



运输设备业/可选消费品

长安汽车 (000625)

锐界销量超预期推动业绩增长

王炎学 (分析师) 孙柏蔚 (研究助理)
 010-59312757 021-38674924
 wangyanxue@gtjas.com sunbaiwei@gtjas.com
 证书编号 S0880514040001 S0880114080008

本报告导读:

福特锐界有望带动公司下半年业绩增长 60%，预计公司 2015-2017 年可实现 20% 的复合增长，现价对应 2015 年 5 倍预测 PE，投资价值凸显。维持“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级。我们认为福特锐界销量将超出市场预期，带动公司下半年业绩增长 60%，并实现 2015-2017 年 20% 的复合增长。考虑到宏观经济的影响，我们下调公司 2015-16 年 EPS 预测为 2.48 元和 2.55 元，现价对应 2015 年 5 倍 PE，低估值结合业绩高增长，由于 2016 年后增速有所下滑，我们给予 8 倍 PE，下调目标价为 20 元。
- 福特锐界是公司下半年最大看点：福特锐界 5 月上市之后销量快速增长，6-8 月月均销量接近 8000 辆。从季节性角度来看：6-7 月份是汽车销售淡季，金九银十的季节性规律有望促使销量进一步上升。福特锐界的单车盈利水平超越翼虎是长安福特目前利润的主要来源，我们预测单本款车型下半年销售收入即可达到 120 亿元，约实现净利润 24 亿元，带动下半年业绩同比增长 60%。
- 自主品牌销量增长提升本部盈利能力：得益于 CS35、CS75、逸动等车型销量大幅增长，1-7 月自主品牌累计销量增长 51%，带动公司本部业绩增长。公司计划于 2015 年底完成第一阶段具备驾驶辅助功能技术的产品量产上市，2018 年完成第二阶段半自动驾驶技术开发及产业化，使自主品牌在市场上更具竞争力。
- 催化剂：锐界销量继续增长
- 风险提示：新车型销量不及预期

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	38,482	52,913	67,897	72,345	83,197
(+/-)%	31%	38%	28%	7%	15%
经营利润 (EBIT)	-972	-516	-453	-1,403	-990
(+/-)%	-48%	47%	12%	-210%	29%
净利润	3,506	7,561	11,543	11,873	13,080
(+/-)%	142%	116%	53%	3%	10%
每股净收益 (元)	0.75	1.62	2.48	2.55	2.81
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.25	0.30	0.30

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率 (%)	-2.5%	-1.0%	-0.7%	-1.9%	-1.2%
净资产收益率 (%)	18.7%	29.8%	32.3%	25.7%	22.6%
投入资本回报率 (%)	-15.2%	-11.7%	-73.3%	55.5%	24.8%
EV/EBITDA	94.2	34.9	21.0	24.9	9.5
市盈率	16.8	7.8	5.1	5.0	4.5
股息率 (%)	0.8%	0.8%	2.0%	2.4%	2.4%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 29.65

当前价格: 12.63

2015.09.27

交易数据

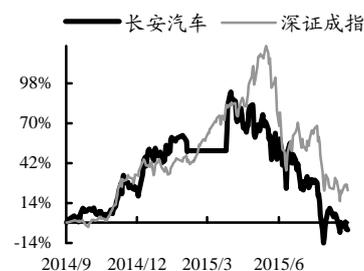
52 周内股价区间 (元)	11.35-27.01
总市值 (百万元)	58,892
总股本/流通 A 股 (百万股)	4,663/3,388
流通 B 股/H 股 (百万股)	902/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	7600.91
日均成交值 (百万元)	1276.23

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	29,505
每股净资产	6.33
市净率	2.0
净负债率	-39.29%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0.42	0.53
Q2	0.36	0.56
Q3	0.39	0.59
Q4	0.45	0.80
全年	1.62	2.48

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	-40%	-5%
相对指数	13%	-3%	-28%

相关报告

《央企改革加速，管理层积极性提高》
2015.03.24

《福特产能提升进程决定盈利提升幅度》
2013.11.10

《新车型和刺激政策有助业绩反转》
2012.06.05

《长安福特将有新表现，微车 2011 年承压较大》
2011.05.04

《受益政策刺激 未来仍需努力》
2009.09.02

模型更新时间: 2015.09.27

股票研究

可选消费品
运输设备业

长安汽车 (000625)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 20.00

上次预测: 29.65

当前价格: 12.63

公司网址

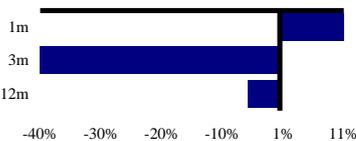
www.changan.com.cn

公司简介

公司是中国近代工业的先驱,为中国汽车行业第一阵营、第一自主品牌、第一研发实力企业。

多年来,公司位居全国工业企业 500 强、中国制造企业 100 强、中国上市公司 20 强,重庆市工业企业 50 强榜首。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

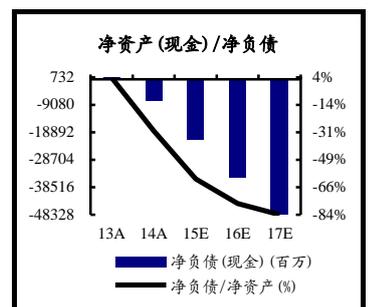
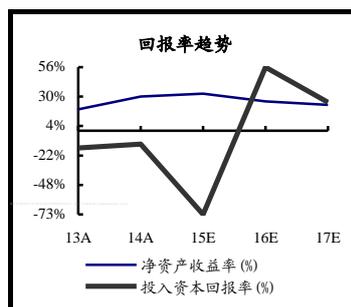
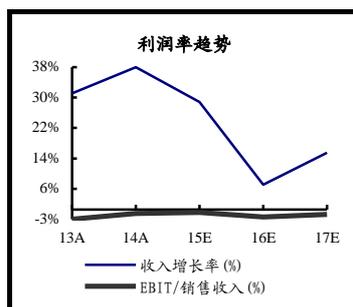
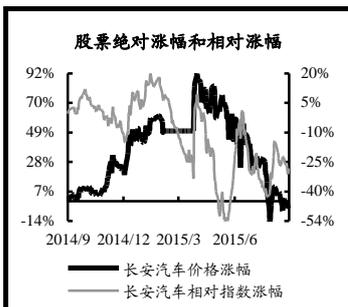
11.35-27.01

市值 (百万)

58,892

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	38,482	52,913	67,897	72,345	83,197
营业成本	31,748	43,266	55,028	58,288	66,557
税金及附加	1,261	2,064	3,517	3,675	4,185
销售费用	3,554	4,357	5,343	6,128	6,947
管理费用	2,892	3,742	4,461	5,657	6,498
EBIT	-972	-516	-453	-1,403	-990
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4,507	8,102	11,597	12,698	13,400
财务费用	72	66	-3	-131	-275
营业利润	3,131	7,177	11,148	11,425	12,685
所得税	-153	21	20	20	20
少数股东损益	-37	-43	-66	-68	-74
净利润	3,506	7,561	11,543	11,873	13,080
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,282	9,693	23,652	37,198	50,274
其他流动资产	3	25	0	0	0
长期投资	12,725	13,178	13,178	13,178	13,178
固定资产合计	15,070	15,840	15,379	14,747	13,942
无形及其他资产	3,000	3,579	3,256	3,034	3,231
资产合计	53,365	69,687	82,256	95,985	114,354
流动负债	28,746	39,322	44,469	47,792	54,550
非流动负债	5,979	4,861	1,971	1,971	1,975
股东权益	18,778	25,345	35,723	46,197	57,878
投入资本(IC)	6,691	4,410	617	-2,523	-3,989
现金流量表					
NOPLAT	-1,017	-514	-452	-1,401	-989
折旧与摊销	1,605	1,985	2,222	2,355	2,108
流动资金增量	273	2,220	7,709	2,052	858
资本支出	-2,460	-2,211	-1,089	-1,100	-1,160
自由现金流	-1,599	1,480	8,390	1,906	817
经营现金流	1,833	3,780	6,482	3,218	2,336
投资现金流	-2,092	5,220	10,508	11,598	12,240
融资现金流	452	-3,578	-3,031	-1,270	-1,499
现金流净增加额	193	5,422	13,959	13,546	13,076
财务指标					
成长性					
收入增长率	30.6%	37.5%	28.3%	6.6%	15.0%
EBIT 增长率	-47.9%	46.9%	12.2%	-209.9%	29.5%
净利润增长率	142.4%	115.7%	52.7%	2.9%	10.2%
利润率					
毛利率	17.5%	18.2%	19.0%	19.4%	20.0%
EBIT 率	-2.5%	-1.0%	-0.7%	-1.9%	-1.2%
净利润率	9.1%	14.3%	17.0%	16.4%	15.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	18.7%	29.8%	32.3%	25.7%	22.6%
总资产收益率(ROA)	6.6%	10.9%	14.0%	12.4%	11.4%
投入资本回报率(ROIC)	-15.2%	-11.7%	-73.3%	55.5%	24.8%
运营能力					
存货周转天数	55	48	48	48	49
应收账款周转天数	4	4	3	4	4
总资产周转天数	472	424	408	450	461
净利润现金含量	0.52	0.50	0.56	0.27	0.18
资本支出/收入	6%	4%	2%	2%	1%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	63.4%	56.5%	51.8%	49.4%
净负债率	3.9%	-30.1%	-60.7%	-76.3%	-83.5%
估值比率					
PE	16.8	7.8	5.1	5.0	4.5
PB	3.1	2.3	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	94.2	34.9	21.0	24.9	9.5
P/S	1.5	1.1	0.9	0.8	0.7
股息率	0.8%	0.8%	2.0%	2.4%	2.4%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		