



000625.SZ

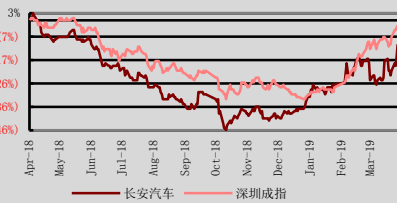
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 9.42

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	42.3	7.4	36.7	(11.2)
相对深证成指	(3.4)	(3.6)	(6.3)	(8.6)

发行股数(百万)	4,803
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	45,241
3个月日均交易额(人民币 百万)	342
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国兵器装备集团有限公司	22

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年4月4日收市价为标准

相关研究报告

《汽车行业 2019 年度策略——春华秋实, 静待转机》 20190102

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

长安汽车

黑暗将尽, 守望黎明

长安汽车是中国汽车四大集团阵营企业, 为中国兵器装备集团旗下核心整车企业, 历史底蕴悠久, 公司积极变革, 开启第三次创业, 自主品牌重新塑造四大独立品牌, 产品转型升级, 加速电动化与智能化, 盈利能力有望逐渐走强。长安福特迎来新一轮产品周期, 并加速林肯国产化, 中国区地位提升, 并积极整合营销体系, 公司利润奶牛长安福特有望迎来触底回升。长安马自达推出 CX-8 并将推出昂克赛拉换代, 业绩有望企稳回升, 长安 PSA 与长安铃木将为自主品牌代工化解过剩产能, 为推进第三次创业带来更大动力, 2019 年有望边际改善。我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.14 元、0.36 元和 1.04 元, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 开启第三次创业, 优化品牌架构, 加速电动化、智能化。2018 年受车型老化和车市整体低迷影响, 自主品牌销量下滑 22.5%。2019 年长安自主品牌将推出 CS85 COUPE、CS75 换代、逸动 ET、CS95、CS55、逸动与睿骋 CC 改款, 随着多款新车上市, 有望提振销量。公司积极变革布局未来, 开启第三次创业, 重新形成长安乘用车、新建中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大独立品牌, 在用户、品牌、产品、服务层面实现四大转型, 推出香格里拉计划与“北斗天枢”智能化战略, 计划 2025 年停售传统燃油汽车并实现 L4 级高度自动驾驶。公司产品向电动化、智能化转型升级, 品牌定位向中高端延伸, 自主品牌盈利能力有望逐渐走强, 成为公司利润的重要支撑力量。
- 长安福特迎来新一轮产品周期, 林肯国产化提速。福特宣布“中国 2025 计划”计划到 2025 年底在中国推出超过 50 款新车型, 加速林肯国产化, 并推出福特中国 2.0 战略, 更加聚焦于中国市场需求, 并推出全新 ESCAPE 车型。2018 年末, 福睿斯改款、福克斯换代, 2019 年锐界改款, 四季度翼虎换代与林肯国产化首款车型 MKC 上市, 2020 年福特探险者、林肯飞行家、林肯 MKZ 国产化车型也将推出, 随着新车陆续上市, 长安福特销量有望迎来转折点, 开启企稳回升之路。福特中国升级为独立业务单元, 高管本土化, 并设立全新的全国销售服务机构 NDSD 整合营销体系, 力求从车型、研发、管理、营销等多方面加强福特在中国市场的影响力, 中国业务战略地位提升, 长安福特有望扭亏为盈, 利润重回高速增长轨道。
- 长安马自达产品升级, 积极整合长安 PSA 与长安铃木。长安马自达第二款国产化 SUV CX-8 在 2018 年 12 月正式上市, 填补中大型 SUV 空白, 最受消费者认可的昂克赛拉也将于 2019 年迎来换代, 盈利能力有望回升; 2019 年 DS 将推出新款 DS6、DS7 与全新 D 级旗舰轿车, CS85 由 DS 工厂生产, 代工化解产能过剩, 亏损有望缩窄; 公司以 1 元收购长安铃木剩余 50% 股权, 生产基地剩余产能将为公司代工, 长铃研究院成为公司研发分支机构, 为推进“第三次创新创业”带来更大动力。几大合资公司在 2019 年都将迎来边际改善, 公司业绩有望触底回升。

评级面临的主要风险

- 1) 车市竞争加剧, 销量及盈利能力低于预期; 2) 新车销量低于预期。

估值

- 公司开启第三次创业, 长安福特销量和盈利有望回暖, 林肯将实现国产化, 预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.14 元、0.36 元和 1.04 元, 目前估值仅 0.95 倍 PB, 对应 2020 年 9 倍 PE, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	78,542	80,012	67,053	75,088	79,739
变动(%)	18	2	(16)	12	6
净利润(人民币 百万)	10,285	7,137	652	1,717	5,008
全面摊薄每股收益(人民币)	2.142	1.486	0.136	0.357	1.043
变动(%)	3.3	(30.6)	(90.9)	163.5	191.7
全面摊薄市盈率(倍)	4.4	6.3	69.4	26.4	9.0
价格/每股现金流量(倍)	19.8	(33.0)	12.6	17.1	12.0
每股现金流量(人民币)	0.48	(0.29)	0.75	0.55	0.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	36.3	36.6	23.2	11.7
每股股息(人民币)	0.642	0.446	0.041	0.107	0.313
股息率(%)	6.8	4.7	0.4	1.1	3.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

中国汽车品牌领导者，长安福特销售乏力业绩折翼	6
历史底蕴悠久,中国汽车品牌领导者	6
长安福特销量大幅下滑，公司业绩锐减	8
长安自主——洞察未来自我变革，开启第三次创业	10
自主品牌逐渐向上，深化改革开启第三次创业	10
优化品牌架构，迎新一轮产品换代期	14
千亿资金投入香格里拉计划，驶入新能源“快车道”	17
打造智能化产品标签，智能驾驶技术国内领先	19
布局出行，三大央企巨头强强联合组建 T3 公司	22
长安福特：新一轮产品期有望逆转局势	25
长安福特陷入困局，销量持续下滑	25
从福特中国 2025 战略到福特中国 2.0 战略，加速新品推出计划	26
林肯开启国产化，未来 4 年落地 5 款新车	31
福特中国区独立，管理本土化	36
设立全新全国销售服务机构，为经销商减负	37
福特重组工厂产能，中国迎出口机遇	39
长安马自达产品升级，重整长安 PSA 与长安铃木	40
长安马自达：CX-8 国产化，昂克赛拉将换代	40
长安 PSA: 加强新车投入，代工缓解产能压力	42
长安铃木: 1 元收购剩余 50% 股权，长铃院成立促复兴	43
江铃控股：拟引入战略投资者，投资收益有望转正	45
盈利预测与投资建议	46
盈利预测	46
投资建议	46
风险提示	52

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 长安汽车现有产品系列图谱	6
图表 2. 长安汽车股权结构	7
图表 3. 长安汽车主要参股控股公司情况	7
图表 4. 长安汽车历年销量及同比增速.....	8
图表 5. 长安汽车销量分品牌构成.....	8
图表 6. 长安汽车历年收入及同比增速.....	8
图表 7. 长安汽车历年归母净利润及同比增速.....	8
图表 8. 长安福特净利润锐减.....	9
图表 9. 长安福特是利润贡献主力	9
图表 10. 长安汽车 2011-2018Q1-Q3 毛利率和净利率	9
图表 11. 长安汽车 2011-2018Q1-Q3 三项费用率.....	9
图表 12. 长安汽车自主在售产品图谱	10
图表 13. 长安汽车自主产能一览表.....	11
图表 14. 长安自主品牌乘用车销量及增速	11
图表 15. 长安自主品牌乘用车 SUV 占比超过六成	11
图表 16. 几大汽车集团近五年研发支出对比	12
图表 17. 几大汽车集团研发支出占营业收入百分比.....	12
图表 18. 长安汽车第三次创业发展思路.....	12
图表 19. 长安汽车简史图	13
图表 20. 2018 前三季度各汽车集团盈利能力比较.....	13
图表 21. 长安自主品牌车型规划	14
图表 22. CS85 COUPE 外观及内饰.....	15
图表 23. CS85 COUPE 竞品的销量状况对比	15
图表 24. CS75 月销量.....	16
图表 25. 新一代 CS75 外观及内饰.....	16
图表 26. 长安汽车新能源战略目标.....	17
图表 27. 长安新能源汽车销量高速增长.....	18
图表 28. 逸动 EV460 外观和内饰.....	18
图表 29. 逸动 EV460 与竞品配置系数对比	19
图表 30. 长安汽车智能化阶段性目标	20
图表 31. 长安汽车智能化 654 战略目标.....	20



图表 32. 长安汽车“北斗天枢”战略联盟.....	21
图表 33. 长安汽车智能化资源投入规划.....	21
图表 34. 长安汽车 55 辆智能驾驶汽车完成 3.2 公里的编队行驶.....	22
图表 35. 长安出行共享汽车与 APP 界面.....	22
图表 36. 三大央企与互联网巨头强强联合.....	23
图表 37. 主要汽车集团自主品牌乘用车历年销量.....	24
图表 38. 长安福特在售产品图谱.....	25
图表 39. 长安福特产能一览表.....	25
图表 40. 长安福特销量及增速.....	26
图表 41. 长安福特轿车销量占比超七成.....	26
图表 42. 长安福特净利润与同比增速.....	26
图表 43. “福特中国 2.0”战略.....	27
图表 44. 福特汽车南京测试中心.....	28
图表 45. 长安福特未来车型规划.....	28
图表 46. 翼虎月销量.....	29
图表 47. 翼虎与竞品月均销量表现.....	29
图表 48. ESCAPE 外观及预计内饰.....	29
图表 49. 福克斯月销量.....	30
图表 50. 新一代福克斯外观及内饰.....	30
图表 51. 新一代福特探险者.....	31
图表 53. 凯迪拉克与林肯在美销量.....	32
图表 54. 凯迪拉克与林肯全球销量.....	32
图表 55. 凯迪拉克第二轮国产化车型.....	32
图表 56. 凯迪拉克国产车型销量.....	33
图表 57. 凯迪拉克 2018 年销量构成.....	33
图表 58. 凯迪拉克在售产品图谱.....	33
图表 59. 福特汽车林肯品牌在华销量及增速.....	33
图表 60. 林肯国产化车型规划.....	34
图表 61. 林肯在售产品图谱.....	34
图表 62. 林肯全新 MKC 外观及内饰.....	34
图表 63. 林肯 MKZ 2018 款外观及内饰.....	35
图表 64. 林肯 Nautilus 外观及内饰.....	35
图表 65. 福特各国销量占比.....	36
图表 66. 福特在华年销量与同比增幅.....	36
图表 67. 福特中国 10 年 8 次换帅.....	37



图表 68. 福特中国架构变动图	38
图表 69. 长安福特经销商库存系数	39
图表 72. 长安马自达净利润与同比增速	40
图表 73. 长安马自达未来车型规划	41
图表 74. 长安马自达产品图谱	41
图表 75. 马自达 CX-8 外观及内饰	42
图表 76. CX-8 竞品的销量状况对比	42
图表 77. 长安 PSA 在华产品图谱	42
图表 78. 长安 PSA 销量逐年下滑	43
图表 79. 长安铃木销量及增速	44
图表 80. 长安铃木各车型销量占比	44
图表 81. 长安铃木在售产品图谱	44
图表 82. 长安铃木产能一览表	44
图表 83. 存续的江铃控股拟引入战略投资者	45
图表 84. 销量预测表	46
图表 85. 汽车行业具有早周期性	47
图表 86. 汽车板块指数表现	47
图表 87. 主要车企股价涨跌幅	47
图表 88. 汽车行业销量及同比增速	48
图表 89. 2017 年各省/直辖市私人汽车千人拥有量	48
图表 90. 汽车月销量及同比增速	48
图表 91. 长安汽车显著受益 2009 年汽车下乡政策	49
图表 92. 中信行业板块年初至今涨跌幅	49
图表 93. 中信汽车板块近年估值情况	49
图表 94. 长安汽车 PE (TTM) band	50
图表 95. 长安汽车 PB (LF) band	50
附录图表 96. 报告中提及上市公司估值表	51
损益表(人民币 百万)	53
资产负债表(人民币 百万)	53
现金流量表(人民币 百万)	53
主要比率 (%)	53

中国汽车品牌领导者，长安福特销售乏力业绩折翼

历史底蕴悠久,中国汽车品牌领导者

长安汽车是中国汽车四大集团阵营企业，为中国兵器装备集团公司旗下核心整车企业。长安汽车历史底蕴悠久，前身最早可追溯到 1862 年洋务运动时期的上海洋炮局，曾开创了中国近代工业的先河，并于二十世纪八十年代初正式进入汽车领域，1984 年中国第一辆微车在长安下线，目前已有 36 年造车经验积累。长安汽车连续 10 年实现中国品牌汽车销量第一，是第一家中国品牌汽车产销累计突破 1000 万辆的车企，第一家中国品牌乘用车年产销过百万辆的车企，是中国品牌汽车的领先企业。

长安汽车目前主要业务涵盖整车研发、制造和销售以及发动机的研发、生产，已形成轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车、客车、货车等多档次、宽系列、多品种的产品谱系，覆盖传统燃油和新能源车型，拥有排量从 1.0L 到 2.0L 的发动机平台，公司旗下拥有长安乘用车、欧尚汽车、凯程汽车、长安福特、长安马自达、长安 PSA、长安铃木等众多知名品牌。

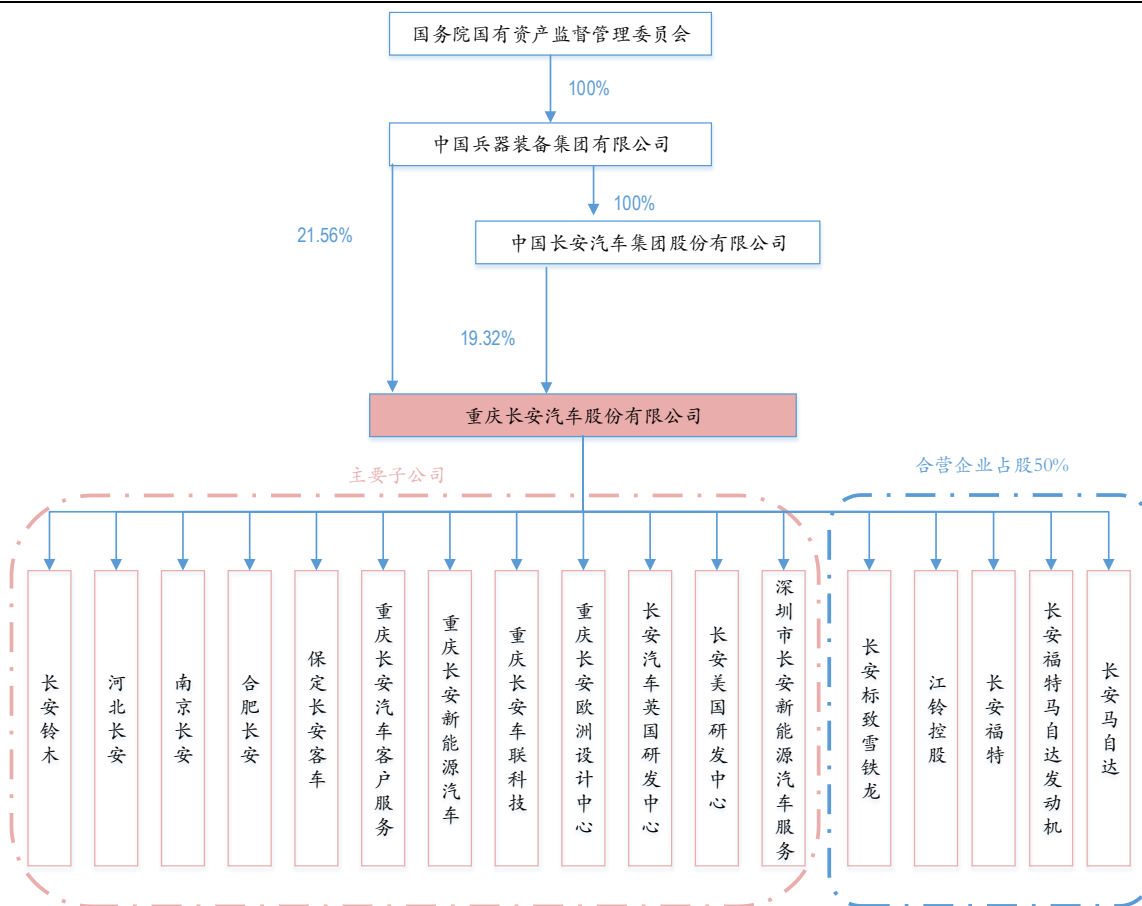
图表 1. 长安汽车现有产品系列图谱

品牌	LOGO	轿车	SUV	MPV	客车	卡车
长安汽车						
欧尚汽车						
长安凯程						
长安福特						
长安马自达						
长安PSA						
长安铃木						

资料来源：公司官网，中银国际证券

截至 2018 年三季度，长安汽车第一大股东为中国兵器装备集团有限公司，与其全资子公司中国长安汽车集团股份有限公司合计持有公司 40.88% 股权，最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图表 2. 长安汽车股权结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

长安汽车目前旗下参股、控股子公司数量超过 40 家，其中自主品牌主要由重庆长安本部与子公司南京长安、合肥长安、河北长安、保定长安客车生产，合资品牌主要包括长安福特、长安马自达、长安标致雪铁龙与江铃控股构成。长安铃木原本为公司持股 50% 的合资公司，2018 年 9 月 4 日，公司以 1 元人民币现金收购剩余 50% 股权，目前公司持有长安铃木 100% 股权成为公司全资子公司。

图表 3. 长安汽车主要参股控股公司情况

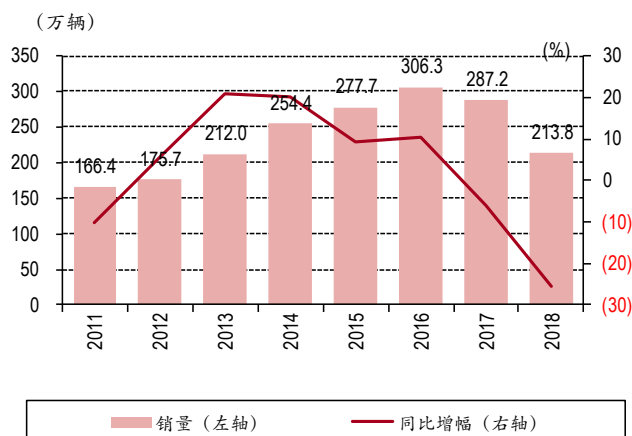
序号	被参控公司	参控关系	持股比例	2017 年营业收入 (万元)	2017 年净利润(万元)	主营业务
1	南京长安汽车有限公司	子公司	84.73	367,773	41,733	生产销售汽车及零部件
2	合肥长安汽车有限公司	子公司	100.00	521,148	27,169	生产销售汽车及零部件
3	河北长安汽车有限公司	子公司	94.22	444,109	3,859	生产销售汽车及零部件
4	保定长安客车制造有限公司	子公司	100.00	340,622	(5,289)	生产销售汽车及零部件
5	长安福特马自达汽车有限公司	合资	50.00	10,602,752	1,217,117	生产销售汽车及零部件
6	长安马自达汽车有限公司	合资	50.00	2,298,317	253,617	生产销售汽车及零部件
7	重庆长安铃木汽车有限公司	子公司	100.00			生产销售汽车及零部件
8	江铃控股有限公司	合资	50.00			生产销售汽车及零部件
9	长安标致雪铁龙汽车有限公司	合资	50.00			生产销售汽车及零部件

资料来源：公司公告，公司官网，中银国际证券

长安福特销量大幅下滑，公司业绩锐减

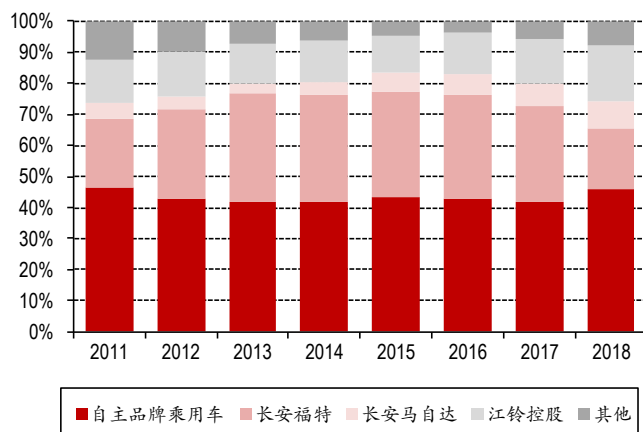
2012 年以前，长安汽车自主品牌乘用车主要以微车为主，占据超过 7 成的销量份额。2012 年开始长安自主品牌推出首款 SUV 车型 CS35，销量逐步攀升，乘用车国内 SUV 东风，公司后陆续推出 CS75、CS15 等 SUV 车型，微车逐渐高端化向 MPV 车型升级，拉动自主品牌快速发展。长安福特 2013 年推出 SUV 翼虎和轿车福睿斯车型热销，带动长安福特销量快速上升，长安汽车销量在 2016 年达到高峰，总销量突破 306 万辆，同比增长 10.3%，市场份额达 10.9%。但 2017 年以来，车市销量增速大幅放缓，长安自主品牌由于轿车车型老化、微车与 MPV 市场大幅下滑等多重原因导致销量下滑；长安福特受车型老化影响，2017 年销量已现颓势，2018 年加速下滑。

图表 4. 长安汽车历年销量及同比增速



资料来源：公司公告，中汽协，中银国际证券

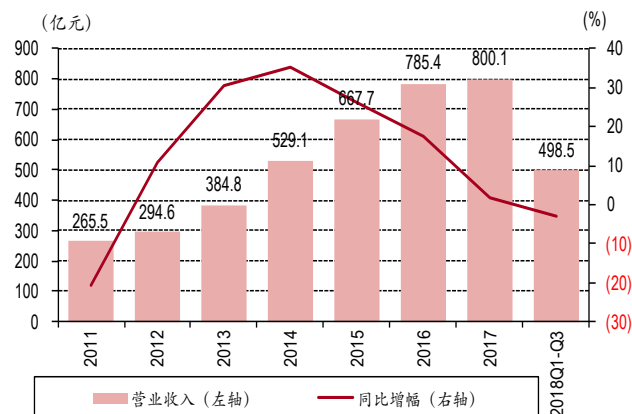
图表 5. 长安汽车销量分品牌构成



资料来源：公司公告，中汽协，中银国际证券

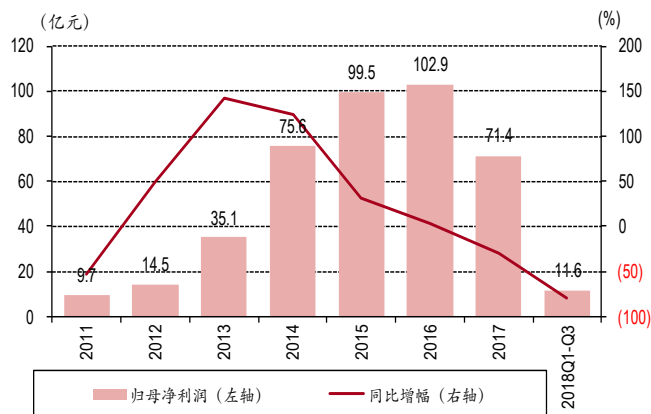
长安自主品牌销量快速增长带动公司 2012-2016 年营业收入一路上扬，受益售价较高的 SUV 车型占比提升，2017 年销量虽有所下滑但营业收入仍实现 1.9% 同比增长，超过 800 亿元，是 2011 年收入的三倍。但 2018 年以来销量下滑较快，2018 年前三季度营业收入实现 498.5 亿元，同比下滑 3.1%。长安汽车自主品牌目前处于微利状态，净利润主要依靠合资企业的投资收益贡献。2017 年以来由于福特品牌销量下滑较快，导致 2017 年、2018 年长安汽车的归母净利润迅速下滑。根据公司业绩预告，2018 年长安汽车归母净利润约为 5.0-7.5 亿之间，同比下降 93.0%~89.5%。

图表 6. 长安汽车历年收入及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

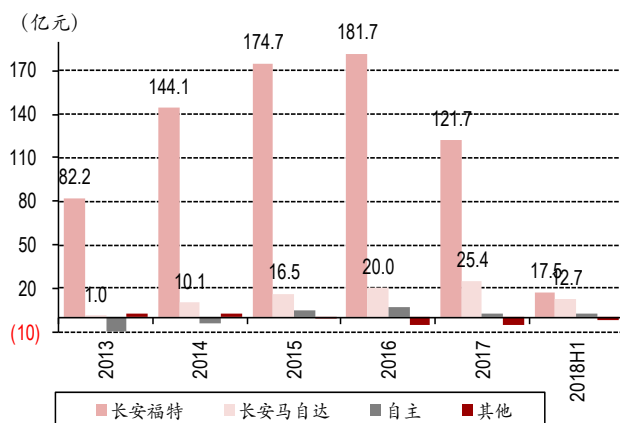
图表 7. 长安汽车历年归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

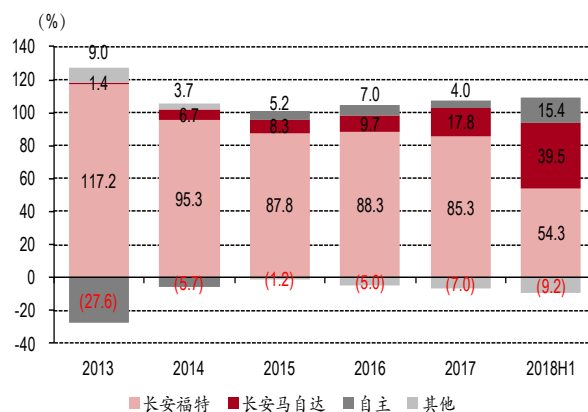
从净利润构成来看，长安福特一直是主力军，2016 年净利润达到高峰实现 181.7 亿元，在 2018 年以前净利润贡献持续在 85% 以上，长安马自达净利润与贡献率逐年上升，2017 年达 17.8%。2015 年长安自主实现扭亏为盈，2016 年实现约 7.2 亿净利润。2017 年开始车市增速放缓，销量和官降双重压力导致长安福特净利润大幅减少，2018 年以来受车市下滑、车型老化、中美贸易摩擦等多重因素影响，长安福特销量遭受重挫。根据福特此前公布的在华合资公司业绩，估计长安福特全年亏损超过 10 亿元，根据长安汽车公告，2018 全年归母净利润仅 5.0 至 7.5 亿元，同比下滑 89% 至 93%。

图表 8. 长安福特净利润锐减



资料来源：公司年报，中银国际证券

图表 9. 长安福特是利润贡献主力

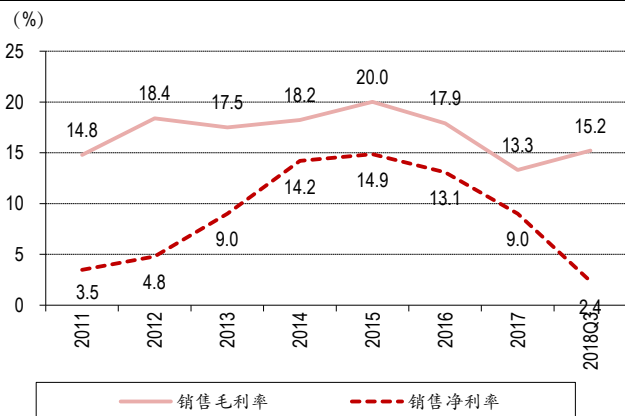


资料来源：公司年报，中银国际证券

从盈利能力看，公司利润率水平整体与销量呈现正相关，2015 年毛利率与净利率分别达到高峰 20.0% 与 14.9%。受长安自主品牌单车价格下降与产品逐渐老化影响，16 年、17 年毛利率下降，但随着 2018 年多款车型更新换代，前三季度毛利率逆势攀升至 15.2%。但由于福特销量锐减，净利润大幅降低，净利率出现较大回落，2018 年前三季度仅 2.4%。

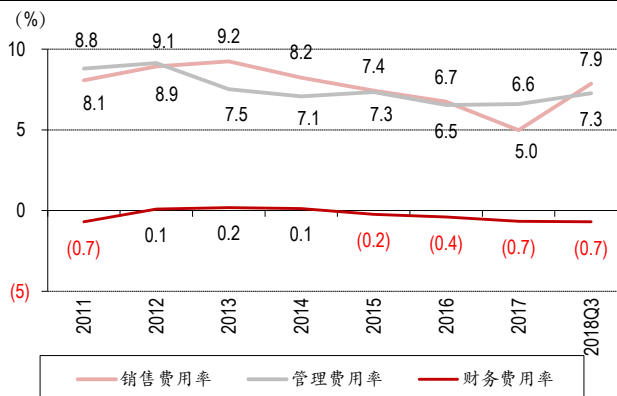
从费用率来看，长安汽车整体的费用率近年趋于降低，但 2018 年由于销量降低，营收减少，促销加大等原因，2018 年前三季度销售费用率与管理费用率出现了较大提升。

图表 10. 长安汽车 2011-2018Q1-Q3 毛利率和净利率



资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 长安汽车 2011-2018Q1-Q3 三项费用率



资料来源：万得，中银国际证券

长安自主——洞察未来自我变革，开启第三次创业

自主品牌逐渐向上，深化改革开启第三次创业

20 世纪 70 年代末，中央提出国防工业“军转民”方针，长安开始了第一次创业。经过仔细分析当时交通运输建设的需要和国内汽车市场“缺重少轻无微”的现状，最终选定了日本铃木公司及其生产的 ST90 型微型汽车，作为合作方和合作车型。1983 年长安和日本铃木公司签订了技贸合作协定书，进行微车和发动机项目的合作，长安从此正式进入汽车领域，实现汽车领域从 0 到 1 的突破。长安汽车为国内最早进入微车行业的企业，2005 年微车销量突破 30 万辆，市占率达到 38%，连续 7 年稳居微车行业第一。

到 2006 年，长安汽车再次随时代浪潮，开始第二次创业进军乘用车领域。同年长安汽车第一辆自主品牌轿车奔奔上市；2007 年，中国第一辆实现产业化的混合动力轿车在长安诞生；随后长安自主品牌开始布局轿车、SUV、MPV 等各个细分市场，形成了从微型车到中大型车产品格局。2012 年长安汽车集“五国九地”全球研发资源，精心打造的逸动、CS35、睿骋、欧诺等中高端汽车产品集中上市，百年长安迎来发展的“新春”，到 2016 年长安汽车累计销售破 1000 万辆，成为第一家跨入“千万俱乐部”的中国品牌。在火爆的 SUV 市场，长安汽车目前已拥有 5 款 CS 系列车型，产品布局主要紧扣市场最紧俏的紧凑型与小型 SUV。

图表 12. 长安汽车自主在售产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	奔奔（传统、纯电） 奔奔 mini（传统、纯电） 尼欧 II（纯电）	CX20	逸动 DT 逸动 XT			
三厢轿车		悦翔 V3 悦翔 V5	逸动（传统、纯电、插混） 悦翔 V7 悦翔三厢	睿骋 睿骋 CC		
SUV		CS35 CS15（传统、纯电） CS35 PLUS	CS55 CS75（传统、插混）		CS95	
MPV		欧诺 欧尚（传统、纯电） 欧力威（传统、纯电）	凌轩 欧尚 A800	科尚		

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

公司自主品牌主要有重庆、北京、合肥、南京、河北五大生产基地，其中乘用车主要在重庆、北京、合肥，商用车主要在重庆、河北、南京，目前总年产能为 177 万辆，计划年产能为 222 万辆。其中重庆渝北工厂设计产能为 28 万辆，目前主要生产 CS35、逸动等产品。重庆鱼嘴工厂设计产能 24 万辆，睿骋 CC、凌轩、CS55、欧尚 A800 等产品在此生产，改造后产能到 36 万辆。北京工厂目前在产车型主要有睿骋、CS75、CS95 和 CS75 PHEV，年产能 20 万辆。合肥工厂设计产能为 15 万辆，目前主要生产 CS15、悦翔 V7 等产品。河北工厂和南京工厂设计产能均为 30 万辆，分别生产长安星光、欧力威和长安之星系列。

图表 13. 长安汽车自主产能一览表

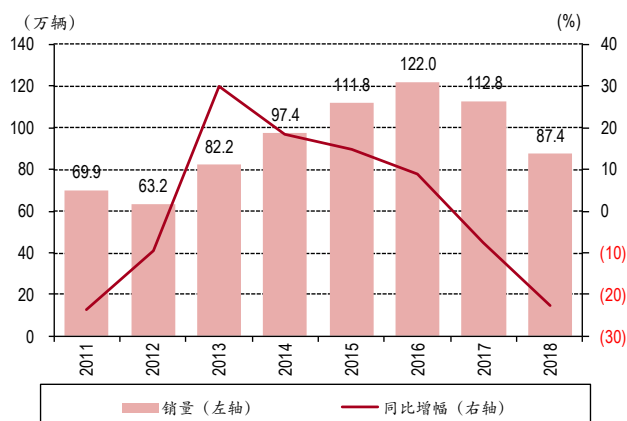
生产基地	目前产能	计划产能	生产车型
重庆江北工厂	*30 万	*30 万	长安之星 S460、长安之星 2、欧尚 EV
重庆渝北工厂	28 万	28 万	逸动 XT、逸动、逸动 PHEV、逸动 EV300、逸动 EV、逸动纯电动、CS35、悦翔 V7
重庆鱼嘴工厂	24 万	24 万	欧诺、长安之星 7、欧尚、CX70、CX70T、CS55、凌轩、睿骋、睿骋 CC、CS35 PLUS
南京工厂	*30 万	*30 万	长安之星系列、欧力威、欧力威 X6、欧力威 EV、欧尚 EV、尼欧 II、EA 系列发动机
河北工厂	*30 万	*30 万	长安星光、长安星卡、长安之星 9、新长安之星、长安神骐
北京工厂	20 万	40 万	睿骋、CS75、CS95、CS75 PHEV
合肥工厂	*15 万	*40 万	奔奔 Mini、CS15、CS15 EV、悦翔 V7
合计	177 万	222 万	

资料来源: marklines, 中银国际证券

注: 带*标记的数据是商用车额或包含商用车的产能

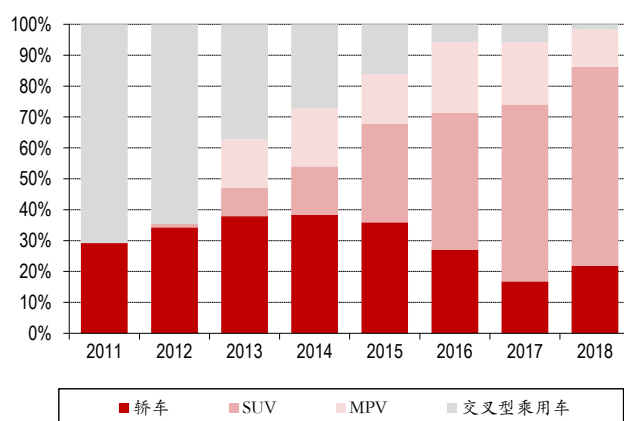
2018 年受车型老化和车市整体低迷影响, 长安汽车自主品牌销售 87.4 万辆, 同比下滑 22.5%, 销量继 2017 年后继续下滑。从细分市场来看, 公司陆续推出 CS75、CS35、CS15、CS55 等 SUV 车型销量持续走高, 成为自主品牌的销量主力, 2018 年 SUV 销量贡献超 64%。近几年 MPV 和交叉型乘用车市场行业景气度持续低迷, 公司推出欧尚 A800 与星光 4500 等新车型后仍难挽颓势, 销量仍处下行通道, 贡献逐渐降低。

图表 14. 长安自主品牌乘用车销量及增速



资料来源: 中汽协, 中银国际证券

图表 15. 长安自主品牌乘用车 SUV 占比超过六成

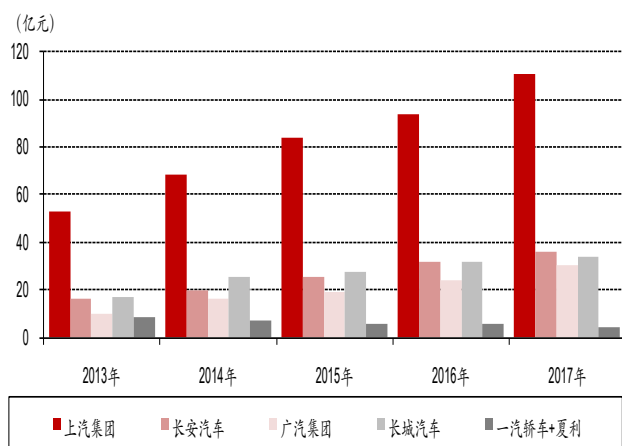


资料来源: 中汽协, 中银国际证券

长安汽车坚持自主创新, 打造中国最强大且持续领先的研发能力, 目前拥有员工近 10 万人, 其中技术人员 1.1 万人 (自主研发 7500 余人), 有 15 个国籍、高级专家 400 人, 先后 13 人入选国家“千人计划”专家, 居中国汽车行业前列。在重庆、北京、河北、合肥, 意大利都灵、日本横滨、英国伯明翰、美国底特律、美国硅谷建立起各有侧重的全球协同研发格局, 并拥有涵盖振动噪声、碰撞安全、制动性能、底盘试验、驱动系统等 16 个领域、194 个国际先进实验室 (其中, 汽车噪声振动和安全技术实验室为国家重点实验室), 投资 20 亿元建成中国西部最大、国际一流的长安垫江试验场。

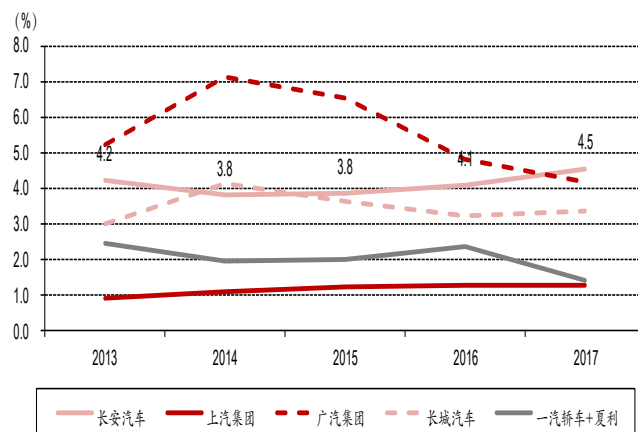
长安汽车研发投入逐年增加, 2017 年研发投入 36.3 亿元, 金额仅次于上汽集团, 高于广汽集团、长城汽车和一汽轿车与夏利, 而研发投入占营业收入比例为 4.5%, 在几大汽车集团里居第一位, 并持续提升, 持续加大研发投入力度, 有望确保核心技术保持领先。

图表 16. 几大汽车集团近五年研发支出对比



资料来源：各公司年报，中银国际证券

图表 17. 几大汽车集团研发支出占营业收入百分比



资料来源：各公司年报，中银国际证券

2018年4月，长安发布“第三次创业-创新创业战略”，提出了“一个核心+四大转型”的发展思路。其中一个核心为高效，即以创新驱动的效率打造成为组织核心竞争力。为全面开启第三次创业，长安已经全面推进了8大改革，包括三大“1/2工程”改革、组织“三化”改革、人才管理机制改革、资源分配机制改革等，并在用户、品牌、产品、服务四个层面实现四大转型。

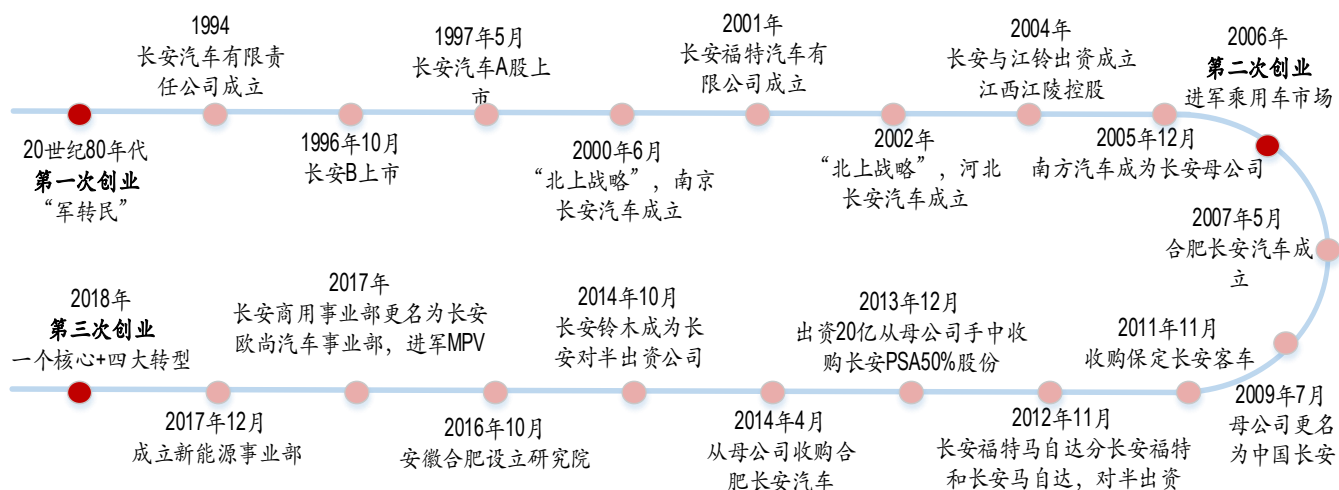
图表 18. 长安汽车第三次创业发展思路

核心	高效，即以创新驱动的效率打造成为组织核心竞争力
用户转型	从服务用户向经营用户转型，建立中国首家正式运行的在线大数据服务系统，以数字技术精准洞察多元化需求，提升服务主动性、搭建一站式生态圈，加强用户对品牌的信任感及依赖度
品牌转型	从经营产品向经营品牌转型，在品牌向上的总体战略下优化现有品牌架构，形成长安乘用车、新建中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大品牌。
产品转型	从传统产品向智能化+新能源产品转型。
服务转型	从提供产品+服务向提供产品+服务+出行解决方案转型。

资料来源：公司公告，中银国际证券

长安汽车的目标是，到2020年销售400万辆，市场占有率12.7%，其中自主品牌246万辆，实现中国品牌规模国内第一，全球前十二；新能源车型销量35万辆，进入行业第一梯队。到2025年销售600万辆，市场占有率15.7%，其中自主品牌350万辆，达到全面电气化，实现中国品牌规模国内第一，全球前十；新能源车型销售116万辆，实现中国品牌第一。

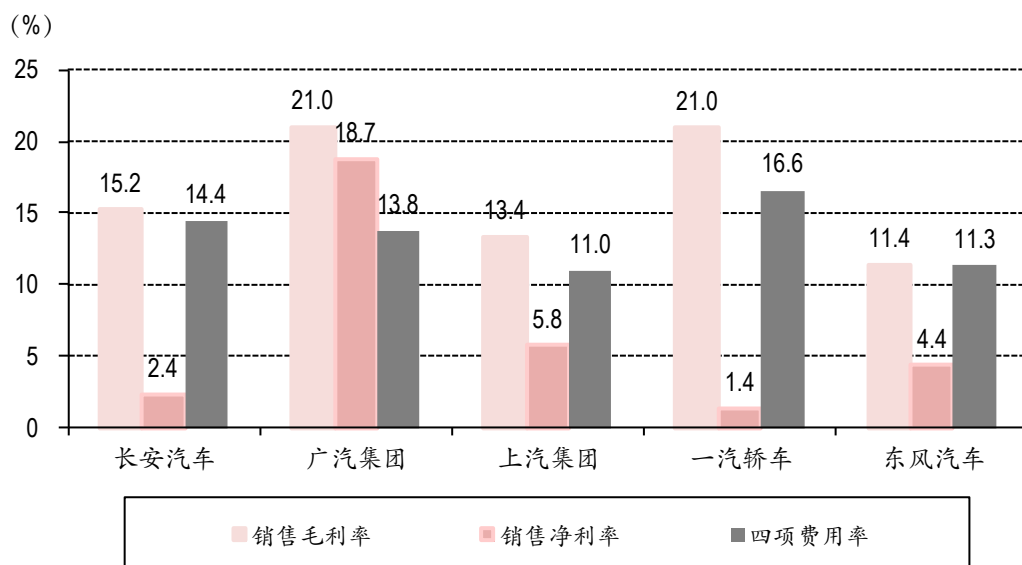
图表 19. 长安汽车简史图



资料来源：公司公告，中银国际证券

从行业整体盈利水平来看，长安汽车毛利率处于行业居中水平，但由于合资品牌销量出现大滑坡投资收益减少，2018 年前三季度长安汽车净利率处于较低水平，仅高于一汽轿车，长安汽车整体费用率处于行业较高水平，仅次于一汽轿车。目前长安汽车自主品牌基本处于盈亏平衡状态，未来随着销售规模大幅提升，规模效应将逐渐凸显，产品定位提升单车价值量也有望提升，同时公司费用率处于行业较高水平，公司强力推进战略执行，优化精简流程，大力推进效率提升，费用率有望得到较好控制，自主品牌盈利能力有望逐渐走强，成为公司利润的重要支撑力量。

图表 20. 2018 前三季度各汽车集团盈利能力比较



资料来源：万得，中银国际证券

注：四项费用率为销售、管理、研发、财务费用率加总。

优化品牌架构，迎新一轮产品换代期

长安汽车宣布开启第三次创业，重新形成长安乘用车、新建中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大独立品牌。欧尚宣布成立独立品牌，发布全新品牌 LOGO，并宣布主动退出传统燃油微面市场，正式向乘用车方向转型。长安轻型商用车将划分入全新的品牌“凯程汽车”，沿用以前长安商用的品牌 LOGO。长安的中高端乘用车品牌定位将高于长安自主品牌和欧尚品牌，先期将推出 3 款车型，分别是一款 SUV、一款 MPV 以及一款轿跑，售价有望突破 20 万元的“天花板”。公司优化现有品牌架构，形成乘用车低、中、高端全布局，有望助力销量与品牌再上新台阶。

公司自主品牌在近两年迎来新一轮的产品换代期，其中 2018 年长安自主品牌乘用车推出第二代逸动、CS35 换代、第三代悦翔，新能源车推出一款紧凑型 SUV 车型 CS75 PHEV。2019 年长安自主品牌将在 3 月上市轿跑 SUV CS85 COUPE，上半年上市 CS95 改款，下半年上市 CS75 换代与 CS55 改款，并推出一款新能源汽车逸动 ET，逸动与睿骋 CC 改款也将上市。

欧尚品牌成立独立品牌后首款产品中大型 7 座 SUV 欧尚 COS1° 于 2018 年 9 月正式上市，并计划 2018-2021 年每年将推出 2-3 款全新或新版本车型，产品线涵盖 SUV、MPV 和新能源车型。独立后第二款新车中型 MPV 科尚也于 2019 年 1 月正式上市，2019 年欧尚品牌还将推出一款紧凑型 SUV 与一款新能源汽车，进一步丰富 SUV 与 MPV 布局。

图表 21. 长安自主品牌车型规划

车型	细分市场	生产基地	动力总成	类型	上市时间
第二代逸动	紧凑型轿车	渝北工厂	1.6L 或 1.5T 发动机， 匹配 6AT 或 6MT	换代	2018 年 3 月
CS75	紧凑型 SUV	北京工厂	1.5T 发动机，匹配 6AT 或 6MT	改款	2018 年 4 月
全新悦翔	小型轿车	北京工厂	1.4L 或 1.5L 发动机， 匹配 5MT 和 CVT	换代	2018 年 8 月
逸动 XT	紧凑型轿车	渝北工厂	1.6L 或 1.5T 发动机， 匹配 5MT 或 6AT	换代	2018 年 8 月
CS35 PLUS	小型 SUV	鱼嘴工厂	1.5T 发动机，匹配 5MT 或 7DCT	换代	2018 年 11 月
欧尚 X70A	紧凑型 SUV	鱼嘴工厂	1.5L 发动机 +6MT	全新	2018 年 1 月
欧尚 COS1°	中大型 7 座 SUV	陆风工厂	1.5T 发动机（最大功率为 131kW） 匹配 6AT	全新	2018 年 9 月
CS75 PHEV	紧凑型 SUV	北京工厂	1.5T 发动机	新能源	2018 年 9 月
CS85 COUPE	中型轿跑 SUV	DS 工厂	1.5T 以及 2.0T 发动机	全新	2019 年 3 月
CS95	中大型 SUV	北京工厂	2.0T 发动机，匹配 6AT	改款	2019 二季度
CS75	紧凑型 SUV	北京工厂	1.5T 以及 2.0T 发动机	换代	2019 下半年
CS55	中大型 SUV	鱼嘴工厂	1.5T 发动机，匹配 6AT 或 6MT	改款	2019 下半年
逸动 ET	紧凑型纯电轿车	DS 工厂	电机最大功率 100kw，NEDC 续航 400km	全新	2019 年内
逸动	紧凑型轿车	渝北工厂	1.6L 或 1.5T 发动机， 匹配 6AT 或 6MT	改款	2019 年内
睿骋 CC	中型轿车	北京工厂	1.5T 发动机，匹配 6MT	改款	2019 年内
科尚	中型 MPV		1.5T 发动机，匹配 6MT	全新	2019 年 1 月
欧尚尼欧 II	微型纯电动轿车		30KW 电动机，续航 205KM	新车	2019 年内

资料来源：太平洋汽车，腾讯汽车，易车，中银国际证券

CS85 COUPE 向上突破

CS85 COUPE 是长安汽车旗下首款轿跑 SUV，售价 13.69-16.99 万元。外形上，新车车身与车尾采用类似于宝马 X6 的设计，采用大尺寸的蝶翼式进气格栅，新车侧面采用 Coupe 车身流线设计，共有三条高低不同的腰线构成了运动流线车身，并配备了远近光 LED 大灯组、LED 后尾灯、360°全景影像、一键进入、19 英寸轮圈等。尺寸方面，长宽高分别为 4720/1845/1665mm，轴距为 2705mm。内饰方面，CS85 COUPE 采用了黑与红的撞色搭配，并在多处细节加入钢琴烤漆以及镀铬元素进行点缀，装配了三辐式多功能方向盘搭配 10.25 英寸液晶仪表、12.3 寸中控大屏，并有一键启动、驾驶模式选择等多种智能配置。动力方面，该车将搭载 1.5T 和 2.0T 两款发动机，其最大功率分别为 131kW 和 171kW，与 2.0T 匹配的是爱信 8AT 变速箱。

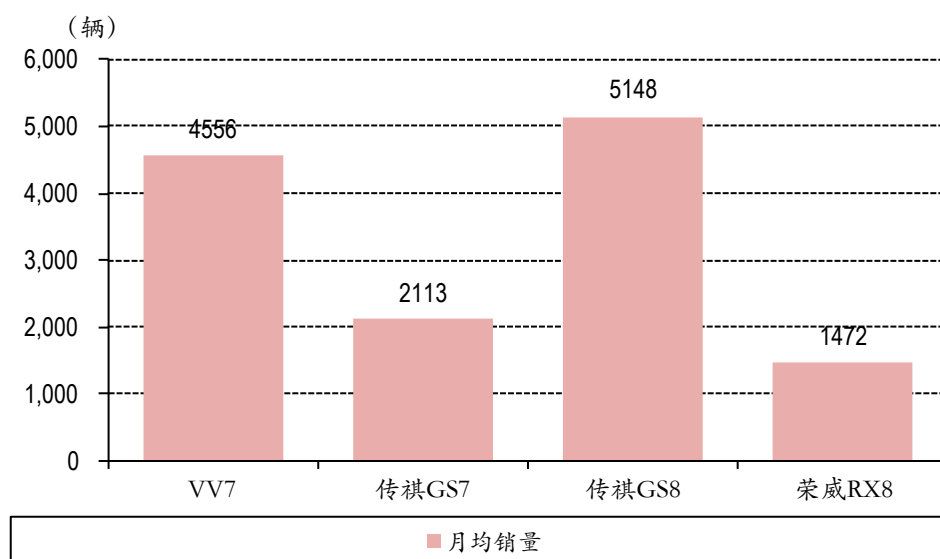
图表 22. CS85 COUPE 外观及内饰



资料来源：易车网，中银国际证券

长安汽车在 SUV 领域布局此前主要集中于小型与紧凑型级别，爆款车型 CS75 月均销量超过 2 万辆。CS85 COUPE 定位中型轿车 SUV，将填补长安在该类型车型的产品空缺，实现从微型到中大型 SUV 的全面布局。CS85 COUPE 竞品主要为 WEY VV7、传祺 GS7、GS8、荣威 RX8 等自主品牌中型 SUV，预计稳定后月均销量会达到 3000 辆左右。

图表 23. CS85 COUPE 竞品的销量状况对比

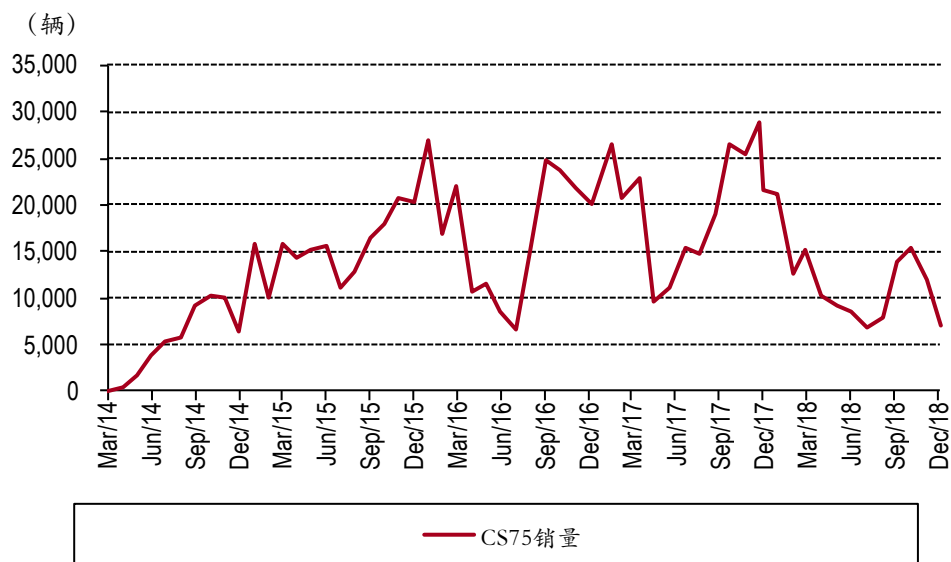


资料来源：中汽协 (2018 年月均销量)，中银国际证券

CS75 即将迎来换代

CS75 是公司 SUV 的主力车型，2014 年 4 月正式上市后，销量一路攀升，单月销量最高达 28,842 辆。但 2018 年以来，CS75 虽推出了改款车型，但由于汽车市场整体较为低迷、竞争加剧与车型改动不大，CS75 销量 2018 年仅实现 140,066 辆，同比下滑 41.7%。

图表 24. CS75 月销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

根据网易汽车报道，第二代 CS75 车型或被命名为 CS75 PLUS，新一代车型在车身尺寸与定位都会有所提升，量产版将采用全 LED 大灯、悬浮式风格多媒体系统屏幕、全液晶屏配置，动力方面除了现款 1.5T，还将新增 2.0T 发动机，预计将在 2019 年底量产上市，插电混动版本预计将在 2020 年第二季度上市。随着新一代 CS75 上市，销量有望企稳回升，预计稳定后 CS75 月均销量会达到 15000-20000 辆左右。

图表 25. 新一代 CS75 外观及内饰



资料来源：网易汽车，中银国际证券



千亿资金投入香格里拉计划，驶入新能源“快车道”

成立新能源事业部，全面推进香格里拉计划

2017年10月，长安汽车发布“香格里拉计划”，宣布在2025年将停售传统燃油汽车，同时布局轿车、SUV、MPV、卡车、厢式货车五种形态产品，长安汽车在新能源领域将进入全新阶段。2017年12月长安成立新能源事业部，推进香格里拉计划实施。该事业部将依托于全球研发体系，共有1.1万名研发人员、16个国籍的400余名专家、10余名“千人计划”专家，装备在PHEV、EV、高效内燃机等领域领先的技术，具有世界领先国内最强的新能源研发能力。在核心零部件领域，长安将与蔚来汽车、博世集团、宁德时代、滴滴、BAT等战略伙伴合作，完成在电池能量密度研究、充电方式、电池成本控制等多领域研发。

2018年5月长安汽车成立了全资子公司长安新能源，专门负责新能源车研发、生产、销售、咨询服务等业务；2018年8月，长安汽车进行内部资产重组，将公司与新能源汽车业务相关的部分资产以及与其相关的业务、人员划转至长安新能源，划入资产总额约为11.35亿元；2018年10月，长安汽车宣布，拟引入不少于3家战略投资者为长安新能源增资扩股，且增资的股权比例不低于51%；2019年1月，长安汽车透露目前已在新能源领域申报580项专利，从2001年起开始进行新能源技术研究，目前已拥有系统设计、整车集成、部件开发等能力，建成15个试验室，总共覆盖了新能源汽车的6大领域。长安汽车在新能源汽车领域动作频频，深度加速新能源汽车车型研发与技术创新，未来长安新能源有望实现跨越式发展，成为国内新能源领域的佼佼者。

图表 26. 长安汽车新能源战略目标

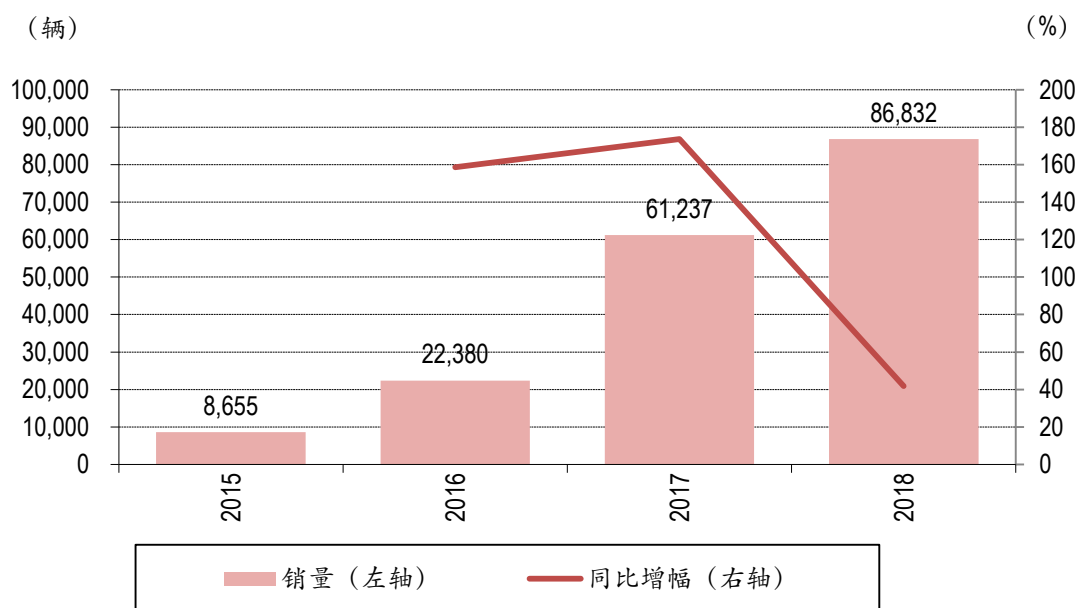
新能源销量	到2020年，新能源车型销量35万辆，进入行业第一梯队。到2025年新能源车型销售116万辆，实现中国品牌第一。
投资计划	到2025年前全产业链1000亿投入规划，其中新能源产品研发领域的投入将超过400亿元，新能源专有平台打造的投入将超过100亿元，动力电池领域的投入将超过300亿元，共享、充电设施和服务等领域的投入将达到200亿元。
研发人员	到2025年，全球研发体系共有1.1万名研发人员、16个国籍的400余名专家、10余名“千人计划”专家。
车型数量	到2025年，计划向市场投放33款车型（21款EV，12款PHEV）。
平台	到2020年，打造三大新能源专用平台

资料来源：公司公告，中银国际证券

新能源汽车产品性价比突出，销量持续高速增长

在香格里拉计划发布后的六个月后的2018年北京车展上，长安汽车便展出了CS75 PHEV、全新逸动EV460、逸动 PHEV、奔奔 EV 以及 CS15 EV 五款新能源汽车。公司新能源汽车销量持续高增长势头，2018年全年累计销售8.7万辆（含江铃控股），同比增幅达41.8%，市占率达6.9%。

图表 27. 长安新能源汽车销量高速增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

长安全新逸动 EV460 于 2018 年 10 月正式上市，补贴后售价 11.79-12.99 万元，新车采用最新家族式设计语言，前脸为“蝶翼式”格栅，配备嵌入式大尺寸中控屏，多功能方向盘、全液晶仪表盘，搭载长安新版 In Call3.0 智能车载互联系统，集成多媒体控制、智慧语音、无线互联等功能，车机自带全时 4G 网络，可以在线导航、听音乐等娱乐功能。

图表 28. 逸动 EV460 外观和内饰



资料来源：汽车之家，中银国际证券

新逸动 EV460 长宽高为 4740*1820*1515mm，轴距达到 2700mm，车身空间相比北汽 EU5、吉利帝豪 EV450、比亚迪秦 EV450 等同级竞品更具优势。逸动 EV460 搭载 52.56kWh 三元锂电池，NEDC 续航里程达到 430km，60km/h 等速工况续航里程高达 550km，领先于同级产品。补贴后售价 11.79 万元起，在新能源汽车市场上有相当的竞争优势。随着车型全面升级和新车型发布，长安新能源汽车销量有望持续高速增长态势。

图表 29. 逸动 EV460 与竞品配置系数对比

车型	逸动 EV460	北汽新能源 EU5	吉利帝豪 EV450	比亚迪秦 EV450
指导价格 (万元)	20.34-21.54	22.07-25.27	19.33-23.83	24.06-26.06
补贴后售价 (万元)	11.79-12.99	12.99-16.19	13.58-15.58	14.99-16.99
长*宽*高 (mm)	4740*1820*1530	4650*1820*1510	4631*1789*1495	4740*1770*1490
轴距 (mm)	2700	2670	2650	2670
动力电池类型	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池	三元锂电池
最大功率 (kW)	100	160	120	160
最大扭矩 (N·m)	245	300	250	310
NEDC 续航 (km)	430	416-460	400	400
电池容量 (kWh)	52.56	53.6	52	60.48
充电时间 (h)	慢充 8.0 快充 80%: 0.83	慢充: 6.2-6.6 快充 80%: 0.5	慢充: 9.0 快充 80%: 0.5	快充充满 1.5
100km/h 加速时间 (s)	10.8	7.8	9.3	7.9

资料来源: 各公司官网, 中银国际证券

长安汽车位于南京江宁的新能源汽车项目于 2018 年 6 月 19 日在江宁开发区开工建设,项目总投资 200 亿元,计划年产能 24 万辆,年产值将达到 1000 亿元。江宁新能源汽车项目定位为中大型新能源整车生产基地,基地采用长安自主制造工艺,可实现高速柔性全封闭自动化生产,同时产线引入高效节能设计理念,打造绿色智能工厂,产品包括高性能跨界 SUV、轿跑等多款纯电车型,预计在 2020 年 6 月正式投产。

2018 年 8 月 17 日,长安汽车与蔚来汽车合资公司“长安蔚来新能源汽车科技有限公司”也正式宣布落户南京江宁,该公司业务将覆盖智能网联与新能源汽车产业技术研发、零部件生产、运营服务等全产业链。长安汽车与蔚来持股比例各占 45%,另外 10%的股份将由管理层持股,以优势资源吸引全球人才。公司在汽车市场拥有丰富的研发、战略、销售经验,蔚来汽车是国内领先的新兴造车势力,与具有互联网基因的新能源车企强强联合,有望把握最前沿科技与客户需求,为消费者提供更加便捷、环保的汽车和智能、舒适的体验。无论是从生产建设、技术研发还是产品投放层面,长安汽车都已驶入新能源战略的“快车道”,江宁开发区投产成为支撑长安汽车未来新能源产品落地的重要保障。

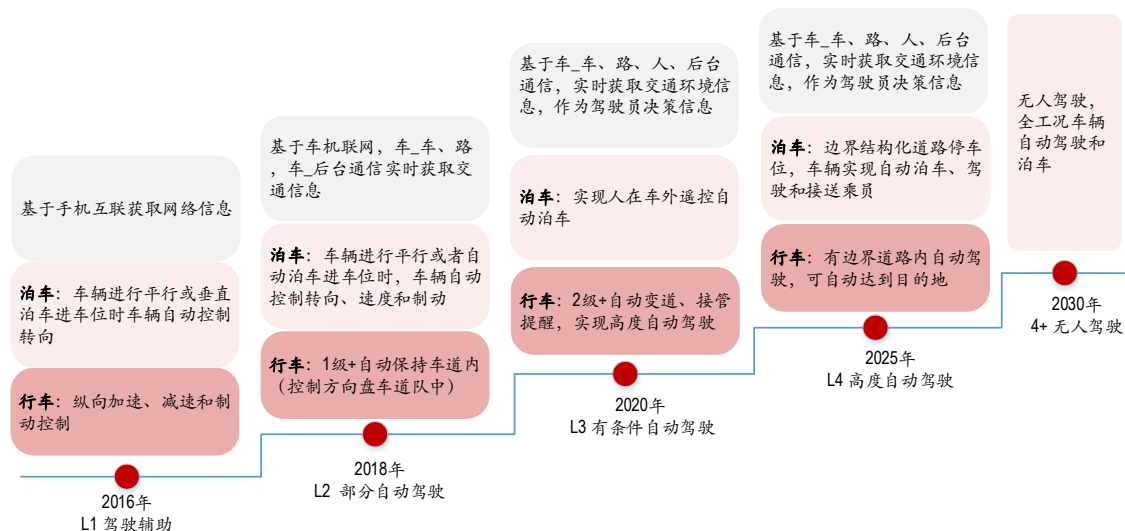
打造智能化产品标签,智能驾驶技术国内领先

发布 654 战略目标,2025 将实现高度自动驾驶

长安汽车紧跟世界主流技术,发布了面向 2025 智能汽车的“654 战略”,即搭建 6 大平台,掌握 5 大核心应用技术,分 4 个阶段实现智能化技术的产业化。在汽车智能化领域,长安汽车在 2018 年实现部分自动驾驶汽车的产量,高度自动驾驶汽车则会在 2025 年量产。同时,长安具体化和场景化智能化阶段性目标,并从驾驶、互联和交互三个方面不断提升用户体验。



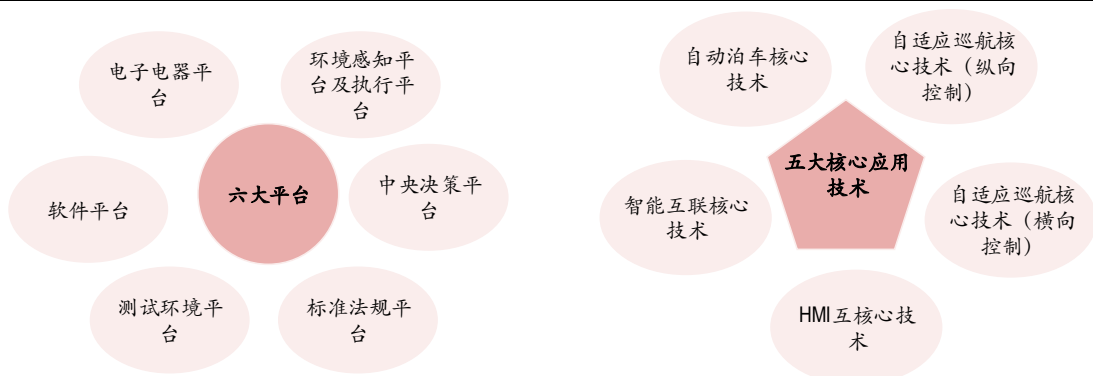
图表 30. 长安汽车智能化阶段性目标



资料来源：雷锋网，中银国际证券

根据长安汽车智能化 654 战略目标，长安将打造六大平台和五大核心技术。

图表 31. 长安汽车智能化 654 战略目标



资料来源：公司公告，中银国际证券

多方战略合作联盟，建立智能化全球体系

2018 年 4 月 28 日，长安启动“北斗天枢”智能化战略，以此战略为牵引，整合行业资源，促进多家顶尖平台多领域深度合作，构建智能驾驶、智能网联、立体交通三大产业联盟。按照计划，2020 年将不再生产非联网新车，实现 100% 联网，100% 搭载驾驶辅助系统，建成 L3 级自动驾驶智能开放平台，2025 年车载功能实现 100% 语音控制，建成 L4 级自动驾驶智能开放平台，并实现 L4 级智能驾驶产品的量产、上市，并将完成从传统的汽车企业到智能出行科技公司的转型升级。

智能驾驶技术方面长安汽车加强与世界一流汽车零部件企业合作，深化与 ICT、互联网、通信、电子领域的企业跨界合作，研发智能网联技术和产品应用。比如在共享资源打造合作方面，长安不仅与博世、德尔福、英特尔、华为、高德、腾讯、IBM、联通、科大讯飞、北斗星通、地平线等国内外顶尖企业合作，并与清华大学、麻省理工等高校研究院合作，以快速储备智能驾驶 4 级技术，更是联合政府、通信服务商、出行服务平台等，打造上至飞机、下到地铁的全方位立体交通系统。与开发者、厂商、合作伙伴共享道路场景与驾驶行为数据库，实现互利共赢，协同发展。在产品服务方面，将车载管家“小安”打造成智能出行伴侣，以客户为中心，构建从识别、达成、评价到改善的全过程客户体验体系，洞察用户需求，提供定制服务。在资金投入方面，长安每年将约 5% 的销售收入投入到研发中，并设立基金管理公司，为智能化提供支持，为其战略实施和转型升级提供资金保障。

图表 32. 长安汽车“北斗天枢”战略联盟



资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

2019年1月，长安牵手华为成立创新中心，在5G元年到来之际，双方将在智能化、车联网和新能源等领域展开深入探索和合作。在智能化领域，双方将分阶段搭载华为先进技术和首发产品，发布“长安-华为深度战略合作”合作成果，并联合打造智能网联汽车及相关标准。在新能源领域，双方将全面深入合作，快速实现首款新能源平台的联合开发，共同打造国际一流和全国领先的纯电动车平台。

在研发方面，为加速智能化汽车迈进步伐，长安汽车建立各有侧重的智能化全球研发体系。长安重庆本部设立智能化技术研发中心，美国底特律设立智能化研究部、硅谷设立创新实验室，后两者主攻智能化技术前期开发。在资源投入方面，长安不断扩大智能化研发团队，到2025年组建1500人的研发团队。根据智能化研发所需设备、基础建设和试验场地的投资规划，长安计划到2025年累计投入150亿元。

图表 33. 长安汽车智能化资源投入规划

	2015年	2018年	2020年	2025年
人力资源投入（人）	420	800	1,000	1,500
建设资金投入（亿元）	2	18	50	60

资料来源：雷锋网，中银国际证券

智能化开发成果国内领先，智能驾驶创多项业内第一

长安汽车目前已经实现停走式自适应巡航、自动紧急制动等15项（0-1级）功能的应用，集成式自适应巡航、全自动泊车完成工程化开发，长安并线辅助、追尾预警、360度全景、限速标识识别、自动远光灯等为国内首发，并成功打造车联网产品In-call。

在智能驾驶领域，长安已创下6个业内第一：2016年4月完成了2000公里的无人驾驶测试，成为国内首个实现2000公里无人驾驶长距离测试的中国品牌。2017年11月获得了美国加州交通管理局颁发的“加州路测无人驾驶汽车测试牌照”，是第一个加入美国智能汽车联盟——MTC的中国品牌。同月，获得了重庆无人驾驶的试车牌照，成为第一个拥有中美两地智能汽车上路测试牌照的中国汽车企业。2018年3月，长安宣布IACC将搭载在CS55实现量产，自动驾驶再次突破，成为第一个实现了自动驾驶核心技术IACC量产的中国品牌。随后，具有自动泊车功能的新款CS75发布，第一个实现了APA 6.0高级别自动泊车功能的中国品牌。2018年11月，长安用55辆搭载自动驾驶技术的CS55车型汽车成功完成全程3.2公里的编队行驶，创造了“最大规模的自动驾驶车巡游”的记录，成为全球第一个成功创造该纪录的汽车品牌，再次向外界展现其在智能驾驶技术方面的能力与野心。

图表 34. 长安汽车 55 辆智能驾驶汽车完成 3.2 公里的编队行驶



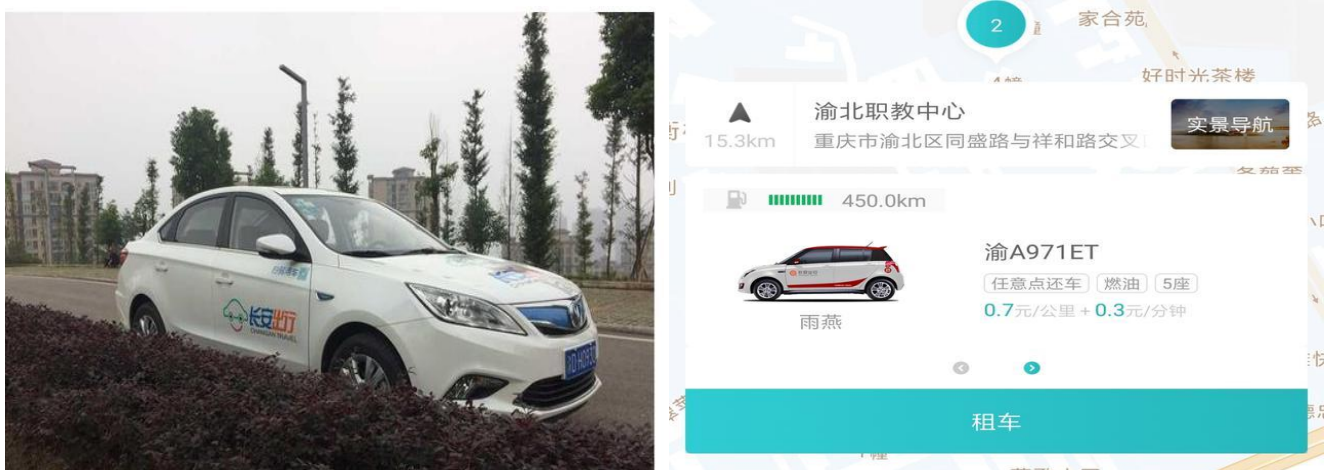
资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

布局出行，三大央企巨头强强联合组建 T3 公司

车辆购置成本大，油费、维修保养成本高，停车难、限行、利用时间短且效率低等一系列问题接踵而至，汽车保有量逐年升高也使得交通拥堵，给汽车出行造成巨大不便。共享汽车能够缓解城市拥堵，减少碳排放，满足短线即时出行需求，有望成为下一代城市出行方案。整车销量增长受限，各车企积极布局共享汽车，在消化自身产能的同时，面向更广阔的客户群体，并可精准定位用户需求布局下一代产品，多家车企积极布局，向提供产品+服务+出行解决方案的移动出行服务商转型。

公司的全资子公司重庆长安车联科技有限公司运用互联网技术打造智能化、网络化、共享化、社会化的综合出行服务品牌“长安出行”，可实现新能源分时租赁车辆“无钥匙开门”、“自助取还车”、“智能充电”等一系列智能出行服务。目前平台上线运营分时租赁、长短租等业务，投放的车型包括长安新逸动 EV200（续航 200km）、新奔奔、雨燕，采用时长费+里程费双计费模式，在重庆、南京、合肥、杭州、厦门、泉州等地投入约 1 万台车辆运营，预计 2020 年将达到 40 座城市，5 万台车辆的规模。

图表 35. 长安出行共享汽车与 APP 界面



资料来源：重庆共享汽车使用网，中银国际证券



2017 年 12 月，长安汽车与中国一汽、东风汽车签订战略合作框架协议，将围绕前瞻共性技术、汽车全价值链运营、拓展海外市场以及新商业模式探索等领域展开全方位合作，三家央企强强联合，各方优势互补，减少重复研究成本，共享研究成果，尽快推出成熟可落地产品。2018 年 12 月中国兵器装备集团（长安汽车母公司）、中国一汽、东风汽车三家央企签署《T3 科技平台公司合资合作意向协议》，正式确定合资组建 T3 出行服务公司，打造高效率、高品质、高安全、可信赖的出行服务品牌。2019 年 3 月长安汽车、一汽集团、东风汽车与苏宁、腾讯、阿里等公司共同设立南京领行股权投资合伙企业（即 T3 出行服务公司），总投资 97.6 亿元，布局新能源汽车共享出行业务。

中国汽车行业“国家队”正在成型，对于车企来说，在消化自身产能的同时，面向更广阔的客户群体，与互联网巨头合作也可更精准定位用户需求布局下一代产品，强强联合抓住汽车行业电动化、智能化、共享化变革的重大发展机遇。投资领行设立出行公司也是推进三大主机厂战略合作和长安汽车“第三次创业”落地的重要抓手，有利于快速形成高质量安全出行供给能力，抓住汽车行业电动化、智能化、共享化变革的重大发展机遇，抱团抵御外资入侵，中国自主品牌也迎来成长的最佳机遇期。

图表 36. 三大央企与互联网巨头强强联合

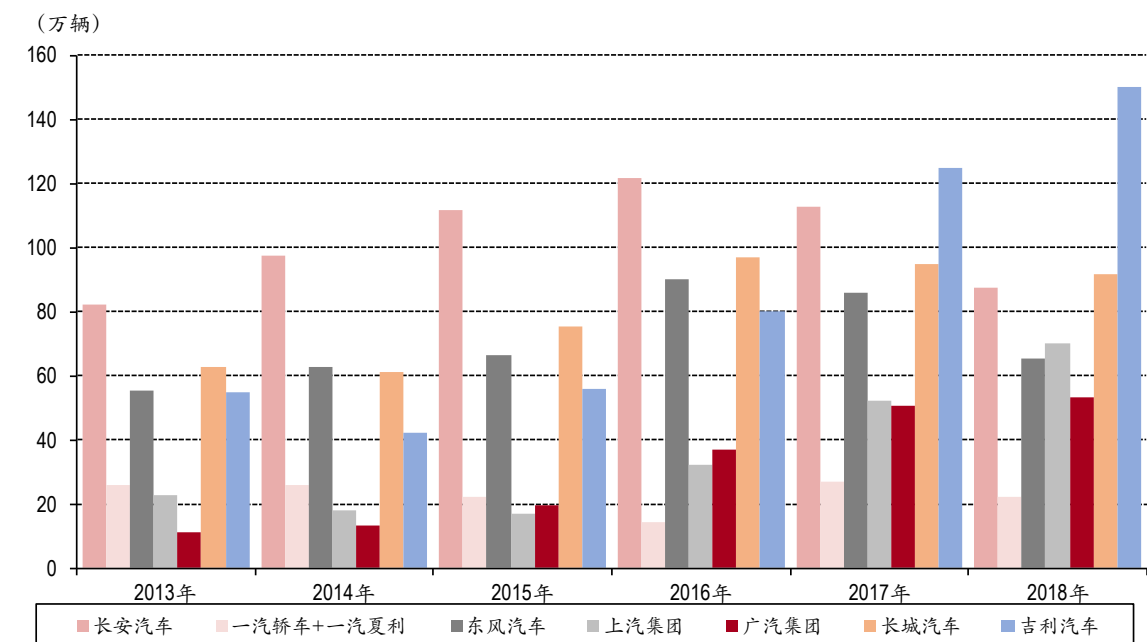


资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

长安自主品牌乘用车在 2015 年破百万辆，曾多年名列自主品牌乘用车销量榜首，但由于近年微车市场快速缩减，导致长安汽车在 2017 年开始走下坡路，吉利汽车、长城汽车等车企则抓住 SUV 风潮机遇，集中攻占 SUV 市场，2017 年以后开始反超。长安汽车、东风汽车与一汽集团三家央企中，长安自主品牌的销量持续领先，实力最为强劲，三家央企密切合作，共享研究成果，长安汽车有望成为最受益的车企，重振当年雄风。



图表 37. 主要汽车集团自主品牌乘用车历年销量



资料来源：公司公告、中汽协，中银国际证券

长安福特：新一轮产品期有望逆转局势

长安福特陷入困局，销量持续下滑

福特汽车和长安汽车于 2001 年合资成立长安福特汽车有限公司，股权各 50%。2006 年福特汽车将其持有的 15% 股权转让给马自达，长安、福特、马自达三方股权变更为 50:35:15，合资公司更名为长安福特马自达汽车有限公司。2012 年长安福特马自达分离为长安福特和长安马自达两家公司，分别承担福特与马自达品牌的开发、生产与销售业务，公司在两家合资公司各持有 50% 的股权。长安福特依靠福克斯和蒙迪欧组合顺利跻身国内汽车企业第一阵营，并紧随国内细分市场发展潮流，推出福睿斯三厢轿车，并推出金牛座扩展中大型车市场份额。在 SUV 细分市场，现有产品由翼博、翼虎和锐界三款车构成，覆盖小型到中型车市场。

图表 38. 长安福特在售产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车			福克斯两厢			
三厢轿车			福克斯三厢 福睿斯	蒙迪欧 蒙迪欧混合动力	金牛座	
SUV		翼博	翼虎	锐界		

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

长安福特有重庆、杭州和哈尔滨三大基地，目前合计年产能为 141 万辆。其中重庆三个工厂产能 96 万，一厂生产新蒙迪欧和经典福克斯，二厂生产新福克斯、翼虎和翼博，三厂生产福睿斯。杭州工厂产能 25 万，生产锐界、金牛座和 2019 年国产林肯 SUV。杭州工厂总体规划两期，目前投产一期，二期择机启动技术建设，计划年产能为 50 万辆。哈尔滨产能 20 万，生产新福克斯两厢和悦翔 V3。2018 年福克斯换代，同时供应美国市场换代，重庆二工厂以及哈尔滨工厂产能利用率可以得到进一步发挥。

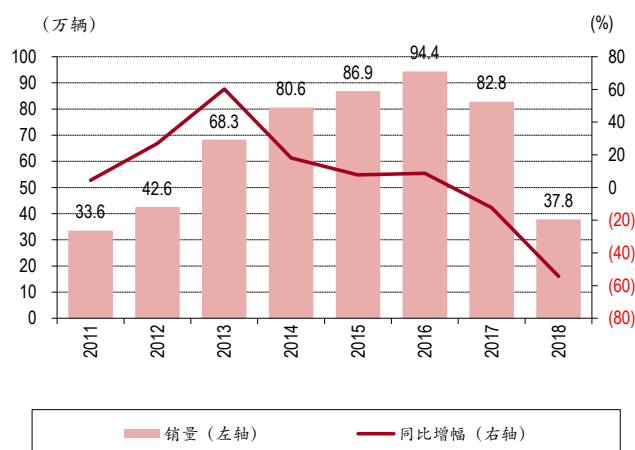
图表 39. 长安福特产能一览表

生产基地	目前产能	计划产能	投产时间	生产车型
重庆一工厂	25 万	25 万	2004.02	新蒙迪欧、蒙迪欧 PHEV、经典福克斯
重庆二工厂	35 万	35 万	2012.02	新福克斯、翼虎、翼博
重庆三工厂	36 万	40 万	2014.11	福睿斯、发动机、变速器
杭州工厂	25 万	50 万	2015.03	锐界、金牛座、林肯中型 SUV
哈尔滨工厂	20 万	20 万	2017.02	福克斯、悦翔 V3
合计	141 万	170 万		

资料来源：marklines，中银国际证券

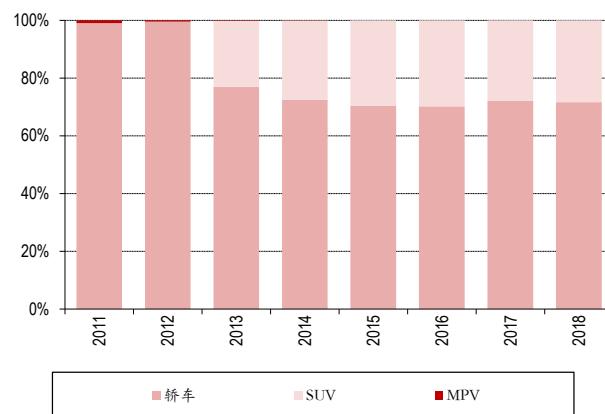
轿车为长安福特销量主力军，近 10 年销售贡献率均高于 70%。在轿车这一红海市场，近两年长安福特战斗力渐显疲惫，2017 年累计销量为 82.8 万辆，同比下滑 12.3%，未达到年销百万目标，结束增长局面。受行业大环境和公司战略层面影响，长安福特 2018 未止颓势。2018 年车市整体需求低迷，长安福特 2016 年至 2018 年三季度期间仅完成了翼博换代，以及翼虎、蒙迪欧的中期改款，无新车型推出，核心车型均处于产品生命周期末端，2018 年累计销量仅实现 37.9 万辆，同比下滑 54.3%，其中销售担当福睿斯同比下滑 43.2%，而另外一主力车型福克斯销量仅为同期四成。在近年火爆的 SUV 市场，受车型老化影响，翼虎、翼博和锐界销量同比也均出现大幅下滑。

图表 40. 长安福特销量及增速



资料来源：公司公告，中汽协，中银国际证券

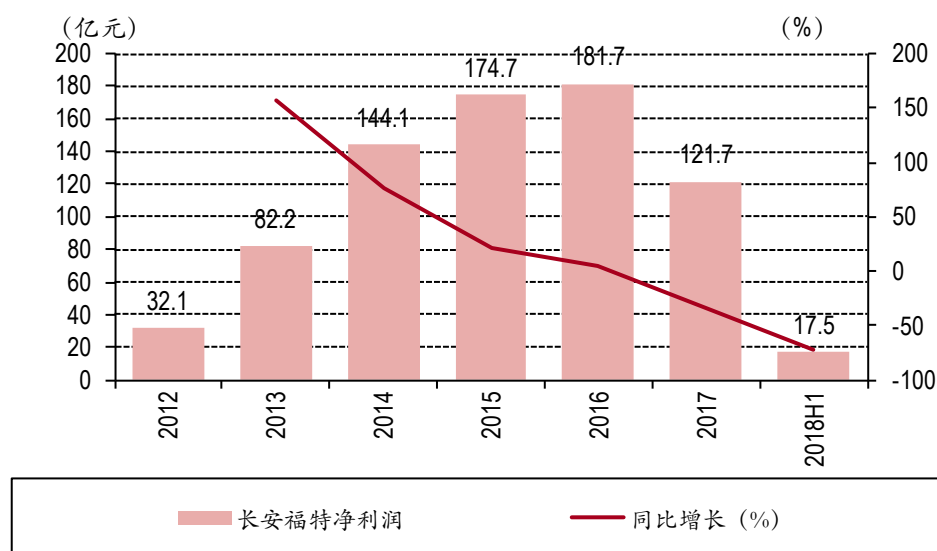
图表 41. 长安福特轿车销量占比超七成



资料来源：中汽协，中银国际证券

2012年2月、2014年11月、2015年3月，长安福特重庆二工厂、重庆三工厂、杭州工厂陆续投产新福克斯、福睿斯、翼博、翼虎、锐界和金牛座等多款车型，随着产能释放，长安福特2012年至2016年销量与利润快速增长，2016年达到高峰，销售94.4万辆并实现净利润181.7亿元。2017年开始车市增速放缓，长安福特销量开始下滑，销量和官降双重压力导致长安福特净利润大幅减少，2018年以来受车市下滑、车型老化、中美贸易摩擦等多重因素影响，长安福特销量遭受重挫。根据福特此前公布的在华合资公司业绩，估计长安福特全年亏损超过10亿元。

图表 42. 长安福特净利润与同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

从福特中国 2025 战略到福特中国 2.0 战略，加速新品推出计划

2011年4月福特汽车发布“1515”战略，在2015年之前，为中国市场引入15款车型，20款全新发动机和变速器，产能将扩充至120万辆，年销售突破百万辆，市场占有率达到6%。五年间福特先后推出了蒙迪欧、福克斯换代，翼博、翼虎、福睿斯、锐界、金牛座等一系列新车，销量迅速攀升，2015年长安福特销售86.9万辆，较2010年销量增长170%。



2017 年底福特汽车宣布“中国 2025 计划”，力图从车型、研发、管理、营销等方面加强福特在中国市场的影响力，拉动福特在中国的整体销量。在车型方面，福特计划在 2025 年底在中国推出超过 50 款新车型，其中 8 款全新 SUV，至少 15 款福特和林肯的电动车型，并逐步实现林肯品牌的本土化生产，力求营收实现 50% 的增长。2025 年前，长安福特生产的每款车型都将提供相应的电动车型，且在 2020 年前实现动力总成的本土化生产。

2019 年 4 月 3 日，“福特中国 2.0”发布，宣布全新的业务提升计划，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”战略。福特推出中国产品 330 计划，计划在未来三年内，在中国市场推出超过 30 款新车型，加大自动驾驶与新能源研发力度，推出更贴合中国消费者的产品，将更新周期缩短至 30%。发布会现场，福特中国首次发布了定位于福特翼虎之上的全新都会潮流 SUV 福特 Escape，Escape Titanium 前脸造型专门针对中国消费者喜好设计，展现福特更加贴合中国消费者需求的雄心。

聚焦中国市场需求，研发本土化

中国不仅是全球最大的汽车市场，同样也是电动车增速最快、SUV 车型最受欢迎、智能移动出行最被认可的市场。福特计划加大在华产品研发与创新的投入，设立中国创新中心、中国设计中心，中国产品中心及新能源中心，2019 年底之前，福特所有在中国生产和销售的新车型均会配备车载互联网连接服务，在提升产品附加值的同时，也为未来车市增长放缓转型为移动出行公司奠定基础。此外，福特汽车还将继续与百度携手，在中国市场共同进行自动驾驶汽车的开发，并将引入更多的中国合作伙伴公司、中国管理团队与员工。车型加快推出，研发本土化，贴近中国消费者需求，有望助力福特逆转颓势，扩大市场份额。

图表 43. “福特中国 2.0”战略

福特中国计划	具体措施
福特中国产品 330 计划	未来 3 年内推出超过 30 款来自福特和林肯的新车型，其中超过 10 款为新能源车型，并加大自动驾驶研发力度，加快产品更新速度，更新周期将缩短 30%；全球首发，专为中国消费者设计前脸造型的 SUV——福特 Escape Titanium。
智能科技计划	聚焦科技创新领域，加快实现福特“智能汽车服务智能世界”的愿景；发布结合百度人工智能核心技术打造的福特智行信息娱乐系统 SYNC+；至 2019 年底，所有在华销售的福特和林肯品牌新车型将实现 100% 的车辆联网；从 2019 年开始，大部分在华销售的新车型都将搭载 Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统，助力中国车主出行安全无忧，尽享卓越驾乘体验。
中国创新计划	加大在华产品研发与创新的投入，设立中国创新中心、中国设计中心，中国产品中心及新能源中心。南京工程研发中心将转型为以中国市场和中国消费者需求为核心的产品中心；让在华合资公司参与更多针对本土市场的车型设计和开发工作。
战略合作伙伴计划	与战略合作伙伴形成全方位合作共赢战略关系，并与更多的中国领先科技公司组建战略合作伙伴关系；在新能源汽车领域，引入多方面产业和资本资源，展开灵活、多元化的合作及运营方式。
福特中国人才计划	为全新的福特中国管理层注入更多拥有丰富中国汽车业市场经验的高端管理人才；着重培养和聘用更多中国员工，及时应对市场发展趋势调整战略，加速决策效率。

资料来源：福特中国，凤凰网汽车，中银国际证券

2017 年 11 月投资 6.8 亿元的福特南京测试中心正式启用，这是福特汽车在中国建造的首个整车测试和验证基地，拥有 18 个实验室以及 80 个不同的路面条件，测试中心共有 2000 名工程师，将有助于福特汽车大大提升新一代车辆产品研发的速度，满足中国市场乃至整个亚太地区消费者的驾乘需求。

图表 44. 福特汽车南京测试中心



资料来源：长安福特官网，中银国际证券

2018 年四季度，长安福特先后迎来福睿斯改款、福克斯换代，2019 年二季度锐界也将改款，四季度翼虎换代上市，林肯国产化首款车型也有望上市，2020 年福特探险者、林肯飞行家、林肯 MKZ 国产化车型也将上市。随着更加符合中国消费者偏好的新车型陆续上市，长安福特销量有望迎来转折点，开启企稳回升之路。

图表 45. 长安福特未来车型规划

车型	生产平台	生产基地	动力总成	类型	上市时间
新福克斯	C2	重庆工厂	1.5L 和 1.0T、1.5T 发动机，匹配 6MT、6AT、8AT	换代	2018.11
福睿斯	C1-CMA	重庆工厂	1.0T、1.5L 发动机，匹配 6MT、6AT	改款	2018.10
锐界	CD4	杭州工厂	2.0T/2.7T 发动机，匹配 8AT	改款	2019 二季度
ESCAPE	C2	重庆工厂	1.5T/2.0T 发动机，匹配 8AT，并将推出 PHEV 车型	新车	2019 四季度
林肯 MKC	C2	重庆工厂	2.0T 发动机匹配 8AT，并推出 PHEV 车型	国产	2019 四季度
探险者	CD6	杭州工厂	2.3T 和 3.0T 发动机，匹配 10AT	国产	2020
林肯飞行家	-	杭州工厂	3.0T 发动机，匹配 10AT，并推出 PHEV 车型	国产	2020
林肯 MKZ	CD5	杭州工厂	——	国产	2020
林肯航海家	CD5	杭州工厂	——	国产	2021
金牛座	CD5	杭州工厂	——	换代	2021
新蒙迪欧	CD5	重庆工厂	——	换代	2021
锐界	CD5	杭州工厂	——	换代	2021

资料来源：marklines，凤凰网汽车，易车，中银国际证券

福特 Escape 全球首发

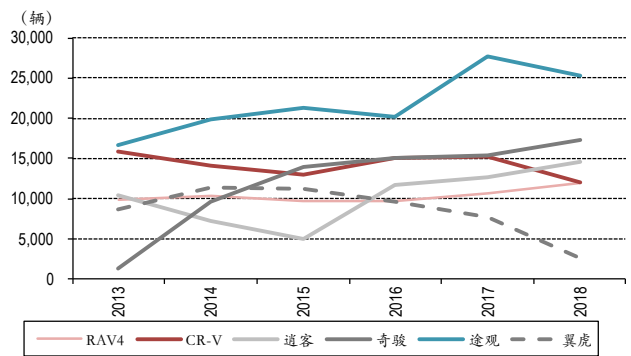
SUV 近年销量高速增长，紧凑型 SUV 更是各家车企的主力战场，RAV4、CR-V、逍客、奇骏等多款紧凑型 SUV 月均销量均保持在 1-1.5 万辆左右，途观（包括途观 L）月均销量更是曾接近 2.8 万辆。曾在紧凑型 SUV 市场上占有一席之地，最高月销量近 1.5 万辆的翼虎，2018 年销量出现断崖式下滑，多个月销量仅剩 2000 辆左右。2017 年改款后，消费者期待的升级并未得到实现，车内空间甚至不如小型 SUV，断轴、刹车、自燃等质量问题频遭投诉，长安福特更是在 2017 年 4 月份因发动机存自燃安全隐患宣布召回 8.3 万辆翼虎。质量问题带来严重的信誉透支，翼虎的产品力、竞争力都大幅度下降。

图表 46. 翼虎月销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 47. 翼虎与竞品月均销量表现



资料来源：中汽协，中银国际证券

“福特中国 2.0 战略”发布会上，长安福特全新 SUV 车型 ESCAPE 正式亮相，新车定位翼虎和锐界之间，是海外版全新一代 Kuga（欧版翼虎）的国产版本，未来上市后将与翼虎同堂销售，现款存在的多项问题也有望得到解决。外观方面，新车前脸针对中国市场进行了重新设计，搭载最新的六边形大嘴进气格栅，内部采用了蜂窝状设计，并加入了镀铬装饰，采用动感的溜背式设计。车身尺寸方面，海外版车型长宽高为 4585/1882/1742mm，轴距为 2710mm，国产车型轴距还将进行加长。内饰方面未曝光，官方表示在内饰设计、配置、车载互联等方面也将进行本土化升级。动力方面，ESCAPE 将搭载 1.5T EcoBoost 三缸发动机、2.0T EcoBoost、2.5L 插电混动三种选择，1.5T 和 2.0T 发动机将匹配全新的 8 速手自一体变速箱，混动车型则匹配电控 CVT 变速箱。新车有望丰富长安福特产品矩阵，促进销量回暖。

图表 48. ESCAPE 外观及预计内饰



资料来源：爱卡汽车，中银国际证券

新一代福克斯换代全面升级

曾在 2013、2014 年月均销量超 2 万台、销量表现亮眼的 A 级车标杆福克斯，近两年来由于换代不及时、质量问题、空间短板等诸多问题，销量严重缩水。

图表 49. 福克斯月销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

福克斯在 2018 年 11 月迎来全新换代上市，售价 10.88-15.08 万元，新车基于全新 C2 平台打造，车身尺寸为 4647/1810/1468mm，轴距为 2705mm，比老款增加 57mm，达到同级领先，相较老款尺寸更大。新一代福克斯在外观、内饰和配置方面全面升级。动力方面，提供 1.5T、1.0T 和 1.5L 三种动力，全系都采用三缸布局，匹配 6MT、6AT、8AT 三种变速箱。其中动力最强的 1.5T 三缸发动机 (EcoBoost180) 为福特墨西哥奇瓦瓦发动机工厂生产的进口机型，最大功率 135kW，匹配最新的 8AT 变速箱。科技配置方面，全系标配 6 气囊、SYNC3 多媒体系统、8 寸触摸屏、自动大灯、多功能方向盘等，并可搭载福特 Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统，涵盖 ACC 全速智能自适应巡航控制和智能领航辅助系统、一键泊车辅助系统、智能感应制动保护系统（带行人识别功能）、智能交通标志识别等。新一代福克斯销量有望逐渐回暖，月销量有望达 7000-10000 辆左右，带动长安福特业绩增长。

图表 50. 新一代福克斯外观及内饰



资料来源：长安福特官网，中银国际证券

探险者即将国产

2019年1月14日,第六代福特探险者于北美车展首发亮相,定位于中大型SUV,在美售价区间为33860美元-59345美元(约合人民币22.5万元-40.2万元),预计2020年在长安福特国产化的探险者将基于该车型打造。车身尺寸方面,海外版探险者的长宽高分别为5050、2004、1775mm,轴距为3025mm,相比老款尺寸有所缩减,但轴距加长165mm,新车最大亮点在于一改多年的前轮驱动模式,基于全新的CD6后驱平台打造,还提供ST运动版车型。外形设计上,前脸的变化主要体现在进气格栅,原本的倒梯形样式被全新的六边形取代,两侧大灯与格栅相连,采用双边共四出的排气布局,整体质感较前款大为提升。内饰方面,采用对称式中控台布局,配备竖向中控屏,高配车型搭载10.1英寸中控屏,搭载最新的SYNC车机系统,座椅布局采用2+2+2式6座布局,且全系配备真皮座椅。

动力方面,新车普通版车型搭载有2.3T涡轮增压发动机以及3.0T V6双涡轮增压发动机,其最大功率分别为224KW、272KW,峰值扭矩分别为420Nm、515Nm,全系匹配10AT变速箱,并配有四驱系统(国产化后动力情况或将有所改动)。目前合资品牌中大型SUV仍较缺乏,福特探险者国产化后将直接与上汽大众途昂竞争市场。海外版福特探险者不论从车身尺寸和动力系统来看均优于现款途昂,途昂2018年月均销量超过7000辆,福特探险者国产化后也有望取得佳绩。

图表 51. 新一代福特探险者



资料来源: 搜狐汽车, 中银国际证券

林肯开启国产化, 未来4年落地5款新车

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处于高速增长通道,2017年销售5.4万辆,同比劲增66%,进入2018年后,林肯销量增速明显放缓,2018年仅同比增长2%,落后于豪华阵营的凯迪拉克、雷克萨斯等。

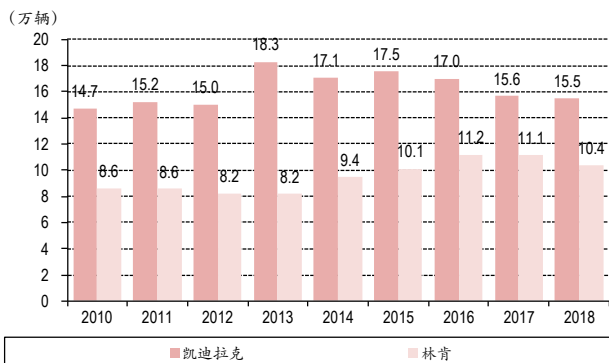
图表 52. 前十大豪华车品牌销量及同比增速

品牌	2017年销量	同比增速 (%)	2018年销量	同比增速 (%)
奥迪	597,866	1.1	660,888	11.0
宝马	594,388	15.1	639,953	7.7
奔驰	587,868	25.9	652,996	11.1
凯迪拉克	175,489	50.8	227,997	31.9
沃尔沃	114,410	25.8	130,593	14.1
捷豹路虎	146,399	23.0	178,021	(21.6)
雷克萨斯	132,864	22.0	160,468	21.0
林肯	54,124	66.0	55,315	2.2
英菲尼迪	48,408	16.4	28,868	(40.4)
讴歌	16,348	100.8	1,0044	(38.6)

资料来源: 乘联会, 搜狐汽车, 中银国际证券

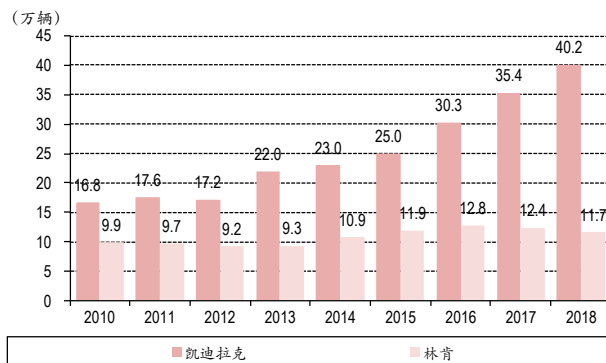
凯迪拉克是通用旗下子品牌，林肯是福特旗下子品牌，同属美系二线豪华品牌，定位有着高度相似性，在美销量差距基本稳定在 5-7 万辆之间，但 2013 年之后，凯迪拉克全球销量开始快速增长，而林肯全球销量基本停步不前，2018 年凯迪拉克全球销量 40.2 万辆，超林肯 28.5 万辆，在华销量快速崛起是凯迪拉克拉开差距的主要原因。

图表 53. 凯迪拉克与林肯在美销量



资料来源: marklines, 中银国际证券

图表 54. 凯迪拉克与林肯全球销量



资料来源: marklines, 中银国际证券

凯迪拉克在 2004 年正式落户上汽通用，2005 年首款国产车型 CTS 上市，迈开了国产化的第一步。但由于定位中大型轿车且没有经过本土化加长，只提供了 2.8L 和 3.6L 两款大排量发动机，售价上没有任何优势，市场反映惨淡，随后停产改为进口。2006 年国产并加长 SLS 赛威、2010 年换装小排量 2.0T 动力，降低油耗的同时，入门级价格大幅降低，销量才渐有起色，2011 年实现销售 7008 辆。

2013 年凯迪拉克转变策略为“低价切入，错位竞争”，开启第二轮国产化。2013 年凯迪拉克国产化 XTS，定位中大型轿车，但直接竞争对手则是 BBA 中型轿车，凭借尺寸和价格优势，XTS 当年销售 20101 辆，此后销量持续攀升；2014 年 8 月推出国产化 ATS-L，2015 年其销量突破 3 万辆；2016 年推出 CT6、XT5 两款车型，2017 年凯迪拉克销量达 17.4 万辆，同比增长 47%，超越沃尔沃、捷豹路虎、雷克萨斯跃居豪华车销量第四名，仅次于 BBA。

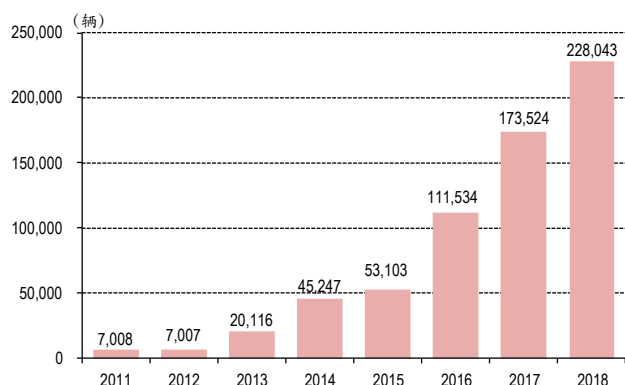
图表 55. 凯迪拉克第二轮国产化车型

车型	定位	上市时间	动力	最新款售价	工厂
XTS	中大型三厢轿车	2013.02	2.0L 4 缸涡轮增压发动机 (28T)	29.99-47.99 万	上汽通用金桥工厂
ATS-L	中型三厢轿车	2014.08	2.0L 4 缸涡轮增压发动机 (28T、25T)	29.88-42.88 万	上汽通用金桥工厂
CT6	大型三厢轿车	2016.01	2.0L 4 缸涡轮增压发动机 (LTG)、3.0L V6 双涡轮增压发动机 (LGW)	37.97-69.90 万	凯迪拉克工厂
XT5	中型跨界 SUV	2016.04	2.0L 4 缸涡轮增压发动机 (28T、25T)	35.99-53.99 万	凯迪拉克工厂
XT4	紧凑跨界 SUV	2018.08	2.0L 4 缸涡轮增压发动机	25.97-39.97 万	上汽通用武汉工厂

资料来源: marklines, 中银国际证券

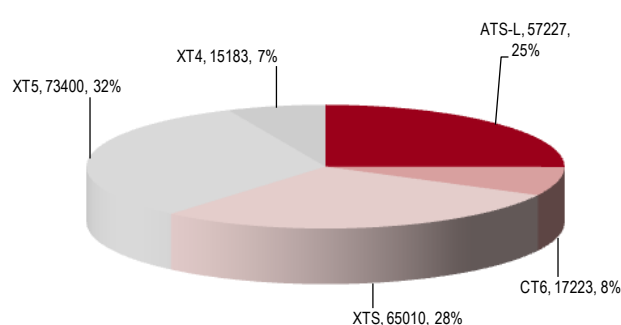
自 2013 年凯迪拉克开启第二轮国产化后，国产车型逐渐成为销量主力，销量迅速攀升，2018 年销量突破 22.8 万辆，同比增长 31.4%，ATS-L、XTS、XT5 销量均突破 5 万辆。

图表 56. 凯迪拉克国产车型销量



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 57. 凯迪拉克 2018 年销量构成



资料来源：中汽协，中银国际证券

根据凯迪拉克规划，2019 年还将国产化中大型 SUV XT6 与紧凑型轿车 CT4 与中型轿车 CT5，基本覆盖轿车和 SUV 从紧凑型到大型车领域，销量有望再攀高峰。

图表 58. 凯迪拉克在售产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车						
三厢轿车				ATS-L CTS(进口)	XTS	CT6 CT6 插混
SUV			XT4	XT5 XT5 混合动力		凯雷德 (进口) 凯雷德混动 (进口)

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

早在 2005 年，林肯首次入华，通过福特的渠道销售，当时中国市场对豪华车的需求不大，福特与林肯的目标客户存在较大差异，再加上品牌知名度较薄弱，款式老旧，定价过高，导致销量低迷，2008 年爆发全球经济危机，林肯便退出了中国市场。2013 年林肯在美销量下滑至 8.2 万辆，全球仅 9.3 万辆，林肯开启复兴计划，2014 年林肯重返中国。消费升级带来豪华品牌良好发展态势，2018 年前十豪华品牌共计销售 274.5 万辆，同比增长 11.2%，远强于乘用车 4.1% 的同比降幅。林肯 2018 年也实现了在华的最高销量 55315 辆，但同比增速明显放缓。

图表 59. 福特汽车林肯品牌在华销量及增速

车型	2017 年销量	2017 年同比增幅(%)	2018 年销量	2018 年同比增幅(%)
林肯 MKZ	12,497	71	12,500	0
林肯大陆	10,501	5048	10,500	0
林肯 MKC	18,247	31	17,341	(5)
林肯 MKX	11,478	10	12,396	8
林肯领航员	1,401	92	2,578	84
合计	54,124	66	55,315	2

资料来源：福特汽车公告，中银国际证券

为提高市场份额，抓住快速增长的中国市场，林肯计划将中国市场作为主战场，开启林肯国产化之旅，未来四年内将有 5 款国产车落地，预计首款车型为 MKC 国产化，有望于 2019 年底上市。2018 年 2 月，浙江省发改委同意长安福特林肯 U611 乘用车生产线项目，项目基地位于杭州，预计年产量为 25 万辆，林肯国产化进一步落实。

图表 60. 林肯国产化车型规划

车型	国产时间
林肯 MKC	2019 年底
林肯飞行家	2020 年
林肯 MKZ	2020 年
林肯航海家	2021 年
全新轿跑车型	2022 年

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

林肯在华市场现投入 3 款 SUV 和 2 款轿车车型，价格区间覆盖 25.58 万元-119.80 万元，林肯 MKC、林肯 MKX、林肯 MKZ、林肯大陆销量均在 1-2 万间，几乎平分秋色。林肯销量与已国产化的凯迪拉克仍有一定差距，随着国产化加速，预计林肯销售价格将进一步下降，复刻凯迪拉克路径，从而吸引更多消费者购买，未来有望与捷豹路虎、凯迪拉克和雷克萨斯等分庭抗礼。

图表 61. 林肯在售产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车						
三厢轿车				MKZ(进口) MKZ 混合动力(进口)		大陆 (进口)
SUV				MKC (进口) MKX (进口)	航海家 (进口)	领航员 (进口)

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

MKC 是林肯旗下一款中型 SUV，于 2014 年正式引入国内销售，售价 27.98-37.68 万元，全新一代 MKC 或将成为林肯首款国产化车型，预计将在 2019 年末上市。林肯全新一代 MKC 采用最新的家族式设计语言，脸或配备中间印有大尺寸品牌 LOGO 的矩形进气格栅，两侧头灯组内部集成 LED 日间行车灯。车身侧面外后视镜与挡泥板或采用与 Aviator 车型类似的设计，尾部配备小型扰流板，排气为双边共两出式布局。林肯全新一代 MKC 预计搭载一台四缸 EcoBoost 发动机，有望增加 48V 轻混/插电式混合动力车型，传动系统或匹配 6 速手自一体变速箱，并提供前驱与四驱车型供消费者选择，林肯 MKC 国产化后预计可依靠更低价格获得更强市场竞争力，与凯迪拉克 XT5 和汉兰达抢占市场。

图表 62. 林肯全新 MKC 外观及内饰



资料来源：汽车之家，中银国际证券



2018 款林肯 MKZ 于 4 月上市，定位于 5 门 5 座 SUV，推出尊悦、尊雅、尊享、尊耀版搭配两驱或四驱共 5 款车型，售价区间为 28.48-40.88 万元。新车较 2017 款配置升级，全系车型装备了 ABS 防抱死、制动力分配、刹车辅助、牵引力控制、车身稳定控制、胎压监测、倒车影像、后泊车雷达、上坡辅助以及全套个人安全系统。高配车型上装备自适应巡航、盲区监测、车道偏离警告系统、车道保持辅助系统等。在娱乐方面，全系车型均标配了第三代 SYNC03 with MyLincoln Touch 多媒体通讯娱乐互动系统。

图表 63. 林肯 MKZ 2018 款外观及内饰



资料来源：汽车之家，中银国际证券

林肯 Nautilus 于 2019 年 2 月正式上市，售价 39.88-52.88 万元，可视为现款 MKX 的中期大改款车型，定位于 MKC 和领航员之间；整体设计风格延续了 MKX 充满力量感的方案，改动最大的部分是“星徽”设计扇形前格栅。新车长宽高分别为 4844/1936/1687mm，轴距 2849mm。内饰方面，新车采用的三辐式方向盘的多功能按键区域有了全新的设计，相比以往看着更有质感，并加入 12.3 英寸全液晶仪表盘。动力方面，航海家搭载 2.0T 和 2.7T 两款发动机，最大功率分别为 245 马力和 355 马力，传动系统相比 MKX 搭载的 6AT 有所升级，匹配的均为带自动启停功能的 8 速自动变速箱。

图表 64. 林肯 Nautilus 外观及内饰

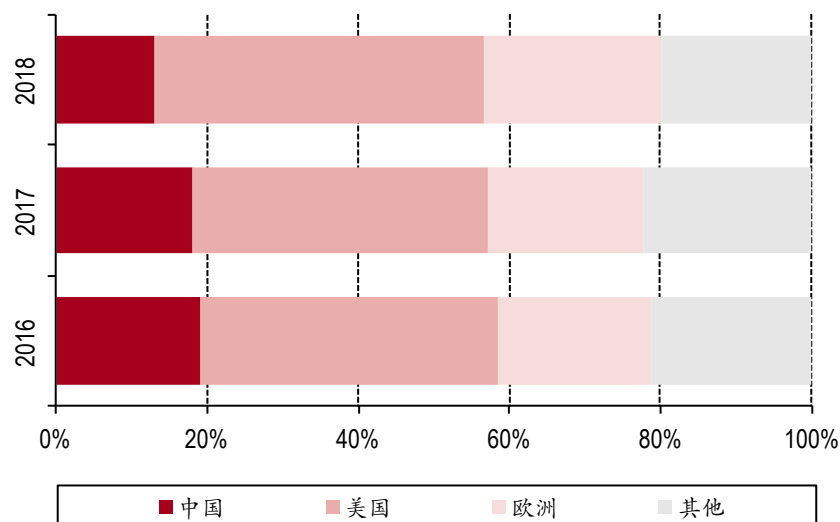


资料来源：汽车之家，中银国际证券

福特中国区独立，管理本土化

福特有近百年的品牌历史沉淀，在全球范围内都有着强大的品牌影响力。近十年来，面对危机福特不断调整战略规划，平衡长短期利益目标，扩大全球市场影响力，提振盈利能力。福特对于中国市场有着非常强烈的愿景和计划，2018年10月，福特汽车宣布将福特中国全面升级成为独立业务单元，并直接向公司全球总部汇报，中国市场将与北美市场并列成为公司在全球范围内的核心业务单元。

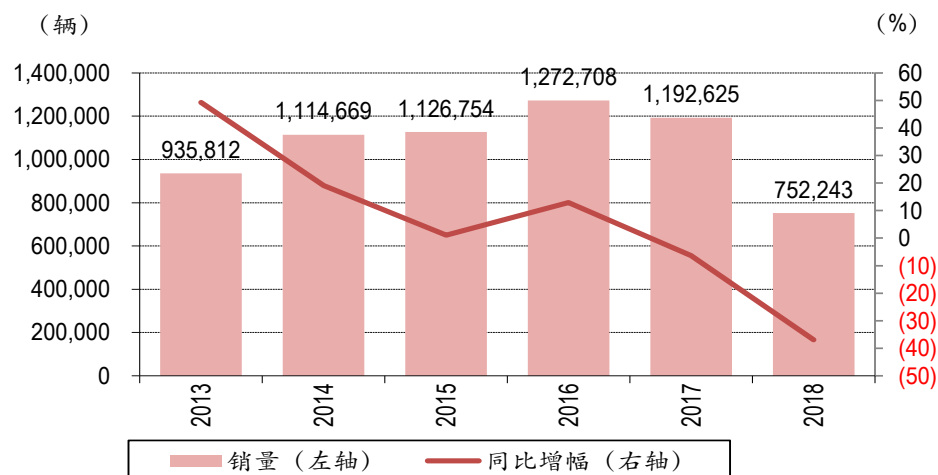
图表 65. 福特各国销量占比



资料来源：福特公司公告，中银国际证券

中国作为仅次于美国、欧洲的福特全球第三大销售市场，2016年及以前销量一直快速增长。2017年福特在华累计销量119.3万辆，同比下滑6.3%，其中福特在华的主力合资车企长安福特累计销量下滑14%，是导致福特在华销量下滑的最主要原因。2018年局势并未出现好转，福特在华销量断崖式下滑，2018年福特在华累计销量为75.2万辆，较2017年销量同比大跌36.9%，主要源于长安福特的销量跌幅近50%，全年累计仅售41.7万辆。

图表 66. 福特在华年销量与同比增幅



资料来源：福特公司公告，中银国际证券



福特在 2018 年实现营业收入 1603 亿美元，同比上涨 2%，实现净利润 37 亿美元，比 2017 年减少近 41 亿美元。从地区来看，北美成为利润最大贡献者，全年共创造 76 亿美元的息税前利润，亚太息税前亏损 11 亿美元，拖累福特全球业绩。其中中国全年息税前亏损 15.5 亿美元，主要由于合资企业销量和价格下滑以及林肯和探险者等进口车销量和价格的下降。

为了扭转在华颓势，福特已着手进行深度调整，将从各个层面提振在华盈利水平，提升中国市场的战略地位。除了着力在推进新车以及电动化、网联化以外，在经销商网络方面，提升经销商的决策参与度和盈利水平，设置合理的库存指标；成本方面，通过当地采购来降低原材料成本，优化合资公司组织架构来降低管理费用。

在高层管理团队方面，在福特中国区总裁职位空缺 10 个月后，前奇瑞汽车总经理陈安宁于 2018 年 10 月临危受命，回归福特，成为福特汽车集团副总裁、福特中国总裁兼 CEO。在 2009 年加盟奇瑞汽车之前，陈安宁曾效力福特汽车 20 余年，担任过福特汽车全球业务总监等职务。这是福特历史上首位华人全球副总裁，也是十年内福特中国任命的第八位中国区 CEO。陈安宁将负责福特汽车在大中华地区的业务，包括进口业务、合资公司等，此外将负责落实福特全球战略并领导福特汽车在华的未来发展。

图表 67. 福特中国 10 年 8 次换帅

姓名	开始时间	任职时长
Robert J. Graziano	2008.03	31 个月
Joe Hinrichs	2010.10	13 个月
David Schoch	2011.11	12 个月
John Lawler	2012.12	42 个月
David Schoch	2016.06	11 个月
Peter Fleet	2017.05	3 个月
罗冠宏 (Jason Luo)	2017.08	5 个月
陈安宁 (Anning Chen)	2018.11	—

资料来源：财经网，中银国际证券

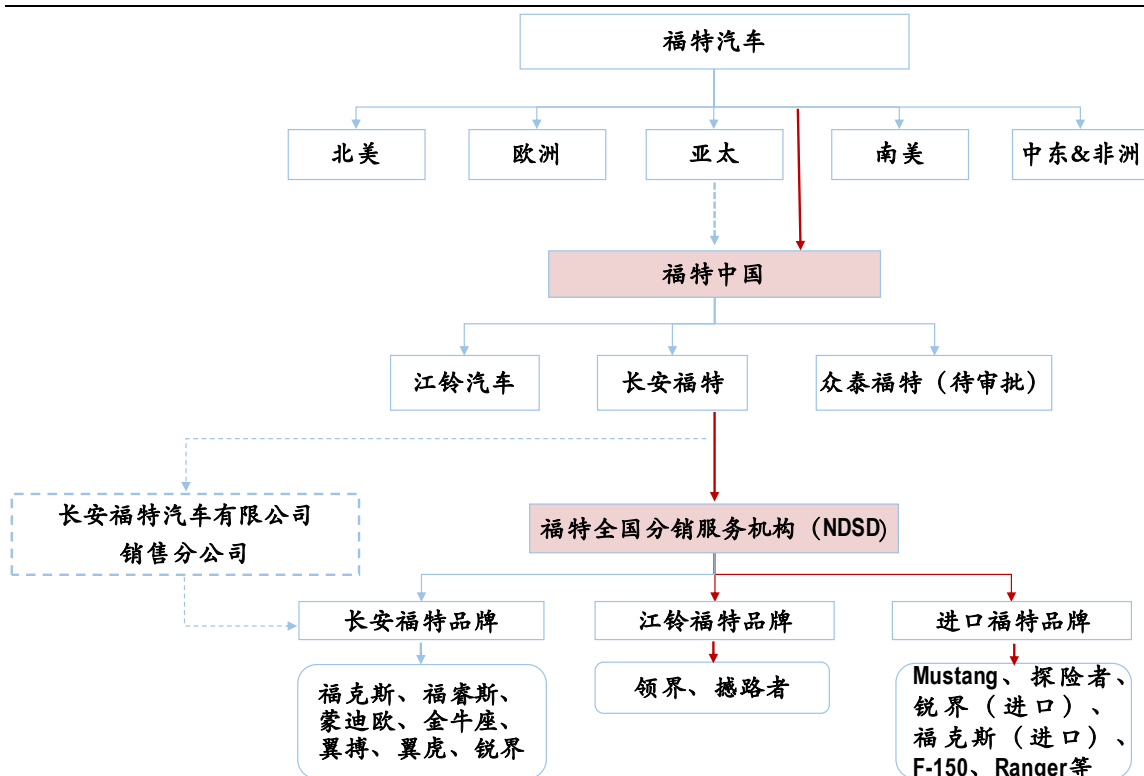
近十年来福特在中国区 CEO 的任命人选上一直更换频繁，任命陈安宁这样一位华人 CEO，无疑是福特在中国人才管理层本土化策略中关键的一环，彰显了福特‘在中国，为中国’的战略目标。福特期望陈安宁积极运用在中国市场的运营经验，带领福特中国应对快速变化的市场环境，加快百年福特在中国市场本土化的进程，使福特更贴近中国消费者，创造深入人心的品牌形象。管理层本土化方向的调整与构建，释放出福特持续加码中国市场的强烈信号，中国市场在福特的战略地位日益提升。

设立全新全国销售服务机构，为经销商减负

2018 年 6 月长安汽车和福特汽车联合任命新组建的全国销售服务机构的高层管理团队。2018 年 7 月 1 日，全新的全国销售服务机构 (NDSD) 正式运行，主要涉及福特品牌所有乘用车，包括进口车在中国市场的营销、销售和服务，但不包括林肯品牌。原有的长安福特汽车有限公司销售分公司需要由长安福特与福特亚太共同管理，NDSD 代替后将作为独立业务部门直接向长安福特董事会汇报，长安福特能通过全国销售服务机构对市场变动第一时间做出调整，使销售环节更符合市场趋势，提前布局后续更加灵活，运转效率有望得到提升。

NDSD 着手整合营销体系，在中国为消费者呈现一个统一的福特品牌形象，提供全面升级的服务体验，进一步拉近与经销商和本地市场的距离。销售服务机构的重要使命之一就是增强福特品牌影响力，提高福特品牌在华地位。NDSD 的成立，对建立新的企业文化，增强互信，尽可能打破部门间壁垒，决策提速，迅速应对市场变化，提高运转效率有积极的意义。新销售服务机构也将与经销商密切沟通，重视诉求，合理安排策略，有助于帮助经销商重拾信心，提高 4S 店盈利能力。

图表 68. 福特中国架构变动图

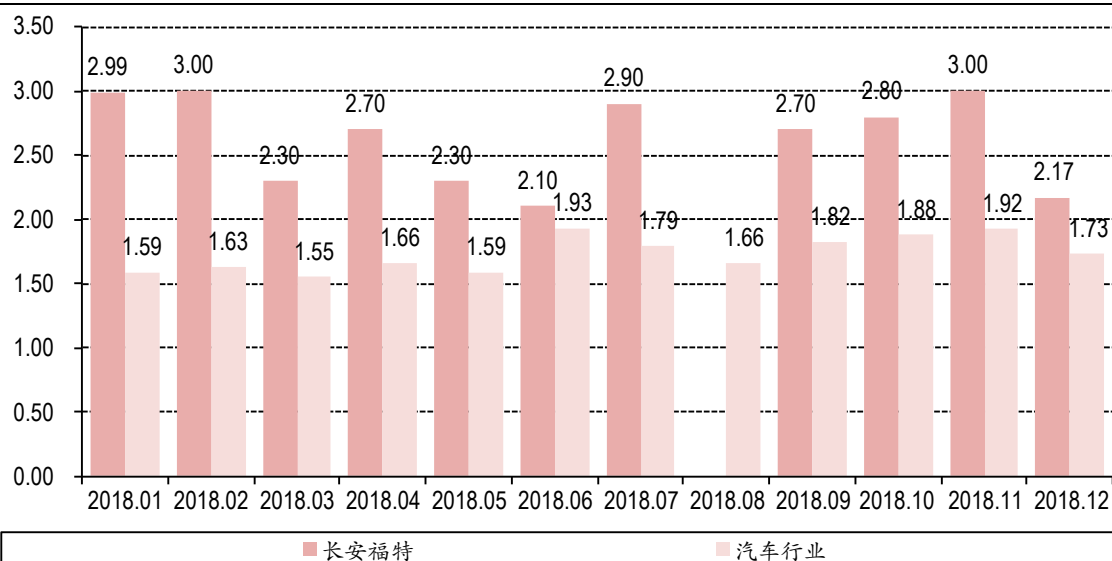


资料来源：长安福特官网，中银国际证券

长安福特在 2018 年除 8 月库存系数低于 2.0，其余月份均超过警戒水平，更存在 7 个月库存系数大于 2.5 的情况，体现其经销商销售压力与风险都非常高。7 月份 NDSD 的成立，在经销商管理与业绩考核上有较大调整。一是降低经销商任务负担，让其以消化库存为主，二是商务政策季度改双月兑现，三是经销商多余合理库存带来的资金占用，由厂家给予补贴。总的来说为减轻经销商负担，在库存管理、任务下达、销售政策制定与考核上更多地倾听经销商的声音。

9 月份以来，福特开始整合现有经销商渠道资源，将长安福特、江铃福特乘用车和福特进口车销售“三网合一”，由 NDSD 统一管理，以实现消费者在福特的任意一家 4S 店都能购买到福特的全系产品。由江铃福特打造的最新产品领界采取的销售策略就是双网销售，即不仅在江铃福特的 4S 店销售，还将授权给部分长安福特经销商销售。长安福特乘用车销售渠道优势明显，经销商容易获得领界授权。

图表 69. 长安福特经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会，中银国际证券

注：2018 年 8 月长安福特库存系数低于 2.0，未有详细数据披露

福特重组工厂产能，中国迎出口机遇

近几年来福特利润不断下滑，根据 Focus2Move 数据，2018 年福特全球销售 573.4 万辆，同比下降 8.9%。为缩减成本，2017 年 Jim Hackett 接任 CEO 后便开启了全球重组计划，福特预计将耗资 110 亿美元，5 年内裁员约 7 万人，其中大部分为欧洲员工，同时缩减平台，从现有的 9 个减少到 5 个，其中包括一个纯电动汽车平台。在产品线方面，暂停北美市场的轿车业务，退出部分南美国家，欧洲市场逐步退出小型车和中型车领域，主攻紧凑型车型。

2018 年 4 月，福特宣布在北美市场停产停售 9 成的轿车业务，包括嘉年华、金牛座、Fusion（北美版蒙迪欧）以及福克斯 ST、RS 等车型，Mustang 野马得以保留，对美国工厂进行重组增加皮卡和 SUV 产能。2019 年 1 月，福特汽车公司宣布将在欧洲进行大规模裁员，预计裁员超过 3000 人，并考虑关闭工厂。2019 年 2 月，福特表示将关闭其在巴西最古老的工厂，并将退出其在南美的重型商业卡车业务。

根据福特规划，全新一代出口型福克斯将在重庆第二工厂生产，年产能为 7.5 万辆，全部出口至北美，同时蒙迪欧未来也将只在中国生产，福特中国工厂的产能利用率也将提升。中国市场战略地位提升，伴随着福特重组陆续缩减北美、南美、欧洲产能，未来也将有更多车型从国内走向世界，出口有望成为未来销量和利润增长点。

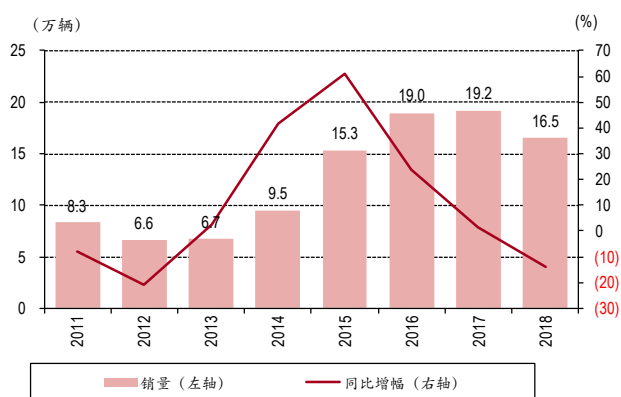
长安马自达产品升级，重整长安PSA与长安铃木

长安马自达：CX-8国产化，昂克赛拉将换代

长安马自达汽车有限公司前身为长安福特马自达汽车有限公司南京公司，成立于2005年4月19日，并于2007年9月24日竣工投产，长安汽车和马自达汽车共同出资组建，双方各占50%股份。2012年8月，经国家发展改革委核准，长安马自达汽车有限公司成为具有独立法人资格的现代化合资汽车企业，是马自达海外唯一一家集生产、采购、研发、销售于一体的整车制造型企业，南京工厂生产基地年产能20万辆。

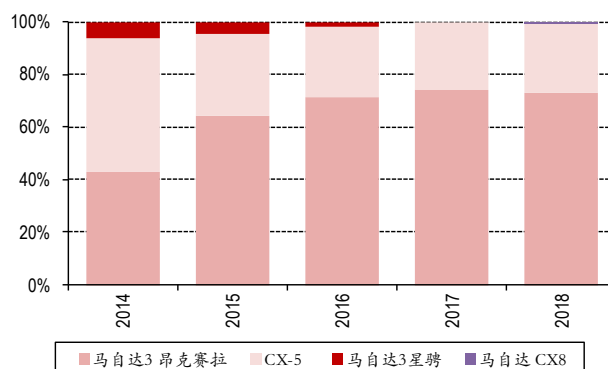
长安马自达主力车型为昂克赛拉和CX-5，凭借两款车型，2016-2017年全年终端销量突破19万辆，其中昂克赛拉稳定占比7成以上。2018年，受车市整体不振影响，长安马自达实现16.5万辆的销量，同比下降13.9%。

图表 70. 长安马自达销量及增速



资料来源：公司公告，中汽协，中银国际证券

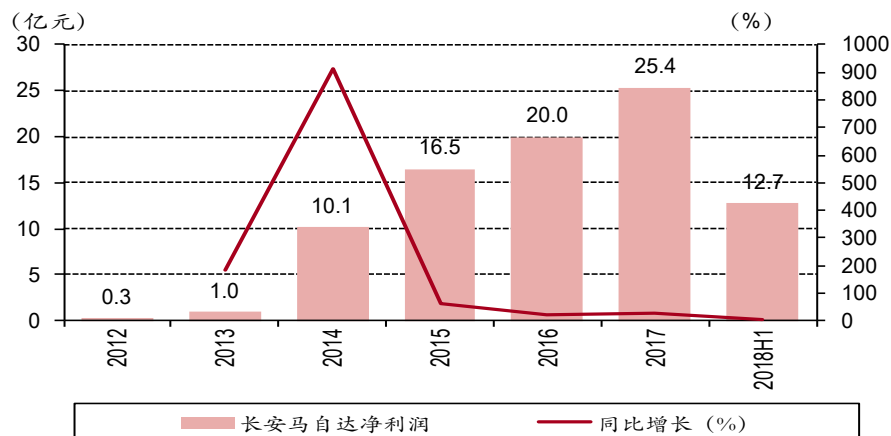
图表 71. 长安马自达各车型销量占比



资料来源：中汽协，中银国际证券

2012至2017年，长安马自达销量不断增长，净利润也实现了快速增长。2018年长安马自达销量同比下滑13.9%，预计净利润也将下滑，约在20-22亿左右。

图表 72. 长安马自达净利润与同比增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

长安马自达第二款国产化 SUV CX-8 在 2018 年 12 月正式上市,最受消费者认可的昂克赛拉也将于 2019 年迎来换代。CX-3 2018 年由长安马自达渠道以进口形式引入中国,未来也有望由长安马自达国产。长安马自达还将在 2020 年推出以长安新能源车型为基础、悬挂马自达 Logo 的纯电动产品,以解决双积分问题。未来马自达将引进第二代“Skyactiv-X”技术发动机并有望在马自达的南京工厂国产。第二代“Skyactiv-X”发动机通过活塞压缩汽油和空气的混合气体,实现自动点火的燃烧技术(压燃点火 Compression Ignition),是在全球范围内的首度产品化实际应用,将比现款“创驰蓝天汽油发动机(Skyactiv-G)”全转速区域提升 10%-30%的扭矩,发动机单体的油耗改善率比现款的“创驰蓝天汽油发动机(Skyactiv-G)”提升最高 20%-30%。昂克赛拉换代车型 2.0L 发动机或将搭载第二代“Skyactiv-X”技术发动机。

图表 73. 长安马自达未来车型规划

车型	细分市场	生产基地	动力总成	类型	上市时间
CX-8	中大型 SUV	南京工厂	2.5L 创驰蓝天汽油发动机, 匹配 6AT	国产	2018.12
昂克赛拉	紧凑型轿车	南京工厂	2.0L 或将搭载第二代“Skyactiv-X”技术发动机	换代	2019

资料来源: 网易汽车, 车质网, 中银国际证券

目前长安马自达车型布局仍较缺乏, CX-8 上市后将填补长安马自达在中大型 SUV 领域的空白, 完善车型布局。

图表 74. 长安马自达产品图谱

微型车	小型车	紧凑型车	中大型车	大型车
两厢轿车		马自达 3 星骋两厢 (停售) 昂克赛拉两厢 昂克赛拉三厢		
三厢轿车		马自达 3 星骋 (停售)		
SUV	CX-3 (进口)	CX-5	CX-8	
MPV				

资料来源: 中银国际证券, 搜狐汽车

CX-8 剑指中大型 SUV 细分领域

CX-8 定位中大型 SUV, 售价 25.88-33.08 万元, 于 2018 年 12 月正式上市。CX-8 保留了海外版车型的内外观设计, 采用了家族式设计语言, 遁形前中网有镀铬装饰包裹, 开眼式大灯组融为一体, 不仅运动而且具有更高的辨识度, 尾部设计的非常运动, 一条镀铬装饰条贯穿两侧尾灯组。尺寸方面, CX-8 的长宽高分别为 4955/1842/1733mm, 轴距为 2930mm, 较日版长宽高都略有提升。内饰依然沿用日版, 仅从右舵布局转换为左舵, 整体中控台造型简洁而富有层次感, 同时搭配有悬浮式中控屏、多功能方向盘、一键启动、电子驻车等配置, 全系还将标配 7 座布局。动力方面, 国产 CX-8 全系搭载 2.5L 创驰蓝天直列四缸自然吸气发动机, 最大功率 192 马力, 传动系统匹配 6 速手自一体变速箱。

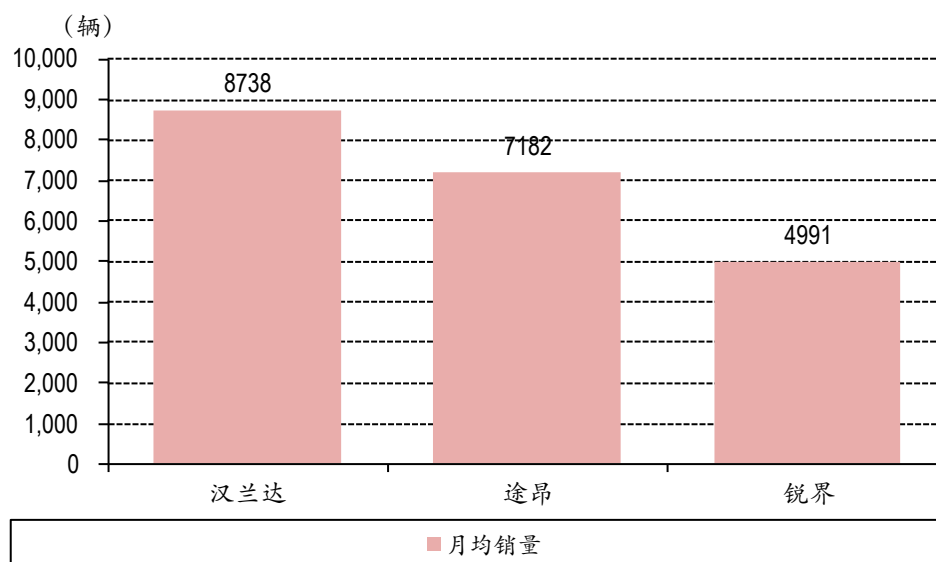
图表 75. 马自达 CX-8 外观及内饰



资料来源：易车网，中银国际证券

CX-8 竞品主要为途昂、汉兰达、锐界等中大型 SUV，预计稳定后月均销量会达到 3000 辆左右。

图表 76. CX-8 竞品的销量状况对比



资料来源：中汽协 (2018 年月均销量)，中银国际证券

长安 PSA: 加强新车投入，代工缓解产能压力

长安 PSA 为长安汽车母公司长安汽车集团股份有限公司和法国 PSA 集团于 2011 年各自出资 20 亿成立，长安汽车于 2013 年出资 20 亿从母公司手中收购 50% 股权。深圳工厂整车和配套发动机年产能可为 20 万，投资 6.57 亿与工厂同步建设的长安 PSA 研发中心于 2014 年正式落成，包括研发中心办公大楼、试验中心、试制车间、试验跑道等。长安 PSA 在 2013 年 9 月实现量产，主要生产法式豪华汽车品牌 DS 系列车型。

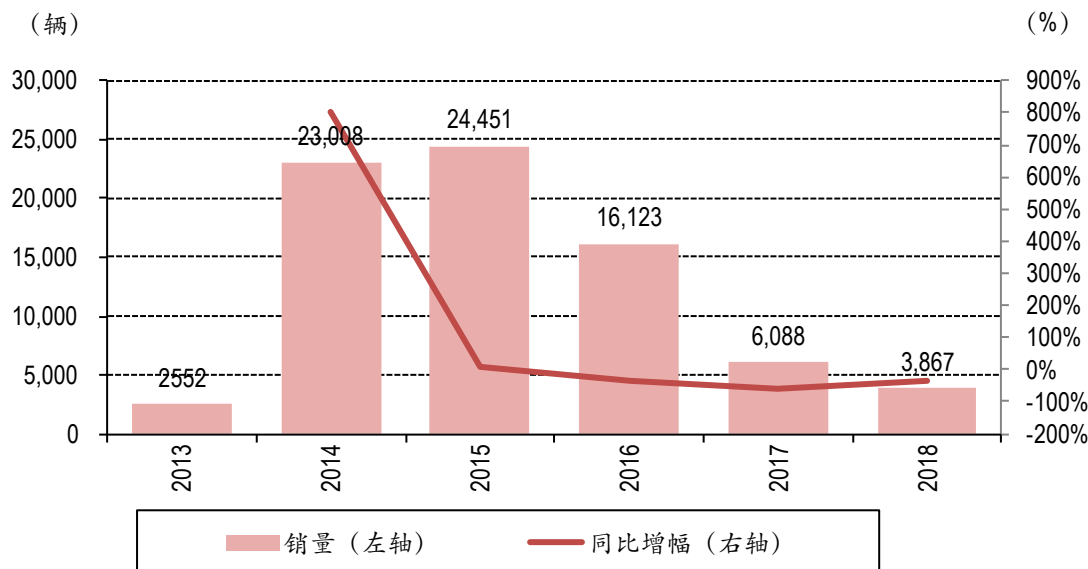
图表 77. 长安 PSA 在华产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车			DS 4S	DS 5		
三厢轿车			DS 5LS			
SUV			DS 6 DS 7			

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

长安 PSA 曾在 2015 年销量达到最高 2.4 万辆，随后因动力系统老旧，整体设计不受国内消费者青睐，销量一路下滑。

图表 78. 长安 PSA 销量逐年下滑



资料来源：公司公告、中汽协、中银国际证券

2018 年 1 月，长安汽车和 PSA 集团以现金方式向长安 PSA 增资 36 亿元。方案内容主要为：长安 PSA 将生产新能源汽车，深圳工厂未利用产能生产长安自主品牌乘用车，以深圳工厂为基点进行全球化拓展；加大 DS 资金和技术投入，力争自 2018 年开始每年向国内市场投放一款 DS 产品。2015 年，长安逸动电动版在 DS 工厂下线，长安汽车自主 SUV CS85 也由 DS 工厂生产，通过代工方式化解产能过剩现状，亏损有望缩窄。根据长安 PSA 规划，2019 年 DS 将推出新款 DS6、DS7 与全新 D 级旗舰轿车三款新车，新款 DS6、DS7 将于 4 月上海车展发布，D 级旗舰轿车会在 11 月广州车展发布，随着新车上市，销量有望回暖。

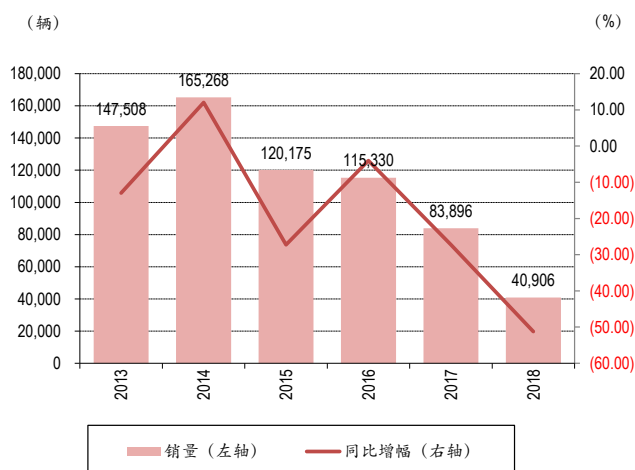
为扭转局势，长安 PSA 将目光投向电动汽车、自动驾驶、智能网联等新领域，发掘新增长点。PSA 集团决定加大电动化在 DS 产品上的运用力度，开发插电式混合动力汽车以及首款纯电动汽车，预计在 2019 年投放。PSA 集团与百度 Apollo 平台签署合作谅解备忘录，积极探索在自动驾驶和车联网领域的深度合作，共建自动驾驶、智能网联及智慧交通的技术、商业生态，共同探索 L3 级别的量产。

长安铃木：1 元收购剩余 50% 股权，长铃院成立促复兴

长安铃木创建于 1993 年 5 月，注册资本为 1.9 亿美元，由长安汽车、日本铃木株式会社、铃木（中国）投资有限公司三方持股，持股比例分别为 50%、40%、10%。凭借在小排量市场的领先优势，2009 年长安铃木全年销量首次突破 15 万辆，2010 年、2011 年长安铃木延续良好的发展势头，全年销量分别突破 20 万辆和 22 万辆，被誉为“小车之王”。

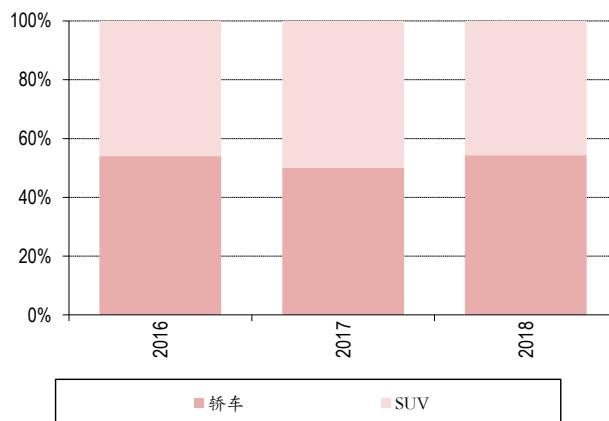
长安铃木在 2011 年达到 22 万辆的销量巅峰后，销量开始逐年大幅度下滑。随着汽车消费的不断升级，小型车市场份额逐年萎缩，空间宽裕外观大气的车型在市场上走热。长安铃木错失市场发展机会，2018 年全年销量仅有 4.1 万辆，同比下降 51.2%，2018 年前四个月亏损 1.1 亿元，在中国市场地位日益边缘化。

图表 79. 长安铃木销量及增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表 80. 长安铃木各车型销量占比



资料来源：中汽协，中银国际证券

2013 年 12 月，长安铃木推出一款 SUV 车型锋驭，但因“共振门”口碑大跌。2014 年长安铃木制定“1855”战略，计划到 2018 年共投放五款以上全新产品，年产销汽车达到 50 万辆。但被给予厚望启悦、维特拉和骁途销量却都不理想。战略与市场脱节，新品匮乏，没有针对中国市场的车型推出，新能源领域毫无作为，使得长安铃木缺少核心竞争力与新的业绩增长点，销量持续惨淡。

图表 81. 长安铃木在售产品图谱

	微型车	小型车	紧凑型车	中型车	中大型车	大型车
两厢轿车	奥拓	雨燕	天语 SX4			
三厢轿车			启悦 天语尚悦			
SUV		维特拉 骁途				
MPV						

资料来源：搜狐汽车，中银国际证券

长安铃木现有两个工厂，第一工厂位于重庆市巴南区鱼洞大江工业园，总产能为 25 万辆；第二工厂位于重庆市巴南区经济园天明汽摩产业园，总产能也为 25 万辆。

图表 82. 长安铃木产能一览表

生产基地	产能	计划产能	生产车型
重庆一工厂	25 万	25 万	雨燕、天语、新奥拓
重庆二工厂	25 万	25 万	启悦、维特拉、锋驭、骁途、新奔奔、EV 奔奔
合计	50 万	50 万	

资料来源：盖世汽车资讯，中银国际证券

销量的持续下滑与亏损使得铃木最终决定退出中国市场。2018 年 9 月 4 日，长安汽车发布公告称与日本铃木及铃木中国达成协议，以 1 元人民币现金收购日本铃木及铃木中国分别持有的长安铃木 40% 股权及 10% 股权，收购完成后，长安汽车持有长安铃木 100% 股权，长安铃木将由合营企业变为全资子公司。本次收购的战略诉求一是长安铃木资产质量良好，厂房生产线等设备设施较为完善，二是长安铃木目前为长安代工部分产品，剩余产能可作为重庆基地产能补充，此外收购长安铃木股权有利于长安铃木员工及相关方稳定。

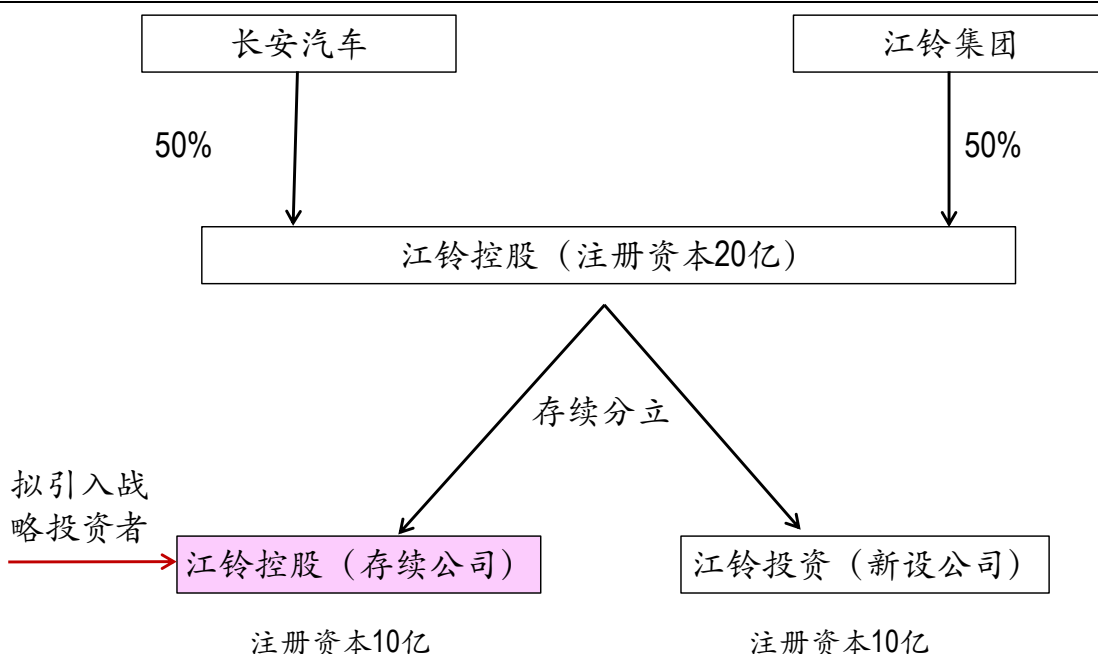
收购后长安汽车将继续加大投入，持续经营，在保留其投资小、经费少等传统优势的基础上，对其进行资源共享，加强产品输出。2018年11月，长铃研究院作为长安汽车研发的分支机构正式挂牌成立，进一步完善长安汽车全球协同研发格局，为推进“第三次创新创业”带来更大动力。根据长铃研究院的发展规划，到2020年，长铃研究院将完善产品开发体系，具备款车型、电动车产品开发能力；到2023年，将导入新平台，建立S4级产品策划、造型、工程开发、试制试验等全面开发能力。长铃研究院将重塑长安铃木的品牌形象和市场定位，为长安铃木注入新的增长动力。

江铃控股：拟引入战略投资者，投资收益有望转正

公司合营企业江铃控股拟以存续分立的方式，分立为江铃投资（新设公司）和江铃控股（存续公司），长安汽车、江铃集团分别持有两家公司各50%的股权。江铃控股将持有的江铃汽车41.03%股权和部分负债（3亿元金融性负债）分至新设公司江铃投资；江铃控股现从事的所有经营业务，包括分立前江铃控股拥有的土地、厂房、机器设备、专有技术、经营资格、使用资格、经营资质、商誉等由存续公司承继。

江铃控股（存续公司）拟通过公开挂牌增资扩股引入1家战略投资者，公司放弃本次增资的优先认购权，公司原持有江铃控股50%的股份，引入战略投资者后持股比例将稀释至25%。江铃控股17年亏损1.78亿（分立前），19年前2月（分立后）亏损1.17亿，江铃控股通过引入战略投资者进行改革重组，植入战略投资者的产品定义、营销创新和人才激励等优势与国有企业技术、制造和质量控制等方面的优势进行互补融合，有望推动江铃控股全面改革创新、激发活力，公司有望减少亏损，获得投资收益。

图表 83. 存续的江铃控股拟引入战略投资者



资料来源：公司公告，中银国际证券

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司自主品牌开启第三次创业，重新梳理产品体系，划分四大独立品牌，加快电动化、智能化，并加强机制改革与效率提升爆发，自主品牌销量与盈利能力有望提升。预计 2018-2020 年自主品牌（并入长安铃木）销量分别为 88.5 万辆、94.5 万辆、99.6 万辆，营业收入分别为 670.5 亿、750.9 亿、797.4 亿元，随着销量提升与强化改革加强费用管控，利润率有望稳步提升。

福特开启“中国 2025 计划”与“福特中国 2.0”战略，长安福特开启新一轮产品周期，林肯加快国产化，且福特中国升级为独立业务单元，并设立全新销售服务机构 NDSD 整合营销体系，长安福特有望显著受益，销量与利润有望大幅提升，预计 2018-2020 年长安福特销量分别为 37.8 万辆、43.0 万辆、63.0 万辆，营业收入分别为 500.0 亿、557.4 亿、995.2 亿元，随着新车陆续上市，有望扭亏为盈，利润重回高速增长轨道。

长安马自达中大型 SUV CX-8 于 2018 年 12 月上市，昂克赛拉 2019 年换代，未来有望国产化 CX-3，销量有望回暖，预计 2018-2020 年长安马自达销量分别为 16.6 万辆、19.0 万辆、21.5 万辆，营业收入分别为 204.6 亿、255.1 亿、286.3 亿元，利润有望逐步回升。

2019 年 DS 将推出多款新车，并将代工化解产能过剩，长安 PSA 亏损有望缩窄。

图表 84. 销量预测表

	2018	2019	2020
长安汽车乘用车（含长安铃木）	884,579	946,700	995,500
轿车	196,619	194,500	196,500
MPV	105,408	128,200	149,000
SUV	567,612	614,000	640,000
交叉型乘用车	14,940	10,000	10,000
长安福特	377,843	430,000	630,000
轿车	270,712	313,000	325,000
SUV	107,131	117,000	305,000
长安马自达	166,299	190,000	215,000
轿车	121,051	130,000	135,000
SUV	45,248	60,000	80,000
长安标致雪铁龙	3,867	4,000	4,000
轿车	1,032	1,000	1,000
SUV	2,835	3,000	3,000

资料来源：中汽协，中银国际证券

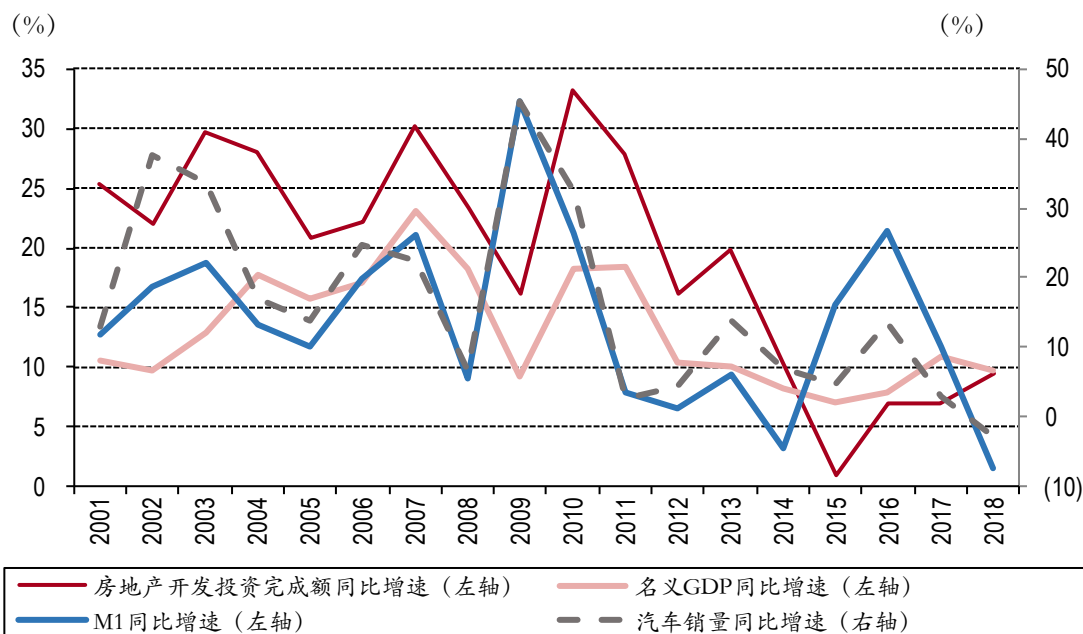
整体而言，预计公司 2018-2020 年营业总收入分别为 670.5 亿、750.9 亿、797.4 亿元，保持稳步增长。主要合资公司 2019 年情况都有所改善，预计 2018-2020 年投资收益分别为 0.2 亿、12.6 亿元、39.2 亿元，公司实现净利润分别为 6.5 亿、17.2 亿、50.1 亿元。

投资建议

公司开启第三次创业，长安福特销量和盈利有望回暖，林肯将实现国产化，预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.14 元、0.36 元和 1.04 元，目前估值仅 0.95 倍 PB，对应 2020 年 9 倍 PE，首次覆盖给予买入评级。

我们统计了 2001 年以来汽车销量增速、M1 增速、汽车销量增速、房地产开发投资完成额投资增速、GDP 增速，发现汽车销量与 M1 增速呈现较高的同步相关性，房地产开发投资完成额与 GDP 增速呈现较高的同步相关性，滞后于汽车销量与 M1 增速，汽车是经济的先行指标。汽车是国民经济的支柱产业，在社会消费品零售总额中占据约 30% 的份额，与房地产共同构成拉动经济的重要引擎。

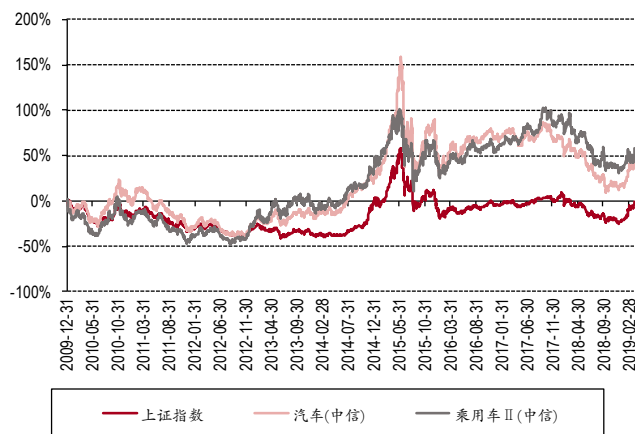
图表 85. 汽车行业具有早周期性



资料来源: wind, 中汽协, 中银国际证券

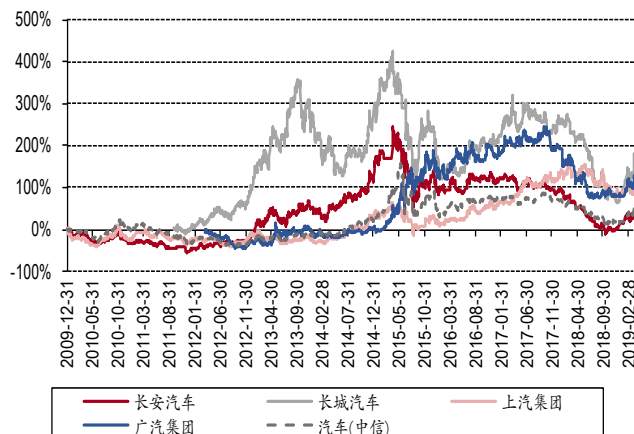
2013 年、2016 年汽车行业处于复苏之际时, 汽车指数与乘用车指数表现均显著优于上证指数, 且乘用车指数上行幅度高于汽车指数, 弹性较大。从个股来看, 行业复苏叠加产品周期的车企最为受益, 2013 年长城汽车、长安汽车最为受益, 2016 年长城汽车、广汽集团最为受益。

图表 86. 汽车板块指数表现



资料来源: 万得, 中银国际证券, 股价截止日 2019 年 4 月 4 日

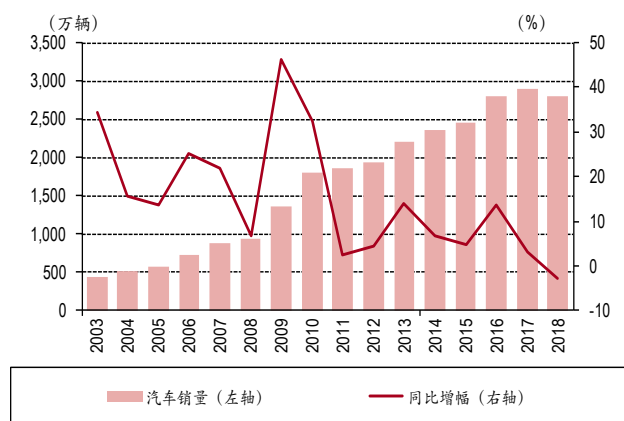
图表 87. 主要车企股价涨跌幅



资料来源: 万得, 中银国际证券, 股价截止日 2019 年 4 月 4 日

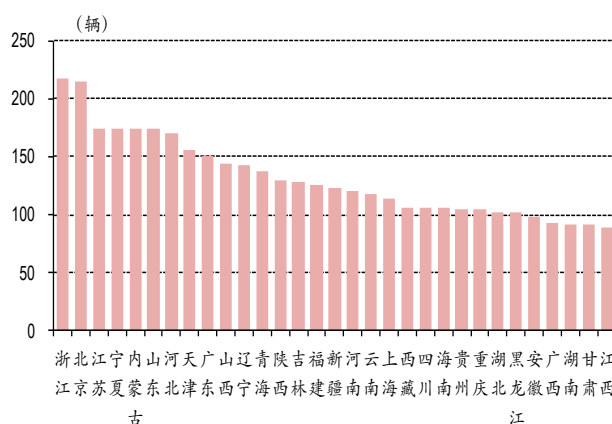
2018 年, 汽车小排量购置税优惠政策完全退出, 中美贸易摩擦、经济增长放缓等内外部因素叠加影响消费者信心, 2018 年汽车销量同比下滑 2.8%, 出现 28 年来首次下滑。但从长期来看, 截至 2017 年底, 国内私人汽车千人拥有量约 133 辆, 远远低于欧美日等国家 500-800 辆的水平, 仍有较大增长空间。从区域来看, 除直辖市外, 仍有 20 个省私人汽车千人拥有量在 150 辆以下, 5 个省私人汽车千人拥有量在 100 辆以下, 三四线城市与农村地区保有量仍较低, 渗透率仍有较大提升空间, 汽车行业销量仍有望持续增长多年, 未来高的保有量带来的更新需求也将成为购车的主要影响因素。

图表 88. 汽车行业销量及同比增速



资料来源：公司公告，中汽协，中银国际证券

图表 89. 2017 年各省/直辖市私人汽车千人拥有量

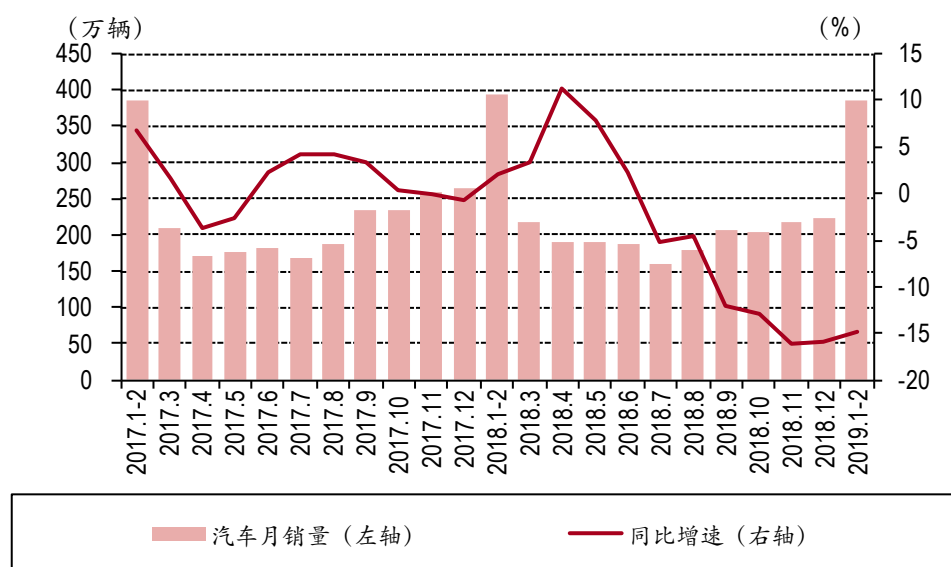


资料来源：中汽协，中银国际证券

汽车作为社会消费品中占比最大品类，汽车零售额 2018 年 5 月开始连续 8 个月出现同比负增长，汽车成为刺激消费的重要领域。国家发改委等 10 部委联合发文，提出多措并举促进汽车消费，有序推进老旧汽车报废更新，促进农村汽车更新换代，有条件的地方，可对农村居民报废三轮汽车、购买轻卡及小排量乘用车给予适当补贴，有望带动汽车消费，特别是刺激农村汽车回暖。两会政府工作报告中明确指出要稳定汽车消费，制造业增值税率 2019 年 4 月 1 日起由 16% 降至 13%，商务部表示将会同相关部门多措并举，从优化环境、增加供给、促进消费、拓展消费等重点方面入手，采取积极措施，推动我国汽车消费市场健康平稳发展。多家车企响应汽车下乡政策，有望提振消费信心，刺激车市回暖。

2018 年 7 月开始汽车月销量出现负增长，下半年销量基数较低，预计 2019 年车市将呈现前低后高走势，下半年同比数据将逐渐走强。根据中汽协数据 2019 年 1-2 月乘用车销量同比下滑 17.5%，预计主要是企业主动去库存所致，根据乘联会数据，2019 年 1-2 月狭义乘用车零售销量同比下滑 9.8%，较 2018 年四季度明显收窄，终端需求有所回暖，行业走向复苏。

图表 90. 汽车月销量及同比增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

2009 年汽车下乡及小排量购置税优惠政策带动汽车行业销量在 2009、2010 年分别同比增长 46.2%、32.4%，自主车企销量高速增长，长安汽车成为最受益的车企。预计本轮促进农村汽车更新换代，主要聚焦于三四线城市与农村地区的自主品牌仍将显著受益。2019 年 2 月长安欧尚宣布率先实施“汽车下乡”补贴，最高可享受 22000 元厂家补贴。长安汽车此前扎根农村，形成良好口碑效应，近年农民收入快速增长，消费结构也在不断升级，长安汽车自主品牌迎来新品周期，且重新划分品牌体系力图向上突破，行业复苏叠加本身产品周期，长安汽车仍有望成为本轮刺激消费、汽车下乡最受益的车企之一。

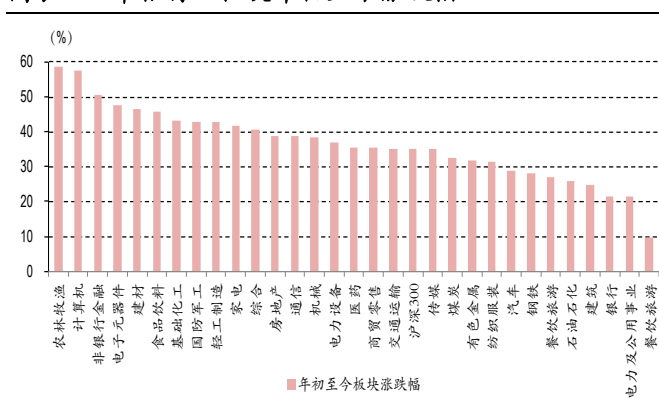
图表 91. 长安汽车显著受益 2009 年汽车下乡政策

销量(辆)/同比增速(%)	2008	2009	2010	2011
上汽集团	1,733,493	2,725,025	3,578,956	4,008,967
	2.57	57.18	31.48	12.01
长安汽车	739,307	1,369,088	1,851,496	1,663,869
	(4.05)	85.19	35.24	(10.13)
江淮汽车	198,516	310,251	442,547	466,459
	(3.13)	56.29	42.64	5.40
江铃汽车	95,171	114,688	178,999	194,588
	0.12	20.51	56.07	8.71

资料来源：公司公告，中银国际证券

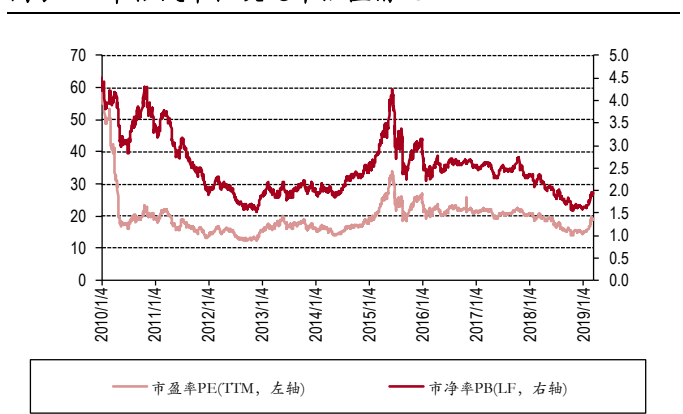
从分行业涨跌幅看，2018 年中信汽车指数下跌 32.2%，跑输沪深 300 指数 6.9 个百分点。2019 年初至今沪深 300 上涨 34.9%，中信汽车指数上涨 28.9%，弱于大市，涨幅在行业中居于较后位置，中信乘用车指数仅上涨 14.6%，市场对此前多月汽车销量下滑已经比较充分的体现。目前中信汽车市盈率（TTM）约 21 倍，市净率（LF）约 2.0 倍，处于历史较低位置，预计随着车市复苏，下半年同比数据大幅改善，中信汽车板块有望迎来估值修复。

图表 92. 中信行业板块年初至今涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

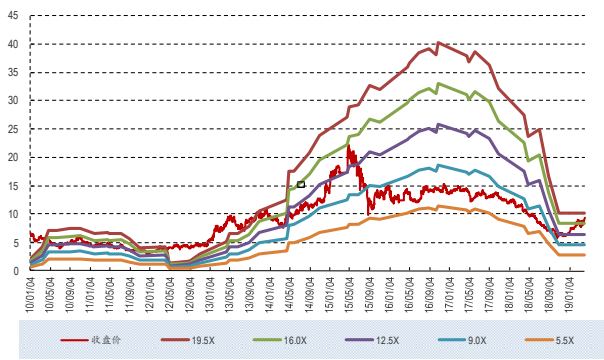
图表 93. 中信汽车板块近年估值情况



资料来源：万得，中银国际证券

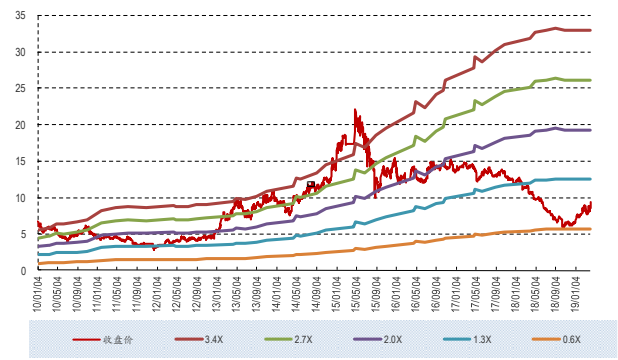
长安汽车当前市盈率（TTM）约为 18 倍左右，市净率 PB 约为 0.95 倍左右，处于历史相对低位，而对比 A 股汽车整车板块中其他公司也处于相对低估位置。行业有望复苏加之公司自主与长安福特迎来新车周期，盈利弹性较大，行业与公司共振，公司有望迎来估值修复的机会。

图表 94. 长安汽车 PE (TTM) band



资料来源：万得，中银国际证券，股价截止日 2019 年 4 月 4 日

图表 95. 长安汽车 PB (LF) band



资料来源：万得，中银国际证券，股价截止日 2019 年 4 月 4 日

附录图表 96. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2017A	2018E	2017A	2018E	(元/股)
000625.SZ	长安汽车	买入	9.42	402.1	1.49	0.14	6.3	67.3	9.76
600104.SH	上汽集团	买入	28.61	3,342.6	2.95	3.08	9.7	9.3	20.06
000550.SZ	江铃汽车	未有评级	26.68	169.2	0.80	0.11	33.3	250.8	12.03
600418.SH	江淮汽车	未有评级	5.63	106.6	0.23	(0.41)	24.7	(13.7)	7.23

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 4 月 4 日，未有评级公司盈利预测来自公司公告。



风险提示

- 1) 车市竞争加剧，销量及盈利能力低于预期；
- 2) 新车销量低于预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	78,542	80,012	67,053	75,088	79,739
销售成本	(68,117)	(72,437)	(59,278)	(66,010)	(69,803)
经营费用	(8,607)	(6,948)	(7,113)	(8,109)	(8,396)
息税折旧前利润	1,818	628	662	968	1,539
折旧及摊销	(2,284)	(2,562)	(2,615)	(2,778)	(2,941)
经营利润(息税前利润)	(466)	(1,935)	(1,953)	(1,810)	(1,402)
净利息收入/(费用)	305	525	389	436	462
其他收益/(损失)	10,511	8,591	2,215	3,091	5,965
税前利润	10,350	7,181	651	1,717	5,025
所得税	(73)	28	2	4	(8)
少数股东权益	9	(71)	(1)	(3)	(10)
净利润	10,285	7,137	652	1,717	5,008
核心净利润	10,292	7,137	652	1,717	5,008
每股收益(人民币)	2.142	1.486	0.136	0.357	1.043
核心每股收益(人民币)	2.143	1.486	0.136	0.357	1.043
每股股息(人民币)	0.642	0.446	0.041	0.107	0.313
收入增长(%)	18	2	(16)	12	6
息税前利润增长(%)	667	315	1	(7)	(23)
息税折旧前利润增长(%)	(8)	(65)	5	46	59
每股收益增长(%)	3	(31)	(91)	163	192
核心每股收益增长(%)	3	(31)	(91)	163	192

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	10,350	7,181	651	1,717	5,025
折旧与摊销	2,284	2,562	2,615	2,778	2,941
净利息费用	(305)	(525)	(389)	(436)	(462)
运营资本变动	(1,756)	(6,657)	4,284	(3,367)	3,702
税金	(82)	99	2	4	(8)
其他经营现金流	(8,204)	(4,030)	(3,580)	1,947	(7,422)
经营活动产生的现金流	2,287	(1,370)	3,583	2,643	3,777
购买固定资产净值	619	328	5,350	2,100	2,100
投资减少/增加	9,782	7,551	180	1,264	3,915
其他投资现金流	(4,964)	(3,452)	(10,718)	(4,220)	(4,220)
投资活动产生的现金流	5,437	4,428	(5,188)	(856)	1,796
净增权益	(3,083)	(2,142)	(195)	(515)	(1,502)
净增债务	2,137	(1,983)	45	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,504)	(477)	243	353	261
融资活动产生的现金流	(2,450)	(4,575)	146	(60)	(1,020)
现金变动	5,274	(1,517)	(1,459)	1,728	4,552
期初现金	18,035	24,783	22,632	21,172	22,900
公司自由现金流	7,724	3,058	(1,605)	1,787	5,572
权益自由现金流	9,556	551	(1,948)	1,352	5,110

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	24,783	22,632	21,172	22,900	27,453
应收帐款	31,905	32,609	15,995	40,322	20,311
库存	7,304	4,666	8,359	5,167	8,561
其他流动资产	2,006	2,850	1,565	2,486	2,071
流动资产总计	65,998	62,757	47,092	70,875	58,394
固定资产	19,302	22,279	24,821	24,260	23,645
无形资产	4,556	4,885	5,078	4,961	4,735
其他长期资产	16,199	15,640	17,771	18,788	19,299
长期资产总计	40,057	42,803	47,670	48,008	47,678
总资产	106,510	106,125	93,146	116,289	103,000
应付帐款	40,833	39,906	25,264	47,853	29,455
短期债务	175	185	150	150	150
其他流动负债	18,987	14,512	16,511	15,704	17,148
流动负债总计	59,994	54,603	41,925	63,707	46,753
长期借款	20	7	0	0	0
其他长期负债	3,143	4,053	3,394	3,530	3,659
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
储备	38,613	42,685	43,159	44,381	47,906
股东权益	43,416	47,487	47,962	49,183	52,709
少数股东权益	(221)	(136)	(135)	(131)	(121)
总负债及权益	106,510	106,125	93,146	116,289	103,000
每股帐面价值(人民币)	9.04	9.89	9.99	10.24	10.97
每股有形资产(人民币)	8.09	8.87	8.93	9.21	9.99
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.12)	(4.67)	(4.38)	(4.74)	(5.68)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.3	0.8	1.0	1.3	1.9
息税前利润率(%)	(0.6)	(2.4)	(2.9)	(2.4)	(1.8)
税前利润率(%)	13.2	9.0	1.0	2.3	6.3
净利率(%)	13.1	8.9	1.0	2.3	6.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	0.9	1.0	1.1
估值					
市盈率(倍)	4.4	6.3	69.4	26.4	9.0
核心业务市盈率(倍)	4.4	6.3	69.4	26.4	9.0
市净率(倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
价格/现金流(倍)	19.8	(33.0)	12.6	17.1	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.4	36.3	36.6	23.2	11.7
周转率					
存货周转天数	41.3	30.2	40.1	37.4	35.9
应收帐款周转天数	131.2	147.1	132.3	136.9	138.8
应付帐款周转天数	173.0	184.2	177.4	177.7	176.9
回报率					
股息支付率(%)	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	26.5	15.7	1.4	3.5	9.8
资产收益率(%)	(0.5)	(1.8)	(2.0)	(1.7)	(1.3)
已运用资本收益率(%)	6.5	3.9	0.3	0.9	2.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371