

## 自主持续增长，长安福特销量转正



## 核心观点

- 长安汽车销量下滑幅度远小于行业平均水平，预计疫情结束后销量有望反弹。长安汽车1月销量13.46万辆，同比下滑4.6%，同比下滑幅度小于行业平均水平，主要受1月长安自主品牌和长安福特销量均实现同比正增长拉动。在春节和疫情双重影响下，长安汽车销量仅小幅下滑，体现出下游较强的需求；随着疫情逐步得到控制，预计公司销量有望迎来反弹。
- 长安自主品牌销量同比正增长，CS75Plus销量和欧尚X7订单持续爬升。长安自主品牌1月销量8.13万辆，同比增长3.3%，连续4个月实现同比正增长。CS75Plus销量稳步爬升，2019年10月至12月销量分别为1.74、1.93和2.08万辆；欧尚X7累计订单继续爬升，至1月中旬已经超过3.8万辆，月销量有望稳定在1万辆以上；预计1月份CS75Plus和欧尚X7热销是长安自主品牌销量正增长的主要因素。2020年自主将推出逸动Plus、全新跨界SUV UNI-T等，预计长安自主品牌销量有望持续改善。
- 长安福特销量同比正增长，长马零售端销量好于批发端。长安福特1月份销量1.54万辆，同比增长4.2%，连续2个月同比正增长。去年12月福特锐际正式上市，3月林肯国产SUV冒险家将上市，4月林肯飞行家将上市；之后，包括福特探险者、福克斯Wagon、福特撼路者等车型也将先后上市；2020年长福新车型密集投放有望拉动销量稳步提升。长马1月份销量8866辆，同比下滑27.8%。零售端，1月长马销量1.34万辆，同比下滑15.2%，好于批发端；其中马自达3昂克赛拉销量1.06万辆，月销量稳定在1万辆以上。年内长马全新紧凑型SUV CX30将上市，长马销量有望改善。

## 财务预测与投资建议：

预测2019-2021年每股收益分别为-0.56、0.77、1.00元，因公司亏损，我们用PB进行估值。可比公司20年平均PB1.27倍左右，给予公司2020年PB1.27倍估值，目标价12.45元，维持买入评级。

**风险提示：**长安福特销量低于预期风险、长安马自达销量低于预期、长安自主品牌销量低于预期的风险。

## 公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80,012	66,298	66,238	76,553	84,999
同比增长(%)	1.9%	-17.1%	-0.1%	15.6%	11.0%
营业利润(百万元)	7,152	(201)	(3,893)	1,703	2,847
同比增长(%)	-24.4%	-102.8%	-1832.7%	143.7%	67.2%
归属母公司净利润(百万元)	7,137	681	(2,705)	3,678	4,802
同比增长(%)	-30.6%	-90.5%	-497.4%	236.0%	30.6%
每股收益(元)	1.49	0.14	(0.56)	0.77	1.00
毛利率(%)	13.3%	14.7%	13.4%	15.0%	15.2%
净利率(%)	8.9%	1.0%	-4.1%	4.8%	5.6%
净资产收益率(%)	15.7%	1.5%	-6.0%	8.1%	9.7%
市盈率	6.5	67.6	(17.0)	12.5	9.6
市净率	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年02月14日)	9.59元
目标价格	12.45元
52周最高价/最低价	11.9/6.32元
总股本/流通A股(万股)	480,265/390,064
A股市值(百万元)	46,057
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年02月14日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	6.32	-14.15	17.38	14.99
相对表现	4.07	-9.33	15.28	-2.22
沪深300	2.25	-4.82	2.10	17.21



资料来源：WIND、东方证券研究所

## 证券分析师 姜雪晴

021-63325888\*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

## 联系人 周翰

021-63325888-7524

zhouhan@orientsec.com.cn

## 相关报告

投资收益下滑拖累盈利增长，自主盈利持续改善： 2020-01-31

自主销量和盈利持续改善，长福新车上市后盈利将逐步改善： 2020-01-07

拟转让长安PSA资产，减少亏损聚焦主业： 2020-01-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	22,632	9,981	11,923	15,652	17,850	营业收入	80,012	66,298	66,238	76,553	84,999
应收账款	1,807	1,409	1,325	1,531	1,700	营业成本	69,363	56,583	57,339	65,090	72,045
预付账款	1,102	866	891	1,028	1,132	营业税金及附加	3,074	2,306	2,318	2,679	2,975
存货	4,666	4,917	4,587	5,081	5,043	营业费用	3,978	5,283	4,107	4,746	5,270
其他	32,550	26,040	23,435	27,347	32,254	管理费用	5,280	5,326	4,637	5,359	5,950
<b>流动资产合计</b>	<b>62,757</b>	<b>43,213</b>	<b>42,160</b>	<b>50,639</b>	<b>57,978</b>	财务费用	(525)	(427)	(224)	(185)	(178)
长期股权投资	14,099	13,275	14,039	13,804	13,706	资产减值损失	252	239	451	136	53
固定资产	19,045	22,161	26,066	28,331	28,658	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3,234	5,384	10,152	10,059	10,012	投资净收益	6,906	(71)	(1,503)	2,976	3,964
无形资产	4,048	5,018	3,778	2,519	1,253	其他	1,655	2,882	0	0	0
其他	2,943	4,437	1,920	2,032	2,237	<b>营业利润</b>	<b>7,152</b>	<b>(201)</b>	<b>(3,893)</b>	<b>1,703</b>	<b>2,847</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,368</b>	<b>50,276</b>	<b>55,955</b>	<b>56,744</b>	<b>55,866</b>	营业外收入	104	916	1,200	2,100	2,100
<b>资产总计</b>	<b>106,125</b>	<b>93,489</b>	<b>98,116</b>	<b>107,384</b>	<b>113,844</b>	营业外支出	75	57	60	60	60
短期借款	185	190	9,476	11,216	10,621	<b>利润总额</b>	<b>7,181</b>	<b>658</b>	<b>(2,753)</b>	<b>3,743</b>	<b>4,887</b>
应付账款	21,903	13,916	14,908	14,320	15,850	所得税	(28)	(65)	(21)	28	37
其他	32,515	29,054	26,327	30,787	31,532	<b>净利润</b>	<b>7,208</b>	<b>723</b>	<b>(2,733)</b>	<b>3,715</b>	<b>4,850</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>54,603</b>	<b>43,160</b>	<b>50,710</b>	<b>56,323</b>	<b>58,002</b>	少数股东损益	71	43	(27)	37	49
长期借款	7	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>7,137</b>	<b>681</b>	<b>(2,705)</b>	<b>3,678</b>	<b>4,802</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.49	0.14	-0.56	0.77	1.00
其他	4,053	4,176	4,071	4,099	4,115						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,059</b>	<b>4,176</b>	<b>4,071</b>	<b>4,099</b>	<b>4,115</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>58,662</b>	<b>47,336</b>	<b>54,782</b>	<b>60,421</b>	<b>62,118</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	(136)	(92)	(119)	(82)	(34)	<b>成长能力</b>					
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803	营业收入	1.9%	-17.1%	-0.1%	15.6%	11.0%
资本公积	5,099	5,057	5,057	5,057	5,057	营业利润	-24.4%	-102.8%	-1832.7%	143.7%	67.2%
留存收益	37,585	36,108	33,317	36,908	41,624	归属于母公司净利润	-30.6%	-90.5%	-497.4%	236.0%	30.6%
其他	111	277	277	277	277	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>47,463</b>	<b>46,153</b>	<b>43,334</b>	<b>46,962</b>	<b>51,727</b>	毛利率	13.3%	14.7%	13.4%	15.0%	15.2%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>106,125</b>	<b>93,489</b>	<b>98,116</b>	<b>107,384</b>	<b>113,844</b>	净利率	8.9%	1.0%	-4.1%	4.8%	5.6%
						ROE	15.7%	1.5%	-6.0%	8.1%	9.7%
						ROIC	14.3%	-1.5%	-8.2%	2.7%	4.4%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	55.3%	50.6%	55.8%	56.3%	54.6%
净利润	7,208	723	(2,733)	3,715	4,850	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	2,171	6,956	7,005	9,044	11,070	流动比率	1.15	1.00	0.83	0.90	1.00
财务费用	(525)	(427)	(224)	(185)	(178)	速动比率	1.06	0.88	0.74	0.81	0.91
投资损失	(6,906)	71	1,503	(2,976)	(3,964)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(2,618)	(5,617)	1,394	(890)	(2,943)	应收账款周转率	48.4	40.0	45.3	50.1	49.0
其它	(700)	(5,593)	2,035	146	71	存货周转率	11.2	11.3	11.5	13.1	13.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,370)</b>	<b>(3,887)</b>	<b>8,980</b>	<b>8,854</b>	<b>8,906</b>	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.8
资本支出	(5,056)	(12,761)	(15,057)	(10,057)	(10,057)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	534	(619)	231	51	(111)	每股收益	1.49	0.14	-0.56	0.77	1.00
其他	8,950	6,811	(1,627)	3,042	3,960	每股经营现金流	-0.29	-0.81	1.87	1.84	1.85
<b>投资活动现金流</b>	<b>4,428</b>	<b>(6,569)</b>	<b>(16,453)</b>	<b>(6,965)</b>	<b>(6,208)</b>	每股净资产	9.91	9.63	9.05	9.80	10.78
债权融资	(1,993)	(0)	(8)	2	2	<b>估值比率</b>					
股权融资	14	(42)	0	0	0	市盈率	6.5	67.6	-17.0	12.5	9.6
其他	(2,596)	(1,310)	9,423	1,838	(504)	市净率	1.0	1.0	1.1	1.0	0.9
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,575)</b>	<b>(1,353)</b>	<b>9,415</b>	<b>1,840</b>	<b>(501)</b>	EV/EBITDA	2.6	3.6	8.0	2.2	1.7
汇率变动影响	(26)	6	0	0	0	EV/EBIT	3.5	-36.6	-5.6	15.2	8.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,542)</b>	<b>(11,803)</b>	<b>1,942</b>	<b>3,730</b>	<b>2,197</b>						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

