



000625.SZ

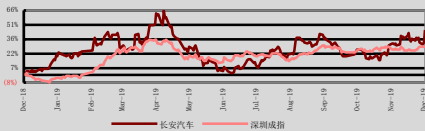
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.09

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37.6	10.7	6.3	46.5
相对深证成指	(0.2)	8.9	6.3	18.3

发行股数(百万)	4,803
流通股(%)	81
总市值(人民币 百万)	43,656
3个月日均交易额(人民币 百万)	202
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国兵器装备集团有限公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券  
以2019年12月11日收市价为标准

相关研究报告

《长安汽车——10月自主销量表现亮眼, 业绩有望持续改善》20191111

《长安汽车——低点已过, Q3扣非后业绩持续改善》20191031

《长安汽车——降本推动Q2业绩大幅改善, 长安福特拐点来临》20190904

《长安汽车——Q2业绩环比大幅改善, 长安福特拐点将至》20190716

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

# 长安汽车

## 自主新品表现亮眼, 11月销量逆势大增

公司发布11月销量快报, 公司销售17.6万辆(同比+9.2%), 销量同比连续下滑18个月首次转正, 表现显著优于行业, 其中长安自主品牌8.9万辆(同比+24.6%), 长安福特1.9万辆(同比-23.1%), 长安马自达1.3万辆(同比+12.6%)。预计随着长安福特、长安乘用车品牌迎来新车周期, 长安马自达引入CX-3, 转让长安PSA股权, 长安新能源引入战投, 自主与合资公司都将迎来改善。乘用车市场有望逐步回暖, 行业与公司共振, 公司销量与业绩有望迎来拐点。预计公司2019-2021年每股收益分别为-0.22元、0.63元和1.10元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

■ **自主品牌新品增长强劲, 盈利能力有望持续回升。**根据中汽协数据, 2019年11月乘用车销量同比下滑5.4%, 降幅进一步收窄; 公司销售17.6万辆, 同比+9.2%, 环比+7.5%, 表现显著优于行业。11月公司自主品牌销售8.9万辆, 同比+24.6%, 环比+10.4%, 主要受7月起陆续上市的CS35PLUS的1.4T车型、CS75PLUS、逸动新车型、CS55中期改款拉动。11月CS75系列销售27,220万辆, 同比+126.2%, 环比+8.1%, 其中CS75 PLUS月销量突破19,320万辆, 环比+10.9%; 全新CS35PLUS销售15,920辆, 同比+133.0%, 环比+21.0%; CS55PLUS上市首月销售10,783辆; 逸动销售10,102辆, 同比+8.1%, 环比+10.7%, 自主新品销量均表现亮眼。受益于车型结构提升与大力降本, 自主品牌Q3毛利率提升至18.8%, 环比改善明显, 实现扭亏为盈。预计随着2020上半年逸动中改款、全新CS65上市, 公司车型结构改善, 自主品牌盈利能力将持续提升。

■ **长安福特新品即将密集上市, 业绩有望迎来拐点。**长安福特11月销售1.9万辆, 同比-23.1%, 降幅进一步收窄, 环比+2.4%。2019年底或2020年初全新ESCAPE与林肯国产化首款车型Corsair上市, 2020年福特探险者、林肯飞行家、2021年蒙迪欧换代、林肯航海家国产化车型也将推出。根据长安福特三年振兴计划, 未来三年将至少投放18款新车, 使长安福特重回优秀(其“优秀”定义为年销量重回百万级别, 排名回到合资企业4-5名的位置)。NSND将销售策略调整为“以销定产”, 大幅缓解经销商库存和经营压力。预计随着长安福特新车陆续上市, 销量有望快速增长, 实现扭亏为盈, 利润重回高速增长轨道。

■ **长安马自达将引入CX-3, 转让长安PSA股权, 长安新能源引入战投助力减亏。**长安马自达11月销售1.3万辆, 同比+12.6%增幅转正, 环比-1.1%; 第三款国产化SUV CX-3有望于2020年引入, 填补小型SUV空白, 推动销量与盈利能力回升。公司将出售持有的长安PSA 50%股权, 长安新能源引入四家战略投资者, 公司持股降至49%, 有助于减少亏损。乘用车市场后续基数较低, 春节时间较早, 预计销量有望逐渐回暖。行业有望复苏加之长安福特、长安乘用车品牌迎来新车周期, 长安马自达引入新车, 转让长安PSA股权, 自主与合资公司都将迎来改善, 行业与公司共振, 盈利弹性较大, 公司有望迎来估值修复机会。

### 估值

■ 预计公司2019-2021年每股收益分别为-0.22元、0.63元和1.10元, 考虑到长安自主与长安福特销量和盈利有望回暖, 林肯将实现国产化, 公司当前PB仅约为1.0倍左右, 具备较高的安全边际, 维持公司**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

■ 1) 车市竞争加剧, 销量及盈利能力低于预期; 2) 新车销量低于预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	80,012	66,298	62,516	70,481	78,190
变动(%)	2	(17)	(6)	13	11
净利润(人民币 百万)	7,137	681	(1,077)	3,018	5,284
全面摊薄每股收益(人民币)	1.486	0.142	(0.224)	0.628	1.100
变动(%)	(30.6)	(90.5)	(258.3)	(380.1)	75.1
全面摊薄市盈率(倍)	6.1	64.1	(40.5)	14.5	8.3
价格/每股现金流量(倍)	(31.9)	(11.2)	10.5	9.3	5.5
每股现金流量(人民币)	(0.29)	(0.81)	0.87	0.98	1.66
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.8	(100.0)	(37.8)	42.8	25.1
每股股息(人民币)	0.446	0.018	0.000	0.189	0.330
股息率(%)	4.9	0.2	n.a.	2.1	3.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.长安汽车销量摘要

销量(辆)	2019年11月	同比 (%)	环比 (%)	2019年1-11月	累计同比 (%)
自主品牌合计 (重庆长安+河北长安+合肥长安)	89,185	24.6	10.4	749,984	(13.5)
长安福特	18,802	(23.1)	2.4	166,078	(53.9)
长安马自达	12,512	12.6	(1.1)	121,010	(21.8)
其他	55,859	2.8	7.1	529,183	(2.9)
合计	176,358	9.2	7.5	1,566,255	(18.7)

资料来源:公司公告,中银国际证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	80,012	66,298	62,516	70,481	78,190
销售成本	(72,437)	(58,889)	(56,971)	(63,104)	(70,246)
经营费用	(6,948)	(7,748)	(6,451)	(6,703)	(7,210)
息税折旧前利润	628	(339)	(905)	674	734
折旧及摊销	(2,562)	(3,100)	(3,224)	(3,392)	(3,560)
经营利润(息税前利润)	(1,935)	(3,439)	(4,129)	(2,717)	(2,826)
净利息收入/(费用)	525	427	356	416	454
其他收益/(损失)	8,591	3,670	2,697	5,316	7,675
税前利润	7,181	658	(1,076)	3,014	5,303
所得税	28	65	(3)	10	(8)
少数股东权益	(71)	(43)	2	(6)	(11)
净利润	7,137	681	(1,077)	3,018	5,284
核心净利润	7,137	681	(1,077)	3,018	5,284
每股收益(人民币)	1.486	0.142	(0.224)	0.628	1.100
核心每股收益(人民币)	1.486	0.142	(0.224)	0.628	1.100
每股股息(人民币)	0.446	0.018	0.000	0.189	0.330
收入增长(%)	2	(17)	(6)	13	11
息税前利润增长(%)	315	78	20	(34)	4
息税折旧前利润增长(%)	(65)	(154)	167	(174)	9
每股收益增长(%)	(31)	(90)	(258)	(380)	75
核心每股收益增长(%)	(31)	(90)	(258)	(380)	75

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	22,632	9,981	9,584	14,976	25,354
应收帐款	32,609	25,204	29,324	27,227	34,080
库存	4,666	4,917	5,636	5,210	7,001
其他流动资产	2,850	3,111	2,516	2,991	3,051
流动资产总计	62,757	43,213	47,061	50,404	69,486
固定资产	22,279	27,545	29,647	28,645	27,589
无形资产	4,885	5,808	5,833	5,543	5,139
其他长期资产	15,640	14,938	17,028	18,060	18,575
长期资产总计	42,803	48,291	52,507	52,248	51,302
总资产	106,125	93,489	97,952	100,052	117,705
应付帐款	39,906	28,724	34,324	36,071	46,375
短期债务	185	190	150	150	150
其他流动负债	14,512	14,246	16,288	14,287	17,922
流动负债总计	54,603	43,160	50,762	50,508	64,447
长期借款	7	0	0	0	0
其他长期负债	4,053	4,176	3,791	4,006	3,991
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
储备	42,685	41,166	38,690	40,823	44,542
股东权益	47,487	45,968	43,493	45,625	49,344
少数股东权益	(136)	(92)	(94)	(88)	(77)
总负债及权益	106,125	93,489	97,952	100,052	117,705
每股帐面价值(人民币)	9.89	9.57	9.06	9.50	10.27
每股有形资产(人民币)	8.87	8.36	7.84	8.35	9.20
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.67)	(2.04)	(1.96)	(3.09)	(5.25)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	7,181	658	(1,076)	3,014	5,303
折旧与摊销	2,562	3,100	3,224	3,392	3,560
净利息费用	(525)	(427)	(356)	(416)	(454)
运营资本变动	(6,657)	(7,309)	4,256	1,576	6,810
税金	99	108	(3)	10	(8)
其他经营现金流	(4,030)	(18)	(1,889)	(2,865)	(7,227)
经营活动产生的现金流	(1,370)	(3,887)	4,155	4,711	7,984
购买固定资产净值	328	923	5,350	2,100	2,100
投资减少/增加	7,551	752	665	3,271	5,626
其他投资现金流	(3,452)	(8,244)	(9,302)	(4,220)	(4,220)
投资活动产生的现金流	4,428	(6,569)	(3,287)	1,151	3,506
净增权益	(2,142)	(86)	0	(905)	(1,585)
净增债务	(1,983)	(8)	53	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(450)	(1,285)	(1,371)	333	252
融资活动产生的现金流	(4,575)	(1,353)	(1,265)	(469)	(1,112)
现金变动	(1,517)	(11,809)	(397)	5,392	10,378
期初现金	24,783	22,632	9,981	9,584	14,976
公司自由现金流	3,058	(10,456)	868	5,862	11,490
权益自由现金流	551	(10,891)	565	5,446	11,036

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	0.8	(0.5)	(1.4)	1.0	0.9
息税前利润率(%)	(2.4)	(5.2)	(6.6)	(3.9)	(3.6)
税前利润率(%)	9.0	1.0	(1.7)	4.3	6.8
净利率(%)	8.9	1.0	(1.7)	4.3	6.8
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	0.9	1.0	1.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	0.9	0.8	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	6.1	64.1	(40.5)	14.5	8.3
核心业务市盈率(倍)	6.1	64.1	(40.5)	14.5	8.3
市净率(倍)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	(31.9)	(11.2)	10.5	9.3	5.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.8	(100.0)	(37.8)	42.8	25.1
周转率					
存货周转天数	30.2	29.7	33.8	31.4	31.7
应收帐款周转天数	147.1	159.1	159.2	146.4	143.1
应付帐款周转天数	184.2	188.9	184.1	182.3	192.4
回报率					
股息支付率(%)	30.0	12.7	n.a.	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.7	1.5	(2.4)	6.8	11.1
资产收益率(%)	(1.8)	(3.4)	(4.3)	(2.7)	(2.6)
已运用资本收益率(%)	3.9	0.4	(0.6)	1.7	2.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371