

毛利率暂时被压制，静待下半年业绩释放弹性

——长安汽车 (000625.SZ) 2020 年中报点评

公司简报

◆20H1 收入增长，扣非净利亏幅收窄

20H1 公司营业收入 327.8 亿元 (同比+9.7%)，归母净利润 26.0 亿元 (vs.19H1 亏损 22.4 亿元，同比转正)，扣非归母净利润亏损 26.2 亿元 (vs.19H1 亏损 29.1 亿元)。20Q2 营业收入 212.2 亿元 (同比+53.0%)，归母净利润 19.7 亿元 (vs.19Q2 亏损 1.4 亿元)，扣非归母净利润亏损 8.2 亿元 (vs.19Q2 亏损 7.5 亿元)。

◆20Q2 多因素致毛利率暂被压制

20Q2 毛利率为 9.6% (同比-2.3pct)，主要原因：1) 会计准则变动：运费划入成本，销售折扣扣减收入；2) 今年二季度商务降本还未达成；3) 今年上半年贵金属大幅涨价。若剔除上述因素，因产品结构的升级和销量的增长，毛利率是提升的。下半年随着商务降本落地、UNI-T 放量、蓝鲸 NE 动力总成配置率提升，毛利率有望持续向上。

◆20Q2 合资公司投资收益环比转正

20H1 合资公司投资收益亏损 5.3 亿元 (19H1 亏损 1.1 亿元)，20Q2 盈利 1.4 亿元 (同比-50.4%，环比转正)。长安福特：新品周期助收入同比增长 (收入 165 亿元，同比+36.8%)。因产能利用率较低，20H1 还未实现盈利，(20H1 亏损 11.4 亿元，其中 20Q2 业绩环比改善实现盈利)。下半年随着高价值的林肯和探险者贡献销量，盈利能力有望改善。长安马自达：疫情致收入和利润同比下滑 (20H1 收入 69.4 亿元，同比-8.4%，利润 6.6 亿元，同比-24.6%)。随着 CX-30 带来增量，下半年销量和业绩有望改善。

◆维持公司盈利预测和“买入”评级

上半年因疫情、贵金属涨价等不可控因素暂时压制本轮新品周期下的业绩释放。随着上述不利因素影响减弱，公司有望实现与行业的共振复苏。维持公司 20E~22E 归母净利润 35/49/58 亿元 (EPS 0.72/1.01/1.21 元) 的盈利预测，维持“买入”评级。(注：20E 利润预测不含新能源子公司、CAPSA 事项和处置南京工厂产生的非经收益)

◆风险提示：

1. 车市复苏不及预期；2. 新品销售不及预期；3. 子公司处置事项不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	66,298	70,595	80,431	85,997	91,487
营业收入增长率	-17.14%	6.48%	13.93%	6.92%	6.38%
净利润 (百万元)	681	-2,647	3,457	4,874	5,811
净利润增长率	-90.46%	-	-	40.98%	19.23%
EPS (元)	0.14	-0.55	0.72	1.01	1.21
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.47%	-6.01%	7.28%	9.44%	10.38%
P/E	83	-	16	12	10
P/B	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 08 月 31 日

买入 (维持)

当前价：11.71 元

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)
021-52523869
shaoj@ebscn.com

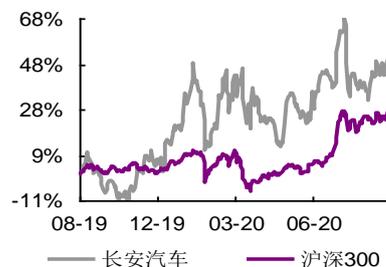
联系人

杨耀先
021-52523656
yangyx@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：48.03
总市值(亿元)：562.39
一年最低/最高(元)：7.08/13.60
近 3 月换手率：69.20%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.20	-5.79	19.62
绝对	5.78	18.75	46.38

资料来源：Wind

相关研报

自主新品表现亮眼，销量增速继续大幅领先行业——长安汽车 (000625.SZ) 2020 年 7 月销量点评
..... 2020-08-09

新品周期对冲疫情影响，半年销量增速率先转正——长安汽车 (000625.SZ) 2020 年 6 月销量点评
..... 2020-07-08

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	66,298	70,595	80,431	85,997	91,487
营业成本	56,583	60,233	66,597	70,614	74,959
折旧和摊销	3,100	4,041	4,467	4,673	4,912
税金及附加	2,306	2,488	2,775	3,010	3,194
销售费用	5,283	4,591	4,826	5,160	5,489
管理费用	2,783	2,265	2,574	2,838	3,019
研发费用	2,543	3,169	3,619	3,870	4,117
财务费用	-427	-191	-163	-185	-224
投资收益	-71	-2,109	1,481	2,611	3,517
营业利润	-201	-2,107	3,504	4,927	5,870
利润总额	658	-2,242	3,540	4,970	5,916
所得税	-65	407	35	50	59
净利润	723	-2,649	3,505	4,921	5,857
少数股东损益	43	-2	47	46	45
归属母公司净利润	681	-2,647	3,457	4,874	5,811
EPS(按最新股本计)	0.14	-0.55	0.72	1.01	1.21

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-3,887	3,882	4,015	5,220	5,302
净利润	681	-2,647	3,457	4,874	5,811
折旧摊销	3,100	4,041	4,467	4,673	4,912
净营运资金增加	3,726	-1,894	767	854	1,057
其他	-11,394	4,382	-4,676	-5,181	-6,479
投资活动产生现金流	-6,569	-3,795	-4,375	-2,507	-3,198
净资本支出	-6,445	-4,711	-3,915	-3,813	-4,956
长期投资变化	13,275	11,008	-1,941	-1,306	-1,759
其他资产变化	-13,398	-10,092	1,481	2,611	3,517
融资活动现金流	-1,353	-401	-66	-516	-1,252
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-8	88	-230	0	0
无息负债变化	-11,318	6,259	5,840	974	3,096
净现金流	-11,803	-288	-426	2,197	852

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.7%	14.7%	17.2%	17.9%	18.1%
EBITDA 率	3.8%	5.4%	7.7%	8.2%	8.0%
EBIT 率	-0.9%	-0.3%	2.1%	2.8%	2.7%
税前净利润率	1.0%	-3.2%	4.4%	5.8%	6.5%
归母净利润率	1.0%	-3.7%	4.3%	5.7%	6.4%
ROA	0.8%	-2.7%	3.3%	4.4%	4.9%
ROE (摊薄)	1.5%	-6.0%	7.3%	9.4%	10.4%
经营性 ROIC	-2.5%	-1.1%	6.4%	8.7%	8.1%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	51%	55%	56%	54%	53%
流动比率	1.00	1.01	1.01	1.05	1.08
速动比率	0.89	0.94	0.90	0.96	0.97
归母权益/有息债务	235.23	154.55	858.69	934.16	1012.55
有形资产/有息债务	437.44	316.01	1772.70	1847.89	1966.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	93,489	97,617	106,733	111,927	119,403
货币资金	9,981	10,066	9,640	11,838	12,690
交易性金融资产	0	2,419	2,419	2,419	2,419
应收账款	1,409	838	1,570	1,611	1,608
应收票据	20,562	26,806	28,265	29,848	32,881
其他应收款(合计)	3,250	0	1,046	1,032	1,006
存货	4,917	3,375	5,801	5,526	6,188
其他流动资产	2,228	5,478	5,724	5,863	6,000
流动资产合计	43,213	49,607	55,388	59,069	63,727
其他权益工具	0	735	735	735	735
长期股权投资	13,275	11,008	12,949	14,255	16,013
固定资产	22,161	26,939	24,244	21,672	19,542
在建工程	5,384	1,730	2,740	3,371	4,539
无形资产	5,018	5,210	6,298	7,314	8,261
商誉	10	10	10	10	10
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	50,276	48,010	51,345	52,858	55,676
总负债	47,336	53,683	59,294	60,268	63,364
短期借款	190	230	0	0	0
应付账款	13,916	18,906	16,649	16,947	17,990
应付票据	14,808	13,431	17,315	17,653	19,489
预收账款	1,556	2,316	1,609	1,720	1,830
其他流动负债	7,571	12,416	12,416	12,416	12,416
流动负债合计	43,160	49,233	55,033	55,996	59,075
长期借款	0	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,737	4,098	4,098	4,098	4,098
非流动负债合计	4,176	4,450	4,260	4,272	4,289
股东权益	46,153	43,934	47,439	51,659	56,039
股本	4,803	4,803	4,803	4,803	4,803
公积金	7,459	7,767	7,767	7,767	7,767
未分配利润	33,707	31,271	34,729	38,902	43,237
归属母公司权益	46,245	44,028	47,486	51,659	55,994
少数股东权益	-92	-94	-47	-1	45

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.97%	6.50%	6.00%	6.00%	6.00%
管理费用率	4.20%	3.21%	3.20%	3.30%	3.30%
财务费用率	-0.64%	-0.27%	-0.20%	-0.21%	-0.25%
研发费用率	3.84%	4.49%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	-10%	-18%	1%	1%	1%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.00	0.15	0.31	0.43
每股经营现金流	-0.81	0.81	0.84	1.09	1.10
每股净资产	9.63	9.17	9.89	10.76	11.66
每股销售收入	13.80	14.70	16.75	17.91	19.05

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	83	-	16	12	10
PB	1.2	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	13.8	9.7	5.8	4.6	4.2
股息率	0.2%	0.0%	1.4%	2.9%	4.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼