

## 业绩符合预期，自主盈利能力改善明显



## 核心观点

- **业绩符合预期。**前三季度营业收入 451.15 亿元，同比下滑 9.5%，实现归母净利润-26.62 亿元，同比下滑 328.8%，扣非归母净利润-35.33 亿元，EPS 为-0.55 元。3 季度实现营业收入 152.4 亿元，环比增长 9.9%，同比增长 7.3%；归母净利润-4.21 亿元，3 季度盈利有所改善。前三季度计入当期损益的政府补贴 7.6 亿元，同比减少 46%，政府补贴下降也影响盈利增长。
- **3 季度毛利率同比环比均改善，期间费用控制加强。**公司前三季度毛利率为 11.8%，同比减少 3.4 个百分点，3 季度毛利率为 18.8%，同比增加 0.8 个百分点，环比增加 6.9 个百分点，边际改善明显，预计主要受自主新产品热销影响。前三季度期间费用率为 14.3%，同比减少 0.1 个百分点，期间费用控制加强。前三季度公司经营活动现金流净额为 37.58 亿元，同比增长 306.8%，大幅改善，三季度末存货为 57.96 亿元，较期初增长 17.9%。
- **3 季度投资收益亏损扩大，预计 4 季度有望环比改善。**第 3 季度单季度实现投资净收益-4.1 亿元，2 季度投资收益 2.89 亿元，3 季度长安福特销量 5.37 万辆，环比增长 40.1%，长安马自达销量 3.47 万辆，环比增长 24.9%，预计投资收益下降主要与 3 季度补贴减少有关。长安福特 9 月发布加速计划，未来三年将至少投放 18 款车型，林肯国产 SUV 年内将上市，新产品推出后销量有望进一步改善。全新马自达 3 已上市，有望拉动 4 季度销量进一步改善。随着销量回升，长福和长马盈利能力改善拉动投资收益回升。
- **长安自主品牌热销车型带动销量提升。**长安自主 3 季度销量 18.81 万辆，环比增长 17.8%，同比增长 0.4%。CS75 PLUS 上市后持续热销；长安欧尚 X7 有望成为下一款爆品，目前预售 15 天订单已经破万，11 月将正式上市。新车型产品拉动长安自主品牌销量持续提升，盈利有望持续改善。

**财务预测与投资建议：**调整毛利率及投资收益预测，预测 2019-2021 年每股收益分别为 0.09、0.81、1.05 元（原 0.14、0.87、1.16 元），因公司亏损，我们用 PB 进行估值。可比公司 19 年平均 PB 为 1.1 倍左右，给予公司 2019 年 PB1.1 倍估值，目标价 10.74 元，维持买入评级。

**风险提示：**长安福特销量低于预期风险、长安马自达销量低于预期、长安自主品牌销量低于预期的风险。

## 公司主要财务信息

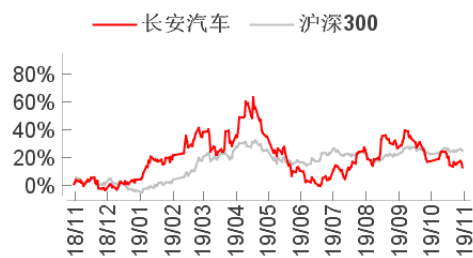
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80,012	66,298	72,993	79,314	86,296
同比增长(%)	1.9%	-17.1%	10.1%	8.7%	8.8%
营业利润(百万元)	7,152	(201)	(1,707)	2,496	3,695
同比增长(%)	-24.4%	-102.8%	-747.6%	246.2%	48.0%
归属母公司净利润(百万元)	7,137	681	425	3,867	5,046
同比增长(%)	-30.6%	-90.5%	-37.6%	810.0%	30.5%
每股收益(元)	1.49	0.14	0.09	0.81	1.05
毛利率(%)	13.3%	14.7%	13.8%	14.9%	14.9%
净利率(%)	8.9%	1.0%	0.6%	4.9%	5.8%
净资产收益率(%)	15.7%	1.5%	0.9%	8.0%	9.5%
市盈率	4.8	50.4	80.7	8.9	6.8
市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月30日)	7.14 元
目标价格	10.74 元
52周最高价/最低价	10.32/6.13 元
总股本/流通A股(万股)	480,265/390,064
A股市值(百万元)	34,291
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-2.06	-3.64	-11.08	12.97
相对表现	2.58	5.65	11.62	12.14
沪深300	0.52	2.01	0.54	25.11



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师 姜雪晴

021-63325888\*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

## 相关报告

- 长福销量季度环比增长，新车推动自主销量及盈利改善： 2019-10-13
- 长福发布加速计划有望改善盈利能力： 2019-09-27
- 长安福特零售量环比增长，自主持续增长： 2019-09-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：盈利预测对比表**

	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	72,993	79,314	86,296	72,993	79,314	86,296
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
营业成本（百万元）	63,090	67,532	73,100	62,927	67,532	73,431
变动幅度				-0.3%	0.0%	0.5%
销售费用（百万元）	4380	4997	5437	4234	4997	5437
变动幅度				-3.3%	0.0%	0.0%
管理费用（百万元）	5110	5552	6041	5110	5552	6041
变动幅度				0.0%	0.0%	0.0%
财务费用（百万元）	-193	-268	-366	-182	-238	-316
变动幅度				5.7%	11.2%	13.7%
投资收益（百万元）	989	4220	5185	417	3913	5034
变动幅度				-57.8%	-7.3%	-2.9%
营业利润（百万元）	-1434	2834	4228	-1707	2496	3695
变动幅度				-19.0%	-11.9%	-12.6%
利润总额（百万元）	706	4274	5668	433	3936	5135
变动幅度				-38.7%	-7.9%	-9.4%
净利润（百万元）	701	4242	5625	429	3907	5097
变动幅度				-38.8%	-7.9%	-9.4%
归属于母公司净利润（百万元）	694	4199	5569	425	3867	5046
变动幅度				-38.8%	-7.9%	-9.4%
每股收益（元）	0.14	0.87	1.16	0.09	0.81	1.05
变动幅度				-35.7%	-6.9%	-9.5%
毛利率	13.6%	14.9%	15.3%	13.8%	14.9%	14.9%
变动幅度				0.2%	0.0%	-0.4%
净利率	1.0%	5.3%	6.5%	0.6%	4.9%	5.9%
变动幅度				-0.4%	-0.4%	-0.6%

资料来源：WIND、东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	22,632	9,981	18,222	18,058	18,061	营业收入	80,012	66,298	72,993	79,314	86,296
应收账款	1,807	1,409	1,460	1,428	1,726	营业成本	69,363	56,583	62,927	67,532	73,431
预付账款	1,102	866	982	1,065	1,149	营业税金及附加	3,074	2,306	2,555	2,776	3,020
存货	4,666	4,917	5,034	5,271	5,996	营业费用	3,978	5,283	4,234	4,997	5,437
其他	32,550	26,040	29,156	31,504	33,836	管理费用	5,280	5,326	5,110	5,552	6,041
<b>流动资产合计</b>	<b>62,757</b>	<b>43,213</b>	<b>54,854</b>	<b>57,326</b>	<b>60,767</b>	财务费用	(525)	(427)	(182)	(238)	(316)
长期股权投资	14,099	13,275	14,039	13,804	13,706	资产减值损失	252	239	474	112	23
固定资产	19,045	22,161	26,066	28,331	28,658	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3,234	5,384	10,152	10,059	10,012	投资净收益	6,906	(71)	417	3,913	5,034
无形资产	4,048	5,018	3,778	2,519	1,253	其他	1,655	2,882	0	0	0
其他	2,943	4,437	1,920	2,032	2,237	<b>营业利润</b>	<b>7,152</b>	<b>(201)</b>	<b>(1,707)</b>	<b>2,496</b>	<b>3,695</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,368</b>	<b>50,276</b>	<b>55,955</b>	<b>56,744</b>	<b>55,866</b>	营业外收入	104	916	2,200	1,500	1,500
<b>资产总计</b>	<b>106,125</b>	<b>93,489</b>	<b>110,810</b>	<b>114,071</b>	<b>116,633</b>	营业外支出	75	57	60	60	60
短期借款	185	190	8,646	6,992	1,377	<b>利润总额</b>	<b>7,181</b>	<b>658</b>	<b>433</b>	<b>3,936</b>	<b>5,135</b>
应付账款	21,903	13,916	18,249	19,173	20,067	所得税	(28)	(65)	3	30	39
其他	32,515	29,054	33,347	33,491	35,748	<b>净利润</b>	<b>7,208</b>	<b>723</b>	<b>429</b>	<b>3,907</b>	<b>5,097</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>54,603</b>	<b>43,160</b>	<b>60,242</b>	<b>59,656</b>	<b>57,192</b>	少数股东损益	71	43	4	39	51
长期借款	7	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,137</b>	<b>681</b>	<b>425</b>	<b>3,867</b>	<b>5,046</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.49	0.14	0.09	0.81	1.05
其他	4,053	4,176	4,071	4,099	4,115						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,059</b>	<b>4,176</b>	<b>4,071</b>	<b>4,099</b>	<b>4,115</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>58,662</b>	<b>47,336</b>	<b>64,314</b>	<b>63,755</b>	<b>61,307</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(136)	(92)	(88)	(49)	2	<b>成长能力</b>					
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803	营业收入	1.9%	-17.1%	10.1%	8.7%	8.8%
资本公积	5,099	5,057	5,057	5,057	5,057	营业利润	-24.4%	-102.8%	-747.6%	246.2%	48.0%
留存收益	37,585	36,108	36,447	40,228	45,187	归属于母公司净利润	-30.6%	-90.5%	-37.6%	810.0%	30.5%
其他	111	277	277	277	277	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>47,463</b>	<b>46,153</b>	<b>46,496</b>	<b>50,316</b>	<b>55,326</b>	毛利率	13.3%	14.7%	13.8%	14.9%	14.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>106,125</b>	<b>93,489</b>	<b>110,810</b>	<b>114,071</b>	<b>116,633</b>	净利率	8.9%	1.0%	0.6%	4.9%	5.8%
						ROE	15.7%	1.5%	0.9%	8.0%	9.5%
						ROIC	14.3%	-1.5%	-3.7%	4.0%	5.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	55.3%	50.6%	58.0%	55.9%	52.6%
净利润	7,208	723	429	3,907	5,097	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,171	6,956	7,005	9,044	11,070	流动比率	1.15	1.00	0.91	0.96	1.06
财务费用	(525)	(427)	(182)	(238)	(316)	速动比率	1.06	0.88	0.82	0.87	0.95
投资损失	(6,906)	71	(417)	(3,913)	(5,034)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,618)	(5,617)	5,337	(1,557)	(333)	应收账款周转率	48.4	40.0	47.6	51.3	51.2
其它	(700)	(5,593)	2,058	122	40	存货周转率	11.2	11.3	12.1	12.7	12.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,370)</b>	<b>(3,887)</b>	<b>14,231</b>	<b>7,365</b>	<b>10,524</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(5,056)	(12,761)	(15,057)	(10,057)	(10,057)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	534	(619)	231	51	(111)	每股收益	1.49	0.14	0.09	0.81	1.05
其他	8,950	6,811	293	3,978	5,030	每股经营现金流	-0.29	-0.81	2.96	1.53	2.19
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,428</b>	<b>(6,569)</b>	<b>(14,533)</b>	<b>(6,028)</b>	<b>(5,137)</b>	每股净资产	9.91	9.63	9.70	10.49	11.52
债权融资	(1,993)	(0)	(8)	2	2	<b>估值比率</b>					
股权融资	14	(42)	0	0	0	市盈率	4.8	50.4	80.7	8.9	6.8
其他	(2,596)	(1,310)	8,552	(1,503)	(5,386)	市净率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,575)</b>	<b>(1,353)</b>	<b>8,544</b>	<b>(1,501)</b>	<b>(5,384)</b>	EV/EBITDA	1.3	1.8	2.2	1.0	0.8
汇率变动影响	(26)	6	0	0	0	EV/EBIT	1.7	-17.9	-6.0	5.0	3.3
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,542)</b>	<b>(11,803)</b>	<b>8,241</b>	<b>(164)</b>	<b>3</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

