

审慎增持 (维持)

长安汽车

000625

20Q2 扣非利润环比减亏，盈利能力仍有改善空间

——长安 20H1 业绩预告点评

2020 年 07 月 15 日

市场数据

市场数据日期	2020-07-14
收盘价(元)	13.19
总股本(百万股)	4802.65
流通股本(百万股)	4802.63
总市值(百万元)	63346.93
流通市值(百万元)	51449.49
净资产(百万元)	44028.31
总资产(百万元)	97617.05
每股净资产	9.17

相关报告

《长安汽车 6 月销量点评: 20H1 增速转正, UNI-T 初显爆款品质-20200708》2020-07-08

《长安汽车 5 月销量点评: 增速大幅超越行业, 强劲周期有望延续-20200609》2020-06-09

《长安汽车 19 年报与 20Q1 季报点评: 扣非利润短期承压, 静待福特林肯新周期-20200501》2020-05-01

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	70595	67711	73128	83000
同比增长(%)	6.5%	-4.1%	8.0%	13.5%
净利润(百万元)	-2647	4817	5091	6199
同比增长(%)	-488.8%	282.0%	5.7%	21.8%
毛利率(%)	14.7%	15.4%	15.8%	16.3%
净利润率(%)	-3.7%	7.1%	7.0%	7.5%
净资产收益率(%)	-6.0%	9.9%	9.6%	10.6%
每股收益(元)	-0.55	1.00	1.06	1.29
每股经营现金流(元)	0.81	1.98	1.14	1.38

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年半年度业绩预告, 20H1 实现归母净利润区间 20-30 亿元, 同比 19H1 的亏损 22.4 亿元增加 42.4-52.4 亿元; 20Q2 归母净利润区间 13.7-23.7 亿元, 相对 19Q2 的亏损 1.4 亿元改善明显。
- **20Q2 扣非归母净利(根据业绩预告估计)中值-9.8 亿, 环比减亏 8.1 亿。**20H1 公司盈利增厚主要系 3 项非经常收益影响: ①出售长安新能源 51%股权获得 21 亿投资收益; ②出售长安 PSA 的 50%股权获得 14 亿投资收益; ③持有的宁德时代股价上涨带来 17.8 亿公允价值变动收益, 3 项非经收益合计增厚归母净利润 52.8 亿元。简单估计 20H1 公司扣非归母净利润为 -32.8~-22.8 亿, 20Q2 扣非归母净利为 -14.8~-4.8 亿元, 均值约 -9.8 亿元, 环比减亏 8.1 亿, 主要受到公司 20Q2 销量表现较佳所致。
- **20Q2 扣非业绩亏损部分受后处理贵金属涨价及零部件年降推后影响, 预计盈利能力仍有改善空间。**20Q2 长安自主乘用车/长安福特/长安马自达批售分别 21.8/6.7/3.9 万辆, 同比+43.7%/+74.6%/+39.4%, 自主与福特新车周期依然表现强劲。20Q2 扣非业绩亏损, 主要受到①国六后处理贵金属涨价, ②零部件年降推后影响(主要以复工复产保供为主)。预计 20Q3 伴随行业复苏, 叠加自主高端品牌车型 UNI-T 放量以及蓝鲸动力平台渗透率提升, 长安福特探险者与林肯等高端车型逐步放量, 长安自主与长安福特的销量与利润率有望环比继续改善。
- **行业复苏持续, 受益新车周期与混改, 公司 alpha 充足, 维持“审慎增持”评级。**6 月乘用车销售继续复苏, 行业周期逐步进入向上通道。长安经营改革成效显著①自主新车周期+蓝鲸动力平台切换带来自主品牌量利双升; ②福特与林肯新车周期开启, 福特中国管理体系与研发改革, 驱动福特困境反转; ③混改减亏持续推进, 新能源业务出表, 剥离长安 PSA 股权顺利落地, 整体公司 alpha 充足, 业绩有望继续改善。维持对公司业绩预测, 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 48.2/50.9/62.0 亿元。

风险提示: 行业销量不及预期; 公司销量不及预期; 混改进度不及预期

报告正文

事件

- **公司发布 2020 年半年度业绩预告：**公司发布 2020 年半年度业绩预告，20H1 实现归母净利润区间 20-30 亿元，同比 19H1 的亏损 22.4 亿元增加 42.4-52.4 亿元；20Q2 归母净利润区间 13.7-23.7 亿元，相对 19Q2 的亏损 1.4 亿元改善明显。

点评

- **20Q2 扣非归母净利(根据业绩预告估计)中值-9.8 亿，环比减亏 8.1 亿。**20H1 公司盈利增厚主要系 3 项非经常收益影响：①出售长安新能源 51%股权获得 21 亿投资收益；②出售长安 PSA 的 50%股权获得 14 亿投资收益；③持有的宁德时代股价上涨带来 17.8 亿公允价值变动收益，3 项非经收益合计增厚归母净利润 52.8 亿元。简单估计 20H1 公司扣非归母净利润为-32.8~-22.8 亿，20Q2 扣非归母净利为-14.8~-4.8 亿元，均值约-9.8 亿元，环比减亏 8.1 亿。
- **20Q2 扣非业绩亏损部分受后处理贵金属涨价及零部件年降推后影响，预计盈利能力仍有改善空间。**20Q2 长安自主乘用车/长安福特/长安马自达批售分别 21.8/6.7/3.9 万辆，同比+43.7%/+74.6%/+39.4%，自主与福特新车周期依然表现强劲。20Q2 扣非业绩亏损受到①国六后处理贵金属涨价，②零部件年降推后影响(主要以复工复产保供为主)。预计 20Q3 伴随行业复苏，叠加自主高端品牌车型 UNI-T 放量以及蓝鲸动力平台渗透率提升，长安福特探险者与林肯等高端车型逐步放量，长安自主与长安福特的销量与利润率有望环比继续改善。
- **行业复苏持续，受益新车周期与混改，公司 alpha 充足，维持“审慎增持”评级。**6 月乘用车销售继续复苏，行业周期逐步进入向上通道。长安经营改革成效显著①自主新车周期+蓝鲸动力平台切换带来自主品牌量利双升；②福特与林肯新车周期开启，福特中国管理体系与研发改革，驱动福特困境反转；③混改减亏持续推进，新能源业务出表，剥离长安 PSA 股权顺利落地，整体公司 alpha 充足，业绩有望继续改善。维持对公司业绩预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 48.2/50.9/62.0 亿元。
- **风险提示：**行业销量不及预期；公司销量不及预期；混改进度不及预期

图 1、长安季度营收及同比增速 (单位: 亿元, %)

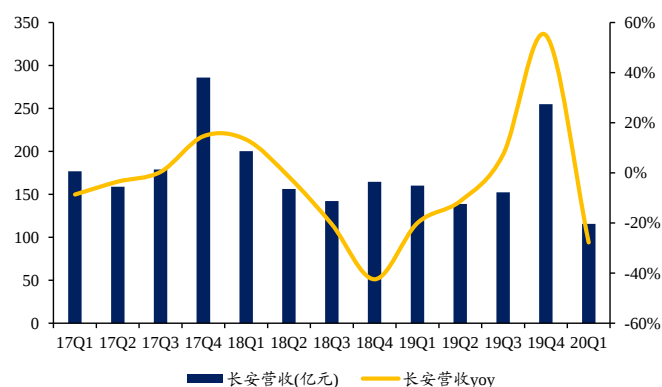
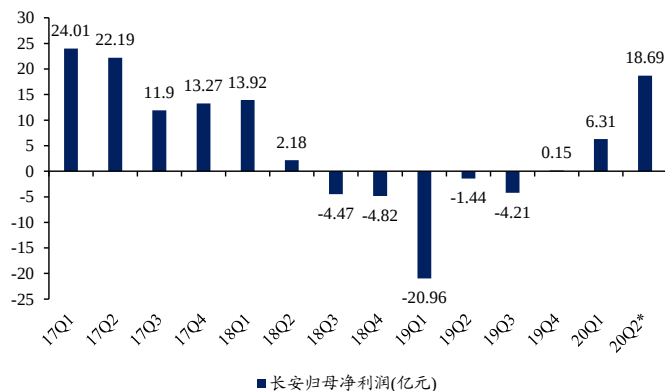


图 2、长安季度归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注: 20Q2 归母净利润根据业绩预告的平均值进行估计

图 3、长安季度扣非归母净利润 (单位: 亿元)

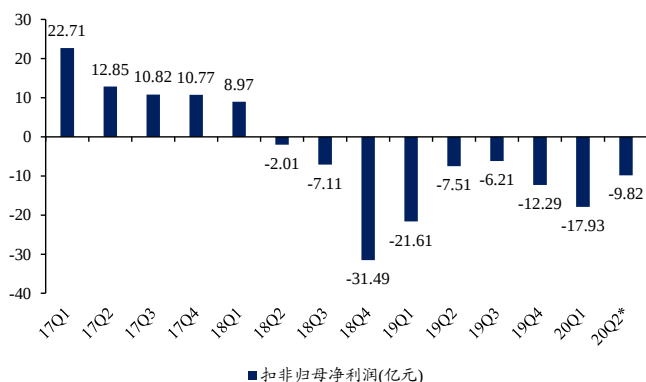
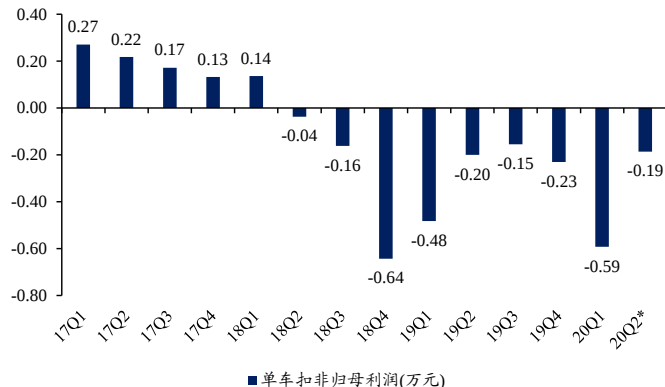


图 4、长安季度单车扣非归母净利润 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注: 20Q2 单车扣非归母净利润=20Q2 估计的扣非归母净利润/集团销量

图 5、长安季度对联营合营企业的投资收益 (单位: 亿元)

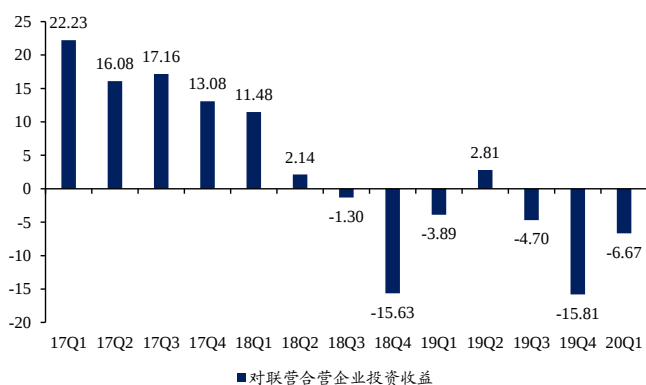
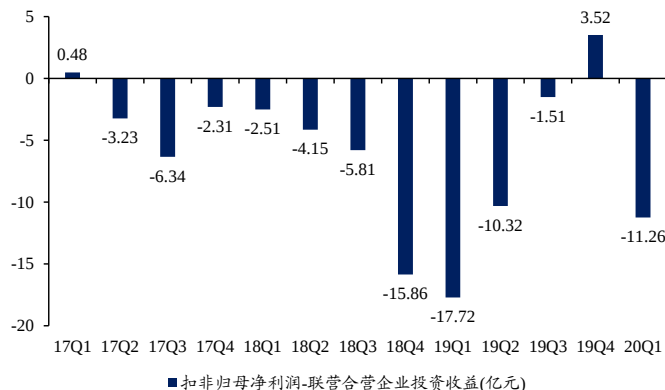


图 6、长安季度扣非归母净利润与联营合营企业投资收益之差 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、长安季度毛利率、净利率、扣非归母净利率情况

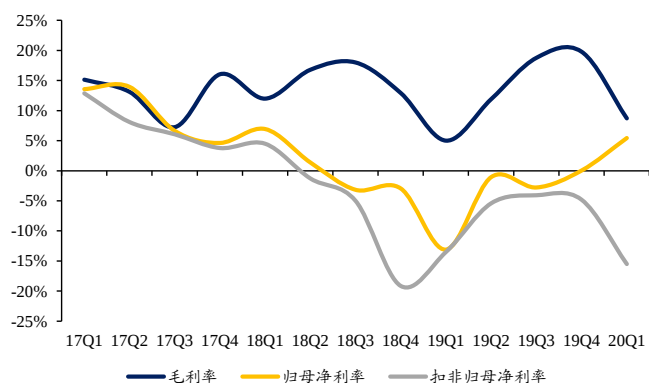
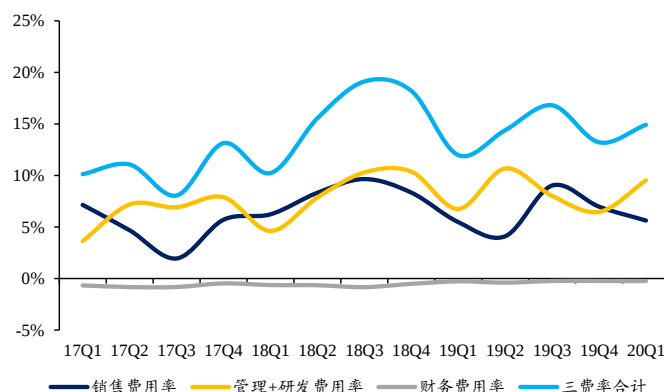


图 8、长安季度三费率情况



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、17Q1-20Q1, 公司合计季度销量(辆)及同比增速

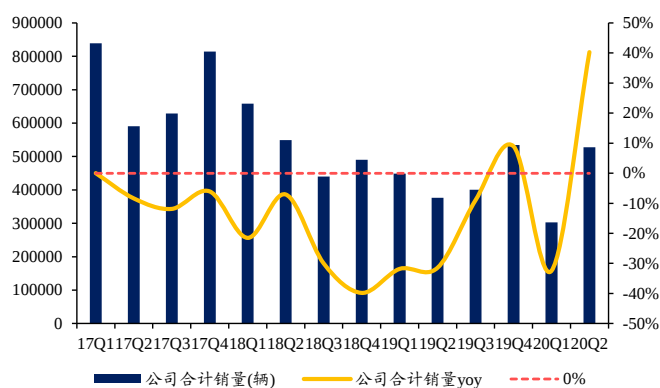
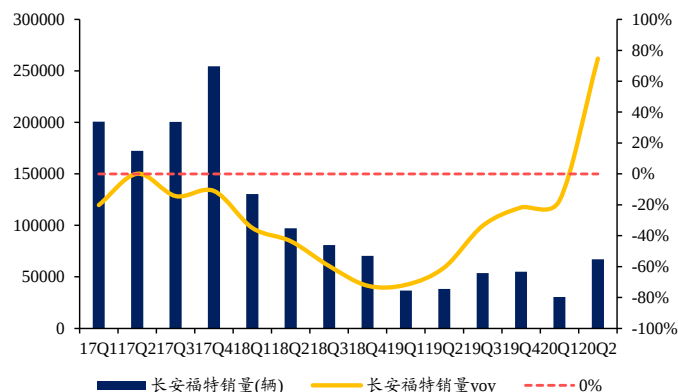


图 10、17Q1-20Q1, 长安福特季度销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、17Q1-20Q1, 长安马自达季度销量(辆)及同比增速

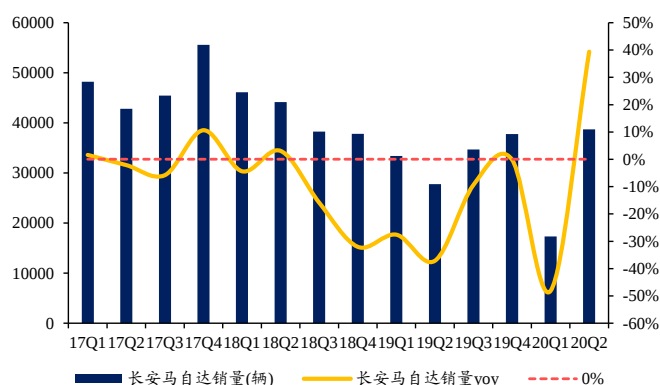
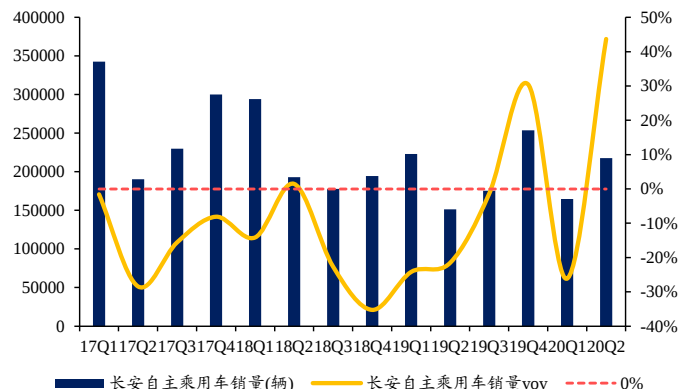


图 12、17Q1-20Q1, 长安自主乘用车季度销量(辆)及同比增速



数据来源：marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、18M1-20M6, 长安福特月度销量(辆)及同比增速

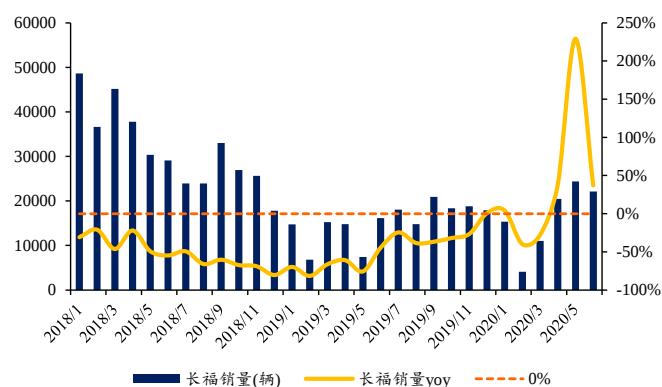
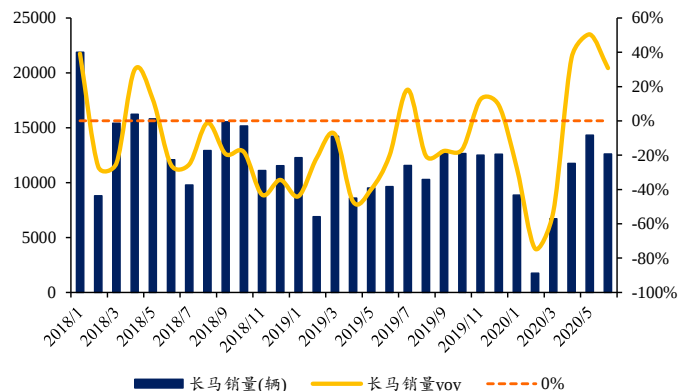


图 14、18M1-20M6, 长安马自达月度销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、18M1-20M6, 长安自主乘用车月度销量(辆)及同比增速

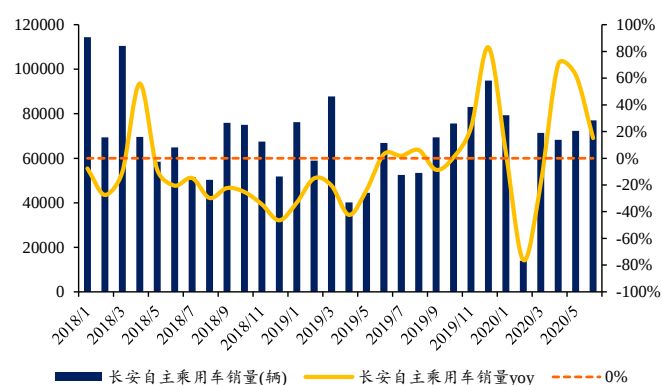
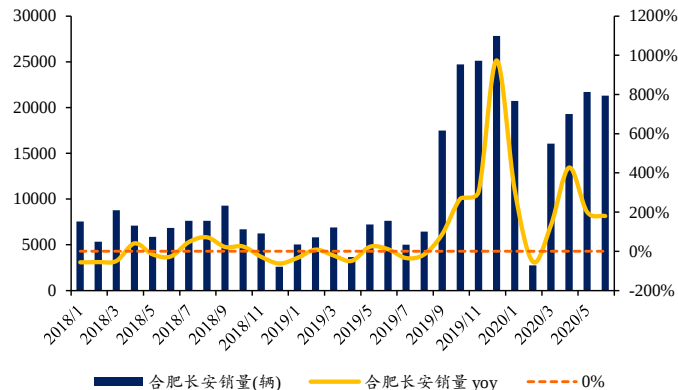


图 16、18M1-20M6, 合肥长安月度销量(辆)及同比增速



数据来源：marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、18M1-20M6, 长安自主 CS75 销量(辆)及同比增速

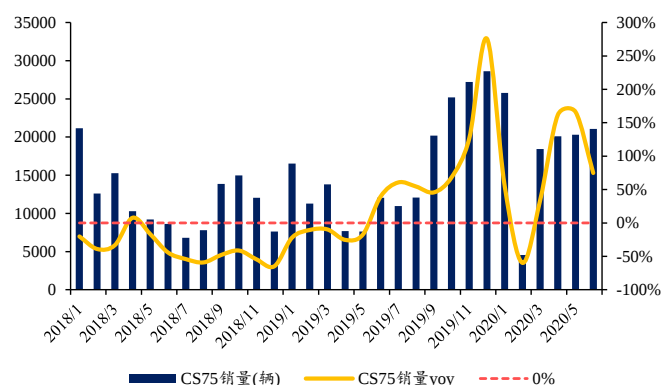
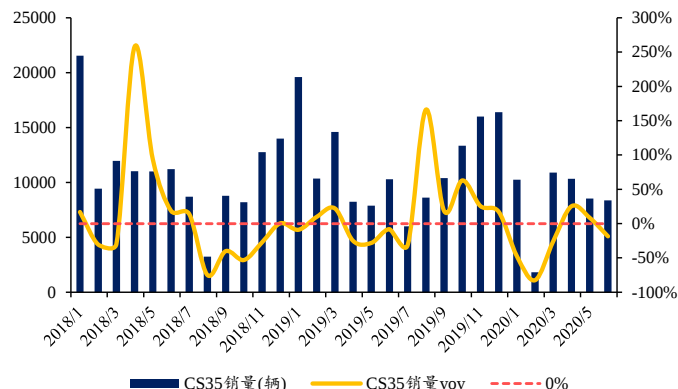


图 18、18M1-20M6, 长安自主 CS35 销量(辆)及同比增速



数据来源：marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、18M1-20M6, 长安自主 CS55 销量(辆)及同比增速

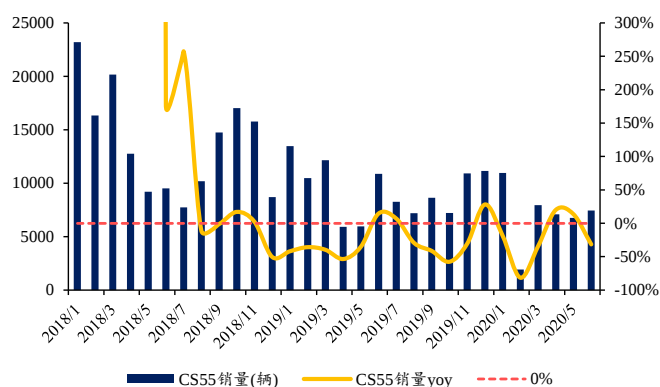
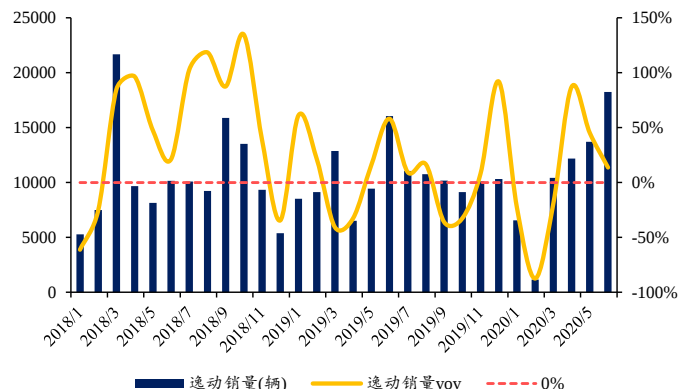


图 20、18M1-20M6, 长安自主逸动销量(辆)及同比增速



数据来源: marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、19M7-20M6, 长安自主欧尚 X7 销量(辆)

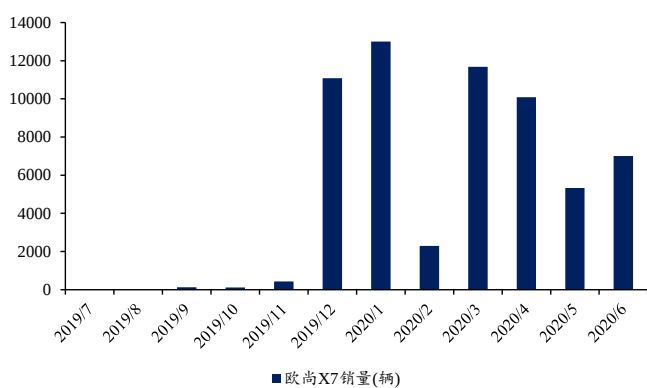
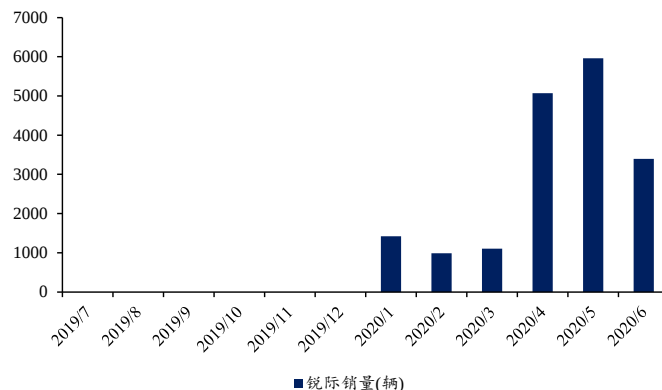


图 22、19M7-20M6, 长安福特锐际销量(辆)



数据来源: marklines、兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、18M1-20M6, 长安福特福克斯销量(辆)及同比增速

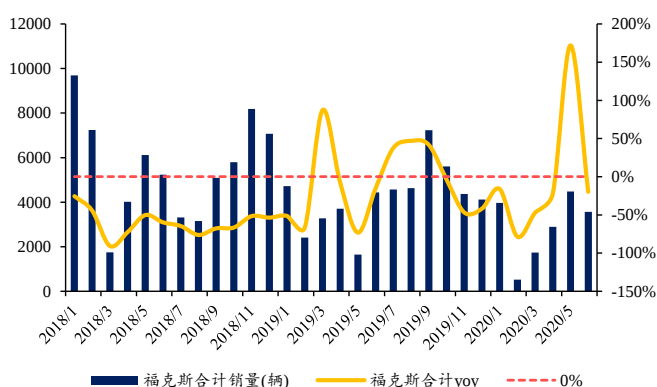
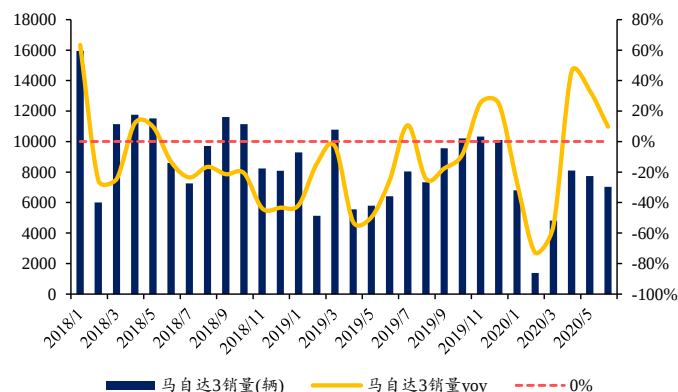


图 24、18M1-20M6, 长安马自达 3 销量(辆)及同比增速



数据来源: marklines、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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	49607	58422	62651	70432
货币资金	10066	15777	17039	19339
交易性金融资产	2419	2400	2400	2400
应收账款	838	1615	1744	1980
其他应收款	3732	3386	3656	4150
存货	3375	7503	8055	9094
非流动资产	48010	54384	59164	61694
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	11008	11500	13500	15000
投资性房地产	7	7	7	7
固定资产	26939	34277	37879	39732
在建工程	1730	1872	1927	1954
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5210	4324	3367	2409
资产总计	97617	112806	121815	132127
流动负债	49233	56409	61047	66004
短期借款	230	1857	3889	3902
应付票据	13431	18914	19692	21537
应付账款	18906	17195	18461	20843
其他	16668	18444	19005	19722
非流动负债	4450	7636	7602	7529
长期借款	55	55	55	55
其他	4394	7580	7547	7473
负债合计	53683	64045	68649	73532
股本	4803	4803	4803	4803
资本公积	5366	5366	5366	5366
未分配利润	31271	36089	40457	45892
少数股东权益	-94	-89	-79	-67
股东权益合计	43934	48761	53166	58595
负债及权益合计	97617	112806	121815	132127

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-2647	4817	5091	6199
折旧和摊销	4048	4385	5345	6122
资产减值准备	521	-989	3	41
无形资产摊销	1032	972	1002	1002
公允价值变动损失	-889	-127	0	0
财务费用	40	-268	-264	-257
投资损失	2109	-4304	-4186	-4680
少数股东损益	-2	5	10	13
营运资金的变动	994	5385	-384	-619
经营活动产生现金流量	3882	9531	5478	6636
投资活动产生现金流量	-3795	-5720	-5817	-3823
融资活动产生现金流量	-401	1900	1601	-513
现金净变动	-288	5710	1262	2300
现金的期初余额	9648	10066	15777	17039
现金的期末余额	9360	15777	17039	19339

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70595	67711	73128	83000
营业成本	60233	57315	61537	69475
营业税金及附加	2488	2370	2559	2905
销售费用	4591	4401	4753	5395
管理费用	2265	2167	2340	2656
财务费用	-191	-268	-264	-257
资产减值损失	-396	-153	200	200
公允价值变动	889	127	0	0
投资收益	-2109	4304	4186	4680
营业利润	-2107	4519	5087	6205
营业外收入	50	300	100	100
营业外支出	185	435	50	50
利润总额	-2242	4384	5137	6255
所得税	407	-438	36	44
净利润	-2649	4822	5101	6211
少数股东损益	-2	5	10	13
归属母公司净利润	-2647	4817	5091	6199
BPS (元)	-0.55	1.00	1.06	1.29

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性 (%)				
营业收入增长率	6.5%	-4.1%	8.0%	13.5%
营业利润增长率	-946.0%	314.5%	12.6%	22.0%
净利润增长率	-488.8%	282.0%	5.7%	21.8%
盈利能力 (%)				
毛利率	14.7%	15.4%	15.8%	16.3%
净利率	-3.7%	7.1%	7.0%	7.5%
ROE	-6.0%	9.9%	9.6%	10.6%

偿债能力 (%)				
资产负债率	55.0%	56.8%	56.4%	55.7%
流动比率	1.01	1.04	1.03	1.07
速动比率	0.93	0.89	0.89	0.92
营运能力 (次)				
资产周转率	0.74	0.64	0.62	0.65
应收帐款周转率	58.28	51.78	41.54	42.53
每股资料 (元)				
每股收益	-0.55	1.00	1.06	1.29
每股经营现金	0.81	1.98	1.14	1.38
每股净资产	9.17	10.17	11.09	12.21
估值比率 (倍)				
PE	-23.9	13.1	12.4	10.2
PB	1.4	1.3	1.2	1.1

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发送、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