

公司研究/年报点评

2017年04月18日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 15.92
合理价格区间(元): 18~19

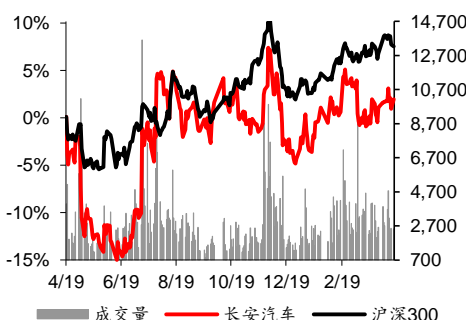
谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

祝嘉麟 021-28972068
联系人 zhujialin@htsc.com

相关研究

- 1《长安汽车(000625,买入): 产品有亮点, 蓝筹优势仍在》2017.02
- 2《长安汽车(000625):业绩稳步增长, 大蓝筹价值仍在》2016.10
- 3《长安汽车(000625):中报业绩符合预期, 下半年蓄势待发》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

自主品牌中流砥柱, 蓝筹优势凸显

长安汽车(000625)

年销量首次突破 300 万台, 16 年业绩小幅增长

4月18日长安汽车发布年报, 2016年公司实现营收785.42亿, 同比增长17.6%; 实现归母净利102.9亿, 同比增长3.34%, 业绩实现小幅增长, 基本符合预期。同时, 公司披露利润分配方案, 拟每10股派发现金股利6.42元, 维持2015年以来近30%的分红比例。2016年, 公司汽车销量首次突破300万台; 中国品牌乘用车销量连续两年超过100万台, 保持在自主品牌中的行业领导地位; 合资品牌长安福特、长安马自达销量也稳步增长。自主发力、合资稳增, 共同促进公司业绩增长。

自主品牌新品推出, 17 年销量、业绩有望继续提升

2016年公司自主品牌表现突出, 其中乘用车连续两年销量突破100万台, 也反映出长安自主品牌已获得市场认可。2016年公司完成19款车型研发与上市, 其中CS15、CX70两款车型均销量突破万辆。2017年公司也已推出多款热门车型, 产品力不断提升。升级车型CX70T上市后带动CX70系列3月份销量突破1.5万台; 旗舰7座SUV CS95已于3月底上市, 考虑到其造型与配置足以比肩合资品牌车型, 另考虑7座SUV较强的市场需求, 车型销量预期向好。长安自主品牌的提升, 预计也将持续增厚17年本部的销量表现及业绩。

合资品牌业绩整体保持稳定, 奠定公司盈利基础

公司合资品牌盈利能力稳定。2016年长安福特销量达94.4万台, 同比增长8.7%, 长安马自达销量达19.0万台, 同比增长23.8%; 长安铃木及长安标致雪铁龙销量基数较小, 二者虽出现销量或业绩下滑, 但对公司整体影响相对有限, 长安铃木对母公司股权收益贡献也首次由负转正。热销产品方面, 中大型SUV长安福特锐界销量表现突出, 全年共销售12.4万台, 同比增长86.8%, 对长安福特销售增量贡献明显。公司合资品牌2016年销量表现总体平稳, 奠定公司盈利基础; 17年合资品牌整体业绩贡献预计稳中有升。

蓝筹股优势+估值合理, 维持“买入”评级

受益于自主品牌整体发力及合营企业的稳定表现, 公司2016年业绩稳步增长。公司作为汽车板块优质整车企业, 估值低于国际主流整车厂商, 安全边际高, 结合分红比例仍具备蓝筹优势。我们看好公司2017年自主品牌表现继续提升, 合资企业业绩保持稳定。预计公司2017-2019年归母净利分别为112.5亿、121.0亿、129.4亿元, 对应EPS分别为2.34元、2.52元、2.69元, 维持“买入”评级。

风险提示: 购置税优惠退坡, 公司汽车销量低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,803
流通A股 (百万股)	3,761
52周内股价区间 (元)	13.47-16.77
总市值 (百万元)	76,458
总资产 (百万元)	106,510
每股净资产 (元)	9.07

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	66,772	78,542	86,917	94,992	103,535
+/-%	26.19	17.63	10.66	9.29	8.99
净利润 (百万元)	9,953	10,285	11,245	12,097	12,943
+/-%	31.63	3.34	9.33	7.58	6.99
EPS (元, 最新摊薄)	2.07	2.14	2.34	2.52	2.69
PE (倍)	7.68	7.43	6.80	6.32	5.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

年销量首次突破 300 万台，16 年业绩小幅增长

4 月 18 日长安汽车发布年报，2016 年公司实现营收 785.42 亿，同比增长 17.6%；实现归母净利 102.9 亿，同比增长 3.34%，业绩实现小幅增长，基本符合预期。同时，公司披露利润分派方案，拟每 10 股派发现金股利 6.42 元，维持 2015 年以来近 30% 的分红比例。2016 年，公司汽车销量首次突破 300 万台；中国品牌乘用车销量连续两年超过 100 万台，保持在自主品牌中的行业领导地位；合资品牌长安福特、长安马自达销量也稳步增长。自主发力、合资稳增，共同促进公司业绩增长。

图表1：公司 2016 年单季度财务数据分析

项目	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入（亿元）	193.38	164.64	178.05	249.35
营业收入 YoY (%)	6.27	10.83	18.27	33.60
归母净利（亿元）	26.73	28.18	22.48	25.46
归母净利 YoY (%)	7.16	8.77	35.81	-20.73
扣非后归母净利（亿元）	25.29	25.22	22.24	21.73
扣非后归母净利 YoY (%)	7.63	-0.71	43.83	-30.43
ROE (%)	7.49	7.63	5.93	6.16
扣非后 ROE (%)	7.08	6.83	5.87	5.26
销售净利率 (%)	13.76	17.11	12.62	10.24
经营活动现金净流量（亿元）	16.15	30.05	18.72	-42.06
投资活动现金净流量（亿元）	-10.46	27.28	-1.39	38.95
筹资活动现金净流量（亿元）	1.23	-30.58	15.04	-10.18

资料来源：Wind，华泰证券研究所

自主品牌新品推出，17 年销量、业绩有望继续提升

2016 年公司自主品牌表现突出，其中乘用车连续两年销量突破 100 万台，也反映出长安自主品牌以获得市场认可。2016 年公司完成 19 款车型研发与上市，其中 CS15、CX70 两款车型均与销量突破万辆。2017 年公司也已推出多款热门车型，产品力不断提升。升级车型 CX70T 上市后带动 CX70 系列 3 月份销量突破 1.5 万台；旗舰 7 座 SUV CS95 已于 3 月底上市，考虑到其造型与配置足以比肩合资品牌车型，另考虑 7 座 SUV 较强的市场需求，车型销量预期向好。长安自主品牌的提升，预计也将持续增厚 17 年本部的销量表现及业绩。

合资品牌业绩整体保持稳定，奠定公司盈利基础

公司合资品牌盈利能力稳定。2016 年长安福特销量达 94.4 万台，同比增长 8.7%，长安马自达销量达 19.0 万台，同比增长 23.8%；长安铃木及长安标致雪铁龙销量基数较小，二者虽出现销量或业绩下滑，但对公司整体影响相对有限，长安铃木对母公司股权收益贡献也首次由负转正。热销产品方面，中大型 SUV 长安福特锐界销量表现突出，全年共销售 12.4 万台，同比增长 86.8%，对长安福特销售增量贡献明显。公司合资品牌 2016 年销量表现总体平稳，奠定公司盈利基础；17 年合资品牌整体业绩贡献预计稳中有升。

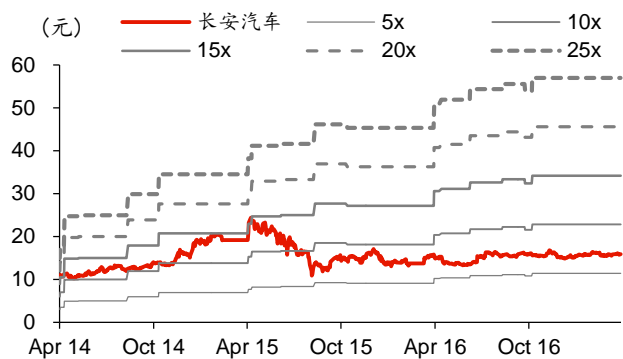
蓝筹股优势+估值合理，维持“买入”评级

受益于自主品牌整体发力及合营企业的稳定表现，公司 2016 年业绩稳步增长。公司作为汽车板块蓝筹企业，估值低于国际主流整车厂商，安全边际高，分红比例较高且仍有提升预期。我们看好公司 2017 年自主品牌表现，合资企业业绩保持稳定。预计公司 2017-2019 归母净利分别为 112.5 亿、121.0 亿、129.4 亿元，对应 EPS 分别为 2.34 元、2.52 元、2.69 元，维持“买入”评级。

风险提示：购置税优惠退坡，公司汽车销量低于预期。

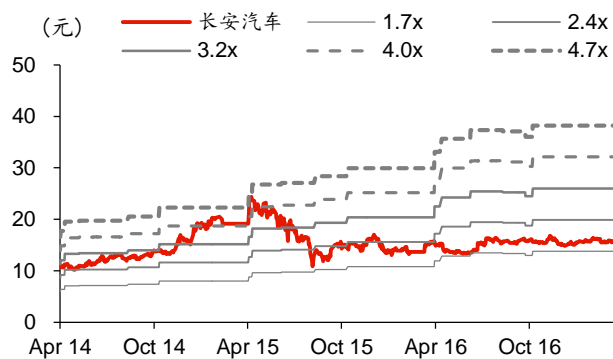
长安汽车 PE/PB - Bands

图表2: 长安汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 长安汽车历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	51,624	65,998	75,655	91,149	106,099
现金	18,035	24,783	30,118	40,974	51,522
应收账款	875.48	1,499	1,427	1,598	1,763
其他应收账款	1,001	1,403	1,280	1,503	1,636
预付账款	852.07	1,061	1,188	1,274	1,389
存货	8,129	7,304	11,009	10,855	11,804
其他流动资产	22,731	29,948	30,633	34,946	37,986
非流动资产	37,790	40,513	44,916	44,782	44,296
长期投资	14,907	14,743	15,659	15,700	15,800
固定投资	13,910	15,480	20,963	21,722	21,620
无形资产	2,843	3,445	3,444	3,409	3,410
其他非流动资产	6,130	6,844	4,851	3,950	3,465
资产总计	89,414	106,510	120,571	135,930	150,394
流动负债	50,279	59,994	66,177	72,849	78,082
短期借款	50.00	175.00	100.00	50.00	30.00
应付账款	14,974	19,881	21,096	22,996	25,082
其他流动负债	35,255	39,939	44,981	49,803	52,970
非流动负债	4,962	3,163	2,907	2,739	2,573
长期借款	0.00	19.98	(124.16)	(317.68)	(501.29)
其他非流动负债	4,962	3,143	3,031	3,056	3,074
负债合计	55,240	63,157	69,084	75,588	80,654
少数股东权益	(211.57)	(220.65)	(247.50)	(271.47)	(296.42)
股本	4,663	4,803	4,803	4,803	4,803
资本公积	3,227	5,085	5,085	5,085	5,085
留存公积	26,231	33,528	41,847	50,726	60,148
归属母公司股	34,385	43,574	51,735	60,614	70,036
负债和股东权益	89,414	106,510	120,571	135,930	150,394

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	5,415	2,287	5,989	5,953	5,617
净利润	9,923	10,277	11,218	12,073	12,918
折旧摊销	2,038	2,287	2,411	2,939	3,224
财务费用	(150.81)	(305.39)	(249.56)	(317.79)	(335.55)
投资损失	(9,497)	(9,619)	(10,019)	(10,529)	(11,152)
营运资金变动	2,552	(1,068)	2,425	1,870	889.80
其他经营现金	550.39	716.16	204.41	(82.83)	72.45
投资活动现金	4,268	5,437	3,063	7,827	8,393
资本支出	3,018	4,645	5,621	2,200	2,200
长期投资	(1,186)	0.00	967.43	31.53	96.10
其他投资现金	6,100	10,082	9,651	10,058	10,689
筹资活动现金	(1,319)	(2,450)	(3,717)	(2,923)	(3,462)
短期借款	(40.00)	125.00	(75.00)	(50.00)	(20.00)
长期借款	0.00	19.98	(144.14)	(193.52)	(183.61)
普通股增加	0.00	139.76	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1,858	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,279)	(4,592)	(3,498)	(2,680)	(3,258)
现金净增加额	8,363	5,268	5,335	10,856	10,548

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	66,772	78,542	86,917	94,992	103,535
营业成本	53,407	64,488	70,834	77,062	83,645
营业税金及附加	2,942	3,630	3,850	4,264	4,650
营业费用	4,955	5,294	5,754	6,317	7,009
管理费用	4,899	5,129	5,597	6,212	6,916
财务费用	(150.81)	(305.39)	(249.56)	(317.79)	(335.55)
资产减值损失	630.32	468.85	501.80	512.24	501.53
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9,497	9,619	10,019	10,529	11,152
营业利润	9,587	9,458	10,649	11,471	12,300
营业外收入	514.92	983.12	730.14	778.60	796.53
营业外支出	90.49	91.47	82.46	86.80	86.13
利润总额	10,012	10,350	11,297	12,163	13,011
所得税	89.33	73.23	78.77	89.18	93.28
净利润	9,923	10,277	11,218	12,073	12,918
少数股东损益	(30.16)	(8.69)	(26.85)	(23.96)	(24.95)
归属母公司净利润	9,953	10,285	11,245	12,097	12,943
EBITDA	11,475	11,439	12,810	14,093	15,189
EPS (元)	2.07	2.14	2.34	2.52	2.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.19	17.63	10.66	9.29	8.99
营业利润	33.59	(1.35)	12.59	7.72	7.23
归属母公司净利润	31.63	3.34	9.33	7.58	6.99
获利能力 (%)					
毛利率	20.02	17.89	18.50	18.88	19.21
净利率	14.91	13.10	12.94	12.74	12.50
ROE	28.94	23.60	21.74	19.96	18.48
ROIC	295.64	154.15	153.76	233.33	369.04
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.78	59.30	57.30	55.61	53.63
净负债比率 (%)	0.09	3.46	1.89	1.70	1.25
流动比率	1.03	1.10	1.14	1.25	1.36
速动比率	0.86	0.97	0.97	1.10	1.20
营运能力					
总资产周转率	0.84	0.80	0.77	0.74	0.72
应收账款周转率	75.61	63.59	57.75	60.71	59.65
应付账款周转率	3.81	3.70	3.46	3.50	3.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.07	2.14	2.34	2.52	2.69
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.48	1.25	1.24	1.17
每股净资产(最新摊薄)	7.16	9.07	10.77	12.62	14.58
估值比率					
PE (倍)	7.68	7.43	6.80	6.32	5.91
PB (倍)	2.22	1.75	1.48	1.26	1.09
EV_EBITDA (倍)	3.35	3.36	3.00	2.73	2.53

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com