

自主经营改善，合资重磅出击

投资要点

- **推荐逻辑：**公司自主品牌进入上升通道，销量与业绩有望实现双升；长安福特销量筑底，2020年迎来探险家、林肯等重磅车型；混改稳步推进，公司亏损点逐步减少。我们认为公司经营状况逐步向好，预计2019-2021年净利润分别为-26.7、65.5和59.0亿元，2020年业绩实现反转。当前公司2020年PE仅为8倍，低于行业平均估值。
- **自主品牌进入上升通道。**2019年开始自主品牌进入新车型周期，CS75Plus等重磅车型的持续热销，2020年UNI-T作为长安汽车全新序列产品，有望完善长安汽车在产品定位、目标群体等方面的覆盖，进一步提升此次新车周期的上限，公司自主品牌的经营低点发生在2019年上半年，从2019年下半年开始公司自主品牌逐步进入经营的上升通道。与此同时，长安全新动力平台的陆续上市，在提升产品竞争力的同时，进一步降低产品的成本，从而实现销量和利润的弹性增长。我们预计2020-2021年长安自主品牌销量分别同比增长11%、11%。
- **长安福特销量筑底，新车周期持续。**2018年以来，长安福特经历了2年左右的调整期，在销售、研发、降本、国产化等方面均实施了一系列改革。2020年长安福特推出锐际、探险者、林肯品牌等多款重磅车型，产品线的布局将进一步完善，有望迎来销量拐点。我们预计2020/2021年长安福特销量增速为49%/38%。
- **混改稳步推进，资产结构优化。**公司开源节流并重，通过混改的形式先后降低在江铃控股、新能源科技等亏损公司的股权占比，引入战投不仅能够增加相应子公司的活力，同时能够减少其对公司总体经营情况的拖累。与此同时，公司积极优化旗下资产，出售旗下长安PSA资产，完成战略转型。后续公司有望持续优化旗下资产，进一步调整战略重心。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年归母净利润分别为-26.7、65.5和59.0亿元，EPS分别为-0.56、1.36和1.23元，当前长安汽车2020年PE仅为8倍，低于行业平均估值，考虑到长安汽车经营逐步步入兑现期，给予2020年12倍PE，上调至“买入”评级，目标价16.32元。
- **风险提示：**宏观经济下行；汽车销量不及预期；新车型上市不及预期；混改进度及非经常损益实现或不及预期等风险。

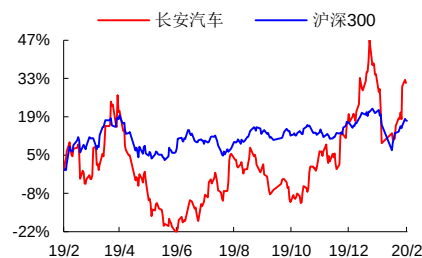
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	66298.27	62685.16	78192.75	85457.97
增长率	-17.14%	-5.45%	24.74%	9.29%
归属母公司净利润（百万元）	680.73	-2671.42	6546.32	5897.72
增长率	-90.46%	-492.44%	345.05%	-9.91%
每股收益EPS（元）	0.14	-0.56	1.36	1.23
净资产收益率ROE	1.57%	-6.35%	13.35%	11.02%
PE	75	-19	8	9
PB	1.11	1.19	1.02	0.93

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：宋伟健
 执业证号：S1250519070001
 电话：021-58351812
 邮箱：swj@swsc.com.cn
 联系人：冯未然
 邮箱：fwr@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	48.03
流通A股(亿股)	39.01
52周内股价区间(元)	6.32-11.9
总市值(亿元)	511.48
总资产(亿元)	929.47
每股净资产(元)	9.07

相关研究

1. 长安汽车（000625）：12月销量同比大增，自主表现持续靓丽（2020-01-08）
2. 长安汽车（000625）：出售长安PSA股权，经营结构进一步优化（2020-01-02）
3. 长安汽车（000625）：新能源混改落地，开源节流推动经营持续改善（2019-12-04）
4. 长安汽车（000625）：自主表现靓丽，CS75plus持续热销（2019-11-07）
5. 长安汽车（000625）：自主单季扭亏，经营持续改善（2019-10-31）
6. 长安汽车（000625）：业绩符合预期，经营有望持续改善（2019-10-15）

目 录

1 公司概况：改善中的汽车集团	1
2 自主品牌：新车周期开启，经营进入上升期	3
2.1 新车周期来临，产品持续热销	3
2.2 开源节流并重，降本增效显著	9
3 长安福特：经营状况筑底，新车周期持续	11
4 混改稳步推进，资产结构优化	18
5 盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测	19
5.2 相对估值	20
6 风险提示	21

图 目 录

图 1: 长安汽车旗下品牌	1
图 2: 公司历年销量结构	2
图 3: 公司历年销量情况	2
图 4: 公司历年营业收入及增速	2
图 5: 公司历年净利润及增速	2
图 6: 长安汽车历年利润构成 (亿元)	3
图 7: 长安自主品牌销量预测	3
图 8: 自主品牌年度销量情况	5
图 9: 2019 年自主品牌月度销量情况	5
图 10: 长安 CS75PLUS 外形	6
图 11: 长安 CS75PLUS 内饰	6
图 12: 长安 CS75 外形	7
图 13: 长安 CS75 内饰	7
图 14: CS75Plus 与竞品车型销量对比 (万辆)	7
图 15: 逸动 plus 外形图	8
图 16: 逸动 plus 内饰图	8
图 17: 现款逸动外形图	8
图 18: 现款逸动内饰图	8
图 19: 自主品牌轿车销量排行	8
图 20: UNI-T 外形图 (1)	9
图 21: UNI-T 外形图 (2)	9
图 22: 蓝鲸动力品牌规划	10
图 23: 蓝鲸 NE 动力平台	10
图 24: 长安自主盈亏平衡销量 (不含营业外收入测算)	10
图 25: 长安自主单车边利变动情况 (不含营业外收入测算)	10
图 26: 2019 年长安自主盈亏平衡销量 (不含营业外收入测算)	11
图 27: 2019 年长安自主单车边利变动 (不含营业外收入测算)	11
图 28: 长安福特车系谱	13
图 29: 长安福特历年销量	13
图 30: 长安福特 2019 年销量结构	13
图 31: 长安福特历年营收及同比	14
图 32: 长安福特历年利润及同比	14
图 33: 锐际外形图	14
图 34: 锐际中控图	14
图 35: 竞品车型销量情况	15
图 36: 福特探险家外形	16
图 37: 福特探险家内饰	16
图 38: 探险家美国销量情况	16
图 39: 探险家竞品销量情况 (辆)	16

图 40: 福特探险家外形	16
图 41: 福特探险家内饰	16
图 42: 凯迪拉克历年销量情况	17
图 43: XT4 历年销量情况	17
图 44: 长安福特库存变动情况 (辆)	17
图 45: 长安福特销量预测 (辆)	18
图 46: 公司混改方向	19
图 47: 长安自主销量预测 (辆)	20

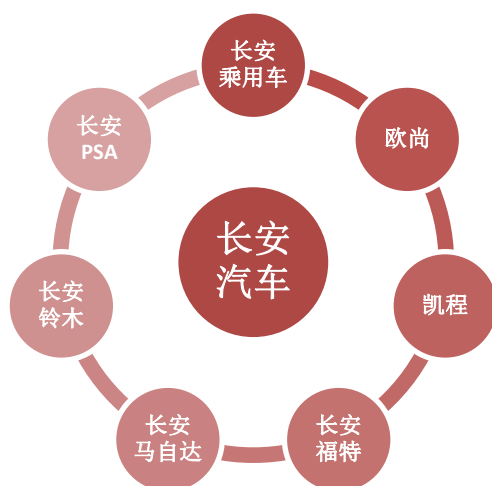
表 目 录

表 1: 长安汽车股权结构 (截至 2019 年 Q3)	1
表 2: 长安自主品牌产能分布情况	4
表 3: 长安自主品牌产能分布情况	4
表 4: CS75Plus 竞品分析	6
表 5: 长安车型价格对比	9
表 6: 主流 1.4T 发动机性能对比	10
表 7: 长安福特发展历史	11
表 8: 全球主要汽车品牌合资厂设立时间	12
表 9: 长安福特国内五大基地布局	12
表 10: 锐际竞品分析	14
表 11: 长安福特车型销量预测	19
表 12: 分业务收入及毛利率	20
表 13: 可比公司估值 (2020/2/20)	21
附表: 财务预测与估值	22

1 公司概况：改善中的汽车集团

长安汽车为国内四大汽车集团之一，拥有整车及核心部件的研发、制造与销售能力。作为老牌的汽车集团之一，长安汽车兼顾自主和合资品牌的发展。旗下自主品牌分为长安乘用车、欧尚品牌、凯程商用车等品牌，合资品牌包括了长安福特（50%）、长安马自达（50%）、长安铃木（100%）、长安标致雪铁龙（拟全部出售股权）等品牌。2018 年长安汽车推出“第三次创业-创新创业战略”战略规划，旨在向现代科技服务型企业转型，打造成为具有国际竞争力的中国品牌，向世界一流汽车企业迈进。

图 1：长安汽车旗下品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

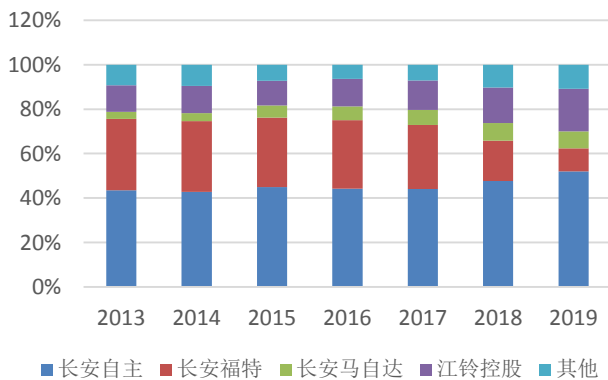
公司股东结构：2018 年 6 月，中国长安汽车集团股份有限公司为做强做优汽车业务，进一步推动长安汽车更好发展，以无偿划转的方式，将所持长安汽车的 21.56% 的股份无偿划转给中国兵器装备集团有限公司。截至 2019 年前三季度，中国兵装集团、中国长安集团、中汇富通投资有限公司分别持有公司 21.56%、19.32% 和 3.21% 的股份，其中中国兵装集团、中国长安集团以及其子公司中汇富通投资有限公司为一致行动人。

表 1：长安汽车股权结构（截至 2019 年 Q3）

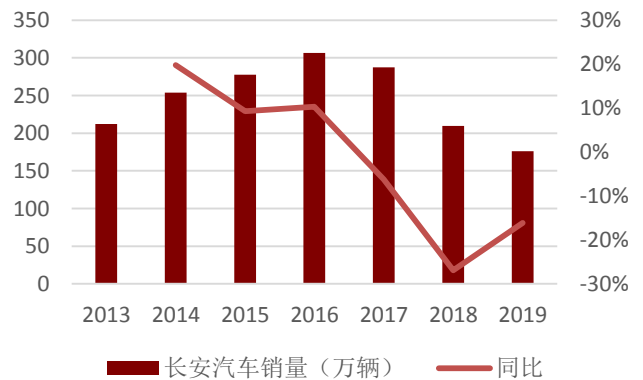
股东名称	持股比例
中国兵器装备集团有限公司	21.56%
中国长安汽车集团有限公司	19.32%
中国证券金融股份有限公司	4.88%
中汇富通投资有限公司	3.21%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.15%
DRAGON BILLION SELECT MASTER FUND	0.85%
全国社保基金一零七组合	0.76%
GIC PRIVATE LIMITED	0.73%
香港中央结算有限公司(陆股通)	0.63%
全国社保基金一一六组合	0.45%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司销量情况：2019 年长安汽车总体销量为 176 万辆，其中自主品牌约 92 万辆，总体占比显著提升。分品牌来看，自主品牌受益于下半年 CS75Plus, CS35Plus 等重磅新车型的持续热销，自主品牌的销量占比稳步提升。合资品牌方面，原销量占比较高的长安福特板块，从 2018 年开始进入品牌调整期，2018 年底上市了全新福克斯，2019 年上市了锐界中期改款车型，年底上市了全新福特锐际，虽然长安福特通过不断上新车型保持市场的口碑，但从销量端来看，长安福特的调整期仍旧持续，2019 年销量占比持续消化。2019 长安马自达迎来了昂克塞拉的换代车型，销量占比保持稳定。

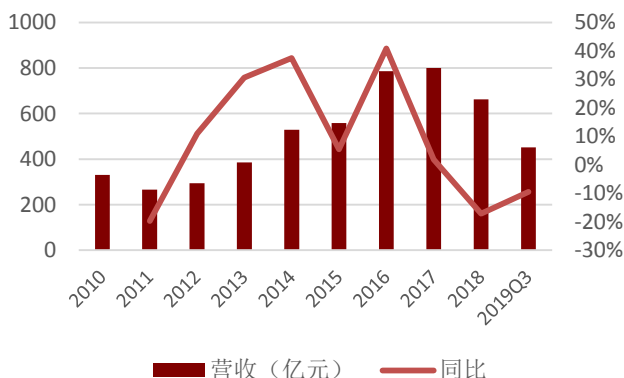
图 2：公司历年销量结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

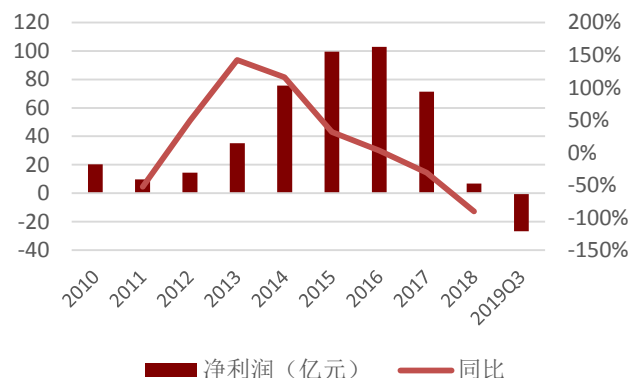
图 3：公司历年销量情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：从营收角度来看，受销量下滑的影响，公司营收从 2018 年开始出现下滑，随着公司自主品牌 CS75Plus 等重磅车型的推出，公司营收有望迎来拐点。业绩方面，公司业绩由自主品牌的业绩和长安福特、长安马自达等合资品牌贡献的投资收益构成。2018 年之前，长安福特贡献的投资收益为公司主要的业绩来源，随着长安福特经营状况的逐步恶化，公司总体的业绩也受到较大影响。2019 年三季度开始，随着自主品牌车型周期的到来，公司自主板块逐步步入经营的上升期，单季度经营业绩实现盈亏平衡，随着重磅车型的持续热销，公司自主品牌已经迎来拐点。

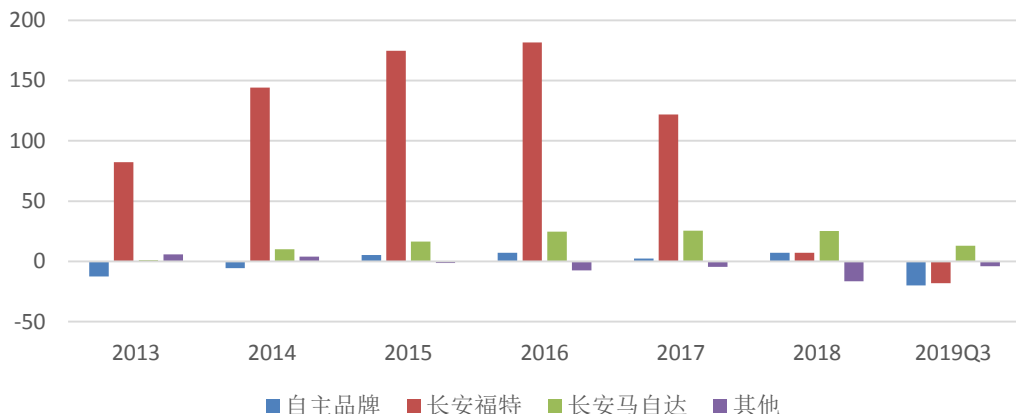
图 4：公司历年营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司历年净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：长安汽车历年利润构成（亿元）

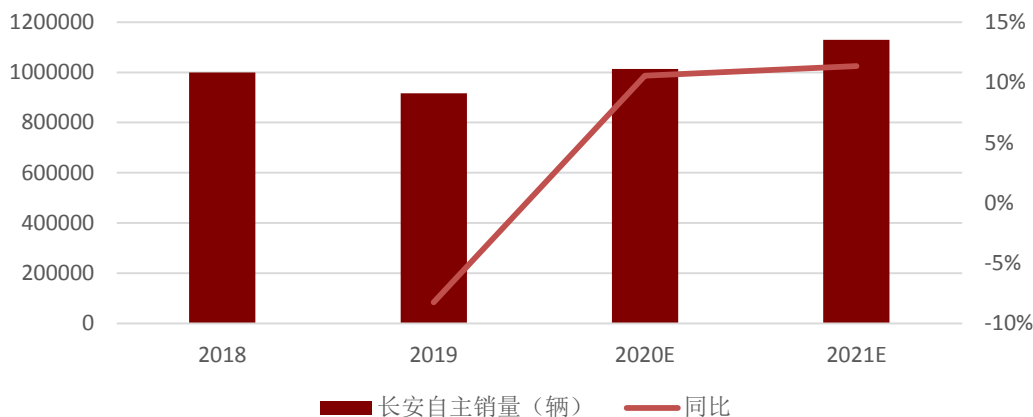


数据来源：Wind，西南证券整理

2 自主品牌：新车周期开启，经营进入上升期

2019 年开始自主品牌进入新车型周期，CS75Plus 等重磅车型的持续热销，进一步提升此次新车周期的上限。与此同时，长安全新动力平台的陆续上市，在提升产品竞争力的同时，进一步降低产品的成本，从而实现销量和利润的弹性增长。我们预计 2020-2021 年长安自主品牌销量分别同比增长 11%、11%

图 7：长安自主品牌销量预测



数据来源：Wind，西南证券整理

2.1 新车周期来临，产品持续热销

长安自主产能分布情况：长安乘用车（V 标）鱼嘴基地有 2 个工厂，主要生产 CS55 和睿驰 CC，累计 24 万产能；渝北工厂主要生产 CS35P 和逸动，累计 28 万产能；合肥基地有 2 个工厂，1 工厂生产 CS15 和逸动 DT，共 16 万产能，2 工厂生产 CS75P，共 24 万产能；北京工厂主要生产 CS75 和 CS95，累计 22 万产能。

欧尚品牌拥有重庆两江工厂和南京工厂，主要生产 CX70、科赛、X7，累计产能 26 万辆。凯程品牌拥有保定长客和河北工厂两个基地，其中保定长客 8 万辆产能，河北工厂 15 万辆产能。

表 2：长安自主品牌产能分布情况

品牌	基地	产能 (万辆)	车型
长安乘用车	鱼嘴基地	24	CS55、睿骋 CC
	渝北工厂	28	CS35Plus、逸动
	合肥 1 工厂	16	CS15、逸动 DT
	合肥 2 工厂	24	CS75Plus
	北京工厂	22	CS75、CS95
	合计	114	
欧尚品牌	重庆两江工厂	26	CX70、科赛、X7
	南京工厂		
凯程	保定长客	8	
	河北工厂	15	

数据来源：公司公告，西南证券整理

CS 系列为公司主要销量来源：从销量角度来看，公司主要的生产基地为重庆基地、北京基地和合肥基地。目前在乘用车领域公司有长安乘用车、欧尚品牌两大品牌。其中长安乘用车品牌主要的销量来源于 CS 系列（CS35、CS55 和 CS75），2019 年行业销量低迷，其中 CS35 与 CS75 受益于新车效应，实现了逆市上涨，CS55 销量出现下滑。逸动为轿车领域的主力车型，2019 年受益于 1.4T 蓝鲸 NE 平台动力的切换，同样实现了销量的逆市上涨。

表 3：长安自主品牌产能分布情况

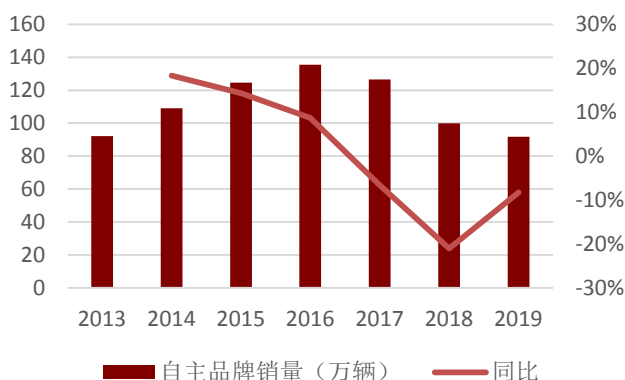
基地	车型	2018 年销量	2019 年销量
重庆基地	睿骋 CC	29735	21875
	CS55	165102	112202
	CS35	131417	141701
	逸动 (不包含 DT)	85212	91725
	欧尚 A800	15353	8251
	CX70	80241	53885
	凌轩	7895	0
	cos1	7885	11394
	科赛 5	0	2587
	科尚	435	3989
	欧尚 X7	0	11764
	奔奔	14195	2334
	奔奔 MINI EV	1797	0
	悦翔 V3	8359	0
北京工厂	睿骋	466	46
	CS75	140066	123216

基地	车型	2018 年销量	2019 年销量
	CS95	6804	7498
合肥工厂	CS15	31249	22772
	CS75P	0	70011
	奔奔 mini	0	0
	第三代悦翔	7430	14953
	悦翔 V7	2326	731
	逸动 DT	40494	32299
	科赛 3	31249	2057

数据来源：公司公告，西南证券整理

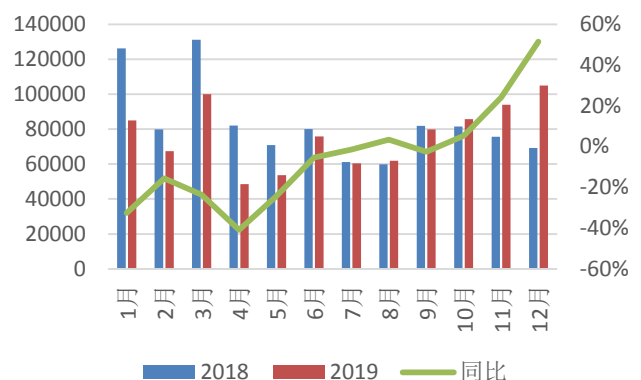
新车周期开启，长安自主进入上升期：2019 年长安自主品牌总体呈现前低后高的走势，其中 2019 年 Q4 实现了远超行业增速的表现。其主要原因为 2019 年四季度 CS75Plus、CS35Plus 以及逸动等车型的表现超出市场预期。我们认为，2020 年长安自主仍旧会继续强换现有的产品布局，包括全新系列 Unit、逸动 Plus、以及搭载全新 1.5T 蓝鲸 NE 发动机的 CS55Plus 和睿骋 CC，产品周期的持续强化有望打开长安自主品牌的上升通道。

图 8：自主品牌年度销量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 9：2019 年自主品牌月度销量情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

CS75Plus 持续热销，短期内竞争仍无竞争对手：2019 年下半年同期上市的车型包括吉利博越 Pro 以及荣威 RX5 MAX。我们分别对三款车型的 1.5T 和 2.0T（吉利为 1.8T，因动力配置不同，吉利选取第二档配置的车型）自动挡入门车型进行对比：

- (1) 对于 1.5T 自动挡入门版本的车型来说，售价、内外饰、基本配置的情况为消费者最关注的因素。对比竞品车型，CS75plus1.5T 入门版本的厂商指导价要低于竞品车型，在空间、内外饰以及动力配置方面均具有较强的竞争力。
- (2) 而对于 2.0T 的中高配版本，除去基本配置的对比之外，主动安全等电子配置的增量成为主要对比的因素。对比竞品车型，在动力配置方面，CS75plus 的表现更为出色，与此同时丰富的配置也为突出了其性价比。
- (3) 相比于老款 CS75 车型，CS75Plus 在内外饰、动力、配置等方面均有较大程度的提升，尤其是在内饰的设计方面，长安汽车引入了马自达首席设计师山田敦彦，并主导设计了 CS75Plus，弥补了 CS75 在内外饰方面的短板。

2019 年包括吉利博越、上汽 RX5、广汽传祺 GS4 等主流自主车企的重磅 SUV 车型均完成了换代，长城汽车对应车型预计 2020 年完成换代，因此我们认为 2020 年 CS75 级别的自主车型的竞争格局相对平稳。

表 4: CS75Plus 竞品分析

配置表		1.5T			2.0T		
		吉利博越 pro	长安 CS75plus	荣威 RX5 MAX	吉利博越 pro	长安 CS75plus	荣威 RX5 MAX
厂商指导价 (万元)		11.68	11.49	13.88	13.68	13.99	14.98
空间	车身 (mm)	4544*1831*1713	4690*1865*1700	4647*1891*1725	4544*1831*1713	4700*1865*1710	4647*1891*1725
	轴距 (mm)	2760	2670	2710	2760	2670	2710
动力表现	发动机功率 (kw)	130	131	127	135	171	170
	发动机缸数	3	4	4	4	4	4
	最大功率转速 (rpm)	5500	5500	5600	5500	5300	5500
	变速器	6AT	7AT	8AT	6DCT	7DCT	8AT
主动安全	主动安全系统				•	•	
	疲劳驾驶提示				•	•	
	巡航系统				全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航
	驾驶辅助影像				360 度全景	倒车影响	360 度全景

数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 10: 长安 CS75PLUS 外形



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11: 长安 CS75PLUS 内饰



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12: 长安 CS75 外形



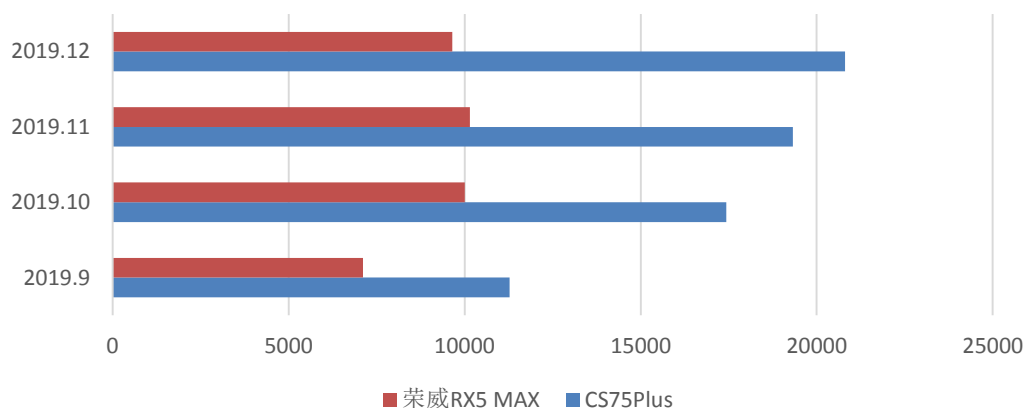
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 13: 长安 CS75 内饰



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 14: CS75Plus 与竞品车型销量对比 (万辆)



数据来源: Wind, 西南证券整理

逸动 Plus 有望复制 CS75Plus 的成功路径。当前长安汽车主要的轿车销量来源于现款逸动车型, 全年销量为 9.6 万辆, 换代车型逸动 Plus 预计 3 月 17 日上市。从设计语言上来看, 逸动 Plus 沿用了 CS75Plus 的家族式设计语言, 对比现款逸动的造型, 在内外饰造型的设计方面, 逸动 Plus 有着长足的进步, 同样弥补了现款逸动的短板。动力方面, 同样搭载了最新的蓝鲸 NE1.4T 发动机+7DCT 动力平台。在安全配置方面, 搭载了 ACC-SG 停走式自适应巡航、360° 环视行车记录仪、PAB 预警辅助制动系统等配置。我们认为, 从设计与定位方面, 逸动 Plus 有望复制 CS75Plus 的成功路径。

轿车一直是合资品牌的强势领域, 自主品牌在轿车方面布局较为完善的是吉利汽车, 2019 年自主品牌轿车销量冠军为吉利的帝豪, 全年销量超过 18 万辆, 销量前五车型分别为吉利帝豪, 荣威 I5、北汽 EU、长安逸动和吉利缤瑞。我们认为, 新款逸动 Plus 在产品力方面有着长足的进步, 有望打破现有的竞争格局。与此同时, 参照 CS75Plus、CS35Plus 等车型的定价, 预计逸动 Plus 的产品定价将高于现款逸动, 产品盈利能力亦有望提升。

图 15: 逸动 plus 外形图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 16: 逸动 plus 内饰图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 17: 现款逸动外形图



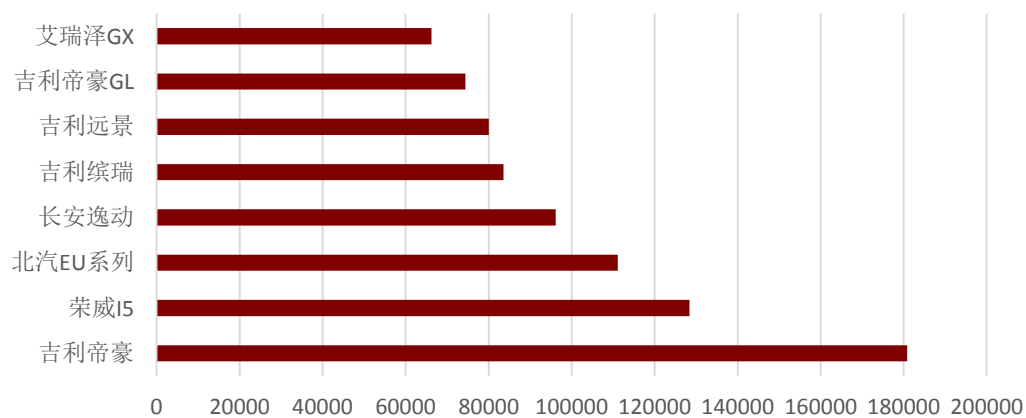
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 18: 现款逸动内饰图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 19: 自主品牌轿车销量排行



数据来源: Wind, 西南证券整理

表 5：长安车型价格对比

	厂商指导价格 (万元)
长安 CS75Plus	10.69-15.60
长安 CS75	9.48-15.48
长安 CS35Plus	6.99-10.99
长安 CS35	6.39-8.79
长安 CS55Plus	9.19-11.49
长安 CS55	8.29-13.39
逸动	7.19-10.39

数据来源：汽车之家，西南证券整理

UNI-T 开启全新产品序列：UNI-T 为长安乘用车全新序列产品，从申报图来看预计为产品定位低于 CS85 的跨界车型。从产品设计来看，UNI-T 产品设计更为前卫，预计目标人群更为年轻化。同时 UNI-T 将搭载长安蓝鲸 NE1.5T 发动机。我们认为，当前长安自主品牌主要依赖 CS 系列产品的销量表现，而 UNI-T 作为长安汽车全新序列产品，有望弥补长安汽车在产品定位、目标群体等方面的不足。

图 20：UNI-T 外形图（1）



数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 21：UNI-T 外形图（2）

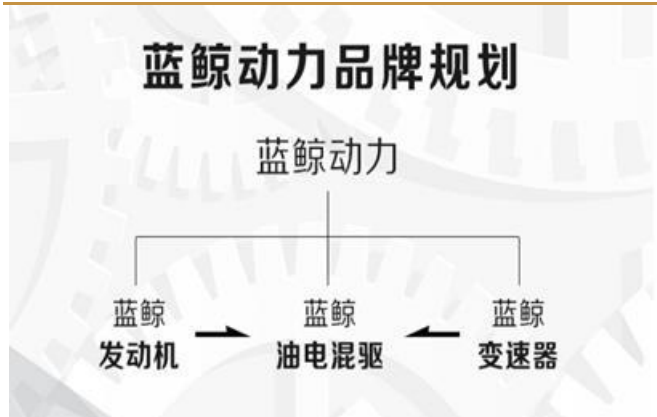


数据来源：汽车之家，西南证券整理

2.2 开源节流并重，降本增效显著

2019 年公司发布蓝鲸动力品牌，由蓝鲸发动机、蓝鲸变速器、蓝鲸油电混驱组成。其中蓝鲸发动机包括蓝鲸中排量高性能发动机和蓝鲸 NE 中小排量高效能发动机平台；蓝鲸变速器包括蓝鲸 6 速混动变速器和蓝鲸 7 速湿式 DCT 变速器。其中蓝鲸 NE 动力平台设计兼容 1.0-1.8L 排量，通用化率高达 98%，目前全新 CS35Plus 和逸动 Plus 搭载蓝鲸 1.4T 发动机和 7DCT 动力组合，单车边利稳步恢复。后续随着主力发动机 1.5T+7DCT 动力平台的上市，公司在采购端的降本有望进一步体现。

图 22: 蓝鲸动力品牌规划



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券整理

图 23: 蓝鲸 NE 动力平台



数据来源: 搜狐汽车, 西南证券整理

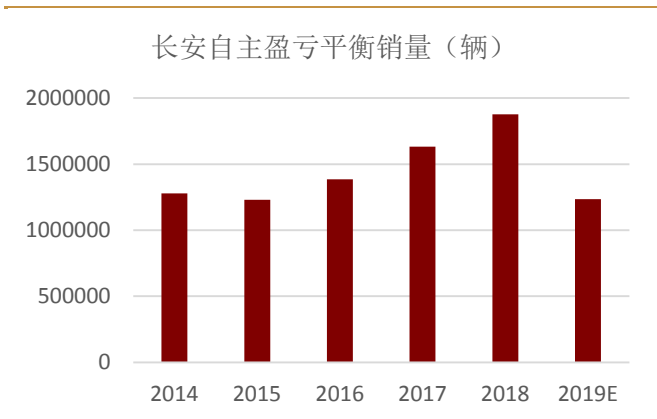
表 6: 主流 1.4T 发动机性能对比

	大众 EA211-DJS	吉利 JLB-4G14TB	长安 JL473ZQ3
最大马力 (PS)	150	141	158
最大功率 (kw)	110	104	116
最大功率转速 (rpm)	5000-6000	5200	5500
最大扭矩 (Nm)	250	235	260
最大扭矩转速	1750-3000	1600-4000	1500-4000
供油方式	直喷	多点电喷	直喷
缸体材料	铝合金	铸铁	铝合金

数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

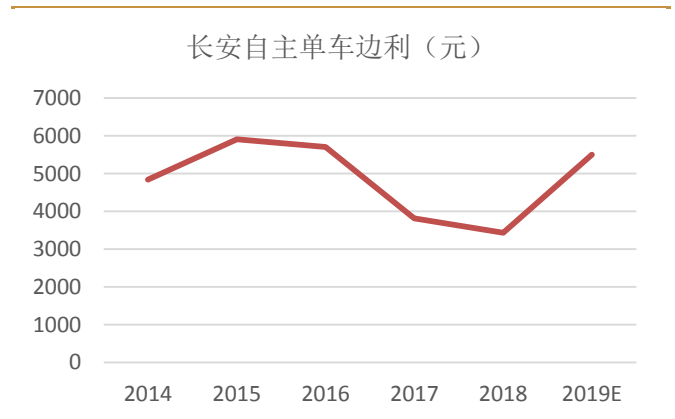
自主品牌进入经营上升通道。我们通过分析长安自主品牌的固定成本, 进而测算出车企的盈亏平衡销量。其中固定成本主要包括折旧、研发成本(摊销与费用)、广告费用、管理人员薪资、财务费用。一般情况下, 财务费用不属于经营性费用, 但本文在测算固定成本时考虑财务费用影响。通过分析可以看出, 随着公司逐步步入产品周期, 以及降本增效措施的逐步推进, 公司自主品牌的经营低点发生在 2019 年上半年, 从 2019 年下半年开始公司自主品牌逐步进入经营的上升通道。

图 24: 长安自主盈亏平衡销量(不含营业外收入测算)



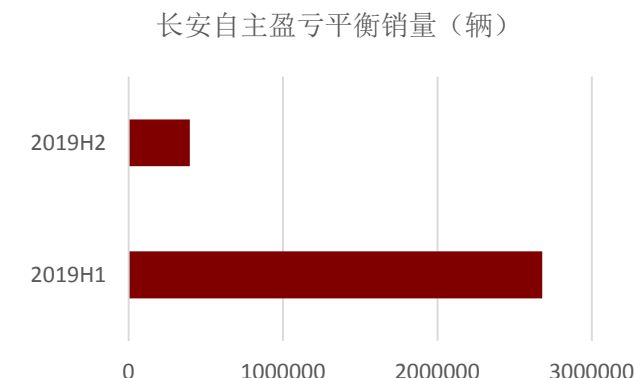
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 长安自主单车边利变动情况(不含营业外收入测算)



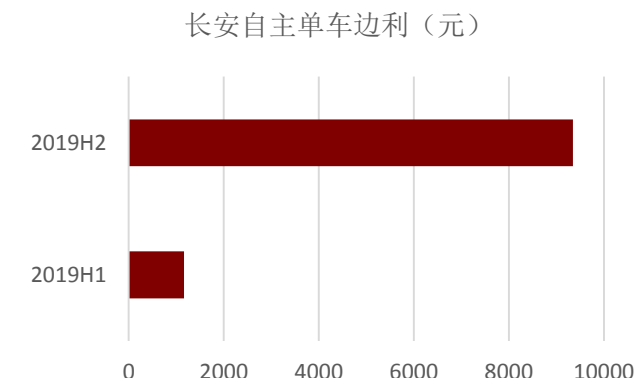
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 26：2019 年长安自主盈亏平衡销量（不含营业外收入测算）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 27：2019 年长安自主单车边利变动（不含营业外收入测算）



数据来源：公司公告，西南证券整理

3 长安福特：经营状况筑底，新车周期持续

福特汽车进入中国市场最早可以追溯到 20 世纪 90 年代。1995 年福特汽车（中国）公司成立，通过进口的方式将福特旗下车型逐步引入中国。但是福特汽车的国产化一直到 2001 年，相较于其他国际品牌的国产化，福特汽车在时间节点上相对滞后。2001 年 4 月，福特汽车与长安汽车合资成立了长安福特汽车有限公司，双方各持股 50%。成立之后，长安福特先后实现了嘉年华、蒙迪欧、福克斯、翼虎、金牛座、锐界等车型的国产化。

表 7：长安福特发展历史

时间	事件
1995 年	福特汽车（中国）有限公司成立。
2001 年 4 月	福特汽车公司与长安汽车集团合作，成立了长安福特汽车有限公司，双方各拥有 50% 的股份，专业生产满足中国消费者需求的轿车。
2003 年 1 月	长安福特首辆投产的轿车——福特嘉年华于 2003 年 1 月 18 日正式下线。
2004 年 2 月	福特蒙迪欧作为长安福特在国内的第二款量产车型上市。
2005 年	福克斯三厢版在中国量产并销售。
2006 年	福克斯两厢版上市。
2006 年 3 月	马自达汽车公司参股长安福特，公司正式更名为“长安福特马自达汽车有限公司”（长安福特马自达汽车），三方持股比例为：长安 50%，福特 35%，马自达 15%。
2007 年	福特麦柯斯上市。
2009 年	新福特嘉年华在中国、欧洲同步上市。
2009 年	长安福特马自达重庆新工厂奠基。
2011 年	新蒙迪欧-致胜上市。
2012 年 4、5 月	新福克斯和经典福克斯先后上市。
2013 年 1 月	全新福特翼虎上市。
2013 年 3 月	全新福特翼博上市。
2014 年 11 月	长安重庆三工厂落成，提升年产能 36 万辆，福特福睿斯为新工厂生产的第一款车型。
2014 年 11 月	长安福特首款中大型 SUV 锐界全球首发。
2015 年 3 月	长安福特第四整车工厂在浙江杭州建成投产，新工厂的投产使长安福特的年产能增加 25 万辆。

数据来源：公司官网，西南证券整理

表 8：全球主要汽车品牌合资厂设立时间

厂商	国内合资方	合资厂	设立时间
大众	上汽集团	上汽大众	1985 年 2 月 16 日
	一汽集团	一汽大众	1991 年 2 月 6 日
通用	上汽集团	上汽通用	1997 年 6 月 12 日
福特	长安汽车	长安福特	2001 年 4 月 25 日
戴姆勒	北汽集团	北汽奔驰	2005 年 8 月 8 日
宝马	华晨集团	华晨宝马	2003 年 3 月 27 日
丰田	一汽集团	一汽丰田	2000 年 6 月
	广汽集团	广汽丰田	2004 年 9 月 1 日
本田	东风集团	东风本田	2003 年 7 月 16 日
	广汽集团	广汽本田	1998 年 7 月 1 日

数据来源：wind，西南证券整理

长安福特马自达的成立与分立：2006 年 3 月，马自达参股长安福特，并改名长安福特马自达汽车有限公司，其中长安持股 50%、福特持股 35%、马自达持股 15%。当时福特汽车持有马自达 33% 的股份，为马自达控股股东，福特汽车希望通过引入马自达进一步丰富长安福特的产品线，共同开拓中国市场。但是由于持股比例较小，马自达在合资公司的经营过程中的话语权并不大。公司的资源重点偏向于热销的福特车型。

2010 年福特将马自达的持股比例降低到 2.9%，不在对马自达控股。对于马自达而言，对于中国市场的发展决策有了更大的自主权，逐步摆脱与福特汽车的关联。2010 年长安马自达全部车型的生产转移到了南京工厂，到了 2012 年长安汽车将南京长安公司的汽车生产资质转移给了长安马自达，长安福特马自达汽车公司分立为长安福特汽车有限公司和长安马自达汽车有限公司两家公司，其中长安汽车和马自达分别持有长安马自达 50% 的股权。从销量表现来看，分立后的长安马自达汽车公司的销量保持稳定增长。

长安福特目前在国内拥有五大生产基地，分别位于重庆、杭州、哈尔滨。重庆基地有三大工厂，分别于 2004 年、2012 年、2014 年投产，总产能达到 115 万辆/年。其中一工厂生产福克斯两厢、蒙迪欧、翼博；二工厂生产福克斯、翼虎；三工厂生产福睿斯。杭州基地 2012 年开工，2015 年投产主要用于生产锐界和金牛座两款中大型车。哈尔滨基地 2016 年投产，主要生产福克斯等。

表 9：长安福特国内五大基地布局

	投产时间	产能	投资	生产车型
重庆基地一工厂	2004 年	70 万辆/年		福克斯两厢、蒙迪欧、翼博
重庆基地二工厂	2012 年		4.9 亿美元	福克斯、翼虎
重庆基地三工厂	2014 年		6 亿美元	福睿斯
杭州工厂	2015 年	20 万辆/年	49 亿人民币	金牛座、锐界
哈尔滨工厂	2016 年	13 万辆/年		福克斯等

数据来源：盖世汽车网，西南证券整理

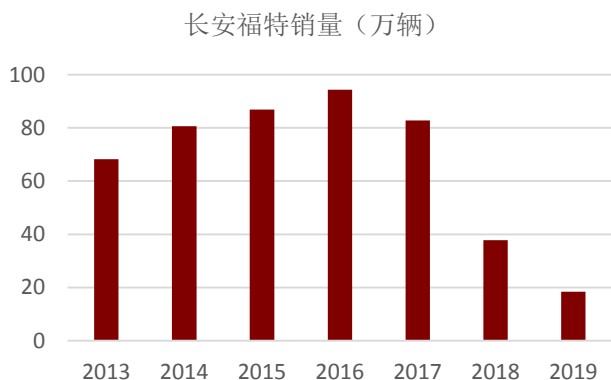
长安福特步入调整期。长安福特目前旗下车型包含了福特汽车全球平台下的大部分车型，产品线覆盖了小型车到中大型车，轿车、SUV、MPV 全部车系。其中轿车包含了福克斯、福睿斯、蒙迪欧、金牛座；SUV 有翼虎、翼博、锐界、锐际；MPV 有途睿欧。从销量来看，受益于国内汽车市场的快速发展，长安福特销量一直保持增长态势。但从 2017 年开始，由于车型老化，产品竞争力下滑等因素影响，长安福特销量出现较大幅度下滑，受此冲击从 2017 年开始长安福特业绩同样出现较大幅度的下滑。2018 年开始长安福特进入调整期，并陆续推出新车型与换代车型，包括全新一代福克斯、锐界中期改款、锐际等重磅车型，后续随着林肯国产化的落地，长安福特的产品力有望进一步恢复。

图 28：长安福特车系谱



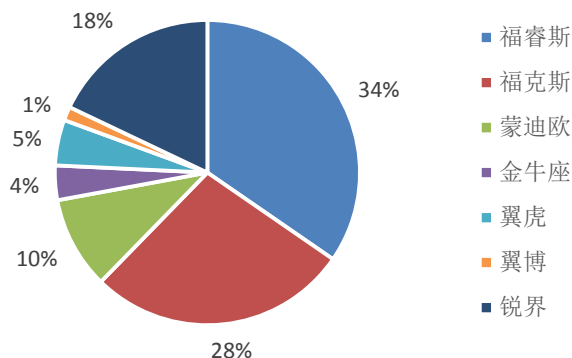
数据来源：公司官网，西南证券整理

图 29：长安福特历年销量



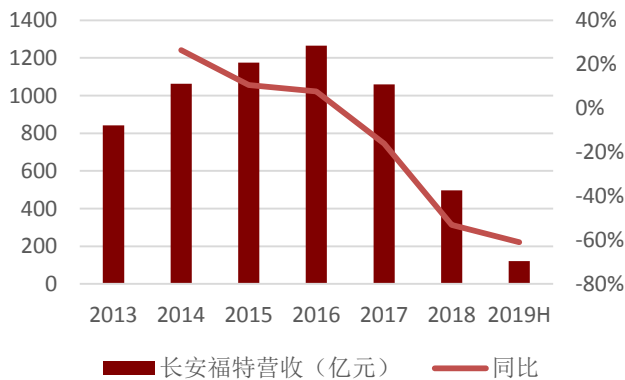
数据来源：wind，西南证券整理

图 30：长安福特 2019 年销量结构



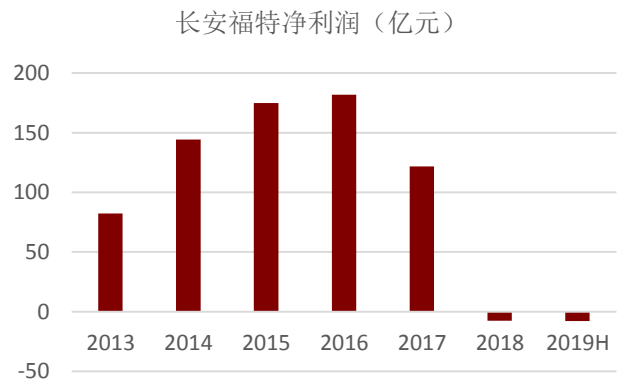
数据来源：乘联会，西南证券整理

图 31: 长安福特历年营收及同比



数据来源: wind, 西南证券整理

图 32: 长安福特历年利润及同比



数据来源: wind, 西南证券整理

重磅车型陆续上市, 销量恢复可期。2019 年 12 月份, 长安福特锐际上市, 此次发布 3 个版本: 悦享版、嘉享版和纵享版。售价分别为 18.98 万元、20.48 万元和 21.88 万元, 起售价超出预期。锐际全系标配四驱系统, 并搭载 8AT+2.0T 动力平台, 全系百公里加速 7.5S, 综合工况油耗为 7.6 升/百公里, 静态数据表现处于竞品车型中的前列。我们认为, 锐际作为首款售价低于 20 万的合资四驱车型, 具有较强的性价比, 销量值得期待。

对比竞品车型, 福特锐际的定位更偏向运动风, 定位更加年轻化。对比 CRV、荣放、探岳等车型, 锐际具有更大的使用空间; 在动力表现方面, 由于产品定位更加运动, 因此在性能方面表现超过同级别竞品, 但是在油耗方面有所欠缺; 在智能化配置方面, 锐际的配置更为丰富, 具有较强竞争力。与此同时, 入门级别车型悦享版的售价仅为 18.98 万元, 为合资品牌首款售价下探到 20 万以下的 SUV 四驱版本车型。

图 33: 锐际外形图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 34: 锐际中控图



数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

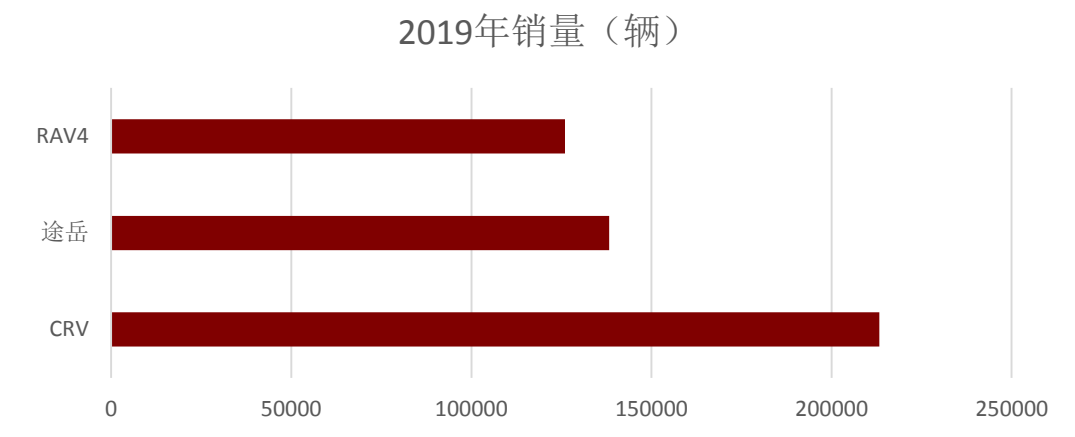
表 10: 锐际竞品分析

	2020 款 2.0T 四驱嘉享款	2019 款耀目版 plus 240TURBO CVT 四驱豪华	2020 款 2.0L CVT 四驱风尚	2020 款 330TSI 四驱豪华
厂商指导价 (万元)	20.48	21.38	20.38	20.88
空间				
车身 (mm)	4585*1882*1688	4585*1855*1689	4600*1855*1680	4453*1841*1632

	2020 款 2.0T 四驱嘉享款	2019 款耀目版 plus 240TURBO CVT 四驱豪华	2020 款 2.0L CVT 四驱风尚	2020 款 330TSI 四驱豪华
轴距 (mm)	2710	2660	2690	2680
动力				
最大马力 (ps)	248	193	171	186
最大功率转速 (rpm)	5500	5600	6600	4100-6600
最大扭矩 (Nm)	393	243	209	320
变速器	8AT	CVT	CVT	7DCT
工信部综合油耗 (L/100km)	7.6	6.7	6.3	7
主动安全配置				
并线辅助	•			
车道偏离预警	•		•	
车道保持辅助系统	•		•	
主动刹车系统	•		•	
倒车车侧预警系统	•			
巡航系统	定速巡航	定速巡航	自适应巡航	定速巡航
自适应远近光	•		•	

数据来源：汽车之家，西南证券整理

图 35：竞品车型销量情况



数据来源：中汽协，西南证券整理

探险家国产化在即，有望成为福特下一爆款车。探险家为福特品牌下一款国产化车型，定位为 7 座大型 SUV。我们认为，探险家有望成为长安福特下一款热卖车型：

- (1) 探险家具有长期的口碑积累，探险家在美国市场长期保持着月销 1.5-2 万辆的销量成绩，国产化后能够在价格和设计方面具有更强的吸引力；
- (2) 30 万以上 7 座大型 SUV 的竞争格局相对平稳，消费者的可选性较少，目前市场上主流的车型为大众途昂和上汽通用的昂科旗。其中昂科旗于 2019 年 11 月上市，目前批发端销量爬坡至 3000 辆以上。

图 36: 福特探险家外形



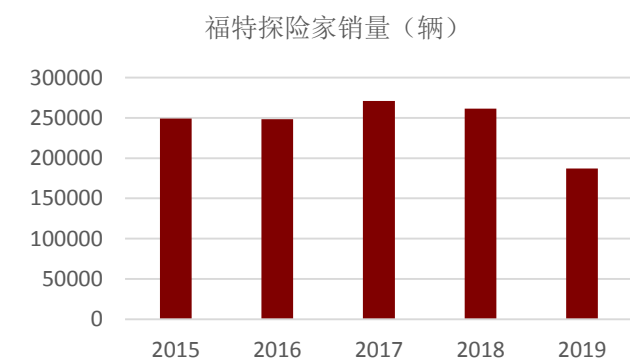
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 37: 福特探险家内饰



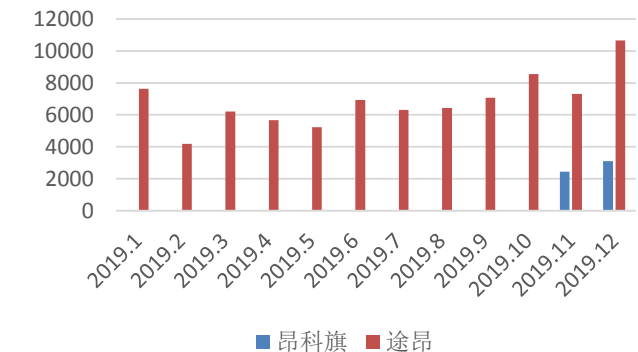
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 38: 探险家美国销量情况



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 39: 探险家竞品销量情况 (辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

林肯国产化稳步推进。2020 年预计林肯品牌有 3 款车型实现国产化, 其中林肯冒险家已经开始预售并预计 2020 年 3 月份。国产冒险家的预售价格为 25 万元-35 万元, 而进口 Mkc 的售价为 28-38 万元, 国产冒险家的售价下探 3 万元左右。凯迪拉克为二线豪华品牌中国产化较为成功的品牌, 2019 年凯迪拉克累计销量 18.4 万辆, 其中冒险家对标车型 XT4 销量为 4.7 万辆。我们认为, 随着林肯品牌的国产化, 长安福特产品线全面铺开, 对长安福特品牌有望形成正面促进。

图 40: 福特探险家外形



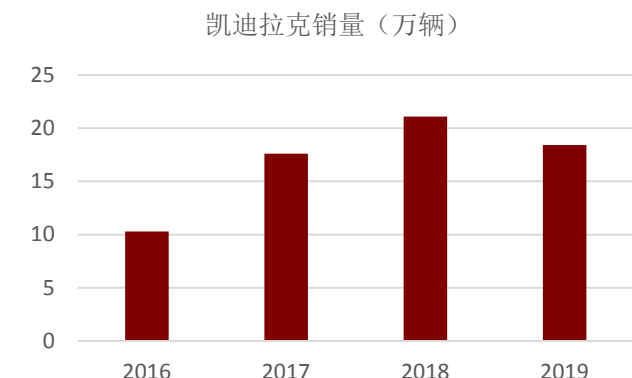
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 41: 福特探险家内饰



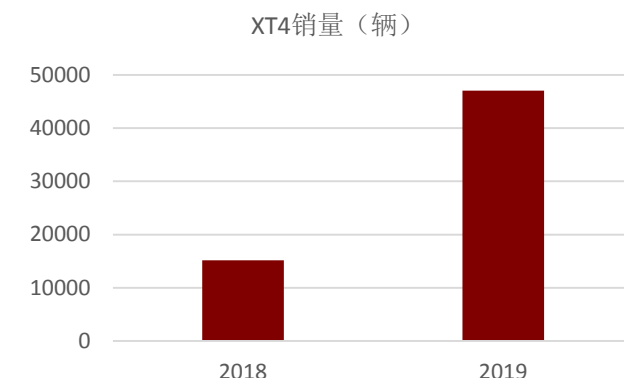
数据来源: 汽车之家, 西南证券整理

图 42: 凯迪拉克历年销量情况



数据来源: 乘联会, 西南证券整理

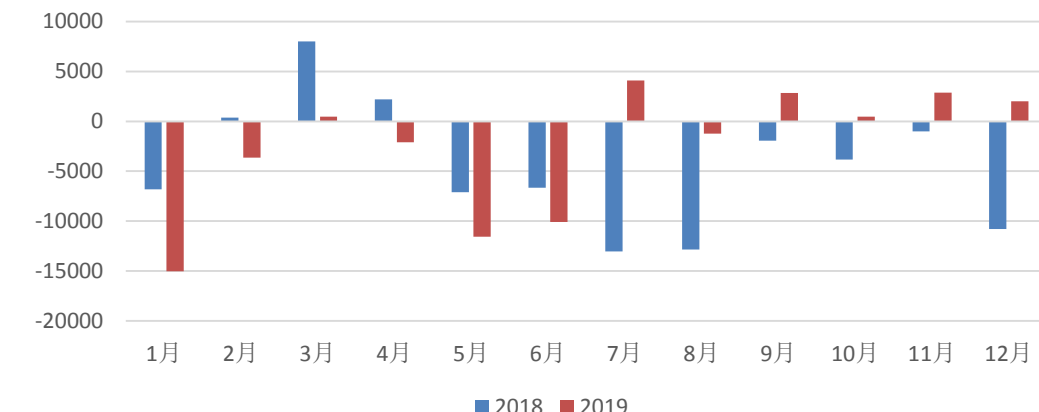
图 43: XT4 历年销量情况



数据来源: 乘联会, 西南证券整理

NDSD 成立, 销售改革顺利推进。2018 年长安福特成立 NSDS (福特全国分销服务机构), 长安福特经销网络的管理权实现了本土化落地。NDSD 成立以来, 在库存控制、返点等方面都保障了经销商的利益, 从而在长安福特销量大幅下滑的情况下保障了经销网络的稳定。2018 年初开始, 长安福特先于行业进行了大幅的去库存, 目前其总体库存水平处于比健康水平。

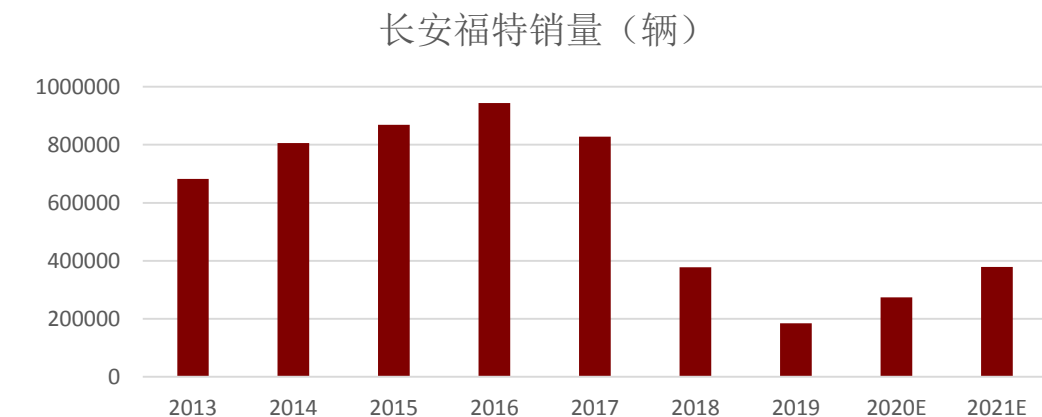
图 44: 长安福特库存变动情况 (辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

长安福特经营筑底, 静待上升通道到来。2018 年以来, 长安福特经历了 2 年左右的调整期, 在销售、研发、降本、国产化等方面均实施了一系列改革。2020 年长安福特推出锐际、探险者、林肯品牌等多款重磅车型, 产品线的布局将进一步完善, 有望迎来销量拐点。我们预计 2020/2021 年长安福特销量增速为 49%/38%。

图 45: 长安福特销量预测 (辆)



数据来源: 中汽协, 西南证券整理

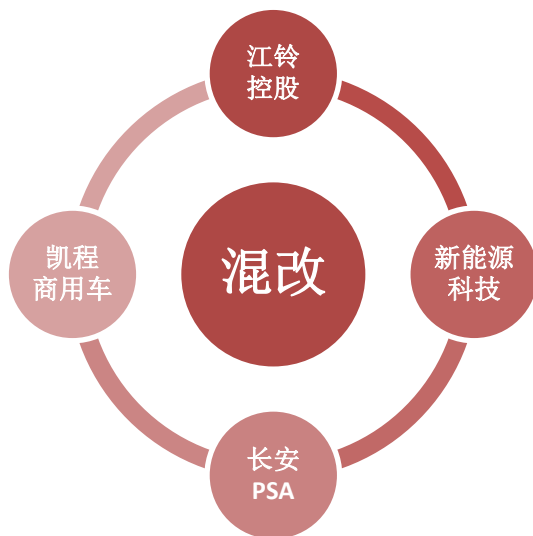
4 混改稳步推进, 资产结构优化

子公司长安新能源引入战略投资者, 长安汽车持有比例将从 100% 稀释到 48.95%。长安新能源账面股东权益为 8.1 亿元, 评估值为 27.2 亿元, 增值 234%。同时南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金四家战略投资者合计增资 28.4 亿元。增资完成后, 长安汽车、南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金分别持有长安新能源 48.95%、17.97%、17.97%、13.30% 和 1.80%。2019 年 1-10 月份长安新能源累计亏损 5.8 亿元。我们认为, 长安新能源混改完成短期能够减少公司亏损点, 中长期来看能够促进长安新能源建立符合市场需求的法人治理机制、经营管理体制和运营机制, 增强新能源科技公司核心竞争力, 加速公司“香格里拉计划”的布局落地实施。公司预计混改完成将增加公司 22.9 亿元的净利润 (非经常损益)。

公司将所持有的长安 PSA50% 股权全部转让给前海锐致, 转让金额为 16.3 亿元。购买方前海锐致为宝能汽车全资子公司, 长安 PSA 账面净资产为 -5.2 亿元, 评估值为 32.5 亿元, 增值额 37.7 亿元, 此次交易完成后长安汽车不再持有长安 PSA 股权。2019 年 1-9 月份长安 PSA 累计亏损 22 亿元, 交易完成后将大幅减少对上市公司业绩的负面影响。我们认为, 长安 PSA 出售完成能够减少公司亏损点, 进一步优化公司资产结构, 符合公司战略转型方向。公司预计此次交易完成将增加公司 13.5 亿元的税前利润 (非经常损益)。

公司开源节流并重, 通过混改的形式先后降低在江铃控股、新能源科技等亏损公司的股权占比, 引入战投不仅能够增加相应子公司的活力, 同时能够减少其对公司总体经营情况的拖累。与此同时, 公司积极优化旗下资产, 出售旗下长安 PSA 资产, 完成战略转型。后续公司有望持续优化旗下资产, 进一步调整战略重心。

图 46: 公司混改方向



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 我们假设 2020-2021 年长安福特销量同比增速分别为 49%/38%。

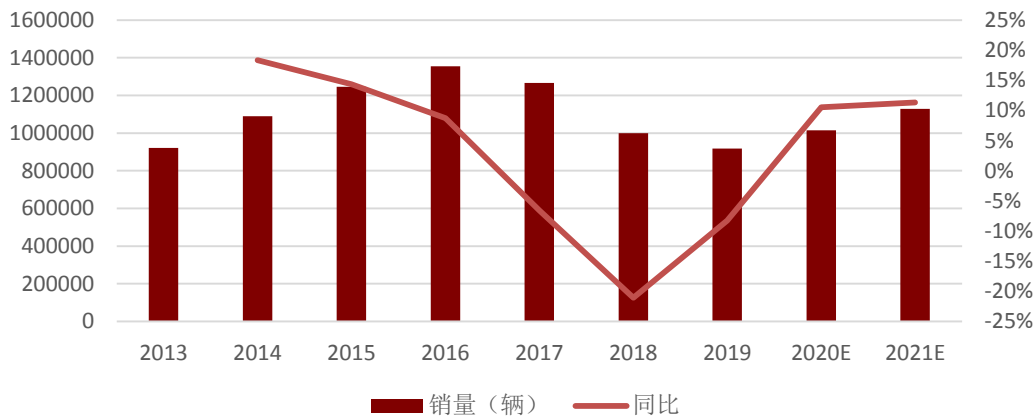
表 11: 长安福特车型销量预测

单位: 辆	2018	2019	2020E	2021E
福睿斯	146649	63389	63452	66625
福克斯	64624	50732	49515	60000
蒙迪欧	44851	17938	17115	17970
金牛座	8045	6706	6716	6716
翼虎	31634	8875	8533	8533
翼博	21361	2671	1130	1130
锐界	60484	32862	32335	32335
锐际			38000	48000
探险者			18900	36000
林肯			37950	108000
总计	377648	183978	273646	378109
增速	-54%	-51%	49%	38%

数据来源: 汽车之家, 西南证券

假设 2：我们假设 2020-2021 年长安自主销量同比增速分别为 11%/11%。

图 47：长安自主销量预测（辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

假设 3：我们假设新能源科技、长安 PSA 因混改而得到的非经常损益计入 2020 年，预计约 30 亿元。

表 12：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
整车业务	收入	66276.0	62649.8	78043.6	85251
	增速	-17.1%	-5.5%	24.6%	9.2%
	毛利率	14.7%	14.3%	19.3%	19.5%
外协加工	收入	22.2	35.4	37.1	39.0
	增速	-30.9%	59.3%	5.0%	5.0%
	毛利率	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
合计	收入	66298.3	62685.2	78192.7	85458.0
	增速	-17.1%	-5.4%	24.7%	9.3%
	毛利率	14.7%	14.3%	19.2%	19.5%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 627、782 和 855 亿元，归母净利润分别为 -26.7、65.5 和 59.0 亿元，EPS 分别为 -0.56、1.36 和 1.23 元。

5.2 相对估值

我们选取了乘用车行业中的四家主流公司，2019 年四个公司的平均 PE 为 14 倍，2020 年平均 PE 为 12 倍。公司产品周期逐步得到印证。合资方面，锐际定价超预期，产品具有较强的性价比，销量值得期待。与此同时，2020 年一季度林肯冒险家国产，福特新车型进入高潮期。自主方面，CS35P/55P/75P 持续热销，新车矩阵形成保障后续销量表现，逸动 P 上市锦上添花，销量亦值得期待。全新动力平台（DCT+蓝鲸 NE）提供丰富配置同时实现采购成本下降，采购端成本下探带来单车边利持续改善。2020 年蓝鲸 NE1.5T 主力动力平台实现替换，单车边利有望进一步改善。在节流方面，公司出售长安 PSA 全部股权以及

长安新能源混改完成，将逐步减少公司业绩亏损点，治理机构得到优化。当前长安汽车 2020 年 PE 仅为 8 倍，低于行业平均估值，考虑到长安汽车经营情况走上了上升期，我们认为长安汽车仍旧有上升空间。

考虑到长安汽车经营逐步步入兑现期，给予 2020 年 12 倍 PE，上调至“买入”评级，目标价 16.32 元。

表 13：可比公司估值（2020/2/19）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600104.SH	上汽集团	22.75	3.08	2.43	2.72	2.94	7	9	8	8
601633.SH	长城汽车	8.56	0.57	0.49	0.61	0.74	15	18	14	11
0175.HK	吉利汽车	15.06	1.40	0.97	1.19	1.35	11	16	13	11
601238.SH	广汽集团	11.15	1.07	0.79	1.00	1.14	10	14	11	10
平均值							11	14	12	10
000625.SZ	长安汽车	10.65	0.14	-0.56	1.36	1.23	76	-19	8	9

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

宏观经济下行；汽车销量不及预期；新车型上市进展不及预期；混改进度及非经常损益实现或不及预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	66298.27	62685.16	78192.75	85457.97	净利润	723.36	-2729.63	6710.62	6060.72
营业成本	56583.47	53720.94	63163.78	68794.08	折旧与摊销	3104.19	2829.73	3015.01	3171.65
营业税金及附加	2305.92	2375.70	2888.94	3153.66	财务费用	-427.06	-203.75	-279.30	-419.99
销售费用	5283.26	4262.59	5387.48	5640.23	资产减值损失	238.55	221.00	214.00	218.00
管理费用	2782.76	5014.81	5676.79	6229.89	经营营运资本变动	-4676.33	2746.41	-387.34	740.30
财务费用	-427.06	-203.75	-279.30	-419.99	其他	-2850.18	772.41	-1299.31	-2590.92
资产减值损失	238.55	221.00	214.00	218.00	经营活动现金流净额	-3887.48	3636.18	7973.68	7179.76
投资收益	-71.31	-1050.00	850.00	2500.00	资本支出	-6550.34	-2800.00	-2800.00	-2800.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-18.38	-1171.69	728.31	2378.31
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-6568.72	-3971.69	-2071.69	-421.69
营业利润	-201.44	-3756.14	1991.05	4342.11	短期借款	5.00	-190.00	0.00	0.00
其他非经营损益	859.66	1127.51	4429.88	1431.39	长期借款	-6.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	658.23	-2628.62	6420.93	5773.50	股权融资	-42.16	0.00	0.00	0.00
所得税	-65.13	101.01	-289.69	-287.22	支付股利	-2157.79	-136.15	534.28	-1309.26
净利润	723.36	-2729.63	6710.62	6060.72	其他	848.84	462.53	641.59	872.19
少数股东损益	42.63	-58.20	164.30	163.00	筹资活动现金流净额	-1352.69	136.38	1175.88	-437.08
归属母公司股东净利润	680.73	-2671.42	6546.32	5897.72	现金流量净额	-11803.15	-199.13	7077.87	6321.00
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9980.54	9781.42	16859.28	23180.28	成长能力				
应收和预付款项	26070.32	23756.18	29784.96	32638.57	销售收入增长率	-17.14%	-5.45%	24.74%	9.29%
存货	4917.42	4710.37	5815.35	6206.82	营业利润增长率	-102.82%	-1764.66%	153.01%	118.08%
其他流动资产	2245.00	2122.65	2647.77	2893.79	净利润增长率	-89.97%	-477.35%	345.84%	-9.68%
长期股权投资	13275.17	13275.17	13275.17	13275.17	EBITDA 增长率	-73.06%	-145.65%	518.24%	50.08%
投资性房地产	7.33	7.33	7.33	7.33	获利能力				
固定资产和在建工程	27544.90	27631.37	27570.57	27391.12	毛利率	14.65%	14.30%	19.22%	19.50%
无形资产和开发支出	5817.65	5703.15	5550.66	5360.17	三费率	11.52%	14.47%	13.79%	13.40%
其他非流动资产	3630.53	3750.51	3870.50	3990.48	净利率	1.09%	-4.35%	8.58%	7.09%
资产总计	93488.85	90738.15	105381.59	114943.72	ROE	1.57%	-6.35%	13.35%	11.02%
短期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.77%	-3.01%	6.37%	5.27%
应付和预收款项	32312.86	32897.95	38156.80	41455.50	ROIC	-2.92%	-15.68%	7.04%	15.80%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.73%	-1.80%	6.05%	8.30%
其他负债	14833.07	14829.78	16969.47	18481.44	营运能力				
负债合计	47335.93	47727.73	55126.27	59936.94	总资产周转率	0.66	0.68	0.80	0.78
股本	4802.65	4802.65	4802.65	4802.65	固定资产周转率	3.22	2.72	3.21	3.44
资本公积	5057.24	5057.24	5057.24	5057.24	应收账款周转率	41.23	45.64	51.78	48.66
留存收益	36108.34	33300.77	40381.37	44969.82	存货周转率	11.26	10.58	11.73	11.32
归属母公司股东权益	46244.96	43160.66	50241.26	54829.71	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.79%	—	—	—
少数股东权益	-92.04	-150.24	14.06	177.06	资本结构				
股东权益合计	46152.92	43010.42	50255.32	55006.77	资产负债率	50.63%	52.60%	52.31%	52.14%
负债和股东权益合计	93488.85	90738.15	105381.59	114943.72	带息债务/总负债	0.40%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.00	0.94	1.10	1.19
					速动比率	0.89	0.83	0.98	1.08
					股利支付率	316.98%	-5.10%	-8.16%	22.20%
					每股指标				
					每股收益	0.14	-0.56	1.36	1.23
					每股净资产	9.63	8.99	10.46	11.42
					每股经营现金	-0.81	0.76	1.66	1.49
					每股股利	0.45	0.03	-0.11	0.27
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	2475.69	-1130.15	4726.76	7093.77					
PE	75.14	-19.15	7.81	8.67					
PB	1.11	1.19	1.02	0.93					
PS	0.77	0.82	0.65	0.60					
EV/EBITDA	15.24	-33.28	6.43	3.38					
股息率	4.22%	0.27%	—	2.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn