

营收利润双双下滑, 关注自主向上机会

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年半年报, 报告期内实现营业收入335.6亿元(yoy -6.3%), 实现归母净利润46.2亿元(yoy -15.9%), 实现扣非后归母净利润35.6亿元(yoy -29.6%)。
- **产品周期弱势, 业绩下滑。** 公司近两年的产品线处于弱势周期, 2017H1 公司营收和归母净利润双双下滑。营收端下滑主要是自主品牌车型销量下滑以及多产品官方降价影响, 同时导致毛利率同比下降3.7pp。利润端影响主要因为于长安福特的投资收益大幅下降, 上半年来自长安福特的投资收益仅为31.2亿元(yoy -32%)。长安马自达投资收益为6亿元(yoy+26.5%), 表现良好。
- **福特销量下滑, 降本压力体现, 马自达表现较好。** 2017H1 长安福特累计销售42.3万辆, 同比下滑12%。盈利能力较强的车型, 翼虎表现堪忧, 销量下滑接近30%, 锐界表现中规中矩, 销量增长4%。福特对部分车型做出的官降策略, 比如翼虎的官降幅度在7000元-1.5万, 降价幅度超过5%, 降低单车盈利能力, 直接影响投资收益。长安马自达半年累计销售车辆9.1万辆, 销量基本持平, 其中CX-5销量同比增长17.7%, 表现良好。长安福特年初提出比较激进的降本目标, 后续执行力度有望加大, 我们预计下半年业绩表现将有所好转。
- **自主产品结构持续改善, 下半年发力有望对冲合资品牌业绩下滑。** 2017H1 公司自主品牌多车型官降对全年的毛利率造成负面的影响, 但长安自主推陈出新能力较强, 毛利率提升空间巨大。下半年CS55、轩凌MPV、CS75改款、欧尚A800有望持续拉动整体销量, 业绩有望持续释放。我们预计年底推出睿骋CC轿跑将会体现长安在外形和内饰上的巨大提升, 长安自主在动力系统, 整车安全设计上功底深厚, 虽然近年来在外形和配置上有所逊色, 但厚积薄发后来居上机会很大。
- **公司股息率高, 建议关注低价筹码和自主业绩弹性。** 公司今年大概率维持30%以上的分红率, 股息率有望超过4.5%, 下半年汽车销售旺季来临, 销量有望环比改善, 建议积极关注自主品牌设计换代带来的反转机会。
- **盈利预测与投资建议。** 由于长安福特半年业绩下滑, 我们调整公司2017-2019年EPS分别1.97元(2.35)、2.09元(2.54元)和2.28元(2.81元), 对应PE分别为7倍、7倍、6倍。我们给予公司2017年8倍PE, 调整目标价至15.8元(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。

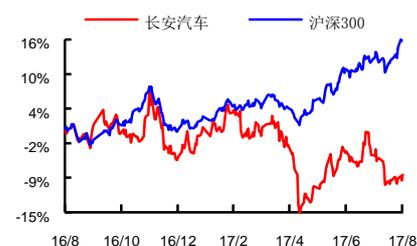
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	78542.44	89488.03	100063.77	108072.24
增长率	17.63%	13.94%	11.82%	8.00%
归属母公司净利润(百万元)	10285.28	9452.77	10040.36	10972.68
增长率	3.34%	-8.09%	6.22%	9.29%
每股收益EPS(元)	2.14	1.97	2.09	2.28
净资产收益率ROE	23.70%	18.71%	17.16%	16.32%
PE	6	7	7	6
PB	1.53	1.32	1.14	0.99

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)	13.4-16.77
总市值(亿元)	664.21
总资产(亿元)	1,116.94
每股净资产(元)	9.57

相关研究

1. 长安汽车(000625): 福特销量下滑, 自主空间巨大 (2017-04-27)
2. 长安汽车(000625): 合资稳中求进, 自主空间巨大 (2017-04-18)
3. 长安汽车(000625): 三季度销量高增速, 带动业绩增长 (2016-10-28)

表 1：2017H1 长安福特和长安马自达营业收入情况

单位：万元	2016H1	2017H1	YOY
长安福特	5,739,466	4,942,320	-13.9%
长安马自达	1,054,600	1,085,584	2.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 2：2017H1 长安福特和长安马自达净利润情况

单位：万元	2016H1	2017H1	YOY
长安福特	917,245	623,916	-32.0%
长安马自达	94,872	120,056	26.5%

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 3：2017H1 长安福特和长安马自达销量情况

单位：辆	2016H1	2017H1	YOY
长安福特	423,520	372,968	-11.9%
长安马自达	23,333	27,454	17.7%

数据来源：公司公告，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	78542.44	89488.03	100063.77	108072.24	净利润	10276.59	9444.78	10031.88	10963.41
营业成本	64487.61	72932.12	81651.26	88186.06	折旧与摊销	2286.79	2000.09	2287.69	2543.91
营业税金及附加	3629.62	4116.45	4610.01	4976.42	财务费用	-305.39	-19.36	-24.14	-25.82
销售费用	5293.74	6085.19	6887.73	7383.14	资产减值损失	468.85	0.00	0.00	0.00
管理费用	5128.86	5843.57	6668.81	7129.84	经营营运资本变动	51.11	4630.83	2258.80	1662.37
财务费用	-305.39	-19.36	-24.14	-25.82	其他	-10491.41	-8216.29	-9039.63	-9849.72
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	7840.05	5514.59	5294.15
投资收益	9619.02	8236.43	9043.61	9844.38	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	8766.50	9313.70	10266.98	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	9511.10	10105.98	11042.58	股权融资	1997.57	0.00	0.00	0.00
所得税	73.23	66.32	74.10	79.17	支付股利	-2987.92	-2151.99	-2060.82	-2263.88
净利润	10276.59	9444.78	10031.88	10963.41	其他	-1604.28	-2130.81	24.14	25.82
少数股东损益	-8.69	-7.99	-8.48	-9.27	筹资活动现金流净额	-2449.65	-4457.80	-2036.67	-2238.07
归属母公司股东净利润	10285.28	9452.77	10040.36	10972.68	现金流量净额	5267.51	-2183.19	-466.42	11.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	24782.50	22599.32	22132.90	22144.65	成长能力				
应收和预付款项	32965.59	35449.73	40045.69	43463.87	销售收入增长率	17.63%	13.94%	11.82%	8.00%
存货	7304.11	9267.91	10024.97	10985.24	营业利润增长率	-1.35%	-7.31%	6.24%	10.24%
其他流动资产	945.38	739.48	952.72	983.66	净利润增长率	3.57%	-8.09%	6.22%	9.29%
长期股权投资	14743.37	22924.51	31912.08	41700.91	EBITDA 增长率	-0.31%	-6.05%	7.72%	10.43%
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	23118.63	25026.48	25778.12	毛利率	17.89%	18.50%	18.40%	18.40%
无形资产和开发支出	4565.93	4371.74	4177.54	3983.35	三费率	12.88%	13.31%	13.52%	13.41%
其他非流动资产	1893.63	1892.28	1890.94	1889.59	净利率	13.08%	10.55%	10.03%	10.14%
资产总计	106510.47	120371.12	136171.20	150937.15	ROE	23.70%	18.71%	17.16%	16.32%
短期借款	175.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.65%	7.85%	7.37%	7.26%
应付和预收款项	50082.65	57219.60	64074.54	69364.87	ROIC	91.06%	72.30%	74.97%	81.96%
长期借款	19.98	19.98	19.98	19.98	EBITDA/销售收入	14.56%	12.01%	11.57%	11.83%
其他负债	12879.68	12643.41	13617.49	14393.59	营运能力				
负债合计	63157.31	69883.00	77712.01	83778.44	总资产周转率	0.80	0.79	0.78	0.75
股本	4802.65	4802.65	4802.65	4802.65	固定资产周转率	5.34	5.28	5.12	5.06
资本公积	5085.30	5085.30	5085.30	5085.30	应收账款周转率	66.16	62.17	67.24	64.72
留存收益	33528.03	40828.81	48808.36	57517.16	存货周转率	8.10	8.58	8.27	8.22
归属母公司股东权益	43573.81	50716.76	58696.31	67405.11	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	-228.64	-237.12	-246.39	资本结构				
股东权益合计	43353.16	50488.12	58459.18	67158.71	资产负债率	59.30%	58.06%	57.07%	55.51%
负债和股东权益合计	106510.47	120371.12	136171.20	150937.15	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	0.96
					速动比率	0.98	0.88	0.85	0.83
					股利支付率	29.05%	22.77%	20.53%	20.63%
					每股指标				
					每股收益	2.14	1.97	2.09	2.28
					每股净资产	9.03	10.51	12.17	13.98
					每股经营现金	0.48	1.63	1.15	1.10
					每股股利	0.62	0.45	0.43	0.47
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	11439.57	10747.24	11577.25	12785.07					
PE	6.46	7.03	6.62	6.05					
PB	1.53	1.32	1.14	0.99					
PS	0.85	0.74	0.66	0.61					
EV/EBITDA	3.66	3.90	3.66	3.32					
股息率	4.50%	3.24%	3.10%	3.41%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@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
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@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
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn