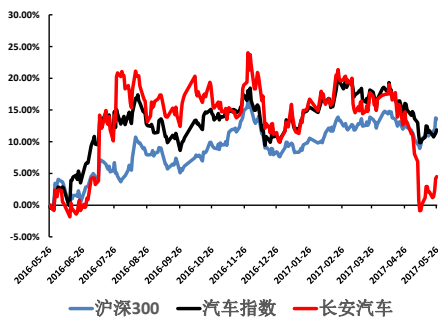


**投资评级：买入（首次）**
**长安汽车（000625）**
**市场数据** 2017年5月26日

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 14.13       |
| 一年内最低/最高(元) | 13.13/17.26 |
| 市盈率         | 6.78        |
| 市净率         | 1.48        |

**基础数据**

|           |       |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 23.60 |
| 资产负债率(%)  | 59.30 |
| 总股本(亿股)   | 48.03 |

**最近12月股价走势**

**联系信息**

|           |                  |
|-----------|------------------|
| 证券分析师:    | 李永良              |
| SAC 证书编号: | S0160511030007   |
| 研究助理:     | 吴鹏               |
| 电话:       | 0571-87821868    |
| Email:    | wupeng@ctsec.com |

**相关报告**

## 福特产品老化，自主迎强产品周期

**投资要点：**

- **自主品牌领导者，中国汽车四大集团阵营企业**

长安汽车为中国汽车四大集团阵营企业、中国品牌领先汽车企业。经过多年发展，现已形成轿车、微车、客车、卡车、SUV、MPV等低中高档、宽系列、多品种的产品谱系。2016年，长安汽车首次创造了年销量突破300万辆的佳绩，同时连续两年实现中国品牌乘用车销售超过100万辆，保持中国品牌领导者地位。

- **合资品牌产品老化严重**

长安福特等合资品牌方面，产品老化问题已经较为突出。4月销售数据显示，长安福特销量4.85万辆，同比下降20.44%，通过实地调研我们发现长安福特一季度库存较高，去库存压力较大。不过福特2017年将推出新款翼博、福克斯，高端品牌林肯也将于2019年落地国产，因此短期福特弱产品周期下增长承压，但长期随着新产品投放尤其高端产品林肯国产落地，未来合资业绩仍有较大空间。

- **自主品牌迎强产品周期**

公司CS系列目前已形成自上而下完整的SUV产品线，爆款车型CS35、CS75 2016年销量分别达到17.27万辆和20.94万辆，受到市场广泛认可，也使得CS系列在广大消费群体中的品牌认知不断加强，为公司此后推出新车型打下坚实的基础。公司又将于2017年接连推出CS95（已上市）和CS55（即将上市），由此整个SUV产品系布局基本完成。CS95为一款7座中型SUV，价格区间位于15.58-22.98万元，价格上移有产品力提升的支撑，在市场同级别车中极具性价比，我们对新车的销量也相对看好。此外，除SUV外，长安还将于2017年推出MPV凌轩、轿跑睿骋CC。我们预计在自主品牌强产品周期下，长安本部业绩将得以较大改善。

- **盈利预测与投资建议**

预计公司2017~2019年EPS分别为2.18元、2.36元、2.53元，对应2017~2019年PE分别为6.16倍、5.68倍、5.31倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

**表 1：公司财务及预测数据摘要**

|                 | 2015  | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)       | 66772 | 78542 | 91345 | 105229 | 120067 |
| 增长率             | 26.2% | 17.6% | 16.3% | 15.2%  | 14.1%  |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 9953  | 10285 | 10452 | 11346  | 12139  |
| 增长率             | 31.6% | 3.3%  | 1.6%  | 8.6%   | 7.0%   |
| 每股收益(元)         | 2.13  | 2.14  | 2.18  | 2.36   | 2.53   |
| 市盈率(倍)          | 6.47  | 6.26  | 6.16  | 5.68   | 5.31   |

数据来源：Wind，财通证券研究所

## 1. 公司概况

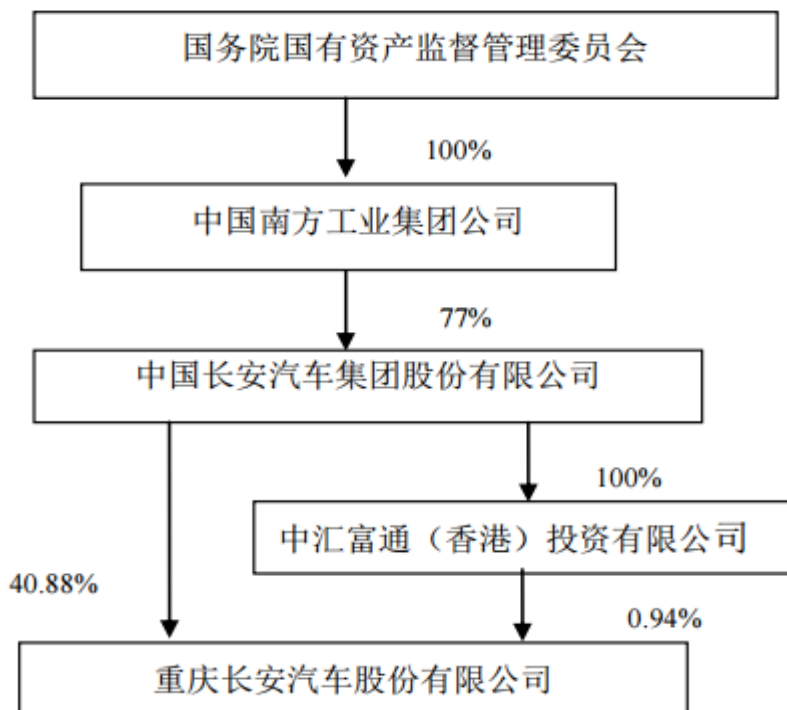
### 1.1 公司简介

长安汽车为中国汽车四大集团阵营企业、中国品牌领先汽车企业。公司拥有154年历史底蕴，33年造车积累，全球12个生产基地、32个整车及发动机工厂，年产汽车295万辆，员工9万人。经过多年发展，现已形成轿车、微车、客车、卡车、SUV、MPV 等低中高档、宽系列、多品种的产品谱系，拥有排量从1.0L到2.0L的发动机平台。截至目前，已成功推出逸动、逸动 XT、悦翔、CS15、CS35、CS75、CX70、欧尚、欧诺等一系列经典自主品牌车型，广受市场追捧和消费者的喜爱。2016年，长安汽车首次创造了年销量突破300万辆的佳绩，同时连续两年实现中国品牌乘用车销售超过100万辆，保持中国品牌领导者地位。

### 1.2 公司股权结构

公司股权结构较为简单，控股股东为央企中国长安汽车集团股份有限公司，对公司直接持有40.88%的股份。控股股东由中国南方工业集团公司控股，持股比例达77%，而中国南方工业集团公司又被国资委完全控股，因此长安汽车的经营情况直接接受国资委考核。

图 1：公司股权结构



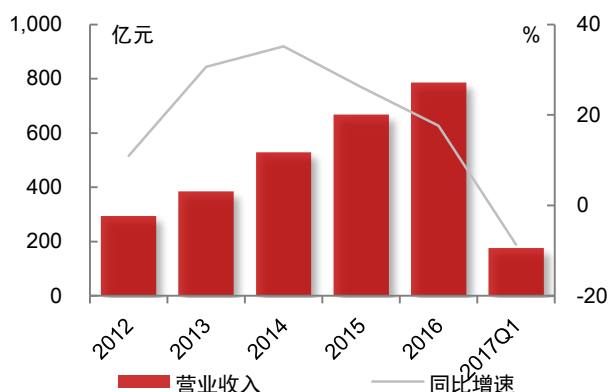
数据来源：公司公告、财通证券研究所

### 1.3 公司业绩情况

2016年公司实现营业收入785.42亿元，同比增长17.63%，实现归母净利润102.85亿元，同比增长3.34%。在2016年国内汽车市场景气度提升的背景下，公司汽车产销创下历史新高，突破306万辆，市场份额达10.9%，保持行业第四地位，产销两旺支撑公司业绩稳健增长。其中长安福特仍为公司业绩主要贡献，2016年利润占比超80%，自主品牌延续盈利趋势，2016年贡献净利润超过6亿元，这主要受益于公司SUV产品系齐全持续旺销，合肥长安与河北长安实现盈利，南京长安大幅减亏。2017年一季度公司营收与归母净利润双双下滑，显示业绩承压。主要原因在于长安福特产品老化销量下滑，一季度降价促销促使毛利率下滑。公司毛利率下滑至一季度的15.15%，考虑到下半年长安自主迎来新品密集投放期，CS55、凌轩等新品上市，CS95上量，单车均价提升，毛利率有望提升，助力公司业绩释放。

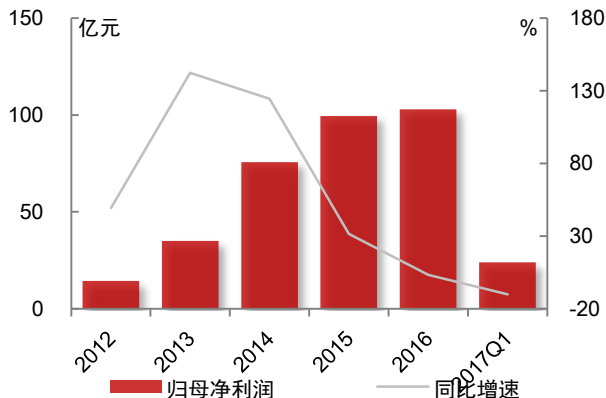
2017年一季度公司三费率10.11%，同比下降0.79个百分点，其中销售费用率同比增加0.7个百分点，管理费用率同比下降1.06个百分点，财务费用率同比下降0.43个百分点，销售费用率出现增长主要系公司促销活动所致。

图 2：公司营业收入及增速



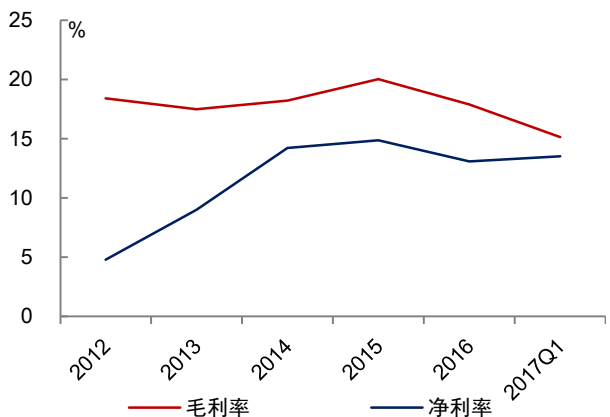
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



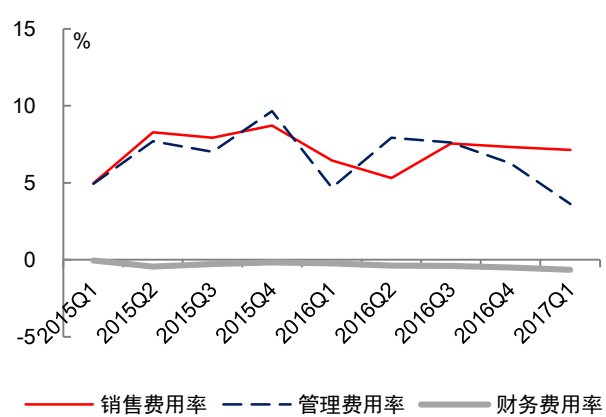
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

图 4：公司毛利率和净利率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

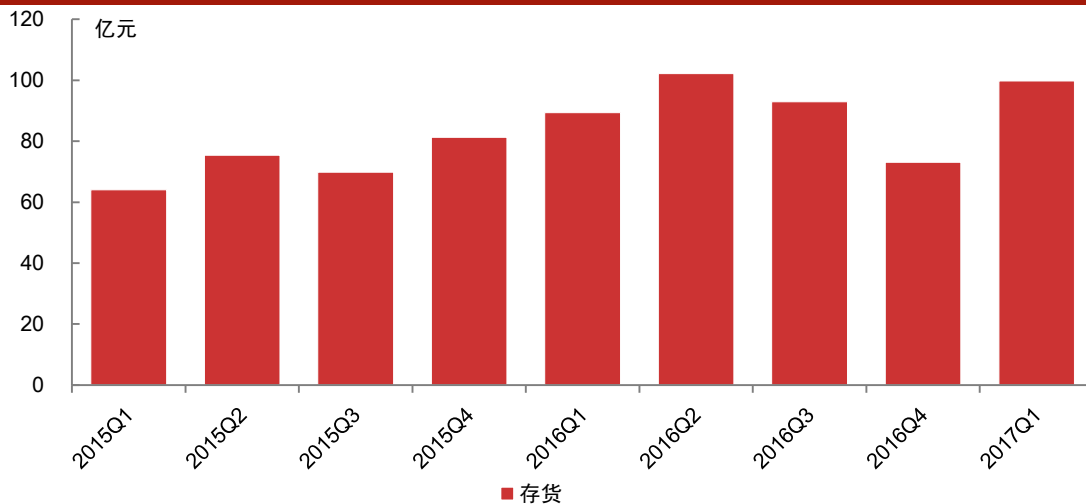
图 5：公司期间费用率



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

另外，2017年一季度公司存货余额走高，季末余额99.71亿元，季初余额73.04亿元，环比增长36.51%，主要原因为库存商品增加，显示公司目前渠道库存较高，去库存压力仍存，4月份公司以控制批发销量降低渠道库存。

图 6：公司一季度存货走高



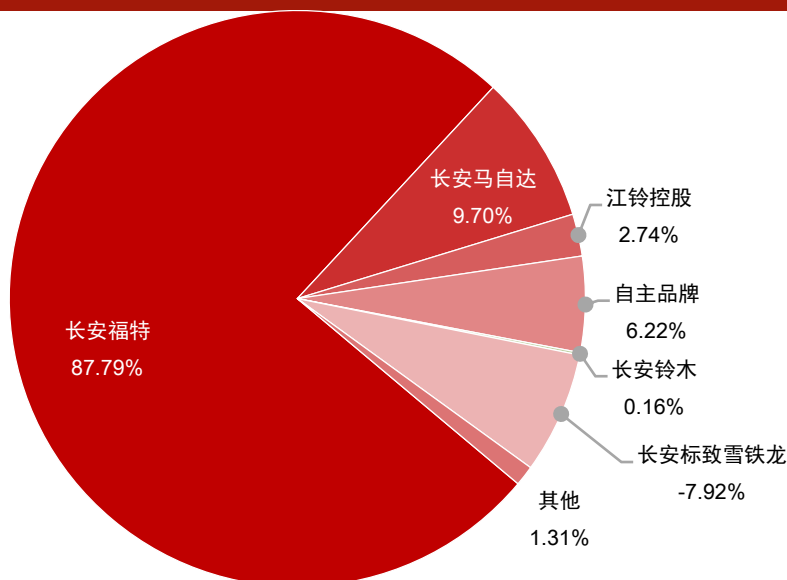
数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

## 2. 公司主要产品

### 2.1 公司收入结构

长安集团旗下包括合资品牌厂商和长安自主品牌厂商，合资品牌厂商包括长安福特、长安铃木、长安标致雪铁龙和江铃控股，自主品牌厂商包括重庆长安、河北长安、南京长安、合肥长安、保定长安和长安跨越。合资品牌构成公司主要业绩贡献，其中长安福特为最为重要的业绩贡献方，2016年长安福特净利润贡献90.29亿元，利润贡献率达87.79%；长安马自达净利润贡献9.98亿元，利润贡献率达9.70%；长安标致雪铁龙亏损8.15亿元，拖累公司业绩；江铃控股实现净利润2.82亿元，利润贡献率达2.74%；长安铃木实现净利润1695万元，利润贡献率达0.16%；自主品牌合计实现净利润6.40亿元，利润贡献率达6.22%。综合看来，公司业绩对长安福特依赖非常大，现阶段长安福特产品老化问题显现，因此公司业绩增长将有所承压。自主品牌经过多年发展，已累计CS75、CS35等不少爆款，CS95也即将上量，自主品牌盈利提升值得期待。

图 7：公司业绩构成



数据来源：公司公告、Wind 资讯、财通证券研究所

## 2.2 公司主要车型

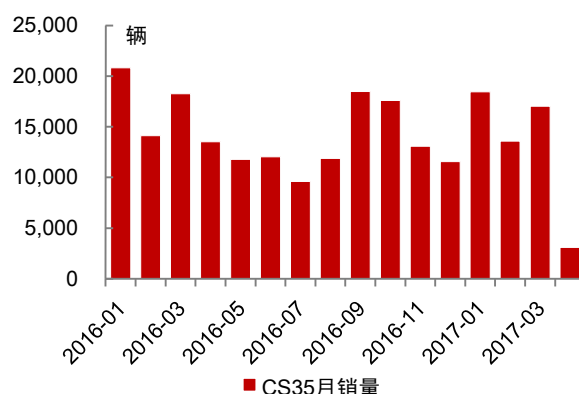
公司CS系列目前已形成自上而下完整的SUV产品线，爆款车型CS35、CS75 2016年销量分别达到17.27万辆和20.94万辆，受到市场广泛认可，也使得CS系列在广大消费群体中的品牌认知不断加强，为公司此后推出新车型打下坚实的基础。公司又将于2017年接连推出CS95（已上市）和CS55（即将上市），由此整个SUV产品布局基本完成。CS95为一款7座中型SUV，价格区间位于15.58-22.98万元，价格上移有产品力提升的支撑，在市场同级别车中极具性价比，我们对新车的销量也相对看好。此外，除SUV外，长安还将于2017年推出MPV凌轩、轿跑睿骋CC。我们预计在自主品牌强产品周期下，长安本部业绩将得以较大改善。

图 8：CS35



资料来源：汽车之家，财通证券研究所

图 9：CS35 销量表现



资料来源：中汽协，财通证券研究所

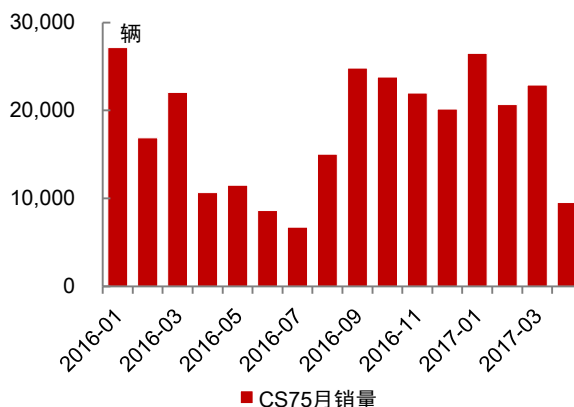


图 10: CS75



资料来源: 汽车之家, 财通证券研究所

图 11: CS75 销量表现



资料来源: 中汽协, 财通证券研究所

合资品牌方面, 产品老化问题已经较为突出。4月销售数据显示, 长安福特销量4.85万辆, 同比下降20.44%, 通过实地调研我们发现长安福特一季度库存较高, 去库存压力较大。不过福特2017年将推出新款翼博、福克斯, 高端品牌林肯也将于2019年落地国产, 因此短期福特弱产品周期下增长承压, 但长期随着新产品投放尤其高端产品林肯国产落地, 未来合资业绩仍有较大空间。

图 12: 林肯国产渐行渐近



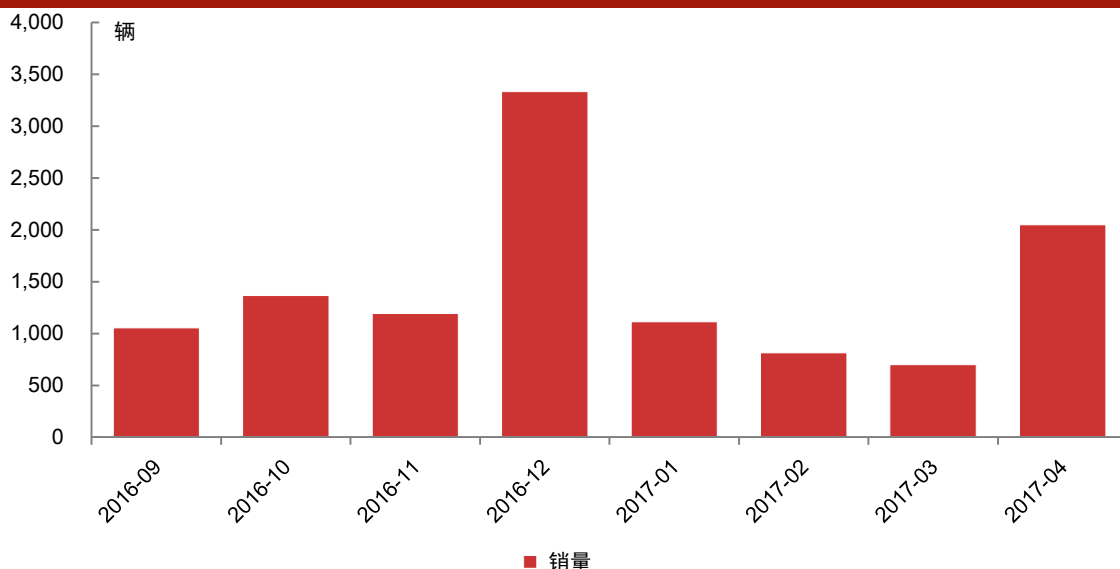
数据来源: 汽车之家, 财通证券研究所

### 3. 公司新能源、智能汽车值得期待

2016年长安汽车共销售新能源汽车22380辆, 同比增速达158.58%。2017年一季度, 公司共销售新能源汽车2624辆, 销售成绩不尽如人意, 主要是受到一季度新能源行业较为低迷的影响。随着补贴退坡影响逐渐减弱, 新能源汽车推广目录推出常态化, 各地地补逐渐落地, 新能源市场逐渐开始复苏。4月份公司新能源销量达

2048辆，环比增长192.57%，下半年公司新能源汽车销售将重回正轨。迫于双积分要求，国家能源战略要求，新能源推广势在必行，公司为应对新能源浪潮之于传统汽车的冲击，较早布局新能源领域。公司计划到2020年，累计销售新能源汽车40万辆，到2025年，累计销售新能源汽车200万辆。

图 13：长安新能源汽车销量



数据来源：公司公告、财通证券研究所

在汽车智能化领域，公司已于4月推出“智色双旋”全新设计理念，未来公司将在汽车电子化和外形优化上做出更多努力，实现更大突破。公司在今年已先后与科大讯飞、蔚来汽车、英特尔达成合作关系，将在智能车载语音技术、大数据分析、图像识别、人车交互等方面展开合作研究，显而易见的是公司在智能汽车领域已走在前列。随着公司新能源技术与智能化技术的深度布局，未来公司的高质量转型值得期待。

#### 4 盈利预测与投资建议

公司未来主要看点是新车型CS95、凌轩销量情况及林肯国产落地情况。预计公司2017~2019年EPS分别为2.18元、2.36元、2.53元，对应2017~2019年PE分别为6.16倍、5.68倍、5.31倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

#### 5 风险提示

国内汽车行业景气度不及预期；公司新车CS95、凌轩销量不及预期。

表 2：公司利润表预测

单位：百万元

| 科目            | 2016  | 2017E | 2018E  | 2019E  |
|---------------|-------|-------|--------|--------|
| 一、营业收入        | 78542 | 91345 | 105229 | 120067 |
| 减：营业成本        | 64488 | 75003 | 86404  | 98587  |
| 营业税金及附加       | 3630  | 4138  | 4767   | 5439   |
| 销售费用          | 5294  | 6403  | 7377   | 8417   |
| 管理费用          | 5129  | 5966  | 6851   | 7798   |
| 财务费用          | (305) | (624) | (837)  | (1069) |
| 投资收益          | 9619  | 9762  | 10532  | 11298  |
| 资产减值损失及公允价值变动 | (469) | (564) | (673)  | (884)  |
| 其他收入          | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 二、营业利润        | 9458  | 9656  | 10527  | 11309  |
| 加：营业外收支净额     | 892   | 863   | 893    | 909    |
| 三、利润总额        | 10350 | 10519 | 11420  | 12218  |
| 减：所得税         | 73    | 77    | 83     | 89     |
| 减：少数股东损益      | (9)   | (9)   | (10)   | (10)   |
| 五、归属母公司股东净利润  | 10285 | 10452 | 11346  | 12139  |
| 基本每股收益(元)     | 2.14  | 2.18  | 2.36   | 2.53   |

数据来源：Wind，财通证券研究所



## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。