

3Q19 自主品牌毛利率回升，公司扣非净利同环比改善

——长安汽车(000625.SZ) 2019年三季度报点评

公司简报

◆公司 3Q19 营收、扣非归母净利润同环比改善，业绩符合预期

公司自主品牌 3Q19 销量 21.5 万辆，同比+3.2%/环比+10.0%。营收 152.4 亿元，同比+7.3%/环比+9.9%。合资公司长安福特销量 5.4 万辆，同比-33.6%/环比+40.1%；长安马自达销量 3.5 万辆，同比-9.3%/环比+24.9%。合资公司投资收益-4.7 亿元，亏幅同比和环比有所扩大。公司 Q3 归母净利润-4.2 亿元，同比改善，环比亏幅扩大；扣非后归母净利润-6.2 亿元，亏幅同比和环比均收窄。

◆折扣回收、新品助力，公司毛利率改善

公司 3Q19 毛利率 18.8%，同比+0.8pct/环比+6.9pct。毛利率改善主要因 1) 终端折扣收窄；2) 新品上市提升单车价值。三项费用率 16.8%，同比-2.3pct/环比+2.4pct。Q3 公司新品上市使销售费用率环比提升。管理费用率和研发费用率合计环比持平，同比下降，公司降本成果显现。

◆自主新品放量初现，合资静待林肯上市

公司新品 CS75plus 9 月销量 1.1 万辆。随着产能释放，其月销量将进一步增长。今年年底上市的中期改款 CS55 有望进一步拉动公司 2020 年销量。今年 9 月，重庆长安和福特中国发布“福特加速计划”，将加速产品更新、提升本土研发。12 月福特品牌全新 SUV Escape 和豪华品牌林肯 Corsair 将上市。豪华品牌林肯的导入将提升公司单车利润，加速业绩修复。

◆行业需求边际复苏，公司扣非业绩环比改善，上调公司评级至“买入”

行业需求复苏预期逐步加强，考虑到 Q4 自主和合资新品逐步落地，公司销量和车型结构有望改善。同时，叠加降本控费等举措，公司毛利率、期间费用率或继续改善，业绩有望将迎来拐点。我们上调公司 19-21 年归母净利润至-1.8 / 34.6 / 48.7 亿元，对应 EPS 为-0.04 / 0.72 / 1.01 元。考虑到行业大概率切换至新一轮周期复苏，11 月至 2020 年 Q2 增速有望加速提升，汽车板块有望发生估值扩张，上调公司 PB 至 1.2 倍（前值 1.1 倍，SW 乘用车均值 1.3 倍），对应目标价 11.48 元，上调公司评级至“买入”。

◆风险提示：

1. 汽车市场复苏不及预期；2. 市场竞争加剧，新品销售不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80,012	66,298	63,693	80,319	82,463
营业收入增长率	1.87%	-17.14%	-3.93%	26.10%	2.67%
净利润(百万元)	7,137	681	-180	3,457	4,874
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	NA	NA	40.98%
EPS(元)	1.49	0.14	-0.04	0.72	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	1.47%	-0.39%	6.99%	9.15%
P/E	5	50	NA	10	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

买入(上调)

当前价/目标价：7.14/11.48 元

分析师

邵将(执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebscn.com

联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebscn.com

市场数据

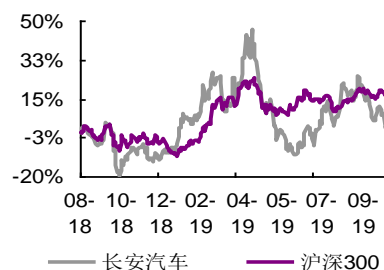
总股本(亿股)：48.03

总市值(亿元)：342.91

一年最低/最高(元)：6.04/10.74

近 3 月换手率：29.43%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.38	-10.24	-10.45
绝对	-3.38	-9.28	16.01

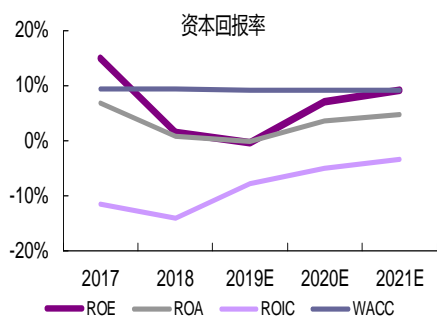
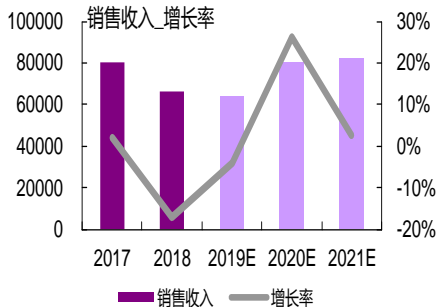
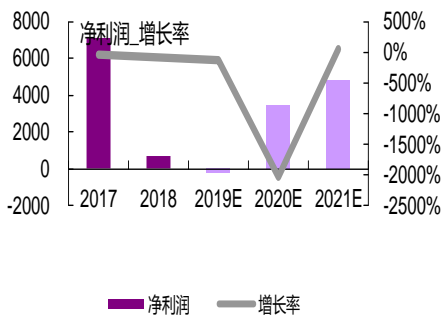
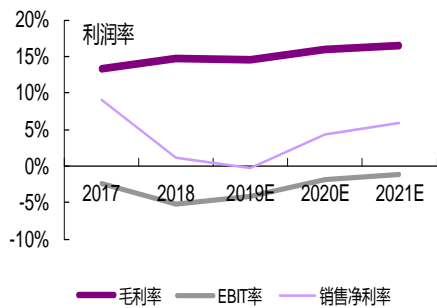
资料来源：Wind

相关研报

合资公司业绩环比改善，2H19E 公司或迎业绩拐点——长安汽车(000625.SZ) 2019 中报点评

.....2019-09-02
至暗时刻推改革，产品更新迎拐点——长安汽车(000625.SZ) 首次覆盖报告

.....2019-05-28



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	63,693	80,319	82,463
营业成本	69,363	56,583	54,473	67,468	68,857
折旧和摊销	2,563	3,104	3,887	4,130	4,430
营业税费	3,074	2,306	2,211	2,889	2,899
销售费用	3,978	5,283	4,210	5,279	5,385
管理费用	5,280	5,326	5,179	5,921	6,074
财务费用	-525	-427	-110	-94	-157
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6,906	-71	-187	2,419	3,590
营业利润	7,152	-201	-190	3,425	4,923
利润总额	7,181	658	-154	3,469	4,969
少数股东损益	71	43	47	46	45
归属母公司净利润	7,137	681	-180	3,457	4,874

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	106,125	93,489	90,890	100,704	106,151
流动资产	62,757	43,213	41,487	50,423	52,760
货币资金	22,632	9,981	7,493	9,761	12,823
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,807	1,409	1,238	1,497	1,450
应收票据	29,156	20,562	22,161	27,375	27,457
其他应收款	1,645	3,233	2,795	3,205	2,054
存货	4,666	4,917	4,682	5,269	5,648
可供出售投资	542	1,958	1,997	2,037	2,078
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14,099	13,275	13,182	14,391	16,186
固定资产	19,045	22,161	22,509	22,935	24,561
无形资产	4,048	5,018	4,747	4,490	4,245
总负债	58,662	47,336	44,956	51,267	52,846
无息负债	58,457	47,139	44,956	51,267	52,846
有息负债	205	197	0	0	0
股东权益	47,463	46,153	45,934	49,437	53,305
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
公积金	7,501	7,459	7,459	7,459	7,459
未分配利润	35,184	33,707	33,441	36,898	40,720
少数股东权益	-136	-92	-45	2	47

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,370	-3,887	-1,276	2,643	5,915
净利润	7,137	681	-180	3,457	4,874
折旧摊销	2,563	3,104	3,887	4,130	4,430
净营运资金增加	2,450	3,452	2,661	1,686	-2,130
其他	-13,520	-11,124	-7,644	-6,631	-1,258
投资活动产生现金流	4,428	-6,569	-1,038	-468	-1,959
净资本支出	-3,283	-6,445	-3,268	-3,881	-5,845
长期投资变化	14,099	13,275	94	-1,209	-1,795
其他资产变化	-6,388	-13,398	2,136	4,623	5,681
融资活动现金流	-4,575	-1,353	-173	94	-894
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,983	-8	-197	0	0
无息负债变化	-2,513	-11,318	-2,184	6,311	1,579
净现金流	-1,542	-11,803	-2,488	2,269	3,062

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.87%	-17.14%	-3.93%	26.10%	2.67%
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	NA	NA	40.98%
EBITDA 增长率	-65.50%	-153.30%	-479.52%	107.99%	29.65%
EBIT 增长率	314.98%	77.74%	-23.92%	-43.15%	-32.52%
估值指标					
PE	5	50	NA	10	7
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	5	-43	13	5	3
EV/EBIT	-2	-4	-6	-10	-10
EV/NOPLAT	-2	-4	-7	-10	-10
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	0	1	1	0	0
盈利能力 (%)					
毛利率	13.31%	14.65%	14.48%	16.00%	16.50%
EBITDA 率	0.79%	-0.50%	1.99%	3.29%	4.15%
EBIT 率	-2.42%	-5.19%	-4.11%	-1.85%	-1.22%
税前净利润率	8.97%	0.99%	-0.24%	4.32%	6.03%
税后净利润率 (归属母公司)	8.92%	1.03%	-0.28%	4.30%	5.91%
ROA	6.79%	0.77%	-0.15%	3.48%	4.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.99%	1.47%	-0.39%	6.99%	9.15%
经营性 ROIC	-11.57%	-14.30%	-7.95%	-5.06%	-3.45%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.00	1.02	1.07	1.08
速动比率	1.06	0.89	0.90	0.96	0.97
归属母公司权益/有息债务	232.50	235.23	-	-	-
有形资产/有息债务	486.91	437.44	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.49	0.14	-0.04	0.72	1.01
每股红利	0.45	0.02	0.00	0.22	0.31
每股经营现金流	-0.29	-0.81	-0.27	0.55	1.23
每股自由现金流(FCFF)	-1.01	-2.15	-0.85	-0.56	-0.01
每股净资产	9.91	9.63	9.57	10.29	11.09
每股销售收入	16.66	13.80	13.26	16.72	17.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼