



2019年12月04日

新能源引入战投 实现财务减负

长安汽车 (000625)

事件概述

公司发布公告：全资子公司重庆长安新能源汽车科技有限公司（以下简称“长安新能源”）拟引入战略投资者进行增资；本次交易采取公开挂牌方式，挂牌地点为上海联合产权交易所，目前已经确定交易对方，共4家，分别为南京润科产业投资有限公司（以下简称“南京润科”）、重庆长新股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“长新基金”）、重庆两江新区承为股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“两江基金”）、重庆南方工业股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“南方工业基金”）。

分析判断

▶ **长安新能源出表，现阶段预计为上市公司财务减负**
截至2019年12月3日，四家投资机构向上海联合产权交易所递交了投资意向登记材料，计划投资人民币28.40亿元，其中1.03亿元用于认缴注册资本，剩余部分计入资本公积；结构上，南京润科与长新基金出资额（注册资本）均为0.36亿元，两江基金出资额0.27亿元，南方工业基金出资额363万元。增资扩股计划完成后，长安汽车持有长安新能源比例降至48.85%，其余四家按照降序比例分别为17.97%、17.97%、13.30%、1.80%。我们认为，就目前阶段而言，长安新能源出表对于长安汽车在财务方面有减负作用，2018-2019年长安新能源营收分别为0.70、9.34亿元，净利润分别为-2.27、-1.97亿元；同时，长安新能源分拆之后将继续为长安汽车提供技术专利支持，更好地形成协同效应。

▶ **长安新能源分拆后保持竞争优势，且机制更加灵活**

- 1) 技术优势：根据中资资产评估报告显示，12月2日，纳入本次评估范围内，长安新能源拥有136项发明专利、19项实用新型专利为在审状态。在三电方面，累计突破并掌握了整车集成、“大三电”、CAE分析、试验验证等核心技术384项，其中“大三电”技术85项，有效解决了核心技术“空心化”问题。
- 2) 质量优势：新能源科技公司具有安全、便捷、智能的新能源产品领先优势，2008年起，相继量产开发了EV、PHEV的整车产品，累计为用户提供了20余款电动汽车产品，覆盖微型、小型和紧凑型市场。
- 3) 资源优势：作为上市公司长安汽车的关联公司（无论分拆前后），拥有长安汽车作为第一大股东带来的强大资源协同优势，在品牌、研发、采购、制造、物流、销售服务等方面，依托长安汽车的大平台，有利于长期发展，同时分拆后长安新能源运营管理机制更加灵活。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	11.58
最新收盘价:	8.58
股票代码:	000625
52周最高价/最低价:	10.32/6.15
总市值(亿)	412.07
自由流通市值(亿)	334.68
自由流通股数(百万)	3,900.64



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐
邮箱：zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090004

相关研究

1. 长安汽车 (000625) 10月销量点评：自主持续走强 福特底部蓄力
2019.11.06
2. 长安汽车 (000625) 季报点评：自主盈利改善 静待新车上市
2019.10.31
3. 长安汽车 (000625) 季报预告点评：自主盈利改善 福特修复滞后
2019.10.14

▶ 长安汽车两大品牌（自主+福特）开启复苏

- 1) 长安自主 2019 年 10 月批发销量同环比双升，同比增长 3.9%，环比增长 8.0%；同期行业销量下滑 6.0%。长安自主自 8 月起销量走势优于行业，主要受益于新产品表现亮眼，优化整体结构。第三次创业下首款重磅产品 CS75 Plus 于 10 月销量突破 2 万辆，终端定价合理（10.69-15.49 万元），在动力总成、智能化等方面具备核心优势，预计该车型有望成为长安自主下一代爆款车型。同时，新一代产品配载长安自主研发的蓝鲸动力系统，配套比例上升后，有望进一步降低成本，提升自主品牌盈利能力。
- 2) 长安福特处于底部蓄力阶段，反弹预期看 2019 年年末“福特本部+林肯”双向发力。2019 年 11 月广州车展已发布翼虎换代车锐际；豪华品牌林肯国产化将于 2019 年底落地，首款国产林肯 SUV 将于 12 月上市，2020H2 年将继续推出两款国产新车，据测算，国产林肯 2020 年预计为长安福特贡献 6-8 万辆销量增量。

投资建议

随着汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望在低基数的 2019Q4 开启周期性复苏，公司聚焦两大核心资产（自主+长安福特），新车周期蓄势待发、量价齐升，同时长安新能源的分拆出表，在现阶段预计为上市公司实现财务减负，业绩逐步修复。盈利预测维持不变：预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 3.4/35.5/60.7 亿元，同比下滑 49.7%/增长 938.5%/增长 70.7%；EPS 分别为 0.07/0.74/1.26 元，对应 PE 120.4/11.6/6.8 倍；每股净资产分别为 9.65/10.39/11.65 元，对应 PB 0.89/0.83/0.74 倍。鉴于公司目前 PB 估值仍处于历史低位，继续给予公司 2019 年 1.2 倍 PB，目标价 11.58 元，维持“买入”评级。

风险提示

车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；公司降本控费效果不达预期；长安福特战略调整效果不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80012.21	66298.27	67294.45	74301.98	78448.03
YoY (%)	1.87	-17.14	1.50	10.41	5.58
归母净利润(百万元)	7137.23	680.73	342.18	3553.50	6065.03
YoY (%)	-30.61	-90.46	-49.73	938.50	70.68
毛利率 (%)	13.31	14.65	12.53	14.03	14.61
每股收益 (元)	1.49	0.14	0.07	0.74	1.26
ROE	14.99	1.47	0.74	7.12	10.84
市盈率	5.77	60.53	120.43	11.60	6.79

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	66298.27	67294.45	74301.98	78448.03	净利润	723.36	343.25	3564.67	6084.09
YoY(%)	-17.14%	1.50%	10.41%	5.58%	折旧和摊销	3104.19	3531.85	4010.00	4466.38
营业成本	56583.47	58859.69	63879.92	66987.38	营运资金变动	-7903.53	1946.68	175.02	263.06
营业税金及附加	2305.92	2422.18	2644.37	2802.50	经营活动现金流	-3887.48	3479.42	3136.54	3997.78
销售费用	5283.26	4643.32	4903.93	5099.12	资本开支	-6445.43	-4380.03	-4864.26	-4821.71
管理费用	2782.76	2691.78	2972.08	3137.92	投资	-2568.91	0.00	0.00	0.00
财务费用	-427.06	-133.12	-138.73	-175.76	投资活动现金流	-6568.72	-2845.11	-566.49	1624.95
资产减值损失	238.55	104.96	376.70	302.84	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-71.31	1534.92	4297.78	6446.66	债务募资	-8.13	20.00	-10.00	15.00
营业利润	-201.44	-573.28	2937.42	5592.26	筹资活动现金流	-1352.69	-228.11	-22.91	1.93
营业外收支	859.66	920.00	700.00	680.00	现金净流量	-11808.88	406.20	2547.14	5624.66
利润总额	658.23	346.72	3637.42	6272.26	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	-65.13	3.47	72.75	188.17	成长能力 (%)				
净利润	723.36	343.25	3564.67	6084.09	营业收入增长率	-17.14%	1.50%	10.41%	5.58%
归属于母公司净利润	680.73	342.18	3553.50	6065.03	净利润增长率	-90.46%	-49.73%	938.50%	70.68%
YoY(%)	-90.46%	-49.73%	938.50%	70.68%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.14	0.07	0.74	1.26	毛利率	14.65%	12.53%	14.03%	14.61%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	1.09%	0.51%	4.80%	7.76%
货币资金	9980.54	10386.74	12933.88	18558.54	总资产收益率 ROA	0.73%	0.34%	3.32%	5.26%
预付款项	866.25	923.70	996.41	1043.78	净资产收益率 ROE	1.47%	0.74%	7.12%	10.84%
存货	4917.42	5015.99	5432.44	5700.68	偿债能力 (%)				
其他流动资产	27449.06	31518.83	34286.67	35816.72	流动比率	1.00	0.97	1.01	1.11
流动资产合计	43213.28	47845.26	53649.40	61119.71	速动比率	0.87	0.85	0.89	0.99
长期股权投资	13275.17	13275.17	13275.17	13275.17	现金比率	0.23	0.21	0.24	0.34
固定资产	22161.05	22988.81	22967.96	22762.24	资产负债率	50.63%	53.74%	53.43%	51.49%
无形资产	5018.24	4880.75	4624.71	4289.01	经营效率 (%)				
非流动资产合计	50275.58	52158.66	53338.12	54138.55	总资产周转率	0.66	0.70	0.72	0.71
资产合计	93488.85	100003.92	106987.52	115258.26	每股指标 (元)				
短期借款	190.00	190.00	190.00	190.00	每股收益	0.14	0.07	0.74	1.26
应付账款及票据	28724.06	35215.64	38392.77	40199.73	每股净资产	9.63	9.65	10.39	11.65
其他流动负债	14245.90	14141.64	14393.45	14758.13	每股经营现金流	-0.81	0.72	0.65	0.83
流动负债合计	43159.96	49547.29	52976.22	55147.87	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	20.00	10.00	25.00	估值分析				
其他长期负债	4175.97	4175.97	4175.97	4175.97	PE	60.53	120.43	11.60	6.79
非流动负债合计	4175.97	4195.97	4185.97	4200.97	PB	0.68	0.89	0.83	0.74
负债合计	47335.93	53743.25	57162.19	59348.83					
股本	4802.65	4802.65	4802.65	4802.65					
少数股东权益	-92.04	-90.96	-79.79	-60.73					
股东权益合计	46152.92	46260.66	49825.34	55909.43					
负债和股东权益合计	93488.85	100003.92	106987.52	115258.26					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。