

合资稳中求进, 自主空间巨大

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 报告期内实现营业收入 785.4 亿元(+17.6%), 实现归母净利润 102.9 亿元 (+3.3%)。其中第四季度单季度实现营业收入 249.4 亿元 (+33.6%), 实现归母净利润 25.5 亿元 (-20.7%)。
- **合资品牌与自主品牌销量均持续攀升。** 2016 年公司累计销售车辆 306.3 万辆 (+10.3%), 其中长安福特销售 94.4 万辆 (+8.7%), 长安马自达销售 19 万辆 (+23.8%)。自主品牌方面, 公司新推出的 CS15、CX-70、欧尚车型销量持续攀升, 月均销量均突破 1 万辆水平。由于 2016 年底购置税优惠政策退坡影响, 导致购车需求在 12 月集中释放, 公司第四季度收入大幅增长, 利润规模同比下滑主要是投资收益下滑所致。
- **存在降本空间, 费用管控能力得以体现。** 公司 2016 年整车毛利率为 17.6%, 同比降低 2.13 个百分点, 或与车型增加配置有关。费用率方面, 公司三费率仅为 12.9% (同比减少 1.65pct), 主要是销售费用率 (同比降低 0.68pct) 和管理费用率 (同比降低 0.81pct) 均有所降低, 此外由于 2016 年公司银行存款增加使得利息收入增加, 财务费用率降低 0.16pct, 我们预计公司费用率将较为稳定。
- **调整打法, 弱势周期稳销量调结构。** 2017Q1 公司累计销售车辆 83.8 万辆, 与去年同期持平。合资方面, 长安福特由于暂无新车型导入, 车型周期较弱。长安福特一季度累计销售 20 万辆, 同比下滑 6.7%, 相对前两月-28%的下滑幅度明显收窄。锐界、翼虎两款盈利能力较强的车型表现出现分化, 2017Q1 销量同比增速分别为 9%和-51%。随着翼虎增配版本和锐界的 5 座经济版本的上市, 福特车型的动力特性和性价比将得到凸显, 我们预计长安福特 2017 全年业绩仍将维持正增长。
- **自主下沉渠道优势明显, 降本空间巨大。** 公司仍为国内自主品牌乘用车销量龙头企业, 三四线城市的渠道下沉优势明显。2017Q1 公司 CS 系列 SUV 累计销售超过 14.5 万辆 (+18.7%), 2017 年长安自主品牌有四款全新车型 CS95 (7 座中型 SUV, 已上市)、CS55 (紧凑型 SUV)、凌轩 (MPV) 和一款中型轿跑, 我们预计公司自主品牌 17 年销量有望维持 15%以上的增长。2017 年长安自主将继续加大降本力度, 长安自主销量和收入体量与长城汽车相当, 如果参考长城汽车 100 亿利润水平, 长安自主品牌业绩释放的空间仍旧巨大。
- **估值合理, 安全边际高。** 公司 17 年估值在 7 倍左右, 而目前整车企业合理区间在 6-10 倍, 16 年大股东非公开发行成本 14.31 元, 股权激励行权价格 14.12 元, 具有较强安全边际。2016 年公司拟以每 10 股派息 (含税) 6.42 元, 对应股息率超过 4%, 我们预计未来公司将维持 30%以上的分红率, 公司股票收益率明显。
- **盈利预测方面:** 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.35 元、2.54 元和 2.81 元, 对应 PE 分别为 7 倍、6 倍、6 倍。公司股价具有安全边际, 自主品牌成长空间巨大, 给予目标价 18.7 元。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车行业增速放缓、合资品牌车型销售或不及预期、自主品牌车型推广或不及预期等风险。

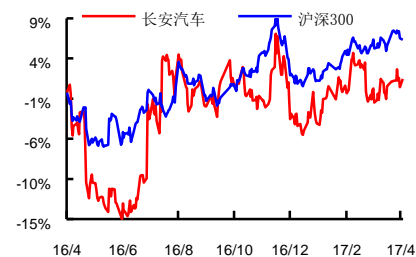
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	78542.44	93405.98	100858.68	110946.95
增长率	17.63%	18.92%	7.98%	10.00%
归属母公司净利润 (百万元)	10285.28	11274.01	12218.31	13488.62
增长率	3.34%	9.61%	8.38%	10.40%
每股收益 EPS (元)	2.14	2.35	2.54	2.81
净资产收益率 ROE	23.70%	21.04%	18.82%	17.41%
PE	7	7	6	6
PB	1.76	1.43	1.18	0.99

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 石川
电话: 023-67898871
邮箱: sc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	48.03
流通 A 股(亿股)	37.61
52 周内股价区间(元)	13.47-16.77
总市值(亿元)	764.58
总资产(亿元)	1,006.18
每股净资产(元)	8.37

相关研究

1. 长安汽车(000625): 三季度销量高增速, 带动业绩增长 (2016-10-28)
2. 长安汽车(000625): 估值处于合理区间, 业绩蓄势待发 (2016-08-31)
3. 长安汽车 (000625): 车企价值龙头, 自主品牌霸主 (2016-08-15)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	78542.44	93405.98	100858.68	110946.95	净利润	10276.59	11264.49	12207.99	13477.22
营业成本	64487.61	76592.07	82501.53	90420.94	折旧与摊销	2286.79	1246.12	1533.71	1789.93
营业税金及附加	3629.62	4296.68	4646.63	5108.79	财务费用	-305.39	-10.36	-13.81	-13.48
销售费用	5293.74	6351.61	6942.45	7579.53	资产减值损失	468.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	5128.86	6099.41	6721.79	7319.49	经营营运资本变动	253.38	5811.02	1393.87	1946.94
财务费用	-305.39	-10.36	-13.81	-13.48	其他	-10693.68	-10401.13	-11458.68	-12281.02
资产减值损失	468.85	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2286.55	7910.13	3663.08	4919.59
投资收益	9619.02	10522.41	11445.80	12267.25	资本支出	-2748.52	-5621.00	-4000.00	-3100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	8185.73	55.56	55.66	55.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	5437.21	-5565.44	-3944.34	-3044.34
营业利润	9458.17	10598.99	11505.88	12798.94	短期借款	125.00	-175.00	0.00	0.00
其他非经营损益	891.65	744.60	792.28	775.61	长期借款	19.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	10349.82	11343.59	12298.16	13574.54	股权融资	1997.57	0.00	0.00	0.00
所得税	73.23	79.10	90.17	97.32	支付股利	0.00	-916.88	-900.96	-906.25
净利润	10276.59	11264.49	12207.99	13477.22	其他	-4592.20	-2139.81	13.81	13.48
少数股东损益	-8.69	-9.52	-10.32	-11.40	筹资活动现金流净额	-2449.65	-3231.69	-887.15	-892.77
归属母公司股东净利润	10285.28	11274.01	12218.31	13488.62	现金流量净额	5267.51	-887.00	-1168.40	982.48
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	24782.50	23895.50	22727.10	23709.58	成长能力				
应收和预付款项	32965.59	37009.62	40367.14	44618.16	销售收入增长率	17.63%	18.92%	7.98%	10.00%
存货	7304.11	9685.14	10048.44	11185.57	营业利润增长率	-1.35%	12.06%	8.56%	11.24%
其他流动资产	945.38	771.85	960.29	1009.83	净利润增长率	3.57%	9.61%	8.38%	10.40%
长期股权投资	14743.37	25210.48	36600.24	48811.95	EBITDA 增长率	-0.31%	3.45%	10.06%	11.90%
投资性房地产	7.78	7.51	7.89	7.76	获利能力				
固定资产和在建工程	19302.19	23793.25	26375.71	27801.96	毛利率	17.89%	18.00%	18.20%	18.50%
无形资产和开发支出	4565.93	4451.10	4336.27	4221.44	三费率	12.88%	13.32%	13.53%	13.42%
其他非流动资产	1893.63	1892.28	1890.94	1889.59	净利率	13.08%	12.06%	12.10%	12.15%
资产总计	106510.47	126716.74	143314.01	163255.85	ROE	23.70%	21.04%	18.82%	17.41%
短期借款	175.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.65%	8.89%	8.52%	8.26%
应付和预收款项	50082.65	60033.66	64717.51	71136.23	ROIC	91.06%	88.02%	88.93%	91.08%
长期借款	19.98	19.98	19.98	19.98	EBITDA/销售收入	14.56%	12.67%	12.91%	13.14%
其他负债	12879.68	13120.17	13726.57	14678.71	营运能力				
负债合计	63157.31	73173.81	78464.05	85834.92	总资产周转率	0.80	0.80	0.75	0.72
股本	4802.65	4802.65	4802.65	4802.65	固定资产周转率	5.34	5.41	4.91	4.81
资本公积	5085.30	5085.30	5085.30	5085.30	应收账款周转率	66.16	63.55	66.15	65.29
留存收益	33528.03	43885.16	55202.51	67784.88	存货周转率	8.20	8.95	8.27	8.44
归属母公司股东权益	43573.81	53773.11	65090.46	77672.83	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.51%	—	—	—
少数股东权益	-220.65	-230.18	-240.50	-251.90	资本结构				
股东权益合计	43353.16	53542.93	64849.96	77420.93	资产负债率	59.30%	57.75%	54.75%	52.58%
负债和股东权益合计	106510.47	126716.74	143314.01	163255.85	带息债务/总负债	0.31%	0.03%	0.03%	0.02%
					流动比率	1.10	1.02	0.98	0.97
					速动比率	0.98	0.88	0.85	0.84
					股利支付率	0.00%	8.13%	7.37%	6.72%
					每股指标				
					每股收益	2.14	2.35	2.54	2.81
					每股净资产	9.03	11.15	13.50	16.12
					每股经营现金	0.48	1.65	0.76	1.02
					每股股利	0.00	0.19	0.19	0.19

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn