

公司研究/公告点评

2019年12月04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): 8.48  
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

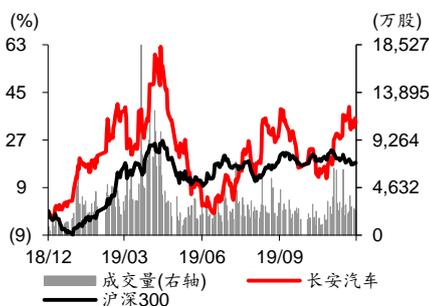
**刘千琳** 执业证书编号: S0570518060004  
研究员 021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

**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): 新车型周期来临, 反转在望》2019.11
- 2 《长安汽车(000625 SZ,买入): 新车型发力, 销量环比改善》2019.10
- 3 《长安汽车(000625 SZ,买入): 降本控费, Q2 业绩环比大幅改善》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 新能源子公司增资扩股, 有望减亏增利

## 长安汽车(000625)

### 长安新能源子公司增资扩股, 有望减亏增利

12月3日, 公司公告子公司新能源科技增资扩股。计划完成后, 长安汽车持股比例下降至48.95%, 根据公司公告预计增资完成后新能源子公司公允价值为55.64亿元, 公司预计交易有望增加其合并利润表净利润22.91亿元。参与此次增资的社会资本有南京润科(增资10亿元, 持股17.97%)、长新基金(增资10亿元, 持股17.97%)、两江基金(增资7.4亿元, 持股13.3%)、南方工业基金(增资1亿元, 持股1.8%)。我们认为此次新能源子公司增资扩股成功有望减少公司亏损, 增加利润, 预计19-21年EPS-0.09、0.56、1.19元, 维持“买入”评级。

### 增厚利润, 减少亏损, 推动“香格里拉”战略的实施

我们认为此次新能源子公司增资扩股成功意义有四点: 1、增厚利润, 此次新能源子公司投前估值27.2亿元, 账面净资产4.3亿元, 产生22.9亿元公允价值变动收益, 有望增厚利润; 2、减少亏损, 据公司公告, 19年前十月新能源子公司累计亏损5.8亿, 此次交易后, 新能源子公司不再并表改用权益法核算, 公司有望每年减亏3~4亿元; 3、吸收更多资金发展新能源汽车, 减少公司资金投入负担, 同时有利于新能源业务长期发展; 4、我们认为此次引入的投资者主要是财务投资者, 公司仍对新能源子公司发展有影响力, “香格里拉”战略继续推进中。

### 进入新车型周期, 长安自主量利齐升, 长安福特反转在望

2019年下半年, 长安自主进入新产品周期, “爆款”车型CS75 plus表现亮眼。根据公司官网长安CS75系列9月零售销量2万台, 10月零售销量2.5万台, CS75plus销量有望持续攀升, 我们预计CS75系列稳态月销量有望达到3万台。以CS75 plus为代表的单车系列成功改善了长安自主的产品结构, 边际利润提升, 推动自主盈利改善, 也展示了长安自主的研发和营销实力。2020年, CS55 plus、CS65、逸动中期改款、欧尚X7等新车型有望持续推动销量上升, 自主销量和利润有望持续改善。2020年, 长安福特主要新车有锐际、探险者、林肯海盜船、林肯飞行家、林肯航海家等。

### 未来业绩改善弹性大, 维持“买入”评级

短期看, 公司新能源子公司混改, 减少失血点。中期看, 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。考虑到自主盈利性改善, 暂不考虑此次交易影响, 我们预计19-21年归母净利润为-4.4、27、57亿元(上调0%、26%、17.4%), 预计19-21年EPS-0.09、0.56、1.19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)	6.15-10.32
总市值(百万元)	40,726
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	66,964	86,925	94,425
+/-%	1.87	(17.14)	1.00	29.81	8.63
归属母公司净利润(百万元)	7,137	680.70	(442.40)	2,709	5,723
+/-%	(30.61)	(90.46)	(164.99)	(712.31)	111.27
EPS(元, 最新摊薄)	1.49	0.14	(0.09)	0.56	1.19
PE(倍)	5.71	59.83	(92.06)	15.04	7.12

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

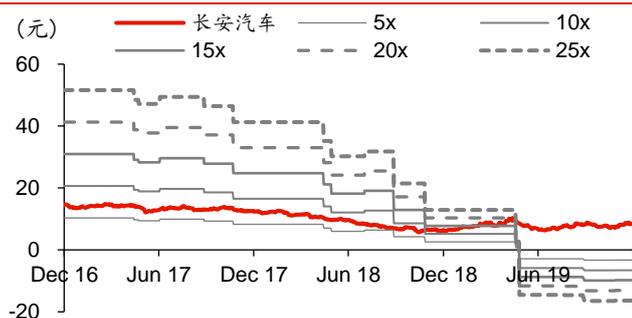
图表1: 可比公司估值 (截至 20191204)

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			19 年 PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601633.SH	长城汽车	9.33	0.50	0.63	0.77	18.63	14.74	12.12	1.54
000550.SZ	江铃汽车	14.39	0.40	1.02	2.14	35.57	14.16	6.73	1.17
002594.SZ	比亚迪	43.79	0.82	1.08	1.38	53.12	40.73	31.69	2.20
平均						35.77	23.21	16.85	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)

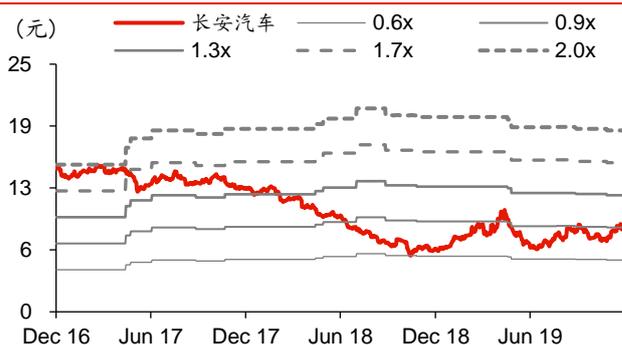
## PE/PB - Bands

图表2: 长安汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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	39,732	47,858	57,371
现金	22,632	9,981	10,288	9,343	11,435
应收账款	30,963	21,971	22,016	28,578	31,044
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	4,377	5,015	5,239
其他流动资产	1,707	2,228	(1,078)	791.56	5,523
非流动资产	43,368	50,276	54,580	56,227	55,838
长期投资	14,099	13,275	13,275	13,275	13,275
固定投资	22,279	27,545	32,205	33,252	31,763
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	94,312	104,085	113,209
流动负债	54,603	43,160	44,420	51,371	54,534
短期借款	185.00	190.00	220.00	220.00	220.00
应付账款	39,906	28,724	29,700	36,651	39,814
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	48,620	55,571	58,734
少数股东权益	(136.00)	(92.00)	(110.43)	2.44	240.89
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	35,973	41,696
归属母公司股东权益	47,599	46,245	45,803	48,511	54,234
负债和股东权益	106,125	93,489	94,312	104,085	113,209

### 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)	4,877	4,655	6,692
净利润	7,208	723.00	(460.83)	2,822	5,961
折旧摊销	2,563	3,105	3,284	3,737	3,889
财务费用	48.00	12.00	12.00	12.00	12.00
投资损失	(6,906)	71.00	1,170	(1,065)	(3,043)
营运资金变动	(4,102)	(7,147)	1,472	(250.03)	473.38
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)	(4,600)	(5,600)	(4,600)
资本支出	3,283	6,445	4,200	5,200	4,200
长期投资	(7,457)	1,160	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	8,602	(14,174)	(8,800)	(10,800)	(8,800)
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)	306.74	(944.74)	2,092

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	66,964	86,925	94,425
营业成本	69,363	56,583	57,056	70,409	76,484
营业税金及附加	3,074	2,306	2,345	3,129	3,399
营业费用	3,978	5,283	4,564	5,200	6,000
管理费用	5,280	2,783	3,397	3,825	4,060
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)	(1,170)	1,065	3,043
营业利润	7,152	(201.46)	(533.83)	3,317	6,415
营业外收入	104.33	916.22	273.00	20.00	80.00
营业外支出	75.07	56.56	33.00	20.00	20.00
利润总额	7,181	658.20	(293.83)	3,317	6,475
所得税	(27.55)	(65.13)	167.00	495.26	513.18
净利润	7,208	723.33	(460.83)	2,822	5,961
少数股东损益	71.20	42.63	(18.43)	112.87	238.46
归属母公司净利润	7,137	680.70	(442.40)	2,709	5,723
EBITDA	9,148	2,468	2,050	6,844	10,094
EPS (亿元, 基本)	1.49	0.14	(0.09)	0.56	1.19

### 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)	1.00	29.81	8.63
营业利润	(24.39)	(102.82)	164.98	(721.36)	93.39
归属母公司净利润	(30.61)	(90.46)	(164.99)	(712.31)	111.27
获利能力 (%)					
毛利率	13.31	14.65	14.80	19.00	19.00
净利率	8.92	1.03	(0.66)	3.12	6.06
ROE	15.04	1.47	(0.97)	5.58	10.51
ROIC	28.52	1.87	(1.24)	6.88	13.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.28	50.63	51.55	53.39	51.88
净负债比率 (%)	123.60	102.56	106.41	114.55	107.82
流动比率	1.15	1.00	0.89	0.93	1.05
速动比率	1.06	0.89	0.80	0.83	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.71	0.71	0.84	0.83
应收账款周转率	2.60	2.50	3.04	3.44	3.17
应付账款周转率	1.72	1.65	1.95	2.12	2.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	0.14	(0.09)	0.56	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.29)	(0.81)	1.02	0.97	1.39
每股净资产(最新摊薄)	9.88	9.61	9.51	10.10	11.34
估值比率					
PE (倍)	5.71	59.83	(92.06)	15.04	7.12
PB (倍)	0.86	0.88	0.89	0.84	0.75
EV_EBITDA (倍)	5.52	20.47	24.64	7.38	5.01

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，需在允许的范围内使用，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