

业绩符合预期，合资和自主盈利均环比大幅改善



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **业绩符合预期。**公司 2020 年前三季度实现营业收入 558.42 亿元，同比增长 23.77%，归母净利润 34.86 亿元，同比增长 230.98%，扣非归母净利润 -20.98 亿元，同比增长 40.63%，非经常性损益主要为非流动资产处置损益和持有宁德时代股权的投资收益，EPS 为 0.73 元。公司 Q3 实现营业收入 230.6 亿元，同比增长 51.32%，归母净利润 8.84 亿元，同比增长 309.7%，扣非归母净利润 5.19 亿元，同比增长 183.52%，利润端好于营收端主要是因为公司销量增长、产品结构优化、自主及合资盈利能力提升。
- **3 季度毛利率环比提升，现金流充裕。**前三季度毛利率 11.20%，同比下滑 0.59 个百分点，Q3 毛利率 13.9%，同比下滑 4.88 个百分点（同比不具可比性），环比提升 4.29 个百分点。Q3 期间费用率 11.92%，同比下滑 4.88 个百分点，管理费用率环比上升 1.6 个百分点，主要是因为机构变动、预提工资费用变动。前三季度经营活动现金流净额 70.19 亿元，同比增长 86.8%，主要是因为销售商品、提供劳务收到的现金增加。
- **3 季度投资收益同比改善，预计 4 季度有望继续提升。**Q3 投资净收益 5.24 亿元，去年同期 -4.14 亿元，预计长福和长安马自达均实现盈利，长安福特 Q3 销量 6.97 万辆，同比、环比增长 29.7%、4.02%，林肯 Q3 销量超 1.9 万辆，未来福克斯、PUMA 的推出将进一步推动其销量提升。长安马自达 Q3 销量 3.83 万辆，同比增长 10.4%，马自达 3 和 CX-30 等上市有望拉动销量增长。
- **长安自主品牌扭亏盈利，热销车型带动销量提升。**长安自主 Q3 销量 28.62 万辆，同比增长 50.6%。根据母公司报表推算，Q3 自主毛利率 11.6%，环比改善 5.35 个百分点，预计长安自主扭亏盈利。CS75Q3 销售 6.95 万辆、UNI-T Q3 销售 3.09 万辆、逸动销售 5.27 万辆，未来将有欧尚等新车上市推动销量增长。

财务预测与投资建议：公司增发股本扩大及略调整资本开支等，预测 2020-2022 年 EPS 1.21、0.93、1.06 元（原 1.22、0.94、1.11 元），因公司亏损，用 PB 进行估值。可比公司 21 年平均 PB1.69 倍左右，给予公司 21 年 PB1.69 倍估值，21 年每股净资产 12.45 元，目标价 21.04 元，维持买入评级。

风险提示：长安福特销量低于预期风险、长安马自达销量低于预期、长安自主品牌销量低于预期的风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	66,298	70,595	79,804	87,160	92,129
同比增长(%)	-17.1%	6.5%	13.0%	9.2%	5.7%
营业利润(百万元)	(201)	(2,107)	5,832	4,378	5,001
同比增长(%)	-102.8%	-946.0%	376.8%	-24.9%	14.2%
归属母公司净利润(百万元)	681	(2,647)	5,832	4,490	5,107
同比增长(%)	-90.5%	-488.8%	320.4%	-23.0%	13.8%
每股收益(元)	0.14	(0.55)	1.21	0.93	1.06
毛利率(%)	14.7%	14.7%	14.4%	15.0%	15.1%
净利率(%)	1.0%	-3.7%	7.3%	5.2%	5.5%
净资产收益率(%)	1.5%	-5.9%	11.7%	7.8%	8.2%
市盈率	116.5	(30.0)	13.6	17.7	15.5
市净率	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月30日)	16.52 元
目标价格	21.04 元
52周最高价/最低价	16.68/7.14 元
总股本/流通A股(万股)	536,340/390,064
A股市值(百万元)	88,603
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2020年10月31日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	5.69	23.01	49.91	131.37
相对表现	6.18	20.66	49.07	110.71
沪深300	-0.49	2.35	0.84	20.66



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

021-63325888*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

联系人 朱清华

朱清华

zhuqinghua@orientsec.com.cn

相关报告

公司整体销量持续向好促进 3 季度盈利大幅改善： 2020-10-14

自主及合资品牌销量增速均好于行业平均水平： 2020-10-08

自主继续保持较高增速，长安福特企稳向 2020-09-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。上：

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：可比公司估值比较

公司	代码	最新价格(元)	一致预期净资产(百万元)				一致预期PB			
			2020年10月30日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E
上汽集团	600104	23.15	249702.01	260554.51	287970.56	318449.28	1.08	1.04	0.94	0.85
广汽集团	601238	13.43	80134.09	84977.36	94451.00	105982.37	1.72	1.62	1.46	1.30
江铃汽车	000550	19.93	10496.56	10878.60	11586.53	12716.50	1.64	1.58	1.48	1.35
长城汽车	601633	23.72	54399.23	56784.84	64609.85	74316.13	4.00	3.83	3.37	2.93
江淮汽车	600418	8.50	12952.28	13128.43	13468.83	13786.13	1.24	1.23	1.19	1.17
均值							1.94	1.86	1.69	1.52

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,981	10,066	11,971	13,074	13,819	营业收入	66,298	70,595	79,804	87,160	92,129
应收账款	1,409	838	1,482	1,502	1,464	营业成本	56,583	60,233	68,275	74,093	78,181
预付账款	866	624	949	982	983	营业税金及附加	2,306	2,488	2,793	3,051	3,225
存货	4,917	3,375	8,193	8,891	9,382	营业费用	5,283	4,591	3,352	3,661	3,869
其他	26,040	34,703	35,533	38,040	40,164	管理费用	5,326	5,434	6,544	6,973	7,370
流动资产合计	43,213	49,607	58,128	62,489	65,812	财务费用	(427)	(191)	(281)	(235)	61
长期股权投资	13,275	11,008	12,794	12,359	12,054	资产减值损失	239	396	67	113	90
固定资产	22,161	26,939	33,104	40,877	49,285	公允价值变动收益	0	889	100	100	100
在建工程	5,384	1,730	7,893	10,975	12,515	投资净收益	(71)	(2,109)	5,084	3,180	3,974
无形资产	5,018	5,210	4,341	3,473	2,605	其他	2,882	1,469	1,594	1,594	1,594
其他	4,437	3,123	1,576	1,563	1,564	营业利润	(201)	(2,107)	5,832	4,378	5,001
非流动资产合计	50,276	48,010	59,708	69,247	78,022	营业外收入	916	50	100	200	200
资产总计	93,489	97,617	117,836	131,736	143,835	营业外支出	57	185	50	50	50
短期借款	190	230	2,151	10,097	15,003	利润总额	658	(2,242)	5,882	4,528	5,151
应付账款	13,916	18,906	19,927	21,035	23,184	所得税	(65)	407	44	34	39
其他	29,054	30,098	35,834	36,770	37,149	净利润	723	(2,649)	5,838	4,494	5,112
流动负债合计	43,160	49,233	57,912	67,901	75,336	少数股东损益	43	(2)	5	4	5
长期借款	0	55	55	55	55	归属于母公司净利润	681	(2,647)	5,832	4,490	5,107
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.14	-0.55	1.21	0.93	1.06
其他	4,176	4,394	4,098	4,098	4,098						
非流动负债合计	4,176	4,450	4,153	4,153	4,153	主要财务比率					
负债合计	47,336	53,683	62,065	72,054	79,489		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	(92)	(94)	(89)	(85)	(80)	成长能力					
股本	4,803	4,803	5,363	5,363	5,363	营业收入	-17.1%	6.5%	13.0%	9.2%	5.7%
资本公积	5,057	5,366	10,805	10,805	10,805	营业利润	-102.8%	-946.0%	376.8%	-24.9%	14.2%
留存收益	36,108	33,672	39,505	43,411	48,070	归属于母公司净利润	-90.5%	-488.8%	320.4%	-23.0%	13.8%
其他	277	187	187	187	187	获利能力					
股东权益合计	46,153	43,934	55,772	59,682	64,345	毛利率	14.7%	14.7%	14.4%	15.0%	15.1%
负债和股东权益总计	93,489	97,617	117,836	131,736	143,835	净利率	1.0%	-3.7%	7.3%	5.2%	5.5%
						ROE	1.5%	-5.9%	11.7%	7.8%	8.2%
						ROIC	-1.5%	-6.0%	10.8%	6.4%	6.7%
						偿债能力					
						资产负债率	50.6%	55.0%	52.7%	54.7%	55.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%
						流动比率	1.00	1.01	1.00	0.92	0.87
						速动比率	0.88	0.93	0.84	0.77	0.73
						营运能力					
						应收账款周转率	41.2	62.8	68.8	58.4	62.1
						存货周转率	11.3	13.7	10.7	7.7	7.6
						总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.14	-0.55	1.21	0.93	1.06
						每股经营现金流	-0.81	0.81	0.41	0.80	1.26
						每股净资产	9.63	9.17	11.63	12.45	13.42
						估值比率					
						市盈率	116.5	-30.0	13.6	17.7	15.5
						市净率	1.7	1.8	1.4	1.3	1.2
						EV/EBITDA	10.0	-7,598.2	7.1	7.7	6.3
						EV/EBIT	-100.8	-27.6	11.4	15.3	12.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有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，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

