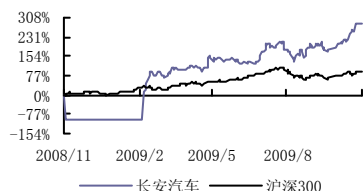


消费品及服务 - 汽车及配件

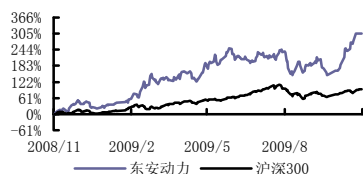
2009 年 11 月 11 日

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
长安汽车	37.99%	23.42%	282.02%
沪深 300	10.50%	-1.67%	108.35%

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
东安动力	62.53%	27.41%	322.19%
沪深 300	10.50%	-1.67%	108.35%

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

lvlh@csc.com.cn

ranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人，吕丽华、冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

微车巨头重铸，关注产业整合机会

—长安集团重组中航汽车点评

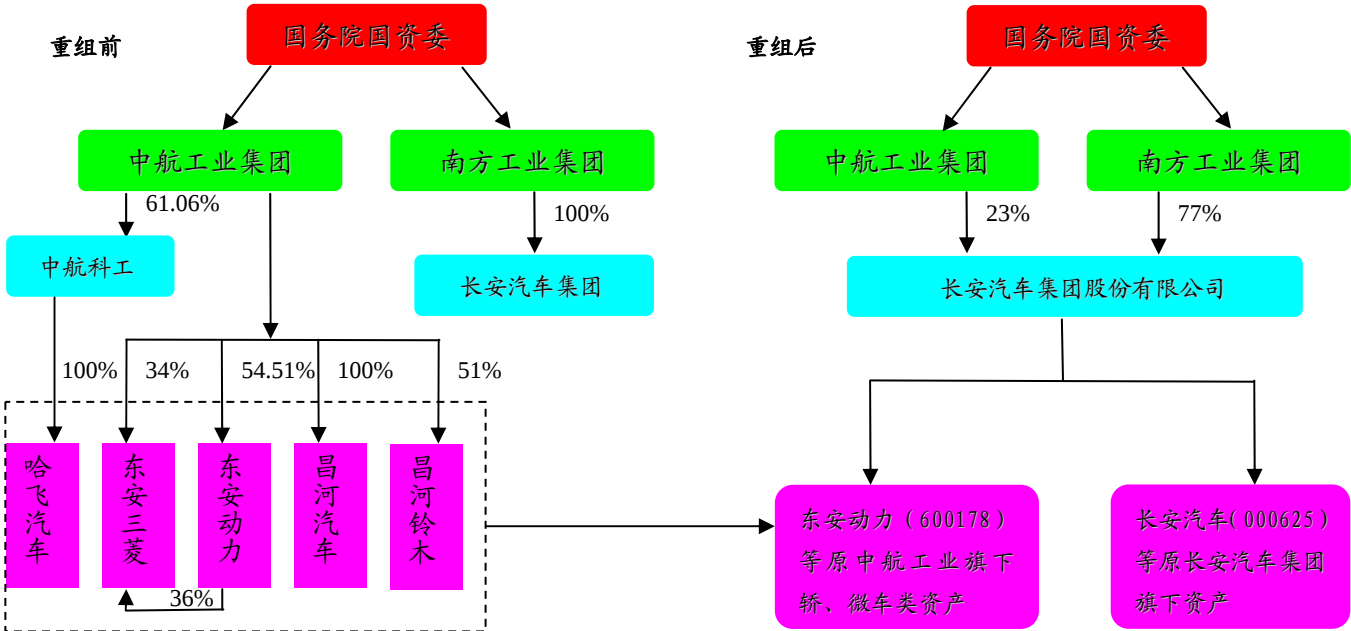
评级：长安汽车（增持）、东安动力（增持）

- **央企汽车整合“第一单”。**2009 年 11 月 10 日，长安汽车实际控制人中国南方工业集团公司与中国航空工业集团公司举行了重组中国长安汽车集团股份有限公司的签字仪式。
- **“新长安”跃升前三甲。**此次重组是继广汽集团重组长丰汽车后，年内第二起国内汽车行业重大整合事件。重组后新的长安汽车集团股份有限公司市场份额已跃升全国汽车集团前三甲之列。
- **微车巨头重铸，机遇挑战并存。**两家集团在微车行业均具有较深的根基，整合后具有较强的技术、人力、设备等综合优势，有望重铸我国微车巨头。在汽车产业政策大力支持下，预计未来几年微车及小排量汽车行业仍将持续高景气，新长安的微、轿车业务也面临快速增长的良好机遇，同时可实现采购、营销等一系列资源共享。不过基于巨大的技术平台，企业文化、制度等差异，重组的效果依然有待持续观察。
- **关注行业整合的相关投资机会。**在政策引导和外延式增长驱动下，我们认为未来 1~2 年国内汽车企业间的整合大戏还会不断上演。预计北汽、重汽参与下一步的对外整合可能性较大，一汽则同时存在对外兼并和内部整体上市预期；上市公司中，建议重点关注中通客车、金杯汽车、一汽轿车的投资机会。
- **给予长安汽车、东安动力“增持”评级。**此次整合对长安汽车短期业绩影响不大；中长期看，公司微车、自主品牌轿车的发动机、变速箱等关键零部件配套能力均可从东安动力方面得到较大支持，有利于增强整车产品在细分行业的竞争力，维持“增持”评级。东安动力本部有望直接受益于整合，合资公司未来几年则受益于国内中小排量乘用车市场的快速增长，给予“增持”评级。

事件描述：央企汽车整合“第一单”

据长安汽车（000625）公告：2009 年 11 月 10 日，公司实际控制人中国南方工业集团公司（以下简称“南方工业”）及中国航空工业集团公司（以下简称“中航工业”）在人民大会堂举行了重组中国长安汽车集团股份有限公司的签字仪式。根据拟重组方案，中航工业将其持有的昌河汽车、昌河铃木、哈飞汽车、东安动力、东安三菱的股权，划拨至南方工业旗下的中国长安汽车集团；南方工业将旗下中国长安汽车集团 23%的股权划拨中航工业。两集团重组成立新的中国长安汽车集团股份有限公司，其中南方工业持股 77%、中航工业持股 23%。该事项还需取得国务院国资委、发改委、商务部、证监会等国家相关管理部门批准。

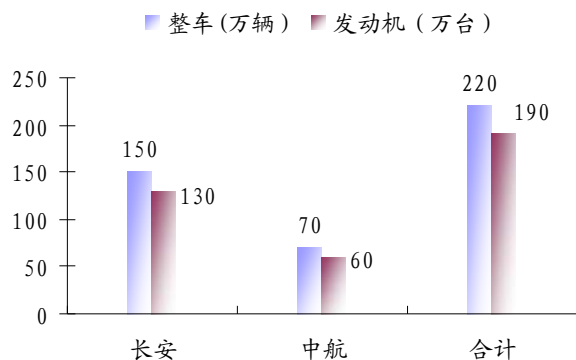
Figure 1 长安汽车、中航汽车拟重组示意图



数据来源：公司公开信息、世纪证券研究所

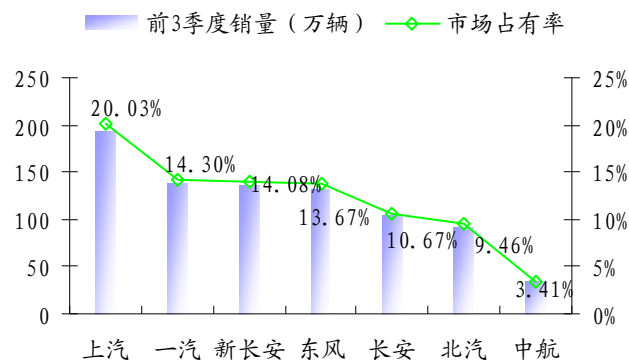
此次重组是继广汽集团重组长丰汽车后，年内第二起国内汽车行业重大整合事件，更是央企之间汽车业务整合的“第一单”。重组后新的长安汽车集团股份有限公司将拥有 9 大整车生产基地、21 个整车工厂和 27 家直属企业，成为我国生产基地最广的汽车集团；共具备 220 万台整车、190 万台发动机的产能规模；2009 年前 3 季度整车合计销量达到 136.08 万辆，市场份额达到 14.08%，跃升全国汽车集团前三甲之列。

Figure 2 新长安集团股份有限公司整车及发动机产能规模



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 3 2009 年前 3 季度国内汽车集团整车销量及份额



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

事件点评：微车巨头重铸，机遇挑战并存

中航、长安汽车集团均以微车制造起家，曾先后是国内微车行业的领军者，但近年来随着上汽通用五菱的快速崛起，两家集团在微车市场的地位均有所下降，尤其是中航旗下的整车业务更出现年年亏损的窘境，此次合并有望重铸我国微车巨头。以 2009 年前 3 季度销量统计，新长安的微卡市场份额达到 35.2%，继续扩大行业第一的优势，微客（交叉型乘用车）份额达到 39.47%，与排头兵上汽通用五菱的差距收窄至 8.94 个百分点。轿车方面合计份额达到 9.38%，除长安福特外，其他公司均以中小排量轿车为主。

Figure 4 2008 年、2009 年前 3 季度长安集团、中航汽车主要汽车销量（按车型）及市场份额

车型	制造商（统计口径）	2008	份额	2009 前 3Q	份额
轿车	长安（本部、长安福特、长安铃木）	365096	7.23%	401677	7.71%
	中航（哈飞、昌河）	106535	2.11%	87021	1.67%
	合计	471631	9.34%	488698	9.38%
微客	长安（本部、南京长安）	268720	25.27%	413912	29.08%
	中航（哈飞、昌河）	148805	13.99%	147874	10.39%
	合计	417525	39.26%	561786	39.47%
微卡	长安（本部、河北长安）	89678	24.82%	96088	24.92%
	中航（哈飞、昌河）	40803	11.29%	39635	10.28%
	合计	130481	36.12%	135723	35.20%

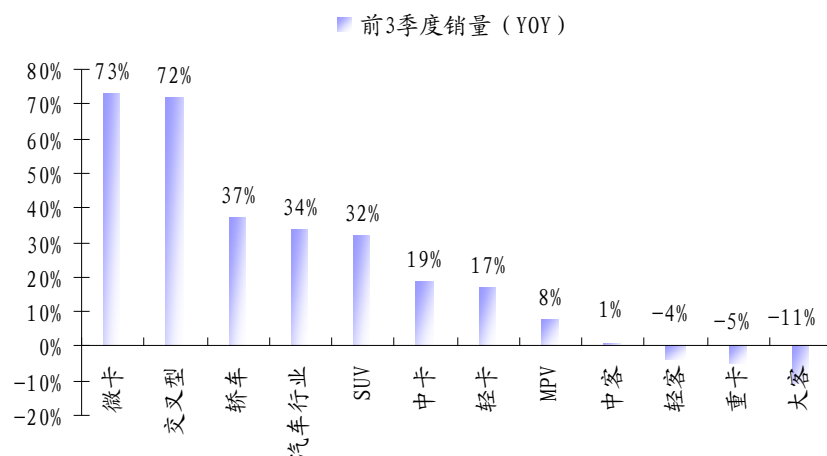
资料来源：中汽协、世纪证券研究所

我们认为，重组后的“新长安”机遇与挑战并存，机遇主要表现为：

（1）微车市场快速增长。两家集团在微车行业均具有较深的根基，整

合后具有较强的技术、人力、设备等综合优势，在汽车产业政策大力支持下，2009 年微卡、微客成为增长最快的子行业，前 3 季度销量同比增速均超过 70%，1.6L 及以下排量轿车同比增长也达到了 54%，大幅高于汽车行业增速水平。预计未来几年微车及小排量汽车行业仍将持续高景气，新长安的微、轿车业务也面临快速增长的良好机遇。

Figure 5 2009 年前 3 季度汽车行业及各细分子行业销量同比增速



资料来源：中汽协、世纪证券研究所

(2) 整合协同效应。对于长安公司而言，一方面可实现采购、营销等一系列资源共享，同时微车、自主品牌轿车的发动机、变速箱等关键零部件配套能力也有望从东安动力方面得到较大支持。此外在整合后，长安和昌河的共同合资方铃木汽车在产品导入的利益平衡问题也将得到良好解决。

不过从以往的国内外汽车产业整合案例来看，基于巨大的技术平台，企业文化、制度等差异，汽车企业间的整合也绝非易事，尤其是两家公司产品类型的重叠性较大，如何实现品牌、市场的协调，更是“新长安”直面的一大挑战，因此重组的效果依然有待持续观察。

关注行业整合的相关投资机会

2009 年 3 月出台的《汽车产业调整和振兴规划》确定了以“产销规模”为核心的汽车产业重组目标。我们认为，规模经济是汽车产业的本质特征，整合不仅仅是政策的支持引导，更是企业自身发展壮大的需要。近年来，国内排名靠前的大型车企集团通过兼并收购实现外延式扩

张的动机愈发强烈,而市场份额和业绩持续下滑的车企迫于经营压力也在积极寻求“联姻”的机会,预计未来 1~2 年国内汽车企业间的整合大戏还会不断上演。

Figure 6 《汽车产业调整和振兴规划》2009 年~2011 年重组目标及任务

重组目标	(1) 形成 2-3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团
	(2) 形成 4-5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团
	(3) 产销规模占市场份额 90%以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内
重组任务	(1) 鼓励 4 大(一汽、东风、上汽、长安)等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组
	(2) 支持 4 小(北汽、广汽、奇瑞、重汽)等汽车企业实施区域性兼并重组
	(3) 支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模,提高国内外汽车配套市场份额

数据来源:《汽车产业调整和振兴规划》、世纪证券研究所

参与主体中,“4 大 4 小”仍将是行业整合者的主角。在广汽、长安年内先后实现兼并后,结合公司、地域特点以及已披露的信息,预计“4 小”中的北汽、重汽参与下一步的对外整合可能性较大,“4 大”中的一汽则同时存在对外兼并和内部整体上市的预期;在被整合方中,北汽集团、华晨集团、中通客车参与的概率较大。

从投资的角度,我们认为整合方和被整合方都存在关注价值。一般来说,被整合方的基本面往往具有更大的改善预期,尤其是重组临近前,股价往往具有持续性的好表现。上市公司中,建议重点关注中通客车、金杯汽车、一汽轿车的投资机会。

Figure 7 具备较高整合预期的汽车企业及相关上市公司

相关政策(重大事项)	可行性分析	相关上市公司
《汽车产业调整振兴规划》、《山东省汽车产业调整振兴规划》提出支持中国重汽实施区域性兼并重组	中国重汽和中通客车同处山东省,分属商用车的中重卡、大中客车行业,产品互补性强	中通客车(000957) 中国重汽(000951)
华晨中国日前将华晨金杯汽车有限公司的自主汽车品牌—中华牌轿车业务,出售给华晨汽车集团,中华、金杯业务实现分家	华晨集团具有较大的产能规模,近年经营情况不佳,整合预期较强	金杯汽车(600609)
《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》提出积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市	上汽、东风均已实现整体上市。一汽集团改制已基本完成,具备了整体上市的条件	一汽轿车(000800) 一汽夏利(000927)

数据来源:公开信息、世纪证券研究所

重点公司投资评级**长安汽车（000625）：增持**

2009 年公司充分受益于“购置税下调”、“汽车下乡”等汽车产业振兴政策，旗下业务全面开花。前 3 季度，公司实现各类整车销量 100.39 万辆，营业收入 174 亿元，归属于母公司的净利润 8.41 亿元，分别同比增长 51.19%、63.56%、144.93%；每股收益 0.36 元，成功实现业绩反转。

展望来年，预计公司微车产能利用率仍可维持在高位水平，自主品牌业务在悦翔带动下有望首度实现盈利；投资收益方面，长安福特的品牌和性价比优势依然明显，竞争力强劲，长安铃木在整合后也有望实现较快提升，预计投资收益贡献将继续增长。

对于此次整合，考虑到整合本身所需要的时间因素，我们认为短期内对公司业绩影响不大；中长期来看，公司微车、自主品牌轿车的发动机、变速箱等关键零部件配套能力均可从东安动力方面得到较大支持，有利于增强整车产品在细分行业的竞争力。我们预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.61 元、0.76 元、0.85 元，给予 6 个月内 16.7~19 元的目标价格区间，对应 2010 年 22~25 倍市盈率，维持“增持”评级。

东安动力（600178）：增持

公司是我国最大的微车发动机研发、制造商。其中，本部生产 465（1.0L，配套微客）和 468（1.1L，配套微轿）两类发动机总成，以内部配套（哈飞、昌河）为主，2004~2008 年销量呈持续下滑趋势；公司持股 36%的东安三菱（DAE）产品涵盖了 1.3L~2.0L 中小排量的乘用车发动机总成，下游客户广泛，是公司的主要利润来源。

2009 年同样受益于“购置税下调”、“汽车下乡”等振兴政策，公司本部和 DAE 前 3 季度分别实现发动机销量 25.61、34.73 万台，同比增长 43.7%、27%；实现营业收入 16.27 亿元，归属于母公司净利润 1.09 亿元，分别同比增长 21.98%、69.69%。我们认为在国内微车行业高景气度支撑下，整合后的东安本部发动机产品可配套于长安微车，销量存在大幅提升可能，从而对本部业绩改善有一定作用；合资公司东安三菱作为相对独立的发动机制造商，受整合的影响有限，未来几年更多受益于国内中小排量乘用车市场的快速增长，另外东安三菱于 2008 年投资建设的

自动变速箱项目一期工程（15 万台）预计在今年底试生产，2010 年开始有望成为新的利润增长点。

我们预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.62 元、0.71 元、0.87 元，给予 6 个月内 15.6~17.8 元的目标价格区间，对应 2010 年 22~25 倍市盈率，评级为“增持”。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.