

长安汽车 (000625): 2011 沉淀布局, 2012 全新起步

增持 (维持)

汽车及配件

1 月 5 日股价: 9.78 元

报告日期: 2011 年 1 月 6 日

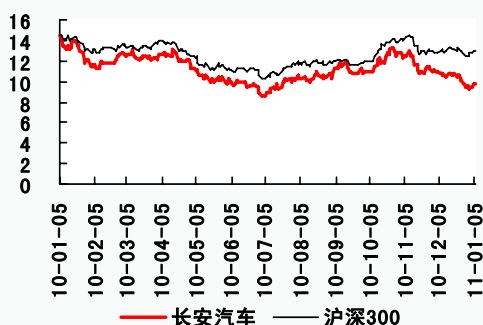
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	25,204	32,009	34,505	39,336
(+/-) %	88.43	27.00	7.80	14.00
营业利润	1,093	2,251	2,413	2,826
(+/-) %	2295.42	105.94	7.20	17.13
归属于母公司的净利润	1,078	2,229	2,408	2,796
(+/-) %	4323.37	106.66	8.03	16.15
每股收益 (元)	0.46	0.96	1.04	1.20
市盈率 (倍)	21	10	9	8

公司基本情况 (2010 年 9 月 30 日止)

总股本/已流通股 (万股)	232,566/211,823
流通市值 (亿元)	16.73
每股净资产 (元)	4.43
资产负债率 (%)	62.51%

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 于善辉

执业证书编号: A0140510120001

联系人: 唐楠

021-58824282-837 tangn@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 1、长安福特马自达 2012 年迎来高增长
- 情况概要: 1) 长安与福特和马自达的合作可能将采取分离的方式, 预计将形成长安福特、长安马自达的双合资公司分布。此举有利于福特和马自达在中国的各自发展, 我们预计 2011 年内完成战略部署的可能性较大; 2) 长安福特二工厂 2012 年初投产, 目前已经开始建设, 新增 15 万辆乘用车产能, 2012 预计能够完成 10 万台左右的生产; 3) 2012 年长安福特将有三款新车型上市, 对长安福特的销售构成利好。
- 点评: 1) 若市场一直预期的长福马分家年内能够落实, 将对长安的合资企业增长构成利好, 我们预计分家后分别形成的长安福特、长安马自达公司的增长将加速, 新车型登陆中国的速度将加快, 福特和马自达在我国的竞争力得到加强, 两家外资企业能够更有效的配置在我国的资源, 解决了复杂的股权关系, 长安福特和长安马自达将分别轻装上阵; 2) 预计 2011 年长安的合资企业增速将减缓, 长安福特的增长主要来自现有生产线的产能利用率提升, 增速有限, 2012 年长安的两个合资企业将迎来快速增长。
- 2、自主品牌乘用车实现盈利尚需时日
- 情况概要: 1) 2011 年自主品牌增长主要看 2010 年底上市的 CX30, 公司方面希望该款车的月销量能够达到 1000 辆以上; 目前公司的盈利主力在畅销车型悦翔, 奔奔还处于盈亏平衡的状态, 主要做品牌和走量。2012 年北京基地一期规划的 10 万辆高端自主品牌乘用车产能投产, 目标市场京津地区和环渤海地区。
- 点评: 从终端销售的方面, 由于自主品牌车型低端车比较畅销, 经销商对奔奔和奔奔迷你的推荐力度较大, 会间接影响悦翔的销量, 盈利车型悦翔如果不能加大销售力度, 自主品牌车系实现盈利将存在难度, 若 CX30 车型的月销售在 1000 辆左右, 将极大缓解自主品牌车型的盈利状况; 北京乘用车基地依靠 2012 年投产的 10 万辆产能实现盈利的难度较大, 考虑到公司在北京的土地价格较低, 成本相应的会比预期的低一些, 我们认为二期项目达产后有可能实现盈利。

● 3、哈飞、昌河：产能储备和三品牌并行运作

- **情况概要：**1) 哈飞、昌河短期来看会采取三品牌并行的方式，公司对昌河的整合力度较大，哈飞目前还未开始全面整合；2) 长期来看，哈飞、昌河将作为公司的新增产能储备，若对两家公司的整合进展顺利，长安在微车方面未来不存在单独大规模新建项目扩张产能的动作。

- **点评：**目前虽然是三品牌并行，但随着长安对哈飞和昌河的整合深入，我们认为最终哈飞和昌河将成为长安的产能扩充基地，在长安产能不足时作为辅助产能，虽然公司一直强调三品牌并行发展，远期来看，如果哈飞昌河的市场表现持续下滑，不排除长安统一品牌的可能性。

● 4、做大做强战略定位

- **情况概要：**公司目前主要的战略规划就是做大做强，产品线横向延伸。北京基地是重要布局，公司乘用车业务将向京津和环渤海地区延伸，有利于产品的销售，营销网点布局。长安集团层面有意向商用车领域延伸产品线，2010年7月与法国标志雪铁龙公司签订轻型商用车和乘用车合作协议，首期产能20万台整车和20万台发动机，长安集团力争成为全系列汽车生产制造商。

- **点评：**长安集团与标志雪铁龙公司的合作代表着整个集团向做大做全的目标迈进，长安汽车作为集团的重要上市平台，不排除在合适的时间向轻型商用车延伸的可能性，整车的核心零部件商用车发动机也存在涉足的可能性。目前来看，向商用车领域延伸的主体限制在集团层面，是对上市公司的一种保护，如果集团运作顺利，再放入上市公司，则上市公司受益最大化，有利于保护投资者利益。目前来看，商用车整车和核心零部件都处于起步阶段，尚需一些培育期。

- **盈利预测及评级：**连续两年的汽车行业整体景气，公司业绩也处于历史高位，预计2010-2012年的EPS：0.96元，1.04元，1.2元，根据1月5日收盘价9.78元计算，动态PE分别为：10倍，9倍，8倍。目前估值较低，由于2011年公司本部和长安福特都没有新产能投产，公司业绩增长存在一定的压力，预计2011年公司将以业务布局和股权结构调整为主，2012年将迎来公司的产能释放和业绩增长。我们维持公司“增持”的投资评级，建议谨慎介入。

- **风险提示：**微车业务存在库存积压，盈利能力下降的风险；对哈飞和昌河的整合进展缓慢，哈飞、昌河盈利能力下降

图表 1：长安汽车月度销量明细（2010.1-11月）单位：辆

2010年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	全年累计
CVX							20	0	57	764	1,607	2,448
CX30		35	20	1	246	503	316	219	667	532	336	2,875
奔奔 1.0L	3,067	2,399	3,772	240	83	140	9	245	349	0	1	10,305
奔奔 1.3L	1,564	1,594	148	1,128	815	528	166	793	231	119	66	7,152
奔奔迷你1.0	30	113	1,051	3,318	4,178	5,510	5,035	2,780	9,119	9,750	10,537	51,421
长安CM8	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
交叉乘用车	63,978	60,246	66,643	33,359	29,140	38,474	23,875	25,836	37,009	45,070	54,795	478,425
杰勋	0	0	0	0	15	0	0	0	0	0	0	15
悦翔	16,388	12,058	12,096	6,258	6,586	8,260	3,157	5,649	7,485	8,887	6,583	93,407
志翔	1,128	323	236	70	96	133	888	542	160	19	66	3,661
合计	86,155	76,768	83,966	44,374	41,159	53,548	33,466	36,064	55,077	65,141	73,991	647,261
月度同比增速	126.25%	109.53%	91.70%	-2.27%	-8.26%	8.45%	-12.46%	-12.49%	10.28%	33.76%	54.01%	
累计同比增速		118.05%	108.31%	77.68%	59.22%	49.50%	41.51%	34.92%	31.75%	31.97%	34.16%	

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 2：长安福特月度销量明细（2010.1-11 月）单位：辆

2010年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	全年累计
S-MAX	453	295	489	495	452	455	393	431	430	381	430	4,704
福克斯两厢1.8L	7,365	4,616	6,971	7,011	5,959	7,070	6,272	6,423	7,746	7,656	8,778	75,867
福克斯两厢2.0L	717	512	537	470	319	261	179	274	229	219	225	3,942
福克斯三厢1.8L	8,076	5,157	7,228	7,277	6,269	6,975	4,931	6,305	7,478	7,182	8,081	74,959
福克斯三厢2.0L	66	67	59	50	84	11	31	37	79	72	55	611
马自达2二厢1.3L	258	155	134	350	330	238	70	52	125	104	94	1,910
马自达2二厢1.5L	918	861	942	1,099	1,089	935	272	288	322	405	503	7,634
马自达2三厢1.3L	297	219	241	270	253	240	49	40	53	135	24	1,821
马自达2三厢1.5L	1,279	1,199	1,337	1,254	1,169	1,103	221	173	245	754	284	9,018
马自达3 1.6L	7,203	4,823	4,463	2,715	113	2,583	5,249	5,082	6,731	6,659	8,691	54,312
马自达3 2.0L	712	418	361	407	67	271	251	349	384	347	312	3,879
蒙迪欧-致胜2.0L	105	101	119	92	84	76	32	63	152	95	102	1,021
蒙迪欧-致胜2.3L	5,568	3,850	4,849	4,790	4,029	3,681	2,172	3,737	4,082	4,576	4,638	45,972
沃尔沃S40 2.0L	511	312	564	333	485	289	364	340	527	485	531	4,741
沃尔沃S40 2.4L	138	7	0	0	0	0	0	0	0	1	0	146
沃尔沃S40 2.5L	30	0	8	2	1	0	1	0	2	15	0	59
沃尔沃S80 2.0L					0	0	0	0	0	0	0	0
沃尔沃S80 2.5L	967	846	915	556	682	892	766	953	1,083	1,038	1,257	9,955
沃尔沃S80 3.0L	71	75	124	34	44	49	38	15	19	41	150	660
新嘉年华两厢1.3L	407	354	296	8	72	95	76	78	100	114	140	1,740
新嘉年华两厢1.5L	4,571	3,081	4,846	4,317	4,549	4,154	2,805	3,165	4,388	4,308	4,870	45,054
新嘉年华三厢1.3L		0	539	477	317	484	494	426	421	592	351	4,101
新嘉年华三厢1.5L	2,103	1,304	1,745	1,656	1,719	1,575	872	960	1,396	1,461	1,660	16,451
合计	41,815	28,252	36,767	33,663	28,086	31,437	25,538	29,191	35,992	36,640	41,176	368,557
月度同比增速	144.58%	62.01%	63.12%	30.06%	0.89%	6.06%	-4.94%	2.09%	18.08%	24.70%	25.92%	
累计同比增速		102.89%	87.18%	69.36%	52.16%	42.43%	34.82%	30.04%	28.43%	28.00%	27.77%	

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 3：长安铃木月度销量明细（2010.1-11 月）单位：辆

2010年	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	全年累计
奥拓0.8L	0											0
羚羊1.3L	5,199	3,716	3,827	2,883	2,592	2,317	1,765	3,320	2,811	4,171	5,327	37,928
天语两厢1.6L	4,804	3,939	3,937	4,070	3,500	3,428	2,709	3,633	3,476	2,695	3,989	40,180
天语两厢1.8L	459	420	534	447	454	392	146	343	414	227	181	4,017
天语三厢1.6L	869	1,207	1,433	1,852	2,108	2,339	1,195	1,324	1,381	1,735	1,004	16,447
天语三厢1.8L	16	5	7	13	11	3	4	3	5	2	2	71
新奥拓	3,211	1,691	2,600	2,966	3,048	3,424	1,212	3,732	5,276	4,988	5,548	37,696
雨燕1.3L	4,113	2,845	3,871	3,214	3,235	2,721	1,926	2,787	2,753	2,018	3,002	32,485
雨燕1.5L	1,429	1,333	1,604	1,563	1,368	1,232	1,055	1,361	897	1,167	2,061	15,070
合计	20,100	15,156	17,813	17,008	16,316	15,856	10,012	16,503	17,013	17,003	21,114	183,894
月度同比增速	100.56%	49.75%	36.76%	41.34%	33.73%	25.53%	-6.72%	40.65%	18.97%	23.97%	50.44%	
累计同比增速		75.03%	60.00%	55.03%	50.51%	46.00%	39.00%	39.21%	36.50%	35.07%	36.67%	

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 4：长安汽车（000625）盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,520,369	3,200,869	3,450,537	3,933,612
增长率（%）	88.43%	27.00%	7.80%	14.00%
减：营业成本	2,015,938	2,599,106	2,825,990	3,233,429
毛利率（%）	20.01%	18.80%	18.10%	17.80%
减：营业税金及附加	53,963	68,819	69,011	82,606
销售费用	246,677	329,690	345,054	385,494
管理费用	119,399	140,838	144,923	161,278
财务费用	-423	-3,201	-2,760	-3,934
期间费用率（%）	14.51%	14.60%	14.12%	13.80%
减：资产减值损失	56,463	2000	12021	8474
加：公允价值变动净收益	521	200	452	500
投资净收益	80,416	161,254	184,523	215,842
营业利润	109,289	225,072	241,275	282,607
增长率（%）	2295.42%	105.94%	7.20%	17.13%
利润总额	108,898	225,572	243,318	283,031
增长率（%）	3100.33%	107.14%	7.87%	16.32%
利润率（%）	4.32%	7.05%	7.05%	7.20%
减：所得税	323	1,128	973	1,415
实际税负比率（%）	0.30%	0.50%	0.40%	0.50%
净利润	108,576	224,444	242,344	281,615
归属于母公司所有者的净利润	107,846	222,873	240,769	279,644
增长率（%）	4323.37%	106.66%	8.03%	16.15%
净利润率（%）	4.28%	6.96%	6.98%	7.11%
总股本（万股）	232,566	232,566	232,566	232,566
全面摊薄每股收益（元）	0.46	0.96	1.04	1.20

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82722762 邮编:518041