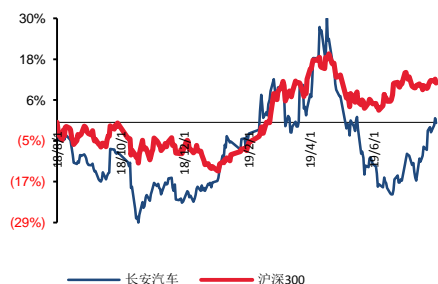


可选消费 汽车与汽车零部件

## 长安汽车系列报告二: 长安自主—昔日出血点, 未来造血机

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	4,803/4,803
总市值/流通(百万元)	37,653/37,653
12个月最高/最低(元)	10.32/5.68

## 相关研究报告:

长安汽车(000625)《福特9月环比增42%, 自主新品周期开启》  
--2019/10/09

长安汽车(000625)《3年18款新车打底, 福特加速计划开启》  
--2019/09/26

## 证券分析师: 白宇

电话: 010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020004

## 助理分析师: 赵水平

电话: 15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

## 证券分析师: 刘文婷

电话: 021-61372565

E-MAIL: liuwt@tpyzq.com

## 报告摘要

**自主强产品周期开启, 改善指日可待。**进入三季度以来, 长安自主品牌步入新的强产品周期, 随着全新中高端产品CS75Plus上市热销, 以及各个业务板块也进行了重新梳理与调整。我们认为长安自主板块销量有望重振雄风, 同时一直被诟病的利润也有望得到极大改善, 昔日的出血点有望成为未来的造血机。

**自主各板块业务重新梳理, 聚焦核心品牌产品。**长安自主实质上包含长安旗下四大整车业务单元: 长安乘用车(长安自主品牌)、长安商用车(欧尚、科尚等)、长安轻型车(凯程、睿行、神琪等)、长安新能源。四大业务单元产品市场表现与定位有所差异, 长安乘用车主品牌市场知名度高, CS与逸动系列多款爆款产品, 全新一代产品CS85与CS75Plus进一步提升了品牌形象。欧尚重新定位后以全新形象进入消费者视野, 有望取得新的突破。长安凯程与新能源业务短期对上市公司整体业绩形成一定拖累, 后续有望进行新的调整与规划。

**欧尚长安自主品牌形成协同, 短期拖累有限。**长安欧尚依托长安汽车全球研发体系, 核心技术同步于长安乘用车, 同时, 由于长安欧尚与长安乘用车共享长安全球研发中心全新模块化MPA平台, 实现了100%平台通用率, 因此, 长安欧尚投入成本有限, 运营效率更高。

**投资建议:**我们预计长安汽车Q3单季度自主环比改善将十分明显, 改善幅度甚至好于市场关注度很高的长安福特, 我们维持对长安汽车的“买入”评级。

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	66298	65748	68181	69899
(+/-%)	(17.14)	(0.83)	3.70	2.52
净利润(百万元)	681	51	3802	5217
(+/-%)	(90.46)	(92.51)	7357.30	37.22
摊薄每股收益(元)	0.14	0.01	0.79	1.09
市盈率(PE)	55.31	738.57	9.90	7.22

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 结论：昔日出血点，未来造血机！ .....	4
二、 长安自主简介：聚焦核心品牌，分拆出血部分 .....	4
(一) 自主四大业务规划 .....	4
(二) 出血点：长安凯程和长安新能源，未来有望分拆出上市公司 .....	5
(三) 上市公司聚焦核心主品牌——长安和欧尚分拆出上市公司 .....	5
三、 聚焦点——长安主品牌：核心品牌，产品结构不断上行，管理改善预期最强 .....	5
(一) 长安主品牌简介 .....	5
(二) 车型平台统一化 .....	7
(三) 家族动力总成平台，动力总成研发效率提升 .....	7
(四) 家族化外形平台，造型研发效率提升 .....	8
(五) 家族化内饰平台，内饰研发效率提升 .....	9
(六) 强有力的产品周期到来，销量上行趋势明显 .....	10
四、 聚焦点——欧尚：未来与长安主品牌形成协同，短期拖累有限 .....	10
五、 投资策略：看好长安自主的绝地翻身，从出血点变为造血机！ .....	11
六、 风险提示 .....	11

## 图表目录

图表 1：长安汽车自主各板块业务情况.....	4
图表 2：长安自主乘用车产品矩阵.....	6
图表 3：长安自主乘用车品牌销量及各产品占比情况.....	6
图表 4：长安乘用车整车制造平台.....	7
图表 5：长安 NE 动力平台.....	8
图表 6：长安乘用车家族化外观-前脸.....	9
图表 7：长安乘用车家族化外观-尾部.....	9
图表 8：长安乘用车家族化内饰.....	9
图表 9：长安乘用车未来新车规划情况.....	10

## 一、 结论：昔日出血点，未来造血机！

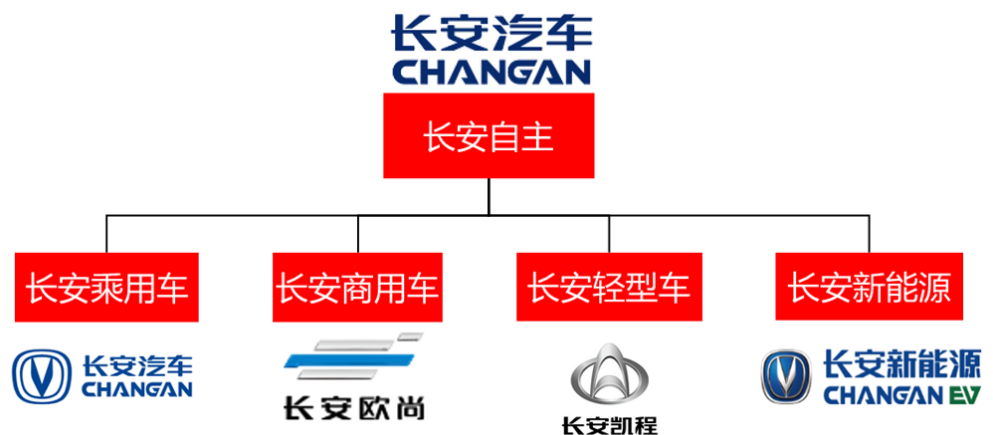
长安自主作为国内自主品牌最早销量过百万的车企，曾经集万千荣耀于一身，后续随着长城、吉利的崛起并在销量上实现超越，加之行业自身进入低谷，长安自主也随之陷入短期的困境。同时作为投资者最关心的利润问题，长安自主则一直以来扮演着出血者的角色，除了15、16年实现微利以外，其他年份均出现不同程度的亏损，2019年上半年更是亏损达到20亿元左右，卖车不赚钱且车型业务板块繁杂也一直被诟病。

进入三季度以来，长安主品牌步入新的强产品周期，随着全新中高端产品CS75Plus上市热销，以及各个业务板块也进行了重新梳理与调整。我们认为长安自主板块销量有望重振雄风，同时一直被诟病的利润也有望得到极大改善，昔日的出血点有望成为未来的造血机

## 二、 长安自主简介：聚焦核心品牌，分拆出血部分 (一) 自主四大业务规划

长安自主实质上包含长安旗下四大整车业务单元：长安乘用车（长安主品牌）、长安商用车（欧尚、科尚等）、长安轻型车（凯程、睿行、神琪）、长安新能源。四大业务单元产品市场表现与定位有所差异，长安乘用车主品牌市场知名度高，CS与逸动系列多款爆款产品，全新一代产品CS85与CS75Plus进一步提升了品牌形象。欧尚重新定位后以全新形象进入消费者视野，有望取得新的突破。长安凯程与新能源业务短期对上市公司整体业绩形成一定拖累，后续有望进行新的调整与规划。

图表 1：长安汽车自主各板块业务情况



资料来源：公司官网，盖世汽车，太平洋研究院整理

## (二) 出血点：长安凯程和长安新能源，未来有望分拆出上市公司

长安凯程作为原轻型商用车演化出的品牌，2019年2月长安轻型事业部在重庆产权交易网公告拟引入战略投资者，方式以合法拥有的轻型车相关业务和资产与投资者进行合作。凯程品牌未来将定位于“短途物流服务智能解决方案的领导者”，业务方面将承载长安汽车旗下所有商用车业务，产品上除了现有产品还将向微车、新能源和中高端皮卡方面拓展。未来随着战略投资者的引入逐步从上市公司体内实现分拆。

长安新能源作为2018年8月公司进行内部资产重组后新成立的独立板块，主要资产以及相关的业务、人员来自公司原有各个板块分散的新能源汽车相关业务。长安新能源科技有限公司于2018年10月在上海联合产权交易所公开挂牌寻求战略投资，2019年6月到期后向申请暂时终止本次公开挂牌增资事项，同时表示公司后续将进一步优化新能源科技公司混改方案，择机引入社会资本，增强新能源科技公司核心竞争力，稳步推进公司新能源战略“香格里拉计划”，未来有望逐步分拆出上市公司。

## (三) 上市公司聚焦核心主品牌——长安和欧尚分拆出上市公司

2018年，长安汽车发起“第三次创业——创新创业计划”，致力于实现向智能出行科技公司的转型，产品端以聚焦长安与欧尚两大品牌为主。

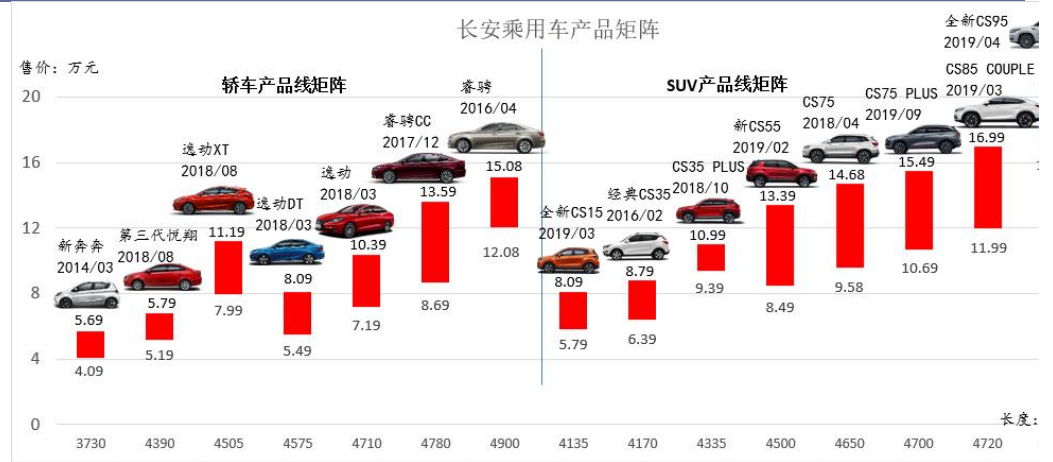
聚焦作为一种经营策略，国内长城等领先企业均有成功的应用。我们认为过去长安自主品牌线过于冗长，确实需要聚焦重塑品牌。只有通过聚焦核心品牌，才能将资源有效利用，才能让销量、品牌、利润紧密的结合在一起。

## 三、聚焦点——长安主品牌：核心品牌，产品结构不断上行，管理改善预期最强

### (一) 长安主品牌简介

长安乘用车主品牌作为长安汽车自主体系最核心的板块，坐拥最核心的产品、技术研发团队与资源，专注于乘用车业务，定位在自主体系内偏中高端。主要产品涵盖SUV品类的CS系列、以及轿车品类的逸动（A级紧凑型）、睿骋（B级中高端产品）、悦翔及奔奔（小型车）等系列，主要对标自主品牌第一梯队中的长城、吉利、上汽荣威及广汽传祺等。

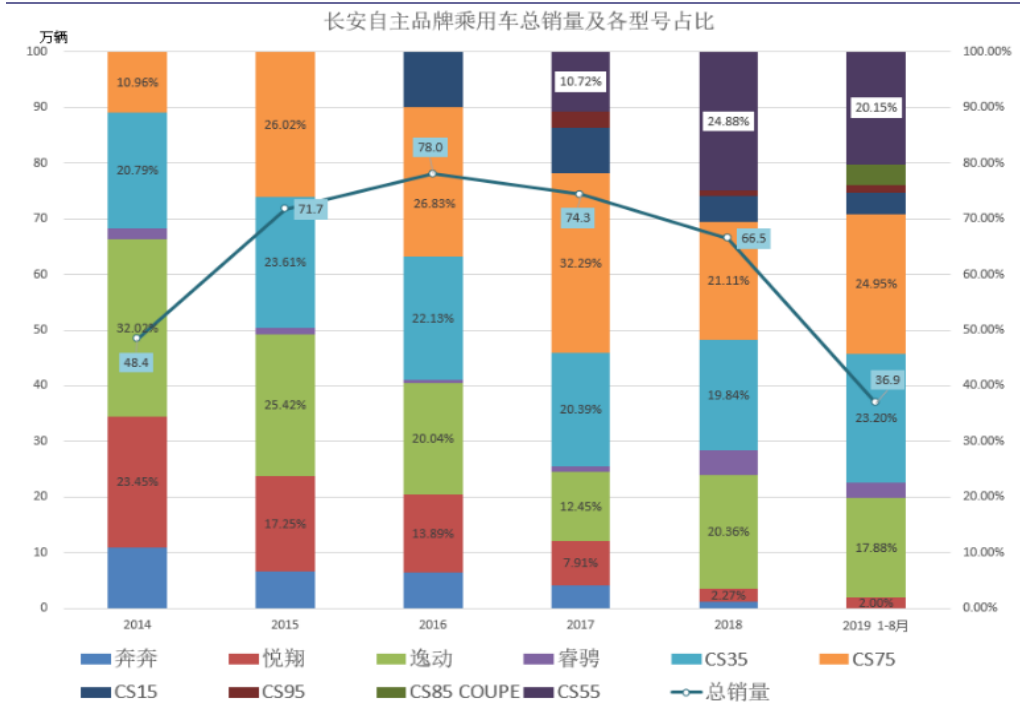
图表 2：长安自主乘用车产品矩阵



资料来源：汽车之家，公司官网，太平洋研究院整理

长安自主乘用车销量在 2016-2017 年达到高点，最高年销量接近 80 万辆，2018 年由于车市下行有一定下滑，SUV 车型中 CS35/55/75 均为主力车型，销售占比均为 20%左右，轿车车型中，逸动系列表现亮眼，销售占比超过 15%。随着 2015 年以来的 SUV 产品周期，长安品牌的整车 ASP 在不断上行当中，产品结构不断优化。

图表 3：长安自主乘用车品牌销量及各产品占比情况



资料来源：乘联会，太平洋研究院整理

## (二) 车型平台统一化

从2016年起，长安汽车提出“模块化、平台化”等产品研发战略，逐步形成四大生产平台，实现零件互通化，计划基于每个平台推出多款车型，包括轿车、SUV和MPV。进行不同类型产品开发，推出在用途、价格和风格方面定位差异化的产品，在各大类市场实施多产品布局，以最大程度满足整个各类市场不同用户类型的需求，迅速提升市场份额。

其中，P3平台是长安的经典平台，基于这一平台推出多款车型，包括传统轿车和加强型轿车，以及SUV和MPV。”除了中型车P3平台外，P1、P2和P4会为小型车、紧凑型车和中大型车这三个级别平台，目前长安睿骋CC以及逸动就是基于P3平台进行打造。

图表4：长安乘用车整车制造平台



资料来源：搜狐汽车，太平洋研究院整理

## (三) 家族动力总成平台，动力总成研发效率提升

2019年6月，长安正式发布全新动力研发平台—NE发动机平台，这是长安汽车基于模块化开发技术，历时4年打造的中国汽车品牌首个动力平台。蓝鲸NE动力平台设计兼容1.0-1.8L排量，通用化率高达98%，产线自动化率、智能化率均达到国际先进水平。在满足国6b排放标准的同时，蓝鲸NE动力平台预设欧7升级路径，配合3.0Nm/kg的轻量化技术指标，全系兼容48V轻

混、HEV 混动、PHEV 插电混动、REEV 增程式混动等设计，全面拥抱电气化时代。

图表 5：长安 NE 动力平台



资料来源：汽车之家，太平洋研究院整理

#### (四) 家族化外形平台，造型研发效率提升

长安启用全新家族化造型设计，近两年不断优化，使得新车颜值给人一种耳目一新的冲击感。蝶翼式前脸、贯穿式尾灯等家族设计，极高的提升了品牌辨识度，同时也将有效的降低设计成本。

(1) 蝶翼式前脸：家族化的设计风格就是一个品牌同一年代的车型造型比较像，而最能够体现造型相似的部位当属汽车的前脸进气格栅部分。长安家族前脸采用蝶翼式脸谱，普通版车型独特的六边形进气格栅与两侧线条犀利的车灯交接在一起，显得时尚锐利而又大气十足。运动版车型的前脸采用大面积菱形网状进气格栅，相比普通版造型设计，视觉上更加霸气。



图表 6：长安乘用车家族化外观-前脸



资料来源：易车网，搜狐汽车，太平洋研究院整理

(2) 贯穿式尾灯：尾部设计保持稳定风格，主尾灯设计采用贯穿式尾灯，排气管采用十分提气的双边双出布局，看起来更有层次感。（CS35、新 CS55、CS75 尾部设计）

图表 7：长安乘用车家族化外观-尾部



资料来源：易车网，汽车之家，太平洋研究院整理

### (五) 家族化内饰平台，内饰研发效率提升

内饰是整车设计成本当中的另外重要一部分，2018 年以来，长安品牌整体启用了全新的家族内饰语言：环抱式座舱风格、中控屏贯穿等使得长安内饰整体水平大幅度提升，同时也一改过去每车一个内饰设计的高成本方案。

图表 8：长安乘用车家族化内饰

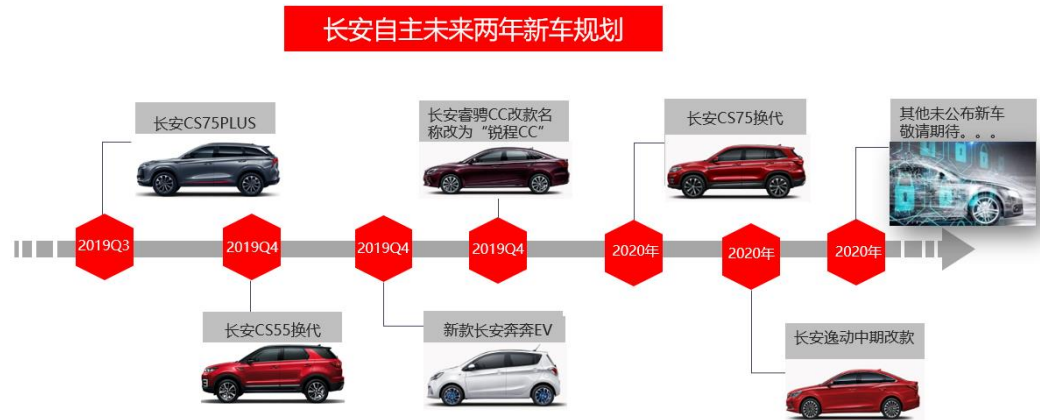


资料来源：易车网，汽车之家，太平洋研究院整理

## (六) 强有力的产品周期到来，销量上行趋势明显

2019年以来，伴随着长安CS85Couple与CS75Plus等重磅产品的推出，拉开了长安自主两年以上的新产品周期，长安自主未来两年各个业务板块将有多款新车陆续推出。今年四季度将有CS55换代、睿骋CC改款、欧尚X7、凯程F70等多款产品推出，明年CS75与逸动系列也将迎来换代改款，未来两年将迎来长安自主的超强产品周期。

图表9：长安乘用车未来新车规划情况



资料来源：盖世汽车，汽车之家，太平洋研究院整理

## 四、聚焦点——欧尚：未来与长安主品牌形成协同，短期拖累有限

欧尚汽车的前身是长安商用车，是交叉性乘用车（微车）的先行者，代表车型长安之星。2012年起，随着居民收入提升及购车舒适度要求提高，微面市场逐渐萎缩，取而代之的是10万以下的SUV市场。在此背景下，长安商用车开始寻求积极转型，从主打微面转型为主攻SUV与MPV领域。公司从2015年开始推出SUV产品长安CX70、长安CX70T，家用MPV产品欧诺、欧尚。2017年长安商用车正式更名为长安欧尚，2018年定位向年轻化高端化方向调整，推出全新钻石标，新车代表科赛、科尚。

公司转型的过程中自然伴随着原有产品销量不断探底，长安微车目前已基本停售。而新产品销量不断上升，公司从2018年全面转型年轻高端化SUV，2018年SUV销量6.6万辆，2019年1-8月累计销量4.17万辆，预计全年将比2018年销量有所提升。

盈利面上来看，由于与长安乘用车共享研发体系，低成本试水向上突破。长安欧尚依托长安汽车全球研发体系，核心技术同步于长安乘用车，动力总成技术源于“蓝鲸”计划，包括蓝鲸发动机1.5T、1.8T、2.0T、蓝鲸NE1.4GDIT发动机，变速箱主要采用爱信6AT、8AT，与蓝鲸匹配成黄金动力组合。同时，由于长安欧尚与长安乘用车共享长安全球研发中心全新模块化MPA平台，

实现了 100%平台通用率，因此，长安欧尚投入成本有限，运营效率更高。

简言之，欧尚属于用有限的成本投入试水中高端产品，对品牌向上有重要意义。目前销量从底部有望上行，且对长安自主盈利整体拖累幅度有限。

## 五、 投资策略：看好长安自主的绝地翻身，从出血点变为造血机！

长安自主板块一季度亏损达到 20 亿左右，二季度通过降本增效等途径实现大幅减亏，三季度伴随着乘用车主品牌中高端产品 CS75Plus 的热销以及新品周期的开启，业绩拐点清晰可见。当下各业务板块梳理后将聚焦乘用车核心品牌，逐步分拆剥离非核心资产，长安乘用车主品牌有望逐步实现盈利且欧尚拖累幅度有限，看好长安自主的绝地翻身，从昔日的出血点变为未来的造血机。

我们预计长安汽车 Q3 单季度自主环比改善将十分明显，改善幅度甚至好于市场关注度很高的长安福特，我们维持对长安汽车的“买入”评级。

## 六、 风险提示

- 1、公司新车型上市后销量不达预期；
- 2、林肯国产化进展不达预期；
- 3、乘用车行业复苏进度不达预期。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	22,632	9,981	22,105	13,813	33,383	营业收入	80,012	66,298	65,748	68,181	69,899
应收和预付款项	33,711	26,070	28,296	29,885	30,235	营业成本	69,363	56,583	57,385	57,599	58,750
存货	4,666	4,917	6,201	4,084	7,121	营业税金及附加	3,074	2,306	2,617	2,568	2,719
其他流动资产	1,748	2,245	1,646	1,880	1,924	销售费用	3,978	5,283	5,036	4,445	4,788
流动资产合计	62,757	43,213	58,249	49,663	72,662	管理费用	5,280	2,783	2,788	2,829	3,131
长期股权投资	14,099	13,275	13,275	13,275	13,275	财务费用	(525)	(427)	(463)	106	140
投资性房地产	8	7	7	7	7	资产减值损失	252	239	320	270	276
固定资产	19,045	22,161	21,209	20,257	19,304	投资收益	6,906	(71)	1,391	2,896	4,376
在建工程	3,234	5,384	5,384	5,384	5,384	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	4,885	5,808	4,976	4,144	3,312	营业利润	7,152	(201)	(543)	3,259	4,470
长期待摊费用	14	17	13	8	4	其他非经营损益	29	860	594	494	649
其他非流动资产	1,534	1,656	1,546	1,578	1,593	利润总额	7,181	658	51	3,753	5,119
资产总计	106,125	93,489	106,624	96,284	117,510	所得税	(28)	(65)	(2)	(168)	(300)
短期借款	185	190	0	0	0	净利润	7,208	723	52	3,921	5,419
应付和预收款项	46,383	33,360	46,877	33,660	50,181	少数股东损益	71	43	1	120	202
长期借款	7	0	0	0	0	归母股东净利润	7,137	681	51	3,802	5,217
其他负债	12,074	13,779	12,562	12,805	13,049						
负债合计	58,662	47,336	60,110	46,695	63,532	预测指标					
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	5,099	5,057	5,657	5,657	5,657	毛利率	13.31%	14.65%	12.72%	15.52%	15.95%
留存收益	37,585	36,108	36,147	39,100	43,287	销售净利率	8.94%	-0.30%	-0.83%	4.78%	6.40%
归母公司股东权益	47,599	46,245	46,607	49,560	53,747	销售收入增长率	1.87%	-17.14%	-0.83%	3.70%	2.52%
少数股东权益	(136)	(92)	(91)	29	231	EBIT 增长率	-45.68%	-119.4%	4.07%	-434.3%	37.03%
股东权益合计	47,463	46,153	46,516	49,589	53,978	净利润增长率	-30.61%	-90.46%	-92.51%	7357.3%	37.22%
负债和股东权益	106,125	93,489	106,624	96,284	117,510	ROE	14.99%	1.47%	0.11%	7.67%	9.71%
						ROA	6.79%	0.77%	0.05%	4.07%	4.61%
						ROIC	35.28%	-3.01%	-3.17%	16.31%	15.04%
						EPS(X)	1.49	0.14	0.01	0.79	1.09
						PE(X)	5.28	55.31	738.57	9.90	7.22
						PB(X)	0.79	0.81	0.81	0.76	0.70
						PS(X)	0.47	0.57	0.57	0.55	0.54
						EV/EBITDA(X)	4.76	8.50	16.21	3.99	0.19

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	(1,370)	(3,887)	9,485	(9,793)	16,292
投资性现金流	4,428	(6,569)	1,391	2,896	4,376
融资性现金流	(4,575)	(1,353)	1,248	(1,395)	(1,098)
现金增加额	(1,508)	(11,82)	12,124	(8,292)	19,570

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。