

投资评级：买入(维持)

长安汽车 (000625)

最坏时刻已经过去

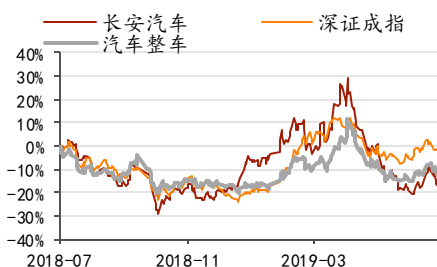
市场数据 2019-07-12

收盘价(元)	6.63
一年内最低/最高(元)	5.55/10.77
市盈率	-11.3
市净率	0.72

基础数据

净资产收益率(%)	1.45
资产负债率(%)	50.6
总股本(亿股)	39.01

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
吴鹏	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001	
wupeng@ctsec.com	

相关报告

- 《长安汽车(000625):业绩触底,拐点将至》 2019-04-30
- 《长安汽车(000625):业绩触底,看好长安福特新周期》 2019-04-24
- 《长安汽车(000625):业绩筑底,未来可期》 2019-04-16

事件: 公司公布 2019 年半年度业绩预告: 2019H1 预计亏损 19.0 亿元至 26.0 亿元, 同比下降 218.0%-261.5%; 2019Q2 预计实现归母净利润-5.0 亿元至 2.0 亿元, 同比下降 331.2%-9.9%。

● Q2 业绩边际回暖, 逆境反转逻辑看长安未来

公司 2019Q2 预计实现归母净利润-5.0 亿元至 2.0 亿元, 较 Q1 业绩亏损 21.0 亿元环比大幅改善, 业绩来到盈亏平衡点附近。我们认为, 当前公司最坏的时刻已经过去, 业绩边际回暖佐证逆境反转逻辑。2019H1 公司销量 82.5 万辆, 同比下降 31.7%, 其中长安福特销量 7.5 万辆, 同比下降 67.0%。不过单季度来看, 2019Q2 公司销量 37.6 万辆, 同比下降 31.4%, 其中长安福特销量 3.8 万辆, 同比下降 60.6%, 跌幅较 Q1 有明显收窄。Q2 受国五切换国六影响经销商集中去国五库存, 预计随着去库存结束, 公司销量有望企稳回升。

● 行业复苏+强产品周期是最强逻辑, 业绩弹性十足

汽车行业 6 月销量同比下降 9.6%, 其中乘用车销量同比下降 7.8%, 下半年行业跌幅有望持续收窄, 行业复苏乃大势所趋。长安福特开启强产品周期: 2018 年福克斯换代车型、福睿斯改款已上市; 2019 年将有锐界中期改款、Escape、林肯海盜船上市; 2020Q1 福特大型 SUV 探险者国产化、林肯飞行家上市; 2021 年将有全新锐界和林肯航海家上市。我们认为, 此轮长安福特强周期的亮点在于将林肯纳入在内, 有望显著提升长安福特盈利能力。公司产品周期与行业周期叠加“共振”, 将大幅提升公司业绩弹性。

● 公司估值处于低位, 有望迎来修复

公司此轮销量与业绩大幅走低是估值大幅下杀的主要原因, 当前 PB 已至 0.78 倍, 显著低于其他整车股(长城汽车 PB 1.6 倍、上汽集团 PB 1.2 倍、广汽集团 PB 1.5 倍), 具备较高安全边际, 随着行业走向复苏, 公司有望迎来估值修复, 叠加强产品周期开启, 后续业绩弹性强, 公司股价具备较高弹性。

● 盈利预测与投资建议

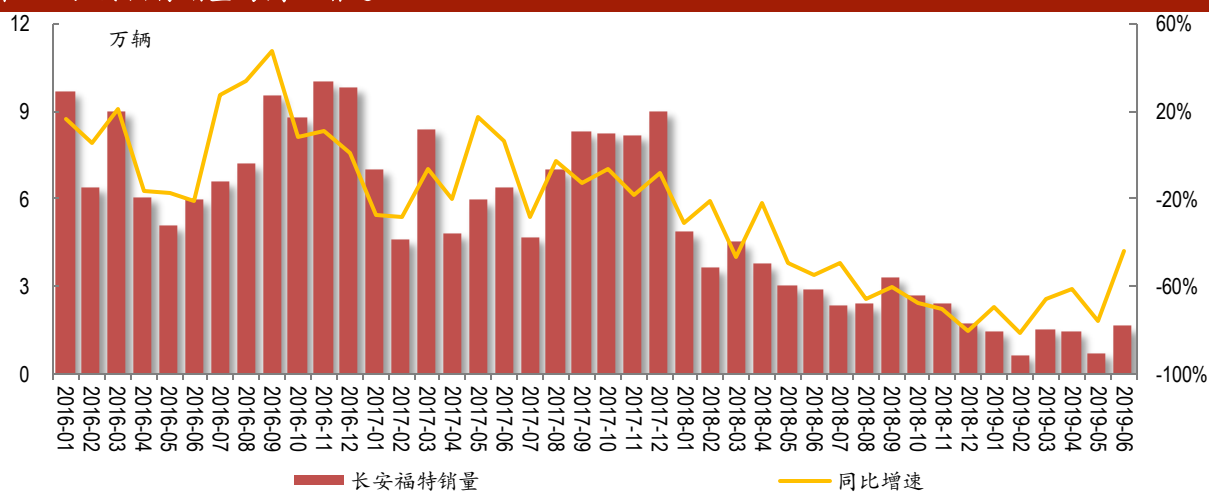
预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.09 元、0.89 元、1.74 元, 对应 PE 为 69.9 倍、7.4 倍、3.8 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示: 国内汽车行业景气度不及预期; 公司产品销量不及预期; 长安福特新车投放不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	80,012	66,298	71,602	79,120	86,241
增长率	1.9%	-17.1%	8.0%	10.5%	9.0%
归属母公司股东净利润(百万)	7,137	681	455	4,274	8,358
增长率	-30.6%	-90.5%	-33.1%	838.6%	95.6%
每股收益(元)	1.49	0.14	0.09	0.89	1.74
市盈率(倍)	4.5	46.8	69.9	7.4	3.8

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图 1：长安福特销量与同比增速



数据来源：中汽协，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	71,602	79,120	86,241	成长性					
减:营业成本	69,363	56,583	61,220	67,252	72,874	营业收入增长率	1.9%	-17.1%	8.0%	10.5%	9.0%
营业税费	3,074	2,306	2,434	2,690	3,018	营业利润增长率	-24.4%	-102.8%	-86.0%	-13431.3%	113.4%
销售费用	3,978	5,283	3,938	4,352	4,830	净利润增长率	-30.6%	-90.5%	-33.1%	838.6%	95.6%
管理费用	5,280	2,783	4,583	4,985	5,519	EBITDA 增长率	-34.1%	-71.7%	49.4%	135.7%	64.0%
财务费用	-525	-427	-300	-407	-683	EBIT 增长率	-45.7%	-119.5%	-66.1%	-1120.3%	118.9%
资产减值损失	252	239	255	318	385	NOPLAT 增长率	-26.8%	-110.4%	-52.6%	-1117.2%	118.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.6%	44.5%	-4.1%	-8.5%	-21.5%
投资和汇兑收益	6,906	-71	500	3,821	7,708	净资产增长率	9.5%	-2.8%	0.4%	7.7%	14.3%
营业利润	7,152	-201	-28	3,752	8,006	利润率					
加:营业外净收支	29	860	495	679	720	毛利率	13.3%	14.7%	14.5%	15.0%	15.5%
利润总额	7,181	658	467	4,431	8,726	营业利润率	8.9%	-0.3%	0.0%	4.7%	9.3%
减:所得税	-28	-65	1	22	44	净利润率	8.9%	1.0%	0.6%	5.4%	9.7%
净利润	7,137	681	455	4,274	8,358	EBITDA/营业收入	9.4%	3.2%	4.5%	9.5%	14.3%
						EBIT/营业收入	6.2%	-1.5%	-0.5%	4.2%	8.5%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	22,632	9,981	11,325	17,357	30,303	固定资产周转天数	78	112	112	103	96
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	-69	-65	-53	-58	-74
应收账款	3,452	1,409	2,568	3,146	3,562	流动资产周转天数	290	288	239	268	298
应收票据	29,156	20,562	27,173	32,167	30,118	应收账款周转天数	14	13	10	13	14
预付账款	1,102	866	834	1,034	990	存货周转天数	27	26	24	23	22
存货	4,666	4,917	4,606	5,482	5,044	总资产周转天数	478	542	493	500	515
其他流动资产	1,748	5,478	5,500	6,500	7,000	投资资本周转天数	90	147	157	133	104
可供出售金融资产	542	1,958	2,079	2,197	2,305	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	1.5%	1.0%	8.6%	14.7%
长期股权投资	14,099	13,275	13,349	13,432	13,527	ROA	6.8%	0.8%	0.5%	3.8%	6.7%
投资性房地产	8	7	37	67	97	ROIC	37.5%	-3.1%	-1.0%	10.9%	26.0%
固定资产	19,045	22,161	22,408	22,696	23,230	费用率					
在建工程	3,234	5,384	5,439	5,506	5,589	销售费用率	5.0%	8.0%	5.5%	5.5%	5.6%
无形资产	4,048	5,018	5,002	5,232	5,624	管理费用率	6.6%	4.2%	6.4%	6.3%	6.4%
其他非流动资产	2,394	2,472	2,429	2,362	2,363	财务费用率	-0.7%	-0.6%	-0.4%	-0.5%	-0.8%
资产总额	106,125	93,489	102,750	117,179	129,753	三费/营业收入	10.9%	11.5%	11.5%	11.3%	11.2%
短期债务	185	190	198	212	237	偿债能力					
应付账款	24,502	13,916	19,755	23,212	25,370	资产负债率	55.3%	50.6%	54.9%	57.4%	56.0%
应付票据	18,003	14,808	15,802	20,813	20,887	负债权益比	123.6%	102.6%	121.7%	134.7%	127.4%
其他流动负债	11,913	14,246	16,403	18,616	21,392	流动比率	1.15	1.00	1.00	1.05	1.13
长期借款	7	-	-	-	-	速动比率	1.06	0.89	0.91	0.96	1.06
其他非流动负债	4,053	4,176	4,239	4,400	4,800	利息保障倍数	-9.47	2.26	1.09	-8.22	-10.72
负债总额	58,662	47,336	56,397	67,253	72,687	分红指标					
少数股东权益	-136	-92	-81	53	377	DPS(元)	0.45	0.02	0.02	0.20	0.34
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803	分红比率	30.0%	12.7%	24.2%	22.3%	19.7%
留存收益	42,685	41,166	41,632	45,070	51,886	股息收益率	6.7%	0.3%	0.3%	3.0%	5.2%
股东权益	47,463	46,153	46,353	49,926	57,066	业绩和估值指标					
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	1.49	0.14	0.09	0.89	1.74
净利润	7,208	723	455	4,274	8,358	BVPS(元)	9.91	9.63	9.67	10.38	11.80
加:折旧和摊销	2,563	3,104	3,514	4,164	4,989	PE(X)	4.5	46.8	69.9	7.4	3.8
资产减值准备	252	239	255	318	385	PB(X)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	39.9	-3.5	17.9	4.6	2.2
财务费用	48	12	-300	-407	-683	P/S	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
投资收益	-6,906	71	-500	-3,821	-7,708	EV/EBITDA	0.8	8.2	5.0	1.3	-0.2
少数股东损益	71	43	11	134	324	CAGR(%)	-15.1%	129.0%	-64.3%	-15.1%	129.0%
营运资金的变动	-4,477	-6,166	1,565	3,179	6,927	PEG	-0.3	0.4	-1.1	-0.5	0.0
经营活动产生现金流量	-1,370	-3,887	5,001	7,841	12,593	ROIC/WACC	3.6	-0.3	-0.1	1.0	2.5
投资活动产生现金流量	4,428	-6,569	-3,706	-1,394	1,187	REP	0.1	-1.8	-5.4	0.3	-0.1
融资活动产生现金流量	-4,575	-1,563	50	-415	-834						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。