



000625.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.06

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	6.6	9.3	(24.8)	(11.8)
相对深证成指	(23.2)	3.9	(15.1)	(11.4)

发行股数(百万)	4,803
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	33,907
3个月日均交易额(人民币 百万)	212
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7月16日收市价为标准

相关研究报告

《长安汽车——黑暗将尽, 守望黎明》20190430
《汽车行业2019年中期策略——黎明将至》
20190702

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

Q2 业绩环比大幅改善, 长安福特拐点将至

公司发布 2019 年半年度业绩预告, 归母净亏损 19.0-26.0 亿元, 同比下滑 218.0%-261.5%, 每股亏损约 0.40 至 0.54 元。预计公司 Q2 业绩大幅改善主要是由于自主品牌降本与控费用效果显著, 加之收到政府补贴, 自主品牌盈利能力显著好转。长安福特重整营销体系, 目前库存处于低位, 并将迎来新一轮产品周期, 销量与业绩有望迎回暖。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.20 元、0.81 元和 1.41 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **销量降幅收窄, Q2 业绩环比大幅改善。**公司 Q1 归母净亏损 21.0 亿元, 预计 Q2 归母净利润-5.0~+2.0 亿, 业绩环比大幅改善。2019Q2 公司总销量 37.6 万辆, 同比下滑 31.4%, 其中自主品牌、长安福特、长安马自达销量分别下滑 24.2%、60.6%、37.1%, 销量大幅下滑导致公司业绩同比大幅下滑。2019Q1 公司自主品牌扣除非经常损益后亏损在 17 亿左右, 公司毛利率仅 5.0%, 但四项费用率高达 12.0%, 预计 Q2 公司降成本与费用控制成果显著, 加之 Q2 收到政府补贴 7.0 亿元, 自主品牌盈利情况大幅好转是公司 Q2 业绩大幅改善的主要原因。长安福特 Q2 批发 38,361 辆, 环比增长 4.2%, 同比降幅收窄, 5 月、6 月零售销量分别达 19,027 辆、26,057 辆, 显著好于批发端, 截至 6 月底, 长安福特经销商库存不足一个月。目前公司国五国六产品基本已经切换完毕, 较低的库存水平为下半年健康发展奠定良好基础, 业绩有望逐季改善。
- **重振中国业务与推进林肯国产化, 长安福特改善在即。**车型老化与不符合中国消费者偏好, 导致近两年来福特销量一泻千里。福特中国升级为独立单元, 建立 NSND 整合营销体系, 并推出中国产品 330 计划, 更加注重中国市场需求。2019Q3 长安福特将推出新一代福克斯 2020 款、福克斯 Active 智能跨界车、新锐界 ST/ST-Line 和中期改款金牛座, 2019Q4 全新 ESCAPE 与林肯国产化首款车型 Corsair (MKC 继任车型) 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。2019 年 4 月 NSND 总裁杨嵩到任, 调整销售策略为“以销定产”, 大幅缓解经销商库存和经营压力并顺利完成国六车型切换; 将公关部调整至 NSND, 实现销售、服务、市场、公关业务统一; 推出“全无忧一站式专案”, 在购车金融和售后服务等方面提升客户体验。随着新车陆续上市与推进营销体系改革, 长安福特销量有望迎来转折点, 带动公司利润重回高速增长。
- **行业有望复苏叠加公司新品周期, 公司有望显著受益。**7 月 1 日起多地开始实施国六标准, 国五去库存结束, 下半年进入国六车型补库存阶段, 随着 9 月旺季到来加之基数较低后续车市有望走强。公司当前市净率 PB 约为 0.8 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。

估值

■ 车市整体下滑与竞争加剧程度超此前预期, 我们调低公司盈利预测, 预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.20 元、0.81 元和 1.41 元, 考虑到下半年长安福特销量和盈利有望回暖, 林肯将实现国产化, 公司当前 PB 仅约为 0.8 倍左右, 具备较高的安全边际, 维持公司买入评级。

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。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	80,012	66,298	66,171	73,684	77,422
变动(%)	2	(17)	(0)	11	5
净利润(人民币 百万)	7,137	681	954	3,875	6,774
全面摊薄每股收益(人民币)	1.486	0.142	0.199	0.807	1.411
变动(%)	(30.6)	(90.5)	40.1	306.2	74.8
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.357	1.043	1.658
调整幅度(%)			(44.3)	(22.6)	(14.9)
全面摊薄市盈率(倍)	4.8	49.8	35.5	8.7	5.0
价格/每股现金流量(倍)	(24.8)	(8.7)	6.7	4.7	5.1
每股现金流量(人民币)	(0.29)	(0.81)	1.05	1.52	1.39
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	(71.2)	23.7	9.3	3.3
每股股息(人民币)	0.446	0.018	0.060	0.242	0.423
股息率(%)	6.3	0.3	0.8	3.4	6.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.长安汽车销量摘要

单位	2019Q1 (辆)	同比 (%)	2019Q2 (辆)	同比 (%)	环比 (%)	2019H1 (辆)	同比 (%)
自主品牌合计(重庆长安+河北长安+合肥长安)	232,209	(27.3)	159,655	(24.2)	(31.2)	391,864	(26.1)
长安福特	36,800	(71.8)	38,361	(60.6)	4.2	75,161	(67.0)
长安马自达	33,398	(27.6)	27,763	(37.1)	(16.9)	61,161	(32.2)
江铃控股	67,448	(11.8)	72,624	(31.1)	7.7	140,072	(23.0)
其他	78,956	(7.9)	77,994	(15.0)	(1.2)	156,950	(11.6)
合计	448,811	(31.8)	376,397	(31.4)	(16.1)	825,208	(31.7)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	80,012	66,298	66,171	73,684	77,422
销售成本	(72,437)	(58,889)	(58,347)	(64,795)	(67,940)
经营费用	(6,948)	(7,748)	(6,822)	(7,146)	(7,141)
息税折旧前利润	628	(339)	1,003	1,742	2,341
折旧及摊销	(2,562)	(3,100)	(3,224)	(3,392)	(3,560)
经营利润(息税前利润)	(1,935)	(3,439)	(2,221)	(1,650)	(1,219)
净利息收入/(费用)	525	427	377	435	449
其他收益/(损失)	8,591	3,670	2,796	5,086	7,568
税前利润	7,181	658	952	3,871	6,798
所得税	28	65	3	12	(10)
少数股东权益	(71)	(43)	(1)	(8)	(14)
净利润	7,137	681	954	3,875	6,774
核心净利润	7,137	681	954	3,875	6,774
每股收益(人民币)	1.486	0.142	0.199	0.807	1.411
核心每股收益(人民币)	1.486	0.142	0.199	0.807	1.411
每股股息(人民币)	0.446	0.018	0.060	0.242	0.423
收入增长(%)	2	(17)	(0)	11	5
息税前利润增长(%)	315	78	(35)	(26)	(26)
息税折旧前利润增长(%)	(65)	(154)	(396)	74	34
每股收益增长(%)	(31)	(90)	40	306	75
核心每股收益增长(%)	(31)	(90)	40	306	75

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	7,181	658	952	3,871	6,798
折旧与摊销	2,562	3,100	3,224	3,392	3,560
净利息费用	(525)	(427)	(377)	(435)	(449)
运营资本变动	(6,657)	(7,309)	3,535	2,725	3,579
税金	99	108	3	12	(10)
其他经营现金流	(4,030)	(18)	(2,310)	(2,274)	(6,785)
经营活动产生的现金流	(1,370)	(3,887)	5,027	7,291	6,692
购买固定资产净值	328	923	5,350	2,100	2,100
投资减少/增加	7,551	752	764	3,041	5,518
其他投资现金流	(3,452)	(8,244)	(9,302)	(4,220)	(4,220)
投资活动产生的现金流	4,428	(6,569)	(3,188)	921	3,398
净增权益	(2,142)	(86)	(286)	(1,163)	(2,032)
净增债务	(1,983)	(8)	53	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(450)	(1,285)	(1,350)	352	248
融资活动产生的现金流	(4,575)	(1,353)	(1,530)	(708)	(1,563)
现金变动	(1,517)	(11,809)	309	7,504	8,527
期初现金	24,783	22,632	9,981	10,290	17,794
公司自由现金流	3,058	(10,456)	1,839	8,212	10,091
权益自由现金流	551	(10,891)	1,516	7,777	9,642

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	22,632	9,981	10,290	17,794	26,321
应收帐款	32,609	25,204	32,512	26,608	34,096
库存	4,666	4,917	5,958	5,171	6,628
其他流动资产	2,850	3,111	2,569	2,990	2,976
流动资产总计	62,757	43,213	51,329	52,563	70,021
固定资产	22,279	27,545	29,647	28,645	27,589
无形资产	4,885	5,808	5,833	5,543	5,139
其他长期资产	15,640	14,938	17,028	18,060	18,575
长期资产总计	42,803	48,291	52,507	52,248	51,302
总资产	106,125	93,489	102,220	102,212	118,240
应付帐款	39,906	28,724	36,245	35,986	43,679
短期债务	185	190	150	150	150
其他流动负债	14,512	14,246	16,886	14,181	17,757
流动负债总计	54,603	43,160	53,282	50,317	61,586
长期借款	7	0	0	0	0
其他长期负债	4,053	4,176	3,791	4,006	3,991
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
储备	42,685	41,166	40,435	43,168	47,930
股东权益	47,487	45,968	45,238	47,971	52,733
少数股东权益	(136)	(92)	(91)	(83)	(69)
总负债及权益	106,125	93,489	102,220	102,212	118,240
每股帐面价值(人民币)	9.89	9.57	9.42	9.99	10.98
每股有形资产(人民币)	8.87	8.36	8.20	8.83	9.91
每股净负债/(现金)(人民币)	(4.67)	(2.04)	(2.11)	(3.67)	(5.45)

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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	0.8	(0.5)	1.5	2.4	3.0
息税前利润率(%)	(2.4)	(5.2)	(3.4)	(2.2)	(1.6)
税前利润率(%)	9.0	1.0	1.4	5.3	8.8
净利率(%)	8.9	1.0	1.4	5.3	8.7
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
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)	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	4.8	49.8	35.5	8.7	5.0
核心业务市盈率(倍)	4.8	49.8	35.5	8.7	5.0
市净率(倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	(24.8)	(8.7)	6.7	4.7	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.3	(71.2)	23.7	9.3	3.3
周转率					
存货周转天数	30.2	29.7	34.0	31.3	31.7
应收帐款周转天数	147.1	159.1	159.2	146.4	143.1
应付帐款周转天数	184.2	188.9	179.2	178.9	187.8
回报率					
股息支付率(%)	30.0	12.7	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	15.7	1.5	2.1	8.3	13.5
资产收益率(%)	(1.8)	(3.4)	(2.3)	(1.6)	(1.1)
已运用资本收益率(%)	3.9	0.4	0.5	2.1	3.4

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。

本报告期内含保密信息，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，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