

强烈推荐-A (首次)**广汽长丰 600991.SH**

目标估值: 16.5 元

当前股价: 11.78 元

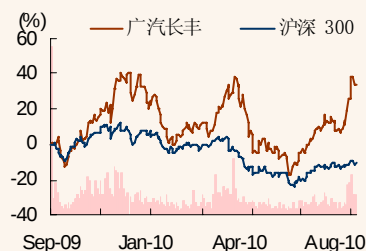
2010 年 9 月 14 日

关注产品与销售的持续改善**基础数据**

上证综指	2663
总股本(万股)	52087
已上市流通股(万股)	52087
总市值(亿元)	60
流通市值(亿元)	60
每股净资产(MRQ)	4.6
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	61.2%
主要股东	广州汽车集团股份有限公司
主要股东持股比例	29.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	21	39
相对表现	18	32	48

**相关报告**

1、《长丰汽车(600991) - 产品结构逐渐丰盛, 未来发展具不确定性》
2007/9/4

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090208030186

范玉琢

021-68407276
fanyz@cmschina.com.cn
S1090210090007

我们近期对广汽长丰进行了调研, 重点关注广汽集团进驻后对公司经营的持续影响力, 一是广汽集团对上市公司的定位, 二是广汽长丰的销售改善、产品结构优化, 再就是股权变化趋势。我们预计 2010、2011 年公司 EPS 分别为 0.55、0.86 元, 给予“强烈推荐-A”投资评级, 公司业绩与估值水平存在向上弹性空间。

□ **重点发展 SUV 为公司的战略不会改变。**SUV 市场是国内乘用车中增速最快的子行业之一。公司两个基地永州、星沙分别生产猎豹(包括黑金刚、CS6、CS7 等)、三菱帕杰罗, 总产能 10 万辆。公司产品竞争优势集中在 SUV, 未来的发展以 SUV 为主战略不会改变。2009 年公司 SUV 销量 3 万辆, 产能利用率 30%, 预计 2010 年 45%, 未来产能利用率有进一步提高的潜力。

□ **产品结构的改善以及营销能力的提升将决定公司盈利水平。**广汽集团进驻以来, 从 2010 年上半年来看不管在管理还是营销, 广汽长丰均出现较大改观, 体现出管理能力的提升, 但长期困惑上市公司两大问题依然需要得到持续的改善, 一、必须解决产品的问题; 二、产品营销能力的提升。

1) 产品需要改进、结构需要丰富: 公司产品主要为三菱帕杰罗及猎豹品牌, 合资品牌与自主品牌共同发展是未来经营的主要策略。缺乏自动波、自主品牌仍需提升, 公司目前在积极通过产品研发与匹配进行改善, 未来公司会有持续的新产品投放。在自主品牌轿车上, CP2 在年底内有望推出, 定位上我们认为其与广汽集团自主品牌轿车应存在差异。

2) 销售网络需要扩大, 经销商实力需要加强。公司目前经销商 147 家, 平均每家年销辆不足 340 辆, 而国内 4S 店目前年平均销量在 800-1000 辆, 广汽长丰经销商实力需要得到提高; 147 家经销商相对于发达的汽车品牌, 网点偏少, 对于网络的扩展应根据产品的投放逐渐扩大。

□ **投资建议与风险提示。**预计 2010、2011 年公司产品销量分别为 5、8 万辆, EPS 分别为 0.55、0.86 元, 给予“强烈推荐-A”投资评级, 短期目标价格 **16.5 元**, 相对于 2010、2011 年 EPS 分别为 30、19 倍 PE 估值。我们认为从目前改善及发展趋势来看, 未来公司业绩及估值水平均存较大的向上弹性空间。风险在于公司产品推出的速度与密度及销售网络的改善落后预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4709	4879	6580	9220	12350
同比增长	3%	4%	35%	40%	34%
营业利润(百万元)	116	31	395	626	847
同比增长	-33%	-73%	1182%	59%	35%
净利润(百万元)	140	28	285	450	607
同比增长	-24%	-80%	912%	58%	35%
每股收益(元)	0.35	0.05	0.55	0.86	1.17
PE	33.7	217.9	21.5	13.6	10.1
PB	2.1	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源: 招商证券

1、股本结构——转变意味着希望

公司 2009 年 5 月 27 日发布公告：“长丰汽车的股份转让价格以本协议签订日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术 10 平均值的 90%为基础，经广汽集团和长丰集团双方协商确定为每股人民币 6.975 元，即长丰集团向广汽集团转让长丰汽车 151,052,703 股股份的转让价款为人民币壹拾亿伍千叁百伍拾玖万贰仟陆百零伍元（¥1,053,592,605 元）。2009 年 11 月份，广汽集团正式入主长丰汽车。

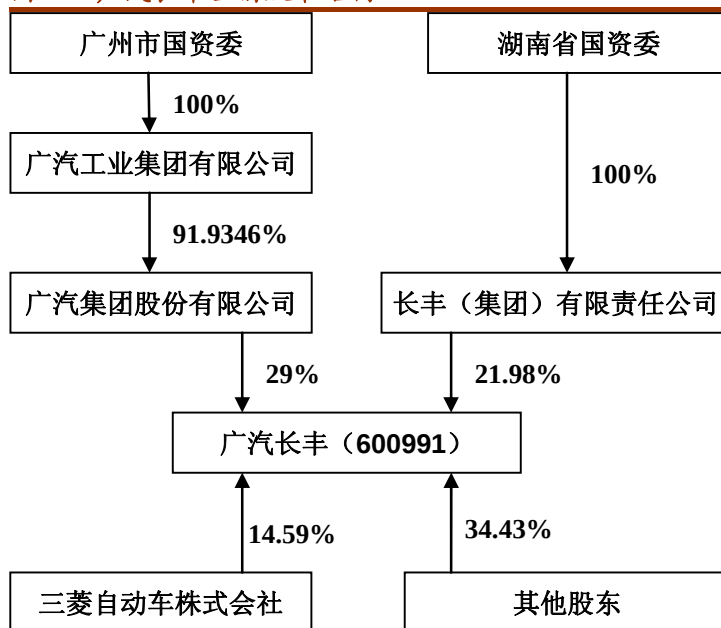
在股权转让之前，长丰集团持股 50.98%，为第一大股东，转让以后，广汽集团股份有限公司持股 29%，成为上市公司第一大股东，关键职位如总经理、采购、财务、销售等均由广汽集团成员担任。从 2010 年上半年经营情况来看，不管是从公司目前的汽车销量，还是营销、管理费用率的控制等方面，所取得的成绩有目共睹，广汽集团的入主，使得我们对公司的未来发展充满希望。

对于目前的股权结构，虽然广汽已经是实际控制人，但我们认为这种结构依然存在着一一定的缺陷，这些问题目前仍然很难找到合适的答案，然而我们认为股权结构的演变有望朝着利于公司的发展方向去进行：

1) 三菱自动车株式会社的股权问题。目前三菱自动车株式会社仅仅占上市公司 14.59% 的股权，从股权的比例上，三菱对新产品投放热情及扶持力度，确实存在一定的障碍，如果能有效解决三菱自动车株式会社的相关利益问题，将有利于公司两条腿的发展战略，在合资品牌上与三菱的合作的程度、深度也会得到相应的加强。

2) 长丰集团股份有限责任公司的股权问题。目前长丰集团对上市公司已基本失去控制能力，从最近公告来看，长丰集团与广汽长丰更多的合作也主要体现在零部件方面，如车身内钣冲压件、AMT 等，其股权的存在对于整车发展并无重大影响。未来进一步股权结构的演变，我们认为如能参照南汽获得上汽集团股权、同时南汽汽车资产由上汽运作的模式也许对于上市公司的发展更为有利，同时也能符合地方国资委的利益要求，而长丰集团也可以通过广汽长丰的发展壮大在零部件上取得更大的收益。

图 1 广汽长丰当前股本结构



资料来源：公司年报，招商证券整理

2、相对完善的产业基础

目前在 SUV 产品产业链上，上市公司基本上形成了相对完整的体系，包括产品的持续研发、零部件供应及四大工艺齐全的整车制造与生产基地，较好的技术与基础将利于上市公司未来业务的开拓与持续发展。

1) 整车生产制造

公司目前生产基地主要由星沙及永州构成，各地两班年产能均为 5 万辆，公司总产能为 10 万辆，均包括完整的四大工艺，其中永州生产基地以生产自主品牌猎豹为主，星沙基地以生产三菱帕杰罗产品为主。近年来由于产量始终在 3 万台以下，产能利用率较低，缺乏足够的规模难以形成整车企业所需要的规模经济。预计随着公司产品的丰富及营销能力的提升，未来产能利用率将逐年得到有效的提高。

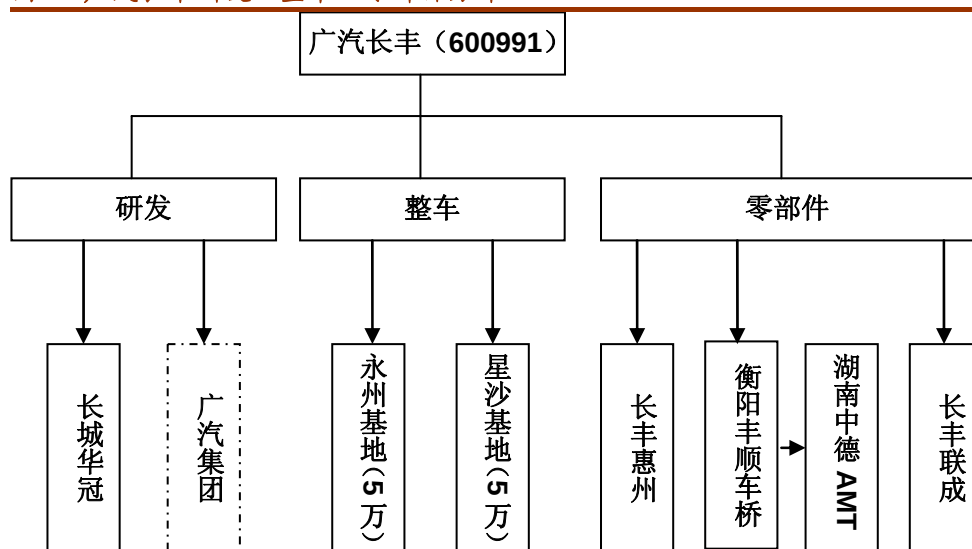
2) 整车研究实力

在研发上，为避免研发资源的浪费以及研究设施的重复建设，公司近期已经将股东权益为 3208 万元的湖南长丰汽车研究股份公司进行解散，未来的研发将主要依赖注册资本 6490 万元，上市公司股本占比 78.1% 的北京长城华冠汽车技术开发有限公司。华冠汽车作为相对独立的汽车整车设计公司，为国内的多自主品牌公司包括吉利、奇瑞等均设计过产品，研究发展能力在国内的整车设计中，处于领先水平，华冠汽车研发实力的存在，将有利于保证公司产品的持续开发与改进。

3) 零部件体系将持续完善

目前公司产品国产化率相对较低，未来有望通过零部件国产化率的提高来提升公司的盈利能力及产品竞争力。而从近期公告，一是湖南中德 AMT 项目，一个是长丰联成公司的项目来分析，未来长丰集团在围绕广汽长丰的业务上，其发展将是围绕零部件业务板块进行开展，可以判定，未来长丰集团的业务重心将是汽车零部件，对于两个不同地方国资委的企业来说，将形成一个双赢的局面，也为未来公司股权结构上的进一步优化奠定一定的基础。

图 2 广汽长丰研发、整车及零部件分布



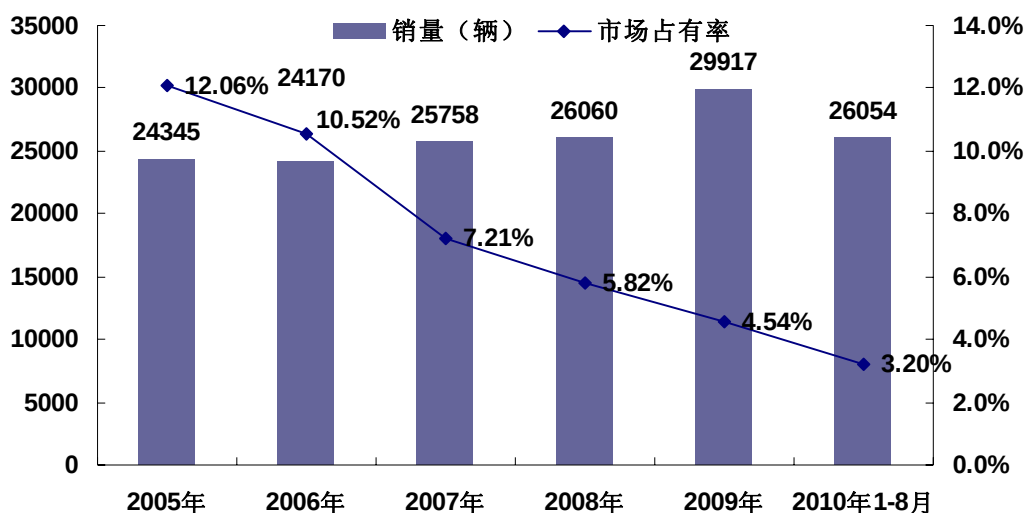
资料来源：招商证券

3、产品结构有待优化、销售网络需要完善

1) 市场占有率逐年下滑。

公司目前的主要产品为长丰猎豹系列及三菱帕杰罗产品，其中政府机构采购大概占公司销量 1/3，帕杰罗与猎豹产品的销售比例接近 1: 3 水平。近年来国内市场 SUV 产品销量在乘用车各行业中，增速最高。广汽长丰产品虽然近年依然维持一个增长态势，但增速远远低于行业，使得市场占有率逐年下降。

图 3 公司 SUV 年销量与市场占有率变化情况



资料来源：CAAM，招商证券整理

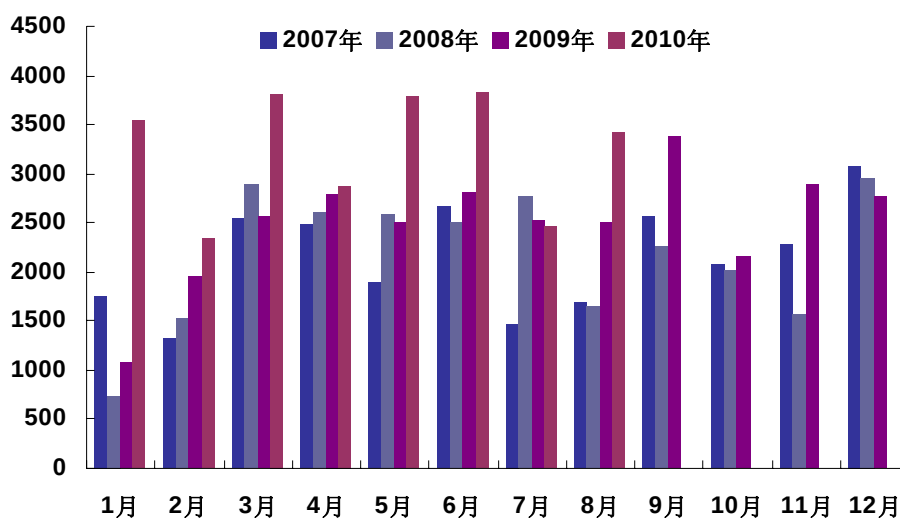
2) 广汽集团接手有改善，现有产品不足以支撑长期发展。

2010 年广汽集团接手长丰以来，销量上取得一定的突破，预计全年公司汽车销量接近 5 万辆水平，其中 SUV 产品销量大约在 4.5 万辆水平，较去年同期增长 50%。虽然增速落后于行业，但管理方面带来的改善非常明显。由于目前公司产品结构相对单一、缺乏自动波产品占领城市 SUV 市场等，因此目前的产品结构对于公司未来长期的发展，难以形成足够有力的支撑，公司的产品结构需要得到进一步优化，一是丰富产品内容，另外就是增加自动波产品以适应高速发展的城市 SUV 市场。

3) 以发展 SUV 为主，逐步扩大产品范围。

公司未来的规划仍然依托现有的产品技术积累，以发展 SUV 产品为主，坚持两条腿走路的原则，即合资品牌与自主品牌全面发展。同时在自主品牌轿车发展方面，累计投资 4.5 亿元的 CP2（两厢/三厢）轿车预计在 2010 年年底投放市场，我们预计 2011 年公司轿车销量达到 15000 辆水平，在目前的产能规模下，基本上能够实现盈亏平衡。同时 CP2 与广汽集团自主品牌轿车相比较，在定位上应该存在一定的差距。

图 4 广汽长丰月度汽车销量统计（辆）



资料来源：CAAM，招商证券整理

4) 销售与售后有改善的空间

销售公司亏损不正常。

2009年，公司主要销售公司权益净利润为负 0.63 亿元，在目前的股本情况下，负面影响每股收益 0.12 元。正常情况下，销售公司应处于一个盈利的状况，但三个销售公司均处于亏损，显然不属于一个正常的经营水平，我们认为销售方面公司有改善的空间。

售后服务收入不正常。

我们也注意到，在公司报表的收入结构中，基本上只体现出整车销售的收入，没有任何地方体现出公司在售后方面的收入与盈利，这种情况与整个公司汽车保有量的逐年增加不相匹配，我们认为，在目前的保有量情况下的售后服务方面，公司盈利仍然具有挖潜的能。对于售后方面的梳理，也应该成为公司工作的重点之一。

良好的售后服务体系，才能带动公司汽车销量的提升，并能带动公司品牌形象的提升，形成销售-售后-反馈-改善-再刺激销量的良性循环。

表 1 广汽长丰销售公司2009年盈利状况（亿元）

	产品与服务	持股比例	总资产	净利润	权益净利润
湖南长丰汽车销售有限责任公司	销售汽车产品	99%	6.91	-0.59	-0.59
广东长丰汽车销售服务有限公司	销售汽车产品	100%	0.07	-0.03	-0.03
浙江长丰汽车销售服务有限公司	销售汽车产品	100%	0.12	-0.01	-0.01

资料来源：公司年报，招商证券整理

4、投资建议与风险提示

1) 投资逻辑:

我们认为,公司短期看点在于经营上的持续改善,长期来看就是股权结构的进一步优化以及新产品的投放,上市公司未来的发展非常值得期待。

短期内,公司会通过广汽的管理方式进行业务上的梳理,如成本控制、产品质量的提升、销售网络整合等措施来有效提升企业的营运能力及盈利能力;同时,通过产品的开发逐渐丰富公司的产品结构,扩大公司产品的受众范围。就上市公司而言,未来两年将进入一个快速增长阶段,其发展有望不断超出市场预期。

未来发展中,我们并不清楚公司股权变化的情况,如公司与三菱进一步发展与合作、长丰集团股权变化等,但我们根据目前公司的动向有理由相信这些问题应能得到妥善解决,并朝着利于上市公司整车业务扩展的方向去进行。

我们预计 2010、2011、2012 年公司汽车销量为 5、8、11 万辆(不考虑可能的新产品投放),EPS 分别为 0.55、0.86、1.17 元,业绩的快速增长主要来源于行业的快速增长、企业管理上的改善以及产品销量的上升。

按照目前的发展速度我们认为公司有望在“十二五”期末实现年销售 30 万辆的远大目标。按年复合增长率 40%、以 2009 年 3.4 万辆为基数计算,2015 年公司销量将达到 18 万辆;如果能达到 30 万辆的销售目标,则公司年复合增长率将会达到惊人的 55%。

2) 投资建议:

公司业绩具有较大的弹性,存在超预期可能性,自身业务处于快速增长的 SUV 行业(我们预计未来两年内 SUV 行业增速仍然在 30%以上,同时 SUV 产品之间由于风格上的差异形成的相互间竞争压力较小),在估值水平上也具有较大的弹性。我们认为公司未来两年的发展有望超出行业平均水平,市场占有率也有望进一步得到提升,给予短期目标价格 16.5 元,相当于 2010、2011、2012 年 EPS30、19、14 倍 PE 估值水平,给予“强烈推荐-A”投资评级,建议买入并长期持有,静待公司经营的持续改善及快速发展带来的惊喜。

3) 风险提示:

公司产品及网络改善进度落后;

新产品的开发目前我们并不清楚,未来存在缺乏有效的新产品投放的可能性。

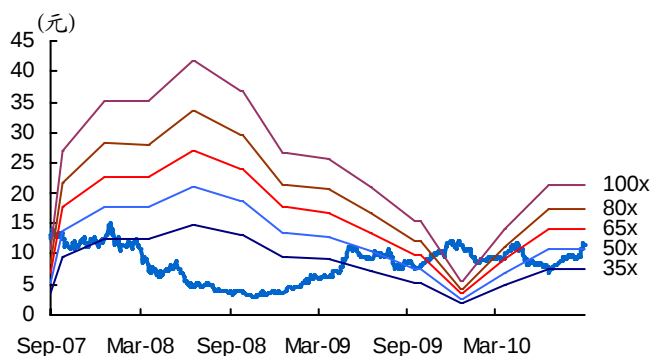
股权变动的趋势完全由表观现象来判断,变化并不确定。

表 2: 广汽长丰单季度业绩回顾

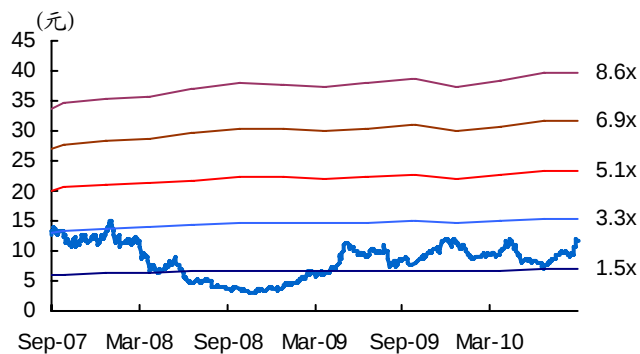
单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	863	1370	1167	1309	922	1343	1306	1308	1499	1749
二、营业总成本	842	1315	1100	1335	913	1306	1266	1366	1442	1643
其中: 营业成本	614	998	806	961	719	996	933	982	1152	1284
营业税金及附加	69	158	135	153	77	106	132	143	146	166
营业费用	41	55	46	71	46	89	81	108	59	81
管理费用	59	64	62	67	61	77	73	81	61	73
财务费用	59	34	51	79	9	37	46	36	25	39
资产减值损失	0	5	-1	4	0	0	0	15	0	0
三、其他经营收益	-2	0	0	2	0	0	0	0	1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	0	2	0	0	0	0	1	0
四、营业利润	19	55	67	-23	10	38	41	-58	58	106
加: 营业外收入	8	9	0	62	4	0	1	11	1	1
减: 营业外支出	1	1	6	4	1	2	1	3	0	2
五、利润总额	26	63	60	34	13	37	41	-50	59	106
减: 所得税	5	-8	-4	36	0	-1	6	6	1	29
六、净利润	21	72	64	-2	12	38	35	-55	58	77
减: 少数股东损益	0	-1	2	6	-2	-2	1	4	-1	-2
七、归属母公司所有者净利润	20	73	62	-8	14	40	34	-59	59	79
EPS (元)	0.04	0.14	0.12	-0.02	0.03	0.08	0.06	-0.11	0.11	0.15
主要比率										
毛利率	28.9%	27.1%	30.9%	26.6%	22.0%	25.8%	28.6%	24.9%	23.2%	26.6%
营业利润率	2.2%	4.0%	5.7%	-1.8%	1.0%	2.8%	3.2%	-4.4%	3.9%	6.1%
净利率	2.4%	5.3%	5.3%	-0.6%	1.5%	3.0%	2.6%	-4.5%	3.9%	4.5%
营业费率	4.8%	4.0%	3.9%	5.5%	5.0%	6.6%	6.2%	8.3%	3.9%	4.6%
管理费	6.9%	4.7%	5.4%	5.1%	6.7%	5.8%	5.6%	6.2%	4.1%	4.2%
实际税率	20.9%	-13.0%	-7.0%	105%	1.0%	-3.7%	15.2%	-11.7%	1.2%	27.2%

资料来源: 公司报表, 招商证券

广汽长丰 PE-PB Band

图 5: 广汽长丰历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 6: 广汽长丰历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2078	2128	1959	3138	4695
现金	796	616	100	535	1200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	417	443	592	830	1111
应收款项	115	203	247	347	464
其它应收款	57	31	39	55	74
存货	652	763	932	1305	1756
其他	41	72	48	67	90
非流动资产	3897	4124	3861	3640	3436
长期股权投资	18	20	20	20	20
固定资产	3098	2981	2763	2560	2373
无形资产	181	171	154	138	124
其他	600	951	924	921	919
资产总计	5975	6252	5820	6777	8131
流动负债	3452	3072	2383	2935	3741
短期借款	1512	1173	614	500	500
应付账款	649	906	951	1331	1792
预收账款	49	76	95	133	179
其他	1242	917	723	970	1270
长期负债	171	842	841	841	841
长期借款	160	830	830	830	830
其他	11	12	11	11	11
负债合计	3623	3914	3224	3776	4582
股本	401	521	521	521	521
资本公积金	1031	911	911	911	911
留存收益	858	842	1085	1467	1983
少数股东权益	62	64	79	103	135
母公司所有者权益	2290	2274	2516	2899	3415
负债及权益合计	5975	6252	5820	6777	8131

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	301	118	243	701	839
净利润			285	450	607
折旧摊销			251	231	214
财务费用			83	76	74
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(397)	(93)	(103)
其它			22	38	49
投资活动现金流	(320)	(438)	10	(10)	(10)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			20	0	0
筹资活动现金流	(140)	136	(769)	(256)	(164)
借款变动			(644)	(114)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(43)	(67)	(91)
其他			(83)	(75)	(73)
现金净增加额	(158)	(185)	(516)	435	665

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4709	4879	6580	9220	12350
营业成本	3379	3631	4755	6656	8960
营业税金及附加	515	457	619	867	1161
营业费用	208	324	388	526	667
管理费用	261	293	342	470	642
财务费用	223	128	83	76	74
资产减值损失	8	16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	116	31	395	626	847
营业外收入	74	17	10	10	10
营业外支出	13	7	5	5	5
利润总额	176	41	400	631	852
所得税	29	11	100	158	213
净利润	148	30	300	474	639
少数股东损益	8	2	15	24	32
母公司所有者净利润	140	28	285	450	607
EPS (元)	0.35	0.05	0.55	0.86	1.17

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	3.2%	3.6%	34.9%	40.1%	33.9%
营业利润	-33%	-73.4%	1182.0%	58.6%	35.3%
净利润	-24%	-79.9%	912.0%	57.8%	35.0%
获利能力					
毛利率	28.2%	25.6%	27.7%	27.8%	27.4%
净利率	3.0%	0.6%	4.3%	4.9%	4.9%
ROE	6.1%	1.2%	11.3%	15.5%	17.8%
ROIC	6.8%	2.6%	8.9%	12.2%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	60.6%	62.6%	55.4%	55.7%	56.3%
净负债比率	30.4%	33.4%	24.8%	19.6%	16.4%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.1	1.4	1.5
存货周转率	5.5	5.1	5.6	6.0	5.9
应收帐款周转率	34.2	30.7	29.2	31.0	30.5
应付帐款周转率	4.8	4.7	5.1	5.8	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.05	0.55	0.86	1.17
每股经营现金	0.75	0.23	0.47	1.35	1.61
每股净资产	5.72	4.37	4.83	5.57	6.56
每股股利	0.00	1.00	0.08	0.13	0.17
估值比率					
PE	33.7	217.9	21.5	13.6	10.1
PB	2.1	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.7	18.7	10.2	8.0	6.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究5年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球奖，现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。