

自主盈利改善 福特修复滞后

长安汽车 (000625)

事件概述

公司发布 2019 年前三季度业绩预告：预计 2019 年前三季度实现归母净利亏损 24-28 亿元，同比下滑 306.4%-340.7%；其中，2019Q3 单季度实现归母净利亏损 1.6-5.6 亿元，同比区间为增长 64.2%-下滑 25.4%。

分析判断

▶ 整体业绩处于底部蓄力阶段

公司前三季度整体业绩下滑，主要受行业景气度低迷影响销量有所下滑。2019 年前三季度乘用车行业累计批发销量 1,527.3 万辆，同比减少 11.3%；同期公司汽车总销量 122.6 万辆，同比减少 23.6%。2019Q3 单季度归母净利按业绩预告区间（亏损 1.6-5.6 亿元）测算，较 2019Q2 环比下降 0.2-4.2 亿元，我们判断目前公司业绩仍处于底部蓄力阶段。

▶ 长安福特销量开启复苏，业绩修复滞后

根据公司产销快报披露，长安福特 2019Q3 单季度批发销量 5.4 万辆，同比下滑 33.6%，环比增长 40.1%，销量环比改善明显，预计业绩修复于 2019Q4 开始逐步兑现。福特全球战略调整下，长安福特各方面提升经营效率，并出台有效政策优化渠道，目前终端库存深度约 1.2-1.5 个月。中长期长安福特产品周期蓄力：1) 福特本部全新福克斯 Active、新锐界 ST/ST-Line 和全新金牛座于 2019 年 8 月上市，车型定价合理、配置丰富；叠加 2019Q4 重点 SUV 车型翼虎换代，车型月销量目标万辆以上；2) 林肯品牌实现国产优化长安福特整体产品结构。首款国产林肯 SUV 将于 2019 年底上市，2020H2 年将继续推出两款国产新车，据测算，国产林肯 2020 年预计为长安福特贡献 6-8 万辆销量增量。

▶ 长安自主产品结构优化，盈利状况改善

长安自主通过第三次创业创新战略发布重磅新车型 CS75 Plus，驱动产品结构优化，改善盈利能力。CS75 Plus 于 2019 年 9 月成都车展上市，终端定价合理（10.69-15.49 万元），在动力总成、智能化等领域具备核心优势；跟据中国新闻网新闻，CS75 Plus 上市仅 19 天预售订单破万；该车型目前在合肥工厂生产，9 月合肥工厂总批发销量 1.7 万辆，环比增量 1.1 万辆预计主要由 CS75 Plus 提供，未来该车型有望稳定于万辆月销水平。行业复苏进一步拉动汽车需求，长安自主 2019Q4 销量增速有望超 10%。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：11.58
最新收盘价：7.84

股票代码：000625
52 周最高价/最低价：10.32/5.68
总市值(亿)：376.53
自由流通市值(亿)：305.81
自由流通股数(百万)：3,900.64



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

相关研究

- 长安汽车 (000625) 9 月销量点评：自主新车发力 福特开启修复
2019.10.08
- 长安汽车 (000625) 8 月销量点评：自主逆市增长 福特底部蓄力
2019.09.10
- 长安汽车 (000625) 2019H1 中报点评：业绩环比改善 判断拐点已至
2019.09.02

投资建议

随着汽车消费刺激政策逐步落地，行业有望在低基数的 2019Q4 开启周期性复苏，公司聚焦两大核心资产（自主+长安福特），新车周期蓄势待发、量价齐升，业绩逐季修复。盈利预测维持不变：预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 3.4/35.5/60.7 亿元，同比下滑 49.7%/增长 938.5%/增长 70.7%；EPS 分别为 0.07/0.74/1.26 元，对应 PE 110.0/10.6/6.2 倍；每股净资产分别为 9.65/10.39/11.65 元，对应 PB 0.81/0.75/0.67 倍。鉴于公司目前 PB 估值 0.93 倍仍处于历史低位，继续给予公司 2019 年 1.2 倍 PB，目标价 11.58 元，维持“买入”评级。

风险提示

车市下行风险；老车型销量不达预期；新车型上市不达预期；公司降本控费效果不达预期；长安福特战略调整效果不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	80012.21	66298.27	67294.45	74301.98	78448.03
YoY (%)	1.87%	-17.14%	1.50%	10.41%	5.58%
归母净利润(百万元)	7137.23	680.73	342.18	3553.50	6065.03
YoY (%)	-30.61%	-90.46%	-49.73%	938.50%	70.68%
毛利率 (%)	13.31%	14.65%	12.53%	14.03%	14.61%
每股收益 (元)	1.49	0.14	0.07	0.74	1.26
ROE	14.99%	1.47%	0.74%	7.12%	10.84%
市盈率	5.28	55.31	110.04	10.60	6.21

资料来源：wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	66298.27	67294.45	74301.98	78448.03	净利润	723.36	343.25	3564.67	6084.09
YoY (%)	-17.14%	1.50%	10.41%	5.58%	折旧和摊销	3104.19	3531.85	4010.00	4466.38
营业成本	56583.47	58859.69	63879.92	66987.38	营运资金变动	-7903.53	1946.68	175.02	263.06
营业税金及附加	2305.92	2422.18	2644.37	2802.50	经营活动现金流	-3887.48	3479.42	3136.54	3997.78
销售费用	5283.26	4643.32	4903.93	5099.12	资本开支	-6445.43	-4380.03	-4864.26	-4821.71
管理费用	2782.76	2691.78	2972.08	3137.92	投资	-2568.91	0.00	0.00	0.00
财务费用	-427.06	-133.12	-138.73	-175.76	投资活动现金流	-6568.72	-2845.11	-566.49	1624.95
资产减值损失	238.55	104.96	376.70	302.84	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-71.31	1534.92	4297.78	6446.66	债务募资	-8.13	20.00	-10.00	15.00
营业利润	-201.44	-573.28	2937.42	5592.26	筹资活动现金流	-1352.69	-228.11	-22.91	1.93
营业外收支	859.66	920.00	700.00	680.00	现金净流量	-11808.88	406.20	2547.14	5624.66
利润总额	658.23	346.72	3637.42	6272.26	主要财务指标				
所得税	-65.13	3.47	72.75	188.17	成长能力 (%)				
净利润	723.36	343.25	3564.67	6084.09	营业收入增长率	-17.14%	1.50%	10.41%	5.58%
归属于母公司净利润	680.73	342.18	3553.50	6065.03	净利润增长率	-90.46%	-49.73%	938.50%	70.68%
YoY (%)	-90.46%	-49.73%	938.50%	70.68%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.14	0.07	0.74	1.26	毛利率	14.65%	12.53%	14.03%	14.61%
资产负债表 (百万元)					净利率	1.09%	0.51%	4.80%	7.76%
货币资金	9980.54	10386.74	12933.88	18558.54	总资产收益率 ROA	0.73%	0.34%	3.32%	5.26%
预付款项	866.25	923.70	996.41	1043.78	净资产收益率 ROE	1.47%	0.74%	7.12%	10.84%
存货	4917.42	5015.99	5432.44	5700.68	偿债能力 (%)				
其他流动资产	27449.06	31518.83	34286.67	35816.72	流动比率	1.00	0.97	1.01	1.11
流动资产合计	43213.28	47845.26	53649.40	61119.71	速动比率	0.87	0.85	0.89	0.99
长期股权投资	13275.17	13275.17	13275.17	13275.17	现金比率	0.23	0.21	0.24	0.34
固定资产	22161.05	22988.81	22967.96	22762.24	资产负债率	50.63%	53.74%	53.43%	51.49%
无形资产	5018.24	4880.75	4624.71	4289.01	经营效率 (%)				
非流动资产合计	50275.58	52158.66	53338.12	54138.55	总资产周转率	0.66	0.70	0.72	0.71
资产合计	93488.85	100003.92	106987.52	115258.26	每股指标 (元)				
短期借款	190.00	190.00	190.00	190.00	每股收益	0.14	0.07	0.74	1.26
应付账款及票据	28724.06	35215.64	38392.77	40199.73	每股净资产	9.63	9.65	10.39	11.65
其他流动负债	14245.90	14141.64	14393.45	14758.13	每股经营现金流	-0.81	0.72	0.65	0.83
流动负债合计	43159.96	49547.29	52976.22	55147.87	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	20.00	10.00	25.00	估值分析				
其他长期负债	4175.97	4175.97	4175.97	4175.97	PE	55.31	110.04	10.60	6.21
非流动负债合计	4175.97	4195.97	4185.97	4200.97	PB	0.68	0.81	0.75	0.67
负债合计	47335.93	53743.25	57162.19	59348.83					
股本	4802.65	4802.65	4802.65	4802.65					
少数股东权益	-92.04	-90.96	-79.79	-60.73					
股东权益合计	46152.92	46260.66	49825.34	55909.43					
负债和股东权益合计	93488.85	100003.92	106987.52	115258.26					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。