

加减法经营举措落地，业绩拐点在即

——长安汽车(000625.SZ)跟踪报告

公司动态

◆ “做加减法”拉开公司第三次创业大幕

2018年公司发布“第三次创业-创新创业战略”，提出“做加法减法”经营思路：“做加法”即聚焦核心品牌（长安牌、长安福特、长安马自达），“做减法”即混改/剥离亏损业务板块（江铃控股、新能源汽车业务等）。

◆ 新品周期兑现，“加法”效果显现

2018年长安品牌架构梳理完成，自主品牌迎来新一轮车型周期。2019年9月CS75 plus上市后即热销。CS75系列11月合计销量2.7万辆，跃居11月SUV销量第二名。CS35系列11月销量1.6万辆，位居小型SUV销量第一。后续随着CS55 plus、逸动 plus 和基于全新平台开发的车型上市，2020年有望成为自主品牌产品大年。

2020年长安福特将导入多款全新车型：锐际、探险者和林肯两款车型。相比过去产品周期，本轮新品周期的特点是以高ASP车型为主，整体单车利润或有所改善。长安马自达2020年将导入新车CX-30和SKYACTIV-X发动机，叠加19Q4已上市的新马自达3，公司销量有望同比改善。

◆ 江铃控股、新能源汽车子公司率先“做减法”

2019年公司完成江铃控股的混改，新能源子公司引入战投增资扩股初步确立。“做减法”可以有效降低亏损业务对公司的业绩影响，并借助战略资本改善子公司经营情况。2020年公司或将通过出售CAPSA股权、轻型车事业部实施混改等方式继续“做减法”。

◆ 维持公司盈利预测和“买入”评级

随着“加减法”措施逐步落地，公司基本面改善，业绩和估值有望修复。公司公告新能源汽车子公司增资事项或将产生22.91亿元非经常性收益。考虑后续流程进度，预计此非经收益大概率计入2020年业绩。我们维持公司19~21年归母净利润-1.8/34.6/48.7亿元，对应EPS -0.04/0.72/1.01元的预测（若2020年计入上述非经常性收益，公司归母净利润有望增厚至57.2亿元，对应EPS为1.19元），维持“买入”评级。

◆ 风险提示：

1. 汽车市场复苏不及预期；2. 市场竞争加剧，新品销售不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80,012	66,298	63,693	80,319	82,463
营业收入增长率	1.87%	-17.14%	-3.93%	26.10%	2.67%
净利润(百万元)	7,137	681	-180	3,457	4,874
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	-126.43%	NA	40.98%
EPS(元)	1.49	0.14	-0.04	0.72	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.99%	1.47%	-0.39%	6.99%	9.15%
P/E	6	64	NA	13	9
P/B	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年12月17日

买入(维持)

当前价/目标价：9.04/11.48元

分析师

邵将(执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebscn.com

联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebscn.com

市场数据

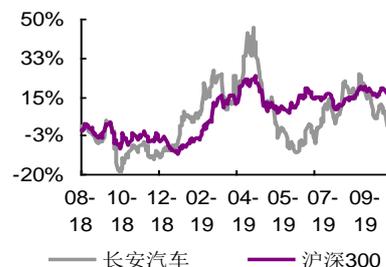
总股本(亿股)：48.03

总市值(亿元)：434.16

一年最低/最高(元)：6.25/10.74

近3月换手率：34.40%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.49	7.32	11.99
绝对	11.74	9.45	39.66

资料来源：Wind

相关研报

3Q19自主品牌毛利率回升，公司扣非净利润环比改善——长安汽车(000625.SZ)2019年三季度报点评

.....2019-10-31
合资公司业绩环比改善，2H19E公司或迎业绩拐点——长安汽车(000625.SZ)2019中报点评

.....2019-09-02
至暗时刻推改革，产品更新迎拐点——长安汽车(000625.SZ)首次覆盖报告

.....2019-05-28

1、“做加减法”拉开公司第三次创业大幕

上世纪 80 年代，为响应国家“军转民”战略，长安汽车与时俱进，开启了第一次创业，探索民品，成功成为微型汽车的引领者；2006 年，长安汽车再次随时代浪潮，开启了进军乘用车市场的第二次创业，2016 年公司总销量超过 300 万辆。随后公司自主品牌、合资品牌销量下滑，业绩承压。在此背景下，2018 年 4 月长安汽车发布“第三次创业-创新创业战略”。

公司提出“做加法减法”经营思路：“做加法”即聚焦核心品牌（长安牌、长安福特、长安马自达），“做减法”即混改/剥离亏损业务板块（江铃控股、长安标致雪铁龙、新能源汽车业务等）。公司集中资源打造新产品，全力实现自主品牌和长安福特的销量复苏。对于持续亏损或需要持续高投入的合资公司或业务板块，公司通过混改、剥离等方式实现脱表，减轻业绩压力。

2019 年 11 月，随着公司自主品牌拳头产品 CS75 plus 销量跃居 SUV 销量前列，以及新能源子公司引入战略投资者落地，公司的“加减法”战略逐步落地兑现，公司基本面改善在即。

2、新品周期兑现，“加法”效果显现

2.1、自主品牌“plus”新品落地，销量实现“plus”

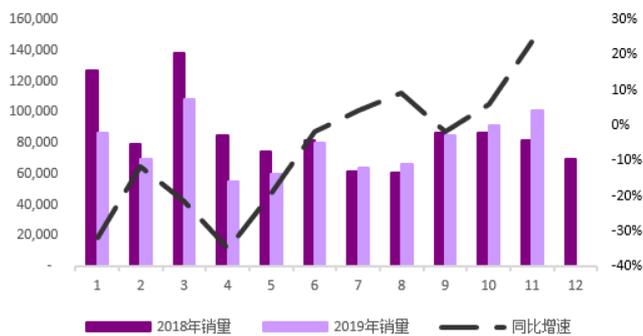
2018 年长安汽车对自主品牌架构进行优化，形成长安、欧尚两个乘用车品牌+高端品牌+商用车品牌凯程的品牌矩阵。长安是公司自主核心品牌；欧尚主打 SUV 和 MPV 市场，是公司第二乘用车品牌；凯程包括轻型商用车和微面，主攻智慧物流领域；高端品牌或将在未来推出。

◆ CS75plus 热销，55plus、逸动 plus 续力，2020 年或为销量大年

随着品牌架构梳理完成，自主品牌迎来新一轮车型周期。公司对 CS35、CS75、逸动等现有主销车型进行了换代或中期改款，推出“plus”版产品：CS35 plus（CS35 换代车型）、CS55 plus（CS55 中期改款车型）、CS75 plus（全新车型）、逸动 plus（全新车型）。

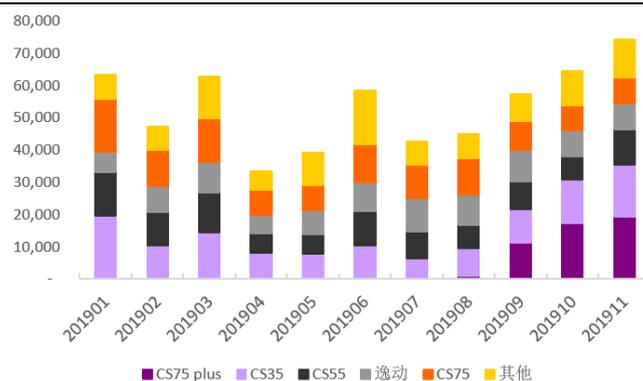
2019 年 9 月 CS75 plus 上市后月销量即过万。11 月，公司自主品牌销量（未含跨越）10.1 万辆，同比/环比+24%/+10%。其中 CS75 plus 销售 1.9 万辆，成为公司最畅销产品。CS75 系列合计销量 2.7 万辆，跃居 11 月 SUV 销量第二名。CS35 系列 11 月销量 1.6 万辆，位居小型 SUV 销量第一。

图 1：长安汽车本部 19Q4 月销量同环比增长（辆）



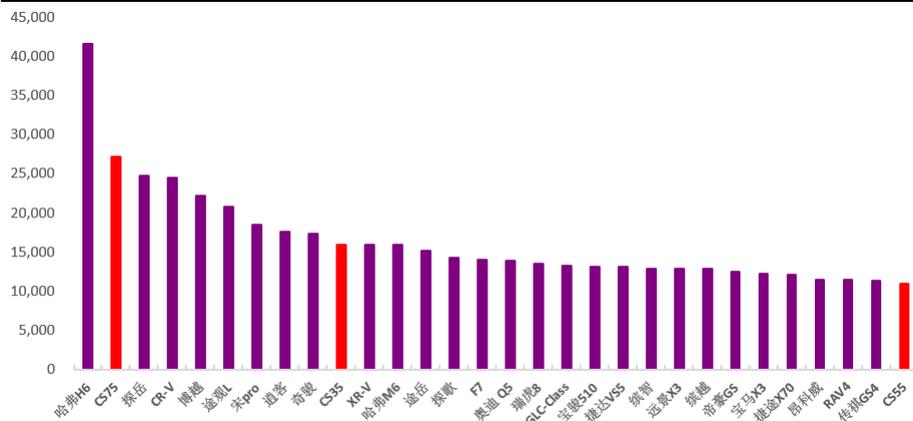
资料来源：中汽协，光大证券研究所

图 2：19Q3 CS75plus 拉动长安品牌月销量增长（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所

图 3：19 年 11 月 CS75 系列销量位居 SUV 第二（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所，注：不含新能源车型

CS55 和逸动是长安品牌销量规模第三和第四的车型，两款车均推出“plus”版：2019 年 11 月，CS55 plus 作为 CS55 的中期改款车型上市；2020 年 3 月，逸动系列全新车型逸动 plus 将上市。我们认为 CS75plus 热销的背后有公司在造型设计、动力总成、智能网联等领域研发实力的支撑。预计 CS75 plus 的成功将有望复制到 CS55plus 和逸动 plus。

2020 年长安将推出全新整车平台，并且基于新平台推出全新系列车型。新车型将与 CS 系列差异化定位，价格带与 CS 系列相近。新车型或将填补年轻消费者市场空白，完善公司产品线。两款“plus”车型和全新系列车型上市后有望进一步提升长安品牌销量，2020 年长安汽车自主品牌或迎销量大年。

图 4：2018 年起长安品牌开启新品周期，老车改款换代，新车全新上市



资料来源：汽车之家，公司年报，光大证券研究所

◆ 表里表外齐升级，提升新品产品力

我们认为长安汽车自主品牌车型热销的背后是源于公司表里表外的技术升级降低了成本、提升了产品竞争力。长安“plus”车型内外饰设计全面升级。“颜值”升级得益于长安汽车构建的全球化的设计中心：意大利造型设计中心、日本内饰设计中心。设计团队的带头人是在2002年加入长安汽车的本土设计师陈政。他是长安汽车全球设计总监，带领团队奠定长安产品的设计语言。2018年5月，前马自达首席设计师山田敦彦加入长安，担任长安乘用车的设计总监，进一步提升公司产品造型设计能力。

图 5：长安自主品牌造型设计升级



资料来源：汽车之家，光大证券研究所

长安汽车具备动力总成自主研发能力，推出涵盖发动机、变速器和混动动力系统的蓝鲸动力品牌架构。其中，蓝鲸 NE 发动机平台是国内自主品牌首个模块化发动机平台，排量可以覆盖 1.0L~1.8L，零部件共用率 90% 以上，利于降低成本。

2019 年 6 月，蓝鲸 NE 发动机平台首款产品蓝鲸 1.4T 发动机上市，搭载于逸动和 CS35 plus。11 月 4 日，2019 年“中国心”十佳发动机评选结果揭晓，蓝鲸 1.4T 高压直喷发动机榜上有名。2019 年 11 月，长安发布蓝鲸 NE 平台第二款产品 1.5T 发动机，预计 2020 年搭载产品上市。

蓝鲸 NE 发动机采用多项先进技术，最高热效率可达 40%，体积重量较上代产品减小：

- 1) 具有自主知识产权的“AGILE 敏捷”燃烧系统，并在国内率先使用 350bar 高压喷油系统；
- 2) 应用 smart phaser+同排量级别唯一双出口 IEM+电控涡轮增压+外置式高效水冷中冷的技术组合，动力输出响应速度提升 50%；
- 3) 国内首家全可变机油泵+可控 PCJ+极致低摩擦设计。

图 6：长安蓝鲸动力品牌架构



资料来源：公司官网

蓝鲸 NE 发动机来由长安英国技术中心历时 4 年打造，性能达到合资水平。与主流 1.5T 发动机相比，长安蓝鲸 1.5T 发动机参数处于较高水平。搭配自主研发的 DCT 变速器，蓝鲸动力（NE 发动机+DCT）或逐步成为长安主力动力总成，成本有望低于 H 系列发动机+爱信 AT 的动力总成。

表 1：主流 1.5T 发动机参数对比

发动机	最大功率 (kW)	最大扭矩 (Nm)
长安 1.5T 发动机	132	300
大众 1.5T 发动机	110	250
福特 1.5T 发动机	133	240
本田 1.5T 发动机	130	226
通用 1.5T 发动机	125	252

资料来源：汽车之家

2.2、合资品牌新品上市在即

◆ 长安福特：林肯品牌导入，期待“一键重启”

自 2018 年以来，长安福特和福特中国针对中国市场展开了一些列战略调整，加快产品投放节奏，提升长安福特研发能力。长安福特规划未来 3 年内投放至少 18 款新车型。2020 年一季度将推出紧凑型 SUV 锐际（定位略高于翼虎）和林肯首款车型 Corsair；2020 年上半年还将推出福特中大型 SUV 探险者和林肯第二款车型；2020 年下半年或 2021 年上半年导入林肯第三款车型。

表 2：自 2018 年福特在中国进行一系列战略调整

时间	内容
2018 年 10 月	中国市场与北美市场并列成为公司的两大核心市场。同时，曾在福特任职的陈安宁重返福特，正式出任福特汽车公司集团副总裁、福特汽车中国公司总裁兼首席执行官。
2019 年 3 月	主题为“一键启动，共赢未来”的长安福特经销商合作伙伴大会在海南举行，向经销商传递了积极的信号。通过深化高层交流、加强营销改革、大幅降低成本以及狠抓产品规划等措施不断改善长安福特经营情况。
2019 年 4 月	福特汽车发布“福特中国 2.0”战略计划，加速公司业务转型，聚焦中国市场，进一步兑现其“更福特、更中国”的承诺。福特此次新的战略计划聚焦产品计划、智能科技、创新投入、战略伙伴和中国人才五大核心。
2019 年 9 月	长安汽车与福特汽车签署深化战略合作协议。从 2019 年到 2021 年底，长安福特将陆续投放至少 18 款新车型，其中包含 5 款新能源车型；构建全球一流的供应商体系，到 2021 年，实现累计降本 15%和供应链提升。

资料来源：公司官网，光大证券研究所

林肯汽车为福特旗下豪华品牌，于 2014 年 4 月正式登陆中国市场，近三年林肯在华销量一直保持增长，2018 年销售 5.5 万辆，同比+2%。2019 年 1-11 月累计销量 4.4 万辆，因 MKC 的即将换代导致销量下滑。目前林肯销量落后于凯迪拉克、雷克萨斯等，处于国内豪华车第三阵营。国内豪华汽车市场保持增长态势，未来增速或将高于汽车整体市场。林肯品牌国产化，抓住国内豪华车市场红利，有望进一步提升品牌销量。

相比于长安福特 2013-2014 年的新品周期，本轮新品周期的特点是以高单车价值量车型为主，公司整体单车利润或有所改善。

图 7：2020 年长安福特将导入多款全新车型



资料来源：公司年报，汽车之家，光大证券研究所

◆ 长安马自达：全新马自达3上市稳量，2020年或导入CX30

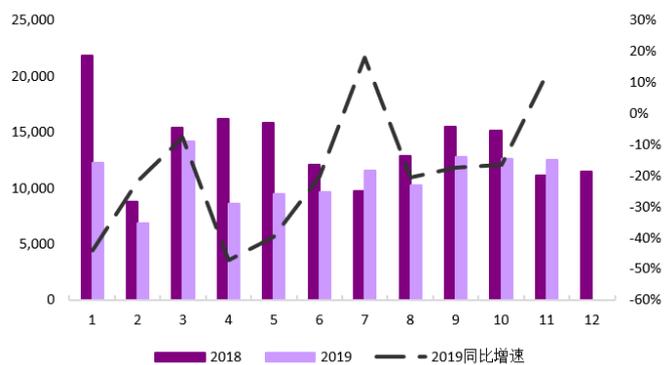
长安马自达在售车型有三款：昂克塞拉（马自达3）、CX-5和CX-8。其中，昂克塞拉是销量主力，占公司销量的70%以上。2019年9月，全新昂克塞拉上市，10月和11月销量重返万辆。

长安马自达11月共计销售1.3万辆，同比+12.6%。受汽车市场消费需求低迷及公司车型临近产品周期末期，2019年前11个月累计销售12.1万辆，同比-21.8%。但是，公司ASP和单车利润仍保持稳健。1H19 ASP为12.38万元，同比+0.12万元；1H19单车利润为1.43万元，同比+0.02万元。

2020年长安马自达将引入CX-30，推出燃油版和纯电版。CX-30基于全新昂克塞拉打造，定位轿跑SUV，充实长安马自达产品线。

同时，2020年马自达将引进创驰蓝天SKYACTIV-X发动机，并将搭载于2021款昂克塞拉和即将引进的CX-30。据Automotive News Europe消息，马自达欧洲首席执行官青山康宏表示，自从开启搭载SKYACTIV-X动力新车的发售以来，欧洲消费者对新发动机的需求超出预期。全新昂克塞拉的订单中60%的用户配备SKYACTIV-X发动机，CX-30订单中有45%的用户选择配备SKYACTIV-X发动机。我们认为，随着昂克塞拉的换代、CX-30导入以及新发动机的国产，2020年长安马自达销量有望实现同比增长。

图 8：长安马自达 11 月销量同比增长（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所

图 9：长安马自达单车利润稳步提升（万元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所，注：2019 年为 1H 数据，通常 1H 单车利润低于 2H，1H18 单车利润为 1.41 万元。

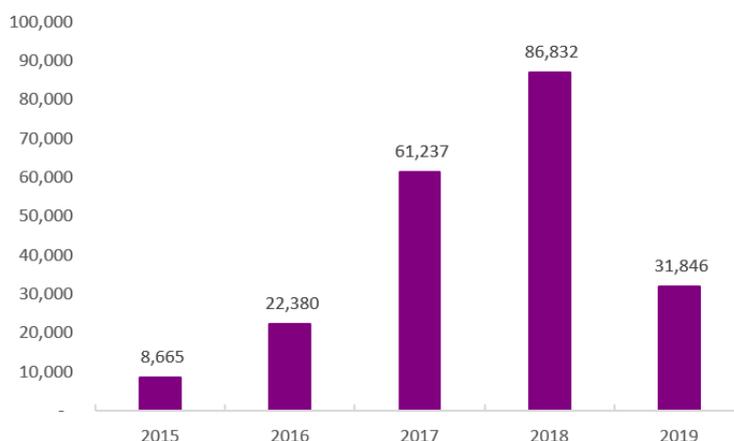
3、江铃控股、新能源汽车子公司率先“做减法”

3.1、新能源汽车子公司脱表，“香格里拉计划”不改

2019 年 12 月 3 日晚间，公司发布公告，全资子公司新能源科技公司引入南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金 4 家战略投资者。本次增资后，公司持股比例由 100% 下降为约 49%，新能源汽车子公司实现脱表。

当前新能源汽车需求走弱，行业竞争格局激烈，新能源汽车公司需要持续高额研发投入。2018 年新能源子公司营收 6983 万元，净利润亏损约 2.3 亿元。脱表后，公司将更多资源投向自主传统汽车业务，加速自主板块销量和业绩复苏。据公司公告预测，此次事项预计为公司今年带来 22.91 亿元非经常性损益。考虑到后续变更流程，此非经损益大概率于 2020 年计入财报。

图 10：长安汽车新能源汽车销量（辆）



资料来源：公司公告，光大证券研究所，注：2019 年数据截至 9 月

表 3: 新能源汽车业务引入战略投资者历程梳理

阶段	内容
新能源汽车业务板块法人化	2018 年 8 月, 公司公告, 将与新能源汽车业务相关的部分资产以及与其相关的业务、人员划转至公司全资子公司重庆长安新能源汽车科技有限公司。
新能源汽车子公司首次引入战略投资者未获成功	2018 年 10 月 22 日重庆长安新能源汽车科技有限公司在上海联合产权交易所公开挂牌, 拟通过公开挂牌增资扩股引入不少于 3 家战略投资者。方案: 增资后公司持有新能源科技公司的股权比例不超过 49%, 投资方持有新能源科技公司的股权比例不低于 51%。 2019 年 6 月 11 日终止本次公开挂牌增资事项。后续, 公司将进一步优化新能源科技公司混改方案, 择机引入社会资本。
成功引入战略投资者, 实现脱表	2019 年 12 月 3 日晚间, 公司发布公告, 全资子公司新能源科技公司引入南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金 4 家战略投资者。本次增资后, 公司持股比例由 100% 下降为约 49%, 新能源汽车子公司脱表

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

此次引入战略投资者, 有望增强新能源科技公司发展活力, 提高其运营效率, 加速整合新能源汽车产业链资源, 最终实现新能源科技公司的顺利转型。新能源子公司脱表不改变公司“香格里拉计划”的发展目标, 公司将持续支持新能源子公司推出新产品。2021 年新能源子公司将推出新能源汽车专用平台。2019 年 12 月, 基于 CS15 的纯电 SUV E-Pro 上市。2020 年还将有三款新车上市。

表 4: 2020 年长安新能源产品规划

上市时间	车名	级别	工况续航里程
2019.12	E-Pro	纯电动小型 SUV	401km
2020.Q1	E-Star	纯电动微型车	301km
2020	E-Life	纯电动紧凑型轿车	520km
2020.Q1	E-Rock	纯电动紧凑型 SUV	600km+

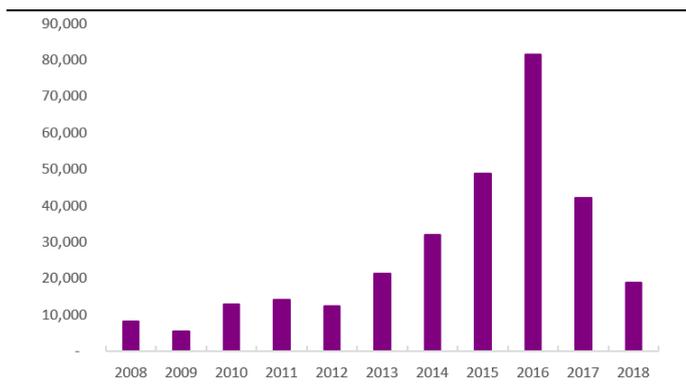
资料来源: 汽车之家

3.2、江铃控股引入造车新势力, 实现共赢

江铃控股有限公司成立于 2004 年 11 月, 长安汽车与江铃汽车集团各持股 50%。江铃控股自主研发 SUV, 拥有陆风品牌, 同时江铃控股持有上市公司江铃汽车 41.03% 股份。江铃控股利润主要来源江铃汽车投资收益。剔除投资收益后, 江铃控股自主业务持续亏损。2017 年陆风销量下滑, 自主业务亏损扩大, 同时江铃汽车业绩下滑使公司投资收益减少。2018 年江铃控股总计亏损 8.2 亿元, 自主业务估算亏损 8.6 亿元。

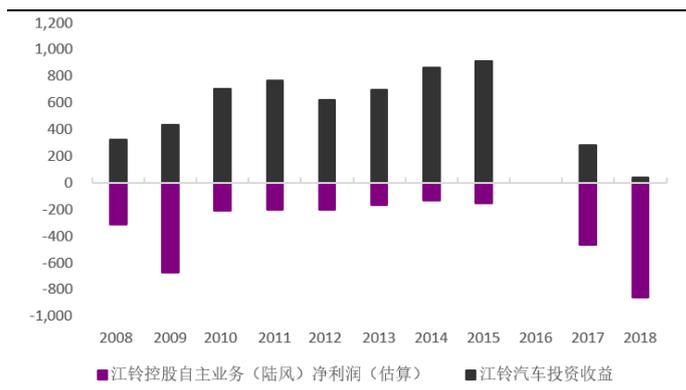
2019 年 4 月, 江铃控股以存续分立为江铃投资和江铃控股 (存续公司)。分立后, 长安汽车、江铃集团分别持有新设公司江铃投资与存续公司江铃控股各 50% 的股权。随后, 江铃控股通过公开挂牌增资扩股引入战略投资者造车新势力爱驰汽车。长安汽车放弃增资的优先认购权, 增资完成后长安汽车持有江铃控股的股权比例由 50% 稀释到 25%。江铃投资成为江铃汽车控股股东, 持股比例保持 41.03%。长安汽车通过江铃投资继续持有江铃汽车约 20.5% 股份。

图 11：陆风品牌销量（辆）



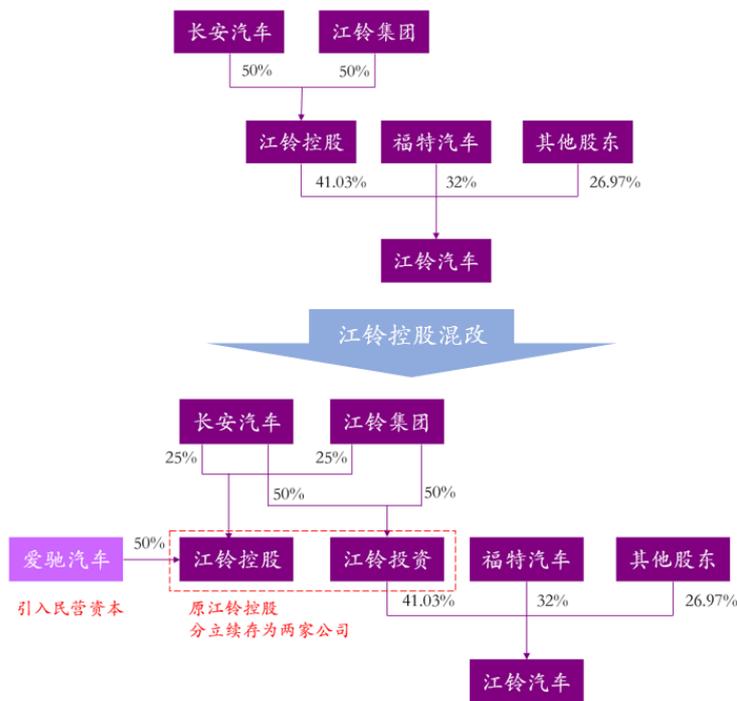
资料来源：marklines，光大证券研究所

图 12：江铃控股自主业务持续亏损（百万元）



资料来源：公司财报，光大证券研究所估算，注：2016 年数据未披露

图 13：江铃控股混改前后股权架构



资料来源：公司公告，光大证券研究所，截至 2019 年 9 月 30 日

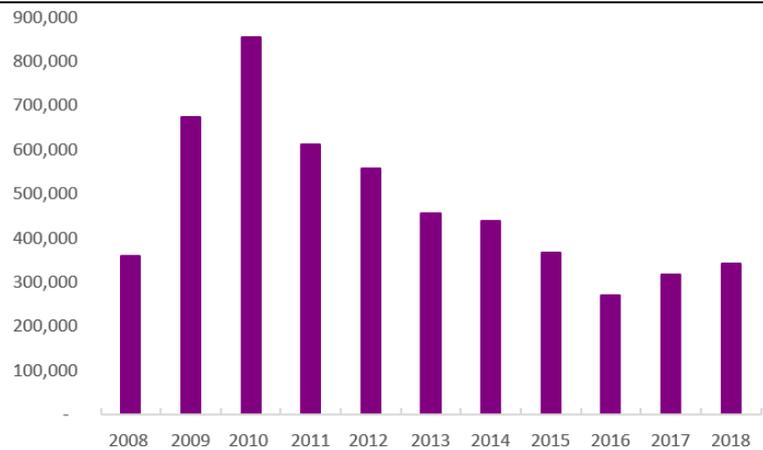
江铃控股混改是国内首个央企、地方国企和民营企业混改的案例，利于江铃控股提升经营效率，增强发展活力。长安汽车放弃增资、股权稀释，短期或降低投资亏损，长期利于公司集中资源聚焦发展长安自主品牌。造车新势力爱驰汽车入股江铃控股，获得造车资源，加速产品上市。

3.3、轻型车业务、CAPSA 或为下一项“减法”

◆ 轻型车业务或混改，聚焦智能物流

2018 年公司梳理自主品牌架构，微车和商用车统一划至轻型车事业部，形成凯程品牌。轻型车是长安汽车第一次创业发展的中坚力量，但随着微车市场的萎缩，长安微车销量持续下滑。公司开启第三次创业，未来将聚焦乘用车市场，轻型车业务或将法人化并进行混改。

图 14：长安微车、商用车合计销量（辆）



资料来源：中汽协，光大证券研究所

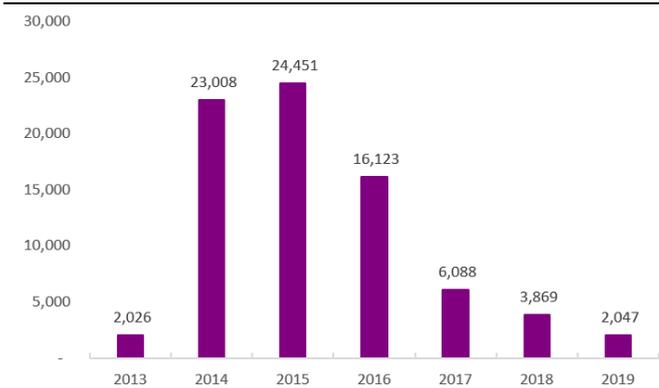
2019 年 2 月 2 日，长安汽车公告，拟以轻型车相关业务和资产与投资者进行合作，共同投资新设一家合资公司，打造商用车整车及其零部件业务平台，建立一流商用车品牌，成为短途物流服务智能解决方案领导者。

◆ 从未盈利的 CAPSA 或被出售

长安汽车于 2013 年从母公司中国长安以约 20 亿元收购长安标致雪铁龙 (CAPSA) 的 50% 股权。目前 CAPSA 在深圳有产能 20 万的整车和发动机工厂，生产标致雪铁龙旗下的高端品牌 DS 车型。自 2013 年投产以来，销量惨淡，15 年销量约 2.4 万辆，18 年销量约 0.4 万辆。CAPSA 一直处于亏损状态，2018 年亏损 8.7 亿元。

2019 年 11 月 29 日，重庆联合产权交易官网显示，长安汽车正在挂牌出售长安标致雪铁龙汽车有限公司 (CAPSA) 50% 股权。若未来股权出售成功，公司投资收益有望得到改善。

图 15: CAPSA 投产以来年销量 (辆)



资料来源: 中汽协, 注: 2019 年为前 11 月累计值

图 16: CAPSA 营收和投资损益 (百万元)



资料来源: 公司财报, 注: 2016 和 2017 年营收未披露

4、投资评级

考虑到 19Q4 和 2020 年自主和合资新品逐步落地, 公司销量和车型结构有望改善。同时, 叠加降本控费等举措, 公司毛利率、期间费用率或继续改善; 亏损业务的剥离/股权稀释缓解公司业绩压力。根据光大汽车时钟, 2019 年 9 月已经确认为汽车新一轮周期复苏拐点, 我们认为公司自身的拐点有望和新一轮汽车周期拐点共振, 驱动公司业绩上行。

2019 年 12 月 4 日, 公司公告新能源子公司引入战略投资者, 实施增资扩股, 同时公司放弃增资权力, 持股比例稀释至约 49%。本次交易完成后预计增加非经常性净利润 22.91 亿元。考虑此交易还需股东大会审议批准、工商变更登记, 我们预计此非经收益大概率计入 2020 年业绩。

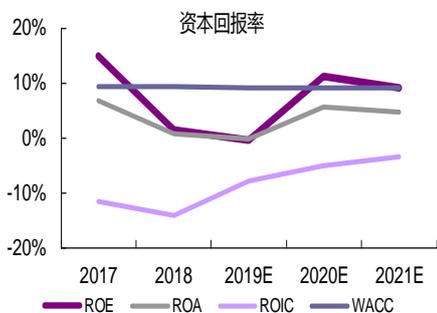
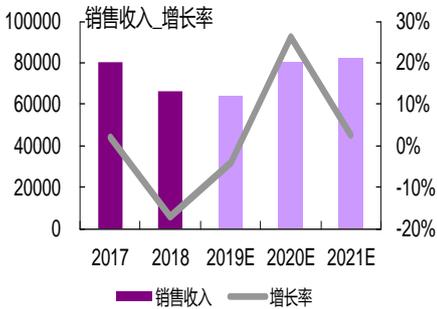
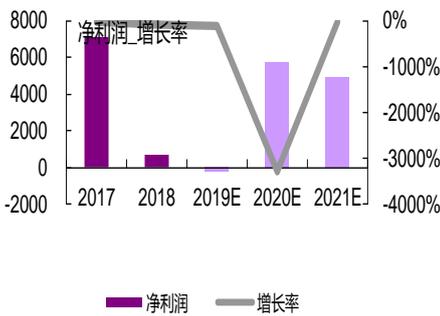
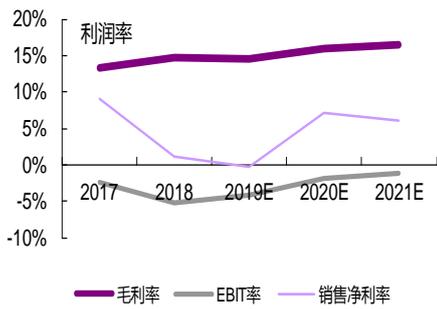
我们维持公司 2019~2021 年归母净利润-1.8/34.6/48.7 亿元, 对应 EPS -0.04/0.72/1.01 元的预测 (若 2020 年计入上述非经常性收益, 公司归母净利润有望增厚至 57.2 亿元, 对应 EPS 为 1.19 元), 维持“买入”评级。

5、风险分析

汽车市场复苏不及预期: 汽车销量增速放缓, 宏观经济下行压力或使汽车行业回暖不达预期。

新品销售不及预期: 市场竞争日趋激烈, 各厂商相继推出竞品车型, 公司新车型存在销量不及预期的风险。

公司战略推进不及预期: 公司混改、股权出售等资产重组事项推进不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	63,693	80,319	82,463
营业成本	69,363	56,583	54,473	67,468	68,857
折旧和摊销	2,563	3,104	3,887	4,130	4,430
营业税费	3,074	2,306	2,211	2,889	2,899
销售费用	3,978	5,283	4,210	5,279	5,385
管理费用	5,280	5,326	5,179	5,921	6,074
财务费用	-525	-427	-110	-94	-157
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	6,906	-71	-187	2,419	3,590
营业利润	7,152	-201	-190	3,425	4,923
利润总额	7,181	658	-154	3,469	4,969
少数股东损益	71	43	47	46	45
归属母公司净利润	7,137	681	-180	3,457	4,874

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	106,125	93,489	90,890	100,704	106,151
流动资产	62,757	43,213	41,487	50,423	52,760
货币资金	22,632	9,981	7,493	9,761	12,823
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,807	1,409	1,238	1,497	1,450
应收票据	29,156	20,562	22,161	27,375	27,457
其他应收款	1,645	3,233	2,795	3,205	2,054
存货	4,666	4,917	4,682	5,269	5,648
可供出售投资	542	1,958	1,997	2,037	2,078
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14,099	13,275	13,182	14,391	16,186
固定资产	19,045	22,161	22,509	22,935	24,561
无形资产	4,048	5,018	4,747	4,490	4,245
总负债	58,662	47,336	44,956	51,267	52,846
无息负债	58,457	47,139	44,956	51,267	52,846
有息负债	205	197	0	0	0
股东权益	47,463	46,153	45,934	49,437	53,305
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
公积金	7,501	7,459	7,459	7,459	7,459
未分配利润	35,184	33,707	33,441	36,898	40,720
少数股东权益	-136	-92	-45	2	47

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,370	-3,887	-1,276	2,643	5,915
净利润	7,137	681	-180	3,457	4,874
折旧摊销	2,563	3,104	3,887	4,130	4,430
净营运资金增加	2,450	3,452	2,661	1,686	-2,130
其他	-13,520	-11,124	-7,644	-6,631	-1,258
投资活动产生现金流	4,428	-6,569	-1,038	-468	-1,959
净资本支出	-3,283	-6,445	-3,268	-3,881	-5,845
长期投资变化	14,099	13,275	94	-1,209	-1,795
其他资产变化	-6,388	-13,398	2,136	4,623	5,681
融资活动现金流	-4,575	-1,353	-173	94	-894
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,983	-8	-197	0	0
无息负债变化	-2,513	-11,318	-2,184	6,311	1,579
净现金流	-1,542	-11,803	-2,488	2,269	3,062

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	1.87%	-17.14%	-3.93%	26.10%	2.67%
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	-126.43%	NA	40.98%
EBITDA 增长率	-65.50%	-153.30%	-479.52%	107.99%	29.65%
EBIT 增长率	314.98%	77.74%	-23.92%	-43.15%	-32.52%
估值指标					
PE	6.1	63.8	NA	12.6	8.9
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.9	-70.2	20.3	8.9	5.5
EV/EBIT	-6.4	-6.8	-9.8	-15.9	-18.9
EV/NOPLAT	-6.4	-6.2	-11.4	-15.7	-19.1
EV/Sales	0.2	0.4	0.4	0.3	0.2
EV/IC	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
盈利能力 (%)					
毛利率	13.31%	14.65%	14.48%	16.00%	16.50%
EBITDA 率	0.79%	-0.50%	1.99%	3.29%	4.15%
EBIT 率	-2.42%	-5.19%	-4.11%	-1.85%	-1.22%
税前净利润率	8.97%	0.99%	-0.24%	4.32%	6.03%
税后净利润率 (归属母公司)	8.92%	1.03%	-0.28%	4.30%	5.91%
ROA	6.79%	0.77%	-0.15%	3.48%	4.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.99%	1.47%	-0.39%	6.99%	9.15%
经营性 ROIC	-11.57%	-14.30%	-7.95%	-5.06%	-3.45%
偿债能力					
流动比率	1.15	1.00	1.02	1.07	1.08
速动比率	1.06	0.89	0.90	0.96	0.97
归属母公司权益/有息债务	232.50	235.23	-	-	-
有形资产/有息债务	486.91	437.44	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.49	0.14	-0.04	0.72	1.01
每股红利	0.45	0.02	0.00	0.22	0.31
每股经营现金流	-0.29	-0.81	-0.27	0.55	1.23
每股自由现金流(FCFF)	-1.01	-2.15	-0.85	-0.56	-0.01
每股净资产	9.91	9.63	9.57	10.29	11.09
每股销售收入	16.66	13.80	13.26	16.72	17.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼