

长安汽车 (000625)

证券研究报告

2019年11月01日

Q3 营收增速率先转正，静待盈利反转

事件:

公司发布 2019 年三季报: 前三季度公司实现营业收入 451 亿元, 同比下滑 10%, 实现归母净利润-26.6 亿元, 去年同期 11 亿元, 同比下滑 329%。

点评:

Q3 亏损环比小幅扩大, 营收实现正增长。 Q3 营收 152 亿, 同比上涨 7.3%, 实现去年 Q2 以来首次正增长, Q3 归母净利润为-4.2 亿, 相比于 Q2 的-1.4 亿有所扩大, 但明显好于 Q1 的-21.0 亿。Q3 销售净利率-2.6%, 差于 Q2 的-1.0%, 我们认为主要是受长安福特影响较大。但 Q3 毛利率 18.8%, 较 Q2 的 11.9%提升明显。

销量同比降幅明显收窄, 环比开始上涨, 底部特征明显。 长安汽车 Q3 销量为 40.4 万辆, 同比下滑了 8%, 较 Q1 和 Q2 出现明显好转 (Q1 和 Q2 销量同比分别为-32%和-31%), 环比来看, 三季度也实现了正常的季节性环比上升, 相比于 Q2 的 37.6 万辆环比增长了 7%。

长安自主率先企稳增长, 长安福特环比大幅改善。 长安自主的主要部分重庆长安 Q3 已实现同比环比的正增长, Q3 同比上升 8%, 环比上升 14%。长安自主的主力车型 CS75 在 9 月的销量已经达到 2 万的水平, 相比于去年 9 月的 1.4 万辆增长明显。**长安福特** Q3 销量为 5.4 万辆, 尽管同比下滑仍然较大 (-34%), 但相比于 Q1 (-72%) 和 Q2 (-61%) 同比降幅大幅收窄。同时环比来看回升明显, 相比于 Q2 的 3.8 万辆环比大幅增长了 40%。主销车型福睿斯 Q3 销量为 2.0 万辆, 基本上接近了福睿斯整个上半年的销量总和 (2.4 万辆)。

长安汽车核心投资逻辑在于: (1) 行业拐点: 库存周期的低点, 行业的底部, 未来随着低端产能的退出, 行业集中度提升, 市场竞争格局边际改善, 有实力有底蕴的龙头车企大幅受益。(2) 新车型发布加速, 预计之后还将发布林肯国产化车型, 有望提振公司销量。

投资建议: 因为受行业低迷以及产能利用率的拖累, 我们下调 2019-2021 年公司归母净利润预期至 1.7 亿、28 亿和 58 亿 (此前预测为 5.4 亿、41 亿和 76 亿), 对应 PE 分别为 201、12 和 6 倍。选取上汽集团、广汽集团、长城汽车作为可比公司, 给予长安汽车 21 年 7 倍 PE, 对应公司目标价下调至 8.40 元 (此前目标价为 9.40 元), 目前长安汽车 PB 仅 0.8 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济企稳不及预期、长安福特新车导入速度不及预期、长安福特及长安自主销量表现不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	7.16 元
目标价格	8.40 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,900.66
流通 A 股股本(百万股)	3,900.64
A 股总市值(百万元)	27,928.74
流通 A 股市值(百万元)	27,928.61
每股净资产(元)	9.07
资产负债率(%)	53.23
一年内最高/最低(元)	10.77/6.06

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
文康	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

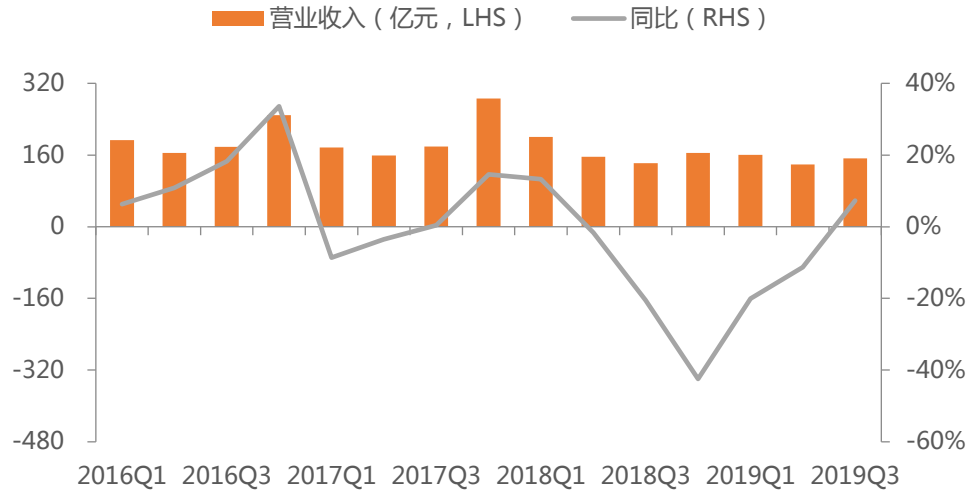
相关报告

- 《长安汽车-半年报点评:Q2 亏损大幅减少, 毛利率改善》 2019-08-31
- 《长安汽车-公司点评:4 月销量同环比下滑 估值重回低位》 2019-05-10
- 《长安汽车-季报点评:一季度扣非净利减亏 股价再回布局区间》 2019-04-30

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80,012.21	66,298.27	50,447.91	62,106.63	75,375.09
增长率(%)	1.87	(17.14)	(23.91)	23.11	21.36
EBITDA(百万元)	10,150.52	2,133.28	470.02	3,540.58	6,193.26
净利润(百万元)	7,137.23	680.73	170.28	2,772.13	5,776.55
增长率(%)	(30.61)	(90.46)	(74.99)	1,528.03	108.38
EPS(元/股)	1.49	0.14	0.04	0.58	1.20
市盈率(P/E)	4.80	50.37	201.38	12.37	5.94
市净率(P/B)	0.72	0.74	0.74	0.70	0.63
市销率(P/S)	0.43	0.52	0.68	0.55	0.45
EV/EBITDA	3.53	8.50	36.94	3.03	0.44

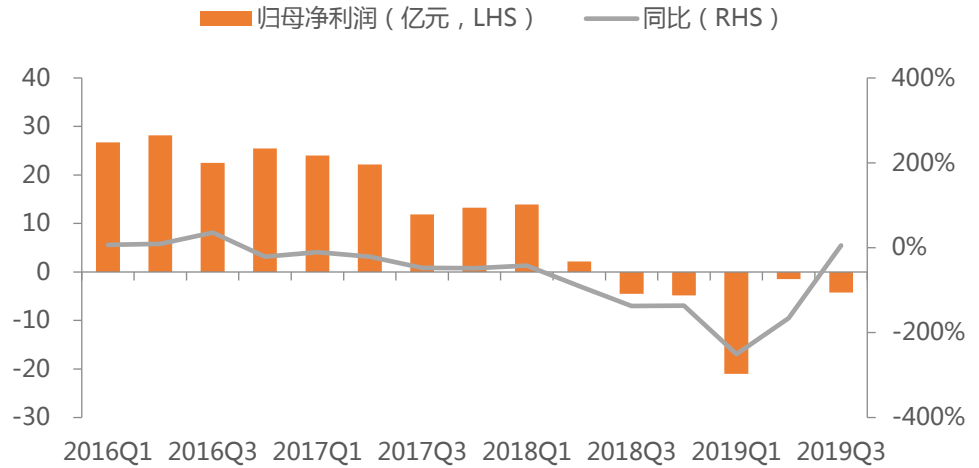
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 1：长安汽车 16 年至今单季度营业收入及同比（亿元，%）



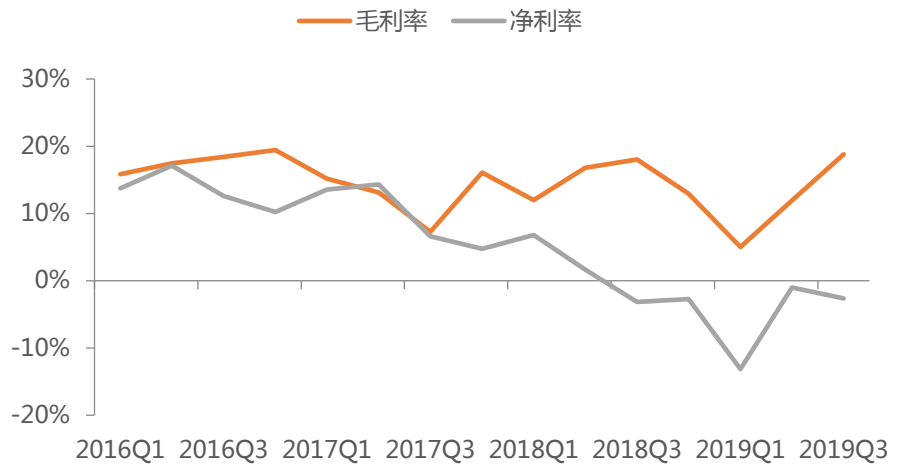
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：长安汽车 16 年至今单季度归母净利润及同比（亿元，%）



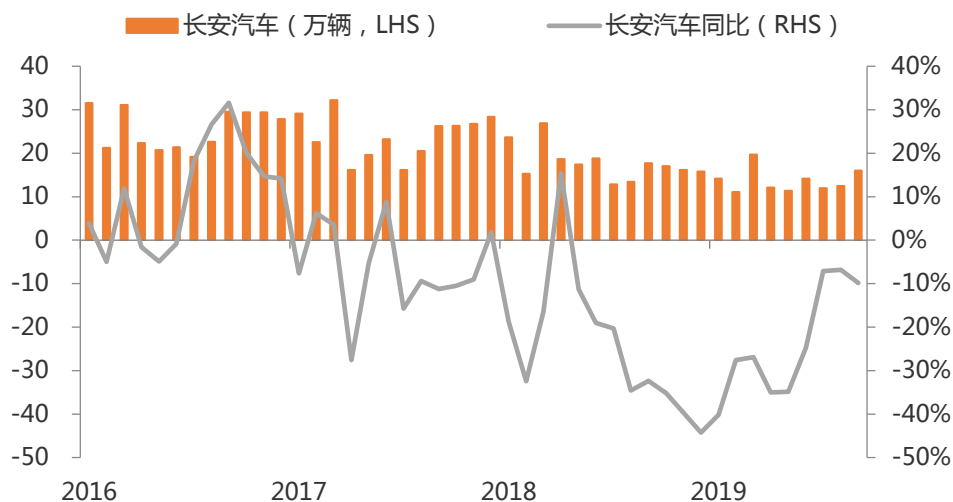
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：长安汽车 16 年至今单季度毛利率及净利率（%）



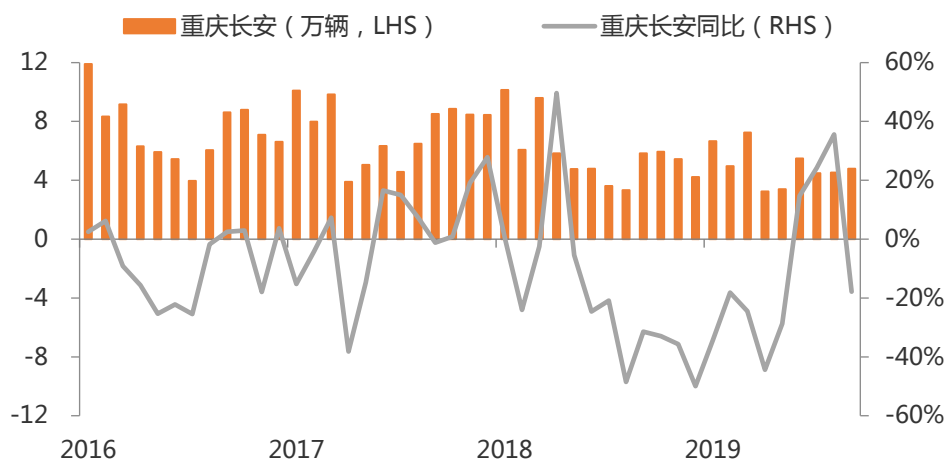
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：长安汽车 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



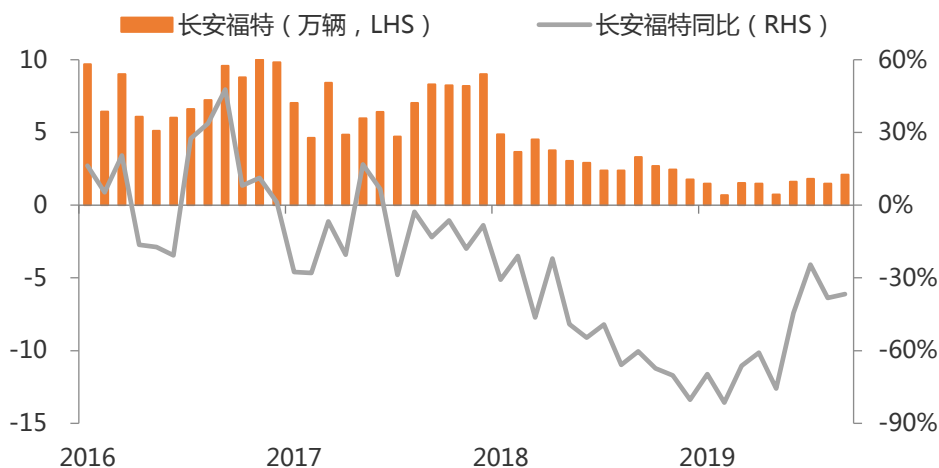
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：重庆长安 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



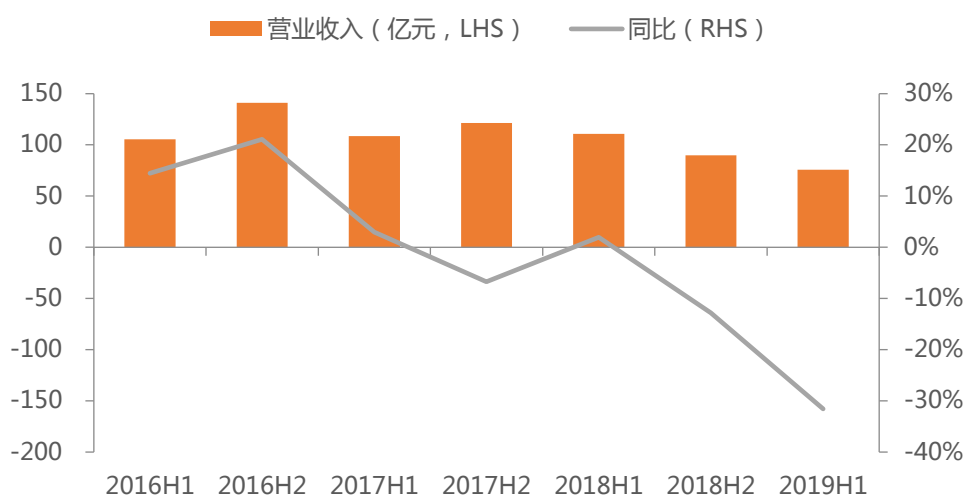
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：长安福特 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



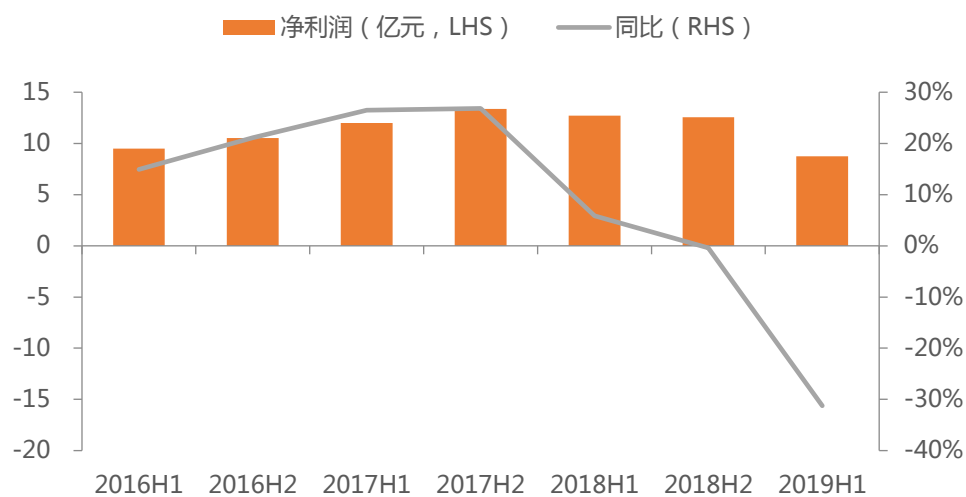
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：长安马自达 16 年至今营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：长安马自达 16 年至今净利润及同比（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	22,631.54	9,980.54	14,193.78	20,358.90	28,570.04
应收票据及应收账款	30,963.29	21,971.05	18,667.55	29,637.60	29,824.97
预付账款	1,102.24	866.25	502.99	1,228.03	899.82
存货	4,666.18	4,917.42	3,404.63	6,071.94	6,190.24
其他	3,393.37	5,478.02	2,836.59	3,979.62	4,207.60
流动资产合计	62,756.62	43,213.28	39,605.54	61,276.08	69,692.66
长期股权投资	14,098.52	13,275.17	13,275.17	13,275.17	13,275.17
固定资产	19,044.53	22,161.05	23,277.49	23,487.98	23,141.91
在建工程	3,234.17	5,383.84	3,266.31	2,007.78	1,234.67
无形资产	4,884.58	5,807.84	4,975.96	4,144.07	3,312.18
其他	2,106.68	3,647.67	3,533.41	3,561.73	3,572.19
非流动资产合计	43,368.50	50,275.58	48,328.33	46,476.74	44,536.13
资产总计	106,125.11	93,488.85	87,933.87	107,752.82	114,228.79
短期借款	185.00	190.00	200.00	200.00	300.00
应付票据及应付账款	39,905.75	28,724.06	21,839.41	41,033.10	35,581.37
其他	14,511.95	14,245.90	16,048.48	13,677.41	19,726.62
流动负债合计	54,602.70	43,159.96	38,087.88	54,910.52	55,607.98
长期借款	6.58	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,052.66	4,175.97	3,790.56	4,006.40	3,990.97
非流动负债合计	4,059.24	4,175.97	3,790.56	4,006.40	3,990.97
负债合计	58,661.94	47,335.93	41,878.44	58,916.91	59,598.96
少数股东权益	(135.51)	(92.04)	(83.07)	(74.73)	(57.35)
股本	4,802.65	4,802.65	4,802.65	4,802.65	4,802.65
资本公积	5,099.41	5,057.24	5,057.24	5,057.24	5,057.24
留存收益	42,684.80	41,165.58	41,335.85	44,107.99	49,884.54
其他	(4,988.17)	(4,780.51)	(5,057.24)	(5,057.24)	(5,057.24)
股东权益合计	47,463.18	46,152.92	46,055.43	48,835.90	54,629.83
负债和股东权益总	106,125.11	93,488.85	87,933.87	107,752.82	114,228.79

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	7,208.44	723.36	170.28	2,772.13	5,776.55
折旧摊销	2,562.90	3,104.19	1,892.99	1,959.92	2,001.07
财务费用	48.33	11.70	(241.57)	(478.04)	(670.21)
投资损失	(6,906.32)	71.31	68.16	(2,773.10)	(5,341.17)
营运资金变动	(4,654.74)	(6,084.94)	1,803.64	1,945.27	293.81
其它	371.82	(1,713.10)	8.96	8.34	17.38
经营活动现金流	(1,369.58)	(3,887.48)	3,702.46	3,434.52	2,077.43
资本支出	4,312.76	8,343.06	445.41	(135.84)	65.42
长期投资	(644.84)	(823.35)	0.00	0.00	0.00
其他	760.08	(14,088.43)	(573.57)	2,828.94	5,225.75
投资活动现金流	4,427.99	(6,568.72)	(128.16)	2,693.10	5,291.17
债权融资	204.73	196.59	870.70	430.15	602.48
股权融资	492.57	550.47	(35.08)	478.12	670.29
其他	(5,272.27)	(2,099.75)	(196.67)	(870.78)	(430.23)
筹资活动现金流	(4,574.97)	(1,352.69)	638.94	37.49	842.54
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,516.55)	(11,808.88)	4,213.24	6,165.11	8,211.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012.21	66,298.27	50,447.91	62,106.63	75,375.09
营业成本	69,363.03	56,583.47	42,951.35	53,070.11	64,294.95
营业税金及附加	3,074.02	2,305.92	1,715.23	2,012.25	2,638.13
营业费用	3,978.12	5,283.26	3,652.43	4,177.87	5,087.82
管理费用	2,663.65	2,782.76	1,563.89	1,776.25	1,997.44
研发费用	2,616.65	2,543.27	1,669.83	1,962.57	2,155.73
财务费用	(524.97)	(427.06)	(241.57)	(478.04)	(670.21)
资产减值损失	251.52	238.55	250.00	300.00	350.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6,906.32	(71.31)	(68.16)	2,773.10	5,341.17
其他	(15,467.77)	(2,739.14)	136.32	(5,546.21)	(10,682.34)
营业利润	7,151.63	(201.44)	(1,181.40)	2,058.71	4,862.40
营业外收入	104.33	916.22	1,435.00	818.52	1,056.58
营业外支出	75.07	56.56	74.36	68.66	66.53
利润总额	7,180.89	658.23	179.24	2,808.56	5,852.45
所得税	(27.55)	(65.13)	0.00	28.09	58.52
净利润	7,208.44	723.36	179.24	2,780.48	5,793.93
少数股东损益	71.20	42.63	8.96	8.34	17.38
归属于母公司净利润	7,137.23	680.73	170.28	2,772.13	5,776.55
每股收益(元)	1.49	0.14	0.04	0.58	1.20

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.87%	-17.14%	-23.91%	23.11%	21.36%
营业利润	-24.39%	-102.82%	486.48%	-274.26%	136.19%
归属于母公司净利润	-30.61%	-90.46%	-74.99%	1528.03%	108.38%
获利能力					
毛利率	13.31%	14.65%	14.86%	14.55%	14.70%
净利率	8.92%	1.03%	0.34%	4.46%	7.66%
ROE	14.99%	1.47%	0.37%	5.67%	10.56%
ROIC	35.28%	-3.01%	-4.35%	5.36%	16.37%
偿债能力					
资产负债率	55.28%	50.63%	47.62%	54.68%	52.18%
净负债率	-47.25%	-21.20%	-28.93%	-40.81%	-51.19%
流动比率	1.15	1.00	1.04	1.12	1.25
速动比率	1.06	0.89	0.95	1.01	1.14
营运能力					
应收账款周转率	2.60	2.50	2.48	2.57	2.54
存货周转率	13.37	13.84	12.12	13.11	12.29
总资产周转率	0.75	0.66	0.56	0.63	0.68
每股指标(元)					
每股收益	1.49	0.14	0.04	0.58	1.20
每股经营现金流	-0.29	-0.81	0.77	0.72	0.43
每股净资产	9.91	9.63	9.61	10.18	11.39
估值比率					
市盈率	4.80	50.37	201.38	12.37	5.94
市净率	0.72	0.74	0.74	0.70	0.63
EV/EBITDA	3.53	8.50	36.94	3.03	0.44
EV/EBIT	4.72	-18.75	-12.20	6.79	0.64

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com