

长安汽车

000625

审慎增持 (维持)

销量开门红，自主与福特亮眼

——长安汽车 1 月销量点评

2020 年 02 月 15 日

市场数据

市场数据日期	2020-02-14
收盘价(元)	9.59
总股本(百万股)	4802.65
流通股本(百万股)	4802.63
总市值(百万元)	46057.40
流通市值(百万元)	37407.17
净资产(百万元)	43568
总资产(百万元)	92946.73
每股净资产	9.07

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	66298	62120	67711	73128
同比增长(%)	-17.1%	-6.3%	9.0%	8.0%
净利润(百万元)	681	-2568	4119	5228
同比增长(%)	-90.5%	-477.2%	260.4%	26.9%
毛利率(%)	14.7%	14.7%	16.8%	17.6%
净利润率(%)	1.0%	-4.1%	6.1%	7.1%
净资产收益率(%)	1.5%	-5.9%	8.6%	9.9%
每股收益(元)	0.14	-0.53	0.86	1.09
每股经营现金流(元)	-0.81	1.83	0.83	1.13

相关报告

《长安汽车点评：19Q4 业绩预计环比改善，期待福特新周期-20200203》2020-02-03

《长安汽车 12 月销量点评：自主持续超预期，福特同比转正-20200108》2020-01-08

《长安汽车点评：剥离长安 PSA 在即，大幅减亏轻装上阵-20200103》2020-01-03

分析师：

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

研究助理：

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

投资要点

- **事件：**公司发布 1 月产销快报，1 月整体产销 12.4/13.5 万辆，同比分别 -13.7%/-4.6%，销量表现大幅超越行业 16pct。
- **整体销量增速大幅超越行业，长安自主乘用车同比+2.8%。**公司整体 1 月批发同比-4.6%，而据中汽协预计 1 月乘用车同比-20.6%，公司增速大幅跑赢行业 16pct。1 月长安自主乘用车月销 7.97 万辆，同比+2.8%，主要受益自主 CS75 与欧尚 X7 热销驱动，1 月 CS75 销售 2.58 万辆，同比+56.0%，欧尚 X7 销售 1.30 万辆，环比+17.4%。未来伴随蓝鲸发动机与 7DCT 动力总成渗透率提升，自主销量与单车利润有望双升，迎来较强利润释放周期。
- **福特月销同比+4.2%，维持正增长，马自达增速低于行业。**1 月长安福特批发 1.54 万辆，同比+4.2%，环比-14.2%，维持正增长，增速超越行业。除基数原因外，预计节后备货和锐际销量提升也是重要原因。随着林肯冒险家预售转正式上市，福特探险者、林肯航海家、飞行家等新车持续推出，福特业绩也有望逐渐提升。长安马自达 1 月批发 0.89 万辆，同比-29.8%，环比+29.6%，表现低于行业增速，预计为主动库存管理所致。
- **困境反转逐步兑现，自主+福特周期强劲，剥离长安 PSA 在即，维持“审慎增持”评级。**随着林肯首款国产 SUV 冒险家开启预售新车不断导入，长福全新锐际 SUV 上市，长安福特销量及利润有望持续改善。同时自主品牌 CS75plus 等全新车型持续热销，PSA 股权剥离逐步兑现(2020 年 1 月 1 日公告)，以及其他混改业务的不断推进，公司整体经营业绩环比有望持续改善。在考虑长安 PSA 顺利剥离的情况下，预计公司 19-21 年归母净利润分别为-25.7/41.2/52.3 亿元，维持“审慎增持”评级。

风险提示：福特新车销量不佳，自主品牌利润率恢复不及预期

报告正文

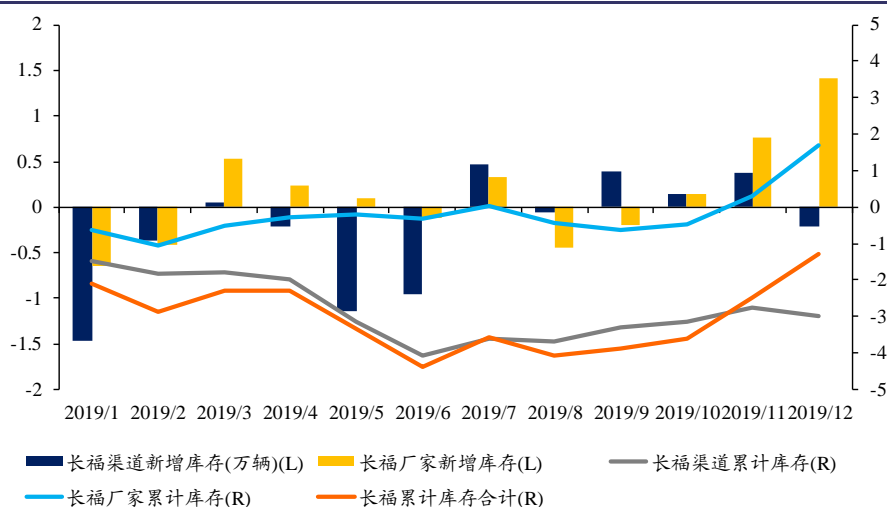
事件

- **长安汽车发布1月产销快报:** 公司发布1月产销快报,1月整体产销12.4/13.5万辆,同比分别-13.7%/-4.6%,销量表现超越行业。

点评

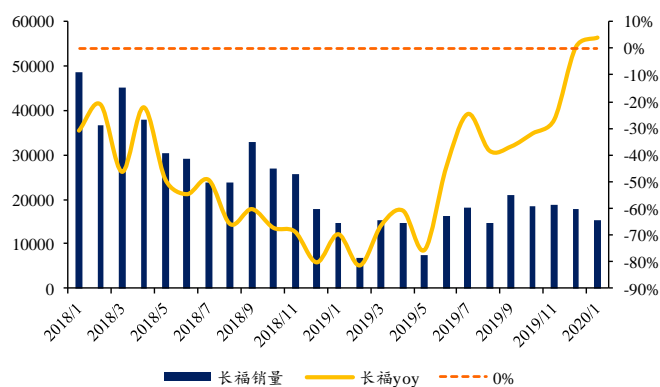
- **整体销量增速大幅超越行业,长安自主乘用车同比+2.8%。**公司整体1月批发同比-4.6%,而据中汽协预计1月乘用车同比-20.6%,公司增速大幅跑赢行业16pct。1月长安自主乘用车月销7.97万辆,同比+2.8%,主要受益自主CS75与欧尚X7热销驱动,1月CS75销售2.58万辆,同比+56.0%,欧尚X7销售1.30万辆,环比+17.4%。未来伴随蓝鲸发动机与7DCT动力总成渗透率提升,自主销量与单车利润有望双升,迎来较强利润释放周期。
- **福特月销同比维持正增长,马自达增速低于行业。**1月长安福特批发1.54万辆,同比+4.22%,环比-14.2%,维持正增长,增速超越行业。除基数原因外,预计节后备货和锐际销量提升也是重要原因。随着林肯冒险家预售转正式上市,福特探险者、林肯航海家、飞行家等新车持续推出,福特业绩也有望逐渐提升。长安马自达1月批发0.89万辆,同比-29.8%,环比+29.6%,表现低于行业增速,预计为主动库存管理所致。
- **困境反转逐步兑现,自主+福特周期强劲,剥离长安PSA在即,维持“审慎增持”评级。**随着林肯首款国产SUV冒险家开启预售新车不断导入,长福全新锐际SUV上市,长安福特销量及利润有望持续改善。同时自主品牌CS75plus等全新车型持续热销,PSA股权剥离逐步兑现(2020年1月1日公告),以及其他混改业务的不断推进,公司整体经营业绩环比有望持续改善。在考虑长安PSA顺利剥离的情况下,预计公司19-21年归母净利润分别为-25.7/41.2/52.3亿元,维持“审慎增持”评级。
- **风险提示:** 福特新车销量不佳,自主品牌利润率恢复不及预期。

图 1、长安福特 2019 年月度库存(万辆)变化情况



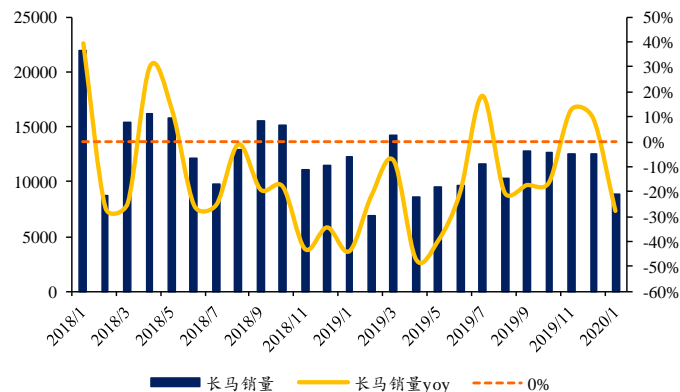
资料来源:公司公告、上险数、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、长安福特月度销量(辆)及同比增速



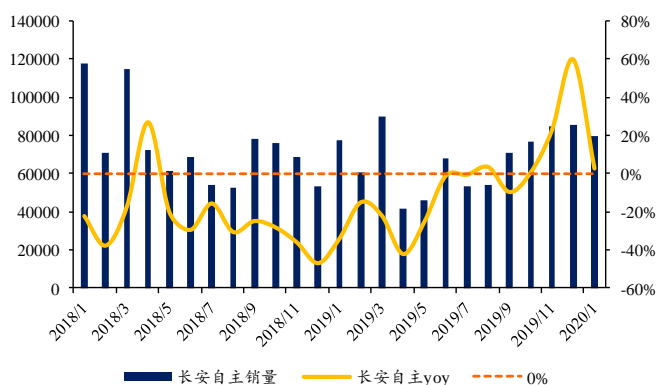
数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、长安马自达月度销量(辆)及同比增速



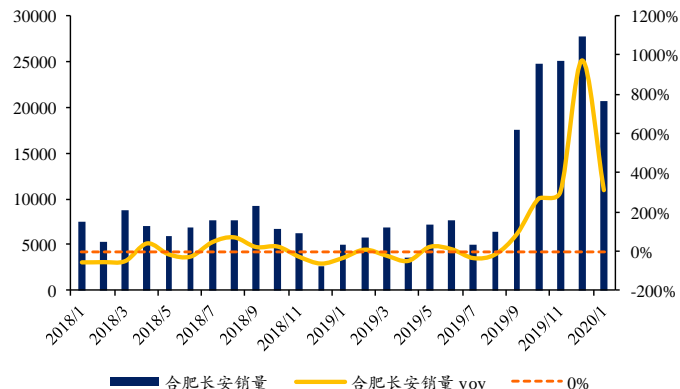
数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、长安自主乘用车月度销量(辆)及同比增速



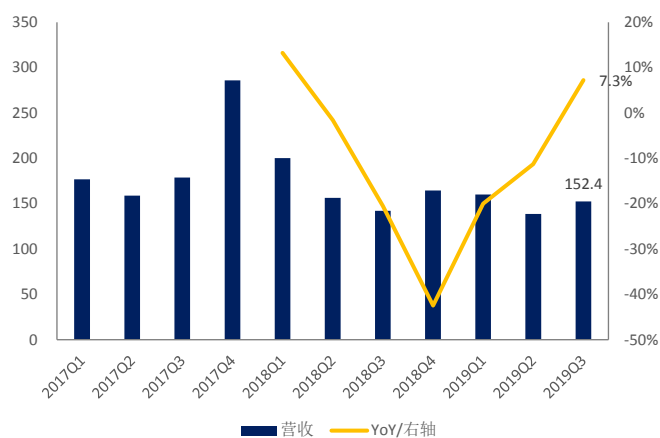
数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、合肥长安月度销量(辆)及同比增速



数据来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、长安季度营收及同比增速 (单位: 亿元, %)



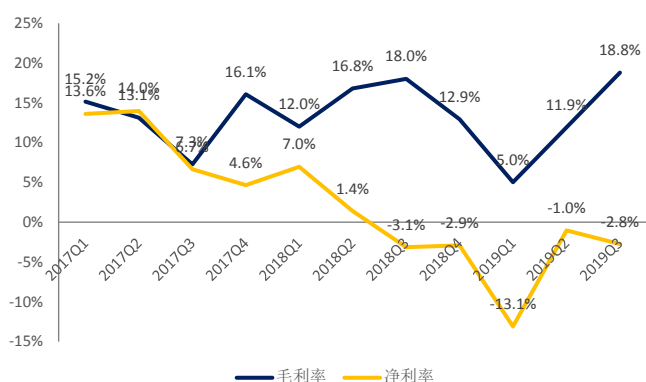
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、长安季度归母净利润及同比增速 (单位: 亿元, %)



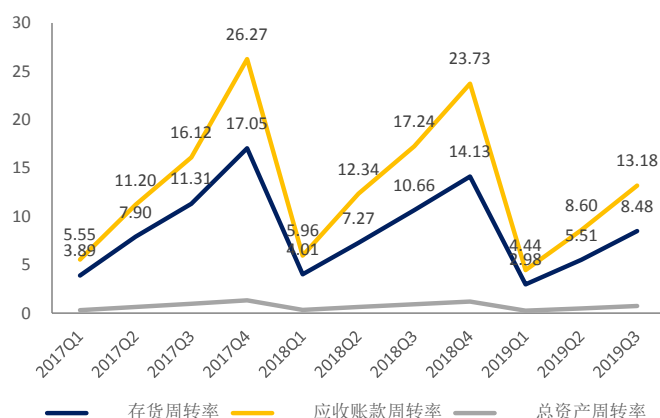
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、长安毛利率与净利率 (单位: %)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、长安营运能力指标



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
流动资产	43213	53300	55854	60058	
货币资金	9981	14474	15777	17039	
交易性金融资产	0	1658	0	0	
应收账款	1409	1482	1615	1744	
其他应收款	3250	3106	3386	3656	
存货	4917	6938	7374	7888	
非流动资产	50276	53450	58395	60989	
可供出售金融资产	1958	0	0	0	
长期股权投资	13275	11500	13500	15000	
投资性房地产	7	7	7	7	
固定资产	22161	32004	36758	39236	
在建工程	5384	3682	2831	2406	
油气资产	0	0	0	0	
无形资产	5018	4095	3138	2181	
资产总计	93489	106750	114249	121047	
流动负债	43160	55887	58654	60837	
短期借款	190	4920	5586	5437	
应付票据	14808	17490	18027	18680	
应付账款	13916	15900	16901	18077	
其他	14246	17577	18140	18644	
非流动负债	4176	7464	7675	7643	
长期借款	0	0	0	0	
其他	4176	7464	7675	7643	
负债合计	47336	63351	66329	68480	
股本	4803	4803	4803	4803	
资本公积	5057	5057	5057	5057	
未分配利润	33707	31053	35557	40167	
少数股东权益	-92	-97	-89	-78	
股东权益合计	46153	43399	47920	52567	
负债及权益合计	93489	106750	114249	121047	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	681	-2568	4119	5228	
折旧和摊销	3104	4007	5107	5954	
资产减值准备	239	-1154	-14	-5	
无形资产摊销	770	972	1002	1002	
公允价值变动损失	0	-127	0	0	
财务费用	12	-178	-115	-134	
投资损失	71	1550	-4472	-4962	
少数股东损益	43	-5	8	11	
营运资金的变动	-7147	7473	-822	-650	
经营活动产生现金流量	-3887	8797	4000	5409	
投资活动产生现金流量	-6569	-9023	-3872	-3540	
融资活动产生现金流量	-1353	4720	1174	-607	
现金净变动	-11803	4493	1303	1262	
现金的期初余额	21451	9981	14474	15777	
现金的期末余额	9648	14474	15777	17039	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	66298	62120	67711	73128	
营业成本	56583	53000	56335	60257	
营业税金及附加	2306	2174	2370	2559	
销售费用	5283	3914	4266	4607	
管理费用	2783	2920	3182	3437	
财务费用	-427	-178	-115	-134	
资产减值损失	239	-153	200	200	
公允价值变动	0	127	0	0	
投资收益	-71	-1550	4472	4962	
营业利润	-201	-2703	4107	5225	
营业外收入	916	300	100	100	
营业外支出	57	33	50	50	
利润总额	658	-2436	4157	5275	
所得税	-65	136	29	37	
净利润	723	-2573	4128	5238	
少数股东损益	43	-5	8	11	
归属母公司净利润	681	-2568	4119	5228	
EPS(元)	0.14	-0.53	0.86	1.09	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	
成长性(%)					
营业收入增长率	-17.1%	-6.3%	9.0%	8.0%	
营业利润增长率	-102.8%	-1241.9%	251.9%	27.2%	
净利润增长率	-90.5%	-477.2%	260.4%	26.9%	
盈利能力(%)					
毛利率	14.7%	14.7%	16.8%	17.6%	
净利率	1.0%	-4.1%	6.1%	7.1%	
ROE	1.5%	-5.9%	8.6%	9.9%	
偿债能力(%)					
资产负债率	50.6%	59.3%	58.1%	56.6%	
流动比率	1.00	0.95	0.95	0.99	
速动比率	0.88	0.82	0.82	0.85	
营运能力(次)					
资产周转率	0.66	0.62	0.61	0.62	
应收帐款周转率	39.67	40.69	41.72	41.54	
每股资料(元)					
每股收益	0.14	-0.53	0.86	1.09	
每股经营现金	-0.81	1.83	0.83	1.13	
每股净资产	9.63	9.06	10.00	10.96	
估值比率(倍)					
PE	67.7	-17.9	11.2	8.8	
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	

分析师声明

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn