

预计 4 季度自主盈利将继续提升，合资下滑逐月收窄



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **长安自主品牌销量增长拉动公司整体销量增速好于行业平均水平。**长安汽车 10 月销量 16.4 万辆，环比增长 2.6%，同比小幅下滑 0.9%，下滑幅度收窄 7.1 个百分点，整体销量接近恢复正增长；1-10 月累计销量 138.99 万辆，同比下滑 21.5%。根据乘联会的数据，10 月行业狭义乘用车批发销量同比下滑 6%，长安汽车整体销量下滑幅度好于行业平均水平，公司 10 月销量情况改善主要受长安自主品牌销量同比实现正增长拉动。
- **长安自主盈利能力大幅改善，CS75 PLUS 热销拉动销量同比正增长。**3 季度毛利率 18.8%，环比增加 6.9 个百分点，盈利能力大幅改善。自主品牌 10 月销量 8.08 万辆，环比增长 8%，同比增长 3.9%，增速改善 9 个百分点；CS75 PLUS 9 月上市后持续热销，目前订单量已突破 3 万辆；9 月 CS75 PLUS 销量超过 1 万辆，10 月份销量预计进一步提升，预计合肥工厂产能爬升后 11、12 月销量有望继续攀升。长安欧尚 X7 有望成为 CS75 PLUS 之后又一热销产品，10 月开启预售目前订单量已经超过 1 万辆，11 月将正式上市。自主品牌持续推出爆款车型，预计 4 季度自主盈利将继续改善。
- **长安福特和长安马自达销量有所改善。**长安福特 10 月销量 1.84 万辆，同比下滑 31.8%，下滑幅度收窄 4.9 个百分点；预计 11、12 月下滑幅度有望继续环比改善；长安马自达 10 月销量 1.27 万辆，同比下滑 16.5%，下滑幅度收窄 1 个百分点。长福和长马 10 月销量均有所改善。长福加速计划持续推进，林肯首款国产 SUV 年内投产上市后有望拉动长福销量增长；长马全新马自达 3 有望拉动长马 4 季度销量改善。

财务预测与投资建议：预测 2019-2021 年每股收益分别为 0.09、0.81、1.05 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 10.67 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	5.0	52.7	84.4	9.3	7.1
市净率	0.8	0.8	0.8	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11月06日)	7.47 元
目标价格	10.67 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)	35,876
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2019 年 11 月 06 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	4.62	0.81	2.61	13.87
相对表现	-2.21	3.66	6.98	9
沪深 300	2.41	4.47	9.59	22.87



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

业绩符合预期，自主盈利能力改善明显：	2019-10-30
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

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。

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
流动资产合计	62,757	43,213	54,854	57,326	60,767	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	营业利润	7,152	(201)	(1,707)	2,496	3,695
非流动资产合计	43,368	50,276	55,955	56,744	55,866	营业外收入	104	916	2,200	1,500	1,500
资产总计	106,125	93,489	110,810	114,071	116,633	营业外支出	75	57	60	60	60
短期借款	185	190	8,646	6,992	1,377	利润总额	7,181	658	433	3,936	5,135
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	净利润	7,208	723	429	3,907	5,097
流动负债合计	54,603	43,160	60,242	59,656	57,192	少数股东损益	71	43	4	39	51
长期借款	7	0	0	0	0	归属于母公司净利润	7,137	681	425	3,867	5,046
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						
非流动负债合计	4,059	4,176	4,071	4,099	4,115	主要财务比率					
负债合计	58,662	47,336	64,314	63,755	61,307		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(136)	(92)	(88)	(49)	2	成长能力					
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	获利能力					
股东权益合计	47,463	46,153	46,496	50,316	55,326	毛利率	13.3%	14.7%	13.8%	14.9%	14.9%
负债和股东权益总计	106,125	93,489	110,810	114,071	116,633	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)	营运能力					
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
经营活动现金流	(1,370)	(3,887)	14,231	7,365	10,524	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)	每股指标(元)					
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
投资活动现金流	4,428	(6,569)	(14,533)	(6,028)	(5,137)	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	估值比率					
股权融资	14	(42)	0	0	0	市盈率	5.0	52.7	84.4	9.3	7.1
其他	(2,596)	(1,310)	8,552	(1,503)	(5,386)	市净率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
筹资活动现金流	(4,575)	(1,353)	8,544	(1,501)	(5,384)	EV/EBITDA	1.5	2.0	2.5	1.1	0.9
汇率变动影响	(26)	6	0	0	0	EV/EBIT	1.9	-20.4	-6.8	5.7	3.8
现金净增加额	(1,542)	(11,803)	8,241	(164)	3						

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

