

公司研究/动态点评

2019年08月21日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 8.45
合理价格区间(元): 9.81~10.79

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

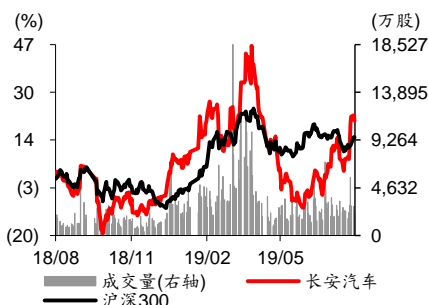
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1《长安汽车(000625,买入): 批发销量跌幅收窄, 销量改善可期》2019.08
- 2《长安汽车(000625,买入): 降本+政府补助, Q2 业绩超预期》2019.07
- 3《长安汽车(000625,买入): Q1 或为业绩低点, 有望逐季改善》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

福特发布三款新车, 助力销量恢复

长安汽车(000625)

福特和长安自主推出 4 款新车, 有望助推销量恢复

根据公司官网, 长安福特在 FUN DAY 品牌日上, 同时发布三款代表福特最新技术的重磅产品: 全新福克斯 Active、全新金牛座与新锐界 ST/ST-Line。同时长安自主 CS75 plus 开启全球预售。福克斯 SUV 版本福克斯 Active 定价 13.98~15.38 万, 大 7 座 SUV 新锐界 ST/ST-Line 定价 26.98~38.98 万元, B 级轿车金牛座定价 22.89~28.89 万元。A+ 级 SUV CS75 plus 运动版定价 12.79~15.79 万元。我们认为这 4 款新车定价比较合理, 配置丰富, 随着金九银十来临, 公司销量有望逐步改善, 预计 19-21 年 EPS 为 0.20、0.57、0.80 元, 维持“买入”评级。

长安福特发布 3 款新车, 助力下半年销量改善

长安福特发布了锐界中期改款、金牛座中期改款和福克斯 Active 三款新车。我们认为锐界 ST\ST Line 是一款 7 座中型 SUV, 拥有 2.0T+8AT 变速箱动力系统, 硬朗线条凸显高颜值, 使用了 12.8 英寸的中控屏, 凸显智能网联特色, 空间优于竞品车型, 有望提振锐界车型的销量。金牛座是是 25 万左右左右的 B 级轿车, 相对竞品车型的车长和空间更大, 动力更足。福克斯 Active 定位是一款城市跨界 SUV, 相对两厢版的福克斯有更高的底盘, 车身高度和离地间隙都有所提高, 提升了车辆通过性, 相对竞品车型, 福克斯 Active 更省油, 轴距更长。

CS75 PLUS 令人期待, Escape、林肯国产化提振预期

长安 CS75plus 开启预售, 这是一款定价在 12.79~15.79 万元的 A 级 SUV, 定价位于主流价格 SUV 市场, 主要特点是有优秀的高级辅助驾驶功能, 较好的动力系统, 颜值、价格、空间均不落下风。四季度, 福特将会推出翼虎的换代车型 Escape, 长安林肯第一款国产车型海盜船将会推出。根据福特中国 2.0 计划的规划, 未来三年福特或将会在中国推出 30 款新车。2020-21 年, 林肯每年或将国产化一款车型。我们认为随着长安福特新车型推出和林肯国产化的进行, 福特产能利用率有望提升, 销量有望改善。若福特销量改善持续, 公司全年扭亏希望增大, 未来利润弹性较大。

未来业绩改善可期, 维持“买入”评级

长安福特提升研发和降本能力, 可提升福特产品力, 降本有望缓解利润压力; 长安自主平台化、电动化、智能化战略稳步推进; 随福特新车型推出以及林肯国产化, 公司月销量持续环比改善。我们预计公司 19-21 年实现净利润 9.68、27.54、38.46 亿元, 对应 EPS0.20、0.57、0.80 元。公司盈利波动性比较大, 采用 PB 估值法进行估值, 可比公司 19 年平均估值为 1.71 倍, 我们认为公司 19 年 PB 有望修复至 1~1.1 倍, 预计 19 年 BPS 为 9.81 元, 调整目标价至 9.81~10.79 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 汽车市场景气度不及预期、公司长安自主品牌销量不及预期、公司长安福特品牌销量不及预期、公司长安马自达品牌销量不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,803
流通 A 股 (百万股)	3,761
52 周内股价区间 (元)	5.68-10.32
总市值 (百万元)	40,582
总资产 (百万元)	95,867
每股净资产 (元)	9.25

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	80,012	66,298	59,516	65,670	75,822
+/-%	1.87	(17.14)	(10.23)	10.34	15.46
归属母公司净利润 (百万元)	7,137	680.73	968.27	2,754	3,846
+/-%	(30.61)	(90.46)	42.24	184.41	39.65
EPS (元, 最新摊薄)	1.49	0.14	0.20	0.57	0.80
PE (倍)	5.65	59.19	41.61	14.63	10.48

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

福特发布三款新车助力销量恢复，自主 CS75 plus 值得期待

新款锐界 ST-Line 价格相对汉兰达略高，但变速箱等配置高于竞品，硬朗线条凸显高颜值。我们认为新锐界 ST\ST-line 主要特色是采用了铝合金后悬架，全系标配 8AT 变速箱。从外观上锐界 ST-Line 采用了海外版锐界 ST 的设计，颜值明显高于老款锐界。在内饰上，使用了 12.8 英寸的中控屏，凸显智能网联特色。在动力上，锐界略逊于大指挥官但强于汉兰达；在空间上，锐界略占优势。虽然汉兰达价格相对低，但在变速箱、巡航系统、内外饰方面配置都略逊于锐界。根据中汽协数据，汉兰达 2019 年上半年月均批发销量 8000 台左右，而锐界仅 2300 台左右，17 年锐界销量巅峰时期月均销量能达到 9000 台。我们认为新款锐界推出有望提振销量。

图表1：锐界 ST-line 竞品分析

车型	锐界 2019 款 EcoBoost 245 四驱 ST-Line 7 座	汉兰达 2018 款 2.0T 四驱精英版 7 座	大指挥官 2018 款 2.0T 四驱臻享版 国 VI
厂商	长安福特	广汽丰田	广汽菲克 Jeep
车身结构	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV	5 门 7 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4878*1925*1770	4890*1925*1715	4873*1892*1738
轴距 (mm)	2850	2790	2800
发动机	2.0T 245 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	2.0T 265 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	6 挡手自一体	9 挡手自一体
最大功率 (KW)	180	162	195
最大扭矩 (N·m)	390	350	400
厂商指导价格 (万元)	29.98 万	25.88 万	30.98 万
经销商指导价格	29.98 万起	25.88 万起	27.26 万
油耗 (L/100KM)	8.8	8.6	8.8

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表2：新锐界 ST



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：福克斯 Active



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

福克斯 Active 定位是一款城市跨界 SUV，相对两厢版的福克斯有更高的底盘，车身高度和离地间隙都有所提高，提升了车辆通过性。福克斯 Active 主要特色是有五种驾驶模式，5.7L 的超低油耗，全系列标配 8AT 变速箱。相对本田 XR-V、丰田 C-HR 等竞品车型，福克斯 Active 更省油，轴距更长，但仍然延续了之前三缸机的设计。从价格上看，竞品车型终端价格略低。福克斯 Active 配备了 12.3 英寸的横向触控大屏幕，并且还搭载了 SYNC+ 智行信息娱乐系统，能够给驾驶者带来丰富的娱乐生态功能。

图表4： 福克斯 Active 竞品分析

车型	福克斯 2020 款 两厢	福克斯 Active 2020 款	本田 XR-V 2019 款	丰田 C-HR 2018 款
厂商	长安福特	长安福特	东风本田	广汽丰田
车身结构	5 门 5 座两厢车	5 门 5 座两厢车	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4404*1810*1454	4397*1848*1504	4328*1772*1605	4405*1795*1565
轴距 (mm)	2705	2705	2610	2640
发动机	1.5T 174 马力 L3	1.5T 174 马力 L3	1.5T 177 马力 L4	2.0L 171 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	8 挡手自一体	CVT 无级变速	CVT 无级变速
最大功率 (KW)	128	128	130	126
最大扭矩 (N·m)	243	243	220	203
厂商指导价 (万元)	15.08 万	13.98 万	14.59 万	15.18 万
经销商指导价	13.58 万起	13.98 万起	13.09 万起	14.68 万起
油耗 (L/100KM)	5.7	5.7	6.1	5.7

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

金牛座 2019 年款定位是 25 万左右 B 级轿车，相对竞品车型的车长和空间更大，动力更足。全新金牛座最大的特点是有 2 大格调美学、7.1 声道移动私人影院、全系列标配 8AT 变速箱。内饰方面，最大的改变是加入了 12.8 英寸大屏幕，搭载福特最新的 SYNC+ 车载智行系统，另外还配备了强大的座椅功能设计。动力方面，新款金牛座将变速箱升级到 8AT，动力强于竞品车型，但油耗也比竞品车型大。从价格上看，新款金牛座略高于竞品车型，但动力、空间和配置的优势可以增加车型的吸引力。

图表5： 金牛座竞品分析

车型	金牛座 2019 款	雅阁 2018 款	帕萨特 2019 款	凯美瑞 2019 款
厂商	长安福特	广汽本田	上汽大众	广汽丰田
车身结构	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车	4 门 5 座三厢车
长 X 宽 X 高 (mm)	5018*1884*1506	4893*1862*1449	4933*1836*1469	4885*1840*1455
轴距 (mm)	2949	2830	2871	2825
发动机	2.0T 245 马力 L4	1.5T 194 马力 L4	2.0T 220 马力 L4	2.5L 209 马力 L4
变速箱	8 挡手自一体	CVT 无级变速	7 挡双离合	8 挡手自一体
最大功率 (KW)	180	143	162	154
最大扭矩 (N·m)	390	260	350	250
厂商指导价 (万元)	24.89 万	22.98 万	26.29 万	21.98 万
经销商指导价	24.89 万起	21.98 万起	17.09 万起	21.98 万起
油耗 (L/100KM)	7.5	6	6.7	6

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表6： 全新金牛座



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表7： 长安 CS75 plus



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

长安 CS75 plus 是一款定价在 12.79~15.79 万元的 A 级 SUV，定价位于主流价格 SUV 市场，主要特点是有优秀的高级辅助驾驶功能，较好的动力系统，颜值、价格、空间均不落下风。在辅助驾驶方面，长安 CS75 plus 装配 12 个超声波雷达、3 个毫米波雷达和 5 个摄像头实现了 L2 级别高级辅助驾驶功能。在动力方面，CS75 plus 有两个版本，2.0T+ 爱信 8AT 动力系统，最大功率 171kw，最大扭矩 360N.m，动力比肩 3.5L 自然吸气发动

机；另外一个版本是 1.5T+6AT 动力系统，百公里油耗 6.7L，我们认为从动力上看这款车性能优越。从空间上看，CS75plus 车长和轴距均好于竞品车型。从外观上看，整车外观具有较强科技感，LED 贯穿式前卫灯和新颖的凤凰火焰尾灯都让人眼前一亮。

图表8：长安 CS75 plus 竞品分析

车型	哈弗 H6 2019 款	博越 2018 款运动版	传祺 GS4 2019 款	长安 CS75 PLUS 2019 款
厂商	长城汽车	吉利汽车	广汽乘用车	长安汽车
车身结构	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长 X 宽 X 高 (mm)	4600*1860*1720	4519*1831*1694	4525*1852*1685	4690*1865*1710
轴距 (mm)	2680	2670	2640	2710
发动机	1.5T 169 马力 L4	1.8T 184 马力 L4	1.5T 169 马力 L4	1.5T 178 马力 L4
变速箱	7 挡双离合	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体
最大功率 (KW)	124	135	124	131
最大扭矩 (N·m)	285	285	265	265
厂商指导价 (万元)	13.6 万	15.38 万	14.68 万起	13.49 万
经销商指导价	13 万起	13.38 万起	12.88 万起	13.49 万起
油耗 (L/100KM)	8	7.8	7	6.7

资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

图表9：可比公司估值（截至 20190820）

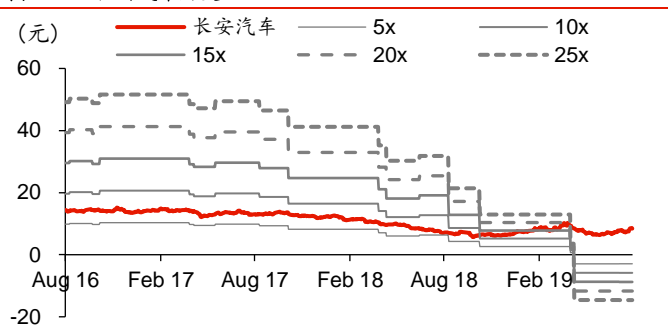
证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601633.SH	长城汽车	8.41	0.55	0.65	0.76	15.37	12.99	11.05	1.39
000550.SZ	江铃汽车	15.75	0.65	1.37	2.42	24.30	11.50	6.52	1.26
002594.SZ	比亚迪	52.1	1.32	1.65	1.94	39.47	31.62	26.89	2.46
平均						26.38	18.70	14.82	1.71

资料来源：Wind，华泰证券研究所（可比公司估值均来自万得一致预期）

风险提示：汽车市场景气度不及预期、公司长安自主品牌销量不及预期、公司长安福特品牌销量不及预期、公司长安马自达品牌销量不及预期。

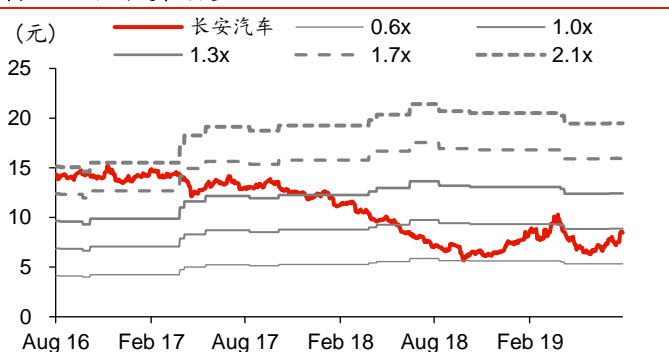
PE/PB - Bands

图表10：长安汽车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表11：长安汽车历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	62,757	43,213	49,581	53,708	64,078
现金	22,632	9,981	16,665	15,431	26,442
应收账款	0.00	1,409	554.22	619.15	836.24
其他应收账款	1,687	3,250	2,055	2,437	2,899
预付账款	1,102	866.25	820.98	891.17	1,016
存货	4,666	4,917	4,434	4,719	5,480
其他流动资产	32,669	22,789	25,053	29,610	27,405
非流动资产	43,368	50,276	48,456	46,112	43,678
长期投资	14,099	13,275	13,794	13,672	13,647
固定投资	19,045	22,161	22,690	21,525	19,560
无形资产	4,048	5,018	5,385	5,530	5,684
其他非流动资产	6,177	9,821	6,585	5,385	4,788
资产总计	106,125	93,489	98,037	99,820	107,757
流动负债	54,603	43,160	47,399	46,146	50,104
短期借款	185.00	190.00	4,336	986.21	187.15
应付账款	39,906	28,724	25,999	29,343	33,064
其他流动负债	14,512	14,246	17,064	15,817	16,853
非流动负债	4,059	4,176	3,569	3,741	3,711
长期借款	6.58	0.00	(4.43)	(11.07)	(16.96)
其他非流动负债	4,053	4,176	3,573	3,752	3,728
负债合计	58,662	47,336	50,968	49,887	53,815
少数股东权益	(135.51)	(92.04)	(58.09)	52.93	215.76
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
资本公积	5,099	5,057	5,057	5,057	5,057
留存公积	37,585	36,108	37,267	40,021	43,866
归属母公司股东权益	47,599	46,245	47,127	49,881	53,726
负债和股东权益	106,125	93,489	98,037	99,820	107,757

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,123)	(3,887)	710.98	(1,247)	7,661
净利润	7,208	723.36	1,002	2,865	4,008
折旧摊销	2,563	3,104	3,266	3,530	3,673
财务费用	(524.97)	(427.06)	(97.06)	(122.26)	(375.49)
投资损失	(6,906)	71.31	(2,500)	(4,600)	(5,000)
营运资金变动	(4,102)	(7,147)	(340.26)	(3,182)	5,305
其他经营现金	638.93	(212.39)	(620.07)	261.87	50.68
投资活动现金	4,182	(6,569)	1,475	3,419	3,751
资本支出	3,309	6,488	350.00	350.00	350.00
长期投资	1,263	2,035	(220.78)	7.14	33.23
其他投资现金	8,753	1,954	1,605	3,776	4,134
筹资活动现金	(4,575)	(1,353)	4,498	(3,406)	(401.23)
短期借款	10.00	5.00	4,146	(3,350)	(799.06)
长期借款	(13.40)	(6.58)	(4.43)	(6.64)	(5.89)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	14.10	(42.16)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,586)	(1,309)	356.01	(49.35)	403.72
现金净增加额	(1,542)	(11,803)	6,684	(1,233)	11,011

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	80,012	66,298	59,516	65,670	75,822
营业成本	69,363	56,583	52,315	57,133	65,207
营业税金及附加	3,074	2,306	2,071	2,285	2,639
营业费用	3,978	5,283	4,565	4,840	5,512
管理费用	2,664	2,783	4,743	5,103	5,740
财务费用	(524.97)	(427.06)	(97.06)	(122.26)	(375.49)
资产减值损失	251.52	238.55	281.26	262.07	264.55
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6,906	(71.31)	2,500	4,600	5,000
营业利润	7,152	(201.44)	(1,862)	769.54	1,835
营业外收入	104.33	916.22	2,880	2,000	2,000
营业外支出	75.07	56.56	62.91	62.82	61.80
利润总额	7,181	658.23	954.87	2,707	3,774
所得税	(27.55)	(65.13)	(47.34)	(158.11)	(234.81)
净利润	7,208	723.36	1,002	2,865	4,008
少数股东损益	71.20	42.63	33.94	111.02	162.84
归属母公司净利润	7,137	680.73	968.27	2,754	3,846
EBITDA	9,189	2,475	1,307	4,178	5,133
EPS (元, 基本)	1.49	0.14	0.20	0.57	0.80

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.87	(17.14)	(10.23)	10.34	15.46
营业利润	(24.18)	(102.82)	(824.46)	141.32	138.51
归属母公司净利润	(30.61)	(90.46)	42.24	184.41	39.65
获利能力 (%)					
毛利率	13.31	14.65	12.10	13.00	14.00
净利率	8.92	1.03	1.63	4.19	5.07
ROE	14.99	1.47	2.05	5.52	7.16
ROIC	58.09	(3.17)	(9.81)	3.16	11.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.28	50.63	51.99	49.98	49.94
净负债比率 (%)	0.35	0.42	9.17	2.30	0.69
流动比率	1.15	1.00	1.05	1.16	1.28
速动比率	1.06	0.88	0.95	1.06	1.16
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.66	0.62	0.66	0.73
应收账款周转率	102.20	86.32	50.11	70.67	68.67
应付账款周转率	2.32	1.65	1.91	2.06	2.09
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	0.14	0.20	0.57	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.23)	(0.81)	0.15	(0.26)	1.60
每股净资产(最新摊薄)	9.91	9.63	9.81	10.39	11.19
估值比率					
PE (倍)	5.65	59.19	41.61	14.63	10.48
PB (倍)	0.85	0.87	0.86	0.81	0.75
EV_EBITDA (倍)	1.65	6.13	11.61	3.63	2.96

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com