

# 长安汽车 (000625)

证券研究报告

2019年01月14日

## 周期拐点时的深蹲起跳

回顾历史，汽车呈现明显周期投资特征。对于汽车 3-4 年的景气周期，库存波动是影响的核心。我们定义一个汽车库存周期为：主动去库存—被动去库存—主动加库存—被动加库存。不同阶段不同汽车股表现不一。

站在当下，拐点正在到来。我们敏锐察觉到汽车行业正在逐渐走出这一轮景气周期低谷，步入下一轮景气周期，行业有望逐步由主动去库存进入被动去库存阶段。被动去库存伊始，汽车股机构持仓、估值、业绩都位于底部，往往估值越低、EPS 修复预期越大的整车弹性标的，表现最为强劲。这一轮景气周期何时开启，核心在于行业销量何时企稳，我们预计 2019 年中可能迎来拐点。

而此时，我们可以看到低估值、高 EPS 修复空间的长安汽车深蹲起跳脱颖而出：

内忧外患压低表现。经过 2 年销量负增长，长安汽车 3Q18 单季已开始微亏，其中作为利润主力的长安福特 2018 年销量腰斩，表现远低于行业。究其原因，长安福特过去几年受到福特全球战略失误、中国市场疏忽的严重影响，导致车型老化急速丧失竞争力。公司股价也随之腰斩（2017-2018），PB 0.8 倍处于行业后段。

公司、行业新周期共振。2017 年福特换帅之后，开始全球性战略纠偏并升级中国业务单元，随之而来新一轮新车周期，其中更包括豪华品牌林肯国产。我们预计福特由内至外的边际改善将与即将到来的行业周期拐点将形成共振，短期推动长安福特进而长安汽车业绩逐季修复（2019 年单季预计 -11、-10、5、21 亿元），中长期则将帮助长安福特重回二线合资地位。2019 年行业触底回升，叠加公司逐季改善，可能将进一步推动估值向上。

投资建议：预计公司 2018-2020 年净利分别为-0.6 亿、5.8 亿、66 亿元，19-20 PE 为 63 倍、5.6 倍，19-20 PB 为 0.77 倍、0.70 倍，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 12.9 元。

风险提示：宏观经济及汽车销量企稳不及预期、长安福特新车导入速度不及预期、长安福特及长安自主销量表现不及预期、市场价格战进一步加剧。

### 投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	7.64 元
目标价格	12.9 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,900.66
流通 A 股股本(百万股)	3,760.88
A 股总市值(百万元)	29,801.06
流通 A 股市值(百万元)	28,733.13
每股净资产(元)	9.76
资产负债率(%)	50.59
一年内最高/最低(元)	13.44/5.55

### 作者

邓学 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

张程航 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070005  
zhangchenghang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,542.44	80,012.21	65,880.81	67,593.71	77,117.31
增长率(%)	17.63	1.87	(17.66)	2.60	14.09
EBITDA(百万元)	11,436.80	7,533.87	(892.11)	(287.50)	6,306.86
净利润(百万元)	10,285.28	7,137.23	(61.98)	582.43	6,600.02
增长率(%)	3.34	(30.61)	(100.87)	(1,039.70)	1,033.19
EPS(元/股)	2.14	1.49	(0.01)	0.12	1.37
市盈率(P/E)	3.57	5.14	(592.00)	63.00	5.56
市净率(P/B)	0.84	0.77	0.77	0.77	0.70
市销率(P/S)	0.47	0.46	0.56	0.54	0.48
EV/EBITDA	4.11	4.76	(12.68)	(30.96)	0.28

资料来源：wind，天风证券研究所



## 内容目录

1. 基本情况：老牌汽车集团 .....	6
2. 长安福特.....	10
2.1. 百年福特，毁于？ .....	10
2.1.1. 现状：回到 2012.....	10
2.1.3. 根本原因 1：全球性战略失误.....	13
2.1.4. 根本原因 2：不重视中国市场.....	14
2.2. 由上至下解决方案.....	17
2.2.2. 中国业务单元升级.....	19
2.2.3. 2025 新车计划.....	20
2.2.4. 豪华品牌林肯国产.....	21
2.2.5. 修复经销渠道.....	25
2.3. 实力犹存还是日薄西山？ .....	26
3. 其它公司.....	30
3.1. 长安自主 .....	30
3.2. 其它合资 .....	33
4.1. 盈利测算：预计 3Q19 转正.....	35
4.2. 周期轮回：被动去库阶段首选.....	38
5. 投资建议.....	43
6. 风险提示.....	43
7. 附录.....	44

## 图表目录

图 1：2017 年六大汽车集团汽车销量（万辆） .....	6
图 2：2018 年前 11 月六大汽车集团汽车销量（万辆） .....	6
图 3：长安汽车股权构成（截至 2018 三季报） .....	6
图 4：长安汽车子公司构成：重点为自主本部、长安福特、长安马自达 .....	8
图 5：2011-2018 长安汽车季度销量占比：核心是长安自主和长安福特 .....	8
图 6：2011-2018 长安自主销量及增速（季度） .....	8
图 7：2011-2018 长安福特销量及增速（季度） .....	8
图 8：2004-2018 长安自主乘用车份额变化（年度） .....	9
图 9：2003-2018 长安福特乘用车份额变化（年度） .....	9
图 10：长安汽车税前利润：主要来自长安福特投资收益（亿元） .....	9
图 11：2011-2018 长安福特月度销量/增速：颓势始于 2016 年，2018 年大幅滑坡.....	10
图 12：2018 年长安福特市场份额 2018 年滑至历史最差 .....	10
图 13：长安福特车型更新过慢，平均上市时间 5.4 年.....	12
图 14：福特全球核心投入在高增长、高利润板块 .....	14

图 15: 福特汽车各地区税前利润占比: 亚太占比小 (亿美元)	14
图 16: 福特汽车各地区批发销量: 中国快速提升、北美占比最高 (万辆)	15
图 17: 福特汽车各地区营业利润率: 北美显著高于其它	15
图 18: 2006-2018 年福特战略重心发生 3 次变化	18
图 19: 福特北美 2019 年开始加速新品投放 (当年产品平均上市时间, 2019-2020 为预期值, 年)	19
图 20: 长安福特对福特全球的利润贡献历史上远超江铃汽车 (归属福特汽车的投资收益, 亿元)	20
图 21: 凯迪拉克销量近年受新车上市及调价推动 (万辆)	23
图 22: 2016-2018 中国豪华车销量与增速	23
图 23: 汽车之家豪华品牌美誉度和认知度: 林肯品牌形象领先其它二三线豪华车	24
图 24: 林肯年度销量: 预计 2020 年国产近 7 万辆 (万辆)	24
图 25: 2018 年长安福特渠道库存逐月控制 (万辆)	25
图 26: 2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众营收 (亿欧元)	28
图 27: 2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众销售毛利率	28
图 28: 2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众销售净利率	29
图 29: 2005-2017 福特、通用、丰田、大众总资产周转率	29
图 30: 长安自主产品矩阵丰富	30
图 31: 长安汽车 CAR/MPV/SUV 销量占比	30
图 32: 长安 CS85 造型: 为一款轿跑车型	31
图 33: 长安汽车研发支出低于上汽, 与长城、广汽相仿 (亿元)	33
图 34: 2011-3Q18 长安马自达销量及同比增速 (季度)	34
图 35: 2011-3Q18 长安铃木销量及同比增速 (季度)	34
图 36: 4Q13-3Q18 长安 PSA 销量及同比增速 (季度)	34
图 37: 2009-3Q18 江铃控股销量及同比增速 (季度)	34
图 38: 行业狭义乘用车批发增速: 预计 3Q19 开始企稳	35
图 39: 长安福特批发增速: 预计 2Q19 开始降幅收窄	35
图 40: 长安福特产能利用率与净利润率	36
图 41: 长安马自达产能利用率与净利润率	36
图 42: 长安汽车业绩分拆 (长安自主)	37
图 43: 长安福特、长安马自达业绩测算	37
图 44: 天风汽车投资时钟	38
图 45: 乘用车板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法, 剔除负值)	38
图 46: 2018 年 11 月以来中信汽车指数较平稳, 相对走强	38
图 47: 乘用车板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法, 剔除负值)	39
图 48: 零部件板块 PE TTM 处于历史底部 (整体法, 剔除负值)	39
图 49: 长安汽车历史股价及估值复盘	40
图 50: 乘用车 A/B/H 股估值情况	41
图 51: 长安汽车 A、长安 B PB 已至 2000 年以来历史底部 (倍)	41
图 52: 长安福特 4Q19 开始有望明显恢复 (亿元)	42
图 53: 长安汽车 4Q19 开始有望明显恢复, 在长安福特带动下 (亿元)	42

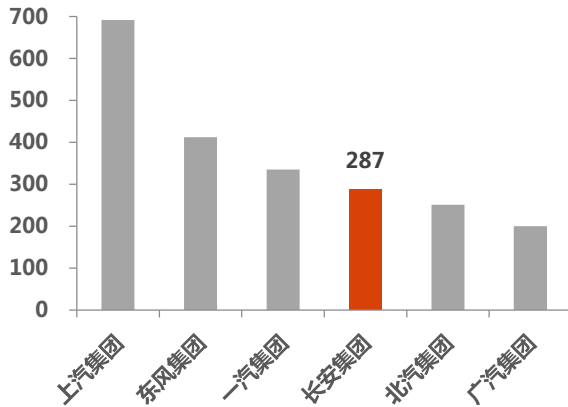
图 54: 长安福特 SUV 占比未发生显著变化, 表明 SUV 和轿车同步萎缩.....	45
图 55: 长安福特 2018 年主动控制了批发销量以减轻渠道压力 (万辆) .....	45
图 56: 2016-2018 长安自主主力车型销量占比 (半年度累计, %) .....	46
图 57: 长安福特福睿斯月度销量 (万辆) .....	46
图 58: 长安福特金牛座月度销量 (万辆) .....	46
图 59: 长安福特蒙迪欧月度销量 (万辆) .....	46
图 60: 长安福特福克斯月度销量 (万辆) .....	46
图 61: 长安福特新嘉年华月度销量 (万辆) .....	47
图 62: 长安福特翼博月度销量 (万辆) .....	47
图 63: 长安福特翼虎月度销量 (万辆) .....	47
图 64: 长安福特锐界月度销量 (万辆) .....	47
图 65: 长安自主逸动月度销量 (万辆) .....	47
图 66: 长安自主 CS35 月度销量 (万辆) .....	47
图 67: 长安自主 CS55 月度销量 (万辆) .....	48
图 68: 长安自主 CS75 月度销量 (万辆) .....	48
表 1: 长安汽车历史大事件 .....	7
表 2: 国内主流车企典型车型换代周期 (万辆) .....	11
表 3: 长安福特 (CAF) 车型总量较少、竞争力在当下更弱(个,万辆).....	12
表 4: 长安福特的车型布局丰富度在广汽丰田、一汽大众之间, 但单车竞争力较弱.....	12
表 5: 福特全球车型多数已老化 (含林肯) (具体车型可参考附录表格) .....	13
表 6: 福特全球车型平台当前已老化 (含林肯) .....	13
表 7: 相较通用、大众、丰田, 福特中国一把手频繁轮岗.....	16
表 8: 相较于上汽通用、南北大众一把手聘用中国人, 长安福特聘用境外人员 .....	16
表 9: 福特最新战略力求开源节流 .....	18
表 10: 福特中国华人 CEO 履历 .....	19
表 11: 福特全球 1515 计划、创新 2020 战略、中国 2025 计划.....	20
表 12: 长安福特新车周期从 2018 年底开始规划 (万辆, 万元) .....	21
表 13: 林肯、凯迪拉克车型信息一览.....	21
表 14: 林肯 2018 年前三季度进口豪华车品牌销量排名第 5 (万辆) .....	22
表 15: 长安福特先于其余主流车企开始渠道清库 (万辆) .....	25
表 16: 福特汽车成立百余年, 几经起落, 触底反弹 .....	26
表 17: 2017 年福特销量位居全球第六、美系第二 (万辆) .....	27
表 18: 2018 年美国主流车企、品牌、车型销量排名: 福特位次领先 (万辆) .....	27
表 19: 2018 上半年欧洲主流车企、品牌、车型销量排名: 福特为非本土排名第一车企 (万辆) .....	28
表 20: 长安汽车新车上市及规划: 保持较高上新频率 (2018H2-2019) .....	31
表 21: 长安 CS85 基本参数对比.....	32
表 22: 长安汽车电动化、智能化近期重点布局: 持续投入 .....	32

表 23: 2015-2018 一汽/东风/长安汽车集团互动事件信息表 (不完全统计) .....	33
表 24: 长安马自达新车规划 .....	33
表 25: 2020 年林肯盈利估算 (万元) .....	37
表 26: 长安汽车各个阶段的绝对收益、相对收益 .....	39
表 27: 福特全球车型多数已老化 (具体车型, 含林肯) .....	44

## 1. 基本情况：老牌汽车集团

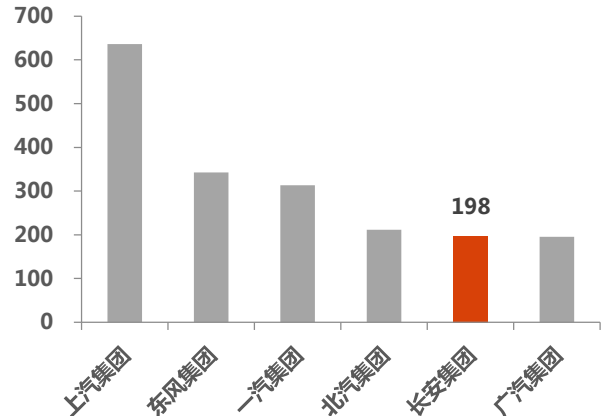
**军工背景老牌汽车集团。**公司为中国兵器装备集团持股 43.76%的综合汽车集团，前身起步于 1984 年与铃木合作的微型车，1993 年与铃木合资推出奥拓，1996 年成立股份公司发行 B 股，1997 年发行 A 股，随后先后于福特、马自达、PSA 成立合资公司，同时继续发展自主品牌乘用车和商用车。2017 年集团销售 287 万辆汽车，在六大汽车集团中排名第四，2018 年受长安福特销量下滑影响，前 11 月销售 198 万辆，排名第五。

图 1：2017 年六大汽车集团汽车销量（万辆）



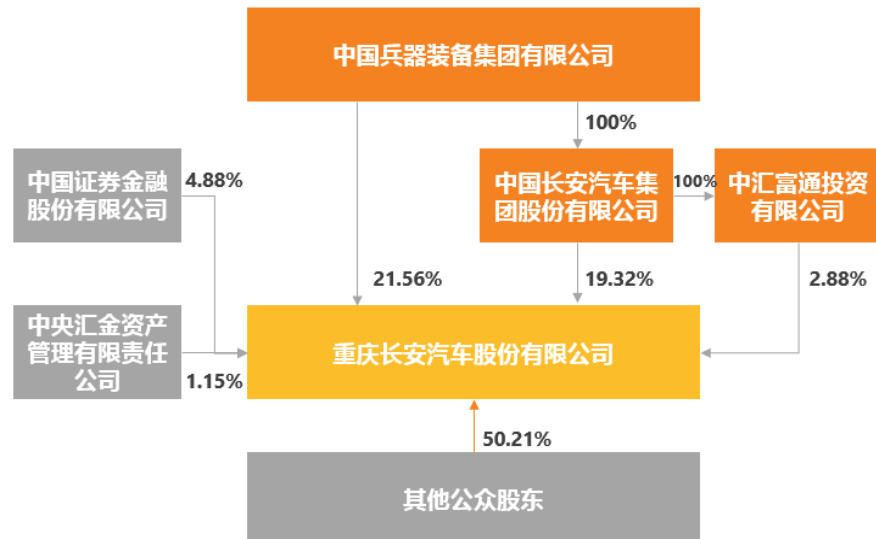
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 2：2018 年前 11 月六大汽车集团汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 3：长安汽车股权构成（截至 2018 三季报）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

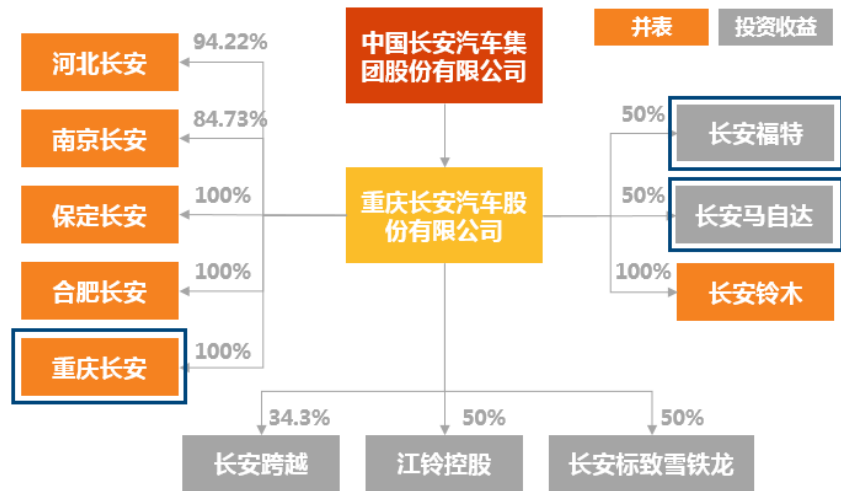
表 1: 长安汽车历史大事件

时间	自主	合资
1979 年	开始探索研发制造轻卡	
1984 年	11 月, 长安机器制造厂与日本铃木签订技术贸易合作协定书, 研制微型汽车及发动机	
1993 年		5 月, 长安铃木创立, 同年推出微型车“奥拓”取得成功
1995 年	公司工程研究总院成为全国首批 140 家国家认定企业技术中心之一	
1996 年	10 月, 重庆长安汽车股份有限公司正式成立	
1997 年	6 月, A 股深交所上市	
2001 年	实现产值、收入双双突破 100 亿, 成为国防系统首家实现双百亿的企业	4 月, 长安福特成立, 长安、福特双方各持 50% 股份
2003 年	9 月, 欧洲设计中心在意大利都灵成立	长安福特首款车型“嘉年华”下线
2004 年		11 月, 长安福特马自达汽车有限公司成立
2005 年		9 月, 长安福特马自达发动机有限公司成立
2006 年	9 月, 长安汽车公布其自主品牌轿车发展战略, 第一辆自主品牌轿车“奔奔”下线	
2008 年	4 月, 长安汽车日本设计中心在日本横滨成立	
2009 年	12 月, 首款纯电动汽车——奔奔 MINI 下线	长安福特马自达重庆工厂开始建设
2010 年	6 月, 长安汽车英国研发中心在英国诺丁汉成立(后迁至伯明翰)	7 月, 中国兵器装备集团与法国标致雪铁龙集团签约, 成立长安标致雪铁龙有限公司
2011 年	1 月, 长安汽车美国研发中心在美国底特律成立、鱼嘴千亿汽车城奠基	长安福特在上海车展间提出在华扩张的“1515”计划, 2015 年前将推出 15 款新车
2012 年		11 月底, 长安福特马自达分拆为长安福特、长安马自达
2014 年	3 月, 长安品牌汽车产销累计突破 1000 万辆	长安马自达旗下马自达 3 (昂克赛拉) 国产
2016 年	睿骋无人驾驶汽车完成中国首个长距离无人驾驶测试	
2017 年	10 月, 发布新能源战略“香格里拉计划”	
2018 年	4 月, 发布“第三次创业—创新创业战略” 8 月, 发布智能化战略“北斗天枢计划”, 首次公布“4+1”行动计划	9 月, 与铃木达成协议, 1 元收购其持有长安铃木 50% 股权

资料来源: 公司官网、天风证券研究所

**坚持自主和合资品牌并重发展。**长安自主品牌主要由 5 家控股子公司生产——重庆长安(本部)、河北长安、南京长安、合肥长安、保定长安(商用车为主)。合资品牌包括长安福特, 长安马自达、长安 PSA, 长安铃木中铃木 50% 的股权已于 2018 年以 1 元划转给长安成为其 100% 控股公司。销量结构上, 长安自主和长安福特是主体, 2018 年前三季度在公司中的占比分别为 58% 和 27%, 2017 年分别为 49% 和 38%。不同于其它 5 家汽车集团, 长安自主占比相当高。随行业步入低迷, 2017 年一季度以来, 长安自主和长安福特销量开始负增长, 2017 年增速分别为 -7.6% 和 -12%, 2018 年前三季度分别为 -13% 和 -46%。

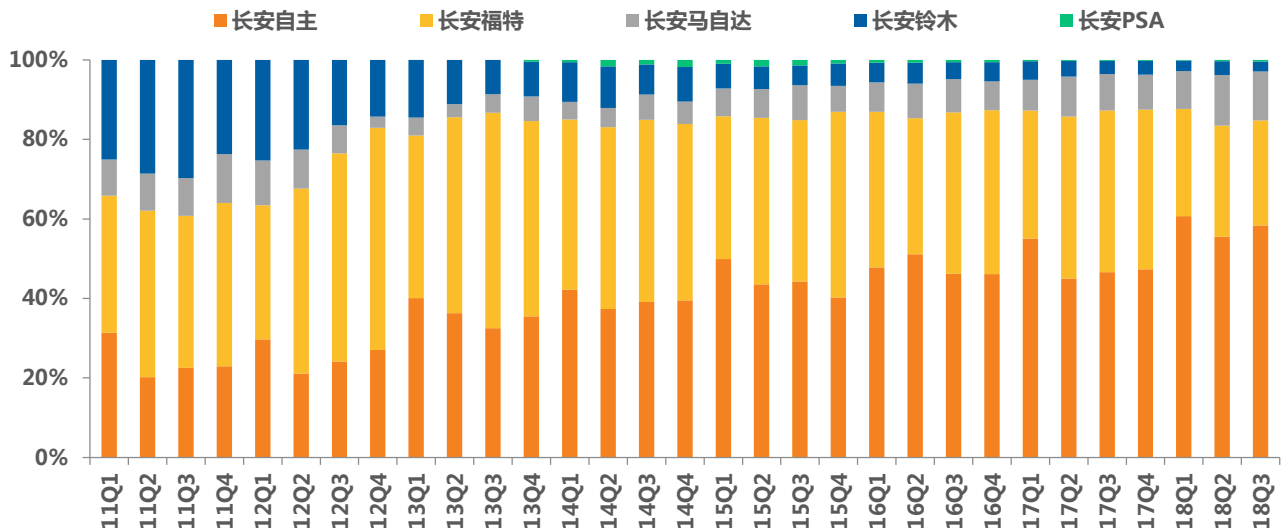
图 4：长安汽车子公司构成：重点为自主本部、长安福特、长安马自达



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：根据公司公告，2018年12月31日前对长安铃木进行股权交割。

图 5：2011-2018 长安汽车季度销量占比：核心是长安自主和长安福特



资料来源：公司公告、中汽协、天风证券研究所

图 6：2011-2018 长安自主销量及增速（季度）

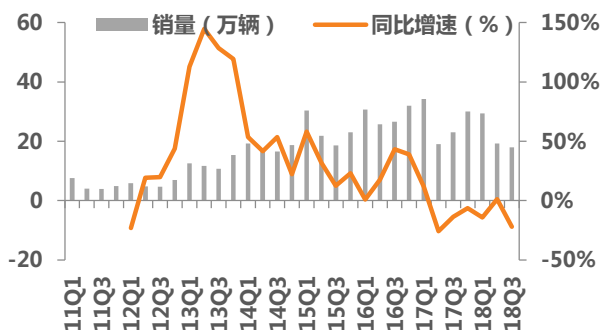
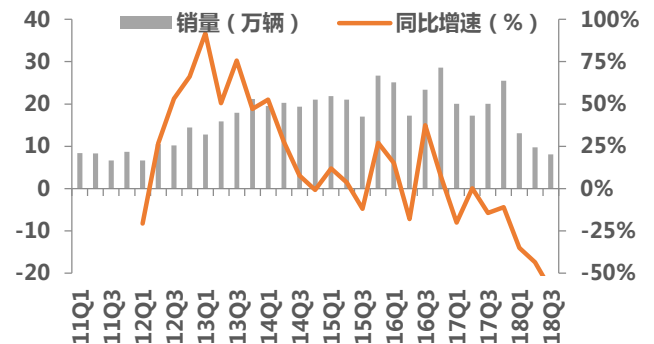


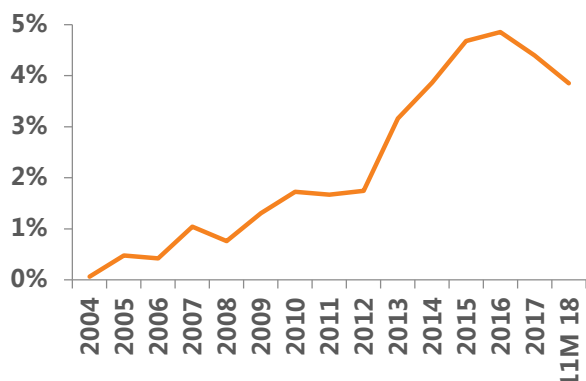
图 7：2011-2018 长安福特销量及增速（季度）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

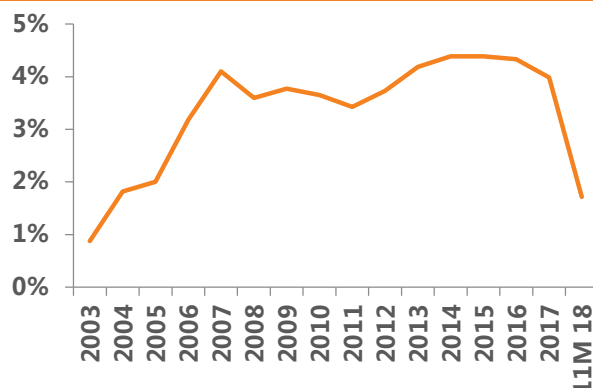
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 8：2004-2018 长安自主乘用车份额变化（年度）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 9：2003-2018 长安福特乘用车份额变化（年度）

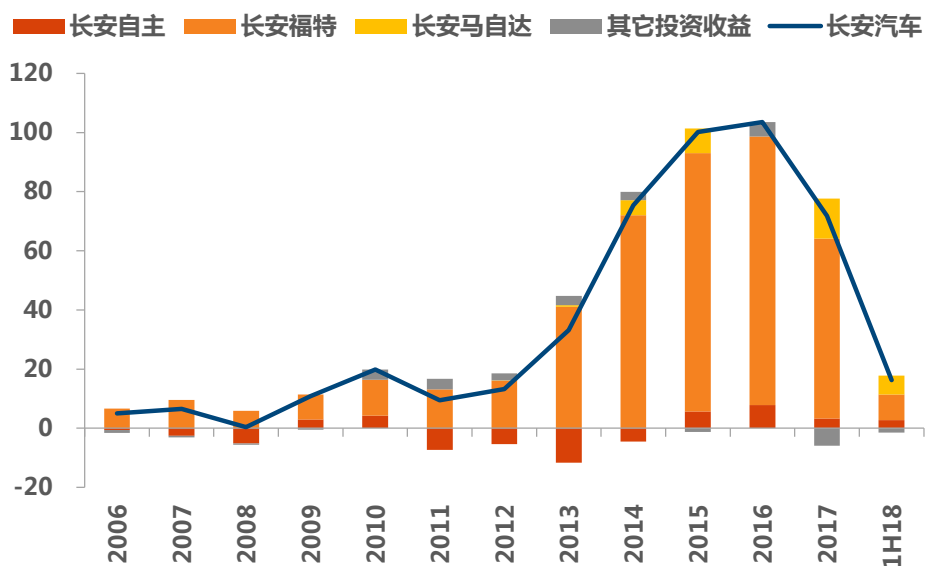


资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：2006-2012 期间为长安福特马自达

长安福特是公司利润重心，短期成败在此。利润结构上，长安福特为最关键子公司，历史最高年份公司 103 亿净利中长安福特就贡献了 91 亿元，占比近年虽有所下滑，2017 年依旧达到 85%，2018 上半年受销量进一步下滑影响，占比降至 54%。近年长安福特持续下滑的销量影响公司盈利，2018 年上半年长安汽车盈利 16 亿元，同比减少 30 亿元，其中 22 亿元由长安福特带来，3 季度亏损 4 亿元，同比下降 16 亿元，我们估计其中 17 亿元下降由长安福特带来。随销量、业绩走弱，公司股价在 2017 年 1 月-2018 年 12 月底下跌 51%。未来公司业绩以及股价能否有所修复，短期最关键之处在于长安福特表现能否有所修复。

图 10：长安汽车税前利润：主要来自长安福特投资收益（亿元）



资料来源：Wind、天风证券研究所

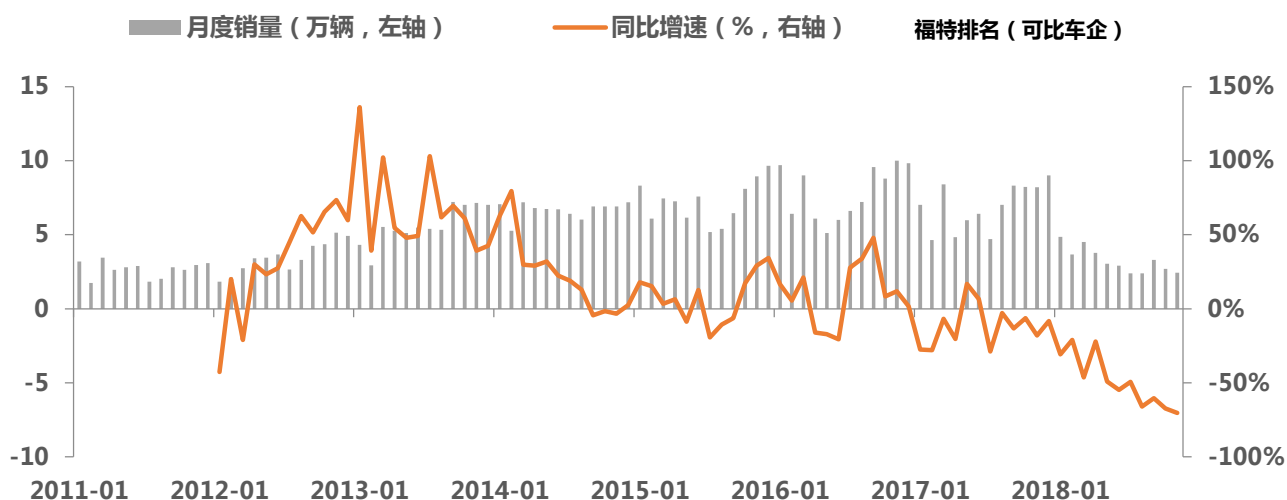
## 2. 长安福特

### 2.1. 百年福特，毁于？

#### 2.1.1. 现状：回到 2012

2018 年销量全面崩溃，回到 2012 年水平。福特中国上一轮 1515 计划（2011-2015）振兴之后，换代/新车型断档直接导致长安福特 2016 年批发销量增长弱于行业（9%，行业 17%）、2017 年进入负增长（-12%）、2018 年前 11 月累计销量腰斩（-51%）。全年我们预计长安福特销量 38 万辆，同比-54%，绝对量仅高于 2011 年的 32 万辆，低于 2012 年的 42 万辆，从市场份额来看，也是 2012 年以来第一次滑出前 10，直接从 2017 年的第 9 名下滑至 2018 年前 11 月的第 19 名，是 2004 年长安福特全面投产以来最差成绩。

图 11：2011-2018 长安福特月度销量/增速：颓势始于 2016 年，2018 年大幅滑坡



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 12：2018 年长安福特市场份额 2018 年滑至历史最差

份额排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	上汽通用	上汽通用	上汽通用	上汽通用	一汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽大众
2	上汽大众	上汽大众	一汽大众	上汽大众	上汽大众	上汽通用	上汽通用	上汽通用	一汽大众
3	一汽大众	一汽大众	上汽大众	一汽大众	上汽通用	一汽大众	一汽大众	一汽大众	上汽通用
4	北京现代	东风日产	北京现代	北京现代	北京现代	通用五菱	通用五菱	通用五菱	吉利汽车
5	东风日产	北京现代	东风日产	东风日产	东风日产	北京现代	长安汽车	东风日产	通用五菱
6	奇瑞汽车	奇瑞汽车	奇瑞汽车	长安福特	通用五菱	东风日产	北京现代	吉利汽车	东风日产
7	比亚迪	一汽丰田	一汽丰田	通用五菱	长安福特	长安汽车	东风日产	长安汽车	长安汽车
8	一汽丰田	比亚迪	长安福特	长城汽车	长安汽车	长安福特	长城汽车	长城汽车	长城汽车
9	吉利汽车	吉利汽车	吉利汽车	一汽丰田	神龙汽车	长城汽车	长安福特	长安福特	北京现代
10	长安福特	悦达起亚	长城汽车	神龙汽车	悦达起亚	神龙汽车	吉利汽车	北京现代	广汽本田
11	广汽本田	长安福特	悦达起亚	吉利汽车	长城汽车	悦达起亚	悦达起亚	东风本田	一汽丰田
12	神龙汽车	神龙汽车	比亚迪	悦达起亚	一汽丰田	一汽丰田	一汽丰田	广汽本田	上汽自主
13	悦达起亚	长城汽车	神龙汽车	长安汽车	广汽本田	广汽本田	广汽本田	一汽丰田	东风本田
14	一汽轿车	广汽本田	广汽本田	比亚迪	奇瑞汽车	吉利汽车	神龙汽车	广汽自主	广汽自主
15	长城汽车	一汽轿车	东风本田	广汽本田	比亚迪	奇瑞汽车	奇瑞汽车	奇瑞汽车	广汽丰田
16	广汽丰田	广汽丰田	广汽丰田	奇瑞汽车	吉利汽车	比亚迪	东风本田	上汽自主	奇瑞汽车
17	东风本田	东风本田	长安汽车	东风本田	东风汽车	东风汽车	东风汽车	东风汽车	北京奔驰
18	一汽夏利	一汽夏利	一汽轿车	广汽丰田	广汽丰田	东风本田	比亚迪	广汽丰田	比亚迪
19	江淮汽车	长安铃木	江淮汽车	一汽轿车	一汽轿车	广汽丰田	广汽自主	北京奔驰	长安福特
20	长安铃木	江淮汽车	上汽自主	东风汽车	东风本田	江淮汽车	广汽丰田	比亚迪	东风汽车
长安福特	3.7%	3.4%	3.7%	4.2%	4.4%	4.3%	4.0%	3.5%	1.8%

资料来源：中汽协、天风证券研究所

注：2018 年份额为前 11 月累计。

### 2.1.2. 直接原因：车型老化

中国市场由新车驱动，成功车企都相当重视迭代速度。中国市场当前投产车企超过 65 家（中汽协），有销量的车型超过 395 款（乘联会），2018 年前 11 月中汽协乘用车企 CR5、CR10、CR20 分别为 39%、58%、83%，近年随行业增速区间下移，竞争愈发激烈。车企面对激烈竞争往往选择加速车型迭代，使自己较新车型竞争力强过对手较旧车型，成功车企都非常重视车型的更新速度。从南北大众、上汽通用、两丰两本以及吉利长城等主流车企的情况来看，其当家车型基本在近年都进行了换代，最新一代上市时间多数在 3 年以下。

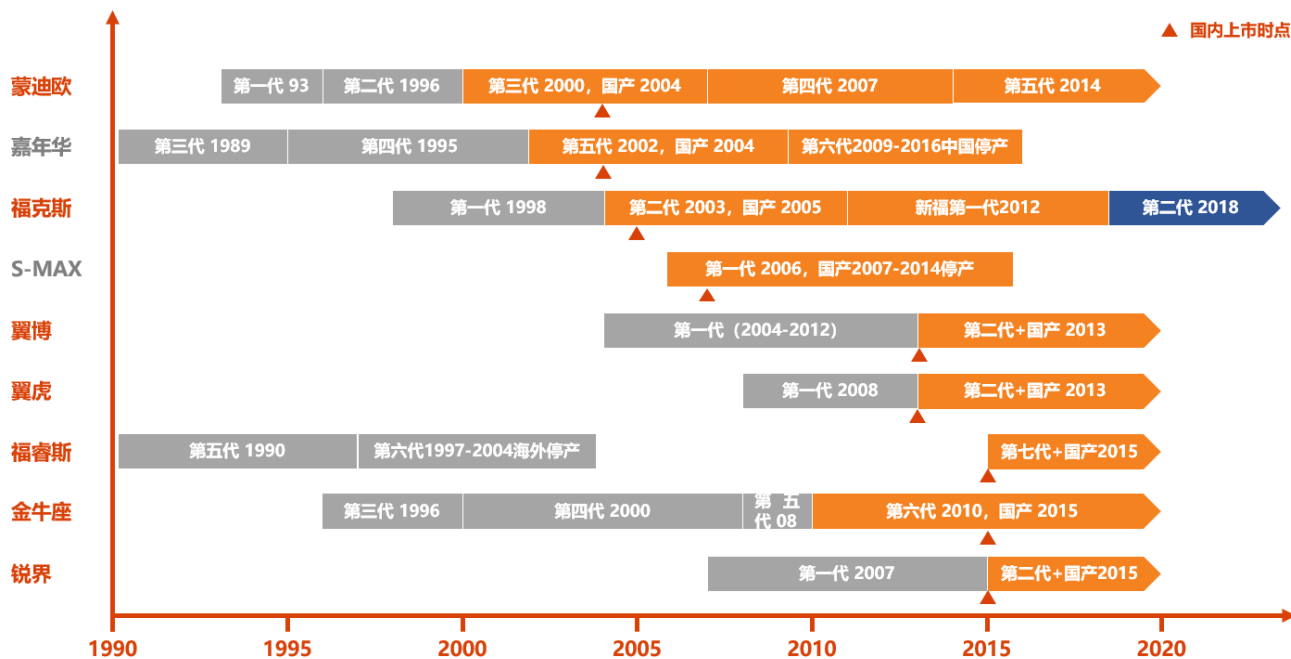
表 2：国内主流车企典型车型换代周期（万辆）

公司	车型	车辆类型	级别	17 年销量	18 前 11 月销量	最新 -2	最新 -1	最新	最新代系	截至当前年限	国产时间
上汽大众	朗逸	Car	A	43	43	2008	2012	2018	3	1 年	2008
	途观	SUV	B	33	28	无	2007	2016	2	3 年	2010
一汽大众	捷达	Car	A	32	29	2006	2011	2018	7	1 年	1991
	速腾	Car	A	32	29	2006	2012	2018	3	1 年	2006
上汽通用	英朗	Car	A	42	24	2003	2009	2015	3	4 年	2010
一汽丰田	卡罗拉	Car	A	33	35	2006	2013	2018	12	1 年	2004
广汽丰田	凯美瑞	Car	B	7	13	2006	2011	2017	8	2 年	2006
东风本田	思域	Car	A	17	20	2006	2011	2016	10	3 年	2001
	CR-V	SUV	A	18	12	2007	2012	2017	5	2 年	2004
广汽本田	雅阁	Car	B	15	15	2003	2008	2013	9	6 年	1999
东风日产	轩逸	Car	A	41	42	2006	2012	2016	3	3 年	2006
吉利汽车	帝豪	Car	A	25	23	无	2009	2014	2	5 年	2009
长城汽车	H6	SUV	A	51	40	无	2011	2017	2	2 年	2011

资料来源：乘联会、新浪汽车、盖世汽车、Autocar 等，天风证券研究所

问题出在福特自身，车型老化严重，拖累总量。长安福特当前在售车型最新一代主要集中在 2012-2015 年上市，部分车型年龄已经达到 8 年之久，平均上市时间 5.4 年（不考虑 2018/11 换代福克斯）。面对国内快速更新的竞品，公司逐渐老化的产品竞争力下滑，车型月销从顶峰的 1-2 万甚至 3 万辆下滑到当前 0.1-1 万辆的水平。通过对比主流车企，特别是比较典型的一汽大众（前 11 月销量 186 万）和广汽丰田（54 万）我们可以很明显看出，长安福特（37 万）7 款车型，数量高于广汽丰田的 4 款（合并混动车型），但销量远低于广汽丰田，而在另一个市场地位的一汽大众车型总量更多、销量也更高。现阶段长安福特核心问题不在于车型数量，在于在售车型竞争力无法支撑总量，而这种情况是车型老化所带来的。

图 13：长安福特车型更新过慢，平均上市时间 5.4 年



资料来源：搜狐汽车、新浪汽车等、天风证券研究所

注：平均上市时间不考虑 2018 年 11 月换代福克斯

表 3：长安福特（CAF）车型总量较少、竞争力在当下更弱(个,万辆)

	A00		A0		A		B		C		MPV
	轿车	轿车	SUV	轿车	SUV	轿车	SUV	轿车	SUV		
主流车企车型数	3	19	19	52	40	28	18	6	5	14	
主流车企销量	2	98	117	508	328	152	96	30	14	62	
CAF 车型			翼博	福睿斯	福克斯	翼虎	蒙迪欧	金牛座	锐界		
CAF 销量			1	15	4	3	4	1	6		
CAF 车型占比			1/19	2/52	1/40	2/28	1/18				
CAF 销量占比			1%	4%	1%	4%	6%				
CAF/行业销量			1%	3%	1%	3%	3%				

资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：主流车企选取 15 家——长安福特、上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱（剔除宏光）、上汽乘用车、一汽大众、一汽丰田、广汽丰田、长安汽车、长城汽车、广汽本田、东风本田、广汽传祺、东风悦达起亚、现代

表 4：长安福特的车型布局丰富度在广汽丰田、一汽大众之间，但单车竞争力较弱

指标	车企	合计	A00		A0		A		B		C		MPV
			轿车	轿车	SUV	轿车	SUV	轿车	SUV	轿车	SUV		
车型	长安福特	7			1	2	1	2	1				
(款)	一汽大众	16				7	2	3	2		1		1
	广汽丰田	5		1	1	1		1	1				
总销量	长安福特	33			1	18	3	5	6				
(万辆)	一汽大众	185				106	11	38	13		14		4
	广汽丰田	54		9	2	18		15	10				
车型平均	长安福特	5			1	9	3	3	6				

销量 (万辆)	一汽大众	12			15	5	13	6	14	4
	广汽丰田	11	9	2	18		15	10		
单车型最	长安福特				3	1	1	1		
高月销量 (万辆)	一汽大众				4	1	3	2	2	0
	广汽丰田		1	1	2		1	1		

资料来源：乘联会、天风证券研究所

### 2.1.3. 根本原因 1：全球性战略失误

前一阶段战略面向新兴领域，传统车型研发缓慢。公司 2006-2014 长达 8 年的时间内由穆拉利担任 CEO，通过 One Ford 战略扭转了 06 年以前的颓势、渡过 08 年金融危机，并进一步开拓了中国市场。到 2014 年公司经过数年的恢复后，开始将重心由传统优势领域（北美 SUV 和皮卡）转向了豪华车、小轿车和智能网联技术，导致近两年以来公司核心车型老化、成本上升、现金流下滑等问题。具体车型和平台方面，截至 2018 年底，福特全球 35 款在售车型中接近 70% 上市时间都在 4 年及以上，其中 40% 在 6 年及以上；除去 2018 年底发布的全新 C2 平台，全球在产的 9 个车型平台中，除 2 个皮卡和 1 个 C 级 SUV 平台近年有更新外，其余平台上市年限基本在 6-13 年。

表 5：福特全球车型多数已老化（含林肯）（具体车型可参考附录表格）

上市时间	车型数	占比
1 年	4	11%
2 年	3	9%
3 年	4	11%
4 年	6	17%
5 年	4	11%
6 年	9	26%
7 年以上	5	14%
合计	35	100%

资料来源：Autonews、Autocar、Autoweek、Revoly 等、天风证券研究所

注：截至 2018 年 12 月底

表 6：福特全球车型平台当前已老化（含林肯）

级别	平台名	启用时间	上市时间（年）	在产车型
A00-A0	GLOBAL B	2008	11	Fiesta、Ka+、Transit Courier、Tourneo Courier、Ecosport
A-B	GLOBAL C	2011	8	C-Max、Focus、Escort、Transit Connect、Mkc、Kuga、Escape
A0-B	C2（最新平台）	2018	1	Focus
B-C	CD4	2013	6	Fusion、Mondeo、Taurus、Edge、S-Max、Galaxy、MKZ、Continental、MKX、Nautilus
C	D4	2008	11	MKT、Flex、Explorer
C	T3	2017	2	Expedition、Navigator
B、A 皮卡	J97M/T6	2006	13	Everest、Ranger
C 皮卡	P552	2015	4	F-150
C 皮卡	P558	2017	2	Super Duty
MPV	V362、V363	2013	6	Tourneo、Transit、Transit custom

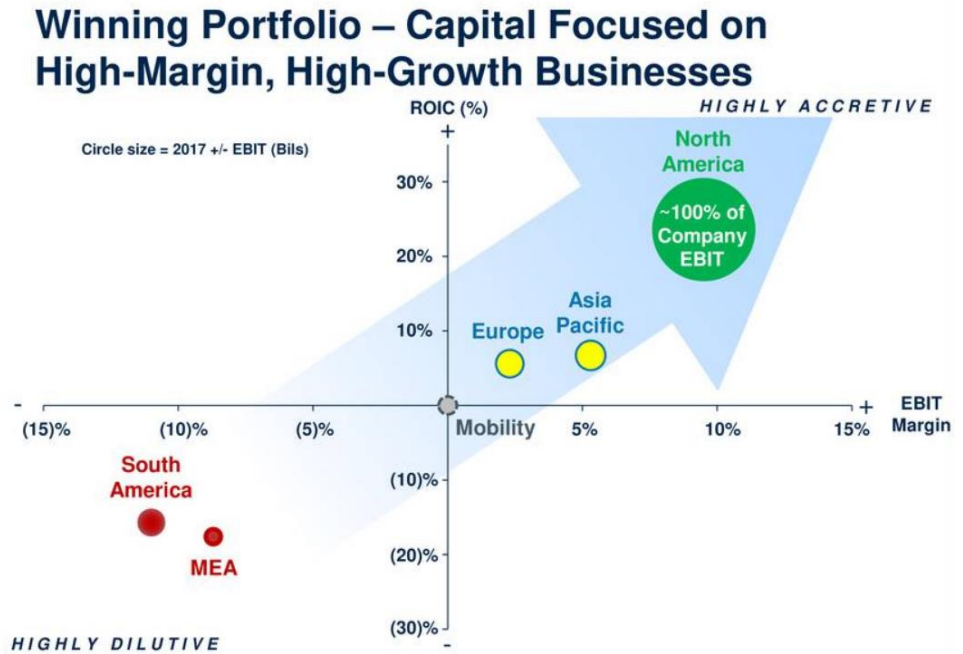
资料来源：Autonews、Autocar、Autoweek、Revoly 等、天风证券研究所

注：截至 2018 年 12 月底

2.1.4. 根本原因 2：不重视中国市场

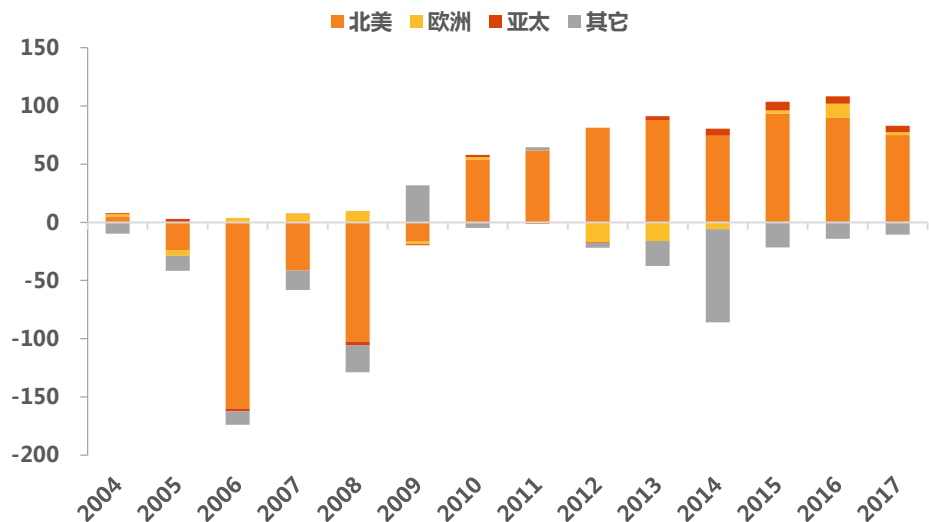
利润优先方针导致中国市场重要性相对靠后。危机思路延续+利润情况。从梅纳德《底特律的没落》对 2003-2010 底特律三巨头的记录我们可以看到，重视财务指标的福特一直以来核心关注的是利润最高的北美市场。并且过去近 20 年，福特大部分时候都处于销量和财务比较被动的局面，因此更加关注财务情况。直到今天福特也仍旧把北美 SUV/皮卡作为其最根本的业务。这就使得销量和利润占比较小的中国市场，重要性相对靠后，尤其在 2012 年以前（2006-2012 对长安福特持股仅 35%）。

图 14：福特全球核心投入在高增长、高利润板块



资料来源：福特汽车官网、天风证券研究所

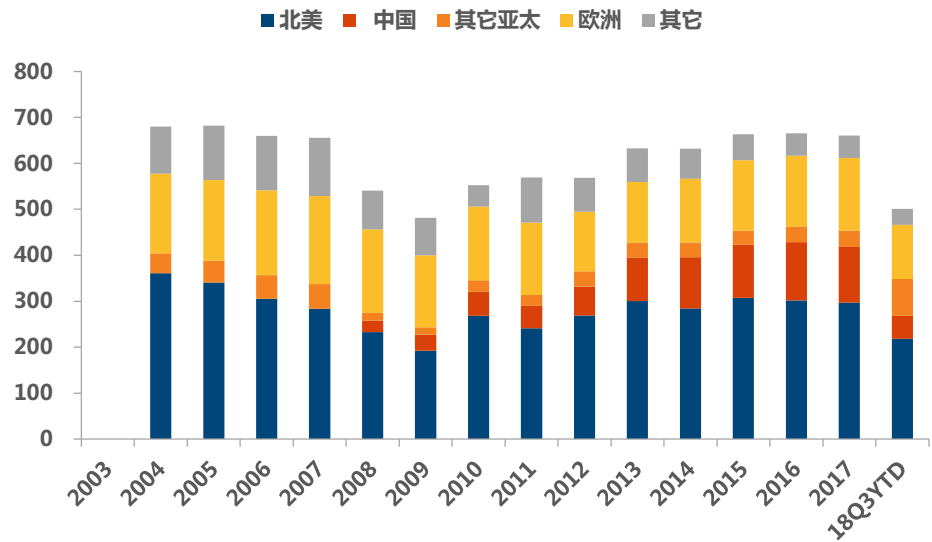
图 15：福特汽车各地区税前利润占比：亚太占比小（亿美元）



资料来源：福特汽车公告、天风证券研究所

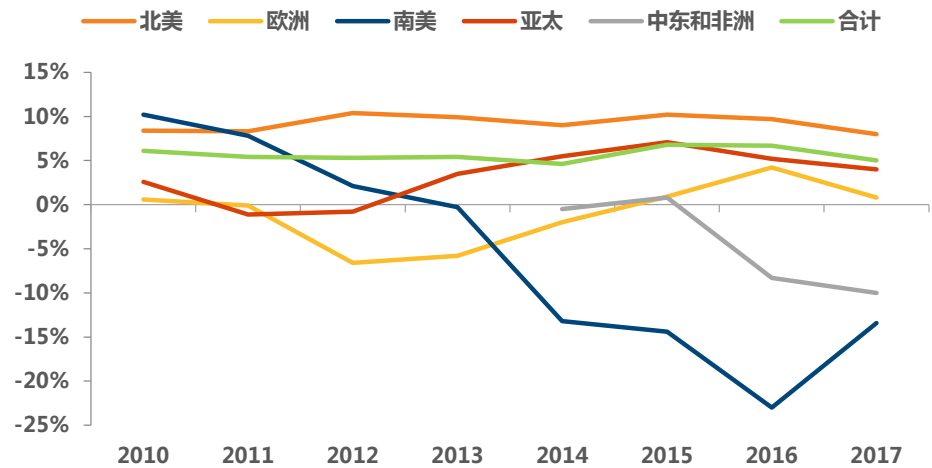
注：长安福特和江铃福特按股比计入

图 16: 福特汽车各地区批发销量：中国快速提升、北美占比最高（万辆）



资料来源：福特汽车公告、天风证券研究所

图 17: 福特汽车各地区营业利润率：北美显著高于其它



资料来源：福特汽车公告、天风证券研究所

**中国区负责人频繁更换。**在华合资车企往往委派海外母公司管理层负责中国区业务，但福特中国和丰田、大众、通用不同的地方在于两个地方：一是 2008 年以后频繁更换管理层，到 2018 年底已历经 8 位 CEO，平均任职时间仅 16 个月，而同期丰田、大众、通用仅 3-5 位，任职时长达到 24-44 个月。频繁更换一把手使得该职位更像轮岗，管理层倾向于做短期而非中长期考量、主观能动性也较低，遇到问题容易拖延导致进入恶性循环，区域业务层面的表现就是战略前后不易衔接、执行效率低。二是合资公司一把手选择方面差异，上汽通用、南北大众全部由中方任命，而长安福特全部聘用境外人员。

表 7: 相较通用、大众、丰田, 福特中国一把手频繁轮岗

公司	职位	任职时间		姓名	CEO 数量及平均任职时长
福特中国、 1995 年成立	董事长兼 CEO	2018-11	至今	陈安宁 ( 华人 )	2000-2018: 9 位, 25 个月
	代理董事长兼 CEO ( 亚太区总裁 )	2018-01	2018-11	傅礼德 ( Peter Fleet ), 离职后任福特亚太总裁	
	董事长兼 CEO	2017-07	2018-01	罗冠宏 ( 华人 )	2008-2018: 8 位, 16 个月
	董事长兼 CEO	2016-06	2017-07	萧达伟 ( David Schoch ), 离职后退休	
	董事长兼 CEO	2012-12	2016-06	罗礼祥 ( John Lawler ), 离职后任福特全球财务总监	
	董事长兼 CEO	2011-11	2012-12	萧达伟 ( David Schoch ), 离职后任福特亚太非总裁	
	董事长兼 CEO	2010-10	2011-11	韩瑞麒 ( Joe Hin-richs ), 离职后任福特亚太非总裁	
	董事长兼 CEO	2008-03	2010-10	葛致诺 ( Robert J.Graziano ), 离职后任福特澳洲总裁	
董事长兼 CEO	1998-01	2008-03	程美玮, 离职后任福特全球副总裁		
通用中国、 1998 年成立	CEO	2014-01	至今	钱惠康 ( 华人 )	2000-2018:
	CEO	2012-09	2014-01	苏瑞博 ( Bob Socia )	4 位, 47 个月
	CEO	2005-05	2012-09	甘文维 ( Kevin Wale )	
	CEO	2000-06	2005-05	墨斐 ( Phil Murtaugh )	2008-2018:
	CEO	1998-10	2000-06	善能 ( LawrenceB Zahner )	3 位, 44 个月
大众中国、 1992 年成立	CEO	2019-01	至今	冯思翰 ( Stephan Wöllenstein )	2000-2018:
	CEO	2012-09	2019-01	海兹曼 ( Jochem Heizmann )	5 位, 46 个月
	CEO	2010-09	2012-09	倪凯铭 ( Karl-Thomas Neumann )	
	CEO	2005-07	2010-09	范安德 ( Winfried Vahland )	2008-2018:
	总裁兼 CEO	2002-03	2005-06	雷思能 ( Bernd Leissner )	3 位, 44 个月
亚太区董事长		2002-02	罗伯特·比希霍夫 ( Robert Buechelhofer )		
丰田中国、 2001 年成立	CEO	2019-01	至今	前川智士	2000-2018:
	CEO	2017-03	2018-12	小林一弘	6 位, 35 个月
	CEO	2015-04	2017-03	小川哲男	
	CEO	2013-03	2015-04	大西弘致	2008-2018:
	CEO	2011-04	2013-03	北田真治	5 位, 24 个月
	CEO	2009-02	2011-04	加藤雅大	
CEO	2001-07	2008-06	矶贝匡志		

资料来源: 新浪汽车、搜狐汽车、公司官网等、天风证券研究所

表 8: 相较于上汽通用、南北大众一把手聘用中国人, 长安福特聘用境外人员

公司	职位	任职时间		姓名
长安福特、( 成立于 2001 年 )	总裁	2016-06	至今	何骏杰 ( Nigel Harris )
	总裁	2010-12	2016-07	马瑞麟 ( Marin Burela )
	总裁	2007-01	2010-12	沈英铨 ( 来自台湾福特六和 )
	总裁	2005-05	2007-01	菲利普·斯本德 ( Phil Spender )
	总裁	2001-04	2005-05	泰益克 ( Ron Tyack )
上汽通用、( 成立于	总经理	2014-07	至今	王永清

1997 年)	总经理	2013-08	2014-07	王晓秋
	总经理	2011-02	2013-08	叶永明
	总经理	2005-01	2011-02	丁磊
	总经理	1999-07	2005-01	陈虹
	总经理	1995-09	1999-07	胡茂元
上汽大众、(1985 年成立)	总经理	2014-08	至今	陈贤章
	总经理	2010-09	2014-08	张海亮
	总经理	2007-10	2010-07	刘坚
	总经理	2002-09	2007-10	陈志鑫
一汽大众、(1990 年成立)	总经理	2017-09	至今	刘亦功
	总经理	2013-04	2017-09	张丕杰
	总经理	2006-01	2013-04	安铁成
	总经理	2002	2006-01	秦焕明
	总经理	1996	2002	陆林奎
一汽丰田、(成立于 2000 年)	总经理	1990	1996	林敢为
	总经理	2009-01	至今	柴川早人
	总经理	2007-09	2009-01	加藤雅大
广汽丰田、(成立于 2004 年)	总经理	2000-04	2007-09	竹本省三
	总经理	2017-04	至今	鱼住吉博
	总经理	2013-03	2017-04	小林一弘
	总经理	2010-06	2013-02	小椋邦彦
	总经理	2004-09	2010-06	葛原徹

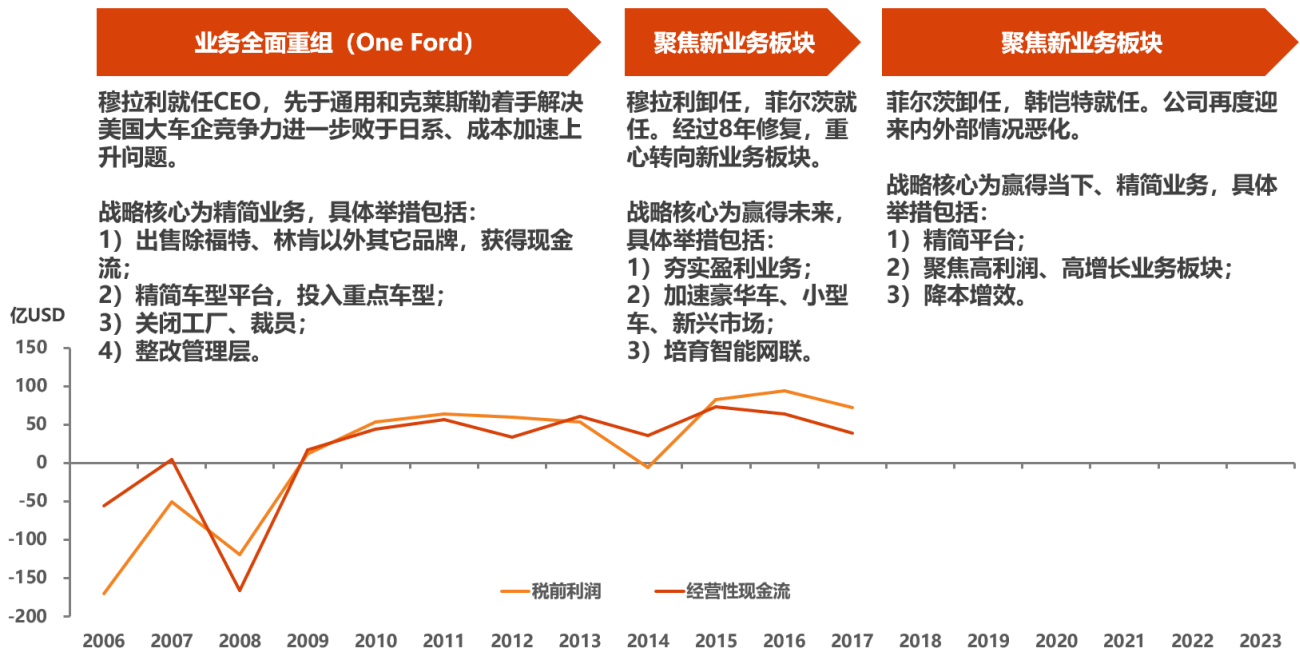
资料来源：新浪汽车、搜狐汽车、公司官网等、天风证券研究所

## 2.2. 由上至下解决方案

### 2.2.1. 全球性战略调整

**2017 年换帅+重设公司战略。**通过梳理福特汽车年报等材料，我们可以明显看到过去 13 年其核心战略跟随 CEO 更替而更新 3 次，其中第一次（穆拉利上任）和最新一次（马克菲尔茨下台、韩恺特上任）都以解决眼下问题为核心。2017 年韩恺特任职后，公司明确提出要处理好短中长期目标，尤其首先赢得当前（we cannot compete for the future unless we get fit today），间接承认曾经的战略失误。针对积累的问题，2017 年的福特一方面计划重新分配战略性资源至高增长、高利润板块，另一方面计划重走 06-13 路径继续降本增效。为配合业务调整，福特规划了 110 亿美元的重组成本（未来 3 年~5 年），对应直接的成本削减也高达 255 亿美元（公司预计）。

图 18：2006-2018 年福特战略重心发生 3 次变化



资料来源：福特汽车官网、天风证券研究所

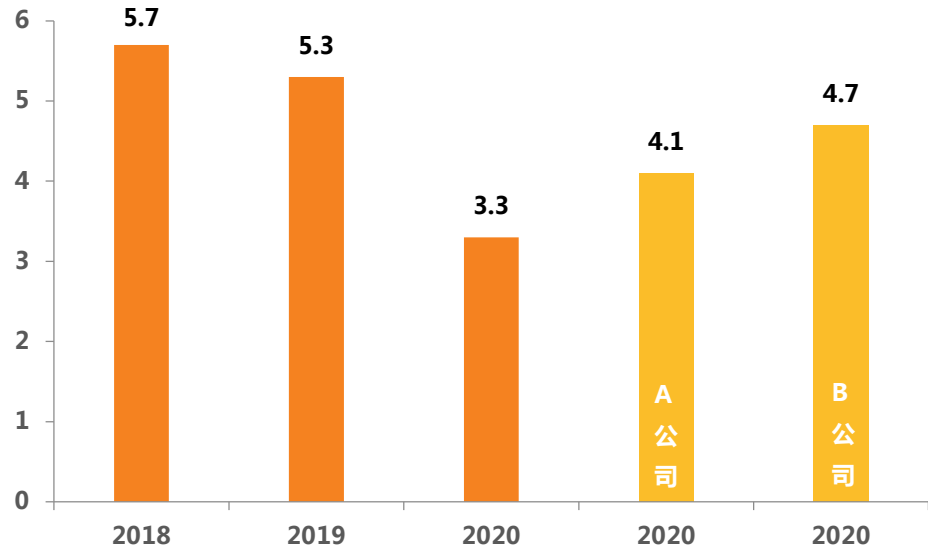
表 9：福特最新战略力求开源节流

核心计划	具体	目标效果
1) 重点投入高利润、高增长市场	北美 > 亚太 > 欧洲 > 中东/南美	
2) 重点投入高利润、高增长产品	SUV > 皮卡+商用车 > 轿车，缩减轿车投入 (已宣布至少 6 家工厂关闭计划)	SUV、皮卡+商用车、轿车占比分别： 2016-2020：39%、24%、37%、 2019-2023：60%、29%、11%
3) 精简至 5 个模块化平台	1) 燃油：后驱/全驱非承载式车身结构平台（纯电可用，下同）； 2) 燃油：前驱/全驱承载式车身结构平台； 3) 燃油：后驱/全驱承载式车身结构平台； 4) 燃油：商用厢式货车承载式车身结构平台； 5) 纯电专用：前/后/全驱承载式车身结构平台。 其它：合资伙伴、联盟开发平台。	1) 2019-2023 合计降本 255 亿美元： 物料 120 亿、研发 70 亿、宣发 50 亿、制造 13 亿、IT 2 亿； 2) 产品开发时间缩短：至少 20%； 3) 产品开发灵活性进一步提升。
4) 降本+增效	关闭工厂、裁员等 (已宣布至少 6 家工厂关闭计划、可能裁员 7 万余人)	

资料来源：福特汽车官网、天风证券研究所

**全球层面的新品周期+模块化平台。**One Ford 战略当时将福特公司品牌从 7 个精简到 2 个，车型平台从 30 余个缩减到 9 个。根据其最新战略，福特计划进一步精简车型平台，未来 5 年（到 2023 年）将缩至 5 个模块化平台（包括一个纯电平台）。此举类似效仿大众核心发展 3 个模块化平台（MQB、MLB、MEB）。如果研发顺利，公司能避免分散资金投入（聚焦核心平台和车型）、缩短当前漫长的车型开发周期（公司预计至少较当前缩短 20%，工程销量提升 20%-40%）。伴随模块化战略的还有 2019 年开始的新品周期，根据福特测算，北美 2018 年在售车型平均上市时间为 5.7 年，2019 年将降至 5.3 年，2020 年将进一步大幅降至 3.3 年。

图 19：福特北美 2019 年开始加速新品投放（当年产品平均上市时间，2019-2020 为预期值，年）



资料来源：福特汽车官网、天风证券研究所

注：材料来源福特，福特未明确公司 A、B 具体为哪两家

### 2.2.2. 中国业务单元升级

**独立业务单元与北美并列，直接汇报。**2018 年 10 月 24 日福特汽车宣布将中国全面升级为独立业务单元，直接向公司全球总部汇报。过去福特中国一直为福特亚太的子单元，而现在中国已经升级成为与北美并列成为福特的核心市场，总部对中国的重视程度大幅提升，由于决策链条缩短了一个环节，未来决策速度也将明显高于过往。

**管理层换华人。**此前福特中国一把手全是美国人，类似干部轮岗，更换频繁。2017 年 7 月，福特委任了第一位福特中国人 CEO 罗冠宏（此前担任 KSS CEO），2018 年 10 月委任了第二位陈安宁（此前任奇瑞总经理，2009 年以前在福特工作 20 余年并升任福特全球高管）。从轮岗的美国人，换成懂中国整车市场、董事会要求来解决问题的华人，福特中国管理层面实际发生了非常积极正向的变化。

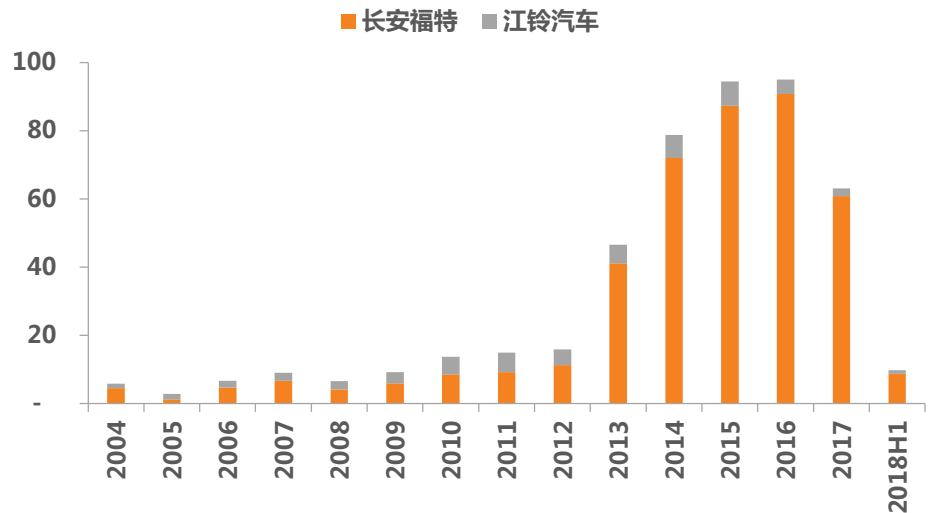
表 10：福特中国人 CEO 履历

姓名	就职时间	离任时间	履历
罗冠宏	2017-07	2018-01	2007-2017, KSS CEO
陈安宁	2018-11		1993-2009, 福特全球本部产品和制造工程师, 历任福特亚太整车产品项目高级总监 2009-2018, 奇瑞总经理, 历任奇瑞副总经理兼研发总院院长、奇瑞捷豹路虎董事长、观致汽车董事长等

资料来源：腾讯汽车等、天风证券研究所

**长安福特依旧是福特中国的重中之重。**福特在华两个合资企业中（众泰福特还在 MOU 阶段），虽然长安对福特的话语权强于江铃对福特，但从历史利润构成、产能、经销布局等多个角度来看，长安福特重要性依然超过江铃汽车（JV，32%股份），同时我们认为福特中国盘活存量资产的难度远低于再造新资产并盘活（研发、产能、渠道等）。因此我们可以判断未来长安福特依旧是福特中国的重中之重。

图 20: 长安福特对福特全球的利润贡献历史上远超江铃汽车 (归属福特汽车的投资收益, 亿元)



资料来源: 长安汽车、江铃汽车、天风证券研究所

### 2.2.3. 2025 新车计划

**中国 2025 计划谋求逆转。**福特对中国的战略计划经历三次变化, 分别为“1515 计划”、“创新 2020 战略”、“中国 2025 计划”。2017 年 12 月, 福特董事长比尔·福特和 CEO 韩恺特亲自在上海发布了“中国 2025 计划”, 规划 1) 到 2025 年底在华推出 50+款新车型, 其中包括 8 款全新 SUV, 至少 15 款电动车; 2) 聚焦加速产品本地化; 3) 快速提升在中国的工程及研发能力; 4) 优化在中国市场的市场、销售和服务管理。

表 11: 福特全球 1515 计划、创新 2020 战略、中国 2025 计划

战略	时间	车型	投资	目标
1515 计划	2011.4	2011-2015 年 15 款	13.6 亿美元	1) 新建杭州整车厂和扩大重庆基地产能, 产能从 60 万辆提高到 120 万辆。 2) 未来十年, 亚太区销量将占到福特全球销量的 70%, 潜力来自中印市场。 3) 到 2015 年经销商网络增加至 680 家, 新经销商网络分布在三四线城市。
创新 2020	2015.10	2016-2020 年 20 款	114 亿人民币	加速本地研发和新技术导入 1) 优化车载互联技术、半自动驾驶功能, 研发自动驾驶车辆。 2) 实施福特智能移动计划, 与嘀嗒拼车合作, 推动汽车共享。 3) 开发绿色制造技术、更高效的新型动力总成系统、新能源车解决方案。 4) 其他: 引入“Quick Lane”快速服务模式、在天猫商城上开设福特天猫旗舰店。
中国 2025	2017.12	2018-2025 年 50 款		2025 年在华营收额比 2017 年增长 50%。 1) 推出 8 款 SUV、至少 15 款福特和林肯品牌电动车型。 2) 2019 年开始将 5 款车型转到中国生产, 2020 年左右开始在中国生产电动车动力总成系统。 3) 优化在中国市场的市场、销售和服务管理, 组建统一的分销服务机构(设想)。 4) 长安福特: 2019 年底 100%车型实现移动互联, 2021 年之前实现 4 级自动驾驶汽车的商用, 2025 年全系车型将推出电气化版本。

资料来源: 新浪网、易车网、汽车之家、天风证券研究所

**增强本地开发实力, 改变严重依赖欧美研发中心局面。**福特将效仿通用泛亚, 进一步增强中国本地工程及研发能力。2017 年底南京研发中心新投入 6.8 亿人民币(总投资规划 13 亿人民币)的创新空间和测试验证基地已建成, 几乎同时 8 亿人民币投入的重庆工程开发中心新建项目也正式开工, 以提升整车和关键零部件测试能力。未来新车测试可以在中国本地完成, 这将大大缩短本地化车型的推出周期。

眼下核心仍是新车导入。未来 2 年的新品投放刷新陈旧的产品矩阵，对推高当下福特中国以及长安福特销量至关重要。2025 计划中，长安福特：

- 1) 全新车型包括：林肯首款国产 SUV（预计 2019 年下半年）、福特探险者（2020）、林肯 2 款国产车型（2020）；
- 2) 换代/中期改款车型包括：换代福克斯（2018 年 11 月已上市，Active 版本预计 2019）、中改锐界（1H19）、换代翼虎（2H19）、换代蒙迪欧（2020）。

表 12：长安福特新车周期从 2018 年底开始规划（万辆，万元）

类型	车型	新车/换代	级别	预计时间	指导价	2017 销量
SUV	锐界	中改	中型	2019 年	22.98-42.98	10.7
	翼虎	换代	紧凑型	2019 年	16.98-24.98	9.1
	林肯全新 SUV	新车	中大型	2019H2		
	BEV SUV	新车	小型	2019 年		
	林肯航海家 (MKX)	新车	大型	2020 年	41.88-61.88	1.4
	林肯飞行家	新车	大型	2020 年		
	探险者	新车	大型	2020 年	42.28-60.68	1.2
	2025 年以前导入 8 款全新 SUV(包括江铃福特)				2025 年前	
轿车	福克斯	换代	紧凑型	2018-11	9.98-16.58	16.8
	金牛座	中改	中型	2019 年	23.48-29.98	2.5
	福克斯 Active	衍生车型	紧凑型	2019 年		
	蒙迪欧	换代	中型	2020 年	17.98-31.98	11.1

资料来源：搜狐汽车、汽车之家等、天风证券研究所

### 2.2.4. 豪华品牌林肯国产

林肯进口已三年，2019 年底开始国产。进口林肯 2014 年底重新回到中国市场，2015-2018 年持续投放新车型、扩建渠道和增加品牌宣传投入。当前已引入 5 款车型，指导价位从 30 万元到 122 万元不等，涵盖 SUV 和轿车市场，2017 年销量达到 5.4 万辆，2018 年前 9 月销量达到 4.0 万辆，在进口豪车品牌中排名第 5，进口+国产中排名第 9。截至 2018 年 12 月，林肯中心已达 120 家，其中 2018 年新开业 19 家。目前林肯已明确将在长安福特进行国产，第一款车预计 2019 年下半年，2020 年再国产 2 款新车，预计三款车型可能全部为 SUV，级别从 A-C 级不等。

表 13：林肯、凯迪拉克车型信息一览

品牌	车型	级别	结构	剔除关税价 (万元)		2016	2017	9M18	进口/国产	进口指导价 (万元)	
林肯	MKC	A	SUV	24	31		1.8	1.2	进口，有国产预期	30	39
	MKX (新款更名航海家 Nautilus)	B	SUV	34	50		1.1	0.8	进口，有国产预期	42	62
	领航员 Navigator	C	SUV	89	97		0.1	0.2	进口	112	122
	MKZ	B	CAR	21	30		1.2	0.9	进口	26	38
	大陆 Continental	C	CAR	30	45		1.1	0.9	进口	37	57
	飞行员 Aviator	C	SUV	60	80				未进口，有国产预期		
合计						3.3	5.4	4.0			
						国产指导价 (万元)		11M18	国产时间		
凯迪	XT5 新款	B	SUV	26	40			1.1	2018-08		

拉克 (国产)	XT5 旧款	B	SUV	36	54	3.5	6.4	6.6	2016-04
	ATS-L	B	CAR	22	30	-	5.6	5.6	2016-12
	XTS 新款	B	CAR	30	36	-	-	6.0	2017-11
	XTS 旧款	B	CAR	35	48	7.7	4.2	-	2016-02
	合计					11.2	16.1	19.2	

资料来源：汽车之家、林肯汽车官网、中国汽车流通协会、中汽协、天风证券研究所

表 14：林肯 2018 年前三季度进口豪华车品牌销量排名第 5（万辆）

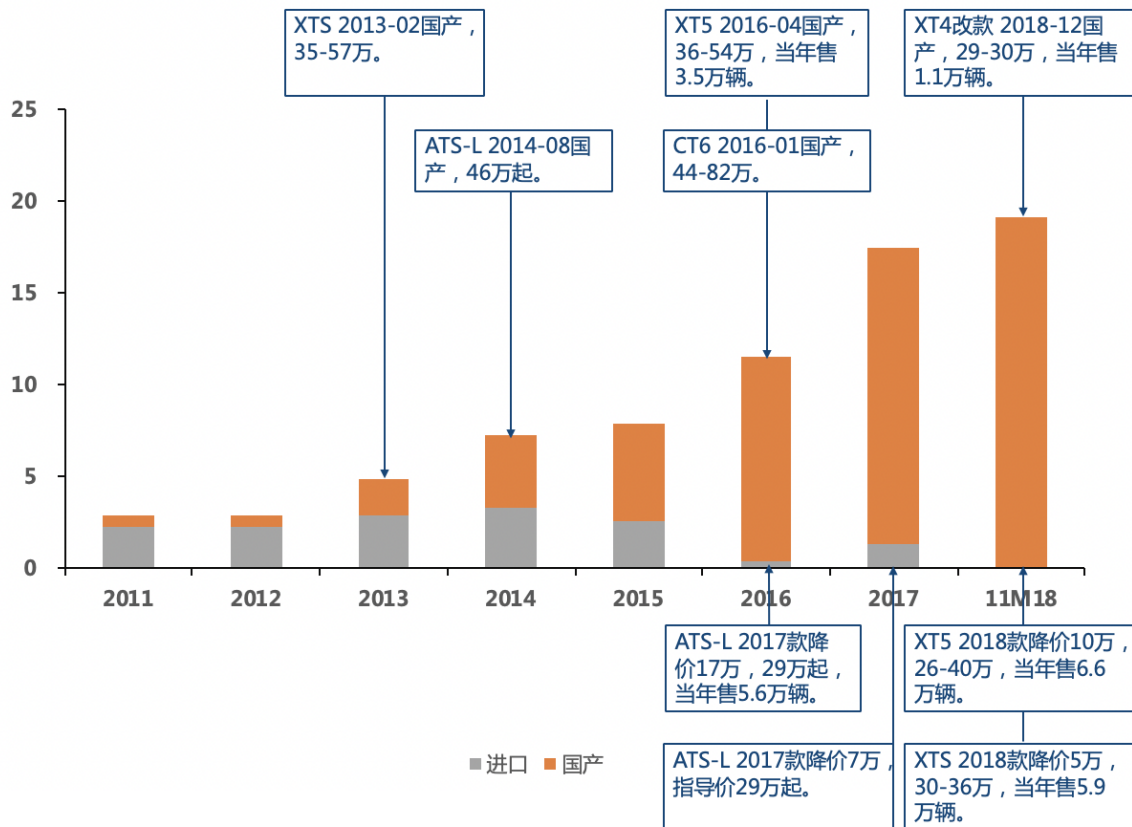
品牌	进口			进口+国产		
	排名	2017	3Q18 累计	排名	2017	3Q18 累计
奔驰	1	16.5	16.3	1	58.8	50.1
宝马	2	20.8	12.9	3	59.4	46.0
雷克萨斯	3	13.3	11.8	5	13.3	11.8
保时捷	4	7.2	5.6	8	7.2	5.6
<b>林肯</b>	<b>5</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>	<b>9</b>	<b>5.4</b>	<b>4.0</b>
捷豹路虎	6	6.3	3.5	7	14.6	9.2
奥迪	7	4.6	2.9	2	59.8	48.3
沃尔沃	8	2.3	2.6	6	11.4	9.6
英菲尼迪	9	0.1	1.3	10	2.9	3.2
玛莎拉蒂	10	1.5	0.7	11	1.5	0.7
讴歌	11	1.6	0.6	12	1.6	0.6
凯迪拉克	12	1.4	-	4	17.5	16.3

资料来源：中国汽车流通协会、中汽协、carsalebase 等、天风证券研究所

注：玛莎拉蒂为 2018 年前 7 月累计销量

**预计将以凯迪拉克为对标品牌。**从凯迪拉克曲折的国产进程来看，二线甚至三线豪华车想要突围，需要仔细平衡售价和品牌溢价问题。凯迪拉克国产真正上量是在 2016 年，当年上市 2 款新车，1 款进行指导价下调。2017 和 2018 年凯迪拉克销量继续上行，同时也伴随 ATS-L、XT5、XTS 继续下调价格。我们预计林肯将以同样来自美国的凯迪拉克为对标，绕开近年凯迪拉克持续调价的弯路，直接将价格定在合理偏低的位置来实现销量一步到位。

图 21: 凯迪拉克销量近年受新车上市及调价推动 (万辆)

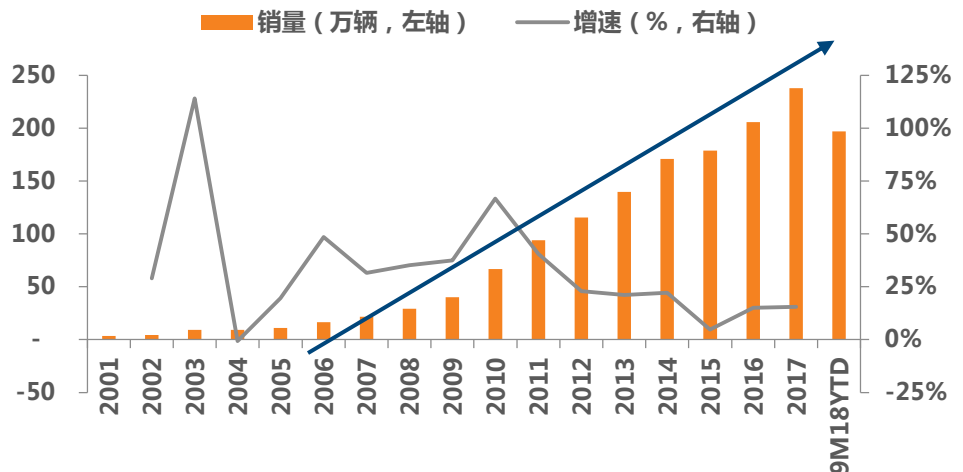


资料来源: 搜狐汽车、中汽协、中国汽车流通协会、天风证券研究所

注: 11M18 为累计值

**换购需求潮推动豪华车市场增长。**虽然近两年车市相对疲软, 但由于 2008 年首置需求快速放量后逐渐迎来换购需求, 中高端尤其豪华车需求保持且预计将继续保持相对旺盛状态。2017 年、2018 前三季度国内豪华车销量 238 万、197 万辆。我们预计未来 5 年市场仍将保持 10% 的平均增速。这也将为林肯国产提供较好的市场环境。此外, 林肯在 7 座 SUV 市场有一定特色, 目前中国 7 座车也是相对热门的细分领域, 但竞争相对不充分, 其中丰田汉兰达作为领先车型, 2018 年实现 10.5 万销量, 月销 9 千/1 万水平, 增速 5%, 重要车型大众途昂 2017 年 3 月上市, 2018 年实现 8.6 万辆, 月销 6-7 千辆水平。我们预计林肯以及探险者国产之后, 福特在该细分领域的优势也将进一步发挥。

图 22: 2016-2018 中国豪华车销量与增速



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：2018 年为前 9 月数据累计。车企包括：奔驰、奥迪、宝马、凯迪拉克、雷克萨斯、沃尔沃、捷豹路虎、保时捷、林肯、英菲尼迪、玛莎拉蒂、讴歌等 12 家。

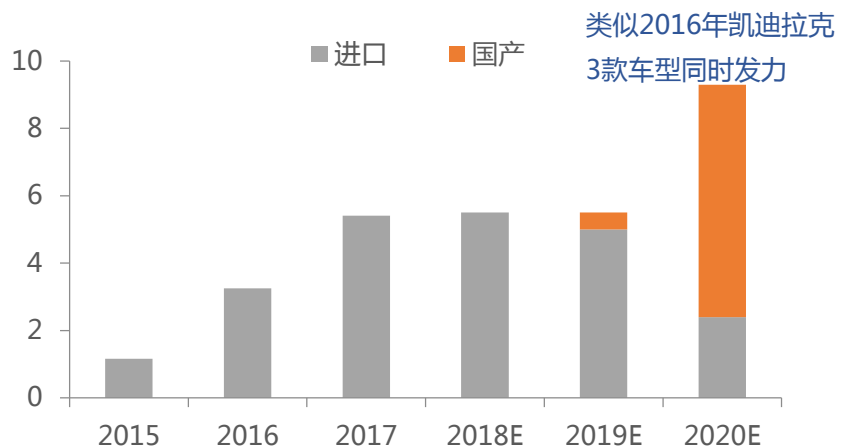
**预计 2020 年林肯三款国产车合计销售 6.9 万辆。** 国产林肯在华销售的正向因素包括：1) 老牌美系豪华品牌，市场认可度较好；2) 三款车型快速上市；3) 以中国人偏爱的 SUV 尤其是大型 SUV 为主；4) 经销网络已基本成形。负向因素包括：1) 进入时间晚，市场认知度较低，接受时间可能较长；2) 豪华车价格体系下调。考虑凯迪拉克目前单车年销 6 万-8 万台不等，我们预计随 2019 年底、2020 年林肯三款车逐一国产，有望分别为其实现 4.8 万、1.8 万、0.3 万左右销量，表现弱于当前凯迪拉克状态，但强于凯迪拉克刚国产化时的表现。

图 23：汽车之家豪华品牌美誉度和认知度：林肯品牌形象领先其它二三线豪华车



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 24：林肯年度销量：预计 2020 年国产近 7 万辆（万辆）



资料来源：中国汽车流通协会、乘联会、天风证券研究所

### 2.2.5. 修复经销渠道

2018 年主动减轻渠道压力。终端销量下滑往往伴随经销商库存压力加大，如果车企执意完成季度、年度目标，可能会带来对经销渠道的重要挫伤——经销商退网。近年福特销量走低就给其渠道带来较大压力，2016 年 4 月长安福特湖南经销商曾联名致函车企表明不再提车。2018 年以来，虽然长安福特销量进一步下滑，但公司基本停止将压力转嫁至渠道，尤其 2/3 季度其它车企普遍还在加库存的时候。从批发减交强险的数据来看，长安福特累计量已经为负数（-2.0 万辆），而其它 17 家主流车企还为正值，对 11 月批发销量的比值普遍在 0.5 倍以上，由此可见长安福特 2018 年以来批发减量效果非常显著。由于主动去库存，长安福特经销网络状况走下坡的情况有望趋缓，同时 2019 年如果市场回暖，长安福特补库的力度也有望超过其它车企。

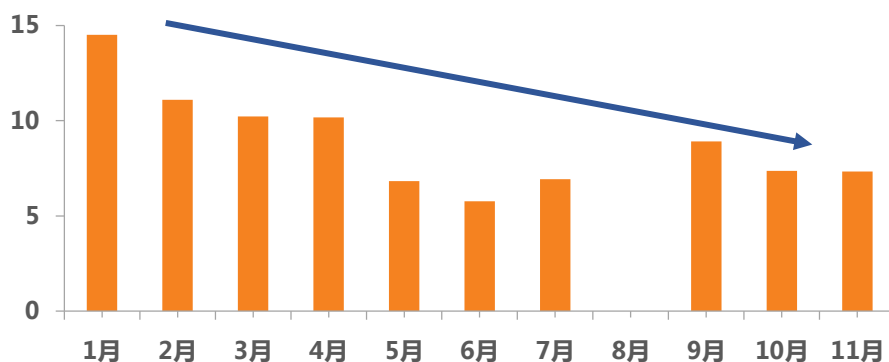
表 15：长安福特先于其余主流车企开始渠道清库（万辆）

	批发-交强险，单月			批发-交强险，累计 (自 2016 年 1 月)	11 月 交强险注册量	累计差额/ 11 月交强险
	2018-09	2018-10	2018-11			
长安福特	-0.2	0.2	-0.1	唯一负值 -2.0	2.5	-0.8
一汽丰田	-1.0	-1.2	0.7	0.5	5.8	0.1
北京奔驰	-0.1	-0.6	0.4	1.6	3.5	0.5
北京现代	1.3	0.3	0.4	3.4	6.7	0.5
东风本田	0.8	0.5	1.0	4.2	6.5	0.7
广汽丰田	0.3	0.3	0.8	3.7	5.3	0.7
东风日产	1.2	0.8	1.3	8.0	10.9	0.7
广汽本田	0.9	0.4	0.6	5.2	7.1	0.7
一汽大众	1.2	0.9	1.1	15.6	16.5	0.9
上汽大众	2.4	1.6	3.5	23.3	16.4	1.4
吉利汽车	0.6	2.0	3.3	20.9	10.9	1.9
长安汽车	0.9	1.3	0.5	12.1	6.2	1.9
长城汽车	-0.3	2.7	4.9	13.8	7.0	2.0
上汽通用	3.1	3.5	3.3	36.9	14.8	2.5
比亚迪	0.7	0.9	0.6	13.4	4.4	3.1
上汽自主	0.4	1.6	1.4	22.3	4.9	4.5
广汽自主	0.8	1.0	0.5	28.2	4.1	6.8
奇瑞汽车	1.8	1.5	1.8	52.4	3.5	14.9

资料来源：银保监会、中汽协、天风证券研究所

注：上通五菱和东风汽车数据口径不一，故此处不纳入

图 25：2018 年长安福特渠道库存逐月控制（万辆）



资料来源：中国汽车流通协会、乘联会、天风证券研究所

注：8月数据协会未披露。

### 2.3. 实力犹存还是日薄西山？

**百年老店，历史上经历起起落落。**福特汽车成立于 1903 年，对汽车工业史最大的贡献在于开创性地采用流水线生产模式，将汽车由手工时代带进工业化批量生产时代。过去百余年来，福特汽车一直为美国汽车三巨头，历史上经历过日系冲击、对其它汽车品牌大规模收购参股又一一出售、08 年金融危机以前提前收缩战线安然过渡、销量和利润水平曾远超其它全球车企。2017 年福特全球售出 661 万辆，集团口径排名第 6。虽然近年由于前期战略失误导致份额下滑，但公司对汽车的理解、对危机的管理我们认为依旧在全球前十车企中处于领先地位。

表 16：福特汽车成立百余年来，几经起落，触底反弹

时间	事件
1903 年	福特汽车公司成立
1908 年	开发出世界上第一条流水线，创造了一直未被打破的 T 型车达到 1,500 万辆世界记录
1918 年	建造 Rouge 工厂。工作人员曾达 10 万之众，医院、消防队、警察一应俱全，生产雷鸟、野马、F-150 等经典车型
1922 年	800 万美金收购林肯品牌，由此进入豪华车市场
1925 年	成立福特日本。两年内出口了 16689 台 T 型车到日本，远超其它美国汽车公司
1932 年	全球范围内首次成功铸造出整体 V8 发动机缸体
1935 年	开创 Mercury 品牌，填补福特和林肯间的市场空缺
1948 年	生产第一部 F 系列皮卡。到 2002 年底，F 系列的累计销量已达到 2,750 万辆，是汽车史上最畅销的车型
1967 年	成立欧洲公司
1970 年	建立亚太汽车业务部
1978 年	设立中国事务办公室
1979 年	入股马自达（25%）。1996 年成为马自达最大的股东（33.4%）
1987 年	入股 Hertz 汽车租赁公司。1994 年赫兹公司成为福特全资子公司
1989 年	收购捷豹汽车（Jaguar）。后使捷豹的年产销量突破 10 万辆
1994 年	全资收购阿斯顿马丁
1995 年	入股江铃汽车（20%）
1999 年	购买沃尔沃全球轿车业务
2000 年	购得路虎公司的所有权
2001 年	成立长安福特，持股 50%
2008 年	出售捷豹、路虎品牌，抛售马自达 26.8% 的股份
2010 年	出售沃尔沃品牌
2013 年	福克斯全年销量达 29.6 万辆，为中级车市场销量榜首
2014 年	新一代福克斯（第三代）和经典福克斯（第二代）组合搭配下，2013 年和 2014 年总销量趋近 40 万辆，连续三年中国驾车中销量最佳
2017 年	自动驾驶领域实力报告排名第一（Navigant Research）
2017 年	福克斯在华市场同比下滑超 30%，累计销售仅 17.2 万辆。而在全球，福克斯总销量 67.2 万辆，同比下滑 6.3%
2017 年	全年累计销量 120 万辆，同比下降 6%。其中，江铃福特同比增长 11%，林肯增长 66%，长安福特同比下降 14%（自 2003 年以来首次下跌）
2017 年	无任何新车型推出
2018 年	前三季度在华销量同比下滑 30%，其中长安福特同比下降 46%；同期通用汽车同比小幅下滑 2.5%，中国乘用车市场销量水平与去年同期基本持平

资料来源：福特汽车官网、搜狐汽车等、天风证券研究所

表 17：2017 年福特销量位居全球第六、美系第二（万辆）

2016			2017		
排名	车企	销量	排名	车企	销量
1	大众	1030	1	大众	1074
2	丰田	1018	2	雷诺-日产-三菱联盟	1061
3	通用	1001	3	丰田	1039
4	雷诺-日产-三菱联盟	967	4	通用	960
5	现代-起亚	786	5	现代-起亚	720
<b>6</b>	<b>福特</b>	<b>665</b>	<b>6</b>	<b>福特</b>	<b>661</b>
7	菲亚特克莱斯勒	448	7	菲亚特克莱斯勒	442
8	本田	368	8	本田	370
9	标志	315	9	标志	363
10	戴姆勒	314	10	戴姆勒	341
11	铃木	292	11	铃木	317

资料来源：彭博、天风证券研究所

**欧美市场地位居前。**福特在美仍是三大巨头之一，2018 年销量 249 万辆，车企口径排名仅次于通用和丰田。单品牌方面，2018 年福特位居第一。SUV 和皮卡全美畅销且利润率较高，翼博和探险者（2020 年国产）销量分别达到 27 万和 26 万辆，分别位居 SUV 排名第五和第六，但轿车业务难与日系车抗衡已计划逐步停产。在欧洲市场，福特销量与口碑也较优秀，2018 上半年车企排名第五，品牌排名第三，旗下紧凑型轿车（嘉年华、福克斯）在欧洲畅销。

表 18：2018 年美国主流车企、品牌、车型销量排名：福特位次领先（万辆）

排名	车企	销量	品牌	销量	轿车	销量	SUV	销量
1	通用	293	<b>福特</b>	<b>239</b>	丰田 Camry	34	丰田 RAV4	43
2	丰田	252	丰田	222	本田 Civic	33	日产 Rogue	41
<b>3</b>	<b>福特</b>	<b>249</b>	雪佛兰	201	丰田 Corolla	30	本田 CR-V	38
4	菲亚特克莱斯勒	224	本田	145	本田 Accord	29	雪佛兰 Equinox	33
5	日产	161	日产	134	日产 Sentra	21	<b>福特 Escape</b>	<b>27</b>
6	本田	160	吉普	97	日产 Altima	21	<b>福特 Explorer</b>	<b>26</b>
7	现代	128	斯巴鲁	68	现代 Elantra	20	丰田 Highlander	24
8	斯巴鲁	68	现代	68	福特 Fusion	17	吉普 Wrangler	24
9	大众	63	公羊	60	雪佛兰 Malibu	14	吉普 Cherokee	24
10	宝马	35	起亚	59	雪佛兰 Cruze	14	吉普 Grand Cherokee	22
11	戴姆勒	35	吉姆西	56	特斯拉 Model 3	14	斯巴鲁 Outback	18
12	马自达	30	道奇	46	<b>福特 Focus</b>	<b>11</b>	斯巴鲁 Forester	17
13	特斯拉	20	大众	35	现代 Sonata	11	吉普 Compass	17
14	路虎	12	梅赛德斯-奔驰	35	起亚 Soul	10	本田 Pilot	16
15	沃尔沃	9	宝马	31	起亚 Forte	10	现代 Tuscon	15

资料来源：JATO、天风证券研究所

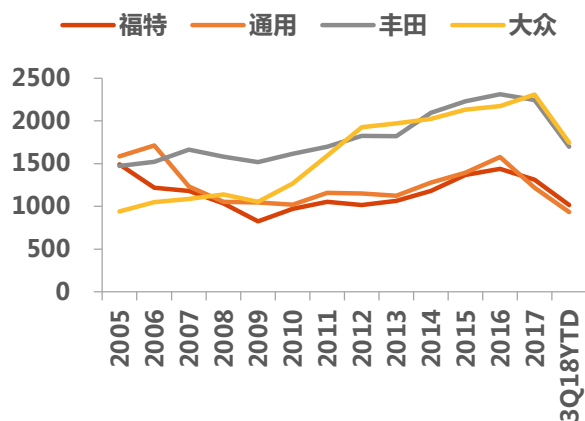
表 19：2018 上半年欧洲主流车企、品牌、车型销量排名：福特为非本土排名第一车企（万辆）

排名	车企	销量	品牌	销量	车型	销量
1	大众	206	大众	97	大众 Golf	26
2	标志	138	雷诺	62	雷诺 Clio	19
3	雷诺	91	<b>福特</b>	<b>54</b>	大众 Polo	16
4	菲亚特克莱斯勒	59	标致	54	<b>福特 Fiesta</b>	<b>16</b>
<b>5</b>	<b>福特</b>	<b>52</b>	欧宝	49	日产 Qashqai	13
6	宝马	54	梅赛德斯-奔驰	44	标致 208	13
7	戴姆勒-	49	奥迪	42	大众 Tiguan	13
8	丰田	40	菲亚特	42	斯柯达 Octavia	12
9	现代	28	宝马	41	雷诺 Captur	12
10	日产	28	斯柯达	39	沃尔斯豪尔 Cors	12
11	起亚	26	丰田	38	<b>福特 Focus</b>	<b>12</b>
12	沃尔沃	16	东风雪铁龙	33	雪铁龙 C3	12
13	路虎	11	现代	28	达契亚 Sandero	12
14	本田	8	达契亚	28	丰田 Yaris	12
15	通用	0	日产	28	标致 3008	11

资料来源：Best-selling-car、天风证券研究所

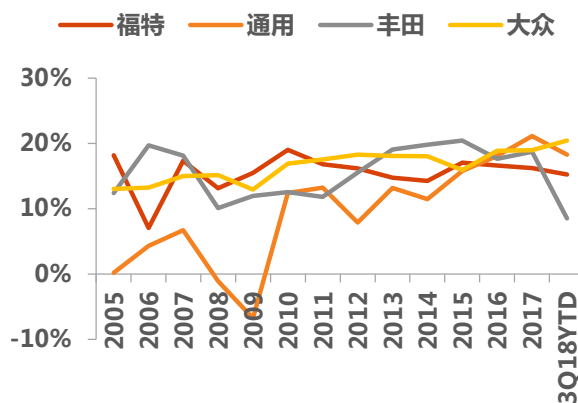
福特近年财务表现弱于通用、丰田、大众，但差距并不悬殊。从营收角度来看，福特、通用体量皆远小于全球第一和第二的丰田、大众。毛利率近年来处于中等偏下水平，但与其它三家偏离不太大，净利润率近两年也处于较低水平，但在 2008 年金融危机之后，受益于“One Ford”战略，当时利润率指标都明显优于其它三家车企。资产周转率过去十余年，福特和通用则一直高于大众和丰田。

图 26：2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众营收（亿欧元）



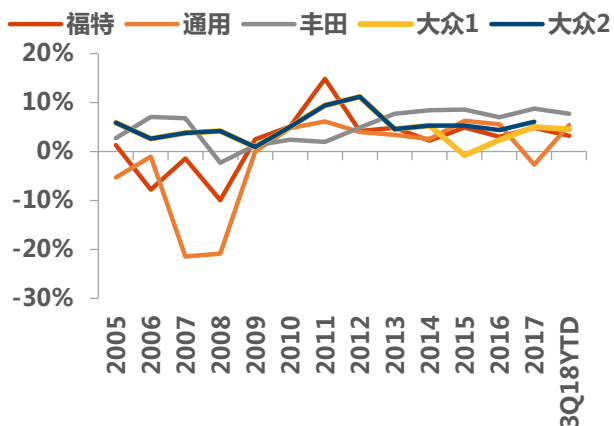
资料来源：公司官网、Wind、天风证券研究所

图 27：2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众销售毛利率



资料来源：公司官网、Wind、天风证券研究所

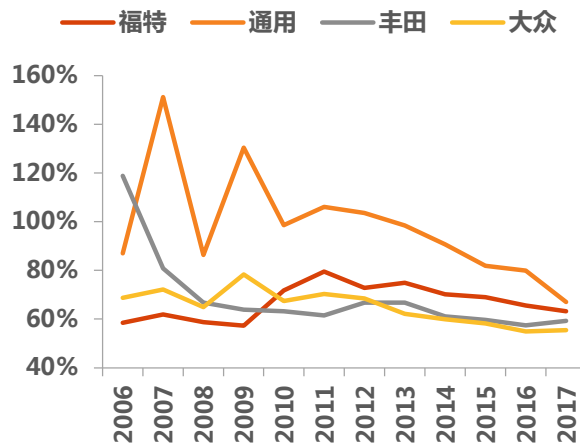
图 28：2005-2018Q3 福特、通用、丰田、大众销售净利率



资料来源：公司官网、Wind、天风证券研究所

注：大众 1 为官方发布数据，大众 2 为尾气门事件回算数据

图 29：2005-2017 福特、通用、丰田、大众总资产周转率



资料来源：公司官网、Wind、天风证券研究所

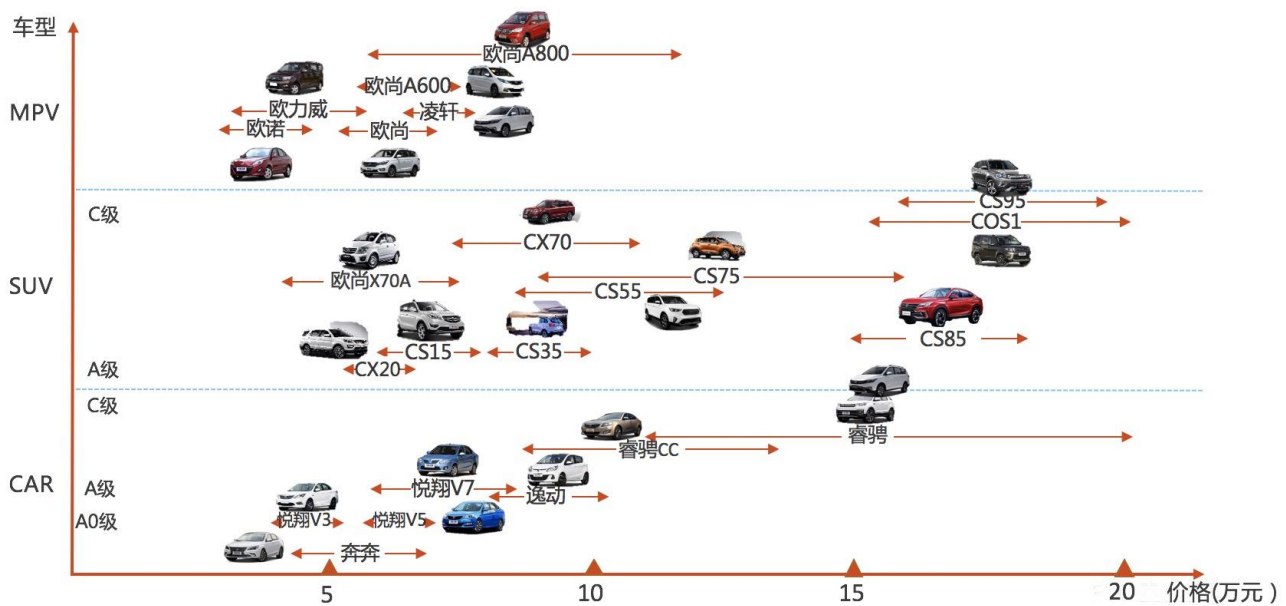
我们认为，长安福特基于母公司实力，能够凭借在华巨大保有量形成的市场基础（长安福特 04 年以来累计销售超过 600 万辆）、成熟的零部件经销体系，经过战略人事调整、新品重新投放等重振举措，最终回到二线合资地位。

### 3. 其它公司

#### 3.1. 长安自主

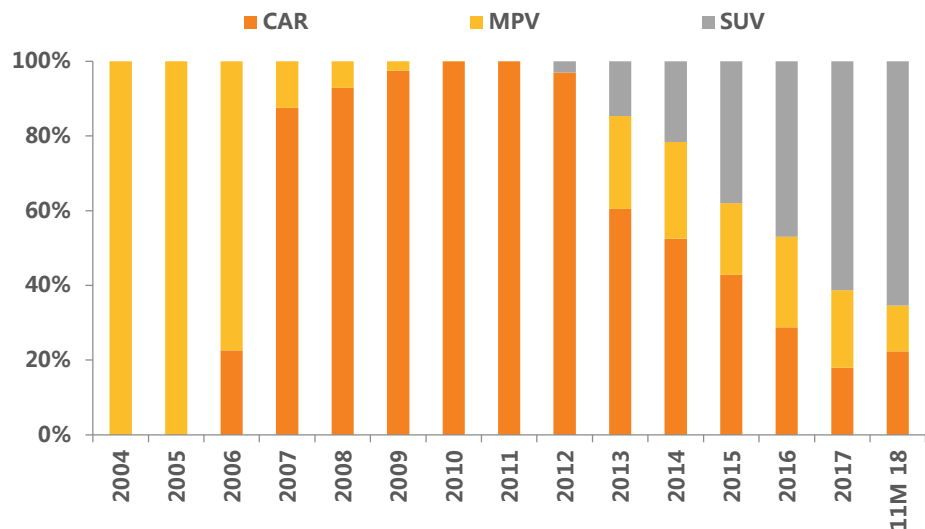
长安自主车型覆盖全面，多款车型支撑销量总盘。长安自主车型已推出 30 多款，车型覆盖轿车、SUV、MPV 以及轻微客等，2018 年前 11 月销量占比分别为 16%、46%、9%以及 29%。其中，轿车板块的主力车型为逸动，售出 12.6 万辆，占比为 10.4%；SUV 板块的主力车型为 CS55，2018 年全年售出 16.5 万辆，占比为 13.6%；MPV 板块的主力欧诺 2018 年售出 5.6 万辆，占比为 4.6%。虽然近年轿车板块占比有所下滑，但在自主车企中车型结构的布局依然相对均匀，这也为公司持续发展奠定较好基础。

图 30：长安自主产品矩阵丰富



资料来源：汽车之家、天风证券研究所

图 31：长安汽车 CAR/MPV/SUV 销量占比



资料来源：公司公告、中汽协、天风证券研究所

**每年保持较高频率的新车投放。**2017 年长安主要投放了 SUV 新车型，2018 年主要投放了轿车新车和换代车型，2019 年公司计划对长安品牌车型进行换代，同时欧尚事业部将继续新车投放。其中值得重点关注的是公司竞争力较强的 CS75 换代和 CS95 中期改款，以及计划于近期上市的 CS85。

表 20：长安汽车新车上市及规划：保持较高上新频率（2018H2-2019）

类别	级别	品牌	车型	新车/换代/改款	上市时间
轿车	A	长安汽车	悦翔，第三代	换代	2018H2
	A0	长安汽车	CS35 Plus	换代	2018H2
	A	长安汽车	CS75 PHEV	改款	2018H2
	A	长安汽车	CS85	新车	2019H1
SUV	B	长安汽车	CS95	中改	2019H1
	A	长安汽车	CS75	换代	2019H2
	A	长安欧尚	COS1°（科赛）	新车	2018H2
	A	长安欧尚	全新 SUV	新车	2019
MPV		长安欧尚	MPV EV	新车	2018H2
		长安欧尚	COSMOS（科尚）	新车	2018H2

资料来源：汽车之家、买车网等、天风证券研究所

**全新轿跑 SUV CS85 即将上市。**2018 年 11 月，长安 CS85 在 2018 年广州车展上正式亮相，预售价 14.99-17.19 万元，将于 2019 年一季度上市。CS85 是一款尺寸大于 CS75 的轿跑型 SUV。轿跑 SUV 风潮源自 2008 年上市的宝马 X6，逐渐由高端车向中端车延伸，主打运动、性能、个性卖点。当前市场上尤其自主品牌的中大型轿跑 SUV 并不多，主流车型仍以合资车企车型为主。CS85 搭载长安蓝鲸系列的 1.5/2.0T 涡轮增压发动机、匹配爱信 8 速自动变速箱，最大输出功率可达 178/233 马力。我们预计如果最终定价合理，月销量能够稳定在 5 千辆以上。

图 32：长安 CS85 造型：为一款轿跑车型



资料来源：易车网、天风证券研究所

表 21: 长安 CS85 基本参数对比

参数	长安 CS85	吉利博越	长城哈弗 F7	WEY VV7	广汽传祺 GS8
车系价格区间(万元)	14.99-17.19 (预售)	9.88-16.18	10.90-14.90	16.98-18.88	16.38-25.98
排量(L)	1.5/2.0	1.8/2.0	1.5/2.0	2.0	2.0
变速箱	爱信 8AT	6AT	7DCT	7DCT	6AT
长*宽*高(mm)	4720*1845*1665	4519*1831*1694	4620*1846*1690	4765*1931*1655	4810*1910*770

资料来源:汽车之家、老司机、天风证券研究所

**持续布局电动和智能网联领域,蓄积未来产业核心竞争力。**长安在电动化和智能化领域开始时间较早。电动化方面,长安在 2012、2013、2015 年就分别推出了杰勋、CX30、逸动纯电动车。2015 年更新新能源车战略,计划到 2025 年推出 34 款电动新产品。在此基础上,2017 年发布香格里拉计划,计划投资 1000 亿元,陆续推出 33 款车型,2025 年停售传统车、实现全谱系产品电气化。智能化方面,长安较早与百度、腾讯等互联网巨头合作布局,2016 年上半年首次在国内完成了长达 2,000km 的无人驾驶实测测试。此前发布“654”发展战略,计划到 2025 年累计投入 130 亿元开展网联汽车研发,同时长安汽车在研究院总院,美国硅谷,印度等地设立了智能网联汽车的研发机构。近期长安与一汽、东风等公司共同探索智慧出行等新业态。

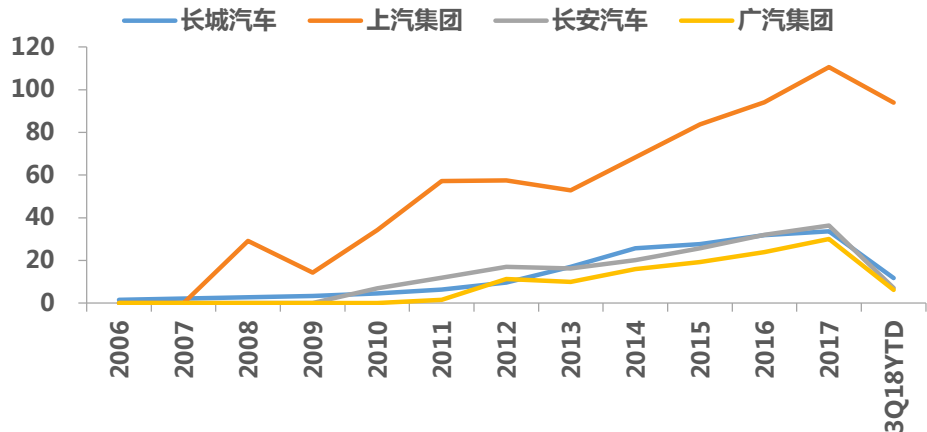
表 22: 长安汽车电动化、智能化近期重点布局:持续投入

重心	时间	事件	
电动化	2017/10	发布“香格里拉计划”:共投资 1000 亿元,到 2020 年完成三大新能源专用平台的打造;到 2025 年全面停售传统意义的燃油车,实现全谱系产品的电气化	
	2017/11	间接持股宁德时代:收购镇江德茂海润基金,推动公司动力电池产品技术推广和产业化应用	
	2018/04	发布“第三次创新创业”计划:至此累计突破并掌握了 384 项新能源汽车开发核心技术,其中包括 85 项“大三电”专项技术	
	2018/06	南京江宁新能源汽车项目开工:作为中大型新能源整车生产基地,总投资 200 亿元,设计年产能 24 万辆(包括高性能跨界 SUV、轿跑等多款纯电车型)	
	2018/07	与比亚迪正式签署战略合作:双方将联合设立以新能源动力电池生产、销售为主营业务的合资公司。	
	2018/08	与蔚来共同出资打造合创公司“长安蔚来新能源汽车科技有限公司”,形成集产品研发、生产制造、营销服务、到用户体验等一体化	
	智能化	2018/04	同时拥有中美无人驾驶测试牌照:2017 年获美国加州测试牌照,2018 年获重庆第一家测试牌照
		2018/07	与一汽、东风成立共享出行公司:探索汽车共享、出行服务、汽车产业新生态、智慧城市、智慧交通建设领域等
2018/08		与百度签署战略合作协议:实现自动驾驶车型量产落地、车联网业务整合	
2018/08		无人驾驶技术达 L4 级:L4 级纯电动自动驾驶共享汽车在中国智博会成功示范运行	
2018/10		与腾讯合资成立梧桐车联:专注车联网、大数据、云计算等领域	

资料来源:搜狐汽车、太平洋汽车等、天风证券研究所

**中长期看,长安自主是中国汽车市场重要一员。**2018 年前 11 月长安乘用车累计销量 81 万,同比-17%,虽然下滑较明显,但绝对体量仍在自主阵营中位居前列(次于吉利、五菱)。总体来看,长安凭借过去二十年持续不断的投入取得了当前的市场地位,在研发、零部件体系方面都较成熟,同时在面向未来的电动化和智能化方面及时布局,与一汽、东风的合作不断深化,未来地位仍将持续巩固。

图 33: 长安汽车研发支出低于上汽, 与长城、广汽相仿 (亿元)



资料来源: Wind、天风证券研究所

表 23: 2015-2018 一汽/东风/长安汽车集团互动事件信息表 (不完全统计)

时间	事件	性质
2015 年 5 月	一汽集团董事长竺延风任东风汽车董事长 东风汽车董事长徐平调任一汽集团董事长	领导互换
2017 年 3 月	一汽-大众原总经理、一汽轿车总经理安铁成就任东风汽车公司副总经理、党委书记; 东风集团的邱现东调往一汽集团, 任中国第一汽车集团公司党委书记、副总经理	领导互换
2017 年 8 月	徐平调任中国兵器装备集团任董事长, 兵装集团总经理、中国长安董事长徐留平升任一汽集团董事长	领导互换
2017 年 12 月	一汽、东风、长安战略合作框架协议正式签约; 三方将在前瞻共性技术创新、汽车全价值链运营、联合出海“走出去”、新商业模式等四大领域开展全方位的合作	合作
2018 年 5 月	东风汽车集团有限公司党委书记、副总经理刘卫东前往兵装集团任职; 东风汽车有限公司执行副总裁、党委书记雷平则进入一汽担任副总经理一职; 一汽集团总经理助理尤峥转战东风公司担任副总经理; 原一汽负责商用车的副总经理董春波已经列入兵装集团管理团队	领导互换
2018 年 7 月	东风汽车与一汽、长安正式签署移动出行意向协议书, 合资组建 T3 出行服务公司	合资

资料来源: 盖世汽车等、天风证券研究所

### 3.2. 其它合资

**长安马自达表现稳健。**长安汽车旗下的其他合资品牌中以长安马自达的业绩贡献最为显著, 从 2012 年分立后经营较为稳健, 其中马自达 3 改款的昂克赛拉月销量长期保持在 1 万辆水平。2018 年 12 月公司发布全新车型 CX-8, 昂克赛拉预计将于 2019 年进行换代。

表 24: 长安马自达新车规划

类别	级别	车型	新车/换代/改款	上市时间
SUV	C	CX-8	新车	2018H2
轿车	A	昂克赛拉	换代	2019

资料来源: 长安马自达官网、车讯网、天风证券研究所

**PSA 与铃木销量短期颓势, 预计继续保持亏损状态。**长安 PSA 成立于 2011 年, 旗下的 DS 品牌定位不清晰, 2016 年销量仅 1.6 万台, 长安铃木 2016 年累积销量不足 12 万辆, 同比下降 4%, 对长安集团的贡献率小。长安与铃木于 2018 年 9 月签订股权收购协议, 1 元收

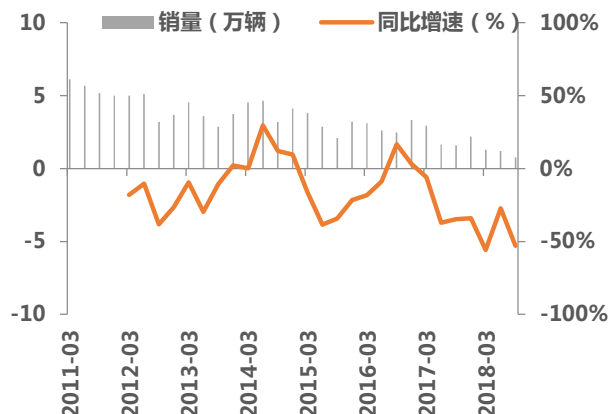
购长安铃木股权 50%，预计其后长安将导入部分车型至铃木工厂生产以提振产能利用率。但总体而言两家合资公司将持续保持亏损状态。

图 34：2011-3Q18 长安马自达销量及同比增速（季度）



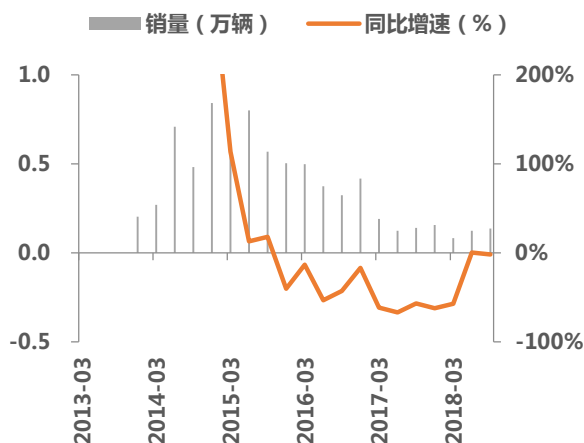
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 35：2011-3Q18 长安铃木销量及同比增速（季度）



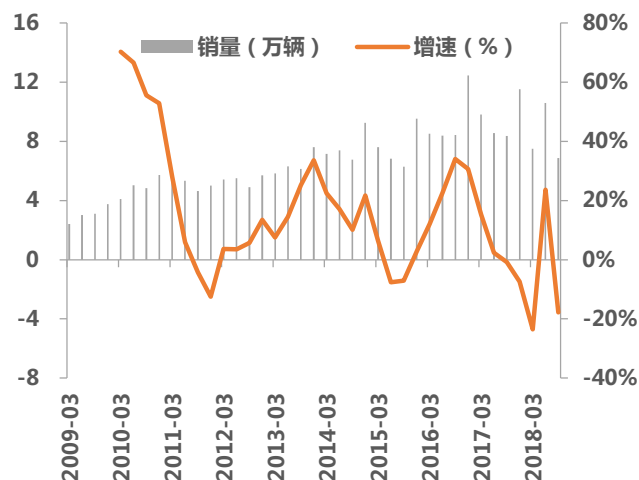
资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 36：4Q13-3Q18 长安 PSA 销量及同比增速（季度）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

图 37：2009-3Q18 江铃控股销量及同比增速（季度）



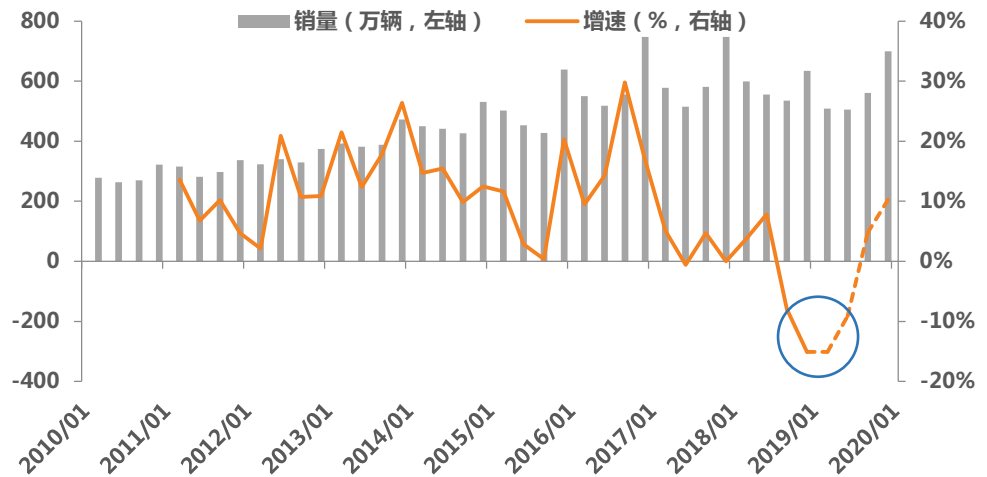
资料来源：中汽协，天风证券研究所

## 4. 盈利与估值讨论

### 4.1. 盈利测算：预计 3Q19 转正

**预计 2019 年三季度行业销量增速转正。**中长期来看，汽车消费仍旧具有提升空间，三四线地区千人保有量将逐渐超过当前均值并向一线地区靠近甚至超过，那么在过去两年的低迷之后（乘联会 2017-2018 狭义乘用车销量增速为 2.1%和-4.0%），行业将逐渐恢复小幅正增长的增长中枢水平。我们预计 2019 年行业销量随宏观经济企稳而逐步回暖，同时考虑基数因素，2019 年单季批发增速预计分别为-15%、-9%、5%、10%，对应全年-2.2%。

图 38：行业狭义乘用车批发增速：预计 3Q19 开始企稳

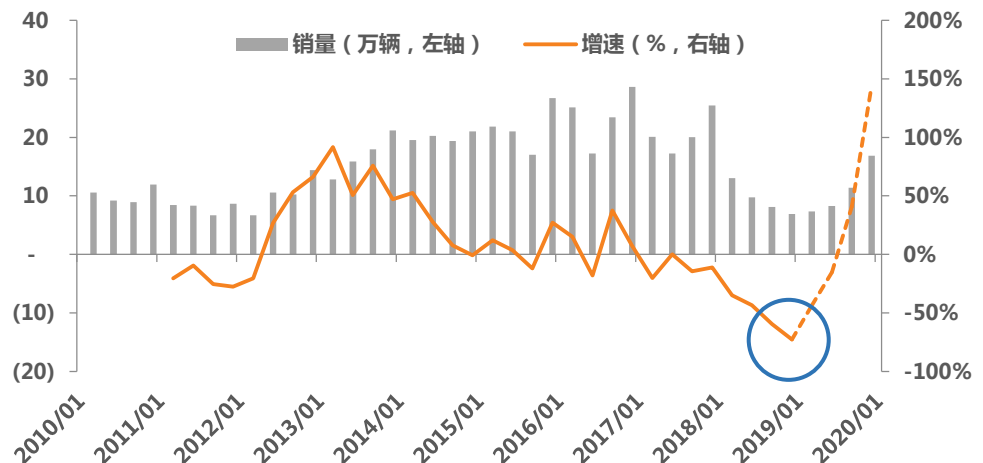


资料来源：乘联会，天风证券研究所

注：虚线为预期值。

**长安福特销量有望随行业逐季改善，低基数可能使 4Q19 翻倍。**考虑前文所述福特、福特中国以及长安福特在战略、管理层、新车方面的明显边际改善，结合福特本身的实力，我们预计未来几年长安福特将逐步恢复到二线合资的地位。短期来看，长安福特在行业回暖、新车换代、渠道补库的带动下，销量也将逐季改善。长安福特过去在顶峰时期销量单月能达到 6-12 万辆（2016 年），单车型销量 1-3 万辆，而目前分别仅 2 万辆不到和 0.1-1 万辆，基数非常低，回暖时销量修复的绝对值即使不高，幅度也会很大（2 千辆恢复到 4 千辆远比 1 万辆恢复到 2 万辆容易）。基于此，我们预计长安福特 2019 年单季分别实现 7 万、8 万、11 万、17 万的销量，对应增速-44%、-15%、41%、111%。长安自主、长安马自达销量逐季也有望略增。2020 年长安福特（含林肯）、长安乘用车（含欧尚）、长安马自达销量分别有望达到 68 万、99 万、18 万辆，同比增长 56%、7%、14%。

图 39：长安福特批发增速：预计 2Q19 开始降幅收窄

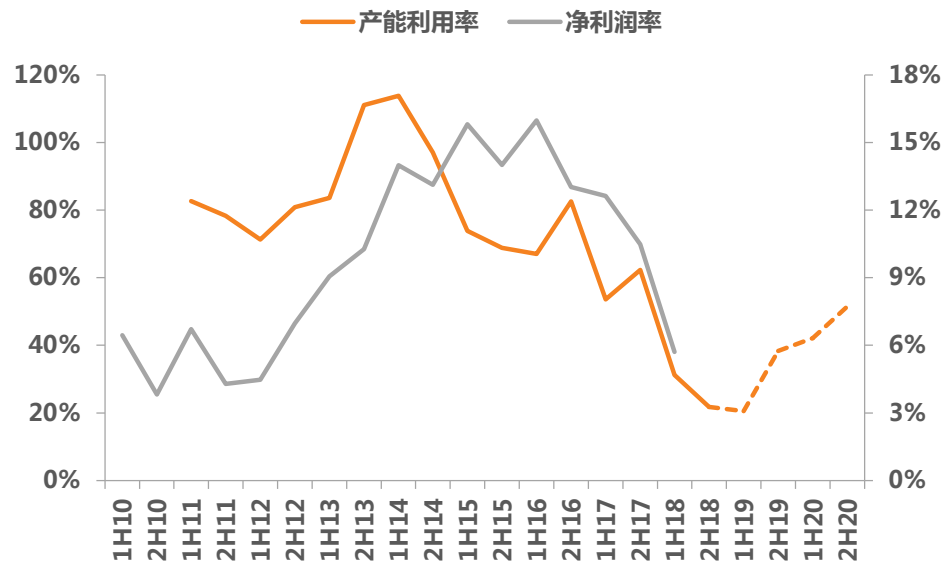


资料来源：乘联会，天风证券研究所

注：虚线为预期值。

预计 2019 年长安汽车净利环比改善显著，4Q19 升至 21 亿元，2020 全年 66 亿元。长安福特当前问题主要在于产能利用率低（4Q18 名义产能利用率仅 20%出头）和折扣较大。随行业回暖，销量回升，我们预计其产能利用率提升将帮助其迅速扭亏。根据历史产能利用率和净利率的情况，我们预计 2019 年长安福特单季净利分别为-8、-8、0、25 亿元，推动长安汽车净利分别实现-11、-10、5、21 亿元，全年合计 5.8 亿元。2020 年在长安福特以及林肯的拉动下（预计林肯+探险者实现 33 亿净利润），长安汽车全年有望实现 66 亿元净利。

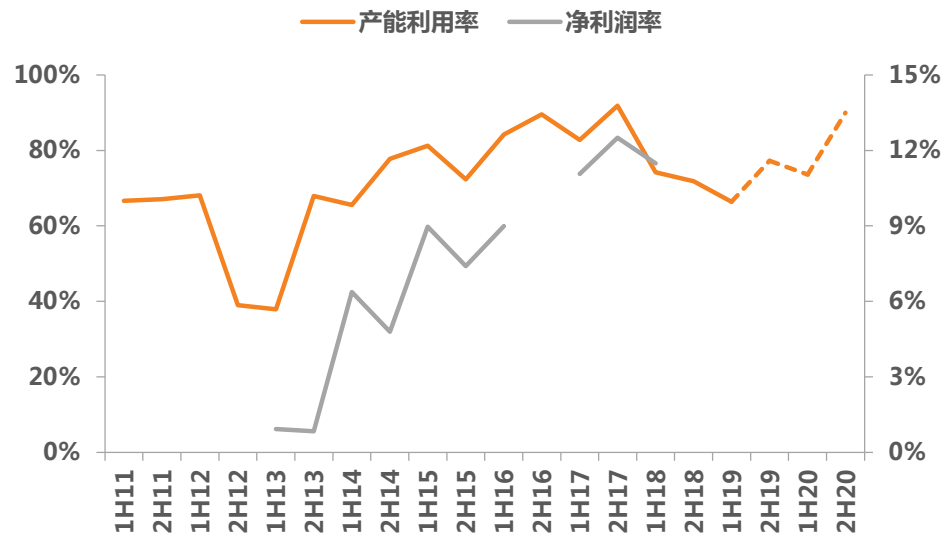
图 40：长安福特产能利用率与净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：虚线为预期值。

图 41：长安马自达产能利用率与净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

注：虚线为预期值。

图 42：长安汽车业绩分拆（长安自主）

长安汽车								长安汽车							
	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>销量 (万辆)</b>								<b>销量增速 (%)</b>							
合计	109	125	136	138	121	119	130	合计	18%	14%	9%	2%	-12%	-2%	10%
SUV合计	20	40	55	65	56	57	64	SUV合计	81%	102%	39%	17%	-14%	2%	12%
轿车合计	33	36	32	19	19	18	21	轿车合计	19%	9%	-11%	-42%	2%	-5%	15%
MPV合计	18	18	28	23	11	11	13	MPV合计	43%	-2%	54%	-19%	-51%	1%	18%
轻微客合计	21	17	7	7	3	3	3	轻微客合计	-3%	-18%	-60%	-6%	-62%	0%	0%
其它：乘用+商用	17	13	14	25	33	30	30	其它：乘用+商用	-11%	-20%	2%	87%	29%	-8%	0%
<b>营业收入 (亿元)</b>								<b>营业收入增速 (%)</b>							
合计	529	668	785	800	659	676	771	合计	38%	26%	18%	2%	-18%	3%	14%
整车	527	665	785	800	634	651	746	整车	40%	26%	18%	2%	-21%	3%	15%
外协	2	2	0	0	1	1	1	外协	-1%	18%	-85%	-12%	213%	0%	0%
其它	0	0	0	0	24	24	24	其它	-100%					0%	0%
SUV合计	143	310	419	473	383	409	468	SUV合计	116%	117%	35%	13%	-19%	7%	14%
轿车合计	179	190	172	84	114	109	134	轿车合计	38%	6%	-10%	-51%	36%	-4%	23%
MPV合计	59	54	101	91	39	41	50	MPV合计	53%	-8%	86%	-10%	-56%	4%	23%
轻微客合计	59	49	20	18	7	7	9	轻微客合计	1%	-18%	-59%	-8%	-62%	0%	29%
其它：乘用+商用	87	62	73	134	65	60	60	其它：乘用+商用							
<b>毛利 (亿元)</b>								<b>毛利率 (%)</b>							
合计	96	134	141	106	97	108	127	合计	18.2%	20.0%	17.9%	13.2%	14.7%	14.5%	15.2%
整车	96	133	140	106	80	91	110	整车	18.3%	20.0%	17.9%	13.2%	12.6%	12.8%	13.8%
外协	0	1	0	0	0	0	0	外协	10.5%	21.8%	35.2%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%
其它	0	0	0	0	17	17	17	其它					70.0%	60.0%	60.0%
SUV合计	32	73	83	71	54	64	78	SUV合计	22.6%	23.6%	19.9%	15.1%	14.2%	13.9%	15.0%
轿车合计	36	39	32	12	15	15	19	轿车合计	20.0%	20.5%	18.4%	14.0%	13.6%	13.6%	14.5%
MPV合计	10	8	16	10	4	4	5	MPV合计	16.5%	15.0%	15.4%	11.0%	9.5%	9.8%	9.8%
轻微客合计	8	5	1	1	0	0	0	轻微客合计	13.0%	11.2%	4.0%	4.0%	0.4%	0.4%	0.4%
其它：乘用+商用	11	7	9	12	7	6	6	其它：乘用+商用	12.2%	11.9%	12.4%	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%

资料来源：长安汽车公告、天风证券研究所

注：“其它”主要为零部件，2018年开始分拆测算。

图 43：长安福特、长安马自达业绩测算

长安福特	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销量 (万辆)	80	87	94	83	37	44	68
营收 (亿元)	1,064	1,176	1,265	1,060	488	566	1,055
净利 (亿元)	144	175	182	122	1	10	134
净利率	13.6%	14.9%	14.4%	11.5%	0.3%	1.7%	12.7%
长安马自达	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
销量 (万辆)	9	15	19	19	16	18	22
营收 (亿元)	190	204	228	230	193	232	277
净利 (亿元)	10	17	20	27	22	26	32
净利率	5%	8%	9.0%	11.8%	11.5%	11.3%	11.5%

资料来源：长安汽车公告、天风证券研究所

表 25：2020 年林肯盈利估算（万元）

车型	净利 (亿元)		单车利润率	单车盈利	单车盈利考虑折扣返点	单车多盈利 (考虑折扣)
	2019E	2020E				
1st	1	13	15%	3.3	2.8	1.3
2nd	-	9	20%	6.0	5.0	3.5
3rd	-	4	40%	16.0	14.0	12.5
探险者	-	6	16%	3.8	3.3	1.8
合计	1	33				

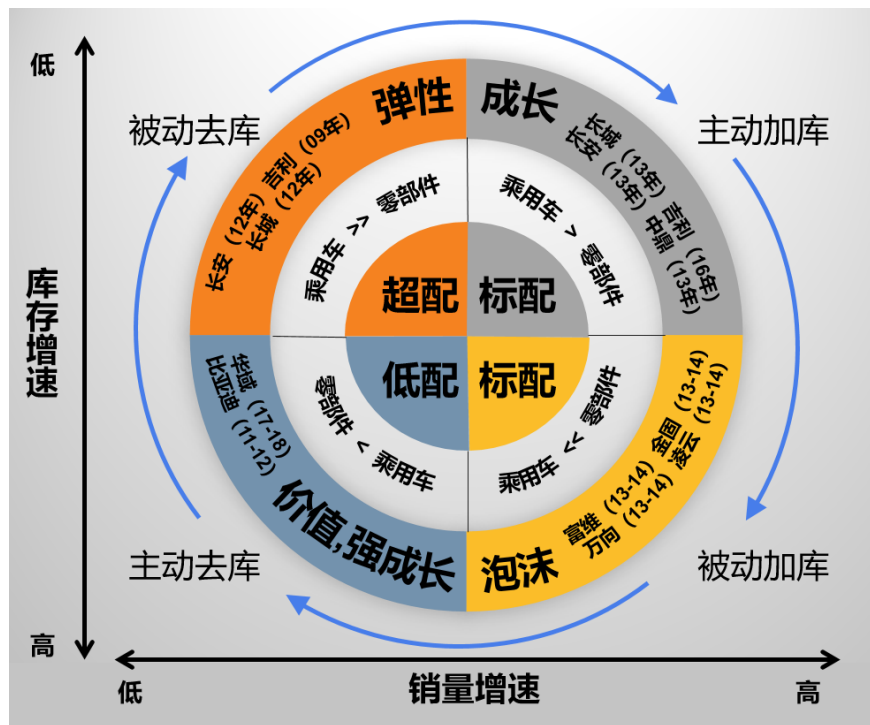
资料来源：天风证券研究所估算

注：单车多盈利指相较于福特原有车型单车平均值

### 4.2. 周期轮回：被动去库阶段首选

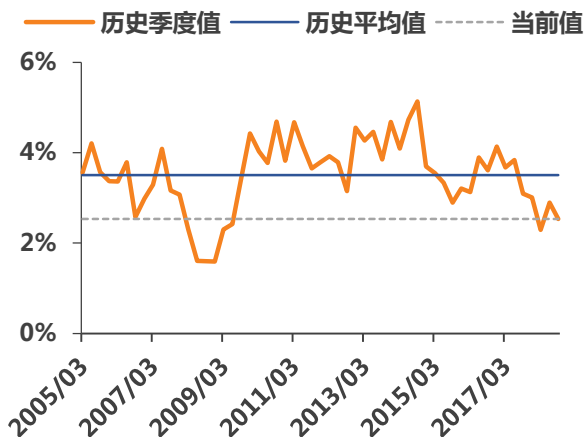
**投资时钟行至关键时点。**2018年12月19日，我们发布了《天风汽车投资时钟——指针正在从低配转向高配》深度报告，对比四轮汽车需求周期和个股市场表现，结合我们十年的市场和研究经验，判断汽车行业正在逐渐结束这一轮景气周期低谷，开启新一轮景气周期，行业有望逐步由主动去库存阶段进入被动去库存阶段。而在被动去库存刚开始时，汽车股的机构持仓、估值、业绩都位于底部，那么往往估值越低、EPS修复预期越大的整车股，表现最为强劲。近两个月，尽管汽车增速进一步下滑，但乘用车指数相对平稳，且相对大盘仍走强，显示市场对汽车行业预期基本见底，情绪在边际上难以进一步恶化甚至有所好转。但这一轮景气周期何时开启，核心在于行业销量何时企稳，如前文所述，我们预计2019年中可能是拐点。

图 44：天风汽车投资时钟



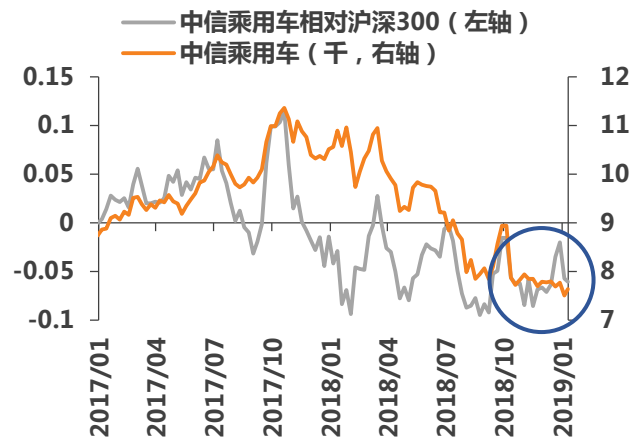
资料来源：天风证券研究所

图 45：乘用车板块 PE TTM 处于历史底部（整体法,剔除负值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：2018 年 11 月以来中信汽车指数较平稳，相对走强



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截至 2019 年 3 季度末。

注：截至 2019 年 1 月 12 日。

图 47：乘用车板块 PE TTM 处于历史底部（整体法,剔除负值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截至 2019 年 1 月 10 日。

图 48：零部件板块 PE TTM 处于历史底部（整体法,剔除负值）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：截至 2019 年 1 月 10 日。

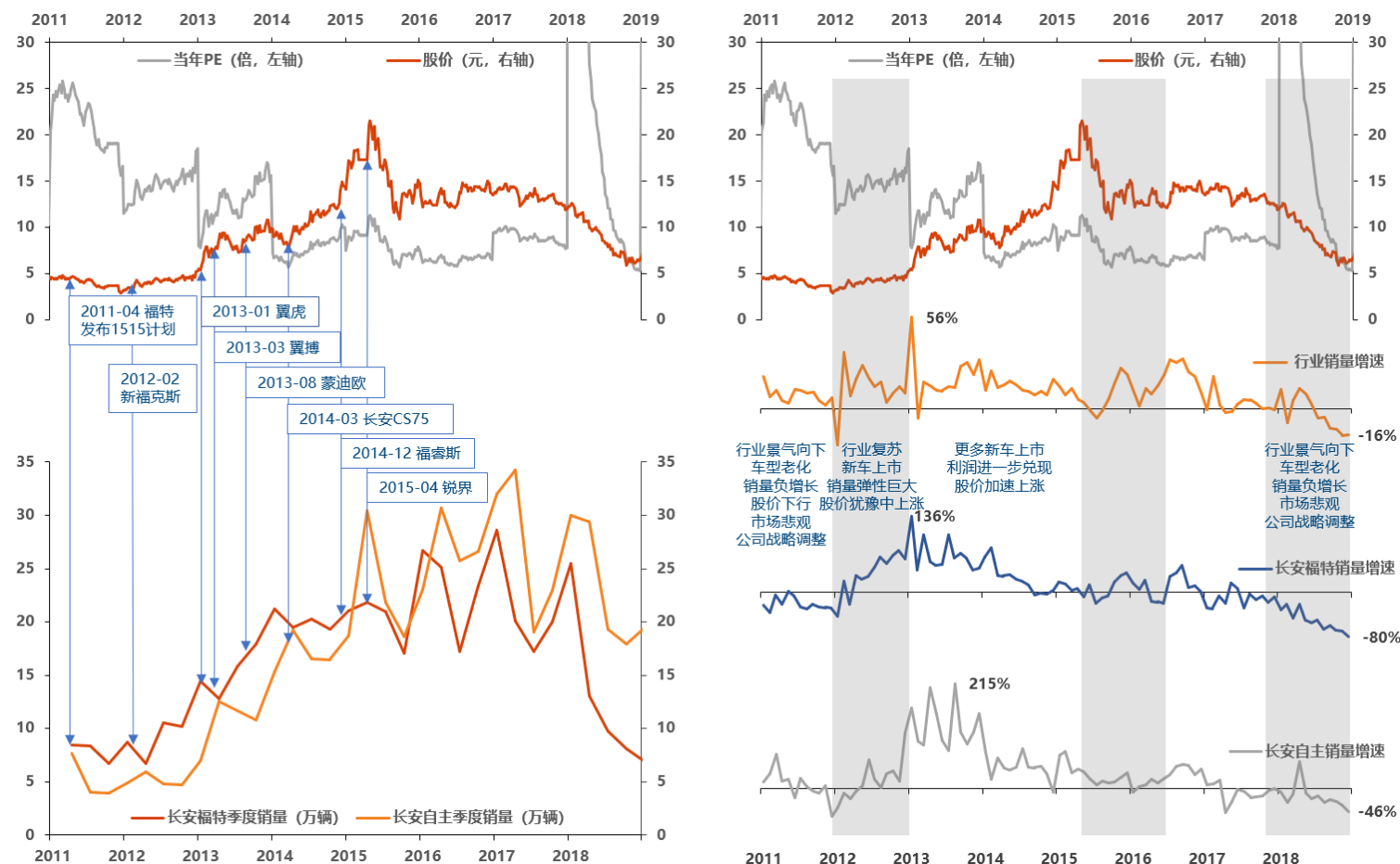
回顾历史，2012 年 4 月-13 年 1 月的长安汽车也是一个典型的高弹性案例。上上轮被动去库阶段，长安汽车相对大盘收益达到 77%。究其缘由，在汽车板块边际改善情况下，此前过分悲观的市场预期被强力扭转，在此基础上又恰逢长安汽车 SUV 等新品强周期，其超额收益非常显著。而当前长安汽车所处状态与 2011 年底状态极为相似：估值位于历史底部（PB）、销量持续下滑、车型全面老化、行业对其预期悲观，但长安福特层面战略已有所转变且新车导入在即。

表 26：长安汽车各个阶段的绝对收益、相对收益

长安汽车	阶段	区间绝对收益	区间相对大盘收益	区间相对汽车板块收益	区间相对乘用车板块收益	区间相对乘用车板块平均收益
07年5月-09年1月	1	-68%	-34%	-28%	-27%	-16%
11年6月-12年4月	1	-4%	9%	19%	16%	
14年9月-15年9月	1	1%	-22%	-17%	-11%	
17年5月-18年9月	1	-43%	-37%	-29%	-40%	
09年1月-09年10月	2	256%	137%	54%	16%	19%
12年4月-13年1月	2	76%	77%	73%	45%	
15年9月-16年5月	2	5%	13%	-3%	-3%	
09年10月-10年1月	3	-7%	-6%	-10%	0%	17%
13年1月-13年9月	3	113%	137%	93%	45%	
16年5月-16年8月	3	17%	8%	5%	6%	
10年1月-11年6月	4	-24%	-17%	-30%	-25%	-9%
13年9月-14年9月	4	33%	22%	-1%	12%	
16年8月-17年5月	4	-10%	-11%	-8%	-16%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：长安汽车历史股价及估值复盘



资料来源：Wind、中汽协、天风证券研究所

注：当年 PE 指相较于当年利润。

当下时点，从估值、EPS 修复角度出发很容易聚焦长安汽车。由于长安汽车净利下滑面临亏损，我们用 PB 为估值指标，可以看到长安汽车在 15 家 A 股乘用车标的中当前 PB 0.76 倍，排名第 8 位于后半段，在 5 家主流车企中排名末位（比亚迪、广汽、上汽、长城），也远低于 A 股平均的 1.3 倍（长安 B 最低）。从业绩修复角度来看，在行业回暖、新车（换代+林肯+探险者）、补库、管理层战略的共同推动下，长安福特有望在当前极低销量、亏损状态的基础上，实现大幅改善，进而推动长安汽车盈利在 3Q19 转正，4Q19 升至 21 亿元，2020 全年有望实现 66 亿元，也是修复最为明显的乘用车标的。我们预计届时随销量逐月、业绩逐季改善，长安汽车估值也有望随之向上修复。考虑未来 PB 有望回归行业均值，给予 19PB 1.3 倍，对应目标价 12.9 元。

图 50: 乘用车 A/B/H 股估值情况

公司	代码	PE TTM			PB			股价涨跌				预期PE			预期业绩增速		
		近一年	近半年	当前	近一年	近半年	当前	近一年	近半年	近一月	近半月	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
一汽夏利	000927.SZ	-52	-3	-4	12.2	-33.6	-5.9	-23%	-5%	-1%	7%						
长安B	200625.SZ	4	5	7	0.8	0.6	0.4	-50%	-44%	18%	14%	9.1	5.9	4.4	-71%	54%	36%
东风集团股份	0489.HK	5	4	4	0.7	0.5	0.5	-16%	-3%	10%	7%	4.4	4.3	4.1	6%	3%	5%
海马汽车	000572.SZ	-184	-5	-3	1.0	0.8	0.7	-50%	-27%	-13%	8%						
北汽汽车	1958.HK	16	18	8	1.8	1.0	0.7	-57%	-35%	5%	12%	6.7	4.8	3.9	144%	42%	21%
悦达投资	600805.SH	-21	-17	29	0.9	0.7	0.7	-19%	-2%	-1%	6%	31.9	27.9	24.3	147%	14%	15%
江淮汽车	600418.SH	31	32	36	1.3	0.8	0.7	-45%	-21%	-2%	7%	35.5	26.4		-38%	34%	0%
力帆股份	601777.SH	160	37	40	1.4	0.9	0.8	-42%	-17%	2%	10%						
长安汽车	000625.SZ	7	6	14	1.3	0.8	0.8	-38%	-9%	24%	16%	23.7	4.8				390%
长城汽车	2333.HK	12	7	7	1.6	0.8	0.8	-46%	-7%	5%	10%	7.7	7.0	6.6	16%	10%	6%
华晨中国	1114.HK	21	13	5	3.2	2.2	0.9	-67%	-52%	4%	14%	5.1	4.2	3.5	48%	22%	20%
广汽集团	2238.HK	12	5	6	2.2	0.8	1.0	-34%	16%	14%	5%	6.2	3.4	2.6	14%	8%	8%
长城汽车	601633.SH	18	17	9	2.4	1.7	1.1	-49%	-32%	5%	11%	9.8	8.8	7.8	15%	12%	13%
江铃汽车	000550.SZ	48	48	48	1.2	1.2	1.2	4%	29%	28%	16%	60.0	32.3	34.0	-69%	86%	-5%
上汽集团	600104.SH	12	11	8	1.8	1.7	1.3	-22%	-23%	4%	-6%	8.1	7.5	7.0	6%	7%	8%
一汽轿车	000800.SZ	332	67	93	2.2	1.4	1.4	-34%	-2%	-2%	5%						
广汽集团	601238.SH	19	10	9	3.5	1.4	1.4	-38%	2%	3%	3%	8.8	7.8	7.0	14%	8%	8%
北汽蓝谷	600733.SH	-370	2043	197	53.5	54.7	1.7	-34%	-37%	-13%	2%	165.2	54.2	22.1	2075%	205%	145%
比亚迪股份	1211.HK	40	31	44	2.9	1.9	2.1	-31%	0%	-12%	-7%	37.5	26.7	21.6	-15%	40%	24%
吉利汽车	0175.HK	27	14	6	7.3	4.3	2.1	-58%	-45%	-21%	-20%	6.5	4.6	3.5	28%	40%	33%
比亚迪	002594.SZ	43	35	48	3.3	2.3	2.4	-25%	5%	-12%	-4%	44.0	32.0	26.1	-25%	37%	23%
小康股份	601127.SH	26	21	55	4.5	3.1	3.1	-17%	-3%	3%	-1%	65.4	22.5	14.1	-67%	190%	59%
A股平均		70	28	35	2.8	1.4	1.3	-31%	-8%	3%	6%	32.9	21.0	15.6	-2%	49%	57%
H股平均		19	13	11	2.8	1.6	1.2	-44%	-18%	1%	3%	10.7	8.2	6.9	34%	21%	16%

资料来源: Wind、天风证券研究所

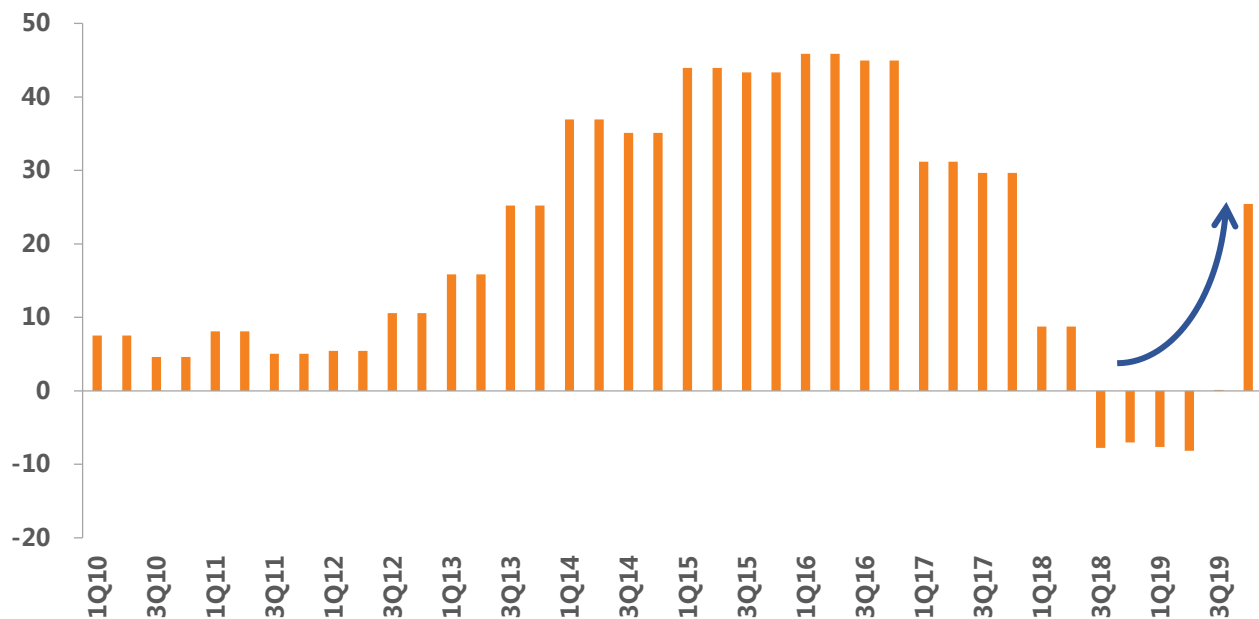
注: 均值计算剔除北汽蓝谷、金杯汽车, 剔除 PE、PB 负值。长安、上汽、广汽

图 51: 长安汽车 A、长安 B PB 已至 2000 年以来历史底部 (倍)



资料来源: Wind、天风证券研究所

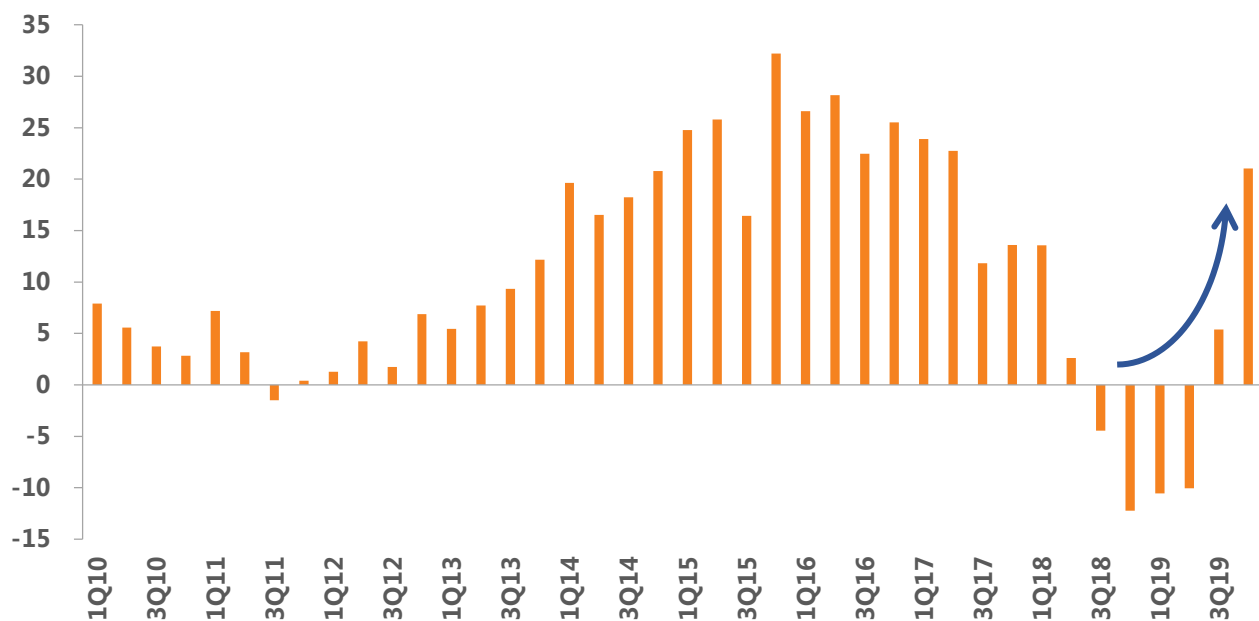
图 52: 长安福特 4Q19 开始有望明显恢复 (亿元)



资料来源: 长安汽车公告、天风证券研究所

注: 2017 及以前季度数据按半年数据除以 2 简单估算。

图 53: 长安汽车 4Q19 开始有望明显恢复, 在长安福特带动下 (亿元)



资料来源: 长安汽车公告、天风证券研究所

## 5. 投资建议

**回顾历史，汽车呈现明显周期投资特征。**对于汽车 3-4 年的景气周期，库存波动是影响的核心。我们定义一个汽车库存周期为：主动去库存—被动去库存—主动加库存—被动加库存。不同阶段不同汽车股表现不一。

**站在当下，拐点正在到来。**我们敏锐察觉到汽车行业正在逐渐走出这一轮景气周期低谷，步入下一轮景气周期，行业有望逐步由主动去库存进入被动去库存阶段。被动去库存伊始，汽车股机构持仓、估值、业绩都位于底部，往往估值越低、EPS 修复预期越大的整车弹性标的，表现最为强劲。这一轮景气周期何时开启，核心在于行业销量何时企稳，我们预计 2019 年中可能迎来拐点。

**而此时，我们可以看到低估值、高 EPS 修复空间的长安汽车深蹲起跳脱颖而出：**

**内忧外患压低表现。**经过 2 年销量负增长，长安汽车 3Q18 单季已开始微亏，其中作为利润主力的长安福特 2018 年销量腰斩，表现远低于行业。究其原因，长安福特过去几年受到福特全球战略失误、中国市场疏忽的严重影响，导致车型老化急速丧失竞争力。公司股价也随之腰斩（2017-2018），PB 0.8 倍处于行业后段。

**公司、行业新周期共振。**2017 年福特换帅之后，全球性开始战略纠偏并升级中国业务单元，随之而来新一轮新车周期，其中更包括豪华品牌林肯的国产。我们预计福特方面由内至外的边际改善将与即将到来的周期拐点形成共振，短期推动长安福特进而长安汽车业绩逐季修复（2019 年单季预计 -11、-10、5、21 亿元），中长期则将帮助长安福特重回二线合资地位。2019 年行业触底回升，叠加公司业绩逐季改善，可能将进一步推动估值向上。

预计公司 2018-2020 年净利分别为 -0.6 亿、5.8 亿、66 亿元，19-20 PE 为 63 倍、5.6 倍，19-20 PB 为 0.77 倍、0.70 倍，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 12.9 元。

## 6. 风险提示

宏观经济及汽车销量企稳不及预期、长安福特新车导入速度不及预期、长安福特及长安自主销量表现不及预期、市场价格战进一步加剧。

## 7. 附录

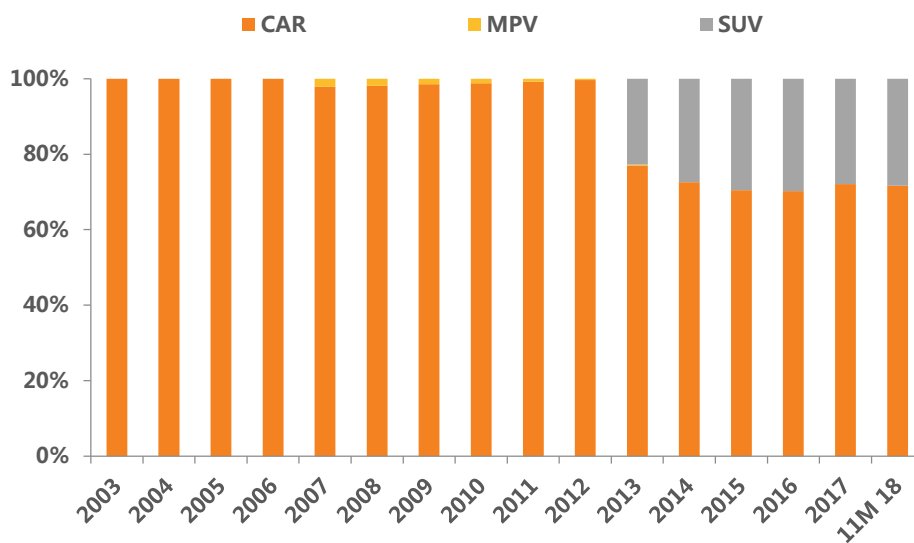
表 27：福特全球车型多数已老化（具体车型，含林肯）

车辆类型	级别	车型	最新代际	上市时间	截至当前年限（年）
轿车	A00	Ka	第三代	2014	5
	A0	C-Max	第二代	2011	8
		Fiesta/嘉年华	第七代	2017	2
	A	Escort/福睿斯（中国版）	第七代	2015	4
		Focus/福克斯	第四代	2018	1
	B	Mondeo/蒙迪欧（全球）	第五代	2014	5
		Fusion/蒙迪欧致	第二代	2013	6
		MKZ	第二代	2013	6
		Taurus/金牛座	第七代	2016	3
	C	Continental/林肯大陆	第三代	2017	2
	跑车	Mustang/野马	第六代	2015	4
SUV	A0	Ecosport/翼搏	第二代	2013	6
	A	Escape/翼虎（北美版）	第三代	2013	6
		Kuga/翼虎	第二代	2013	6
		Territory/领界（中国版）	第一代	2018	0
	B	Edge/锐界	第二代	2015	4
		Everest/撼路者	第三代	2015	4
	C	MKC	第一代	2015	4
		MKX	第二代	2016	3
		Nautilus/航海家	第一代	2019	0
		Explorer/探险者	第五代	2010	9
		Flex	第一代	2008	11
		Expedition/征服者	第二代	2018	1
		MKT	第一代	2009	10
	Navigator/林肯领航员	第四代	2018	1	
	皮卡	Ranger/猛禽	第四代	2019	0
F-150/猛禽		第十三代	2015	4	
Super Duty		第四代	2017	2	
MPV	S-Max	第二代	2016	3	
	Galaxy	第三代	2016	3	
	Transit/全顺	第八代	2013	6	
	Transit Connect/全顺	第二代	2013	6	
	Transit Custom/全顺	第一代	2012	7	
	Transit Courier 全顺	第一代	2014	5	
	Tourneo/途睿欧	第四代	2013	6	
	Tourneo Connect/途睿欧	第二代	2013	6	
	Tourneo Courier/途睿欧	第一代	2014	5	

资料来源：Autonews、Autocar、Autoweek、Revolve 等、天风证券研究所

注：截至 2018 年 12 月底

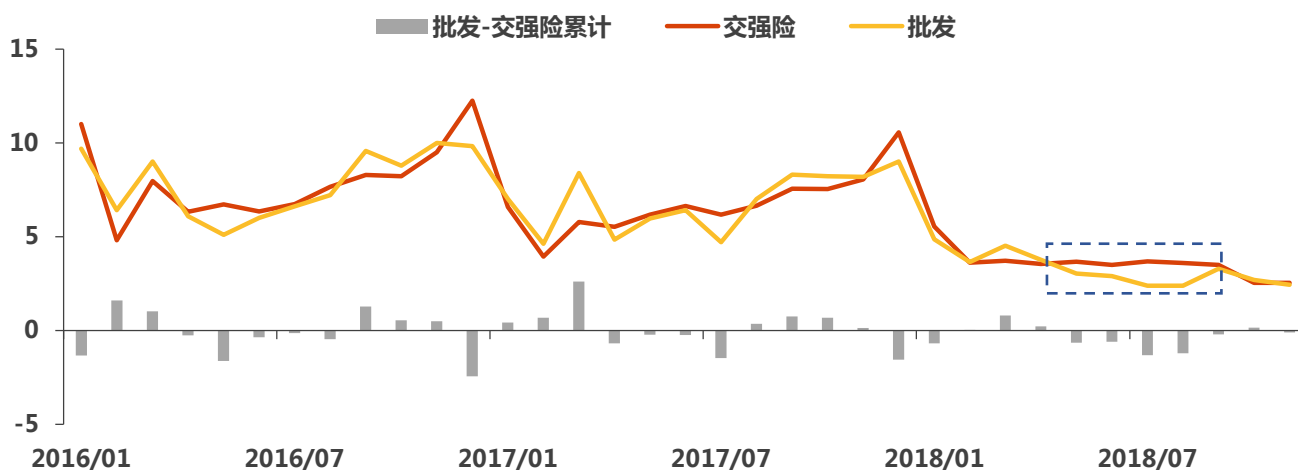
图 54：长安福特 SUV 占比未发生显著变化，表明 SUV 和轿车同步萎缩



资料来源：中汽协、天风证券研究所

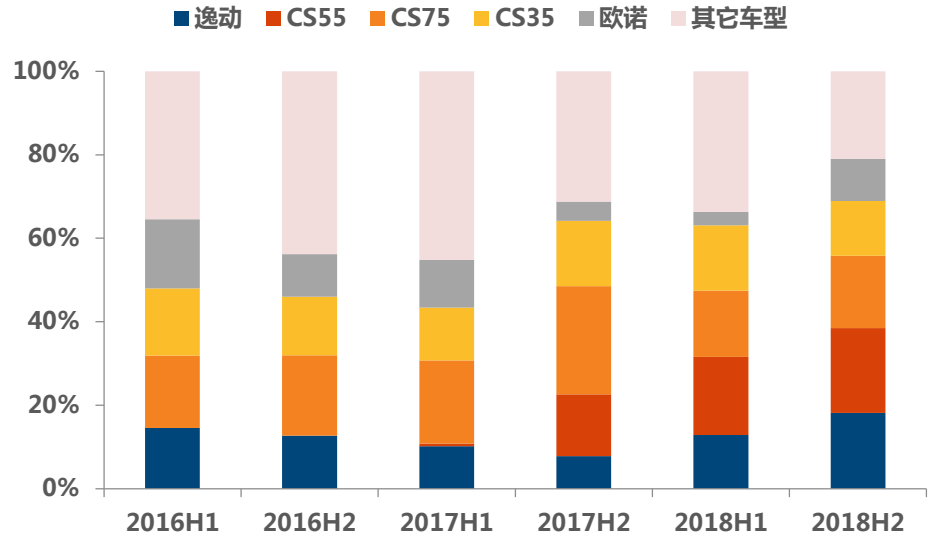
注：2006-2012 为长安福特马自达，包括福特和马自达两个品牌

图 55：长安福特 2018 年主动控制了批发销量以减轻渠道压力（万辆）



资料来源：银保监会、中汽协、天风证券研究所

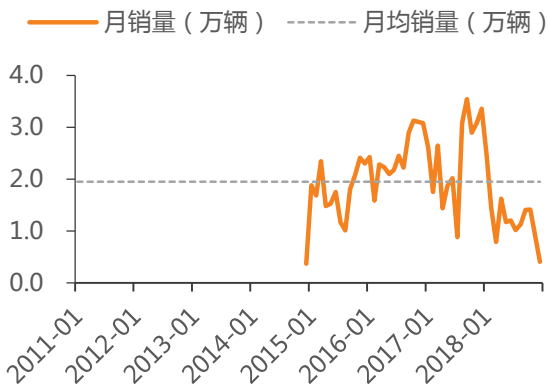
图 56：2016-2018 长安自主主力车型销量占比（半年度累计，%）



资料来源：乘联会、天风证券研究所

注：2018H2 为 6 月-11 月数据

图 57：长安福特福睿斯月度销量（万辆）



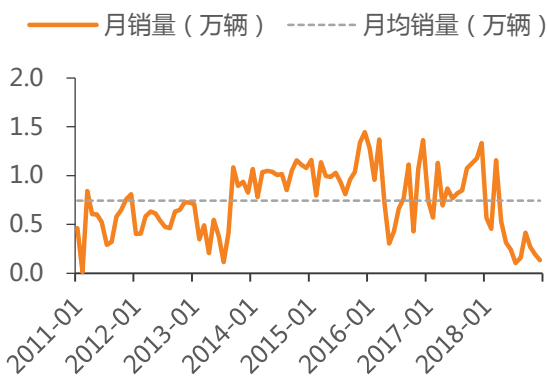
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 58：长安福特金牛座月度销量（万辆）



资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 59：长安福特蒙迪欧月度销量（万辆）



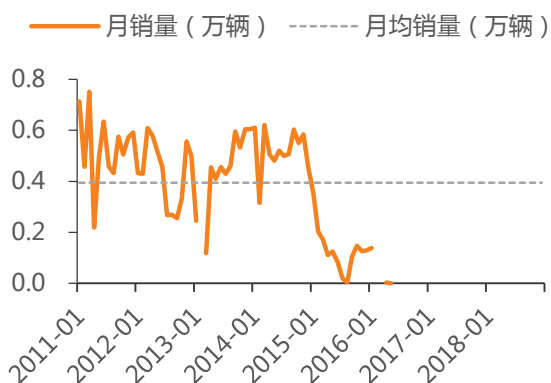
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 60：长安福特福克斯月度销量（万辆）



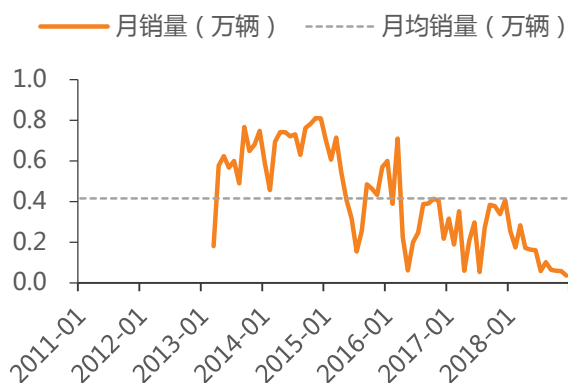
资料来源：中汽协、天风证券研究所

图 61: 长安福特新嘉年华月度销量 (万辆)



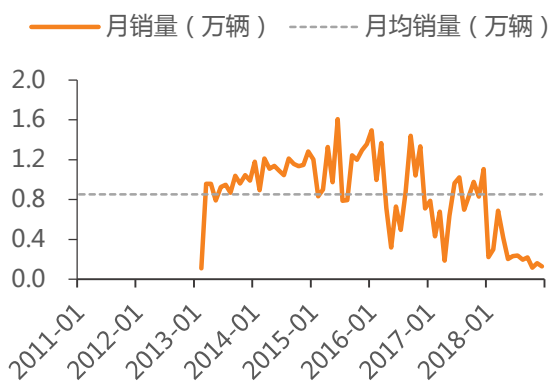
资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 62: 长安福特翼博月度销量 (万辆)



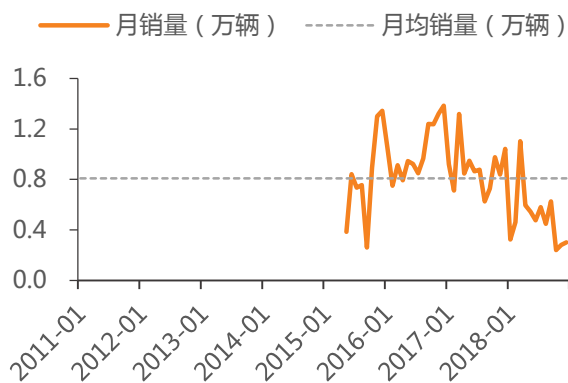
资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 63: 长安福特翼虎月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 64: 长安福特锐界月度销量 (万辆)



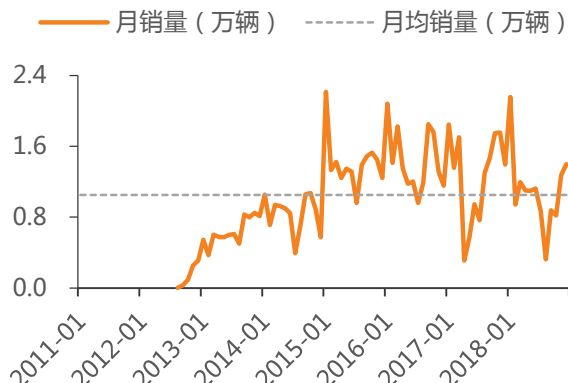
资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 65: 长安自主逸动月度销量 (万辆)



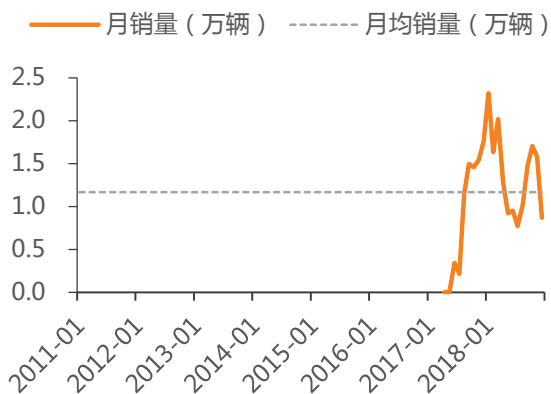
资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 66: 长安自主 CS35 月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 67: 长安自主 CS55 月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、天风证券研究所

图 68: 长安自主 CS75 月度销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	24,782.50	22,631.54	23,214.33	25,611.78	32,732.06
应收账款	2,902.24	3,452.08	207.96	3,434.59	635.49
预付账款	1,060.81	1,102.24	551.94	1,149.85	775.28
存货	7,304.11	4,666.18	9,378.73	5,391.49	10,953.89
其他	29,947.92	30,904.58	12,017.80	31,405.67	18,212.09
<b>流动资产合计</b>	<b>65,997.58</b>	<b>62,756.62</b>	<b>45,370.76</b>	<b>66,993.37</b>	<b>63,308.81</b>
长期股权投资	14,743.37	14,098.52	14,098.52	14,098.52	14,098.52
固定资产	15,480.48	19,044.53	19,522.30	19,463.86	19,070.70
在建工程	3,821.70	3,234.17	1,976.50	1,233.90	770.34
无形资产	4,556.13	4,884.58	4,214.74	3,544.90	2,875.06
其他	1,911.22	2,106.68	2,037.95	2,054.07	2,065.10
<b>非流动资产合计</b>	<b>40,512.90</b>	<b>43,368.50</b>	<b>41,850.01</b>	<b>40,395.26</b>	<b>38,879.72</b>
<b>资产总计</b>	<b>106,510.47</b>	<b>106,125.11</b>	<b>87,220.77</b>	<b>107,388.63</b>	<b>102,188.54</b>
短期借款	175.00	185.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	21,329.61	24,501.84	7,801.45	25,110.43	11,757.48
其他	38,489.67	29,915.86	28,735.14	31,021.30	34,204.78
<b>流动负债合计</b>	<b>59,994.28</b>	<b>54,602.70</b>	<b>36,536.59</b>	<b>56,131.73</b>	<b>45,962.25</b>
长期借款	19.98	6.58	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,143.05	4,052.66	3,394.09	3,529.93	3,658.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,163.03</b>	<b>4,059.24</b>	<b>3,394.09</b>	<b>3,529.93</b>	<b>3,658.90</b>
<b>负债合计</b>	<b>63,157.31</b>	<b>58,661.94</b>	<b>39,930.69</b>	<b>59,661.67</b>	<b>49,621.15</b>
少数股东权益	(220.65)	(135.51)	(135.39)	(135.33)	(134.67)
股本	4,802.65	4,802.65	4,802.65	4,802.65	4,802.65
资本公积	5,085.30	5,099.41	5,099.41	5,099.41	5,099.41
留存收益	38,613.33	42,684.80	42,622.82	43,059.64	47,899.41
其他	(4,927.47)	(4,988.17)	(5,099.41)	(5,099.41)	(5,099.41)
<b>股东权益合计</b>	<b>43,353.16</b>	<b>47,463.18</b>	<b>47,290.08</b>	<b>47,726.96</b>	<b>52,567.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>106,510.47</b>	<b>106,125.11</b>	<b>87,220.77</b>	<b>107,388.63</b>	<b>102,188.54</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10,276.59	7,208.44	(61.98)	582.43	6,600.02
折旧摊销	2,286.79	2,562.90	1,509.75	1,550.88	1,576.56
财务费用	122.34	48.33	(520.31)	(597.97)	(550.38)
投资损失	(9,619.02)	(6,906.32)	(877.84)	(1,272.01)	(8,046.80)
营运资金变动	(652.95)	(4,751.06)	(489.05)	489.69	753.30
其它	(127.21)	468.14	0.12	0.06	0.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,286.55</b>	<b>(1,369.58)</b>	<b>(439.32)</b>	<b>753.08</b>	<b>333.36</b>
资本支出	4,911.81	4,312.76	718.57	(55.84)	(78.96)
长期投资	(163.13)	(644.84)	0.00	0.00	0.00
其他	688.54	760.08	99.28	1,247.85	8,075.76
<b>投资活动现金流</b>	<b>5,437.21</b>	<b>4,427.99</b>	<b>817.84</b>	<b>1,192.01</b>	<b>7,996.80</b>
债权融资	2,187.32	204.73	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,196.73	492.57	409.07	597.97	550.38
其他	(6,833.70)	(5,272.27)	(204.81)	(145.61)	(1,760.26)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,449.65)</b>	<b>(4,574.97)</b>	<b>204.27</b>	<b>452.36</b>	<b>(1,209.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>5,274.12</b>	<b>(1,516.55)</b>	<b>582.79</b>	<b>2,397.45</b>	<b>7,120.28</b>

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>78,542.44</b>	<b>80,012.21</b>	<b>65,880.81</b>	<b>67,593.71</b>	<b>77,117.31</b>
营业成本	64,487.61	69,363.03	56,179.64	57,796.48	65,381.52
营业税金及附加	3,629.62	3,074.02	2,305.83	2,365.78	2,930.46
营业费用	5,293.74	3,978.12	5,533.99	5,339.90	6,015.15
管理费用	5,128.86	5,280.30	4,941.06	5,001.93	5,706.68
财务费用	(305.39)	(524.97)	(520.31)	(597.97)	(550.38)
资产减值损失	468.85	251.52	200.00	200.00	400.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9,619.02	6,906.32	877.84	1,272.01	8,046.80
其他	(19,238.03)	(15,467.77)	(1,755.69)	(2,544.02)	(16,093.60)
<b>营业利润</b>	<b>9,458.17</b>	<b>7,151.63</b>	<b>(1,881.55)</b>	<b>(1,240.41)</b>	<b>5,280.68</b>
营业外收入	983.12	104.33	1,900.00	1,900.00	1,400.00
营业外支出	91.47	75.07	80.00	80.00	80.00
<b>利润总额</b>	<b>10,349.82</b>	<b>7,180.89</b>	<b>(61.55)</b>	<b>579.59</b>	<b>6,600.68</b>
所得税	73.23	(27.55)	0.31	(2.90)	0.00
<b>净利润</b>	<b>10,276.59</b>	<b>7,208.44</b>	<b>(61.86)</b>	<b>582.49</b>	<b>6,600.68</b>
少数股东损益	(8.69)	71.20	0.12	0.06	0.66
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,285.28</b>	<b>7,137.23</b>	<b>(61.98)</b>	<b>582.43</b>	<b>6,600.02</b>
每股收益(元)	2.14	1.49	(0.01)	0.12	1.37

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	17.63%	1.87%	-17.66%	2.60%	14.09%
营业利润	-1.35%	-24.39%	-126.31%	-34.07%	-525.72%
归属于母公司净利润	3.34%	-30.61%	-100.87%	-1039.70%	1033.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.89%	13.31%	14.73%	14.49%	15.22%
净利率	13.10%	8.92%	-0.09%	0.86%	8.56%
ROE	23.60%	14.99%	-0.13%	1.22%	12.52%
ROIC	56.09%	35.28%	-10.52%	-8.38%	23.57%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.30%	55.28%	45.78%	55.56%	48.56%
净负债率	81.15%	76.24%	75.76%	35.02%	64.77%
流动比率	1.10	1.15	1.24	1.19	1.38
速动比率	0.98	1.06	0.99	1.10	1.14
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	32.87	25.18	36.00	37.11	37.89
存货周转率	10.18	13.37	9.38	9.15	9.44
总资产周转率	0.80	0.75	0.68	0.69	0.74
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.14	1.49	-0.01	0.12	1.37
每股经营现金流	0.48	-0.29	-0.09	0.16	0.07
每股净资产	9.07	9.91	9.87	9.97	10.97
<b>估值比率</b>					
市盈率	3.57	5.14	-592.00	63.00	5.56
市净率	0.84	0.77	0.77	0.77	0.70
EV/EBITDA	4.11	4.76	-12.68	-30.96	0.28
EV/EBIT	5.14	7.21	-4.71	-4.84	0.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com