

## 长安汽车 (000625) 重大事项点评

# 1月自主继续强于行业，全年疫情影响有限

**强推 (维持)**

目标价: 16.0 元

当前价: 9.59 元

**事项:**

- ❖ 公司发布1月产销快报，集团销量13.5万辆，同比-5%、环比-31%。

**评论:**

- ❖ **长安自主表现继续好于行业。**长安本部(含商用)1月批发11.0万辆，同比+12%、环比-12%。自主上险9.5万辆，同比-7%、环比-8%，显著高于行业同比-29%、环比-21%，库存去化1.6万辆左右。其中CS75P批发约1.8万辆，环比减少约3千辆。经过半年左右的销量表现，市场已经对长安自主进入全新强劲新品周期取得共识，但对自主盈利幅度和持续性有分歧，3季报和年报预告已经给予了正面反馈。
- ❖ **长安福特第二个月微幅正增长。**长福1月批发1.5万辆，同比+4%、环比-14%，是继12月之后第二个月正增长。说明目前长安福特销量基本盘稳下来1年左右。2017-2018年长福销量增速节节溃败主要因为车型老化，然后进入系统性恶性循环。公司在2018年底开始从管理结构层面做出调整。2019年长福销量低于预期与其紧凑型车竞争力弱、行业恢复速度低于预期有关。2020年开始，四驱车两驱价的锐际将贡献部分增量，随后具有市场竞争力的探险者、林肯冒险家、林肯飞行家将陆续上市，逐步推动长福重回正轨，并撬动盈利超预期改善。
- ❖ **长安马自达批发0.9万辆，同比-28%、环比-30%。**批发同环比降幅明显，主要在于控制库存。新昂克赛拉目前市场接受度较好，已经恢复甚至超过上一代产品热度。
- ❖ **疫情对公司全年影响有限，维持2020年乐观预期。**基于1月行业数据、2月疫情管控及复工推迟，我们近期下调了1季度行业增速至-50%至-30%区间，较节前预期下调30-50PP，下调全年增速至-6%至+3%，下调幅度1-10PP，乐观中性预期下为1-5PP。但目前疫情影响判断仍旧不明朗，粗略地看，长安自主表现预计仍将远好于行业，全年销量增速即使调整，幅度也在0-5个百分点以内，利润调整幅度略大于销量，但依然是小个位数调整。此外还需要考虑疫情结束后，首购需求可能激增，反而利好强势自主。长安福特锐际销量、冒险家上市受影响，另外2款新车原计划2季度上市，3季度贡献增量，由于主要利润增量在新车、新车销量贡献在下半年，最终影响有限。长安马自达一年利润20亿左右体量，给长安贡献50%，5-10%销量仅影响公司利润0.5-1亿。
- ❖ **投资建议:**长安为本轮行业景气周期、公司产品周期共振核心投资机会。乐观和中性预期下，疫情对行业全年影响有限，对自主强劲的长安则更有限。在1季度形式尚不明朗情况下，目前我们维持2019-2020年归母净利润预测-25亿、77亿元，对应20PE 6.0倍、19-20PB 1.1倍、0.9倍。公司历史PB中枢在2倍左右，维持20年目标PB 1.5倍，对应目标价16.0元，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**宏观经济不及预期、行业销量不及预期、长福新车销售不及预期。

**主要财务指标**

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	66,298	69,087	85,645	90,205
同比增速(%)	-17.1%	4.2%	24.0%	5.3%
归母净利润(百万)	680	-2,465	7,685	5,784
同比增速(%)	-90.5%	-462.1%	-411.8%	-24.7%
每股盈利(元)	0.14	-0.51	1.60	1.20
市盈率(倍)	67.7	-18.7	6.0	8.0
市净率(倍)	1.0	1.1	0.9	0.8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年2月14日收盘价

**华创证券研究所**
**证券分析师: 张程航**

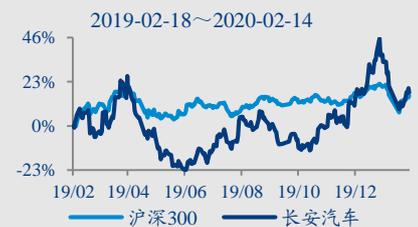
电话: 021-20572543

邮箱: zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号: S0360519070003

**公司基本数据**

总股本(万股)	480,265
已上市流通股(万股)	480,263
总市值(亿元)	460.57
流通市值(亿元)	374.07
资产负债率(%)	53.2
每股净资产(元)	9.1
12个月内最高/最低价	12.04/6.26

**市场表现对比图(近12个月)**

**相关研究报告**

《长安汽车(000625)重大事项点评: 本部11月销量同比大增21%》

2019-12-11

《长安汽车(000625)重大事项点评: 12月自主再放光彩, 长福结束负增长》

2020-01-08

《长安汽车(000625)2019年业绩预告点评: 年报预告符合预期, 自主表现突出》

2020-01-31

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,981	6,848	15,832	21,391
应收票据	20,562	20,726	23,981	24,355
应收账款	1,409	1,380	1,609	1,610
预付账款	866	906	1,073	1,137
存货	4,917	5,147	5,960	6,386
其他流动资产	5,478	5,097	6,245	6,316
流动资产合计	43,213	40,104	54,700	61,195
其他长期投资	1,965	1,965	1,965	1,965
长期股权投资	13,275	13,275	13,275	13,275
固定资产	22,161	19,384	19,820	20,667
在建工程	5,384	6,384	6,384	8,384
无形资产	5,018	4,769	4,533	4,308
其他非流动资产	2,473	1,570	1,599	1,612
非流动资产合计	50,276	47,347	47,576	50,211
<b>资产合计</b>	<b>93,489</b>	<b>87,451</b>	<b>102,276</b>	<b>111,406</b>
短期借款	190	195	200	205
应付票据	14,808	15,442	18,229	19,455
应付账款	13,916	14,551	16,897	18,193
预收款项	1,556	1,622	2,011	2,118
其他应付款	3,080	2,376	2,685	2,713
一年内到期的非流动负债	7	7	7	7
其他流动负债	9,603	6,184	7,106	7,630
流动负债合计	43,160	40,377	47,135	50,321
长期借款	0.00	20.00	5.00	5.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,176	3,754	3,994	3,975
非流动负债合计	4,176	3,774	3,999	3,980
<b>负债合计</b>	<b>47,336</b>	<b>44,151</b>	<b>51,134</b>	<b>54,301</b>
归属母公司所有者权益	46,245	43,417	51,102	56,886
少数股东权益	-92	-117	40	219
<b>所有者权益合计</b>	<b>46,153</b>	<b>43,300</b>	<b>51,142</b>	<b>57,105</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>93,489</b>	<b>87,451</b>	<b>102,276</b>	<b>111,406</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-4,729</b>	<b>3,645</b>	<b>5,682</b>	<b>6,341</b>
现金收益	3,400	53	10,532	7,933
存货影响	-251	-230	-812	-427
经营性应收影响	8,990	-475	-3,952	-739
经营性应付影响	-13,023	631	5,831	2,658
其他影响	-3,845	3,665	-5,917	-3,084
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6,569</b>	<b>-4,062</b>	<b>-3,082</b>	<b>-5,052</b>
资本支出	-9,341	-804	-3,081	-5,048
股权投资	1,409	0	0	0
其他长期资产变化	1,363	-3,258	-1	-4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,353</b>	<b>-2,716</b>	<b>6,384</b>	<b>4,270</b>
借款增加	-8	25	-10	5
股利及利息支付	-2,169	241	-784	-596
股东融资	0	0	0	0
其他影响	824	-2,982	7,178	4,861

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>66,298</b>	<b>69,087</b>	<b>85,645</b>	<b>90,205</b>
营业成本	56,583	59,166	70,113	74,258
税金及附加	2,306	2,418	2,998	3,157
销售费用	5,283	4,491	5,139	5,232
管理费用	2,783	2,902	2,912	3,067
财务费用	-427	-287	-192	-455
资产减值损失	239	300	300	300
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-71	-1,764	5,638	3,644
其他收益	2,873	1,800	800	800
<b>营业利润</b>	<b>-201</b>	<b>-2,630</b>	<b>7,901</b>	<b>6,023</b>
营业外收入	916	200	100	100
营业外支出	57	60	80	100
<b>利润总额</b>	<b>658</b>	<b>-2,490</b>	<b>7,921</b>	<b>6,023</b>
所得税	-65	0	79	60
<b>净利润</b>	<b>723</b>	<b>-2,490</b>	<b>7,842</b>	<b>5,963</b>
少数股东损益	43	-25	157	179
<b>归属母公司净利润</b>	<b>680</b>	<b>-2,465</b>	<b>7,685</b>	<b>5,784</b>
NOPLAT	254	-2,777	7,652	5,512
EPS(摊薄) (元)	0.14	-0.51	1.60	1.20

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-17.1%	4.2%	24.0%	5.3%
EBIT 增长率	-96.5%	-1301.1%	-378.4%	-28.0%
归母净利润增长率	-90.5%	-462.1%	-411.8%	-24.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.7%	14.4%	18.1%	17.7%
净利率	1.1%	-3.6%	9.2%	6.6%
ROE	1.5%	-5.7%	15.0%	10.1%
ROIC	-1.5%	-8.6%	18.2%	11.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	50.6%	50.5%	50.0%	48.7%
债务权益比	9.5%	9.2%	8.2%	7.3%
流动比率	100.1%	99.3%	116.0%	121.6%
速动比率	88.7%	86.6%	103.4%	108.9%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	9	7	6	6
应付账款周转天数	114	87	81	85
存货周转天数	30	31	29	30
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.14	-0.51	1.60	1.20
每股经营现金流	-0.98	0.76	1.18	1.32
每股净资产	9.63	9.04	10.64	11.84
<b>估值比率</b>				
P/E	67.7	-18.7	6.0	8.0
P/B	1.0	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	32	1,984	10	13

## 汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500