

公司研究/深度研究

2019年11月19日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.16
合理价格区间(元): 9.51~10.46

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

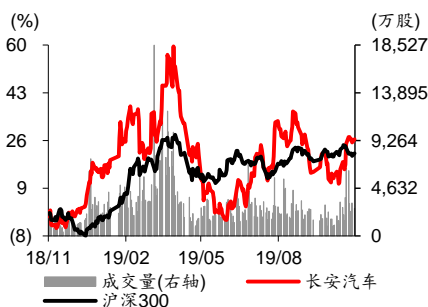
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

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

相关研究

- 1《长安汽车(000625 SZ,买入): 新车型发力, 销量环比改善》2019.10
- 2《长安汽车(000625 SZ,买入): 降本控费, Q2 业绩环比大幅改善》2019.09
- 3《长安汽车(000625 SZ,买入): 福特发布三款新车, 助力销量恢复》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

新车型周期来临, 反转在望

长安汽车(000625)

经营周期有望与行业周期共振, 业绩改善弹性大

我们认为 Q4 乘用车行业销量有望温和复苏, 20 年销量有望企稳, 而公司自主与合资推出新车型较多, 销量和盈利情况改善弹性较大。随着新车型推出和林肯国产化进行, 长安福特有望量价齐升, 业绩逐步改善。由于 CS75 plus 等单车价值量较高的车型销量提升, 长安自主产品结构持续改善, 盈利性提升。中期看, 公司若混改成功, 有望减少失血点, 集中精力发展核心品牌。长期看, 长安福特加速研发进程、改进经销商系统、国产化豪华车品牌, 而自主有深厚的研发积淀, 未来改善值得期待。我们预计 19-21 年 EPS 为-0.09、0.45、1.02 元, 维持“买入”评级。

长安福特进入新车型周期, 林肯国产化, 销量和利润有望改善

长安福特 20-22 年将会针对中国市场推出 18 款左右新车。2019 年长安福特已经推出福克斯 Active、金牛座中期改款、锐界中期改款三款新车。根据汽车之家报道, 11 月末, 长安福特将会推出翼虎换代锐际, 12 月长安林肯第一款国产车型海盜船 Corsair 有望推出。2020 年, 探险者、林肯飞行家有望国产化。2020 年下半年, 长安林肯或将国产化航海家。我们认为, 2019 年或将是长安福特销量和利润的低点, 随着新车型推出, 长安福特销量和利润有望逐步恢复, 预计 19-21 年长安福特销量分别为 20、34、45 万辆 (同比-47%、+70%、+32%), 净利润为-33、5、53 亿元。

长安自主 CS 系列发力, 产品结构改善, 盈利能力增强

2019 年, 长安自主 V 标推出了一系列新品, 3 月 CS15 换代, 4 月 CS95 中期改款。7~8 月, 逸动和 CS35 推出了 1.4T 车型。最重要的是 8 月, 长安自主推出了“爆款”车型 CS75 plus, 长安 CS75 系列 9 月零售销量 2 万台, 10 月零售销量 2.5 万台。我们认为 CS75 plus 的成功改善了长安自主的产品结构, 推动自主盈利环比改善, 也展示了长安自主的实力。11 月 CS55 中期改款上市, 自主销量有望持续改善。我们预计长安自主 19-21 年销量分别为 94、104、109 万台 (同比-8%、+10%、+5%), 自主净利润-6.5、6.6、8.8 亿元。

未来业绩改善弹性大, 维持“买入”评级

短期看, 公司经营周期有望与行业周期共振, 销量和业绩改善弹性大。中期看, 公司若混改成功, 有望减少失血点。长期看, 长安福特加速研发进程、改进经销商系统、国产化豪华车品牌, 而自主有深厚的研发积淀, 未来改善值得期待。我们预计 19-21 年归母净利润至-4.4、21.4、48.8 亿元, 预计 19-21 年 EPS-0.09、0.45、1.02 元。公司盈利波动性比较大, 采用 PB 估值法进行估值, 可比公司 19 年平均 PB 为 1.64 倍, 我们认为公司未来销量有望逐步改善, 19 年 PB 有望修复至 1~1.1 倍, 预计 19 年 BPS 为 9.51 元, 调整 19 年目标价至 9.51~10.46 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内乘用车销量不达预期, 新车型销量不达预期, 政府补助不达预期, 混改进度不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,803
流通 A 股 (百万股)	3,901
52 周内股价区间 (元)	6.13-10.32
总市值 (百万元)	39,190
总资产 (百万元)	92,947
每股净资产 (元)	9.07

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	80,012	66,298	65,471	75,686	81,647
+/-%	1.87	(17.14)	(1.25)	15.60	7.88
归属母公司净利润 (百万元)	7,137	680.70	(441.82)	2,139	4,876
+/-%	(30.61)	(90.46)	(164.91)	(584.20)	127.91
EPS (元, 最新摊薄)	1.49	0.14	(0.09)	0.45	1.02
PE (倍)	5.49	57.58	(88.71)	18.32	8.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资逻辑	4
长安福特进入新车周期，有望量利齐升	5
长安福特进入新车周期，19 年或为销量及盈利最低点	6
长安福特加快车型投放，完善 SUV 市场的布局	7
新车型单车收入提升，盈利性增强	10
建成长安福特重庆研究院，适应中国的需求	10
NDS 营销改革，整合经销商系统	11
长安自主研发积淀深厚，新产品销量超预期	12
长安自主进入新产品周期，销量持续改善	12
10 月自主销量增长显著，自主销量有望持续改善	13
长安自主在 SUV 领域布局完善，轿车聚焦细分领域	13
产品结构改善，Q3 自主盈利能力提升	14
“香格里拉”计划，推进新能源汽车和新动力系统研发	14
打造“蓝鲸”NE 平台，规模化后可降低成本	14
新能源乘用车短期聚焦四大市场，中长期全新平台产品量产	15
“北斗天枢”计划，转型智能出行科技公司	15
携手腾讯，开发 TINNOVE OS 汽车智能系统	16
T3 合作出行，布局共享出行领域	16
长安马自达车型较少，但单车稳定盈利	17
引入社会资本，混改减少失血点	18
盈利预测与投资建议	19
可比公司估值	22
风险提示	22
PE/PB - Bands	22

图表目录

图表 1: 乘用车年度销量	5
图表 2: 长安福特年度销量	5
图表 3: 福克斯月度销量	5
图表 4: 福睿斯月度销量	5
图表 5: 长安福特产能情况	5
图表 6: 乘用车行业月度销量	6
图表 7: 长安福特销量预计	6
图表 8: 长安福特轿车车型布局	7
图表 9: 长安福特 SUV 车型布局	7
图表 10: 长安福特 19-21 年主要新车型一览	7
图表 11: 福特锐际	8
图表 12: 林肯海盗船	8
图表 13: 林肯飞行家	8
图表 14: 林肯航海家	8
图表 15: 锐界 ST-line 竞品分析	9
图表 16: 新锐界 ST	9
图表 17: 福克斯 Active	9
图表 18: 福克斯 Active 竞品分析	9
图表 19: 金牛座竞品分析	10
图表 20: 长安福特盈亏平衡点测算	10
图表 21: NDS 旗下产品系列	11
图表 22: 长安自主 V 标新车型情况	12
图表 23: 长安 CS75 plus 竞品分析	12
图表 24: 长安 V 标 SUV 车型布局	13
图表 25: 长安 V 标轿车布局	14
图表 26: “蓝鲸” NE 动力平台规划	15
图表 27: 中国品牌首创的模块化技术平台	15
图表 28: 长安新能源乘用车销量	15
图表 29: 长安 2019 年新能源乘用车月度销量	15
图表 30: 长安马自达盈利情况	17
图表 31: 长安汽车各品牌销量预计	19
图表 32: 长安汽车投资收益计算	19
图表 33: 长安福特分车型销量表	20
图表 34: 长安福特营收净利润情况	20
图表 35: 长安自主盈利情况	21
图表 36: 可比公司估值 (截至 20191118)	22
图表 37: 长安汽车历史 PE-Bands	22
图表 38: 长安汽车历史 PB-Bands	22

投资逻辑

1、短期看，经营周期有望与行业复苏周期共振。我们认为 Q4 乘用车行业销量有望温和复苏，而公司自主与合资推出新车型较多，销量和盈利情况改善弹性较大。

长安福特 20-22 年将会针对中国市场推出 18 款左右新车。今年长安福特已经推出福克斯 Active、金牛座中期改款、锐界中期改款三款新车。11 月末，长安福特将会推出翼虎换代锐际，12 月长安林肯第一款国产车型海盗船 Corsair 有望推出。2020 年，长安福特预计会推出新车探险者，林肯飞行家有望国产化。2020 年下半年，长安林肯或将国产化航海家。我们认为，2019 年或将是长安福特销量和利润的低点，随着新车型推出长安福特销量有望逐步恢复，预计 19-21 年长安福特销量分别为 20、34、45 万辆（同比-47%、+70%、+32%）。

长安自主进入新产品周期，销量持续改善。2019 年，长安自主 V 标推出了一系列新品，3 月 CS15 换代，4 月 CS95 中期改款。7-8 月，逸动和 CS35 推出了 1.4T 车型。最重要的是 8 月，长安自主推出了“爆款”车型 CS75 plus，长安 CS75 系列 9 月零售销量 2 万台，10 月零售销量 2.5 万台。我们认为 CS75 plus 的成功改善了长安自主的产品结构，推动自主盈利环比改善，也展示了长安自主的实力。11 月 CS55 中期改款上市，自主销量有望持续改善。我们预计长安自主 V 标 19-21 年销量分别为 63.5 万、75.4 万、80.4 万台（同比-5.8%、+19%、+6.6%）。长安自主 19-21 年 94.3、103.7、109 万台（同比-8%、+10%、+5%）

2、19 年或为盈利最低点，盈利改善弹性大。我们认为由于销量下滑较多，19 年长安福特亏损概率较大。随着锐际、探险者和国产的林肯逐步推出，长安福特产品结构改善，量价齐升，利润弹性大。我们预计长安福特 19-21 年单车收入分别为 13.5 万、14.9 万、16.3 万元，同比+2.5%、+10%、+10%，盈亏平衡销量有望下降，19-21 年净利润为-33、5、53 亿元。

由于 CS75 plus 等单车价值量较高的车型销量提升，长安自主 V 标车型结构持续改善，盈利性提升。我们预计自主 19-21 年单车收入分别为 6.95、7.3、7.5 万（同比+7.3%、+5.1%、+2.7%）。伴随销量和单车收入提升，以及“蓝鲸”NE 动力平台规模化提升，长安自主的毛利率有望逐步改善，我们预计长安自主 19-21 年毛利率分别为 14%、15%、15.3%，19-21 年实现净利润-6.5、6.6、8.8 亿元。

3、中期看，混改减少公司出血点。19 年 7 月公司在江铃控股的持股比例降至 25%。19 年 11 月，公司拟转让长安 PSA50% 股权，我们认为若交易成功，公司有望减少亏损增加盈利。此外长安新能源子公司已经重新挂牌，欧尚、凯程混改也在规划中。若能混改成功，长安有望轻装上阵，减少出血点，集中精力发展长安自主 V 标。

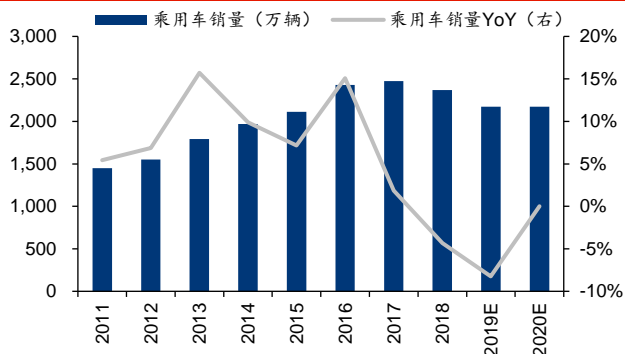
4、长期看，长安福特引进豪华车品牌、加速中国研发进程、整合经销商系统，有望逐步恢复昔日风采。长安福特引进了豪华品牌林肯，有望受益乘用车消费升级，盈利能力有所提升。同时在研发方面，长安福特设立重庆研究院加速研发进程，适应中国需求，未来推出新车的速度有望加快，设计出的产品有望更贴近中国消费者。在营销方面，福特中国设立 NDSD，整合经销商系统。

长安自主有百万销量基础，研发积淀仍在，积极拓展新能源和智能网联领域。长安自主 V 标在 SUV 领域布局完善，聚焦紧凑型 SUV，推出 CS 系列取得了不错的销量成绩。公司提出“香格里拉计划”，全面推进新能源汽车和新动力系统的研发，公司打造了“蓝鲸”NE 平台，全系兼容 48V、HEV、PHEV、REEV 设计，有望有效降低成本。公司提出“北斗天枢”计划，旨在从传统汽车制造企业向智能出行科技公司转型，并宣布从 2020 年起不再生产非联网新车，携手腾讯开发出 Tinnove OS 汽车智能系统，已掌握 200 余项智能网联技术。

长安福特进入新车周期，有望量利齐升

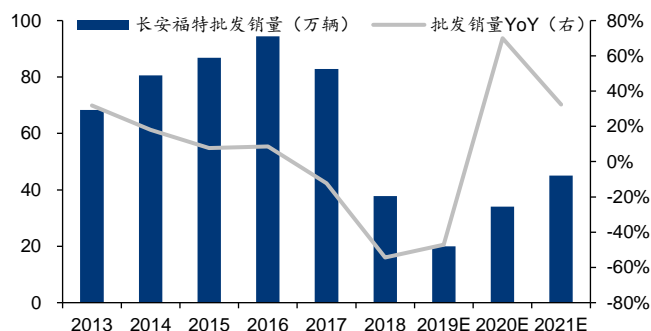
行业周期下行+无新品推出，长安福特从18年开始销量大幅下滑。我们认为主要原因如下：
1、乘用车行业销量超预期下滑，长安福特对市场估计过于乐观，产能扩张过于激进；
2、产品更新换代慢，16-18年连续3年都没有新产品推出市场，福特方对中国市场快速变化缺乏预计，此前坚持7年生命周期的规划，但中国市场竞争激烈，新车型换代速度较快；
3、三缸机技术路线对销量有一定影响，主力车型福克斯和福睿斯销量受到了影响。

图表1：乘用车年度销量



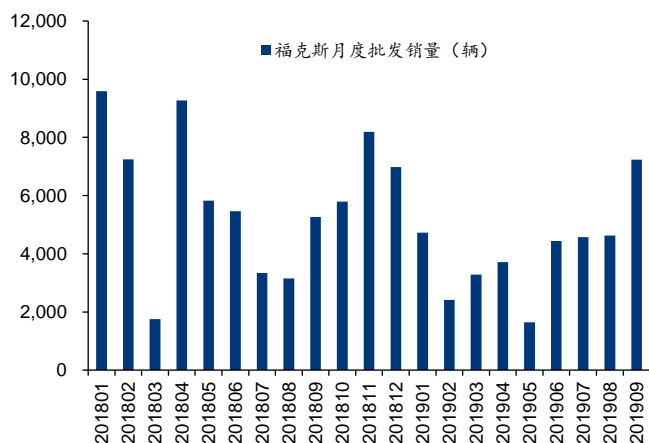
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表2：长安福特年度销量



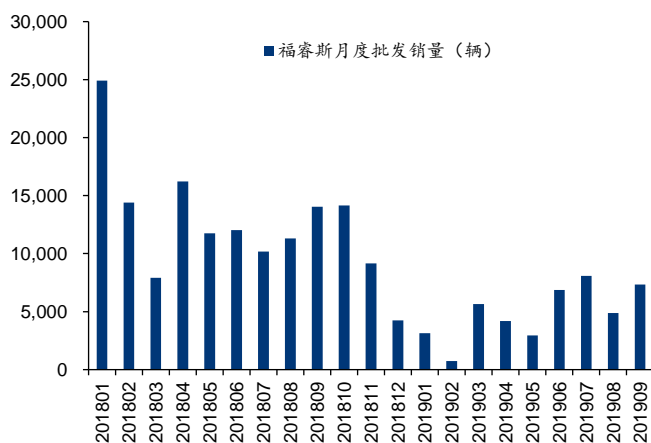
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表3：福克斯月度销量



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表4：福睿斯月度销量



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表5：长安福特产能情况

工厂	投产年份	产能 (万辆)	生产车型
重庆基地	一工厂 2004、	115	一工厂生产福克斯两厢、蒙迪欧、翼搏；二工厂生产新福克斯、翼虎；三工厂负责生产福睿斯
	二工厂 2012、三工厂 2014		
杭州基地	四工厂 2015	25	新款福特锐界中型 SUV 等
哈尔滨基地	五工厂 2017	20	福特新福克斯等
总计		160	

资料来源：盖世汽车，华泰证券研究所

面对长安福特快速的销量下滑，长安福特股东双方多次磋商，提出了以下三方面的改进措施。

1、**加快车型投放**：2020-2022年，长安福特将投放至少18款新车型，进一步完善产品谱系，首款林肯品牌SUV车型2019年末将在长安福特投产，翼虎换代车型锐际年底将要上市。2020年，全新福特探险者、林肯飞行家也将进行国产。2021年，林肯航海家有望国产化。

2、加速针对中国客户的产品研发和测试能力：成立长安福特研究院，从产品规划、造型结构、整车项目管理各环节产品进行开发，根据中国消费者的审美和使用偏好、设计出更好的产品，服务中国市场，并与福特汽车（中国）有限公司实现资源共享，加速本土研发测试能力及产品验证速度，缩短开发周期。

3、加速营销能力提升：2018年7月1日，福特在全国成立分销服务机构 NDS，NDS 整合了长安福特、江铃福特、进口福特的销售。NDS 成立后对长安福特的销售做了如下改进：降低库存，以销定产，经销商信心得到恢复，营销体系逐步向好；股东方授权更大，可以根据实际销售情况来兑现返利，将有限的销售资源投入到更走量的车型；江铃福特和进口福特的领界、Mustang、F 系列等进口车型为经销商吸引了人流，保证了到店率，提升了经销商的盈利性，也促进了长安福特车型的销售。

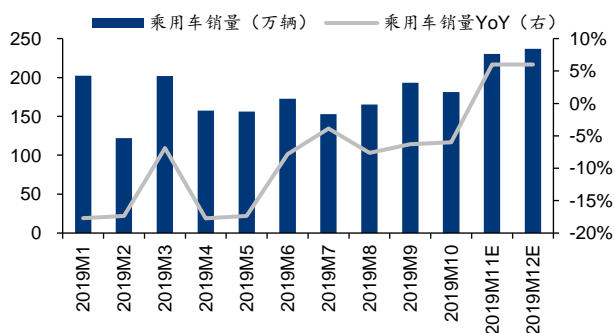
长安福特进入新车周期，19 年或为销量及盈利最低点

旺季来临+新车型发力，10 月销量环比改善。根据公司公告，长安福特 10 月销量 1.8 万台，同比-31.8%，环比-12.1%。2019 年 1-10 月，长安福特销量约 14.7 万台，同比-56%。从趋势上看，随着旺季来临以及福克斯 Active、锐界中期改款、金牛座中期改款等新车型推出，8~9 月长安福特销量跌幅有所收窄。我们认为，在年末冲量、锐际、林肯国产化车型推出等因素促进下，长安福特 11-12 月的销量跌幅有望进一步收窄，预计全年销量 20 万台左右（同比-47%）。

2019 年或为长安福特销量及盈利最低点，2020 年销量有望改善。我们认为，2019 年或为长安福特销量最低点，2020-2021 年长安福特销量为 34、45 万台（+70%，+32%）。主要原因是：1、从行业上看，购置税优惠政策退出影响已经逐步消失，国五转国六等政策影响已经消失，宏观经济逐步企稳，中美贸易摩擦影响减弱，我们预计乘用车行业最差时间点已经过去，销量逐步企稳，乘用车 2020 年销量增速为 0%；2、从经营周期看，长安福特销量有望因为锐际、探险者和林肯国产化车型等新车型的推出得到改善；3、从单车收入和盈利性上看，新车型的收入和盈利均高于此前，长安福特单车收入有望提升，盈亏平衡销量有望下降。

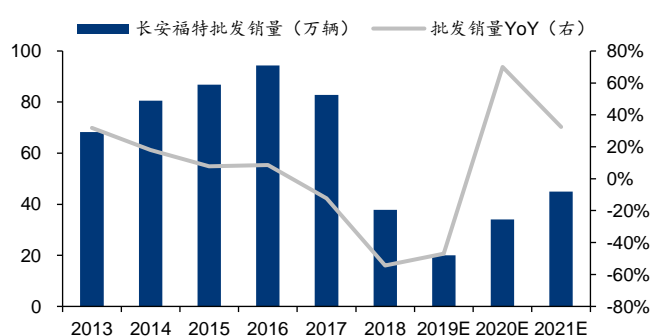
行业最差时间点已过去，Q4 销量改善。由于购置税优惠退出、宏观经济放缓等因素的影响，乘用车销售从 2018 年 7 月开始连续下跌。据中汽协数据，18H2 和 19H1 乘用车销量分别同比-12%和-14%。我们认为 2018 年汽车需求下滑，原因之一是部分消费者在不确定的经济环境下推迟了汽车消费。若外部环境缓和，宏观经济企稳，我们认为消费信心有望逐步回暖，考虑需求韧性和基数因素，我们预计 11 月销量跌幅将进一步收窄，12 月起销量有望重回正增长，全年销量增速约-8~-9%。

图表6：乘用车行业月度销量



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表7：长安福特销量预计



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

长安福特加快车型投放，完善 SUV 市场的布局

长安福特加快车型投放，完善 SUV 市场的布局。2020-2022 年，长安福特将投放至少 18 款新车型，进一步完善产品谱系，首款林肯品牌 SUV 车型 2019 年末将在长安福特投产，翼虎换代车型锐际年底将要上市。2020 年，全新福特探险者、林肯飞行家也将进行国产。2021 年，林肯航海家有望国产化。福特在新能源领域也有规划，但主要新车推出在 2020 年之后，此前推出过蒙迪欧插电版本，但销量并不理想，2020 年或推出纯电 SUV。

图表8：长安福特轿车车型布局

单车厂商指导价	9 万元以内	9~15 万元以内	15~25 万元以内	25~35 万元
A00				
A0				
A	福睿斯	福克斯		
B			蒙迪欧	金牛座

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表9：长安福特 SUV 车型布局

单车厂商指导价	9 万元以内	9~15 万元以内	15~25 万元以内	25~35 万元	35 万元以上
小型 SUV	翼搏				
紧凑型 SUV		空白区间	翼虎	林肯海盗船	
中型 SUV				锐界、林肯航海家	
中大型 SUV				探险者	林肯飞行家

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

现有车型布局上看，长安福特在轿车领域布局比较全，SUV 正在补充。单车厂商指导价 9 万以内车型有福睿斯，9~15 万元车型主要是福克斯，15~25 万元车型主要是蒙迪欧，25~35 万元车型主要是金牛座。各价位段车型都有布局，但是车型较少。长安福特在 SUV 领域布局较差，只有一款 9 万元以内的小型 SUV 翼搏（2017 年换代），一款 15~25 万元价位的紧凑型 SUV 翼虎（2019.11 月换代），锐界是 25~35 万价位段的中型 SUV（2019.08 已中期改款），接下来长安福特会引入探险者这款中大型 SUV。在 9~15 万元的紧凑型 SUV 区间长安福特暂时没有车型推出，江铃福特推出了领界。据公司规划，长安林肯将会推出三款新车型林肯海盗船、航海家和飞行家，充实了长安福特在高位段 SUV 领域的产品品类。

图表10：长安福特 19-21 年主要新车型一览

车型	更新情况	上市时间	级别	竞品	预计稳态销量（台）
锐界	中期改款	2019.8	中型 SUV	汉兰达、大指挥官	3000
福克斯 Active	小改款	2019.8	紧凑型 cross	本田 XR-V、丰田 C-HR、朗行、马自达 3	7000
金牛座	中期改款	2019.8	B 级轿车	本田雅阁、大众帕萨特、丰田凯美瑞	2500
锐际	翼虎换代	2019.11	紧凑型 SUV	丰田 RAV4、大众途岳、本田 CR-V	5000
林肯海盗船	新车	2019.12	紧凑型 SUV	宝马 X1、凯迪拉克 XT4、奥迪 Q3	3000
探险者	新车	2020	中大型 SUV	途昂、马自达 CX-8	2000
林肯飞行家	新车	2020	中大型 SUV	丰田普拉多、凯迪拉克 XT6、途昂	1300
林肯航海家	新车	2020H2	中型 SUV	奥迪 Q5、宝马 X3、奔驰 GLC	2500

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

翼虎换代车型锐际 11 月有望上市，这是新车型中最有望走量的车型。这是一款 20~25 万元的紧凑型 SUV，主要竞争对手是一汽丰田的 RAV4、上汽大众的途岳以及广汽本田的 CR-V。我们认为翼虎在生命周期的早期曾有辉煌的销量，所处细分市场空间较大，如果营销策略合理，稳态月均销量有望达到 5000 台。

首款林肯品牌 SUV 车型海盗船 2019 年末将在长安福特投产。这款车是一款紧凑型 SUV，主要竞品车型是宝马 X1、凯迪拉克 XT4、奥迪 Q3、奔驰 GLA，属于入门级别的豪华车 SUV。参考凯迪拉克 XT4，我们认为这款车稳态月均销量有望达到 3000 台。

2020 年有望国产的全新福特探险者是一款价位在 30~35 万元的 7 座中大型 SUV。7 座中大型 SUV 细分市场空间不大，但是竞品车型也不多。国产化的探险者主要竞品车型是上汽大众的途昂，途昂每月销量大约 6000~7000 台，考虑到短期福特的产品力和营销渠道略逊于大众，我们预计探险者每月销量大约 2000 台。

2020 年有望国产的林肯飞行家（Avigator）也是一款 35~45 万元的豪华车 7 座中大型 SUV。国产林肯飞行家的主要竞品车型是一汽丰田的普拉多、凯迪拉克 XT6、途昂 X，考虑到细分市场空间较小，我们预计国产化的林肯飞行家月均销量大约 1300 台左右。

或将于 2020 年下半年国产的林肯航海家（nautilus）是一款豪华车中型 SUV。它的主要竞品车型是奥迪 Q5L、宝马 X3、奔驰 GLC。我们预计国产化的林肯航海家稳态月均销量或为 2500 台左右。

图表11：福特锐际



资料来源：易车网，华泰证券研究所

图表12：林肯海盗船



资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表13：林肯飞行家



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表14：林肯航海家



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

新款锐界 ST-Line 价格相对汉兰达略高，但变速箱等配置高于竞品，硬朗线条凸显高颜值。我们认为新锐界 ST\ST-line 主要特色是采用了铝合金后悬架，全系标配 8AT 变速箱。从外观上锐界 ST-Line 采用了海外版锐界 ST 的设计，颜值明显高于老款锐界。在内饰上，使用了 12.8 英寸的中控屏，凸显智能网联特色。在动力上，锐界略逊于大指挥官但强于汉兰达；在空间上，锐界略占优势。虽然汉兰达价格相对低，但在变速箱、巡航系统、内外饰方面配置都略逊于锐界。根据中汽协数据，汉兰达 2019 年上半年月均销量 8000 台左右，而锐界仅 2300 台左右，17 年锐界销量巅峰时期月均销量能达到 9000 台。我们认为新款锐界推出有望提振销量。

图表15: 锐界 ST-line 竞品分析

	锐界 2019 款 EcoBoost 245	汉兰达 2018 款 2.0T	大指挥官 2018 款 2.0T
车型	四驱 ST-Line 7 座	四驱精英版 7 座	四驱臻享版 国 VI
厂商	长安福特	广汽丰田	广汽菲克 Jeep
车身结构	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4878*1925*1770	4890*1925*1715	4873*1892*1738
轴距 (mm)	2850	2790	2800
发动机	2.0T 245 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	2.0T 265 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	6 挡手自一体	9 挡手自一体
最大功率 (KW)	180	162	195
最大扭矩 (N·m)	390	350	400
厂商指导价格 (万元)	29.98 万	25.88 万	30.98 万
经销商指导价格	29.98 万起	25.88 万起	27.26 万
油耗 (L/100KM)	8.8	8.6	8.8

资料来源: 汽车之家, 华泰证券研究所

图表16: 新锐界 ST



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表17: 福克斯 Active



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

福克斯 Active 定位是一款城市跨界 SUV, 相对两厢版的福克斯有更高的底盘, 车身高度和离地间隙都有所提高, 提升了车辆通过性。福克斯 Active 主要特色是有五种驾驶模式, 5.7L 的超低油耗, 全系列标配 8AT 变速箱。相对本田 XR-V、丰田 C-HR 等竞品车型, 福克斯 Active 更省油, 轴距更长, 但仍然延续了之前三缸机的设计。从价格上看, 竞品车型终端价格略低。福克斯 Active 配备了 12.3 英寸的横向触控大屏幕, 并且还搭载了 SYNC+ 智行信息娱乐系统, 能够给驾驶者带来丰富的娱乐生态功能。

图表18: 福克斯 Active 竞品分析

	福克斯 2020 款	福克斯 Active	本田 XR-V 2019 款	丰田 C-HR 2018 款
车型	两厢	2020 款		
厂商	长安福特	长安福特	东风本田	广汽丰田
车身结构	5 门 5 座两厢车	5 门 5 座两厢车	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4404*1810*1454	4397*1848*1504	4328*1772*1605	4405*1795*1565
轴距 (mm)	2705	2705	2610	2640
发动机	1.5T 174 马力 L3	1.5T 174 马力 L3	1.5T 177 马力 L4	2.0L 171 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	8 挡手自一体	CVT 无级变速	CVT 无级变速
最大功率 (KW)	128	128	130	126
最大扭矩 (N·m)	243	243	220	203
厂商指导价格 (万元)	15.08 万	13.98 万	14.59 万	15.18 万
经销商指导价格	13.58 万起	13.98 万起	13.09 万起	14.68 万起
油耗 (L/100KM)	5.7	5.7	6.1	5.7

资料来源: 汽车之家, 华泰证券研究所

金牛座 2019 年款定位是 25 万左右 B 级轿车，相对竞品车型的车长和空间更大，动力更足。全新金牛座最大的特点是有 2 大格调美学、7.1 声道移动私人影院、全系列标配 8AT 变速箱。内饰方面，最大的改变是加入了 12.8 英寸大屏幕，搭载福特最新的 SYNC+ 车载智行系统，另外还配备了强大的座椅功能设计。动力方面，新款金牛座将变速箱升级到 8AT，动力强于竞品车型，但油耗也比竞品车型大。从价格上看，新款金牛座略高于竞品车型，但动力、空间和配置的优势可以增加车型的吸引力。

图表19：金牛座竞品分析

车型	金牛座 2019 款	雅阁 2018 款	帕萨特 2019 款	凯美瑞 2019 款
厂商	长安福特	广汽本田	上汽大众	广汽丰田
车身结构	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车
长 X 宽 X 高 (mm)	5018*1884*1506	4893*1862*1449	4933*1836*1469	4885*1840*1455
轴距 (mm)	2949	2830	2871	2825
发动机	2.0T 245 马力 L4	1.5T 194 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	2.5L 209 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	CVT 无级变速	7 挡双离合	8 挡手自一体
最大功率 (KW)	180	143	162	154
最大扭矩 (N·m)	390	260	350	250
厂商指导价格 (万元)	24.89 万	22.98 万	26.29 万	21.98 万
经销商指导价格	24.89 万起	21.98 万起	17.09 万起	21.98 万起
油耗 (L/100KM)	7.5	6	6.7	6

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

新车型单车收入提升，盈利性增强

由于新车型的价位普遍较高，平均单车 ASP 有所提升，我们预计长安福特 19-21 年单车收入分别为 13.5 万、14.9 万、16.3 万元，同比+2.5%、+10%、+10%。盈亏平衡销量有望下降至 29~33 万台。

图表20：长安福特盈亏平衡点测算

固定成本	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
折旧费用 (百万元)	3,273	2,483	2,500	2,500	2,500	2,500
销售费用 (百万元)	6,293	5,837	5,200	4,058	4,354	4,587
管理费用固定 (百万元)	4,695	4,142	3,750	3,050	3,750	3,750
研发费用 (百万元)	1,794	1,987	2,000	2,000	2,000	2,000
单车边际贡献 (元)	40,195	35,856	35,561	35,100	40,095	44,104
盈亏平衡销量 (万台)	40	40	38	33	31	29

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

建成长安福特重庆研究院，适应中国的需求

长安福特加速针对中国客户的产品研发和测试能力。成立长安福特研究院，从产品规划、造型结构、整车项目管理等各环节产品进行开发，根据中国消费者的审美和使用偏好、设计出更好的产品，服务中国市场，并与福特汽车（中国）有限公司实现资源共享，加速本土研发测试能力及产品验证速度，缩短开发周期。

2019 年 9 月 26 日，长安福特研究院在重庆正式落成。长安福特工厂开发中心（TDC）最早成立于 2001 年，并在成立的 16 年中一直悉心为长安福特全系产品提供者核心根源的技术保障。长安福特研究院项目于 2016 年正式启动，目标是建立一定级别的上下车身、电器系统、底盘系统、整车动力系统和新能源等主要功能模块的牵头研发和测试产品开发能力。一期建设主要是联合实验楼部分，总建筑面积超过 41000 平方米。该项目集成进口和国产测试设备一百多台套，建成 30 个实验室、样车试制车间等，具备整车国六排放检测、整车排放耐久试验、整车 VOC 检测等测试能力。福特将在中国全力加快产品研发进程，目标计划将从开始设计到投产时间缩短 20%。新扩建的研发中心在 2021 年有望具备车型的中期改款研发能力，2025 年具备自主研发新车型的能力。


















福特 2006 年 11 月在南京成立了福特汽车工程与研发中心，2019 年 8 月该研发中心发展成福特汽车产品研发中心和中国运营中心。主要从事汽车及汽车零部件技术和相关国产化工程研究和试验开发服务，是福特汽车全球九大产品开发中心之一，承担整个亚洲和非洲地区福特车型的引入和开发工作，主要受命于福特亚太总部。

我们认为长安福特研究院的落成对长安福特加快新车型推出以及适应中国市场需求有着至关重要的作用。因为上汽通用的泛亚研究院帮助上汽通用研发了别克 GL8 等在中国非常成功的车型，加快了上汽通用车型的推出速度，为上汽通用的成功立下了汗马功劳。通用泛亚研发中心成立于 1997 年，从 2010 年开始主导了多款车型的本土化研发，目前具备整车及动力总成及全过程开发能力，已主导雪佛兰赛欧、别克 GL8 等多个本土化车型的研发并且成功上市，泛亚研发中心已成为通用旗下重要研发中心之一。

NDS D 营销改革，整合经销商系统

2018 年 7 月 1 日，福特在全国成立分销服务机构 NDS D，改机构隶属于长安福特旗下，将取代现有的长安福特汽车有限公司销售分公司，并作为独立的业务部门直接向长安福特董事会汇报。NDS D 整合了长安福特、江铃福特、进口福特的销售。NDS D 成立后对长安福特的销售做了如下改进：1、降低库存，以销定产，经销商信心得到恢复，营销体系逐步向好；2、股东方授权更大，可以根据实际销售情况来兑现返利，将有限的销售资源投入到更走量的车型；3、江铃福特和进口福特的领界、Mustang、F 系列等进口车型为经销商吸引了人流，保证了到店率，提升了经销商的盈利性，也促进了长安福特车型的销售。

图表 21：NDS D 旗下产品系列

NDS D 旗下渠道产品系列				
长安福特		江铃福特	进口福特	
				
福克斯：紧凑型轿车	福克斯Active：紧凑型轿车	领界：紧凑型SUV	探险者：大中型SUV	Mustang：跑车
				
福睿斯：紧凑型轿车	金牛座：中型车	领界EV：紧凑型SUV	福克斯(进口)：紧凑型轿车	F-150：皮卡
				
蒙迪欧：中型车	翼搏：小型SUV	撼路者：中型SUV	Ranger：皮卡	锐界(进口)：中型SUV
				
翼虎：紧凑型SUV	锐界：中型SUV			

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

长安自主研发积淀深厚，新产品销量超预期

长安自主进入新产品周期，销量持续改善

根据公司第三次创业规划，长安自主拆分为 V 字标、欧尚、凯程和高端乘用车品牌四个品牌，更精细化满足不同消费需求层次客户。其中 V 字标是长安自主乘用车的主力，轿车主要是逸动系列，SUV 主要是 CS 系列。长安欧尚主要是低端的乘用车，主打农村和低线城市市场。长安凯程是轻型车事业部，旗下主要有睿行系列 MPV 和神骐系列皮卡。高端乘用车品牌尚未开发。未来欧尚和凯程有望通过混改引入社会资本，获得新的发展动力，而长安 V 字标是长安自主重点发展的领域。

长安自主进入新产品周期，销量持续改善。2019 年，长安自主 V 标推出了一系列新品，3 月 CS15 换代，4 月 CS95 中期改款。7~8 月，逸动和 CS35 推出了 1.4T 车型。最重要的是 8 月，长安自主推出了“爆款”车型 CS75 plus，长安 CS75 系列 9 月零售销量 2 万台，10 月零售销量 2.5 万台。我们认为 CS75 plus 的成功改善了长安自主的产品结构，推动自主盈利环比改善，也展示了长安自主的实力。11 月 CS55 中期改款上市，自主销量有望持续改善。2020 年，公司有望推出新车型 CS65，轿车逸动有望中期改款。

图表22：长安自主 V 标新车型情况

车型	更新情况	上市时间	级别	竞品	预计月均稳态销量 (台)
CS85 Coupe	新车	2019.3	中型 SUV	长城 F7、吉利星悦	2000
全新 CS15	中期改款	2019.3	小型 SUV	宝骏 510、吉利远景、哈弗 H2、荣威 RX3	2000
全新 CS95	中期改款	2019.4	中大型 SUV	荣威 RX8	500
CS35 PLUS	小改款	2019.7	小型 SUV	宝骏 510、吉利远景、哈弗 H2、荣威 RX3	10000
1.4T 版					
CS75 PLUS	新车	2019.8	紧凑型 SUV	哈弗 H6、博越、传祺 GS4、荣威 RX5 MAX	20000
逸动 1.4T 版	小改款	2019.8	A 级轿车	帝豪、荣威 i5、捷达、缤越	9000
CS55	中期改款	2019.12	紧凑型 SUV	哈弗 H6、博越、传祺 GS4、荣威 RX5 MAX	12500

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

长安 CS75 plus 是一款定价在 12.79~15.79 万元的 A 级 SUV，定价位于主流价格 SUV 市场，主要特点是有优秀的高级辅助驾驶功能，较好的动力系统，颜值、价格、空间均不落下风。CS75PLUS 是长安汽车历时四年、集全球近两千名专家、工程师倾力打造的重磅级车型。在辅助驾驶方面，长安 CS75 plus 搭载了 APA5.0 自动泊车系统、IACC 技术，装配 12 个超声波雷达、3 个毫米波雷达和 5 个摄像头实现了 L2 级别高级辅助驾驶功能。在动力方面，CS75 PLUS 提供了“蓝鲸 2.0TGD1+爱信 8AT 最强动力组合”、“蓝鲸 1.5TGD1+爱信 6AT 经典动力组合；2.0T+爱信 8AT 动力系统，最大功率 171kw，最大扭矩 360N.m，动力比肩 3.5L 自然吸气发动机；另外一个版本是 1.5T+6AT 动力系统，百公里油耗 6.7L，我们认为从动力上看此款车性能优越。从空间上看，CS75plus 车长和轴距均好于竞品车型。从外观上看，整车外观具有较强科技感，LED 贯穿式前卫灯和新颖的凤凰火焰尾灯都让人眼前一亮。我们认为 CS75 整体月均稳态销量有望达到 20000 台。

图表23：长安 CS75 plus 竞品分析

车型	哈弗 H6 2019 款	博越 2018 款运动版	传祺 GS4 2019 款	长安 CS75 PLUS 2019 款
厂商	长城汽车	吉利汽车	广汽乘用车	长安汽车
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4600*1860*1720	4519*1831*1694	4525*1852*1685	4690*1865*1710
轴距 (mm)	2680	2670	2640	2710
发动机	1.5T 169 马力 L4	1.8T 184 马力 L4	1.5T 169 马力 L4	1.5T 178 马力 L4
变速箱	7 挡双离合	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体
最大功率 (KW)	124	135	124	131
最大扭矩 (N·m)	285	285	265	265
厂商指导价格 (万元)	13.6 万	15.38 万	14.68 万起	13.49 万
经销商指导价格	13 万起	13.38 万起	12.88 万起	13.49 万起
油耗 (L/100KM)	8	7.8	7	6.7

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

CS55 中期改款是一款紧凑型 SUV，与 CS75 PLUS 均位于 9~15 万价格段。CS55 plus 是 CS75 plus 的低价位补充车型，保证公司在 9~15 万紧凑型 SUV 市场的覆盖面，满足不同客户的需求。这款车主要竞品车型是哈弗 H6、吉利博越等。此次中期改款主要在外观和内饰上做了改进。在前脸方面 CS55 plus 采用了全新家族式设计，与 CS75 plus 有类似。内饰方面，12.3 英寸全液晶显示屏和同尺寸的中控显示屏相连，设计具有科技感。动力方面，新车继续搭载 1.5T 涡轮增压发动机，最大功率为 115kw，搭配 6AT 变速箱。我们认为 CS55 plus 稳态月均销量有望达到 10000 台。

逸动是长安自主最走量的轿车，是一款 9 万元以内低价位的 A 级轿车。逸动 1.4T 的主要竞品车型是吉利帝豪 GL、荣威 i5、大众捷达等。主要竞争优势在于采用蓝鲸 NE 系统，降低了成本，使产品盈利能力有所提升。我们认为逸动整体月均稳态销量有望维持在 9000 台左右。

CS85 Coupe 是长安家族第一款跨界 9~15 万的中型 SUV。6 月增配了 1.5T 后，带动销量逐渐爬升到 2000 台/月左右，与主要竞品长城 F7 和吉利星越目前的月销量相当。CS85 是自主乘用车中盈利能力较强的车型，但其所在的紧凑型跨界 SUV 市场是需要培育的市场，容量会越来越大。我们预计这款车稳态月均销量大约 2000 台左右。

10 月自主销量增长显著，自主销量有望持续改善

10 月新车型发力，自主销量持续改善。10 月长安自主销量 8.9 万台（包括重庆、河北、合肥、南京长安以及保定长安客车），同比+3%，环比+7.3%。根据公司官网数据，CS7510 月零售销量 2.5 万台，同比+68%，环比+26%，CS75 plus 销量 1.7 万台。CS35、逸动、CS55、欧尚汽车 10 月零售销量分别为 13000、9123、7207、11089 台。我们认为得益于新车型 CS75 plus 的走量，自主销量同环比均有改善。展望 11-12 月，随着 CS55 plus 的上市、CS75 plus 继续爬坡，自主销量有望持续改善。Q3 长安自主销量增速约 1%，我们预计 Q4 销量增速有望达到 5%~10%左右，自主销量持续改善。

2020 年为自主新车周期，经营周期有望与行业周期共振，销量改善可期。我们预计长安自主 V 标 19-21 年销量分别为 63.5 万、75.4 万、80.4 万台（同比-5.8%、+19%、+6.6%）。其中 CS75、CS35、CS55、逸动为主力车型，销量主要增长动力来自新车型 CS75 plus 和 CS55 中期改款。长安自主整体销量（含欧尚凯程）19-21 年销量分别为 94、104、109 万辆（同比-8%、+10%、+5%）。

长安自主在 SUV 领域布局完善，轿车聚焦细分领域

长安自主 V 字标在 SUV 领域取得了突出的成就。在自主的优势领域 15 万以内 SUV 车型布局全面。小型 SUV 和紧凑型 SUV 两个走量的细分市场均有高低两个价格位的车型保证满足各种消费者的需求。在轿车领域则显得有点不足，只有逸动一款比较走量的车型。轿车较薄弱这是自主车企的通病，主要因为轿车市场一直是大众、丰田等合资车企的强势市场。

未来长安自主 V 标将打造更多贴合市场需求、高颜值、高质量的产品。在 SUV 领域，公司将聚焦到紧凑型 SUV 市场，围绕 MPA2 平台做研发。因为这部分市场空间最大，同时也是自主品牌最强势的市场。轿车领域，公司的战略是聚焦在逸动和睿骋 CC 这两款车上。

图表24：长安 V 标 SUV 车型布局

车型\单车厂商指导价	9 万元以内	9~15 万元以内	15~25 万元以内
小型 SUV	CS15、CS35		
紧凑型 SUV		CS55、CS75	
中型 SUV		CS85	
中大型 SUV			CS95
大型 SUV			
MPV	凌轩		

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表25：长安V标轿车布局

车型\单车厂商指导价	9万元以内	9~15万元以内
A00		
A0	奔奔	
A	悦翔、逸动	
B		睿骋 CC
C		

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

产品结构改善，Q3 自主盈利能力提升

由于 CS75 plus 这种单车价值量较高的车型销量提升，长安自主 V 标车型结构持续改善，盈利性提升。我们预计自主 19-21 年单车收入分别为 7.3、7.7、7.8 万（同比+12.8%、+5.5%、+1.3%）。伴随销量和单车收入提升，以及“蓝鲸”NE 动力平台的推广，长安自主的毛利率有望逐步改善，我们预计长安自主 19-21 年毛利率分别为 13.4%、15%、15.3%。

Q3，长安自主毛利率提升，亏损幅度大幅缩小。公司实现毛利率 18.8%，环比改善 6.9pct，长安自主推出了 CS35 plus、逸动 1.4T、CS75 plus（9 月零售达 2 万台）等新产品持续爬坡，推动产品结构改善，我们判断长安自主 Q3 或略亏，亏损幅度较 Q1、Q2 大幅缩小（Q1\Q2\Q3 净利润分别为-17 亿、-1.7 亿、-6100 万元）。销售费用率 9%，同比-0.6pct，环比+4.9pct，主因增加商务资源使用、运费和促销费用等；管理费用率含研发 8%，同比-0.5pct，环比-2.7pct，主因销量改善。

我们预计长安自主（含 V 标、欧尚、凯程、保长客）19-21 年销量分别为 94、103.7、108.9 万台（同比-8%、+10%、+5%）。单车收入分别为 6.9、7.3、7.5 万（同比+7.3%、+5.1%、+2.7%），毛利率分别为 14%、15%、15.3%，净利润分别为-6.5、6.6、8.8 亿元。

“香格里拉”计划，推进新能源汽车和新动力系统研发

2017 年 10 月，长安汽车公布了全新新能源战略——“香格里拉计划”，全面推进新能源汽车和新动力系统研发。公司宣布以 1000 亿元投资向新能源汽车领域布局，并且提出了 2025 年全面停售传统意义燃油车，未来的发展重心将在高效内燃机+带有能量回收功能组合的新动力系统研发上。其中，带有能量回收功能组合包括 48V 动力系统、混合动力、插电式混合动力、纯电动以及其他燃料车。2018 年，公司注册成立重庆长安新能源汽车科技有限公司，为独立运营、引入资本做准备。布局电池、IGBT、入门级电动车，推动与比亚迪、中车（IGBT）合作。与比亚迪、蔚来等汽车企业战略合作，与高德、华为等科技企业深度融合，与国家电网、特来电联合布局未来充电生态，与重庆市签订共建新能源产业园框架协议，“香格里拉”联盟初具规模。

打造“蓝鲸”NE 平台，规模化后可降低成本

“蓝鲸”动力系统是“香格里拉”战略的首发中国品牌首个模块化动力技术平台——蓝鲸 NE 平台，全面拥抱电气化，铸就强劲动力，开启长安汽车动力 3.0 时代。蓝鲸 NE 动力平台设计兼容 1.0-1.8L 排量，通用化率高达 98%，产线自动化率、智能化率均达到国际先进水平。全系兼容 48V、HEV、PHEV、REEV 设计，打造了“10 年都不过时的动力技术平台”，坚定助推长安汽车“香格里拉计划”落地。根据公司规划，蓝鲸 NE 动力平台（蓝鲸动力发动机+DCT 变速器）将逐渐覆盖公司 1.8L 排量以下产品，实现规模化效应后，将对产品成本降低有战略性意义。公司估计规模化使用“蓝鲸”动力系统有望有效降低成本。

图表26: “蓝鲸” NE 动力平台规划



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表27: 中国品牌首创的模块化技术平台

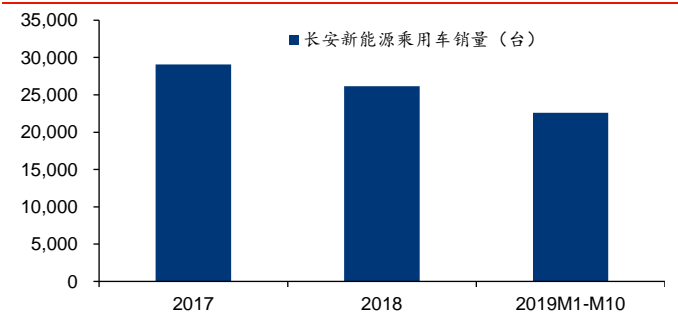


资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

新能源乘用车短期聚焦四大市场，中长期全新平台产品量产

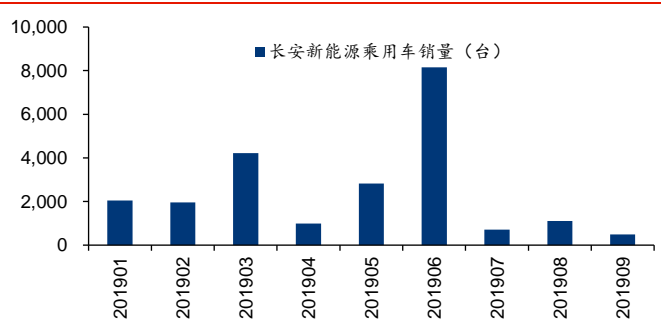
新能源乘用车 2020 年前聚焦四大市场，微型轿车、紧凑型轿车、紧凑型 SUV、小型 SUV，中短期以逸动 EV460 为战略型产品，主攻紧凑型轿车市场（市场占比 45%），通过运营和个人市场双管齐下，实现细分市场领先。同时通过新奔奔 EV、CS15EV 主攻微型市场，CS55EV 主攻紧凑型 SUV 市场。中长期以中平台全新产品（2021 年底量产）主攻紧凑型市场，打造智能、极致体验产品，提升新能源产品竞争力及溢价能力，实现销量目标。

图表28: 长安新能源乘用车销量



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

图表29: 长安 2019 年新能源乘用车月度销量



资料来源: 中汽协, 华泰证券研究所

“北斗天枢”计划，转型智能出行科技公司

2018 年 8 月，长安汽车发布智能化战略——“北斗天枢”计划，旨在从传统汽车制造企业向智能出行科技公司转型，并宣布从 2020 年起不再生产非联网新车。“北斗天枢”计划以“4+1”行动计划为牵引，4 个计划分别是“知音伙伴计划”、“合作共创计划”、“智能体验行动”、“智能联盟行动”以及 1 个“千人千亿计划”。“知音伙伴计划”主要是建成个性化定制的“汽车平台”和服务。“合作共创行动”主要是与腾讯、华为、科大讯飞等开展合作，构建智能汽车产业联盟，提升智能出行伙伴“小安”的交互能力，2020 年前，建成 L3 级自动驾驶智能开放平台，2025 年，建成 L4 级自动驾驶的智能开放平台。“智能体验行动”主要是提供极致出行体验，2020 年 100% 新产品联网，100% 搭载驾驶辅助系统。

2019 年，长安汽车已掌握 200 余项智能化核心技术，“北斗天枢”计划初见成效。公司实现了 IACC、APA5.0 等 15 项行业领先技术的首发量产，让 100 余项智慧产品和服务走进了中国汽车用户的生活当中。新 CS75 搭载 APA 4.0 上市，实现 L2 级智能驾驶量产中国首发；L3 级有限自动驾驶技术完成工程化，进入量产开发，55 辆新 CS55 搭载 L3 级自动驾驶技术，完成世界上“最大规模的自动驾驶车巡游”，成功挑战吉尼斯世界纪录；L4 级无人驾驶实现国内首次示范运营，处于行业领先地位。

携手腾讯，开发 TINNOVE OS 汽车智能系统

长安汽车与腾讯的深度合作持续落地，成为中国汽车制造业与信息产业融合发展的新典范。2018 年 7 月，双方共同成立梧桐车联合资公司，致力于在车联网、大数据、云计算等领域携手打造面向行业的开放平台。

在 2019 年智博会上，具备微信车载版功能的 TINNOVE OS 汽车智能系统，就是梧桐车联的落地成果之一。与其他汽车智能系统简单的“将应用搬上汽车”不同，TINNOVE OS 汽车智能系统依托腾讯用户服务和生态连接优势，将丰富的内容和服务整合成为“生态车联网”解决方案，结合场景化的轻应用，可实现“千人千面”的驾驶场景应用服务。此次搭载长安智能化汽车展示的微信车载版，在设计上就充分考虑了用户的驾驶场景化需求。在操作上，用户通过方向盘上专属按键结合全语音操作，就能以微信为渠道，实现驾驶舱与外界的互联互通。用户单次登录和使用记录信息不保存，最大限度保证用户驾乘的安全性和隐私性，全面兼顾用车场景，在让用户享受到更加安全、便利的车上通讯服务的同时，保障用户行车安全。

与腾讯、广汇汽车合作，打造“智慧门店”。在以智能化、大数据为抓手，打通“人-车-店-厂”闭环的智慧门店中，用户通过微信公众号、移动支付、小程序等“数字工具”，就能享受到买车-用车-售后全环节智能化服务，涵盖购车、上险、保养等汽车产品全生命周期场景。依托长安汽车与腾讯的智慧 4S 店，用户可畅享更高效、愉悦的智能化时代购车、用车体验。

T3 合作出行，布局共享出行领域

联手一汽、东风等，布局 T3 合作出行。3 月 22 日，公司公告与苏宁、一汽、东风、腾讯、世嘉利、阿里、无锡飞叶、荣翼、南京恒创、南京领行共同投资设立南京领行股权投资合伙企业（有限合伙），总份额为 97.6 亿元，其中长安汽车认缴出资额 16 亿。公告 2019-16 显示，该合伙企业拟投资以新能源汽车为主的共享出行产业。我们认为三大央企汽车集团联合互联网、零售等行业头部公司共同出资设立出行公司，有利于推进三大主机厂战略合作，落实长安汽车创新创业计划，有利于快速形成代表行业水平的高质量安全出行供给能力。

车市低迷，共享出行发展迅速，车企布局出行，抢占转型先机。车企纷纷布局共享出行，15 年 4 月，吉利组建曹操专车，18 年 8 月，长城汽车推出欧拉出行、10 月戴姆勒与吉利合作组建网约车合资公司、11 月上汽集团推出“享道”出行。我们认为车企布局共享出行，首先可以消化自身新能源汽车产能；其次出行数据反馈可以帮助车企提升改善产品；第三可以把握未来发展方向，避免成为代工厂风险。

长安马自达车型较少，但单车稳定盈利

长安马自达车型比较简单，主要是9~15万的紧凑型轿车马自达3-昂克赛拉、15~25万的紧凑型SUV CX5以及25~35万的中大型SUV CX8。其中走量车型主要是马自达昂克赛拉。马自达昂克赛拉19年8月中期改款，主要推出了两个版本。根据中汽协数据，9月马自达昂克赛拉销量9500台，环比+30%。

根据公司公告，长安马自达10月销量12653台，同比-16.5%。1-10月，长安马自达累计销量10.85万台，同比-24.5%，其中Q1销量同比-27.6%、Q2下滑37.1%，Q3下滑9%。我们认为Q1、Q2销量跌幅较大的主要原因是行业销量下滑以及主力车型昂克赛拉还未中期改款。马自达3中期改款之后，长安马自达销量跌幅明显收窄。

2019H1 长安马自达收入与利润均下滑，但单车收入和盈利稳健。根据公司公告，长安马自达19年上半年实现收入75.7亿元，同比-31.6%，归母净利润8.7亿元，同比-31%。由于长安马自达上半年销量下滑32%，公司收入和净利润均大幅下滑，但是长安马自达单车ASP以及盈利稳健，19年H1公司单车平均收入12.4万元，同比+1%，盈利1.42万元，同比+1.5%。展望未来，我们认为随着长安马自达销量改善，单车盈利有望提升，我们预计长安马自达19-21年有望实现净利润21、24.2、27.4亿元（同比-16.8%、+15.2%、+13.4%）。

图表30：长安马自达盈利情况

长安马自达	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	20,357	22,983	20,049	16,940	19,360	21,780
增速 YoY	0%	13%	-12.8%	-16%	14%	12.5%
净利润(百万元)	1,652	2,536	2,526	2101	2,420	2,744
增速 YoY	0%	54%	-0.4%	-16.8%	15.2%	13.4%
净利率	8.1%	11.0%	12.6%	12.4%	12.5%	12.6%
销量(辆)	189,640	192,053	166,299	140,000	160,000	180,000
增速 YoY	23.85%	1.27%	-13.41%	-16%	14%	12.50%
单车收入	107,345	119,670	120,560	121,000	121,000	121,000
增速 YoY	-19.25%	11.48%	0.74%	0.37%	0.00%	0.00%
单车归母净利润	8,711	13,205	15,190	15,004	15,125	15,246
增速 YoY	-19.21%	51.58%	15.03%	-1.22%	0.81%	0.80%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

引入社会资本，混改减少失血点

公司计划通过混改来剥离亏损业务，集中资源发展自主V字标品牌。我们认为引入社会资本进行混改至少有三方面的好处：1、减少亏损，若相关业务的混改成功，长安新能源、凯程、欧尚不再并表，江铃控股持股比例下降至25%，长安PSA剥离完毕，公司每年至少有望减亏10亿左右；2、引入社会资本，增加相关业务的投资，增强相关业务的发展；3、社会资本参与管理，提升相关企业的运营效率。目前各业务混改进程如下：19年7月，江铃控股持股比例降至25%；19年2月，轻型车事业部凯程混改计划启动；19年10月，新能源子公司混改计划再次启动；19年10月，公司挂牌出售长安PSA50%股权。

根据公司官网，长安汽车旗下的轻型车事业部2月2日发布了引入投资者公告，拟以与投资者进行合作，共同投资新设一家合资公司。2018年4月，长安汽车再度重新梳理品牌序列，其最新的品牌架构包括凯程、欧尚、长安乘用车以及中高端乘用车四大板块。凯程汽车定位为智慧物流商用车品牌，长安凯程目前的产品线包括睿行系列MPV和神骐系列皮卡等等。

江铃控股持股比例降至25%，有望减少亏损。2019年7月26日，爱驰汽车17.5亿元增资江铃控股，其中10亿元计入注册资本，7.5亿元计入资本公积。7月26日，增资已经完成，爱驰汽车将持有江铃控股50%的股份，而长安汽车和江铃汽车集团持有江铃控股股权均降至25%。江铃控股是上市公司江铃汽车的大股东，持股41.03%。19年4月，江铃控股以存续分离的方式进行分立，原有公司独立为江铃投资和江铃控股两家公司，江铃汽车归属江铃投资（长安汽车与江铃集团各持股50%），而陆风汽车归属江铃控股（存续公司），爱驰此次增资，主要控股了陆风汽车。根据公司年报，2018年江铃控股亏损8亿元，减少公司投资收益4亿元，2019年上半年亏损4.7亿元，此次江铃控股持股比例降至25%，我们认为公司有望减少亏损。

新能源子公司混改方案暂时中止，调整后再次推进。19年6月，公司新能源子公司混改方案暂时中止。主要原因是今年宏观经济进入调整期，资本寒流来临，国补快速退坡，意向投资者提出苛刻条件，影响公司对新能源板块的战略布局。11月，公司优化混改方案，再次挂牌引入社会资本。我们认为若新能源子公司混改完成，公司持股比例有望小于50%，有望减少亏损。

拟出售长安PSA50%股权，有望减少亏损。根据第一财经报道，长安汽车在重庆联合产权交易所公开预披露产权转让信息，拟转让合营企业长安PSA50%股权。根据公司中报，长安PSA净资产为15亿元。长安PSA成立于2011年，主要致力于打造高端品牌DS产品。根据公司年报，长安PSA2018年亏损8.74亿元，2013-2018年累计为长安汽车带来亏损24.5亿（长安持股50%）。我们认为此次交易若能成功，公司有望减少亏损。

盈利预测与投资建议

销量是主机厂盈利和股价最核心的驱动因素。我们预计长安自主（含V标、欧尚、凯程、保定长安）19-21年销量分别为94.3、103.7、108.9万台（同比-8%、+10%、+5%）。长安福特19-21年销量20、34、45万台（同比-47%、+70%、+32.4%）。长安马自达19-21年销量14、16、18万台（同比-16%、+14.3%、+12.5%）。长安整体销量148、174、192万辆（同比-17.1%、+17.1%、+10.5%）。

图表31：长安汽车各品牌销量预计

单位：台	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
长安自主销量合计	1,355,241	1,065,994	1,024,496	942,536	1,036,790	1,088,629
长安福特	943,782	827,970	377,739	200,497	340,000	450,000
长安马自达	189,640	192,053	166,299	140,000	160,000	180,000
其他	196,611	404,302	220,963	200,000	200,000	200,000
总计	2,685,274	2,490,319	1,789,497	1,483,033	1,736,790	1,918,629
增速 YoY						
长安自主	8.7%	-21.3%	-3.9%	-8.0%	10.0%	5.0%
长安福特	8.6%	-12.3%	-54.4%	-46.9%	70.0%	32.4%
长安马自达	23.8%	1.3%	-13.4%	-15.8%	14.3%	12.5%
总计	8.7%	-7.3%	-28.1%	-17.1%	17.1%	10.5%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

我们认为长安汽车盈利最重要的来源是投资收益，而投资收益最重要的来源是合资公司长安福特、长安马自达的利润。长安自主的收入和盈亏影响公司合并报表的收入和利润。

我们预计长安汽车19-21年投资收益分别为-12.2、14.7、41亿，长安福特和长安马自达是投资收益主要来源。其中长安福特（持股比例50%）贡献-16.6、2.5、26.7亿元，长安马自达（持股比例50%）贡献10.5、12.1、13.7亿元。江铃控股混改成功，从19年8月开始持股比例从50%下降至25%，预计江铃控股19-21年导致公司亏损1.5、1、0.5亿元。长安铃木从19年开始持股比例提升至100%，预计19-21年导致公司亏损1.5亿、0、0亿。长安PSA已经挂牌准备出售，假设交易成功，预计19-21年盈利-4.4亿、0、0亿。下面我们单独对长安福特、长安马自达、长安自主的盈利进行拆分。

图表32：长安汽车投资收益计算

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
投资收益	9,619	6,906	-71	-1,224	1,474	4,105
权益法核算的公司收益	9,564	6,855	-332	-1,304	1,394	4,025
长安福特	9,083	6,086	-402	-1,655	246	2,665
长安马自达	998	1,268	1,263	1,050	1,210	1,372
江铃控股	0	0	-409	-150	-100	-50
长安铃木	27	0	-200	-150	0	0
长安标致雪铁龙	-815	-300	-437	-437	0	0
长安马自达发动机	127	0	38	38	38	38
长安金融	-91	0	0	0	0	0
其他	-46	0	0	0	0	0
权益法计算投资收益合计	9,282	7,054	-147	-1,304	1,394	4,025
金融资产投资收益	55	51	261	80	80	80

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

影响长安福特盈利的主要因素是销量、单车收入、单车净利率。在费用端，折旧费用、研发费用、销售费用是影响车企盈利的核心要素。我们预计长安福特19-21年销量分别为20、34、45万辆（同比-47%、+70%、+32%）。长安福特的主力走量车型轿车领域是福睿斯、福克斯，未来能带来增量的主要车型是翼虎的换代车型锐际，这款车是紧凑型SUV，市场空间较大，我们预计20-21年锐际销量分别为6、8.5万台。我们预计林肯海盜船、福特探险者20年销量分别为3、2万台。

图表33：长安福特分车型销量表

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
福睿斯	296,867	291,773	150,360	66,343	80,000	80,000
翼博	42,393	32,496	16,090	2,811	5,000	5,000
新福克斯	225,720	212,266	71,850	60,342	75,000	90,000
蒙迪欧	104,574	111,364	45,405	16,899	20,000	30,000
翼虎锐际	115,083	91,526	31,149	9,931	60,000	85,000
金牛座	34,043	25,347	8,293	8,231	10,000	15,000
锐界	123,690	106,956	59,892	33,940	40,000	40,000
林肯海盗船				2,000	30,000	35,000
探险者					20,000	25,000
林肯飞行家						15,000
林肯航海家						30,000
合计	942,370	871,728	377,000	200,497	340,000	450,000
		-7%	-56%	-47.7%	69.6%	32.4%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

产品结构改善，单车收入提升，盈亏平衡销量下降。19-21年，主要推动长安福特销量改善的车型是新福克斯、锐际、林肯海盗船、探险者、林肯飞行家、林肯航海家等，这些新车型单车收入高于此前的车型，盈利性较好。长安福特产能已经建设到位，固定成本基本不变。我们预计19-21年，长安福特单车收入同比+2.5%、10%、10%，18-21年盈亏平衡销量分别为37、33、30、29万台，达到盈亏平衡点所需销量下降。我们预计长安福特19-21年，收入分别为270、505、735亿元（同比-45.6%、+87%、+46%），净利润分别为-33、5、53亿元。

图表34：长安福特营收净利润情况

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万元)	126,452	106,028	49,754	27,067	50,490	73,507
增速 YoY	7.6%	-16.2%	-53.1%	-45.6%	86.9%	45.6%
净利润	18,165	12,171	-804	-3,311	492	5,330
增速 YoY	4.0%	-33.0%	-106.6%	311.8%	-	983.2%
净利率	14.4%	11.5%	-1.6%	-12.3%	1.0%	7.3%
销量	943,782	827,970	377,763	200,497	340,000	450,000
增速 YoY	8.6%	-12.3%	-54.4%	-46.9%	70.0%	32.4%
单车收入(元)	133,984	128,058	131,707	135,000	148,500	163,350
增速 YoY	-1.0%	-4.4%	2.8%	2.5%	10.0%	10.0%
单车归母净利润(元)	19,247	14,700	-2,128	-4,000	1,447	11,844
增速 YoY	-4.3%	-23.6%	-114.5%	87.9%	-	718.4%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于合资公司都是以权益法计算收益，所以长安自主营收情况影响公司合并报表的收入、成本、毛利润。长安自主的销量主要由V字标、欧尚、凯程、长安保定客车四部分组成，其中V标是主要收入和盈利来源。欧尚和凯程都在谋求混改，若混改成功，公司持股比例有望下降至50%以下，亏损不再并表。

图表35：长安自主盈利情况

长安自主 (单位: 百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	78,542	80,012	66,298	65,471	75,686	81,647
	17.6%	1.9%	-17.1%	-1.2%	15.6%	7.9%
成本	64,488	69,363	56,583	56,284	64,333	69,155
毛利润	14,055	10,649	9,715	9,188	11,353	12,492
毛利率	17.9%	13.3%	14.7%	14.0%	15.0%	15.3%
营业税金及附加	3,630	3,074	2,306	2,313	2,725	2,939
	4.6%	3.8%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用	5,294	3,978	5,283	4,444	4,800	5,000
销售费用率	6.7%	5.0%	8.0%	6.8%	6.3%	6.1%
管理费用	5,129	5,280	2,783	3,311	3,330	3,511
	6.5%	6.6%	4.2%	5.1%	4.4%	4.3%
研发费用	3,203	3,631	2,543	2,547	2,500	2,500
财务费用	-305	-525	-427	-171	-200	-200
资产减值损失	469	252	239	-218	-180	-180
其他收益 (政府补贴为主)		1,613	2,873	2,562	2,300	2,000
营业外收入	983	104	916	24	80	80
营业外支出	91	75	57	33	20	20
营业利润	731	233	721	-485	738	982
所得税	73	-28	-65	167	74	98
有效税率	10.0%	-11.8%	-9.0%	-34.4%	10.0%	10.0%
净利润	658	260	786	-652	664	884
增速	55%	-60%	202%	-183%	-202%	33%
净利率	0.8%	0.3%	1.2%	-1.0%	0.9%	1.1%
扣非后净利润	658	-1353	-2087	-3214	-1636	-1116
销量(千辆)	1,355	1,066	1,024	943	1,037	1,089
	9%	-21%	-4%	-8%	10%	5%
单车收入 (元)	57,955	75,059	64,713	69,463	73,000	75,000
	8.2%	29.5%	-13.8%	7.3%	5.1%	2.7%
单车归母净利润 (元)	485	244	767	-692	641	812

资料来源：公司公告，华泰证券研究所（根据合并报表估计）

我们预计长安自主 19-21 年销量分别为 94、104、109 万辆（同比-8%，+10%，5%）。

受益产品结构改善，长安自主单车收入分别为 6.9、7.3、7.5 万元（同比+7.3%，+5.1%，+2.7%）。受产品结构改善，采用“蓝鲸”NE 动力平台降低成本，长安自主毛利率有所提升，我们预计 19-21 年毛利率分别为 14%、15%、15.3%。受益收入增加，规模效应增强，我们预计 19-21 年销售费用率分别为 6.8%、6.3%、6.1%，管理费用率分别为 5.1%、4.4%、4.3%，研发费用每年约为 25 亿元，政府补助带来的其他收益 25.6、23、20 亿元左右，我们预计长安自主 19-21 年，净利润-6.5、6.6、8.8 亿元。

综上所述，我们预计 19-21 年公司整体销量分别为 148、174、192 万辆（同比-17.2%、+17.1%、+10.5%）。收入分别为 654.7、756.9、816.5 亿元，同比-1%、+16%、+8%，毛利率 14%、15%、15.3%，销售费用率 6.8%、6.3%、6.1%，管理费用率分别为 5.1%、4.4%、4.3%，投资收益分别为-12.2、14.7、41 亿元，归母净利润-4.4、21.4、48.8 亿元。

可比公司估值

我们预计 19-21 年归母净利润至 -4.4、21、48.8 亿元，预计 19-21 年 EPS-0.09、0.45、1.02 元。公司盈利波动性比较大，采用 PB 估值法进行估值，可比公司 19 年平均 PB 为 1.64 倍，我们认为公司未来销量有望逐步改善，但是短期盈利性仍弱于可比公司，19 年 PB 有望修复至 1~1.1 倍，预计 19 年 BPS 为 9.51 元，调整 19 年目标价至 9.51~10.46 元，维持“买入”评级。

图表36：可比公司估值（截至 20191118）

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			19 年 PB(E)
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601633.SH	长城汽车	9.55	0.50	0.63	0.77	19.01	15.08	12.41	1.58
000550.SZ	江铃汽车	14.54	0.40	1.02	2.14	35.94	14.31	6.80	1.18
002594.SZ	比亚迪	42.83	0.82	1.08	1.38	51.95	39.83	30.99	2.15
平均						35.63	23.08	16.74	1.64

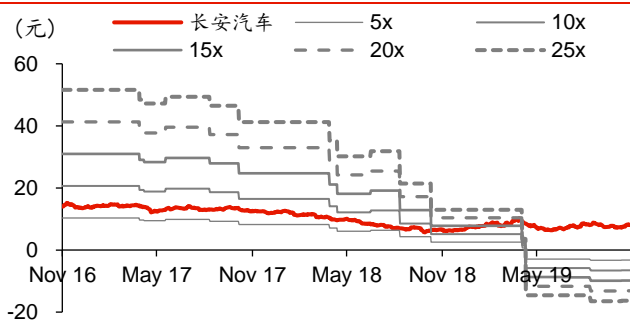
资料来源：Wind，华泰证券研究所（盈利预测来自万得一致预期）

风险提示

- 1、国内乘用车销量不达预期：若宏观经济景气度下行，预期可支配收入下降，中美贸易摩擦加剧，乘用车需求可能持续低迷，行业销量可能持续低迷。
- 2、新车型销量不达预期：乘用车属于可选消费品，市场竞争激烈，新车型能否获得消费者喜爱，达到预期销量有一定不确定性。
- 3、政府补助不达预期：根据历史数据，公司每年获得各类政府补助大约 20~30 亿之间，今后政府补助是否下滑有一定不确定性。
- 4、混改进度不达预期：长安新能源子公司、凯程、欧尚和长安 PSA 引入社会资本混改交易结果有一定不确定性。

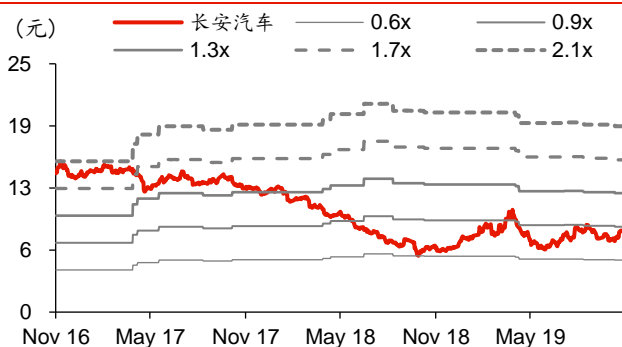
PE/PB - Bands

图表37：长安汽车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表38：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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	62,757	43,213	38,093	43,639	50,613
现金	22,632	9,981	10,791	10,508	10,890
应收账款	30,963	21,971	21,525	24,883	26,843
其他应收账款	1,687	3,250	3,250	3,250	3,250
预付账款	1,102	866.00	880.00	880.00	880.00
存货	4,666	4,917	4,318	4,583	4,737
其他流动资产	1,707	2,228	(2,670)	(464.16)	4,014
非流动资产	43,368	50,276	55,818	56,691	57,305
长期投资	14,099	13,275	13,275	13,275	13,275
固定资产投资	22,279	27,545	33,443	33,716	33,230
无形资产	4,048	5,018	5,100	5,200	5,300
其他非流动资产	2,942	4,438	4,000	4,500	5,500
资产总计	106,125	93,489	93,911	100,330	107,919
流动负债	54,603	43,160	44,018	48,208	50,719
短期借款	185.00	190.00	220.00	220.00	220.00
应付账款	39,906	28,724	29,298	33,488	35,999
其他流动负债	14,512	14,246	14,500	14,500	14,500
非流动负债	4,059	4,176	4,200	4,200	4,200
长期借款	7.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,052	4,176	4,200	4,200	4,200
负债合计	58,662	47,336	48,218	52,408	54,919
少数股东权益	(136.00)	(92.00)	(110.41)	(21.27)	181.89
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
资本公积	7,612	7,735	7,735	7,735	7,735
留存公积	35,184	33,707	33,265	35,405	40,280
归属母公司股东权益	47,599	46,245	45,803	47,943	52,818
负债和股东权益	106,125	93,489	93,911	100,330	107,919

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,370)	(3,887)	5,318	4,528	4,707
净利润	7,208	723.00	(460.23)	2,228	5,079
折旧摊销	2,563	3,105	3,522	3,795	3,925
财务费用	48.00	12.00	12.00	12.00	12.00
投资损失	(6,906)	71.00	1,224	(1,474)	(4,105)
营运资金变动	(4,102)	(7,147)	1,620	566.80	396.27
其他经营现金	(181.00)	(651.00)	(600.00)	(600.00)	(600.00)
投资活动现金	4,428	(6,569)	(4,538)	(4,811)	(4,325)
资本支出	(3,283)	(6,445)	(4,938)	(5,211)	(4,725)
长期投资	0.00	(534.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	7,711	410.00	400.00	400.00	400.00
筹资活动现金	(4,575)	(1,353)	30.00	0.00	0.00
短期借款	10.00	5.00	30.00	0.00	0.00
长期借款	(13.00)	(7.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,572)	(1,351)	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,542)	(11,803)	809.54	(283.00)	381.97

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	65,471	75,686	81,647
营业成本	69,363	56,583	56,284	64,333	69,155
营业税金及附加	3,074	2,306	2,313	2,725	2,939
营业费用	3,978	5,283	4,444	4,800	5,000
管理费用	5,280	2,783	3,311	3,330	3,511
财务费用	(524.97)	(427.06)	(200.00)	(200.00)	(200.00)
资产减值损失	251.52	238.55	(218.00)	(180.00)	(180.00)
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	(71.31)	(1,224)	1,474	4,105
营业利润	7,152	(201.46)	(933.23)	2,162	5,037
营业外收入	104.33	916.22	700.00	200.00	200.00
营业外支出	75.07	56.56	60.00	60.00	60.00
利润总额	7,181	658.20	(293.23)	2,302	5,177
所得税	(27.55)	(65.13)	167.00	73.80	98.19
净利润	7,208	723.33	(460.23)	2,228	5,079
少数股东损益	71.20	42.63	(18.41)	89.14	203.16
归属母公司净利润	7,137	680.70	(441.82)	2,139	4,876
EBITDA	9,148	2,468	1,889	5,747	8,752
EPS (亿元, 基本)	1.49	0.14	(0.09)	0.45	1.02

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.87	(17.14)	(1.25)	15.60	7.88
营业利润	(24.39)	(102.82)	363.23	(331.70)	132.95
归属母公司净利润	(30.61)	(90.46)	(164.91)	(584.20)	127.91
获利能力 (%)					
毛利率	13.31	14.65	14.03	15.00	15.30
净利率	8.92	1.03	(0.67)	2.83	5.97
ROE	15.04	1.47	(0.97)	4.46	9.20
ROIC	28.52	1.87	(1.26)	5.68	11.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.28	50.63	51.34	52.24	50.89
净负债比率 (%)	123.60	102.56	105.53	109.36	103.62
流动比率	1.15	1.00	0.87	0.91	1.00
速动比率	1.06	0.89	0.77	0.81	0.90
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.71	0.70	0.75	0.76
应收账款周转率	2.60	2.50	3.01	3.26	3.16
应付账款周转率	1.72	1.65	1.94	2.05	1.99
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.49	0.14	(0.09)	0.45	1.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	(0.29)	(0.81)	1.11	0.94	0.98
每股净资产 (最新摊薄)	9.88	9.61	9.51	9.98	11.03
估值比率					
PE (倍)	5.49	57.58	(88.71)	18.32	8.04
PB (倍)	0.83	0.85	0.86	0.82	0.74
EV_EBITDA (倍)	5.35	19.85	25.93	8.52	5.60

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