽十二五规划

广汽入主公司之后，广汽集团董事长张房有同时任公司董事长，总经理则由担任广州本田董事长的付守杰兼任。

图 7：广汽集团持有公司 29%的股份



(数据来源：公司公告 爱建证券)

广汽集团正在制定十二五规划，近期在业内不断有重组的举措，意图进入汽车行业第一方阵。

目前广汽持有公司股权比例处于较低水平，仅 29%，未来进一步提高的可能性很大。我们预计，公司有望成为广汽集团资本运作平台。

7、上调投资评级至“推荐”

预计 10 年、11 年 EPS 为 0.56 元、0.8 元，动态 PE 为 16.3 倍、11.4 倍，估值压力已经基本消化，未来经营向好，广汽集团运作值得期待，上调公司投资评级至“推荐”。

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。