



徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

新车型大规模推出有望提升盈利能力

——长安汽车(000625)2011年报及2012年一季报点评

证券研究报告-公司点评

买入(维持)

发布日期: 2012年4月27日

报告关键要素:

公司自主品牌业务受政策退出影响较大,随着欧诺、逸动等新车型上市,销量和产品结构有望同步提升,有助于实现扭亏为盈。福特中国战略出现变化,借长福马分拆机会进行扩张,大规模引进新车型和核心技术,有望实现跨越式发展。

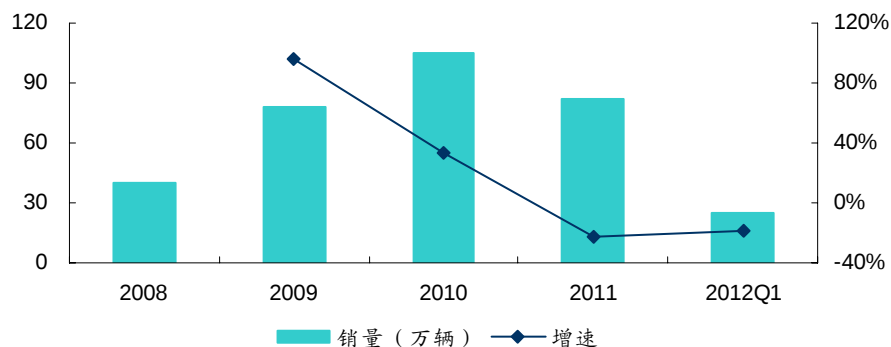
事件:

- **长安汽车(000625)陆续发布2011年年报和2012年一季报。**2011年公司实现营业收入265.52亿元,同比下降20.80%;净利润9.68亿元,同比下降52.44%;EPS为0.20元。2012年一季度公司实现营业收入75.44亿元,同比下降7.61%;净利润1.46亿元,同比下降79.73%;EPS为0.03元。

点评:

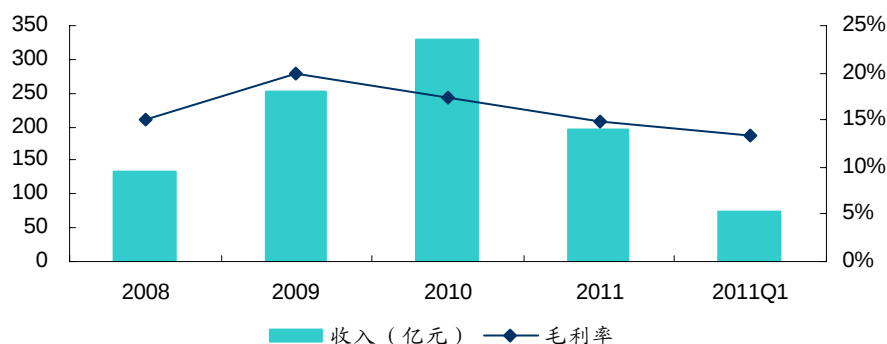
- **自主品牌乘用车业务受政策退出影响较大。**受刺激政策持续推出影响,公司自主品牌业务出现较大幅度下滑。2011年公司自主品牌汽车销量为81.65万辆,同比下降22.08%,是导致营业收入大幅下降的主要因素。2012年一季度,自主品牌汽车销量为24.81万辆,同比下降19.08%,收入降幅小于销量降幅,我们判断与销量调整以及产品结构变化有关。由于销量规模下滑和竞争加剧,公司业务毛利率也出现显著下滑,2011年毛利率为14.79%,比2010年下降2.65个百分点。2012年一季度进一步下滑至13.42%。同时在研发费用等上升的影响下,2011年管理费用率大幅上升至8.76%,削弱了业绩表现。

图1: 公司自主品牌销量与增速



资料来源: 公司资料, 中原证券

图 2：公司业务收入与毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

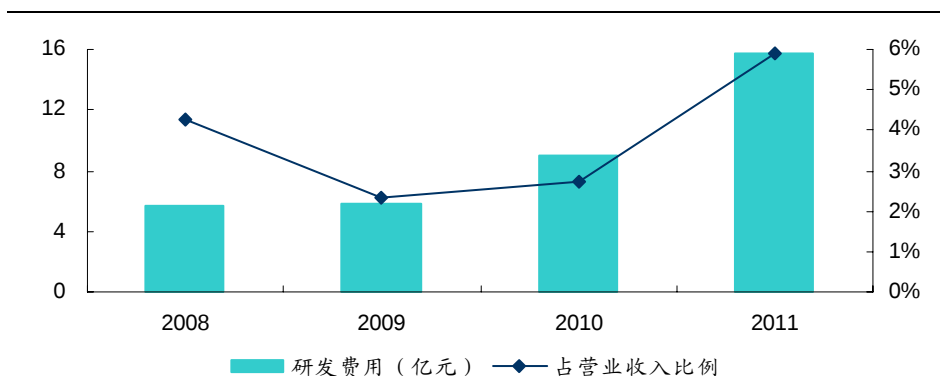
- **新车型大规模推出，销量与产品结构有望同步提升。**2012年公司在轿车领域将推出5款新车型。其中逸动已于3月份上市。后续将逐步推出悦翔改款、SUV以及中高级车型。新车型的推出有助于销量和产品结构的提升。以逸动为例，公司今年的销售目标为4.5万辆，售价7.39-9.49万元，远高于前期的轿车均价水平。另外微客领域的欧诺和去年上市的金牛星车型也有望提高高端微客比例。与新车型大规模推出相对应的是公司研发投入的大幅度增长。2011年公司研发投入15.67亿元，占营业收入的比例高达5.91%。

图 3：自主品牌新车型



资料来源：网络资料，中原证券

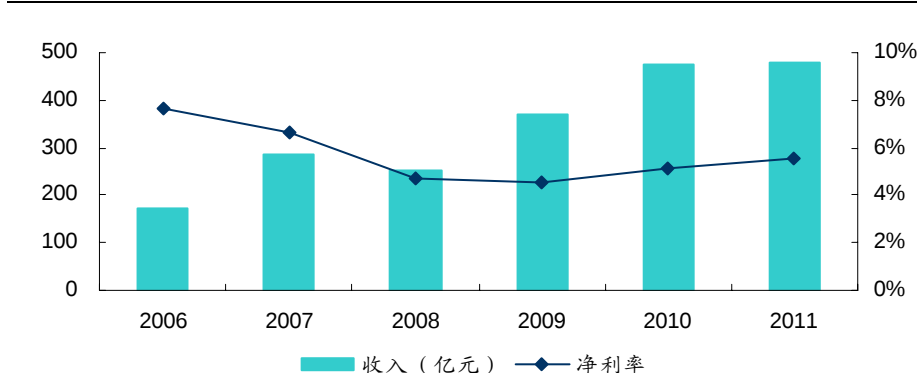
图 4：公司研发投入与占比



资料来源：公司资料，中原证券

- **福特中国战略改变，销售规模和盈利能力提升值得期待。**福特在中国的发展相对滞后，与通用等企业形成鲜明对比。长福马从2008年开始几无新车型推出，核心技术也相对落后。这导致长福马规模增长缓慢，净利率长期处于5%左右的水平。根据福特的表述，福特在中国的战略开始发生重大转变，将在2015年前引进15款新车，预计大部分在长福马生产。除了刚上市的福克斯外，还将逐步引进 KUGA、Ecosport 等新车型。另外还将引进先进的发动机和变速箱技术。与此相对应的是，长福马的产能扩张也迅速跟上，除了刚投产的重庆二工厂外，未来还将逐步建设重庆三工厂和杭州工厂，预计全部投产后，总产能将达到120万辆。扩张步伐不可谓不快，也表明福特确实加大了对中国市场的重视程度。随着新车型和核心技术的引进，预计未来长福马销售规模与盈利能力有望得到提升，参考历史情况和上海通用、东风悦达起亚等企业，净利率提升到8%水平是值得期待的。

图 5：长安福特马自达销售收入与净利率



资料来源：公司资料，中原证券

图 6：长安福特新车型



资料来源：网络资料，中原证券



- **长安马自达也将受益于长福马分拆。**虽然长福马分拆暂时出现了障碍，但分拆是大趋势，有利于公司治理结构的完善以及各方战略的制定。预计随着事实上的分拆完成，长安马自达也会引进新车型，加快发展速度。2012年已经先期新上市了马自达3星骋。
- **长安铃木进入扩张期。**铃木在中国的发展不尽如人意，在小型车发展高峰期也未充分受益，净利率长期处于低位。面对相对紧张的产能，除了原厂进行扩产外，还将新建工厂，进入一个扩张期。未来业绩有望逐步抬升。
- **盈利预测与投资建议。**公司本部与合资企业相继推出的新车型表现虽然存在不确定性，但其发展趋势明确。预计公司2012-2013年EPS分别为0.34元和0.63元，对应4月26日收盘价的市盈率分别为14.15倍和7.68倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新车型推出进度达不到预期；新车型销量达不到预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入 (亿元)	330.72	265.52	322.70	378.40
增长比率 (%)	29.22	-19.72	21.54	17.26
净利润 (亿元)	20.27	9.68	16.61	30.61
增长比率 (%)	80.87	-52.25	71.58	84.29
每股收益 (元)	0.42	0.20	0.34	0.63
市盈率 (倍)	11.57	24.27	14.15	7.68

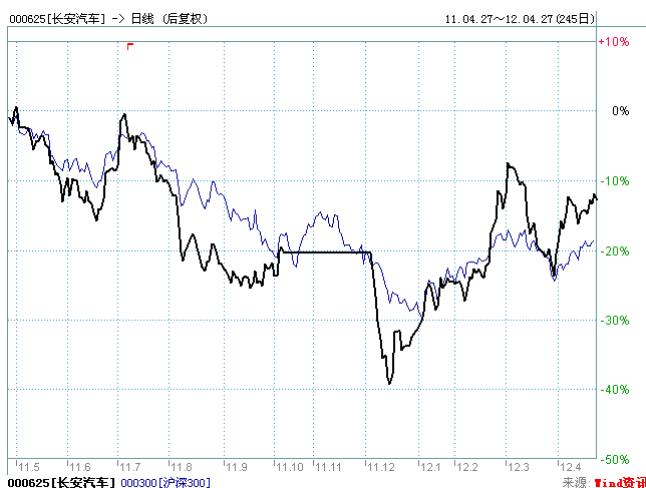
市场数据 (2012年4月26日)

收盘价 (元)	4.86
一年内最高/最低 (元)	5.59/3.34
沪深300	2631.49
市净率 (倍)	1.57
流通市值 (亿元)	208.45

基础数据 (2011年3月31日)

每股净资产 (元)	3.09
每股经营现金流 (元)	-0.05
毛利率 (%)	13.42
净资产收益率 (%)	4.02
资产负债率 (%)	60.43
总股本/流通股 (亿股)	46.62/42.89
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。