

公司研究/公告点评

2019年07月15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): 7.13  
合理价格区间(元): 8.85~9.83

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

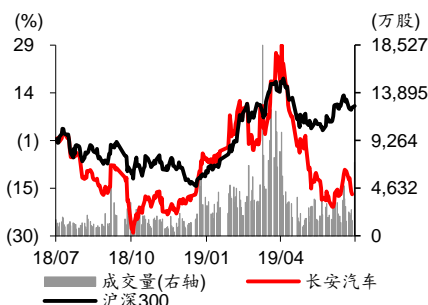
**陈燕平** 执业证书编号: S0570518080002  
研究员 021-38476102  
chenyanping@htsc.com

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

相关研究

- 1《长安汽车(000625,买入): Q1 或为业绩低点, 有望逐季改善》2019.04
- 2《长安汽车(000625,买入): 混改+产品换代, 未来改善空间大》2019.04
- 3《长安汽车(000625,买入): 江铃控股引入战投, 福特聚焦中国市场》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 降本+政府补助, Q2 业绩超预期

## 长安汽车(000625)

### 促销降本+政府补助, Q2 业绩超预期

7月15日, 长安汽车发布业绩快报, 公司预计上半年亏损19亿元-26亿元, Q2 归母净利润为-5.04~1.96亿元, 受益于降本和政府补助, Q2 业绩环比改善较大, 超此前预期(市场预期Q2 亏损15~20亿元)。根据公司公告, 上半年公司约获得7亿元政府补助。长安福特股东双方增加交流, 提升长安福特的研发和降本能力, 使福特更中国化, 长期来看可提升福特产品力, 短期看长安福特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; 公司月销量持续环比改善, 公司PB 估值低, 业绩弹性大, 预计19-21年EPS为0.20、0.57、0.80元, 维持“买入”评级。

### 股东双方签署“5+2”框架协议, 降本促长安福特减亏

2018年以来长安福特销量出现大幅下滑, 公司分析主要原因是产品更新慢、内部效率较低, 导致无法应对快速的市场变化。长安福特股东双方长安汽车和福特高层高度重视, 双方签署了5+2 振兴计划, 销售、研发、降本三个专家组进入长安福特, 着力改善长安福特成本控制能力, 上半年已经取得一定成效。研发方面, 长安汽车更多负责经济型车型的开发主导, 在高端车型开发方面福特会更多贴近中国市场需求。

### 6月销量环比改善, 国六准备充分

根据公司公告, Q2 公司批发销量37.6万辆, 同比-31.44%。其中长安福特销量3.84万辆, 同比-60.55%, 长安自主销量16万辆, 同比-24.15%。但是6月, 长安福特批发销量1.62万辆, 同比-44.49%, 长安自主批发销量6.88万辆, 同比-0.78%, 6月批发销量增速环比有改善。我们认为, 6月批发销量增速较上月改善, 主要原因可能是6月经销商国五车型去库存较好, 月底补充了国六车型库存。根据公司调研数据, 6月底, 长安自主库销比约为1.8~1.9, 长安福特库销比约为0.8~0.9。

### 新能源子公司中止混改, 静待良机

19年6月, 新能源子公司混改方案暂时中止。主要原因是今年宏观经济进入调整期, 资本寒流来临, 国补快速退坡, 意向投资者提出苛刻条件, 影响公司对新能源板块的战略布局。后续公司会优化混改方案, 择机引入社会资本。合营企业江铃控股混改已经完成, 凯程混改正在进行中。

### 未来业绩改善可期, 维持“买入”评级

考虑到公司降价促销影响收入和毛利率, 以及新能源子公司混改中止影响投资收益, 下调19-21年净利润至9.72、27.61、38.50亿元(下调29.77%、27.4%、8.6%), 预计19-21年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PB为1.81倍, 若公司未来销量出现拐点, 我们认为公司19年PB有望修复至0.9~1倍, 预计19年BPS为9.83元, 调整目标价至8.85~9.83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)	34,243
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	971.68	2,761	3,850
+/-%	(30.61)	(90.46)	42.74	184.14	39.46
EPS(元, 最新摊薄)	1.49	0.14	0.20	0.57	0.80
PE(倍)	4.80	50.30	35.24	12.40	8.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

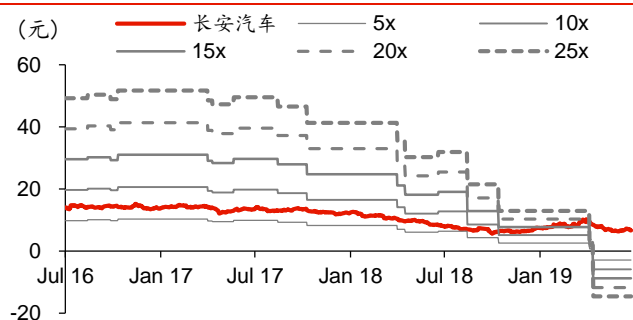
图表1: 可比公司估值 (截至 20190714)

证券代码	公司	收盘价	EPS (元)			PE (倍)			19年PB
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
601633.SH	长城汽车	8.81	0.59	0.68	0.78	14.96	12.88	11.31	1.45
000550.SZ	江铃汽车	18.69	0.98	1.66	2.78	19.17	11.29	6.71	1.40
002594.SZ	比亚迪	54.26	1.32	1.65	1.94	41.08	32.93	28.00	2.56
平均						25.07	19.03	15.34	1.81

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

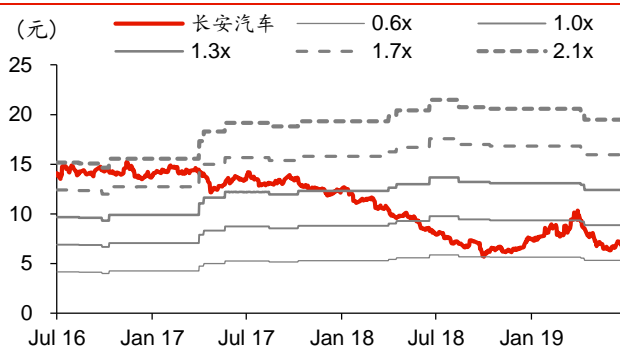
## PE/PB - Bands

图表2: 长安汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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	64,181
现金	22,632	9,981	16,665	15,431	26,544
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	107,859
流动负债	54,603	43,160	47,309	46,048	50,104
短期借款	185.00	190.00	4,246	888.83	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	50,878	49,789	53,815
少数股东权益	(135.51)	(92.04)	(57.97)	53.33	216.37
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	37,357	40,118	43,968
归属母公司股东权益	47,599	46,245	47,217	49,978	53,828
负债和股东权益	106,125	93,489	98,037	99,820	107,859

### 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)	711.15	(1,246)	7,662
净利润	7,208	723.36	1,006	2,872	4,013
折旧摊销	2,563	3,104	3,266	3,530	3,673
财务费用	(524.97)	(427.06)	(100.42)	(129.25)	(380.15)
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)	(299.19)
短期借款	10.00	5.00	4,056	(3,357)	(701.68)
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)	445.82	(42.35)	408.38
现金净增加额	(1,542)	(11,803)	6,684	(1,233)	11,113

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)	(100.42)	(129.25)	(380.15)
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)	(1,859)	776.54	1,840
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	958.23	2,714	3,778
所得税	(27.55)	(65.13)	(47.51)	(158.51)	(235.10)
净利润	7,208	723.36	1,006	2,872	4,013
少数股东损益	71.20	42.63	34.06	111.31	163.04
归属母公司净利润	7,137	680.73	971.68	2,761	3,850
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)	(822.79)	141.77	136.96
归属母公司净利润	(30.61)	(90.46)	42.74	184.14	39.46
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	4.20	5.08
ROE	14.99	1.47	2.06	5.52	7.15
ROIC	58.09	(3.17)	(9.81)	3.16	11.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.28	50.63	51.90	49.88	49.89
净负债比率 (%)	0.35	0.42	9.00	2.11	0.69
流动比率	1.15	1.00	1.05	1.17	1.28
速动比率	1.06	0.88	0.95	1.06	1.17
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	9.83	10.41	11.21
估值比率					
PE (倍)	4.80	50.30	35.24	12.40	8.89
PB (倍)	0.72	0.74	0.73	0.69	0.64
EV_EBITDA (倍)	0.99	3.69	6.98	2.18	1.78

## 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