

长安汽车 (000625) 重大事项点评

CS75 Plus 拉动 9 月，三季度销量降幅收窄

事项:

- ❖ 公司发布 9 月产销快报，全月集团销量 16.0 万辆，同比-8%、环比+28%。

评论:

- ❖ **换代车型 CS75 Plus 拉动自主 9 月销量。**长安本部 9 月乘用车+商用车合计销量估计 9.8 万辆左右（按集团总量减去长福、长马、江铃、铃木，由于 9 月江铃、铃木数据未发布，按江铃 2.7 万、铃木 0.1 万估算），对应同比持平、环比+28%。此外值得关注的是，合肥长安 9 月销量 1.7 万辆，同比+88%、环比+172%，主要由 9 月初正式上市的换代车型 CS75 Plus 带来，此外合肥长安工厂还生产 CS15、悦翔等车型。合肥长安 9 月环比增量达到 1.1 万辆，我们估计 CS75 Plus 9 月销量可能破万。CS75 Plus 在本次自主 A 级 SUV 换代车型中表现突出，我们预计 4 季度将会给公司进行一步带来显著的销量增量。
- ❖ **长安福特 9 月批发 2.1 万辆，同比-37%、环比+42%。**8 月中旬上市的三款新车型对 9 月批发数据有所提振（新锐界 ST/ST-Line、全新福克斯 Active、全新金牛座），但对车企和经销商盈利提振相对更明显。零售方面，我们初步估计长福上险 1.9 万，同比-45%，环比+23%，对应库存系数回落 0.2 个月，库存绝对值略有增加。
- ❖ **长安马自达换代昂克赛拉正式上市。**长马 9 月批发 1.3 万辆，同比-17%、环比+25%，换代马 3 昂克赛拉 9 月 26 日上市，1.5L 定价 11.59 万-13.59 万元、2.0L 定价 13.99 万-16.89 万元。新老产品切换对 9 月销量形成一定影响（0.8 万辆，环比持平），预计马 3 销量增量将在 4Q19 体现。
- ❖ **3Q19 三大主力车企销量同比降幅收窄、环比提升。**长安本部 3 季度合计批发 25 万辆，同比增速从 2Q19 的-20%回到持平状态，环比+6%；长福 5.4 万辆，同比-34%、环比+40%，同比降幅较 2Q19 的-61%收窄；长马 3.5 万辆，同比-9%、环比+25%，同比降幅较 2Q19 的-37%收窄。从环比数据可以看到长安自主、长马、长福 3 季度产能利用率环比都有所提升，对 3 季度经营性业绩形成正贡献（相较于 2 季度）；此外江铃控股的分拆存续也将对长安汽车形成小幅业绩正贡献。由于公司 3 季度未公告有计入当期损益的重大政府补助，我们预计 3 季度非经常性损益较少，而 2 季度长安自主非经常性损益约 6 亿，环比而言形成业绩负贡献。
- ❖ **投资建议：**建议把握行业新周期与公司新周期共振，维持预计公司 19-20 年归母净利 7.9/48.1 亿元，对应 PE 46/7.5 倍，对应 PB 0.8/0.7 倍，继续给予公司 2020 年目标 PB 1.3 倍，维持目标价 12.08 元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**宏观经济不及预期、行业销量不及预期、长福新车销售不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	66,298	65,502	73,846	77,130
同比增速(%)	-17.1%	-1.2%	12.7%	4.4%
归母净利润(百万)	680	787	4,818	6,379
同比增速(%)	-90.5%	15.5%	512.4%	32.4%
每股盈利(元)	0.14	0.16	1.00	1.33
市盈率(倍)	53.1	45.9	7.5	5.7
市净率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2019 年 10 月 8 日收盘价

强推 (维持)

目标价：12.08 元

当前价：7.52 元

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

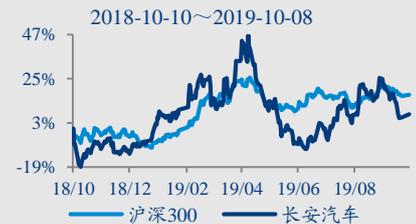
邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

公司基本数据

总股本(万股)	480,265
已上市流通股(万股)	466,287
总市值(亿元)	361.16
流通市值(亿元)	282.82
资产负债率(%)	52.6
每股净资产(元)	9.2
12 个月内最高/最低价	10.75/5.54

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《长安汽车 (000625) 重大事项点评：7 月批发平稳，自主 SUV 去库存》

2019-08-13

《长安汽车 (000625) 2019 年中报点评：边际改善开启》

2019-09-02

《长安汽车 (000625) 重大事项点评：8 月销量平稳，CS75 Plus 崭露头角》

2019-09-11

图表 1: 长安本部月度销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 2: 长安本部季度销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 3: 长安福特月度销量及增速



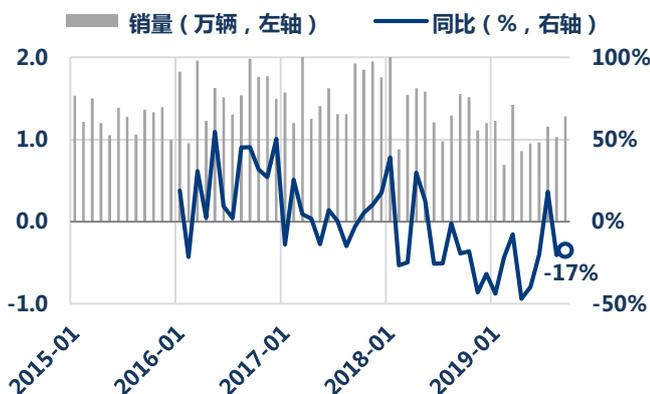
资料来源: 公司公告、华创证券

图表 4: 长安福特季度销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 5: 长安马自达月度销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 6: 长安马自达季度销量及增速



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 7: 长安汽车季度毛利率 (至 2Q19)


资料来源: 公司公告, 华创证券

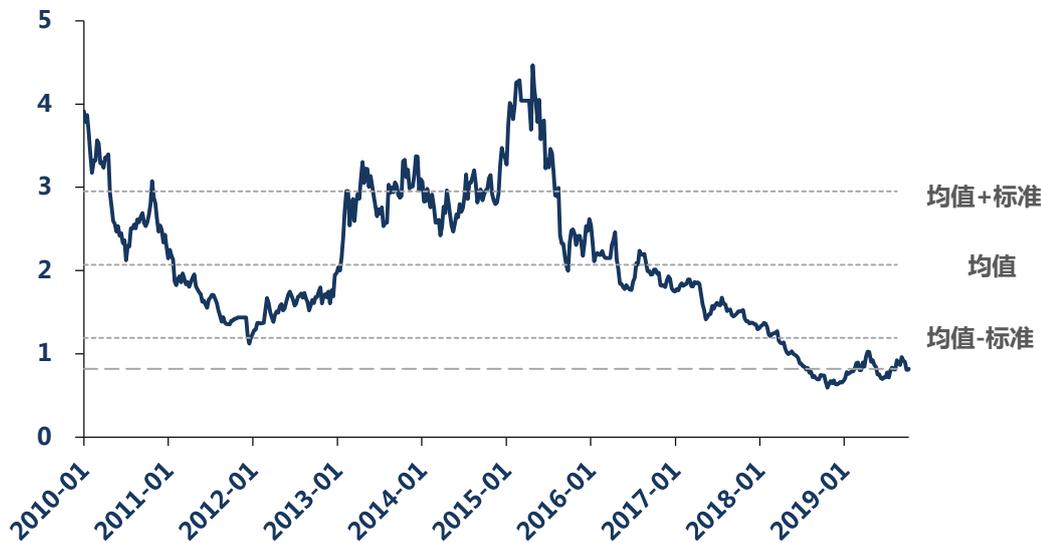
图表 8: 长安福特半年度净利润率 (至 1H19)


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 9: 长安福特、长安自主、长安马自达新车规划

车企	类型	车型	新车/换代	级别	预计时间
长安福特	SUV	锐界	中改	B	2019
		翼虎	换代	A	2019
		林肯 Corsair	新车	C	2019H2
		BEV SUV	新车	A0	2019
		林肯飞行家	新车	C	2020
		探险者	新车	C	2020
		2025 年以前导入 8 款全新 SUV (包括江铃福特)			
	轿车	福克斯	换代	A	2018M11
		金牛座	中改	B	2019
		福克斯 Active	改款	A	2019
蒙迪欧		换代	B	2020	
长安汽车	轿车	悦翔, 第三代	换代	A	2018H2
	SUV	CS35 Plus	换代	A0	2018H2
		CS75 PHEV	改款	A	2018H2
		CS85	新车	A	2019M3
		CS95	中改	B	2019H1
		CS75	换代	A	2019H2
		欧尚 COS1H (科赛)	新车	A	2018H2
		欧尚全新 SUV	新车	A	2019
MPV	欧尚 MPV EV	新车	MPV	2018H2	
	欧尚 COSMOS (科尚)	新车	MPV	2018H2	
长安马自达	SUV	CX-8	新车	C	2018H2
	轿车	昂克赛拉	换代	A	2019

资料来源: 搜狐汽车, 汽车之家等, 华创证券

图表 10: 长安汽车历史 PB


资料来源：公司公告、华创证券

图表 11: 乘用车板块估值一览（截至 2019 年 10 月 8 日收盘）

公司	代码	收盘价	PE TTM			PB			股价涨跌					预期PE		
			一年前	半年前	当前	一年前	半年前	当前	近两年	近一年	近半年	近一月	近半月	2018	2019E	2020E
长安B	200625.SZ	3.5	6	7		0.5	0.4	0.3	-64%	-45%	-22%	-5%	-1%	24.9	21.8	3.5
东风集团股份	0489.HK	7.3	4	5	4	0.5	0.5	0.4	-23%	-5%	-7%	2%	-7%	4.2	4.9	4.7
海马汽车	000572.SZ	1.8				0.7	0.7	0.6	-66%	-32%	-34%	2%	-1%	(1.8)		
北京汽车	1958.HK	4.7	10	10	9	0.8	0.9	0.7	-35%	-17%	-17%	2%	-6%	7.5	9.9	7.8
悦达投资	600805.SH	5.2		72	24	0.7	1.0	0.7	-32%	1%	-25%	-5%	-5%	54.6		
力帆股份	601777.SH	3.5	34	26		0.8	0.9	0.7	-61%	-26%	-33%	-11%	-15%	18.2		
江淮汽车	600418.SH	5.2	38	41		0.7	0.8	0.8	-53%	0%	-8%	0%	-6%	(12.4)	52.1	20.6
长城汽车	2333.HK	5.2	6	10	14	0.7	1.0	0.8	-44%	16%	-15%	-3%	-4%	7.9	11.5	10.0
长安汽车	000625.SZ	7.5	8	18		0.7	1.0	0.8	-44%	4%	-20%	-15%	-9%	53.7	47.0	7.5
广汽集团	2238.HK	7.8	6	8	8	0.9	1.1	0.9	-38%	8%	-11%	1%	-2%	6.4	5.3	4.9
H股中位数			8	10	9	0.9	1.1	0.9	-44%	-5%	-15%	1%	-6%	7.5	9.9	7.7
华晨中国	1114.HK	8.1	8	6	7	1.5	1.2	1.1	-59%	-17%	7%	-5%	-8%	6.1	6.2	5.4
上汽集团	600104.SH	23.7	9	9	9	1.6	1.4	1.2	-13%	-25%	-13%	-9%	-4%	7.7	9.1	7.9
A股中位数			24	41	24	1.1	1.5	1.3	-39%	1%	-20%	-6%	-5%	52.1	35.1	12.7
江铃汽车	000550.SZ	16.0	21	264		0.9	2.3	1.3	-10%	41%	-40%	-3%	-13%	145.2	31.2	11.6
长城汽车	601633.SH	7.7	11	16	23	1.4	1.6	1.4	-34%	2%	-16%	-8%	-5%	13.5	15.8	12.7
广汽集团	601238.SH	12.2	10	12	14	1.5	1.8	1.6	-33%	13%	-4%	3%	-1%	11.4	13.5	11.5
比亚迪股份	1211.HK	38.6	46	48	26	2.2	2.2	1.6	-52%	-26%	-23%	-7%	-7%	36.4	35.0	29.5
一汽轿车	000800.SZ	8.2	111	89	102	1.3	1.7	1.7	-40%	24%	-3%	-9%	-6%	85.5	69.7	69.8
吉利汽车	0175.HK	13.5	8	11	11	2.7	3.0	2.3	-49%	-3%	-17%	6%	4%	8.5	12.1	7.7
比亚迪	002594.SZ	48.4	45	52	35	2.3	2.6	2.3	-29%	-1%	-12%	-4%	-3%	52.1	35.1	25.3
小康股份	601127.SH	12.7	26	150		3.6	3.2	2.6	-42%	-23%	-23%	-6%	-3%	106.0	131.5	110.9
一汽夏利	000927.SZ	3.5		236	46		94.5		-39%	5%	-30%	-9%	-6%	150.0		

资料来源：Wind、华创证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,981	9,068	14,915	22,405
应收票据	20,562	19,651	21,415	21,982
应收账款	1,409	1,308	1,388	1,377
预付账款	866	863	962	1,009
存货	4,917	4,898	5,459	5,725
其他流动资产	5,478	4,836	5,313	5,407
流动资产合计	43,213	40,624	49,452	57,905
其他长期投资	1,965	1,965	1,965	1,965
长期股权投资	13,275	13,275	13,275	13,275
固定资产	22,161	19,384	19,820	20,667
在建工程	5,384	5,384	5,384	5,384
无形资产	5,018	4,769	4,533	4,308
其他非流动资产	2,473	1,570	1,599	1,612
非流动资产合计	50,276	46,347	46,576	47,211
资产合计	93,489	86,971	96,028	105,116
短期借款	190	195	200	205
应付票据	14,808	14,749	16,333	17,457
应付账款	13,916	13,860	15,139	16,140
预收款项	1,556	1,538	1,734	1,811
其他应付款	3,080	2,376	2,685	2,713
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7
其他流动负债	9,603	5,910	6,623	7,098
流动负债合计	43,160	38,635	42,721	45,431
长期借款	0.00	20.00	5.00	5.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,176	3,754	3,994	3,975
非流动负债合计	4,176	3,774	3,999	3,980
负债合计	47,336	42,409	46,720	49,411
归属母公司所有者权益	46,245	44,613	49,344	55,722
少数股东权益	-92	-51	-36	-17
所有者权益合计	46,153	44,562	49,308	55,705
负债和股东权益	93,489	86,971	96,028	105,116

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-4,729	3,294	1,977	1,573
现金收益	3,400	3,371	7,457	8,395
存货影响	-251	20	-562	-266
经营性应收影响	8,990	765	-2,343	-1,203
经营性应付影响	-13,023	-838	3,368	2,231
其他影响	-3,845	-25	-5,944	-7,584
投资活动现金流	-6,569	-3,062	-3,082	-3,052
资本支出	-9,341	196	-3,081	-3,048
股权投资	1,409	0	0	0
其他长期资产变化	1,363	-3,258	-1	-4
融资活动现金流	-1,353	-1,145	6,952	8,969
借款增加	-8	25	-10	5
股利及利息支付	-2,169	-90	-483	-640
股东融资	0	0	0	0
其他影响	824	-1,080	7,445	9,604

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	66,298	65,502	73,846	77,130
营业成本	56,583	56,357	62,819	65,877
税金及附加	2,306	2,293	2,585	2,700
销售费用	5,283	4,585	4,874	5,168
管理费用	2,783	2,751	3,102	3,317
财务费用	-427	-287	-257	-428
资产减值损失	239	250	400	600
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-71	1,813	6,091	8,327
其他收益	2,873	1,010	500	500
营业利润	-201	-112	3,960	5,562
营业外收入	916	1,000	1,000	1,000
营业外支出	57	60	80	100
利润总额	658	828	4,880	6,462
所得税	-65	0	48	64
净利润	723	828	4,832	6,398
少数股东损益	43	41	14	19
归属母公司净利润	680	787	4,818	6,379
NOPLAT	254	541	4,577	5,974
EPS(摊薄) (元)	0.14	0.16	1.00	1.33

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-17.1%	-1.2%	12.7%	4.4%
EBIT 增长率	-96.5%	134.1%	754.5%	30.5%
归母净利润增长率	-90.5%	15.5%	512.4%	32.4%
获利能力				
毛利率	14.7%	14.0%	14.9%	14.6%
净利率	1.1%	1.3%	6.5%	8.3%
ROE	1.5%	1.8%	9.8%	11.5%
ROIC	-1.5%	-1.1%	9.1%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	50.6%	48.8%	48.7%	47.0%
债务权益比	9.5%	8.9%	8.5%	7.5%
流动比率	100.1%	105.1%	115.8%	127.5%
速动比率	88.7%	92.5%	103.0%	114.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
应收账款周转天数	9	7	7	6
应付账款周转天数	114	89	83	85
存货周转天数	30	31	30	31
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.16	1.00	1.33
每股经营现金流	-0.98	0.69	0.41	0.33
每股净资产	9.63	9.29	10.27	11.60
估值比率				
P/E	53.1	45.9	7.5	5.7
P/B	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	23	22	10	9

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜·沙吾列塔依	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500