证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零配件Ⅱ

长安汽车（000625）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2019 年 08 月 20 日

# 福特发布 3 款新车，产品周期渐进

证券分析师： 梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
联系人： 何俊艺 hejunyi@guosen.com.cn

## 事项：

长安福特发布福克斯 ACTIVE、锐界 STLINE、改款金牛座等 3 款新车型。

## 国信观点：

福特前期发布 2.0 战略，在产品、研发、营销层面持续推进中国市场本土化，新车型导入强劲，2019 年开始迎来强势产品周期。近期福特再次发布 3 款车型。我们认为后期行业下滑逐渐收窄，下半年较大概率实现单月批发同比转正，而长安福特在行业回暖以及新车型驱动下后续月度环比改善趋势明显。我们预计公司 2019-2021 年每股净资产为 9.64/9.77/9.98 元，考虑到后期公司扭亏为盈，利润大幅改善趋势明显，对标标的 PB 基本位于 1.2-1.5PB 区间（长城汽车 1.50PB、上汽集团 1.24PB，广汽集团 1.46PB），给予公司 2019 年市净率 1.0-1.1 倍估值，对应合理估值区间 9.64-10.60 元，维持“买入”评级。

## 评论：

■ **产品周期渐进，福特发布 3 款车型**

福特近期在中国市场发布三款新车型，分别是定位为城市新锐 SUV 的福克斯 ACTIVE，主打中型七座 SUV 的锐界以及价格下探进入 B 级轿车市场的金牛座。

目前福克斯在售车型包括两厢福克斯与三厢福克斯，福克斯 ACTIVE 初期定位为跨界车型，但实际尺寸与外观偏小型 SUV，因此一方面能够增加福克斯的在售车型款数，同时也弥补长安福特目前在小型 SUV 领域的缺失。锐界作为中改车型，各方面配置均有所提升，中期改款后产品力提升，一定程度能够在现有基础上提升销量。金牛座整体改观较大，从车型级别来看应该算作 C 级车，但是主打 B 级车，尤其是中低配的价格基本下探到走量的 B 级车附近。当前长安福特主打的 B 级车蒙迪欧处于生命周期的末期，金牛座有望替代蒙迪欧成为长安福特在 B 级轿车领域的走量车型。

■ **福克斯 ACTIVE：在小型 SUV 领域配置优势明显，预计月销约 3000 辆/月**

**纵向对标：2020 款福克斯两厢版本**

福克斯 ACTIVE 纵向比较的对标车型是两厢福克斯 2020 款，从定价看比基本比类似价位的福克斯贵 3000 元。

整体配置略有提升，体现在：

第一，外形尺寸：车身尺寸整体有所增加，其中长度增加了 19mm，宽度增加了 38mm，高度增加了 50mm，轴距

相同，但是通过性有所提升，定义为 SUV，在保持动力的同时空间有所提升；

第二，内饰：主要变化是中控屏幕，由 8 英寸提升至 12.3 英寸；

第三，智能搭载：语言识别的内容有所增加，低配增加了导航，多媒体，空调等，高配增加了导航与空调。

**横向对标：XR-V，探歌等小型 SUV**

与 XR-V 比较优势主要体现在：

第一，尺寸更大，轴距更长：尤其是轴距相比 XR-V 增加了 95mm，整体空间更大，通过性更好；

第二，动力与操控更好：福克斯 ACTIVE 发动机为 1.5T，对于马力 174，最大功率与扭矩均比 XR-V 性能出色，同时油耗更低。XR-V 采用的是 1.5L 自然吸气。传动层面，ACTIVE 采用 8AT 与旋钮式换挡，XR-V 采用 CVT，此外 XR-V 的后悬采用的是非独立悬挂系统；

第三，内饰来看，ACTIVE 采用 12.3 英寸大屏，XR-V 采用 8 英寸大屏。

**销量预测：计月销在 3000 辆/月**

XR-V 最近 4 年月均销量 13200 辆/月，最近一年月均销量 12850 辆/月。探歌 2018 年 7 月上市，最近一年月均销量 8356 辆/月。我们认为福克斯 ACTIVE 虽然定义是一款偏跨界的车型，但是对外主打为小型 SUV，但由于 ACTIVE 仅是一款作为福克斯车型旗下的某一细分车型，我们预计月销在 3000 辆/月。

**图 1：福克斯 ACTIVE**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 2：福克斯 ACTIVE 内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

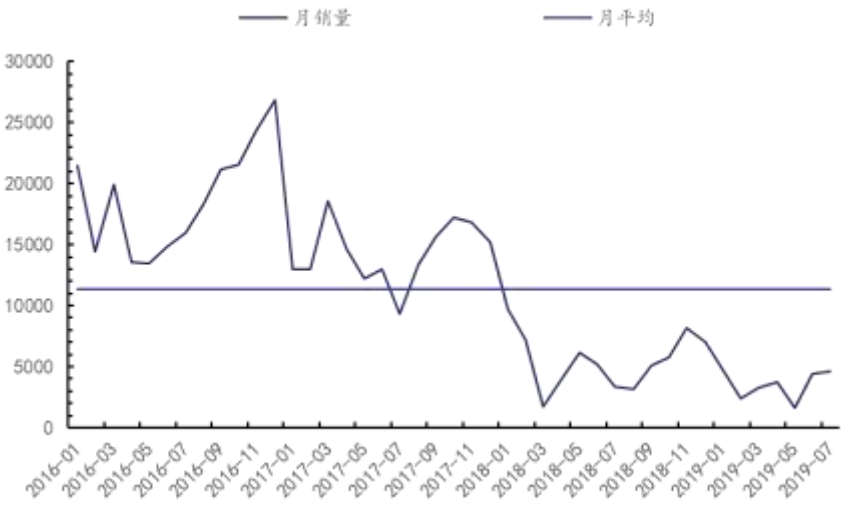
**图 3：福克斯 2020 款**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 4：福克斯 STLINE**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 5：福克斯销量情况**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**表 1：福克斯 ACTIVE 与福克斯 2020 款产品力纵向比较**

| 大类 | 细项 | 福克斯 ACTIVE 自动劲潮版 | 福克斯 ACTIVE 自动劲耀版 | 福克斯 2020 款 两厢 自动峰潮版 | 福克斯 2020 款 两厢 自动峰耀版 | 福克斯 2020 款 两厢 STLINE |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 价格（万） | | 13.98 | 15.38 | 13.68 | 15.08 | 15.08 |
| 外形 | 级别 | 紧凑型 CROSS | 紧凑型 CROSS | 紧凑型轿车 | 紧凑型轿车 | 紧凑型轿车 |
| | 长*款*高（mm） | 4397*1848*1504 | 4397*1848*1504 | 4378*1810*1468 | 4378*1810*1468 | 4404*1810*1454 |
| | 轴距（mm） | 2705 | 2705 | 2705 | 2705 | 2705 |
| | 轮胎 | 215/55 R17 | 215/50 R18 | 205/60 R16 | 215/55 R17 | 215/50 R18 |
| | 灯光 | 卤素 | LED | 卤素 | 卤素 | LED |
| | 天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 | 自动天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 |
| | 最小离地间隙（mm） | 150 | 150 | | | |
| 动力 | 发动机 | 1.5T/174 马力 | 1.5T/174 马力 | 1.5T/174 马力 | 1.5T/174 马力 | 1.5T/174 马力 |
| | 油耗（L/100km） | 5.7 | 5.7 | 5.5 | 5.6 | 5.7 |
| | 3 缸/4 缸 | 3 缸 | 3 缸 | 3 缸 | 3 缸 | 3 缸 |
| | 最大功率 kW | 128 | 128 | 128 | 128 | 128 |
| | 最大扭矩 N*m | 243 | 243 | 243 | 243 | 243 |
| | 百公里加速（s） | 8.9 | 9 | 8.9 | 9 | 9 |
| | 排放标准 | 国 VI | 国 VI | 国 VI | 国 VI | 国 VI |
| 传动 | 悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 |
| | 变速箱 | 8at | 8at | 8at | 8at | 8at |
| 内饰 | 中控 | 12.3 英寸，触控液晶屏 | 12.3 英寸，触控液晶屏 | 8 英寸，触控液晶屏 | 8 英寸，触控液晶屏 | 8 英寸，触控液晶屏 |
| 智能搭载 | 语音识别 | 多媒体系统/导航/电话/空调 | 多媒体系统/导航/电话/空调 | 电话 | 多媒体系统/电话 | 多媒体系统/电话 |
| | 主/被动安全 | | 车道偏离预警<br>车道保持辅助系统<br>主动刹车/主动安全系统 | | 车道偏离预警<br>车道保持辅助系统<br>主动刹车/主动安全系统 | 车道偏离预警<br>车道保持辅助系统<br>主动刹车/主动安全系统 |
| | 巡航系统 | | 定速续航<br>全输自适应巡航 | | 定速续航 | 定速续航 |
| | 驾驶模式 | 运动/经济/标准/雪地 | 运动/经济/标准/雪地 | 运动/经济/标准 | 运动/经济/标准 | 运动/经济/标准 |

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 6：本田 XR-V**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 7：大众探歌**

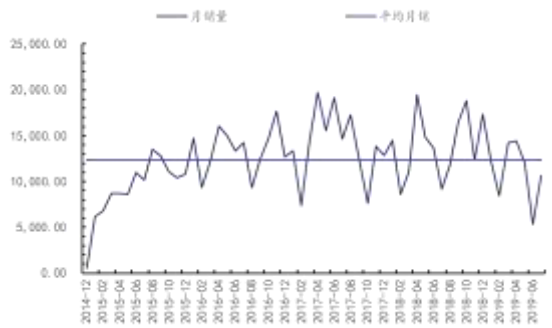
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**表 2：福克斯 ACTIVE 与福克斯 2020 款产品力纵向比较**

| | | 福克斯 ACTIVE 自动劲潮版 | 福克斯 ACTIVE 自动劲耀版 | 本田 XR-V 舒适版 | 本田 XR-V 豪华版 | 大众探歌 两驱进取 | 大众探歌 两驱舒适 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 价格（万） | | 13.98 | 15.38 | 13.99 | 15.98 | 13.78 | 14.78 |
| 外形 | 级别 | 紧凑型 CROSS | 紧凑型 CROSS | 小型 SUV | 小型 SUV | 紧凑型 SUV | 紧凑型 SUV |
| | 长*款*高（mm） | 4397*1848*1504 | 4397*1848*1504 | 4328*1772*1605 | 4328*1772*1605 | 4318*1819*1582 | 4318*1819*1582 |
| | 轴距（mm） | 2705 | 2705 | 2610 | 2610 | 2680 | 2680 |
| | 轮胎 | 215/55 R17 | 215/50 R18 | 205/60 R16 | 215/55 R17 | 215/55 R17 | 215/55 R17 |
| | 灯光 | 卤素 | LED | 卤素 | LED | LED | LED |
| | 天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 | | 全景天窗 |
| | 最小离地间隙（mm） | 150 | 150 | 130 | 130 | 152 | 152 |
| 动力 | 发动机 | 1.5T/174 马力 | 1.5T/174 马力 | 1.5L 131 马力 | 1.5L 131 马力 | 1.4T 150 马力 | 1.4T 150 马力 |
| | 油耗（L/100km） | 5.7 | 5.7 | 6.2 | 6.7 | 5.9 | 5.9 |
| | 3 缸/4 缸 | 3 缸 | 3 缸 | 4 缸 | 4 缸 | 4 缸 | 4 缸 |
| | 最大功率 kW | 128 | 128 | 96 | 96 | 110 | 110 |
| | 最大扭矩 N*m | 243 | 243 | 155 | 220 | 250 | 250 |
| | 百公里加速（s） | 8.9 | 9 | 11.6 | 9 | 9 | 9 |
| | 排放标准 | 国 VI | 国 VI | 国 VI | 国 VI | 国 VI | 国 VI |
| 传动 | 悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 后悬架非独立 | 后悬架非独立 | 独立悬挂 | 独立悬挂 |
| | 变速箱 | 8at | 8at | CVT | CVT | 7 速双离合 | 7 速双离合 |
| 内饰 | 中控 | 12.3 英寸，触控液晶屏 | 12.3 英寸，触控液晶屏 | 8 英寸，触控液晶屏 | 8 英寸，触控液晶屏 | 6.5 英寸，触控液晶屏 | 6.5 英寸，触控液晶屏 |
| 智能搭载 | 语音识别 | 多媒体系统/导航/电话/空调 | 多媒体系统/导航/电话/空调 | | | | |
| | 主/被动安全 | | 车道偏离预警<br>车道保持辅助系统<br>主动刹车/主动安全系统 | | | | 主动刹车/主动安全系统 |
| | 巡航系统 | | 定速续航<br>全速自适应巡航 | | | 定速续航 | 定速续航 |
| | 驾驶模式 | 运动/经济/标准/雪地 | 运动/经济/标准/雪地 | 运动/经济 | 运动/经济 | 运动 | 运动 |

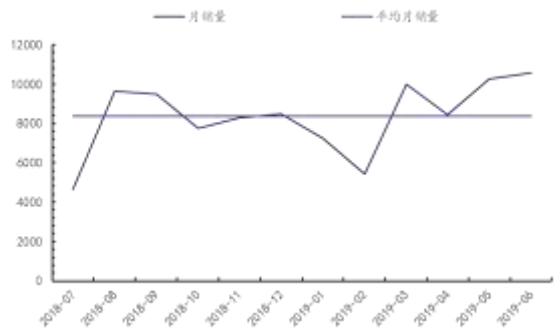
资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 8：本田 XR-V 销量情况**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 9：大众探歌销量情况**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

■ **锐界：外观改善，配置提升显著，预计整体月销回升至 4000 辆/月**

**纵向对标：老款锐界**

新款锐界区别与老款锐界主要体现在三个层面：一是变速箱由 6AT 增配至 8AT，二是内饰中控配置了 12.3 英寸大屏（之前为 8 英寸），三是外观整体设计更加运动时尚。另外，锐界新增了一个高配车型，售价在 38.98 万，配置层面有所提升，比如动力、轮胎等。

**横向对标：7 座汉兰达**

锐界主打的是 7 座车型，主要对标汉兰达。整体尺寸与汉兰达较为接近，锐界在轴距层面更加具备优势，轴距相对汉兰达长 60mm，动力更加出色，变速箱 8AT 比汉兰达 6AT 配置更高，内饰中控屏幕更大，另外在语言识别、主被动安全、巡航系统搭载层面优势均有优势。

**销量分析：预计新款锐界带来销量增量 1000-2000 辆/月，锐界整体销量回升至 4000 辆/月**

对标车型汉兰达最近一年销量为 8641 辆/月，最近三年销量为 8300 辆/月。锐界最近一年销量为 2933 辆/月，三年销量平均为 6834 辆/月。整体来看锐界与汉兰达所处的 7 座中型 SUV 领域车型竞品较少，从过来三年的销量平均来看锐界产品力略微次于汉兰达，当前汉兰达处于产品生命周期末期，广汽丰田在未来半年面临产能问题。结合渠道调研分析，我们预计新款锐界能够带来 1000-2000 台销量增量，锐界整体销量能够从目前的 2500 辆/月回升至 4000 辆/月。

**图 10：锐界 2019 款**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 11：锐界 2019 款内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 12：锐界 STLine**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 13：老款锐界 2018 款**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 14：锐界销量情况**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 15：汉兰达外观**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 16：汉兰达内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**表 3：新、旧锐界与汉兰达对标分析**

| | | 锐界 Stline | 老款锐界 | 汉兰达 |
|---|---|---|---|---|
| 价格（万） | | 26.98/29.98/38.98 | 22.98/24.98/25.98/26.98/29.98/31.98 | 24.88/28.98/29.98/30.68/32.58 |
| 外形 | 级别 | 中型 SUV | 中型 SUV | 中型 SUV |
| | 长*款*高（mm） | 4878*1925*1770 | 4878*1925*1734 | 4890*1925*1720 |
| | 轴距（mm） | 2850 | 2850 | 2790 |
| | 轮胎 | 245/50 R20<br>245/50 R20<br>265/40 R21 | R18/R18/R18/R19/R20/R20 | R18/R19/R19/R19/R19 |
| | 灯光 | LED | 卤素/卤素/卤素/LED/LED/LED | 卤素/卤素/卤素/卤素/LED |
| | 天窗 | 全景天窗 | 最低配无全景，其余均有 | 最低无，其余全景天窗 |
| 动力 | 发动机 | 2.0T 245 马力<br>2.0T 245 马力<br>2.7T 332 马力 | 2.0T 245 马力 | 2.0T 220 马力 |
| | 油耗（L/100km） | 8.4/8.8/10 | 8.5/8.5/8.7/8.7/9.4/9.4 | 8.2/8.3/8.7/8.7/8.7 |
| | 最大功率 kW | 180/180/237 | 180 | 162 |
| | 最大扭矩 N*m | 390/390/503 | 350 | 350 |
| | 百公里加速（s） | 8.4/8.8/10 | | |
| | 排放标准 | 国 VI | 国 V | 国 V |
| 传动 | 悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 |
| | 变速箱 | 8AT | 6AT | 6AT |
| 内饰 | 中控 | 12.8 英寸触控液晶屏 | 无/无/无/8 英寸/8 英寸/8 英寸 | 6.1/6.1/10/10/10/10 |
| 智能搭载 | 语音识别 | 多媒体，导航，电话，空调 | 多媒体，电话 | |
| | 主/被动安全 | 车道偏离预警,车道保持辅助，主动刹车/+并线辅助 | 最高配有车道偏离预警,车道保持辅助，主动刹车/+并线辅助 | 车道偏离预警/主动刹车安全 |
| | 巡航系统 | 全速自适应巡航 | 最低配无，其余为定速巡航 | 28.98 以上有自适应巡航 |
| | 驾驶模式 | 运动 | 运动 | |

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 17：汉兰达销量情况**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

■ **金牛座：配置提升，下探至 B 级错位竞争，预计稳态月销回升至 3000 辆/月**

**纵向对标：老款金牛座**

与老款金牛座相比，低配与高配的定价便宜 1 万，整体外形有所增加，轮胎尺寸有所增加。变速箱由 6AT 增配至 8AT。另外在智能配置如并线辅助、车道偏离预警、车道保持辅助系统、道路交通标识识别，主动刹车与主动安全系统的搭载内容更加丰富。内饰层面，中控屏由 8 英寸增配至 12.3 英寸。

**横向对标：丰田皇冠、凯迪拉克 XTS、大众帕萨特**

金牛座定位为中型车，但尺寸与定位为中大型的丰田皇冠、凯迪拉克基本相当。与丰田皇冠相比，外观在天窗、轮胎层面有优势，动力优势也相对明显，内饰层面搭配的是 12.8 英寸，而皇冠为 5 英寸。

与凯迪拉克 XTS 相比轴距、动力、以及变速箱（6AT）、内饰（大屏）层面优势显著。与帕萨特相比最大的优势在于尺寸（长度长 85mm，轴距长 78mm），此外动力与变速箱（7WT）配置层面。

**销量分析：预计稳态月销在 3000 辆/月**

过去三年金牛座月均销量为 1464 辆/月，最近一年金牛座销量为 251 辆/月。最近三年皇冠销量为 2734 辆/月，最近一年销量为 1879 辆/月，最近三年凯迪拉克 XTS 销量为 4331 辆/月，最近一年凯迪拉克销量为 5183 辆/月。金牛座中配车型的定价分为 22.89 和 24.89 万，上市稳态后加上部分终端折扣，基本下探到了 20 万附近主流 B 级车价格区间，而金牛座本身作为一款 C 级车主打 B 级市场，在尺寸和配置层面优势均十分显著，结合渠道调研分析，我们预计金牛座稳态月销在 3000 辆/月。

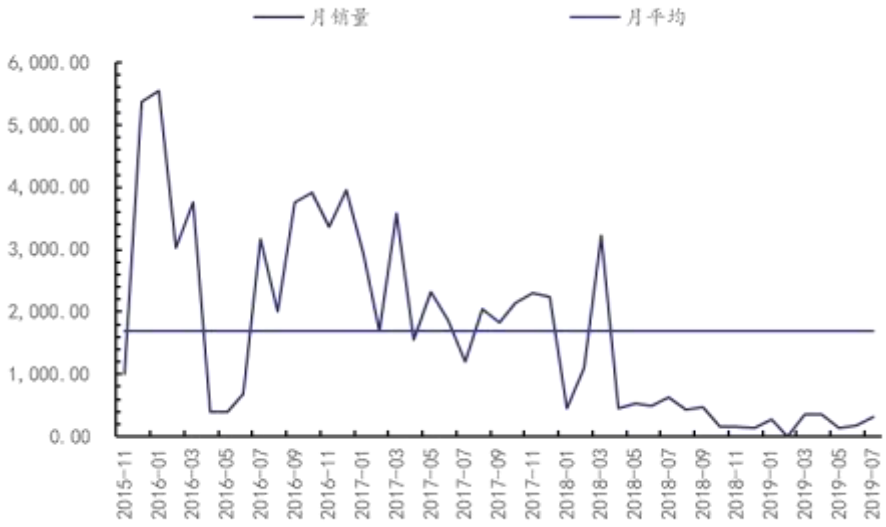
**图 18：新款金牛座**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 19：新款金牛座内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 20：金牛座销量情况**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 21：丰田皇冠**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 22：丰田皇冠内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 23：凯迪拉克 XTS**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 24：凯迪拉克 XTS 内饰**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**表 4：金牛座及其对标车型分析**

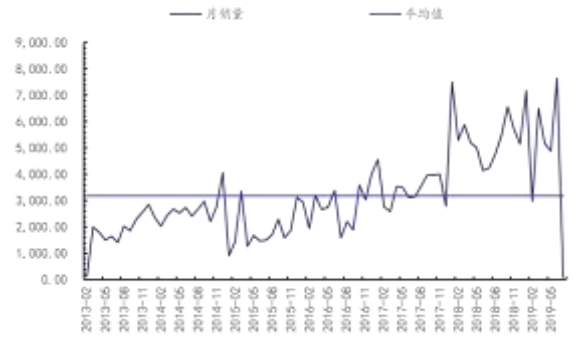
| | | 2019 款金牛座 | 丰田皇冠 | 凯迪拉克 XTS | 帕萨特 |
|---|---|---|---|---|---|
| 价格（万） | | 22.89/24.89/28.89 | 25.08/27.98/28.98 | 21.99/23.99/27.29 | 22.89/23.49/25.49 |
| 外形 | 级别 | 中型车 | 中大型车 | 中大型车 | 中型车 |
| | 长*款*高（mm） | 5018*1884*1506 | 5020*1805*1480 | 5103*1852*1502 | 4933*1836*1469 |
| | 轴距（mm） | 2949 | 2925 | 2837 | 2871 |
| | 轮胎 | R18/R19/R19 | R17/R17/R18 | R18 | R18 |
| | 灯光 | LED。 | LED | LED | LED |
| | 天窗 | 全系：全景天窗 | 无/电动天窗/电动天窗 | 全景天窗 | 全景天窗 |
| 动力 | 发动机 | 全系：2.0T 245 马力 | 全系：2.0T 235 马力 | 全系：2.0T 269 马力 | 2.0T 186/2.0T 220 |
| | 油耗（L/100km） | 7.2/7.5/7.5 | 7.1/7.4/7.4 | 7.9 | 6.3/6.7/6.7 |
| | 最大功率 kW | 180 | 173 | 198 | 137/162/162 |
| | 最大扭矩 N*m | 390 | 350 | 353 | 320 |
| | 百公里加速（s） | 8.5 | | 8.1 | 8.4/7.4/7.4 |
| | 排放标准 | 国六 | 国 V | 国 V | 国 V/国 VI/国 VI |
| 传动 | 悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 | 独立悬挂 |
| | 变速箱 | 全系：8AT | 全系：8AT | 全系：6AT | 全系：7 档双离合 |
| 内饰 | 中控 | 全系：12.8 英寸触控液晶屏 | 全系：5 英寸或 7 英寸 | 全系：8 英寸触控液晶 | 9.2 英寸触控液晶 |
| 智能搭载 | 语音识别 | 全系：多媒体、导航、电话、空调 | 无 | 多媒体、导航、电话 | 多媒体、导航 |
| | 主/被动安全 | 中高配：并线辅助、车道偏离预警、车道保持辅助、道路交通安全、主被动刹车 | 中高配：主被动刹车 | 高配：并线辅助、车道偏离预警、车道保持辅助、主被动刹车 | 并线，主被动，疲劳并线，车道偏离，车道保持，主被动安全并线，车道偏离，车道保持，主被动安全，疲劳驾驶 |
| | 巡航系统 | 定速/全速/全速 | 无/自适应/自适应 | 定速 | 全速 |
| | 驾驶模式 | 运动，经济，标准 | 运动，经济，标准，雪地 | | 运动 |

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 25：丰田皇冠销量情况**

资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

**图 26：凯迪拉克 XTS 销量情况**




资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

## ■ 风险提示

第一，福特新产品导入力度不及预期，福特销量不及预期;

第二，行业供给端竞争加剧，公司新品市场认可度低于预期;

第三，行业复苏进度低于预期。

## ■ 投资建议：低估值，大周期，维持“买入”评级

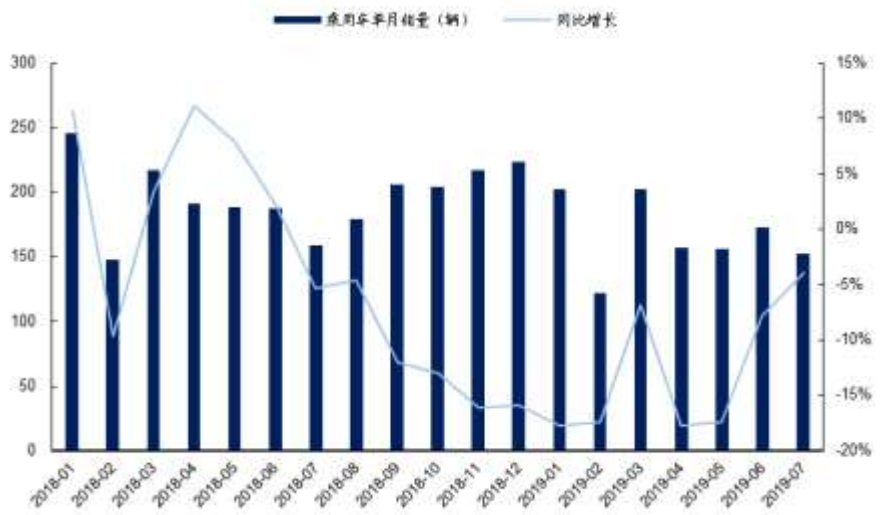
公司核心看点是长安福特，短期来看，目前长安福特销量尚未出现明显改善，主要受需求端因素以及产品周期初始阶段的影响。长期来看，国内汽车行业处于成长向成熟期转变，整车企业竞争加大，产品周期对销量和利润的影响更加凸显。长安福特的“1515 计划”推出蒙迪欧、翼虎、翼博、锐界等车型加速了销量和利润的增长，后续 2016-2018 年换代改款产品稀缺。2019 年推出“330 计划”，3 年内推出 30 款新车型，产品导入开始加速。我们看好福特加大中国市场改革（地位、车型、研发、渠道），加速长安福特新车导入后销量和盈利能力的快速恢复。考虑到公司目前尚未盈利，我们按照 PB 进行估值，我们预计公司 2019-2021 年每股净资产为 9.64/9.77/9.98 元，考虑到后期公司扭亏为盈，盈利有望大幅度改善，同时对标标的 PB 基本位于 1.2-1.5PB 区间（长城汽车 1.50PB、上汽集团 1.24PB，广汽集团 1.46PB），我们公司给予 2019 年市净率 1.0-1.1 倍估值，对应合理估值区间 9.64-10.60 元，维持“买入”评级。

**表 5：可比公司对标分析**

| 代码 | 公司简称 | 股价（元） | 总市值（亿） | EPS（元） | | | PE | | | 评级 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | 2019E | 2020E | 2021E | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 8.58 | 412.00 | 0.04 | 0.58 | 0.92 | 214.50 | 14.79 | 9.33 | 买入 |
| 600104.SH | 上汽集团 | 24.50 | 2862.00 | 3.03 | 3.27 | 3.49 | 8.09 | 7.49 | 7.02 | 买入 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 10.88 | 1114.00 | 1.09 | 1.24 | 1.35 | 9.98 | 8.77 | 8.06 | 未评级 |
| 601633.SH | 长城汽车 | 8.41 | 768.00 | 0.61 | 0.68 | 0.77 | 13.79 | 12.37 | 10.92 | 买入 |

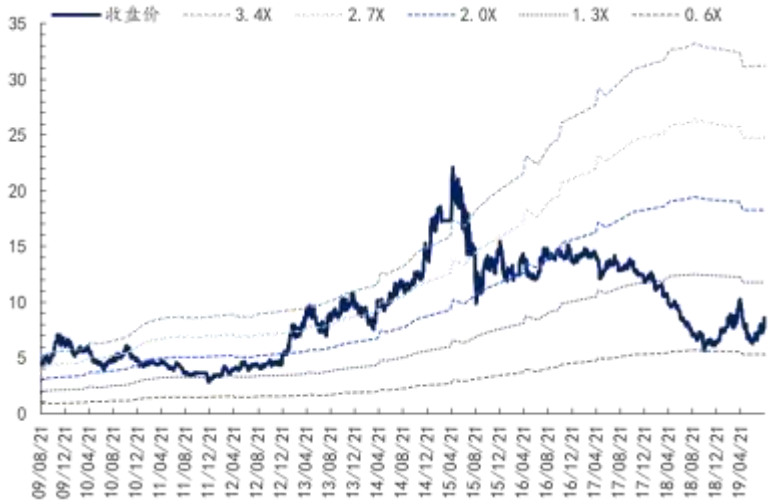
资料来源：wind、国信证券经济研究所测算
备注：未评级公司盈利预测参照 wind 一致预期

**图 27：乘用车单月销量及同比增速**




资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

**图 28：长安汽车历史 PB-Band**




资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

# 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 现金及现金等价物 | 9981 | 19132 | 17248 | 15453 |
| 应收款项 | 25204 | 20163 | 24196 | 26615 |
| 存货净额 | 4917 | 3785 | 4562 | 5016 |
| 其他流动资产 | 3111 | 2489 | 2987 | 3285 |
| **流动资产合计** | **43213** | **45568** | **48992** | **50370** |
| 固定资产 | 27545 | 31438 | 35087 | 38451 |
| 无形资产及其他 | 5018 | 4818 | 4617 | 4416 |
| 投资性房地产 | 4437 | 4437 | 4437 | 4437 |
| 长期股权投资 | 13275 | 12452 | 11628 | 10805 |
| **资产总计** | **93489** | **98714** | **104762** | **108480** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 197 | 15138 | 14159 | 13577 |
| 应付款项 | 28724 | 22108 | 26646 | 29299 |
| 其他流动负债 | 14239 | 11005 | 13232 | 14534 |
| **流动负债合计** | **43160** | **48251** | **54037** | **57410** |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 4176 | 4299 | 4423 | 4546 |
| **长期负债合计** | **4176** | **4299** | **4423** | **4546** |
| **负债合计** | **47336** | **52550** | **58459** | **61956** |
| 少数股东权益 | (92) | (129) | (613) | (1384) |
| 股东权益 | 46245 | 46292 | 46916 | 47908 |
| **负债和股东权益总计** | **93489** | **98714** | **104762** | **108480** |

| 关键财务与估值指标 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 0.14 | 0.04 | 0.58 | 0.92 |
| 每股红利 | 0.45 | 0.03 | 0.45 | 0.71 |
| 每股净资产 | 9.63 | 9.64 | 9.77 | 9.98 |
| ROIC | 0% | 3% | 3% | 3% |
| ROE | 1% | 0% | 6% | 9% |
| 毛利率 | 15% | 15% | 15% | 15% |
| EBIT Margin | -1% | 2% | 2% | 3% |
| EBITDA Margin | 4% | 7% | 7% | 7% |
| 收入增长 | -17% | -20% | 20% | 10% |
| 净利润增长率 | -90% | -69% | 1223% | 59% |
| 资产负债率 | 51% | 53% | 55% | 56% |
| 息率 | 4.8% | 0.4% | 4.7% | 7.6% |
| P/E | 66.5 | 215.9 | 16.3 | 10.3 |
| P/B | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 37.9 | 26.5 | 24.1 | 22.2 |

| 利润表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **66298** | **53039** | **63646** | **70011** |
| 营业成本 | 56583 | 45267 | 54320 | 59752 |
| 营业税金及附加 | 2306 | 610 | 732 | 805 |
| 销售费用 | 5283 | 3872 | 4646 | 5041 |
| 管理费用 | 2783 | 2153 | 2428 | 2651 |
| 财务费用 | (427) | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | (71) | (1500) | 1280 | 3060 |
| 资产减值及公允价值变动 | (239) | (239) | (239) | (239) |
| 其他收入 | 338 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | (201) | (601) | 2561 | 4583 |
| 营业外净收支 | 860 | 860 | 860 | 860 |
| **利润总额** | **658** | **259** | **3421** | **5443** |
| 所得税费用 | (65) | 32 | 428 | 680 |
| 少数股东损益 | 43 | 17 | 222 | 353 |
| **归属于母公司净利润** | **681** | **210** | **2772** | **4410** |

| 现金流量表（百万元） | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---|---|---|---|---|
| **净利润** | 681 | 210 | 2772 | 4410 |
| 资产减值准备 | (13) | 7 | 12 | 15 |
| 折旧摊销 | 3100 | 2550 | 2790 | 3071 |
| 公允价值变动损失 | 239 | 239 | 239 | 239 |
| 财务费用 | (427) | 0 | 0 | 0 |
| 营运资本变动 | (5932) | (2924) | 1592 | 921 |
| 其它 | (80) | (44) | (496) | (786) |
| **经营活动现金流** | **(2006)** | **37** | **6908** | **7870** |
| 资本开支 | (7349) | (6488) | (6488) | (6488) |
| 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **投资活动现金流** | **(6526)** | **(5665)** | **(5665)** | **(5665)** |
| 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (7) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (2169) | (162) | (2148) | (3418) |
| 其它融资现金流 | **233** | **14942** | **(979)** | **(582)** |
| **融资活动现金流** | (4119) | 14779 | (3127) | (4000) |
| **现金净变动** | (12651) | 9151 | (1884) | (1795) |
| 货币资金的期初余额 | 22632 | 9981 | 19132 | 17248 |
| 货币资金的期末余额 | 9981 | 19132 | 17248 | 15453 |
| 企业自由现金流 | (10903) | (5868) | (776) | (954) |
| 权益自由现金流 | (10677) | 9074 | (1755) | (1536) |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

《长安汽车-000625-重大事件快评：江铃控股混改，长安持股比例稀释减亏》 ——2019-04-08
《长安汽车-000625-重大事件快评：福特发布本土化战略 2.0，更福特更中国》 ——2019-04-08
《长安汽车-000625-重大事件快评：联手腾讯阿里，进军移动出行领域》 ——2019-03-25
《长安汽车-000625-重大事件快评：去库存销量持续下滑，低估值下静候产品周期》 ——2019-02-19
《长安汽车-000625-重大事件快评：重塑品牌架构，子品牌多点开花》 ——2019-02-13

## 国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|---|---|---|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

# 国信证券经济研究所

**深圳**
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

**上海**
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

**北京**
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032