

投资评级 优于大市 维持

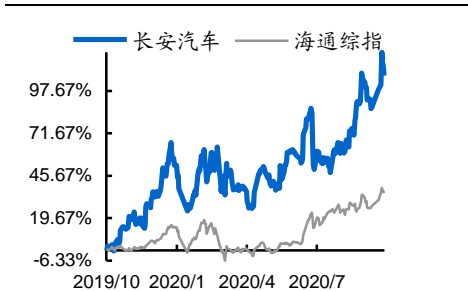
预计 Q3 扣非后扭亏，9 月销量增长亮眼

股票数据

10月19日收盘价(元)	15.16
52周股价波动(元)	7.08-16.16
总股本/流通A股(百万股)	4803/3901
总市值/流通市值(百万元)	72808/72808

相关研究

《自主盈利提升，静待合资扭亏》2020.05.01
《长安 UNI-T 完成 L3 级自动驾驶量产实测》2020.03.12
《19Q4 归母净利预计改善，20 年值得期待》2020.02.01

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.1	30.9	41.3
相对涨幅 (%)	2.7	30.6	36.7

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 公司发布 2020 年前三季度业绩预告。**公司预计 2020Q1-3 实现归母净利润 32-38 亿元 (2019Q1-3 为亏损 26.62 亿元)，基本每股收益 0.67-0.79 元/股 (2019Q1-3 为-0.55 元/股)。分单季度看，2020Q3 公司预计实现归母净利润 5.98-11.98 亿元，2019Q3 为亏损 4.21 亿元。剔除非经常性损益的影响，预计公司 2020Q3 实现扣非归母净利润 2.17-8.17 亿元，实现单季度扭亏。我们判断，公司扣非后盈利情况改善主要系公司销量增长、产品结构优化，自主业务盈利能力大幅改善，合资业务盈利能力稳步提升等因素影响。
- 9 月销量增长亮眼，2020Q3 同比大幅增长。**根据乘联会批发销量数据，9 月长安汽车主要品牌均实现正增长。长安自主实现销量 10.2 万辆，同比+47%，其中 CS75/CS55 系列分别实现销量 2.6/1.3 万辆，分别同比+27%/+50%，UNI-T 实现销量 1.1 万台，环比+4%；长安福特实现销量 2.8 万辆，同比+33%；长安马自达实现销量 1.5 万辆，同比+16%。我们判断，公司旗下自主和合资品牌销量的大幅增长是支撑公司业绩改善的重要原因之一，2020Q3 长安自主/长安福特/长安马自达销量分别同比+54%/+30%/+10%。
- 长安 UNI 系列发布概念车 Vision-V，未来五年将推出 5 款车型。**根据财经网报道，9 月 26 日，长安汽车 UNI 系列在北京车展发布了 Vision-V 概念车，Vision V 将使用“新科技智慧美学”全新设计语言，包括无边界格栅、飞行器印记、V 型面、超连续莫比乌斯屏、长安蓝、智能 AI 等设计元素。同时公司还公布了 UNI 序列未来五年规划，将覆盖 SUV 和轿车两大市场，未来 5 年计划推出 5 款车型，将覆盖满足年轻用户所有需求的细分市场。UNI-T 作为 UNI 序列第一款车型自 6 月上市以来，累计订单 4.6 万辆 (截至北京车展公布)，7-9 月连续 3 个月月销破万，我们判断随着后续车型的逐步推出，UNI 序列将成为长安自主销量的新增长点。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 43.12/45.16/59.76 亿元，EPS 分别为 0.90/0.94/1.24 元，每股净资产分别为 10.04/10.84/11.71 元，考虑公司车型强周期带来的较高的利润弹性，同时参考可比公司估值，给予其 2020 年 1.4-1.7 倍 PB，对应合理价值区间 14.06-17.07 元，对应 16-19 倍 PE，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**新车型销量不及预期；林肯国产化进度不及预期；价格战激烈程度加剧。

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:郑蕾

Tel:23963569

Email:zl12742@htsec.com

联系人:房乔华

Tel:021-23219807

Email:fqh12888@htsec.com

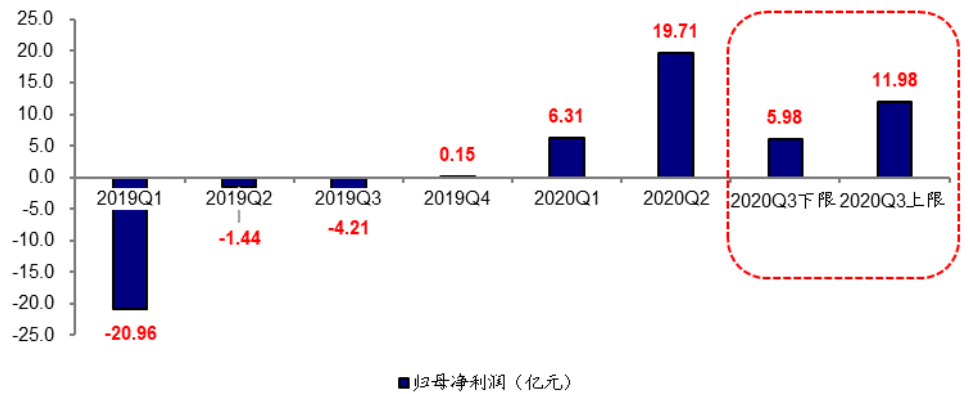
主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	66298	70595	83504	100523	115499
(+/-)YoY(%)	-17.1%	6.5%	18.3%	20.4%	14.9%
净利润(百万元)	681	-2647	4312	4516	5976
(+/-)YoY(%)	-90.5%	-488.8%	262.9%	4.7%	32.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.14	-0.55	0.90	0.94	1.24
毛利率(%)	14.7%	14.7%	13.6%	14.3%	14.8%
净资产收益率(%)	1.5%	-6.0%	8.9%	8.7%	10.6%

资料来源：公司年报 (2018-2019)，海通证券研究所

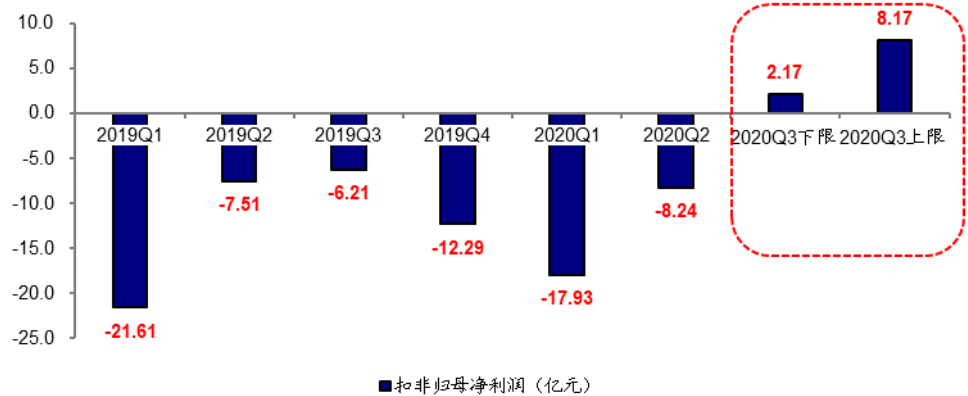
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司分季度归母净利润



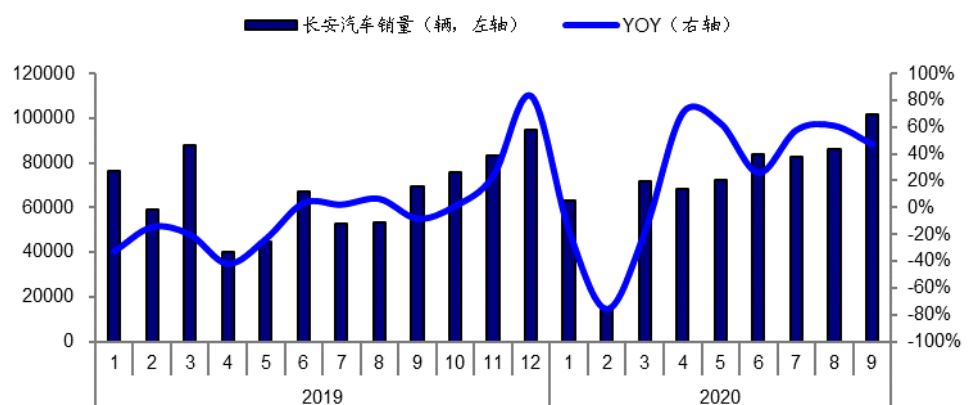
资料来源: Wind, 公司 2020 年前三季度业绩预告, 海通证券研究所

图2 公司分季度扣非归母净利润

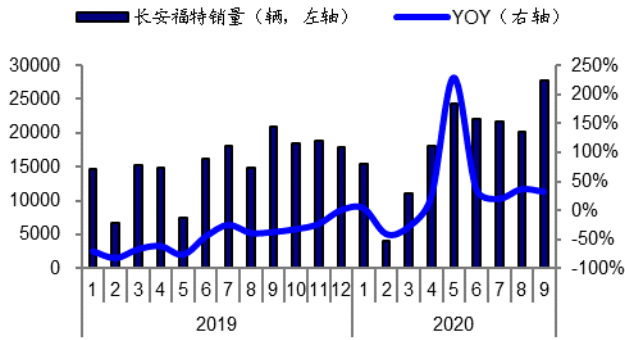


资料来源: Wind, 公司 2020 年前三季度业绩预告, 海通证券研究所

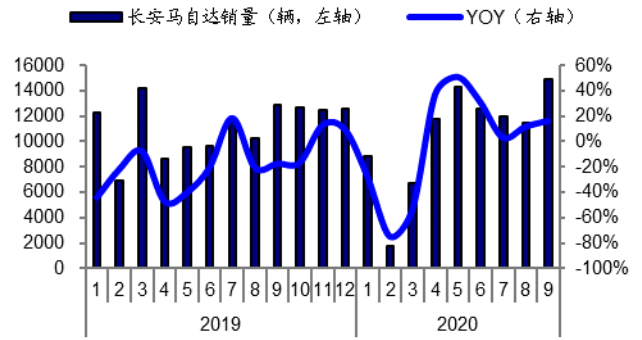
图3 长安汽车 (自主) 月度销量及增速



资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

图4 长安福特月度销量及增速


资料来源：乘联会，海通证券研究所

图5 长安马自达月度销量及增速


资料来源：乘联会，海通证券研究所

表1 公司分品牌销量预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
长安福特 (辆)	377739	183987	249064	338762	378718
YOY	-54%	-51%	35%	36%	12%
长安马自达 (辆)	166299	133608	130332	139455	146428
YOY	-13%	-20%	-2%	7%	5%
长安自主 (辆)	859294	803291	940767	1099523	1226539
YOY	-19%	-7%	17%	17%	12%

资料来源：乘联会，海通证券研究所预测

表2 公司营收、利润及联营合营企业投资收益预测

	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (百万元)	70595	83504	100523	115499
YOY	6%	18%	20%	15%
营业成本 (百万元)	60233	72106	86119	98455
YOY	6%	20%	19%	14%
毛利率 (%)	14.68	13.65	14.33	14.76
归母净利润 (百万元)	-2647	4312	4516	5976
YOY	-489%	263%	5%	32%
其中：对联营合营企业投资收益				
长安福特 (百万元)	-1929	610	2073	3410
YOY	364%	-132%	240%	64%
长安马自达 (百万元)	935	902	1090	1167
YOY	-26%	-3%	21%	7%
其他 (百万元)	-1165	-165	350	500
合计 (百万元)	-2159	1348	3513	5077

资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所预测

表 3 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E
600104.SH	上汽集团	2.19	1.89	2.32	9	11	9	0.9
601238.SH	广汽集团	0.65	0.67	0.89	15	15	11	1.2
000550.SZ	江铃汽车	0.17	0.48	0.67	94	33	24	1.3
600418.SH	江淮汽车	0.06	0.20	0.33	128	38	23	1.1
	均值	0.77	0.81	1.05	62	24	17	1.1

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 10 月 19 日价格, EPS 为 wind 一致预期

风险提示。新车型销量不及预期; 林肯国产化进度不及预期; 价格战激烈程度加剧。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	70595	83504	100523	115499
每股收益	-0.55	0.90	0.94	1.24	营业成本	60233	72106	86119	98455
每股净资产	9.17	10.04	10.84	11.71	毛利率%	14.7%	13.6%	14.3%	14.8%
每股经营现金流	0.81	1.07	1.84	1.89	营业税金及附加	2488	2923	3518	4047
每股股利	0.02	0.00	0.14	0.37	营业税金率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
价值评估 (倍)					营业费用	4591	3173	3820	4389
P/E	-27.51	16.89	16.12	12.18	营业费用率%	6.5%	3.8%	3.8%	3.8%
P/B	1.65	1.51	1.40	1.30	管理费用	2265	2923	3518	4042
P/S	1.03	0.87	0.72	0.63	管理费用率%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
EV/EBITDA	27.26	23.90	16.52	11.25	EBIT	-2151	-1378	-976	-632
股息率%	0.2%	0.0%	0.9%	2.5%	财务费用	-191	-234	-359	-542
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.5%
毛利率	14.7%	13.6%	14.3%	14.8%	资产减值损失	396	266	206	222
净利润率	-3.7%	5.2%	4.5%	5.2%	投资收益	-2109	4032	4173	5737
净资产收益率	-6.0%	8.9%	8.7%	10.6%	营业利润	-2107	4658	4878	6448
资产回报率	-2.7%	3.9%	3.7%	4.4%	营业外收支	-135	-27	-28	-30
投资回报率	-8.0%	-4.0%	-3.3%	-2.7%	利润总额	-2242	4631	4850	6418
盈利增长 (%)					EBITDA	1408	2401	2983	3471
营业收入增长率	6.5%	18.3%	20.4%	14.9%	所得税	407	315	330	436
EBIT 增长率	32.8%	35.9%	29.2%	-35.3%	有效所得税率%	-18.1%	6.8%	6.8%	6.8%
净利润增长率	-488.8%	262.9%	4.7%	32.3%	少数股东损益	-2	4	4	5
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-2647	4312	4516	5976
资产负债率	55.0%	56.3%	57.9%	58.6%					
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.2	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	货币资金	10066	13992	22090	32318
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4	应收账款及应收票据	27644	33173	38557	41137
经营效率指标					存货	3375	4939	4719	4855
应收账款周转天数	128.3	145.0	140.0	130.0	其它流动资产	8521	9005	9158	9903
存货周转天数	25.1	25.0	20.0	18.0	流动资产合计	49607	61108	74523	88213
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	长期股权投资	11008	11008	11008	11008
固定资产周转率	2.9	3.2	4.3	5.5	固定资产	26939	24664	22313	19425
					在建工程	1730	3230	4730	5230
					无形资产	5210	6168	7100	7953
					非流动资产合计	48010	48919	49003	47467
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	97617	110027	123527	135680
净利润	-2647	4312	4516	5976	短期借款	230	0	0	0
少数股东损益	-2	4	4	5	应付票据及应付账款	32336	39510	47188	53274
非现金支出	4080	4045	4165	4325	预收账款	2316	2698	3116	3665
非经营收益	1505	-4034	-4171	-5728	其它流动负债	14352	15260	16820	18150
营运资金变动	946	827	4339	4486	流动负债合计	49233	57467	67124	75089
经营活动现金流	3882	5154	8853	9065	长期借款	55	55	55	55
资产	-4711	-4150	-4248	-2779	其它长期负债	4394	4394	4394	4394
投资	-171	-735	0	0	非流动负债合计	4450	4450	4450	4450
其他	1087	4032	4173	5737	负债总计	53683	61917	71574	79539
投资活动现金流	-3795	-853	-75	2958	实收资本	4803	4803	4803	4803
债权募资	88	-230	0	0	归属于母公司所有者权益	44028	48200	52039	56222
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	-94	-90	-86	-81
其他	-489	-146	-680	-1795	负债和所有者权益合计	97617	110027	123527	135680
融资活动现金流	-401	-376	-680	-1795					
现金净流量	-313	3925	8098	10228					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 伯特利,均胜电子,岱美股份,长城汽车,华域汽车,新泉股份,华安鑫创,德赛西威,福耀玻璃,银轮股份,星宇股份,华阳集团,长安汽车,宁波高发,科博达,爱柯迪,江淮汽车,上汽集团,亿华通-U,广汽集团,精锻科技,吉利汽车,浙江仙通,广汇汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。