

投资评级：推荐（维持）

分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人:

李金锦 010-88366060-8862

Email:lijinjin@cgws.com

从业证书编号:S0100115050019

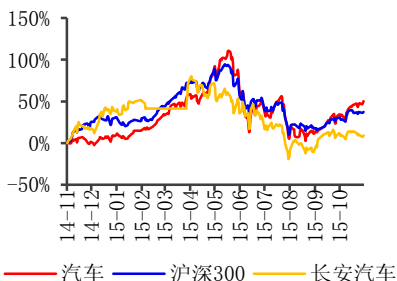
市场数据

目前股价	13.98
总市值(亿元)	651.87
流通市值(亿元)	473.57
总股本(万股)	466,289
流通股本(万股)	338,752
12个月最高/最低	26.69/11.35

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	64328	74017	83685
(+/-%)	21.57%	15.06%	13.06%
净利润	9313	13641	15906
(+/-%)	14.48%	18.43%	19.01%
摊薄 EPS	2.00	2.93	3.41
PE	7.00	4.78	4.10

股价表现



数据来源: 贝格数据

相关报告

<<自主高成长, 合资持续反弹>> 2016-01-06

<<11月份销量数据靓丽>> 2015-12-11

<<长福依旧靓丽, 自主亦可期待>>

业绩预告验证自主业务高成长

——长安汽车(000625)2015年业绩预告点评

投资建议

公司 2015 年业绩预告验证了其自主乘用车业务高成长性, 这种高成长将带来对公司的估值重构, 自主业务应获得更高的估值水平。考虑 2016 年传统汽车景气度的回升, 公司商用车业务减亏可期, 我们对公司业绩预测进行调整, 提升 2016-2017 年盈利水平, 即 2015-2017 年 EPS 分别为 2.00、2.93 和 3.41 元, 对应 PE 为 7X、5X 和 4X, 给以“推荐”评级。

■ **事件:** 近日, 公司发布 2015 年业绩预告: 归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长 23.00% -33.58%, 盈利 930,000 万元 - 1,010,000 万元, EPS 在约 1.99-2.17 元。点评如下:

■ **业绩表现超预期:** 2015 年归母净利润和 EPS 我们预计在 93.1 亿和 2.00 元, 均处于公司业绩范围的下线。公司业绩的大幅提升主要受益于:1) 自主乘用车业务的盈利规模提升, 公司自主乘用车业务 2014 年四季度开始盈利, 受益于 CS75\CS35 热销, 2015 年盈利规模大幅提升, 我们判断, 自主乘用车贡献净利润在 10 亿元以上。2) 长安福特 2015 年下半年开始复苏, 持续提供稳定, 大额的投资收益, 尤其是中高端 SUV 锐界的热销。2016 年, 长安汽车业绩仍有较大提升空间, 原因如下:

■ **2016 年行业复苏与自主品牌逆袭:** 2015 年被抑制购车需求+1.6L 购置税减半政策将带来 2016 年汽车行业复苏。2015 年自主品牌靠小 SUV 实现了市场份额的快速提升。我们判断, SUV 仍是 1-2 年内最有成长性的细分市场, 且自主品牌在 A0 级 SUV 具备性价比优势, 短期内难以被合资品牌侵蚀。长安汽车作为自主品牌龙头, 将充分受益行业背景。

■ **自主乘用车产能压力将缓解, 保障增长空间:** 公司主要乘用车逸动、悦翔系列、CS35 全年销售约 47.5 万辆, 使得公司主要生产基地渝北工厂(设计产能 28 万)一直处于产能缺口状态。2016 年公司将通过车型调整, 利用合肥长安工厂等缓解渝北工厂压力, 保障主力车型产量。

■ **商用车业务减亏可期:** 受微车行业低迷影响, 公司微车业务销量持续下滑, 亏损额度进一步扩大。微车业务减亏是公司业绩提升的关键, 公司不断推出基于微车平台的 MPV 和 SUV 类产品, 已初见成效。欧诺 2015 年全年销售 14.2 万辆, 2015 年 12 月份推出欧尚 MPV, 截至 2016 年 1 月底订单已超过 3 万台。2016 年公司还将推出基于微车平台的 SUV CX70。2016 年商用车业绩将迎大幅改善。

■ **期间费用将稳中有降, 增厚业绩:** 公司销售费用率和管理费用率一直处于行业较高水平。我们判断, 随着长安产品的持续热销, 品牌知名度已

2014-05-05

得到较大提升，公司将在销售费用投入上有所控制。2015 年 3 季度销售费用率（6.9%）已较 2014 年（8.3%）有所下滑。管理费用率也体现了下滑的趋势，有利于增厚公司业绩。

- **长安福特的保驾护航：**主要体现在两个方面：1)现有车型的持续发力，2015 年下半年长安福特开始复苏，主力车型销量达到应有水平，尤其是中大型 SUV 产品锐界的发力，11-12 月分别实现销量 1.3 万辆以上。2016 年在整体行业复苏背景下，长安福特仍是长安业绩的主要贡献者。2)福特在新能源汽车，智能汽车等方向上一一直处于世界领先水平，根据其 2020 战略，从 2016 年到 2020 年的五年时间里，福特将在中国追加投资 18 亿美元支持本地研发和新技术导入。我们有理由相信，作为福特在中国的最大的生产基地，长安福特将充分受益福特在新能源汽车和智能驾驶上技术优势。
- **风险提示：**汽车行业景气度下滑，公司新产品推广低于预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	38482	52913	64328	74017	83685	成长性					
营业成本	31748	43266	52152	59599	67402	营业收入增长	30.61%	37.50%	21.57%	15.06%	13.06%
销售费用	3554	4357	4825	5329	5858	营业成本增长	32.06%	36.28%	20.54%	14.28%	13.09%
管理费用	2892	3742	4181	4441	5021	营业利润增长	239.36%	129.24%	29.38%	46.47%	16.60%
财务费用	72	66	(174)	(267)	(370)	利润总额增长	149.77%	127.38%	23.17%	46.47%	16.60%
投资净收益	4507	8102	8451	11574	13351	净利润增长	142.37%	115.68%	23.17%	46.47%	16.60%
营业利润	3131	7177	9285	13601	15859	盈利能力					
营业外收支	185	362	0	0	0	毛利率	17.50%	18.23%	18.93%	19.48%	19.46%
利润总额	3316	7539	9285	13601	15859	销售净利率	9.11%	14.29%	14.48%	18.43%	19.01%
所得税	(153)	21	26	38	44	ROE	18.81%	30.06%	27.55%	29.35%	25.97%
少数股东损益	(37)	(43)	(53)	(78)	(91)	ROIC	-6.09%	-1.13%	5.00%	13.14%	13.38%
净利润	3506	7561	9313	13641	15906	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	9.23%	8.23%	7.50%	7.20%	7.00%
流动资产	21572	35930	50904	67937	84791	管理费用/营业收入	7.51%	7.07%	6.50%	6.00%	6.00%
货币资金	4282	9693	19501	31881	44022	财务费用/营业收入	0.19%	0.12%	-0.27%	-0.36%	-0.44%
应收账款	380	759	905	1042	1178	投资收益/营业利润	143.96%	112.90%	91.01%	85.10%	84.18%
应收票据	11272	17780	20302	23359	26411	所得税/利润总额	-4.61%	0.28%	0.28%	0.28%	0.28%
存货	4729	6572	8781	10035	11349	应收账款周转率	67.58	63.59	66.09	66.71	67.04
非流动资产	31793	33757	35274	37913	43071	存货周转率	5.62	5.64	5.54	5.57	5.70
固定资产	15070	15840	17714	20712	26227	流动资产周转率	1.34	1.22	1.08	0.97	0.86
资产总计	53365	69687	86178	105851	127862	总资产周转率	0.63	0.68	0.67	0.63	0.59
流动负债	28746	39322	47321	54267	61486	偿债能力					
短期借款	1258	90	(892)	(892)	(892)	资产负债率	0.65	0.63	0.60	0.56	0.52
应付款项	17061	26147	30702	35086	39680	流动比率	0.75	0.91	1.08	1.25	1.38
非流动负债	5979	4861	4702	4757	4774	速动比率	0.59	0.75	0.89	1.07	1.19
长期借款	1270	0	0	0	0	每股指标 (元)					
负债合计	34725	44184	52024	59025	66260	EPS	0.75	1.62	2.00	2.93	3.41
股东权益	18638	25156	33807	46478	61253	每股净资产	4.00	5.39	7.25	9.97	13.14
股本	4663	4663	4663	4663	4663	每股经营现金流	0.39	0.81	3.24	3.95	4.57
留存收益	14114	20675	29379	42128	56994	每股经营现金/EPS	0.52	0.50	1.62	1.35	1.34
少数股东权益	(138)	(182)	(235)	(313)	(403)	估值					
负债和权益总计	53363	69339	85830	105503	127513	PE	18.59	8.62	7.00	4.78	4.10
现金流量表					(百万)	PEG	0.40	0.31	0.23	0.29	-
经营活动现金流	1833	3780	15102	18418	21322	PB	3.50	2.59	1.93	1.40	1.06
其中营运资本减少	1601	2798	3814	2293	2506	EV/EBITDA	88.54	38.30	24.23	16.18	13.48
投资活动现金流	(2092)	5220	(3704)	(5146)	(8142)	EV/SALES	1.88	1.33	1.07	0.93	0.83
其中资本支出	(2469)	(2216)	(3704)	(5146)	(8142)	EV/IC	5.40	5.13	5.45	4.91	3.88
融资活动现金流	452	(3578)	(1591)	(891)	(1039)	ROIC/WACC	(0.71)	(0.13)	0.58	1.53	1.56
净现金总变化	185	5420	9808	12380	12140	REP	(7.61)	(38.90)	9.35	3.20	2.49

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

李金锦: 汽车行业分析师, 2009-2015 年就职于国家信息中心, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>