

审慎推荐-A (维持)

长安汽车 000625.SZ

当前股价: 5.94 元

2012 年 12 月 20 日

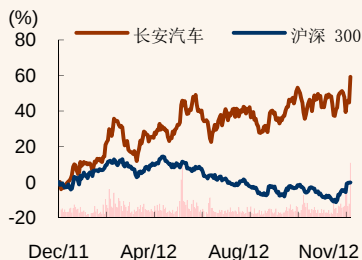
CAPSA 前途未卜，短期长安福特表现上佳

基础数据

上证综指	2162
总股本 (万股)	466289
已上市流通股 (万股)	338752
总市值 (亿元)	277
流通市值 (亿元)	201
每股净资产 (MRQ)	3.2
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	63.1%
主要股东	中国长安汽车集团
主要股东持股比例	44.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	13	74
相对表现	2	21	75



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

1、《长安汽车(000625)-新车型推出带动销量增长》2012/10/29

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

研究助理

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn

事件:

公司发布收购长安标志雪铁龙 50% 股权的公告, 长安汽车拟以 20.07 亿竞购长安集团在重庆联合产权交易所挂牌转让 CAPSA 50% 的股权。

评论:

1、CAPSA 尚处于大规模投资建设期

CAPSA 注册资本 40 亿元, 实收资本 27.66 亿, 净资产账面值 25.27 亿, 总投资 85 亿元, 位于深圳市宝安区。

一期建设年产 20 万辆整车 (其中: 乘用车 10 万辆、商用车 10 万辆) 和 20 万台发动机。研发中心投资 5 亿元; 二期预计建成 50 万辆。合资企业将拥有两条生产线: 一条通过对现存生产线改造形成的生产线和一条将新建的生产线。每条生产线将用于生产一个系列产品。另外, 合资企业还将同步建设一个研发中心, 并开发新能源汽车。

目前 CAPSA 尚处于大规模投资建设期, 预计 2013 年 7 月投产, 由于投资规模较大, 预计在投建的前两年将持续亏损, 对长安汽车的总体业绩形成一定压力。

2、欧洲畅销车型, 国内首款车预期一般

DS 系列是 PSA 的高端车系列, DS3 于 2009 年上市, 陆续跟进 DS4/DS5, 三个车型 2010-2011 年全球总体销量达到 20 万辆, 在法国境内的销售贡献基本占到总销量的一半, 而最低端的 DS3 销量在三种车型中的占比超过一半。

国内的 DS 系列对标德系车, 由于日系车的下滑给这一等级的车市空出了较好的机会, 1.6THP 的发动机填补了 TSI 的 1.6L 空白, 还是值得期待的, 但是从进口车的使用体验来看, 由于 DS5 的重量大于 DS4, 因此动力感稍逊于 DS4。其 4520/1850/1508 的尺寸略小, 而 PF2 平台使得 DS5 的内部空间也稍显紧凑, 外观来看由于是两厢车, 不太符合我国消费的车型偏好, 目前综合反映是定价略高, 性价比不高。相比这款跨界车, 2014 年推出的 DS4 三厢, DS 系列 SUV 更符合中国消费者口味, 预计表现可能会强于 DS5。

相比长安福特已经走出低谷, 逐渐适应中国市场, 进入爆发期, CAPSA 在中国的发展吉凶未卜, 其首款车若不能打出开门红, 也许会重蹈长安福特的路径, 经历一番曲折。

3、渠道建设略显激进

至 2012 年底, 预计有 24 家 DS 店面投入使用, 2013 年底预计达到 80 家, 2015 年底达到 200 家。目前的店面均销售 DS 系列进口车, 预计 DS5 国产化后将与进口车并网。由于 2013-2014 年三款车陆续投放, 4S 店整体还处于车型较少的时期, 保守按照单家店面年销量 500 计算, 80 家店面合计实现销售 4 万台。

4、补偿条款较为合理，预计收购议案将通过

从 CAPSA 的亏损情况来看，亏损额最大的时期在 2013 年，2013 年 9 月过户，对净利润影响预计为：-1.25 亿~-1.44 亿。且补偿条款为预计亏损的下限，2013 年对利润的负影响超过 1.25 亿，2014 年负影响超过 1.75 亿即承诺进行现金补偿。从条款来看比预期的合理，预计收购议案通过的可能性较大。

投资建议：

短期存压力，PSA 的影响在 2013 年下半年，短期对于明年预期的调整需要一定接受时间。长安福特的业绩和数据将对长安业绩和表现起到决定性作用，根据乘联会数据，12 月份前两周的日均销量同比增速达到了 40%，明星车型新福克斯销量预计全月超过 1.6 万。虽然 2012 年业绩预期较低，但是长安福特销量上的亮眼表现能对公司带来一定提振。预计 2012-2014 年 EPS 分别为：0.23 元，0.41 元，0.59 元，对应 12 年、13 年、14 年 PE 分别为 26 倍，14 倍，10 倍，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

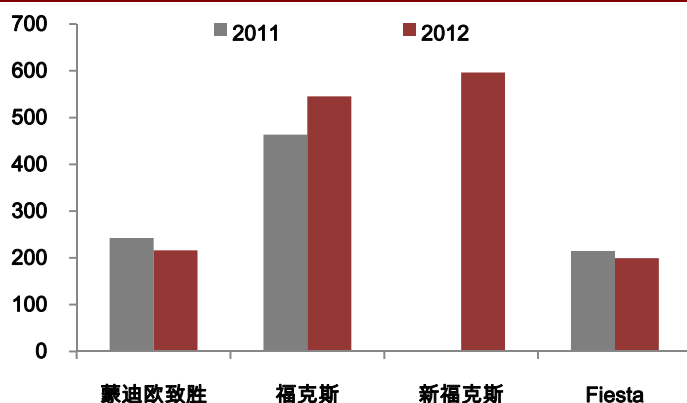
风险提示：翼虎若不能在 2013 年 1 月初上市，则失去一个较好的上市时点，时间点不恰当加上定价略高，表现可能会小幅低于市场预期；CAPSA 新车型上市表现不达预期。

表 1、盈利预测

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	33072	26552	27348	29263	31604
同比增长	31%	-20%	3%	7%	8%
营业利润(百万元)	1978	753	671	1478	2188
同比增长	81%	-62%	-11%	120%	48%
净利润(百万元)	2027	968	1052	1932	2749
同比增长	88%	-52%	9%	84%	42%
每股收益(元)	0.43	0.21	0.23	0.41	0.59
P/E(倍)	13.7	28.6	26.3	14.3	10.1
P/B(倍)	2.6	1.9	1.8	1.6	1.4

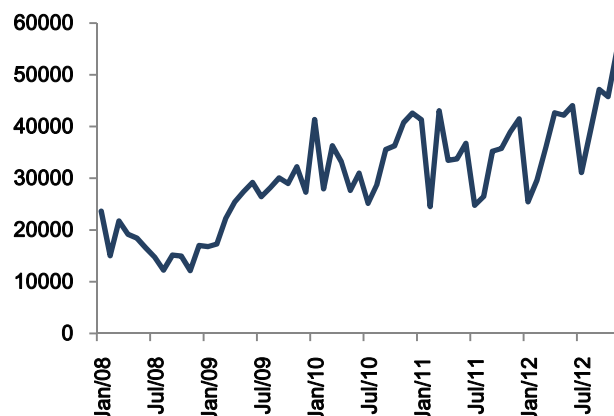
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：12 月前两周日均销量对比



资料来源：乘联会、招商证券

图 2：长安福特月度销量数据



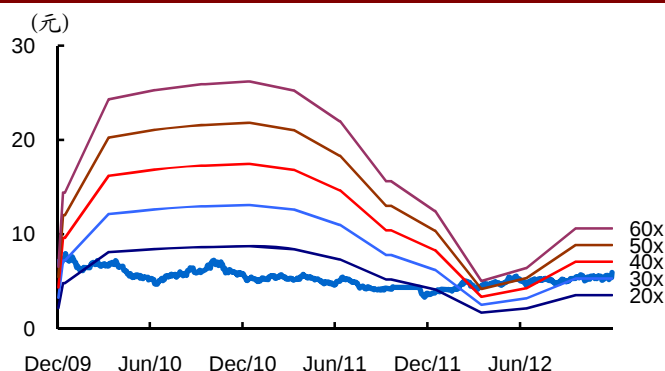
资料来源：CAAM、招商证券

表 2、分季度业绩回顾

(百万元)	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入	8165	6372	5069	6945	7544	6500	6177
营业毛利	1096	940	548	1341	1012	1209	1137
营业费用	399	618	480	646	590	706	566
管理费用	334	515	379	1105	476	475	667
财务费用	-35	-50	-50	-50	-25	16	19
投资收益	529	512	180	481	306	427	283
营业利润	731	283	-189	-72	104	282	9
归属母公司净利润	722	318	-142	70	146	424	185
EPS (元)	0.15	0.07	-0.03	0.02	0.03	0.09	0.04
主要比率							
毛利率	13.4%	14.8%	10.8%	19.3%	13.4%	18.6%	18.4%
营业费用率	4.9%	9.7%	9.5%	9.3%	7.8%	10.9%	9.2%
管理费用率	4.1%	8.1%	7.5%	15.9%	6.3%	7.3%	10.8%
营业利润率	8.9%	4.4%	-3.7%	-1.0%	1.4%	4.3%	0.1%
有效税率	8.3%	6.0%	20.7%	-129.8%	-17.2%	-6.0%	-41.8%
净利率	8.8%	5.0%	-2.9%	0.6%	1.7%	6.5%	2.8%
YoY							
收入	-11%	-15%	-19%	-32%	-8%	2%	22%
归属母公司净利润	-8%	-45%		-77%	-80%	33%	

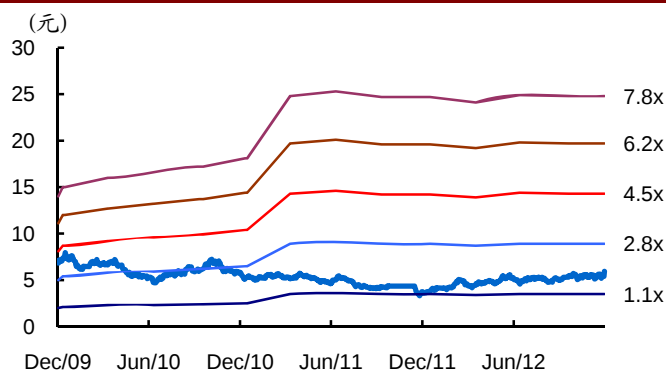
资料来源：公司公告、招商证券

图 3：长安汽车历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 4：长安汽车历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	16577	15660	9567	12167	15697
现金	4392	4871	1622	3690	6567
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	8822	5692	3282	3512	3792
应收款项	404	506	722	773	834
其它应收款	118	117	219	234	253
存货	2536	4144	3269	3476	3732
其他	305	329	454	483	518
非流动资产	13880	20873	17825	17764	17719
长期股权投资	5670	7407	4900	5000	5100
固定资产	4268	7542	7508	7511	7515
无形资产	922	1822	1640	1476	1328
其他	3020	4101	3777	3777	3777
资产总计	30456	36551	27411	29951	33435
流动负债	18519	20353	11482	12145	12961
短期借款	30	977	500	500	500
应付账款	7667	5947	4540	4828	5183
预收账款	2601	3106	1589	1690	1814
其他	8222	10323	4853	5127	5464
长期负债	1353	1531	240	240	240
长期借款	76	0	0	0	0
其他	1277	1531	240	240	240
负债合计	19873	21883	11722	12385	13201
股本	2326	4834	4834	4834	4834
资本公积金	1538	3406	3406	3406	3406
留存收益	6762	6518	7570	9502	12251
少数股东权益	(42)	(91)	(121)	(178)	(258)
母公司所有者权益	10626	14758	15810	17743	20492
负债及权益合计	30456	36551	27411	29951	33435

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2695	207	(4761)	1310	1410
净利润	2027	968	1052	1932	2749
折旧摊销	0	0	1178	1160	1144
财务费用	0	0	(2)	3	(21)
投资收益	0	0	(1407)	(1862)	(2546)
营运资金变动	0	0	(5641)	116	144
其它	668	(761)	60	(41)	(61)
投资活动现金流	(1179)	(3761)	1832	(1100)	(1100)
资本支出	0	0	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	(1179)	(3761)	2832	(100)	(100)
筹资活动现金流	(888)	3579	(321)	1859	2567
借款变动	0	0	(477)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(888)	3579	156	1859	2567
现金净增加额	628	25	(3249)	2068	2877

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	33072	26552	27348	29263	31604
营业成本	27303	22626	22699	24142	25915
营业税金及附加	676	538	547	585	632
营业费用	3230	2142	2489	2575	2844
管理费用	1573	2333	2352	2341	2592
财务费用	(54)	(184)	(2)	3	(21)
资产减值损失	1	48	0	0	0
公允价值变动收益	5	2	2	2	3
投资收益	1631	1702	1405	1860	2543
营业利润	1978	753	671	1478	2188
营业外收入	63	241	251	212	220
营业外支出	50	45	10	15	25
利润总额	1991	949	912	1675	2383
所得税	(15)	23	(109)	(201)	(286)
净利润	2006	926	1022	1876	2669
少数股东损益	(21)	(42)	(31)	(56)	(80)
母公司所有者净利润	2027	968	1052	1932	2749
EPS (元)	0.43	0.21	0.23	0.41	0.59

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	31%	-20%	3%	7%	8%
营业利润	81%	-62%	-11%	120%	48%
净利润	88%	-52%	9%	84%	42%
获利能力					
毛利率	17.4%	14.8%	17.0%	17.5%	18.0%
净利率	6.1%	3.6%	3.8%	6.6%	8.7%
ROE	19.1%	6.6%	6.7%	10.9%	13.4%
ROIC	18.0%	3.5%	4.6%	9.2%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	65.3%	59.9%	42.8%	41.4%	39.5%
净负债比率	0.5%	2.7%	1.8%	1.7%	1.5%
流动比率	0.9	0.8	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.8	0.6	0.5	0.7	0.9
营运能力					
资产周转率	1.1	0.7	1.0	1.0	0.9
存货周转率	10.8	6.8	6.1	7.2	7.2
应收帐款周转率	121.6	58.4	44.6	39.2	39.3
应付帐款周转率	3.9	3.3	4.3	5.2	5.2
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.21	0.23	0.41	0.59
每股经营现金	0.58	0.04	-1.02	0.28	0.30
每股净资产	2.28	3.17	3.39	3.81	4.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	13.7	28.6	26.3	14.3	10.1
PB	2.6	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	8.2	15.6	10.4	7.3	5.8

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将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6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年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。

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。

唐楠，上海财经大学硕士，3年汽车供应链产业从业经验，2年汽车行业研究经验，专注于从事汽车及配件领域研究，挖掘汽车配件强势企业。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。