

2011 年 01 月 09 日

汽车整车

证券研究报告--公司点评报告

收盘价(元): 9.97

目标价(元):

长安汽车(000625)

募集增发项目为提高长期自主竞争力

投资评级: A--未评级(首评)

装备制造: 王合绪

执业证书编号: S0890210020001

电话: 021-50122369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

装备制造: 姬晶

电话: 021-50122113

邮箱: jijing@cnhbstock.com

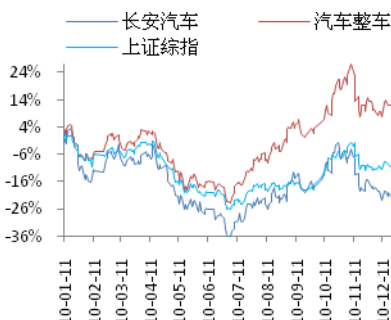
联系人: 曾毅

电话: 021-50122119

公司基本数据

总股本(万股)	232565.76
流通 A 股/B 股(万股)	152179.19/596
	43.48
资产负债率(%)	62.51
每股净资产(元)	4.43
市净率(倍)	2.25
净资产收益率(加权)	17.62
12 个月内最高/最低价	14.28/8.26

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

长安汽车(000625)1月7日披露增发招股意向书,将公开增发不超过4.65亿股,发行价格9.74元/股,募集资金总额不超过40亿元,用于商用车生产线扩能技改、小排量发动机产业升级、提升自主研发能力三大项目。

◎主要观点:

◆**募集增发项目为提高长期自主竞争力。**公司根据未来市场情况和生产经营需要,对长安汽车生产线扩能技术改造项目和小型排量发动机产业升级项目的具体产品结构进行相应调整。此次募集项目的投入,一为解决产能及发动机配套能力不足的问题,同时为避免未来车型因较长的投资时滞而出现销售断档,从而提升公司的市场竞争力,进一步优化现有生产资源,也是公司自身强大研发和自主品牌优势的措施之一。

◆**目前收益主要来源于合营公司。**公司与国际合作伙伴成立的合营企业主要包括长福马汽车以及长安铃木等成为公司目前收益的主要来源,占比超过总营业收入的70%以上。此次募集项目的投入,公司意在积极进行自主研发能力的培养力,减少合营公司业绩波动对公司经营业绩的及现金流量产生的影响。

◆**盈利预测及估值。**公开增发不超过4.65亿股,募集资金总额不超过40亿元发行价格9.74元/股,据此测算2010年EPS将摊薄约15.04%,约每股收益为0.78元,2011/2012年EPS分别为0.91、1.04元,对应2010/2011/2012年PE为16/14/12。我们认为公司2011年合理的估值水平摊薄后为20倍。考虑到我们尚未对公司做出评级,我们将继续关注此公司。

◎风险提示:

汽车行业总需求大幅下滑导致公司扩大产能利用率下降,从而影响公司盈利。且公司自主品牌市场开拓不如预期。

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	13,722	13,375	25,204	30,230	33,000	36,000
同比增速(%)	12.91%	-2.53%	88.43%	20.22%	8.91%	9.10%
净利润(百万)	667	24	1,078	2,140	2,442	2,791
同比增速(%)	28.39%	-96.40%	4393.58%	98.39%	14.13%	14.29%
毛利率(%)	15.32%	15.00%	20.01%	18.86%	19.95%	20.24%
每股盈利(元)	0.29	0.01	0.46	0.92	1.05	1.20
ROE(%)	3.24	3.25	3.77	4.63	5.60	6.70
PE(倍)	45	1291	28	14	12	11

1. 增发募集项目为提高长期自主竞争能力

公司增发募集资金总额不超过40亿元，将用于生产线扩能技术改造项目，小排量发动机产业升级项目和自主研发能力建设共三个项目，具体投资细则如下：

项目1：拟投入汽车生产线扩能技术改造项目16.4亿元，占本次募集资金投向的41%。投资建设微车扩能项目一为增加CMX等微型客车的产能，对现有资源进行调整改造，同时淘汰部分旧车型生产设施。另外本项目建设 and 投产的CM9、F202、G401三种微型客车都是公司自主开发的产品，采用公司自主品牌，在向市场继续投放CM5和CM9车型的基础上，及时将CMX等新产品投放市场，避免未来车型因较长的投资时滞而出现销售断档，从而进一步提升公司的市场竞争力，也是公司自身强大研发和自主品牌优势的具体体现，将有利于公司进一步优化现有生产资源。

项目2：拟投入小排量发动机产业升级项目19.8亿元，占本次募集资金投向的49.50%。小排量发动机项目是公司自主品牌轿车及客车的配套项目，一为公司自主品牌发动机升级换代的需要，二为改变发动机内部配套能力不足的问题。

项目3：拟投入自主研发能力建设项目3.8亿元，占本次募集资金投向的9.50%。此项目重点为建设被动安全试验、电气试验、底盘试验等试验开发能力，完善振动噪声、发动机试验等已有试验开发能力，初步建立材料试验、驱动试验等试验开发能力，实现机车系统集成匹配核心技术的突破。

上述三个募集项目预期效益可行性分析如表一所示。但是实现有赖于国内外宏观经济形势的稳定和汽车行业的持续快速发展等一系列假定条件，投资回报存在一定的不确定性。

表1 公司募投项目可行性分析

投资项目	项目及产品说明	项目投资总额	募集资金投资总额	项目周期及设计产能	2012年预计产能	2012年预计产值	2013年预计产值
1. 长安汽车生产线扩能技术改造项目	CM9, F202, G401 等微型客车	16.4 亿元	16.4 亿元	20个月&22万辆	完成 68%的设计产能	实现营业收入113.1 亿元及利润 3.4 亿元	完成 100%的设计产能
2. 小排量发动机产业升级项目	CB, CC 系列发动机	21.4	19.8	36 个月 & CC 12 万台, CB 30 万台	完成 90%的设计产能	实现营业收入40.3 亿元及利润 2.6 亿元	完成 100%的设计产能
3. 自主研发能力建设项目		5.9	3.8	30 个月	本项目完成后，长安汽车将达到 S5/P5 级设计开发能力，拥有支撑 S5/P5 级设计开发能力的试制能力相匹配的辅助设施。本项目旨在提升长安汽车自主研发能力，所获效益体现在长安汽车整体的经营效益中。		
项目合计总投资		43.7	40.0			累计约可实现营业收入153.4 亿元, 利润 6.0 亿元	

资料来源：公司公告 华宝证券研究所

注：项目 2 建成后生产的发动机并不对外销售，上述新增营业收入和利润总额仅为按照市场价格模拟数据，该项目的效益最终体现在公司生产和销售的汽车整车之中

2.目前收益主要来源于合营企业

长期以来，公司与国际合作伙伴建立了紧密的合作关系，与之成立的合营企业成为公司目前收益的主要来源，主要包括长福马汽车以及长安铃木等。2009年，公司来自合营企业的投资收益为79,613.44万元，占公司营业利润的比例为71.92%。此次募集项目的投入，公司意在积极进行自主研发能力的培养、核心技术的积累和自主品牌的开发，随着公司自主品牌整车业务和汽车零部件业务的发展，合营企业的业绩波动对公司经营业绩的及现金流量产生影响有望逐步减小。

表2 长安汽车 2010 年月销量 1月~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，华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。