

公司研究/更新报告

2019年01月18日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 7.49
合理价格区间(元): 8.37~8.68

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

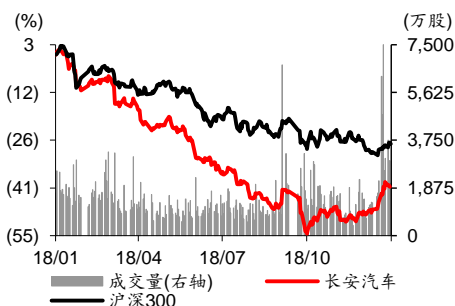
陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《长安汽车(000625,增持): 业绩低于预期, 待新车型销量发力》2018.08
- 2 《长安汽车(000625,增持): 业绩低于预期, 长期提升空间较大》2018.04
- 3 《长安汽车(000625,买入): 业绩短期承压, 产品力改善空间大》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

销量低点已过, 未来业绩改善可期

长安汽车(000625)

销量低点已过, 新车周期助力 2019-20 年业绩改善可期

2018 年销量大幅下滑, 公司业绩持续承压。长安汽车 2018 年共实现汽车销量 213.8 万辆, 同比下降 25.58%; 2018 年前三季度公司营收和归母净利润连续下滑, 其中 2018Q3 亏损 4.47 亿元, 预计全年业绩下滑较大。我们认为随着公司 2019 年自主品牌、合资福特和马自达品牌的改款及全新车型陆续上市, 长安逸动、CS35、CS55 和 CS75, 长安福特福睿斯、福克斯和翼虎, 长安马自达 3 和 CX5 等主力车型的销量有望不断提升, 助力公司盈利逐步回暖。我们预计公司 2018-20 年分别实现归母净利润约 1.48\15.05\39.88 亿元, EPS 为 0.03\0.31\0.83 元, “买入”评级。

自主 SUV 进入车型换代期, 全新 CS85/65 上市有望提振销量

自主 CS 系列进入换代期, CS35 PLUS 开启长安智能互联时代。长安自主品牌 2018 年销量 92.2 万辆, 同比下降 19.38%。2018 年 10 月, 长安首款深度搭载腾讯车联智能生态系统的车型全新 CS35 PLUS 上市, 2018 年 11 月该车型销量环比增长 56%。2019 年, 长安自主将推出全新车型 CS65 和 CS85 以及新能源车型逸动 ET、CS15EV、CS55EV、CS75PHEV; 换代和改款车型 CS75、长安逸动、睿骋 CC、CS15、CS55 和 CS95 等。我们认为, 长安自主开启智能互联时代, 有望提升公司自主车型的产品力, 同时自主品牌进入车型换代新周期, 有望助力公司自主销量实现提升。

长安福特产品换代将助力销量回暖, 林肯国产化值得期待

长安福特主力车型 2019 年将实现更新换代, 销量增长动力仍在。长安福特 2018 年累计实现销量 37.8 万辆, 同比下降 54.38%。新一代福克斯在 2018 年 11 月上市, 销量从 18 年 10 月份约 5800 辆提升至 11 月约 8200 辆。翼虎车型 19 年将完成换代, 并将搭载阿里斑马全新 Alios 车载系统; 锐界 2019 年也将改款, 自动变速箱将升级为 8AT 系统。同时, 林肯品牌首款国产车型 MKC 将于 2019 年下半年量产, Aviator 和探险者将在 2020 年量产。我们认为, 福特传统主力车型的换代升级和林肯品牌的国产化, 有望助力福特系列车型销量回暖并实现豪华车市场的突破, 带来盈利回升。

2019-2020 销量和业绩回暖可期, 上调至“买入”评级

我们认为 2018 年是公司销量和业绩的低点, 随着 2019 年公司长安自主品牌、长安福特品牌和长安马自达品牌的主力车型进行新换代周期, 公司车型销量和盈利能力都将逐步回暖, 同时林肯国产化后公司将实现豪华车市场的新突破。公司 2018 年销量下滑较大, 我们预计公司 2018-20 年归母净利润约 1.48\15.05\39.88 亿元 (分别下调约 97%/74%/38%), EPS 分别为 0.03\0.31\0.83 元, 同行业可比公司 2019 年平均估值约 25X PE, 我们预计公司 2018 年业绩下滑, 但 2019-20 年业绩改善预期大, 给予公司 2019 年 27~28X PE 估值, 目标价调整为 8.37~8.68 元, 上调至“买入”评级。

风险提示: 汽车市场景气度不及预期、公司长安自主品牌销量不及预期、公司长安福特品牌销量不及预期、公司长安马自达品牌销量不及预期。

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)	5.68-13.35
总市值 (百万元)	35,972
总资产 (百万元)	94,645
每股净资产 (元)	9.76

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

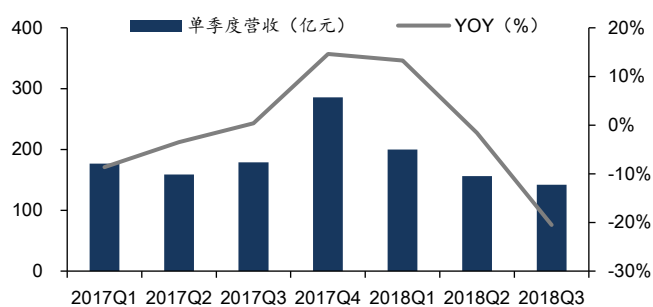
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	78,542	80,012	69,136	78,128	83,637
+/-%	17.63	1.87	(13.59)	13.01	7.05
归属母公司净利润 (百万元)	10,285	7,137	147.92	1,505	3,988
+/-%	3.34	(30.61)	(97.93)	917.38	164.99
EPS (元, 最新摊薄)	2.14	1.49	0.03	0.31	0.83
PE (倍)	3.50	5.04	243.18	23.90	9.02

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

销量低点已过，新车周期助力业绩改善可期

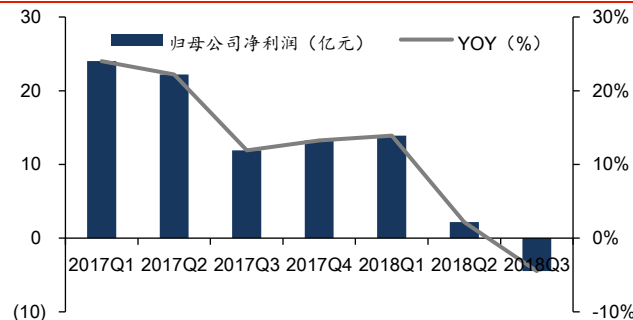
2018年销量下滑带来公司业绩持续承压。根据公司12月产销公告，长安汽车2018年共实现汽车销量213.8万辆，同比下降25.58%。其中长安自主销量92.2万辆，同比下降19.38%；长安福特销量37.8万辆，同比下降54.38%；长安马自达销量16.6万辆，同比下降13.41%。销量下滑带来公司业绩持续承压，2018前三季度净利润逐季下滑。根据公司公告，公司2018年前三季度营收和归母净利连续下滑，2018Q3亏损4.47亿元，2018Q1-Q3营收合计498.52亿元，同比-3.07%；净利11.63亿元，同比-79.98%。我们认为随着公司2019年改款及全新车型陆续上市，全年看自主品牌、长安福特和长安马自达等业务板块主力车型的销量有望不断改善，公司盈利回升可期。

图表1：长安汽车单季度营收情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：长安汽车单季度归母净利情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：长安汽车单季度财务数据分析

项目	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入 (亿元)	176.67	158.88	178.76	285.81	200.11	156.32	142.09
营业收入 YoY (%)	-8.64	-3.50	0.40	14.62	13.26	-1.61	-20.51
归母净利 (亿元)	24.01	22.19	11.90	13.27	13.92	2.18	-4.47
归母净利 YoY (%)	-10.16	-21.25	-47.07	-47.89	-42.04	-90.19	-137.52
扣非后归母净利 (亿元)	22.71	12.85	10.82	10.77	8.97	-2.01	-7.11
ROE (%)	5.36	4.87	2.60	2.82	2.88	0.45	-0.95
扣非后 ROE (%)	5.07	2.82	2.37	2.29	1.86	-0.42	-1.51
销售净利率 (%)	13.53	14.33	6.61	4.76	6.78	1.67	-3.14
经营活动现金净流量 (亿元)	43.26	6.33	-42.12	-21.17	26.36	17.65	-34.78
投资活动现金净流量 (亿元)	-8.05	40.42	4.07	7.84	-16.84	-12.90	-27.80
筹资活动现金净流量 (亿元)	4.60	-48.67	-2.34	0.66	7.59	1.11	-22.71

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

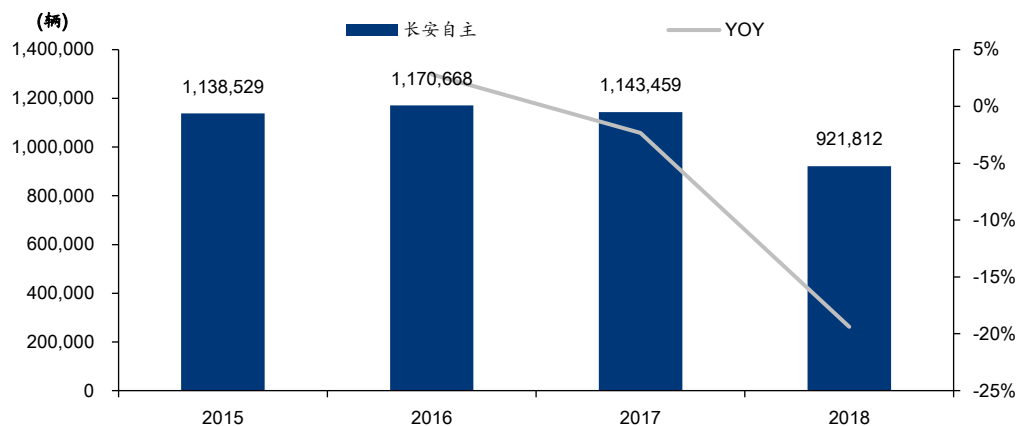
自主品牌 SUV 进入车型换代期，全新 CS85/65 上市有望提振销量

CS系列进入换代期，全新车型CS85和CS65将上市。长安自主品牌2018年销量92.2万辆，同比下降19.38%。车型方面，CS55、CS75和CS35是2018年自主品牌SUV销量担当，全年分别实现销量约17.2/14.5/13.1万辆，同比分别增长114.8%/-40.13%/-14.54%；轿车逸动2018年实现销量约12.9万辆，同比增长39.44%。根据公司调研和汽车之家报道，2019年，长安自主将推出全新燃油车型CS65、CS85以及新能源车型长安逸动ET、CS15EV、CS55EV、CS75PHEV；换代和改款车型有CS75、长安逸动、睿骋CC、CS15、CS55和CS95。我们认为，自主品牌2019年进入车型换代新周期，有望助力公司自主销量实现提升。

长安自主开启智能互联时代。根据公司投资者交流记录，全新CS35PLUS是长安首款深度搭载腾讯车联智能生态系统的车型，支持手机与车机跨屏互动，依托腾讯强大的后台，集成了多项腾讯独家资源，该车型已于2018年10月份上市。根据Marklines数据，2018年1-10月CS35月均销量约1.05万辆，11月销量达1.28万辆，环比10月增长56%，据中汽协数据11月乘用车市场环比仅增长6.19%，我们认为CS35PLUS车型的上市对CS35车型的销量提升明显。此外，公司首款搭载IACC集成式ACC系统的轿跑型

SUV CS85 计划将于 2019 年上半年正式上市，自动驾驶水平为 L2 级；主动安全方面，配置 LCDA 并线辅助系统，PAB 预警辅助制动系统，自主泊车方面，装备 APA4.0 代客泊车系统；智能网联方面，搭载腾讯全新 TAI 汽车智能系统，配备在线情景语音功能。我们认为 CS35 和 CS85 开启长安自主智能互联时代，有望提升公司自主车型的产品力。

图表4：长安自主品牌 2015 年以来销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：CS85 产品亮点

外观：蝴蝶前脸+溜背造型

内饰：黑红撞色搭配，游艇式挡把造型

车联网：

全新腾讯 TAI 汽车智能系统

动力：2.0T 发动机+

爱信 8 速手自一体变速箱



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表6：长安自主品牌2019年将上市车型

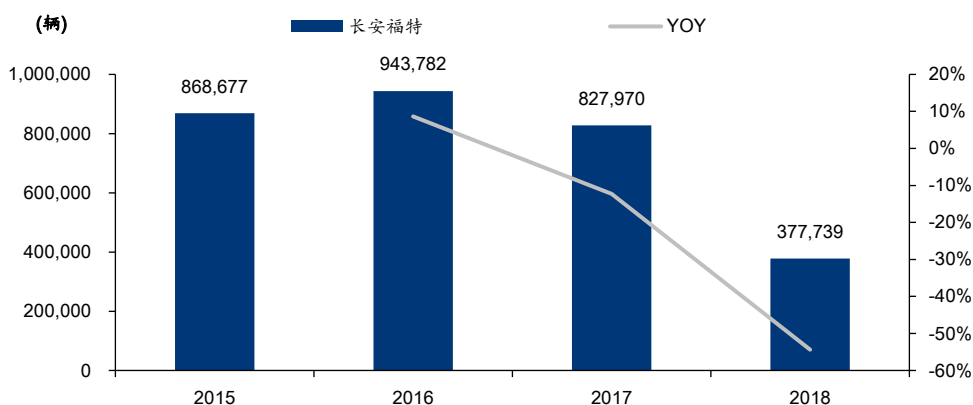
车型	上市时间	级别	车型	全新/换代/改款	产品特点
长安逸动	2019	A	轿车	改款	搭载全新动力总成，配置升级
长安逸动 ET	2019	A	轿车	全新	续航：NEDC 工况综合续航里程 400 公里 动力：新车搭载重庆长安汽车自主研发电机，最大功率 100kw
睿骋 CC	2019	B	轿车	改款	-
长安 CS15	2019Q1	A0	SUV	改款	动力：1.5L 自吸发动机，变速箱则匹配 5 速手动和 5 速双离合变速箱 外观：最新蝶翼式家族前脸；皮革材质的座椅，全景天窗；贯穿式出风口轴距增加 10mm
长安 CS15EV	2019	A0	SUV	全新	-
CS35 PLUS	2018.10	A	SUV	换代	长宽高和轴距分别为 4335/1825/1660/2600mm，比老款长宽及轴距增长 165/15/40mm 动力：1.6L 自吸发动机+爱信 6 速手自一体变速箱，平顺可靠，科技智能配置大幅升级，首次搭载长安与腾讯合作的 in Call 智能车载互联系统 *1.4T 车型将于 2019 年推出
长安 CS55	2019Q3	A	SUV	改款	换装全新样式的电子挡把，挡把后方配有座椅加热等功能性操作按键
长安 CS55EV	2019	A	SUV	全新	-
长安 CS65	2019	A	SUV	全新	-
长安 CS75	2019	A	SUV	换代	-
长安 CS75PHEV	2019	A	SUV	全新	-
长安 CS85	2019H1	B	SUV	全新	动力组合：蓝鲸 2.0T+爱信 8AT，油耗低，响应快，加速更快 智能驾驶：IACC 集成式 ACC 系统，自动驾驶 Level 2 等级；LCDA 并线辅助系统，提高驾驶安全；PAB 预警辅助制动系统；APA4.0 代客泊车系统；搭载腾讯全新 TAI 汽车智能系统
长安 CS95	2019Q2	B	SUV	改款	动力：2.0T“蓝鲸”涡轮增压发动机，并采用四驱系统 外形：抛弃现款设计，采用长安最新的“智色双旋”，前脸换装蝶翼式进气格栅；采用 LED 大灯，贯穿式尾灯 座椅：分为 5 座版和 7 座版

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

长安福特销量大幅下滑，产品换代及战略落地将助力销量回暖

长安福特主力车型将实现更新换代，销量增长动力仍在。长安福特 2018 年累计实现销量 37.8 万辆，同比下降 54.38%。主力车型销量降幅超过 40%。新一代福克斯在 2018 年 11 月上市，销量从 18 年 10 月份约 5800 辆提升至 11 月约 8200 辆。换代新产品配置的 Co-Pilot360 智能驾驶辅助系统和 SYNC3 车载互联系统是车型亮点。翼虎车型计划 19 年完成换代，并将搭载阿里斑马全新 Alios 车载系统；锐界 2019 年也将改款，升级为 8AT，整车长度将加长。同时，林肯品牌国产化项目也已启动，MKC 将于 2019 年下半年量产，Aviator 和探险者或将在 2020 年量产。我们认为，福特传统主力车型的换代升级和林肯品牌的国产化，有望助力福特系列车型销量回暖并实现豪华车市场的突破，带来盈利回升。

图表7：长安福特品牌 2015 年以来销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 新一代福克斯车型亮点

外观：蝴蝶前脸+溜背造型



内饰：黑红撞色搭配，游艇式挡把造型



Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统，互联 SYNC 3 车载系统



资料来源：汽车之家，华泰研究所

福特“中国 2025 计划”落地可期。2017 年 12 月 5 日，福特发布“中国 2025 计划”发展战略，计划至 2025 年底，在中国推出超过 50 款新车型，其中包括 8 款全新 SUV 车型，至少 15 款福特和林肯品牌电动车型。同时将快速提升本土化研发能力，用以支撑全新发展战略。根据公司投资者交流记录，2019 年底之前，所有在中国生产和销售的福特新车型均会配备车载互联网连接服务。我们认为，福特 2025 战略的落地，将显著加快长安福特车型产品更新速度，提升现有车型的产品竞争力。

图表9： 长安福特品牌 2019 年计划上市车型

车型	上市时间	级别	轿车/SUV/MPV	全新/换代/改款	产品特点
福克斯	2018.11	A	轿车	换代	外观：边锋主义设计；车身：提升 20% 车身抗扭刚度的超高强度轻量化车身设计；悬架：搭载全新独立副车架的 SLA 长短臂刀锋后独立悬架系统；空气动力学性能优异，两厢轿车风阻系数 0.273Cd，三厢轿车风阻系数低至 0.25Cd；智能化：搭载 Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统，具备 L2 级自动驾驶；搭载 SYNC3 车联网系统
翼虎	2019H1	A	SUV	换代	车身线条更加锋利；全新蜂窝网状进气格栅；换装竖置 10 英寸悬浮显示屏，搭载全新 Alios 车载系统
林肯 MKC	2019H2	B	SUV	全新	CX483 项目：长安林肯全新一代 MKC，计划 2019H2 量产 动力：2.0T 直喷发动机和 PHEV 混动，并且升级 8 速自动变速箱
林肯 Aviator2020 飞行家		C	7 座 SUV	全新	U611 项目：林肯最新 Aviator 飞行家中大型 SUV，计划 2020 年上半年在长安福特杭州工厂国产，年产能 3 万辆 动力：3.0T V6 发动机 10 速 AT 变速箱 +3.0T 发动机 PHEV 车型 考虑到中国客户拥有司机，第二排和第三排设计的更加豪华舒适
林肯探险者 2020		C	SUV	全新	U625 项目：全新福特探险者（Aviator 同平台），2020 杭州量产
Nautilus 航海家	2021	C	SUV	全新	U540 项目：林肯 Nautilus 航海家计划 2021 年在杭州工厂落地
锐界	2019H1	B	SUV	改款	升级为 8AT 变速箱，整车长度加长

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表10： 2018年福特在中国的变革汇总

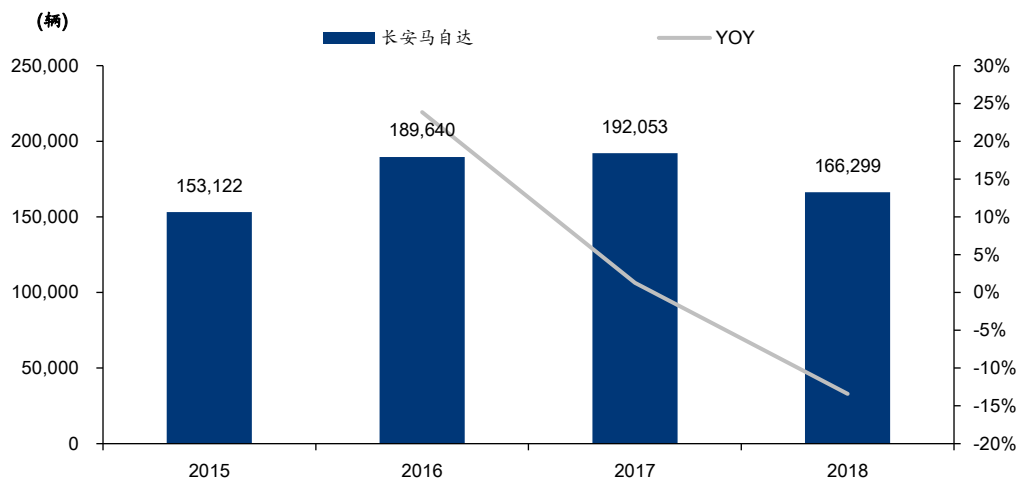
时间	事件
2018年11月8日	新一代福克斯上市：新一代福克斯是中国市场首款搭载 Co-Pilot360™ 智行驾驶辅助系统的车型，达到 L2 级自动驾驶，搭载全新设计的 EcoBoost®180 涡轮增压发动机，低转速区间扭矩提升 20%，动力强劲和换挡感顺畅。
2018年11月1日	2019款福特翼虎正式上市：搭载全新的互联网汽车智能系统。
2018年11月1日	CEO 更换：原奇瑞汽车总经理陈安宁担任福特汽车公司集团副总裁、福特汽车中国公司总裁兼首席执行官。陈安宁履职后三项重任，一是平衡福特与合资公司内部关系；二是加快福特本土化布局；三是销量逐步回升。
2018年10月31日	福特汽车和百度合作：将启动为期两年的 L4 级自动驾驶联合测试项目，预计将于 18 年底在公开道路进行测试。
2018年10月22日	福特新福睿斯改款：升级 40 余项功能，首次搭载福特 EcoBoost®125 涡轮增压发动机及全新 1.5 升 Ti-VCT 发动机，超低油耗 5.6 升/100km，新增智能无钥匙进入系统、无钥匙动力启动、电动座椅记忆等功能。
2018年10月24日	业务升级：全面重构中国和亚太业务，福特中国升级为总部直管的独立业务单元，与福特北美并列成为核心业务单元，直接向公司全球总部汇报。
2018年9月27日	福特智能出行和众泰汽车签署最终合资协议：双方各出资 50%，组建众泰福特智能出行科技有限公司。新合资公司在网约车运营商和网约车司机提供智能、定制化的纯电动车出行解决方案，助力中国网约车市场的蓬勃发展。
2018年9月17日	福特汽车首次在中国开放道路进行基于蜂窝技术的车辆联网通信（C-V2X）测试：该测试标志福特汽车在支持 C-V2X 技术在全球开发和应用方面取得显著进展。
2018年8月14日	与阿里巴巴合作：福特（Ford）智能出行公司旗下子公司 Autonomic 与阿里巴巴旗下云计算平台阿里云签署备忘录，计划在中国推出由 Autonomic 打造车联云平台。
2018年8月2日	购物体验升级：长安福特宣布其官方移动端电商平台——“福特商城”正式上线，打造以消费者需求为导向的互联网数字营销平台，为消费者带来更便捷的购车体验。
2018年7月1日	福特和长安共同签约成立了全国性的销售服务机构：联合任命新组建全国销售高层管理团队，整合福特汽车在华乘用车资源。该机构将取代现有长安福特销售公司，作为独立业务部门直接向长安福特董事会汇报。
2018年6月27日	百度和福特中国达成战略合作意向：双方将在多车联网、数字化解决方案、人工智能技术及数字化营销等领域开展和探索深度合作。
2018年5月2日	福特智能出行与众泰汽车成立合资公司：签署合作备忘录，双方拟各出资 50%，组建新合资公司，为网约车运营商和网约车司机提供智能、定制化的纯电动车解决方案。
2018年4月3日	正式推出福特 Co-Pilot360™ 智行驾驶辅助系统：让中国车主安全无忧，躲避街道拥堵，缓解通行压力。

资料来源：福特官网，华泰证券研究所

马自达主力车型更新，全新车型 CX8 上市

长安马自达 2018 年全年销量 16.6 万辆，同比下降 13.41%。马自达 3 全年销量 12.1 万辆，同比下降 15.4%；CX-5 全年销量 4.4 万辆，同比下降 12%。2018 年 12 月，长安马自达 CX-8 全新上市，销量有望逐步爬坡；2019 年 1 月，CX-5 将完成年度车型更新，马自达 3 昂克赛拉预计将于 2019 年换代。我们认为，随着 CX-8 上市，长安马自达的车型正不断丰富完善，凭借日系车良好口碑，预计 2019-2020 长安马自达销量有望保持稳步增长。

图表11： 长安马自达品牌 2015 年以来销量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：长安马自达品牌 2018-2019 年上市车型

车型	上市时间	级别	轿车/SUV/MPV	全新/换代/改款	产品特点
马自达 3	2019	A	轿车	换代	动力：2.0L Skyactiv-G 与 Skyactiv-X 两款发动机，随后推出 2.0L Skyactiv-G Mild Hybri 系统
马自达 CX-5	2019.01	A	SUV	年型更新	智能配置：利用手机 APP 实现“远程遥控启动系统” 配置：中云控版 2.0L 自动两驱车型还新增了倒车摄像头+智能导航系统
马自达 CX-8	2018.12	B	SUV	全新	动力：创驰蓝天 2.5L 发动机和 6AT 变速箱 智能安全：i-ACTIVSENSE 马自达智能安全辅助系统，囊括 360° 全景摄像头、盲点监测、车道偏离警示、行人探测功能等主动安全技术

资料来源：搜狐汽车，华泰研究所

盈利预测与估值

根据公司公告，长安汽车 2018 年共实现汽车销量 213.8 万辆，同比下降 25.58%。其中长安自主销量 92.2 万辆，同比下降 19.38%；长安福特销量 37.8 万辆，同比下降 54.38%；长安马自达销量 16.6 万辆，同比下降 13.41%。长安新能源汽车 2018 年累计销量 8.68 万辆，同比增长 41.83%。公司 2018 年前三季度营收合计 498.52 亿元，同比-3.07%；净利 11.63 亿元，同比-79.98%。由于公司 2018 年销量下滑较大，我们下调公司 2018-2020 年盈利预测。

核心假设：

- 1) 长安自主品牌受益 CS 系列改款和全新 CS85 和 CS65 车型上市，逸动保持良好势头，预计 CS85 和 CS65 等全新车型将贡献新的增量，预计 CS2019-20 年主力车型销量分别达约 75.3 万辆和 80.12 万辆，分别增长 14.16%和 6.4%；2017 年长安自主单车均价约 7 万元，毛利率 13.31%，逸动、睿骋和 CS 系列车型合计占自主总销量比例约 57%。我们预计 2018-20 年逸动、睿骋和 CS 系列车型合计占自主总销量比例分别约 70%、72%和 73%，考虑 CS85、CS65 等新车型上市，我们假设 2018-20 年长安自主单车均价分别为 7.5 万、7.6 万和 7.7 万元；毛利率逐年恢复提升，分别为 12.49%，13.5%和 14.5%。销售费用率和管理费用率取前三年均值，2018-20 销售费用率分别为 6.38%、6.03%和 5.79%；管理费用率分别为 6.7%、6.64%和 6.65%。
- 2) 长安福特品牌受益于福克斯和翼虎等车型改款，以及林肯车型国产化，我们认为搭载阿里斑马系统的翼虎和林肯国产化将分别贡献 2019 年和 2020 年长安福特的主要销量增量，预计 2019-20 年将实现主力车型销量约 43 万辆和 56 万辆，分别同比增长 11.86%和 30.23%；2018-2020 年分别贡献投资收益 17/20/36 亿元。
- 3) 长安马自达品牌马自达 3 换代和全新 CX-8 上市，我们认为马自达品牌产品线正不断丰富，受益于产品换代，马自达 3 和 CX-8 将贡献长安马自达主要销量增量，预计 2019-20 年销量将达约 19.2 万辆和 21.2 万辆，分别同比增长 15.75%和 10.42%；2018-2020 年分别贡献投资收益 12/14/15 亿元。

图表13：长安汽车集团各板块主力车型销量预测

长安汽车集团	车型	2017	2018E	2019E	2020E
长安自主	奔奔	22,567	12,596	12,000	13,200
	逸动	92,573	129,832	135,000	140,000
	睿骋	5,440	30,553	36,000	40,000
	CS15	61,650	32,076	30,000	30,000
	CS35	151,622	130,597	135,000	140,000
	CS55	79,678	172,432	180,000	150,000
	CS65	0	0	35,000	100,000
	CS75	240,095	144,716	150,000	150,000
	CS85	0	190	30,000	30,000
	CS95	20,912	6,602	10,000	8,000
	合计	674,537	659,594	753,000	801,200
	YOY		-2.22%	14.16%	6.40%
长安福特	福克斯	168,508	67,787	80,000	70,000
	福睿斯	291,773	155,270	160,000	152,000
	蒙迪欧	111,364	45,904	40,000	50,000
	金牛座	25,347	8,315	8,000	8,000
	翼搏	32,496	16,030	20,000	25,000
	翼虎	91,526	31,453	60,000	80,000
	锐界	106,956	59,650	60,000	65,000
	林肯 MKC	0	0	2,000	80,000
	林肯探险者	0	0	0	30,000
	合计	827,970	384,409	430,000	560,000
	YOY		-53.57%	11.86%	30.23%
长安马自达	马自达 3	142,498	121,193	135,000	145,000
	CX-5	49,555	43,784	50,000	58,000
	CX-8	0	898	7,000	9,000
	合计	192,053	165,875	192,000	212,000
	YOY		-13.63%	15.75%	10.42%

资料来源：Marklines, 华泰证券研究所

图表14: 长安汽车集团各板块主力车型原销量预测

长安汽车集团	车型	2017	2018E	2019E	2020E
长安自主	奔奔	22,567	23,000	24,000	25,000
	逸动	92,573	120,000	130,000	150,000
	睿骋	5,440	50,000	60,000	75,000
	CS15	61,650	80,000	85,000	85,000
	CS35	151,622	160,000	170,000	155,000
	CS55	79,678	90,000	100,000	95,000
	CS75	0	250,000	230,000	225,000
	CS95	240,095	25,000	25,000	30,000
	其他	0		25,000	50,000
	合计	674,537	798,000	849,000	890,000
	YOY		18.30%	6.39%	4.83%
长安福特	福克斯	168,508	175,000	180,000	180,000
	福睿斯	291,773	350,000	380,000	400,000
	蒙迪欧	111,364	100,000	120,000	110,000
	金牛座	25,347	25,000	20,000	22,000
	翼搏	32,496	45,000	55,000	60,000
	翼虎	91,526	120,000	128,000	135,000
	锐界	106,956	120,000	126,000	125,000
	其他		20,000	60,000	100,000
	合计	827,970	955,000	1,069,000	1,132,000
	YOY		15.34%	11.94%	5.89%
	长安马自达	马自达3	142,498	155,000	165,000
CX-5		49,555	60,000	70,000	80,000
合计		192,053	215,000	235,000	260,000
YOY			11.95%	9.30%	10.64%

资料来源: Marklines, 华泰证券研究所

我们认为 2018 年是公司销量和业绩的低点, 随着 2019 年公司长安自主品牌、长安福特品牌和长安马自达品牌的主力车型进行新换代周期, 公司车型销量和盈利能力都将逐步回暖, 同时林肯国产化后公司将实现豪华车市场的新突破。公司 2018 年销量下滑较大, 我们预计公司 2018-20 年归母净利约 1.48\15.05\39.88 亿元(分别下调约 97%/74%/38%), EPS 分别为 0.03\0.31\0.83 元, 同行业可比公司 2019 年平均估值约 25X PE, 我们预计公司 2018 年业绩下滑, 但 2019-20 年业绩改善预期大, 给予公司 2019 年 27~28X PE 估值, 目标价调整为 8.37~8.68 元, 上调至“买入”评级

图表15: 可比公司估值(截至 20190117)

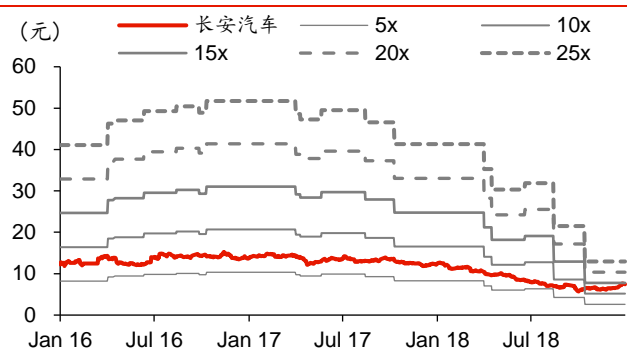
证券代码	公司	收盘价 (元)	EPS(元)			PE(倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
601633.SH	长城汽车	6.08	0.58	0.66	0.81	10.48	9.21	7.51
000550.SZ	江铃汽车	14.8	0.24	0.45	0.43	61.67	32.89	34.42
002594.SZ	比亚迪	47.49	1.14	1.51	1.86	41.66	31.45	25.53
	平均					37.94	24.52	22.49

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示: 汽车市场景气度不及预期、公司长安自主品牌销量不及预期、公司长安福特品牌销量不及预期、公司长安马自达品牌销量不及预期。

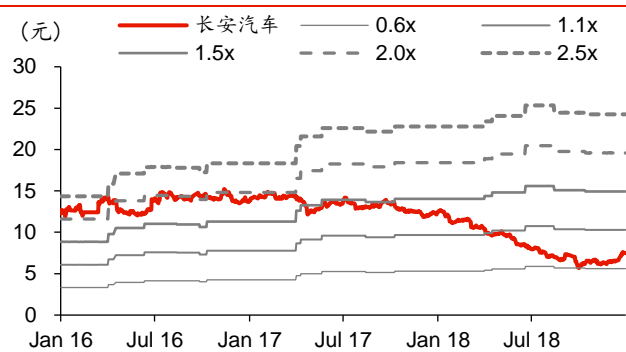
PE/PB - Bands

图表16: 长安汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表17: 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	65,998	62,757	59,395	67,272	75,842
现金	24,783	22,632	23,689	27,246	33,296
应收账款	1,499	1,807	1,368	1,609	1,728
其他应收账款	1,403	1,645	1,295	1,500	1,612
预付账款	1,061	1,102	973.33	1,087	1,148
存货	7,304	4,666	5,851	6,056	6,310
其他流动资产	29,948	30,905	26,218	29,775	31,749
非流动资产	40,513	43,368	42,230	40,229	38,185
长期投资	14,743	14,099	14,448	14,381	14,356
固定投资	15,480	19,045	18,765	17,585	15,938
无形资产	3,445	4,048	4,258	4,284	4,299
其他非流动资产	6,844	6,177	4,759	3,979	3,592
资产总计	106,510	106,125	101,625	107,501	114,027
流动负债	59,994	54,603	52,409	56,809	59,177
短期借款	175.00	185.00	159.17	170.42	169.10
应付账款	19,881	21,903	18,597	20,972	22,186
其他流动负债	39,939	32,515	33,653	35,667	36,822
非流动负债	3,163	4,059	3,746	3,709	3,857
长期借款	19.98	6.58	6.53	5.37	2.55
其他非流动负债	3,143	4,053	3,740	3,704	3,855
负债合计	63,157	58,662	56,155	60,518	63,034
少数股东权益	(220.65)	(135.51)	(134.89)	(126.94)	(104.18)
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
资本公积	5,085	5,099	5,099	5,099	5,099
留存公积	33,528	37,585	35,703	37,207	41,195
归属母公司股东权益	43,574	47,599	45,605	47,110	51,097
负债和股东权益	106,510	106,125	101,625	107,501	114,027

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	2,287	(1,370)	369.75	690.48	1,371
净利润	10,277	7,208	148.54	1,513	4,011
折旧摊销	2,287	2,563	2,703	2,877	2,977
财务费用	(305.39)	(524.97)	(448.81)	(495.54)	(591.39)
投资损失	(9,619)	(6,906)	(2,720)	(3,400)	(5,100)
营运资金变动	(1,068)	(4,102)	1,475	74.29	(51.28)
其他经营现金	716.16	392.83	(788.05)	121.85	125.86
投资活动现金	5,437	4,428	1,384	2,530	4,178
资本支出	4,645	3,309	350.00	350.00	350.00
长期投资	0.00	1,263	310.53	(66.29)	(18.61)
其他投资现金	10,082	8,999	2,044	2,813	4,509
筹资活动现金	(2,450)	(4,575)	(695.59)	336.02	501.48
短期借款	125.00	10.00	(25.83)	11.25	(1.32)
长期借款	19.98	(13.40)	(0.04)	(1.16)	(2.83)
普通股增加	139.76	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,858	14.10	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,592)	(4,586)	(669.72)	325.93	505.63
现金净增加额	5,268	(1,542)	1,058	3,556	6,050

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78,542	80,012	69,136	78,128	83,637
营业成本	64,488	69,363	60,501	67,581	71,510
营业税金及附加	3,630	3,074	2,901	3,241	3,440
营业费用	5,294	3,978	4,127	4,504	4,768
管理费用	5,129	5,280	4,632	5,186	5,563
财务费用	(305.39)	(524.97)	(448.81)	(495.54)	(591.39)
资产减值损失	468.85	251.52	387.10	355.53	348.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9,619	6,906	2,720	3,400	5,100
营业利润	9,432	7,152	(242.48)	1,156	3,698
营业外收入	975.46	104.33	463.14	428.92	386.23
营业外支出	57.63	75.07	71.83	70.54	71.72
利润总额	10,350	7,181	148.83	1,514	4,012
所得税	73.23	(27.55)	0.29	1.31	1.75
净利润	10,277	7,208	148.54	1,513	4,011
少数股东损益	(8.69)	71.20	0.62	7.95	22.76
归属母公司净利润	10,285	7,137	147.92	1,505	3,988
EBITDA	11,413	9,189	2,012	3,537	6,083
EPS (元, 基本)	2.14	1.49	0.03	0.31	0.83

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	17.63	1.87	(13.59)	13.01	7.05
营业利润	(1.62)	(24.18)	(103.39)	576.65	219.95
归属母公司净利润	3.34	(30.61)	(97.93)	917.38	164.99
获利能力 (%)					
毛利率	17.89	13.31	12.49	13.50	14.50
净利率	13.10	8.92	0.21	1.93	4.77
ROE	23.60	14.99	0.32	3.19	7.80
ROIC	153.71	58.31	(7.87)	9.79	65.32
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.30	55.28	55.26	56.30	55.28
净负债比率 (%)	3.46	0.35	1.49	1.40	1.16
流动比率	1.10	1.15	1.13	1.18	1.28
速动比率	0.97	1.06	1.02	1.07	1.17
营运能力					
总资产周转率	0.80	0.75	0.67	0.75	0.76
应收账款周转率	63.59	47.45	42.54	51.13	48.92
应付账款周转率	3.70	3.32	2.99	3.42	3.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.14	1.49	0.03	0.31	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	(0.29)	0.08	0.14	0.29
每股净资产(最新摊薄)	9.07	9.91	9.50	9.81	10.64
估值比率					
PE (倍)	3.50	5.04	243.18	23.90	9.02
PB (倍)	0.83	0.76	0.79	0.76	0.70
EV_EBITDA (倍)	(0.11)	(0.13)	(0.62)	(0.35)	(0.20)

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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