

研究所

证券分析师： 潮浩 S0350519100002
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn
联系人： 王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

翼虎换代低价入市，长安复兴再下一城

——长安汽车（000625）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|-----|------|------|
| 长安汽车 | 9.5 | 15.6 | 48.2 |
| 沪深300 | 3.1 | 2.3 | 31.3 |

市场数据

| 市场数据 | 2019-12-19 |
|------------|--------------|
| 当前价格（元） | 9.48 |
| 52周价格区间（元） | 6.26 - 10.75 |
| 总市值（百万） | 45529.11 |
| 流通市值（百万） | 36978.10 |
| 总股本（万股） | 480264.85 |
| 流通股（万股） | 480262.96 |
| 日均成交额（百万） | 261.36 |
| 近一月换手（%） | 21.07 |

相关报告

- 《长安汽车（000625）2019年中报点评：Q2大幅减亏，新品持续推出》——2019-09-02
- 《长安汽车（000625）事件点评：合营及自主7月批发均有改善，福特新车型临近》——2019-08-13
- 《长安汽车（000625）2018年报点评：业绩探底迎复苏，福特中国蓄势待发》——2019-04-23
- 《长安汽车（000625）动态点评：福特中国2.0战略发布，开启新一轮成长周期》——2019-04-04
- 《长安汽车（000625）业绩预告点评：业绩处于低点，长安福特新车周期下静待反转》——

事件：

2019年12月19日长安福特锐际发布售价并正式上市，三款车价格分别为18.98、20.48、21.88万元。

投资要点：

- **定价超预期，产品力全面提升** 1) 锐际低配版价格为18.98万元，一举进入19万元以内区间，首批三款车均标配同级最强2.0T四驱系统，定价诚意十足。2) 我们把锐际低配版和老翼虎1.5T顶配进行对比（锐际2019款245悦享款VS翼虎2019款180两驱豪翼型），换代产品进一步放低姿态，动力总成升级明显，主被动安全及其他电子类配置稳中有升。3) 对比同价格区间走量竞品的主销车型，日产奇骏终端价格区间为17.9-18.5万元，东风本田CRV终端价格区间在18.5-19万元。全新锐际本次定价一步到位，产品力全面提升，预计将以福特2.0时代“更福特、更中国”的承诺，拉开长安福特全面反攻的序曲。
- **回归主战场，销量弹性可期** 我们认为，Escape作为全球紧凑型SUV的早期引领者，虽面临日韩同级车型快速迭代的竞争压力，仍具备较强的自我调节能力：1) 海外视角，对比美版翼虎和美版奇骏，2011-2018年Escape美国年销量在25-30万台区间，2019年1-9月Escape月销量在1.5-2.5万台区间；2011-2018年Rogue销量从10万台逐步爬升至40万台以上，目前Escape销量值为Rogue的70%左右。2) 国内市场，福特品牌力低于两田，但可以 and 日产相类比，后续若考虑1.5T低配车型及时推出，锐际月销有望达到1.2万台，新老翼虎稳态年化销量可冲击18万台，从而带动2020年长安福特整体销量实现大幅增长。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 长安汽车具备三重投资逻辑，暨合资品牌长安福特边际强改善，长安自主在技术创新带动下进入强产品周期，同时公司旗下新能源、出行、PSA等历史业绩出血点正快速止住。我们预计2020年行业进入温和复苏周期，长安汽车的自主及合资业务均具备较大的向上利润弹性，上调2020/2021年业绩至40/55亿元，对应当前股价PE分别为11/8倍。目前公司PE/PB估值均处于底部区间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**乘用车市场增速持续下滑的风险；合营企业盈利恢复低于预期；新车型市场接受度不及预期。

2019-01-30

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

| 预测指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 主营收入(百万元) | 66298 | 62652 | 73929 | 79844 |
| 增长率(%) | -17% | -6% | 18% | 8% |
| 净利润(百万元) | 681 | 120 | 4008 | 5535 |
| 增长率(%) | -90% | -82% | 3245% | 38% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.14 | 0.02 | 0.83 | 1.15 |
| ROE(%) | 1.47% | 0.26% | 8.06% | 10.14% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 1: 锐际低配版与老翼虎 1.5T 顶配对比

| | | 锐际 2019 款 EcoBoost245 悦享款 | 翼虎 2019 款 EcoBoost180 两驱豪华型 |
|-------|--------------|---------------------------|-----------------------------|
| 发动机 | | 2.0T248 马力 L4 | 1.5T181 马力 L4 |
| 变速箱 | | 8AT | 6AT |
| 驱动方式 | | 前置四驱 | 前置前驱 |
| 舒适配置 | 座椅材质 | 仿皮 | 仿皮、真皮 |
| | 主副座椅腰部调节 | 无 | 有 |
| | 主副座椅电动调节 | 副座无 | 有 |
| | 前排座椅加热 | 无 | 有 |
| | 车内环境氛围灯 | 无 | 多色 |
| 安全配置 | 安全气囊 | 主副气囊、前排侧气囊、前后排头部气囊、膝部气囊 | 主副气囊、前排侧气囊、前后排头部气囊、膝部气囊 |
| | 基本配置 | ABS、EBD、EBA、ASR、ESC | ABS、EBD、EBA、ASR、ESC |
| | 自动驻车 | 有 | 无 |
| 电子等配置 | 液晶仪表尺寸 | 6.5 英寸 | - |
| | 中控液晶屏尺寸 | 12.3 英寸 | 10 英寸 |
| | OTA 升级 | 有 | 无 |
| | 近光灯 | 卤素 | 氙气 |
| | 远光灯 | 卤素 | 氙气 |
| | 车前雾灯 | LED | 卤素 |
| | 行李厢 12V 电源接口 | 有 | 无 |

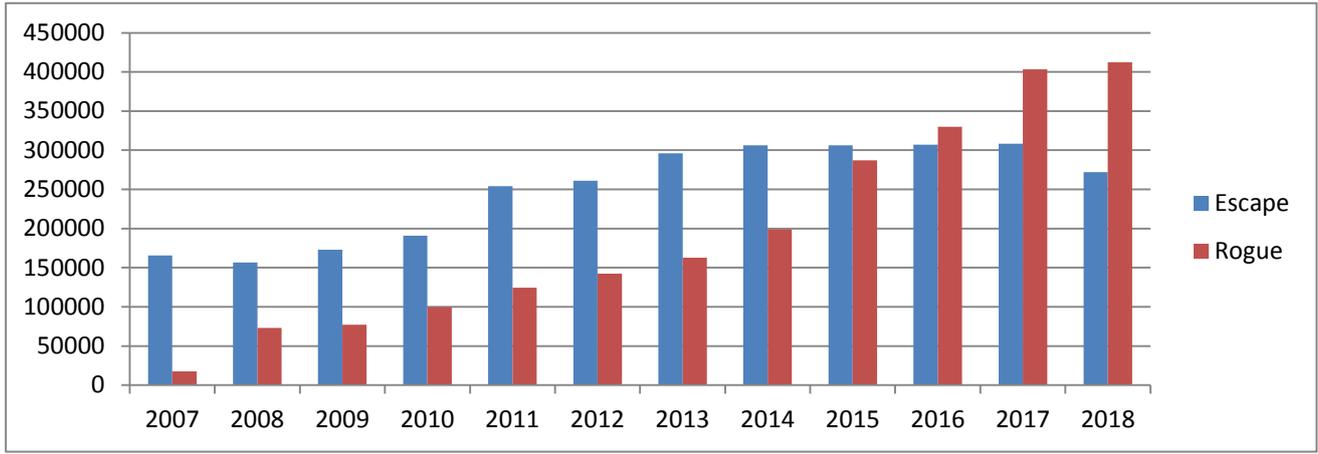
资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

图 2: 锐际低配版与竞品价格对比

| | 长安福特锐际 | 东风日产奇骏 | 上汽大众途岳 | 长安马自达 CX5 | 东风本田 CRV | 一汽大众探岳 |
|-------------|------------------------|----------------------------|---------------------|---------------------|----------------------------------|---------------------|
| 车型 | 2019 款 EcoBoost245 悦享款 | 2019 款 2.0LCVT 智联七座舒适版 2WD | 2020 款 330TSI 四驱豪华型 | 2020 款 2.5L 自动两驱智慧型 | 2019 款耀目版 plus240TURBO CVT 两驱风尚版 | 2020 款 330TSI 四驱豪华版 |
| 上市时间 | 2019.12 | 2018.10 | 2019.11 | 2019.9 | 2019.11 | 2019.5 |
| 厂商指导价 (万元) | 18.98 | 20.73 | 20.88 | 20.98 | 20.38 | 23.39 |
| 终端价格区间 (万元) | 18.98 | 17.9-18.5 | 18.6-19.0 | 18.7-19.0 | 18.5-19.0 | 20.0-20.5 |

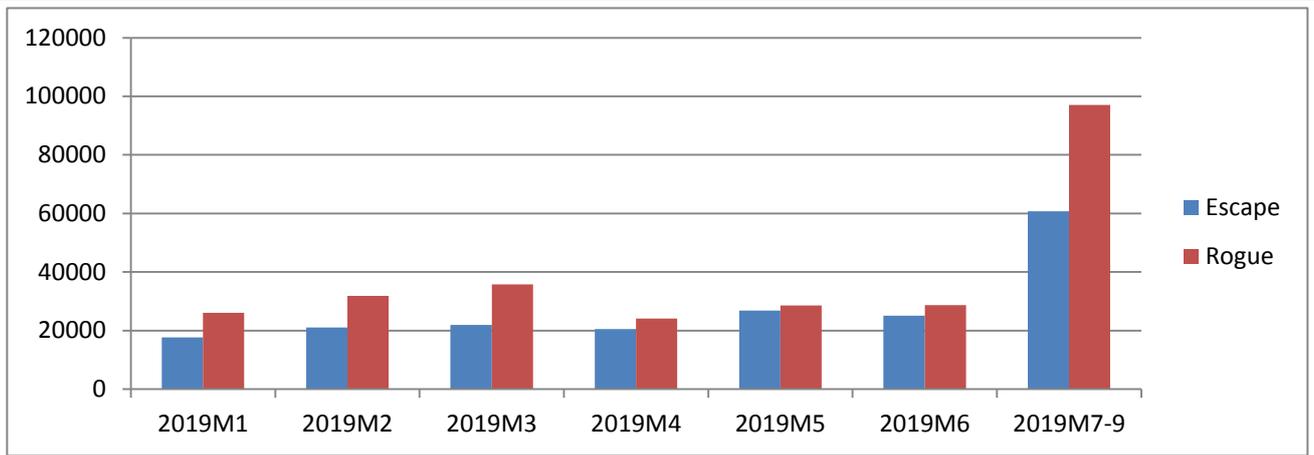
资料来源: 汽车之家, 国海证券研究所

图 3: 美国市场 Escape 和 Rogue 年销量 (辆)



资料来源: Carsalesbase, 国海证券研究所

图 4: 2019 年美国市场 Escape 和 Rogue 月销量 (辆)



资料来源: Carsalesbase, 国海证券研究所

表 1: 长安汽车盈利预测表

| 证券代码: | 000625.SZ | | | | 股价: | 9.48 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2019-12-19 |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 财务指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值 | | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | | |
| ROE | 1% | 0% | 8% | 10% | EPS | 0.14 | 0.02 | 0.83 | 1.15 | |
| 毛利率 | 15% | 14% | 16% | 17% | BVPS | 9.63 | 9.64 | 10.32 | 11.26 | |
| 期间费率 | 15% | 15% | 17% | 16% | 估值 | | | | | |
| 销售净利率 | 1% | 0% | 5% | 7% | P/E | 66.88 | 379.99 | 11.36 | 8.23 | |
| 成长能力 | | | | | P/B | | | | | |
| 收入增长率 | -17% | -6% | 18% | 8% | P/S | 0.69 | 0.73 | 0.62 | 0.57 | |
| 利润增长率 | -90% | -82% | 3245% | 38% | | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.71 | 0.67 | 0.72 | 0.72 | 营业收入 | 66298 | 62652 | 73929 | 79844 | |
| 应收账款周转率 | 2.63 | 2.63 | 2.63 | 2.63 | 营业成本 | 56583 | 53881 | 62101 | 66669 | |
| 存货周转率 | 11.51 | 11.51 | 11.51 | 11.51 | 营业税金及附加 | 2306 | 2179 | 2571 | 2777 | |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | | | | | |
| 资产负债率 | 51% | 50% | 52% | 51% | 管理费用 | 2783 | 4590 | 4616 | 4985 | |
| 流动比 | 1.00 | 1.09 | 1.20 | 1.32 | 财务费用 | (427) | (200) | (100) | (100) | |
| 速动比 | 0.89 | 0.97 | 1.08 | 1.20 | 其他费用 / (-收入) | (310) | 1910 | 4750 | 6250 | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 营业利润 | (201) | 120 | 4980 | 6890 | |
| 现金及现金等价物 | 9981 | 14504 | 21085 | 28527 | 营业外净收支 | 860 | 30 | 30 | 30 | |
| 应收款项 | 25204 | 23818 | 28105 | 30353 | 利润总额 | 658 | 150 | 5010 | 6920 | |
| 存货净额 | 4917 | 4872 | 5620 | 6035 | 所得税费用 | (65) | 22 | 752 | 1038 | |
| 其他流动资产 | 3111 | 2940 | 3469 | 3747 | 净利润 | 723 | 127 | 4259 | 5882 | |
| 流动资产合计 | 43213 | 46134 | 58280 | 68663 | 少数股东损益 | 43 | 8 | 251 | 347 | |
| 固定资产 | 22161 | 20015 | 18083 | 16345 | 归属于母公司净利润 | 681 | 120 | 4008 | 5535 | |
| 在建工程 | 5384 | 5414 | 5444 | 5474 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 无形资产及其他 | 5018 | 4516 | 4065 | 3658 | 经营活动现金流 | (3887) | 3666 | 7770 | 9108 | |
| 长期股权投资 | 13275 | 13275 | 13275 | 13275 | 净利润 | 723 | 127 | 4259 | 5882 | |
| 资产总计 | 93489 | 92854 | 102647 | 110916 | 少数股东权益 | 43 | 8 | 251 | 347 | |
| 短期借款 | 190 | 300 | 200 | 0 | 折旧摊销 | 3100 | 2718 | 2453 | 2215 | |
| 应付款项 | 28724 | 28458 | 32830 | 35254 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 预收帐款 | 1556 | 1471 | 1736 | 1874 | 营运资金变动 | (7754) | 813 | 807 | 665 | |
| 其他流动负债 | 12689 | 12251 | 13986 | 15030 | 投资活动现金流 | (6569) | 3053 | 1901 | 1708 | |
| 流动负债合计 | 43160 | 42480 | 48752 | 52158 | 资本支出 | (5266) | 2116 | 1901 | 1708 | |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期投资 | 823 | 0 | 0 | 0 | |
| 其他长期负债 | 4176 | 4176 | 4176 | 4176 | 其他 | (2126) | 937 | 0 | 0 | |
| 长期负债合计 | 4176 | 4176 | 4176 | 4176 | 筹资活动现金流 | (1353) | 28 | (838) | (1219) | |
| 负债合计 | 47336 | 46656 | 52928 | 56334 | 债务融资 | (2) | 110 | (100) | (200) | |
| 股本 | 4803 | 4803 | 4803 | 4803 | 权益融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 股东权益 | 46153 | 46198 | 49719 | 54582 | 其它 | (1351) | (82) | (738) | (1019) | |
| 负债和股东权益总计 | 93489 | 92854 | 102647 | 110916 | 现金净增加额 | (11803) | 6747 | 8833 | 9597 | |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。
王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

潮浩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。