

长安汽车(000625)重大事项点评

## 经营向上, 投资预期差

### 事项:

❖ 公司9月18日发布公告, 非公开发行方案获证监会核准批复。

### 评论:

❖ **增发获批, 助力经营成果释放。**公司4月末发布定增预案, 拟募资60亿元, 控股股东拟认购不低于30.3亿元, 发行价格不低于定价基准日前20日均价80% (按当前情况即10.4元/股对应增发股本12%左右), 且不低于最近一期经审计的每股净资产 (按2019年报的9.17元/股对应增发股本14%左右)。公司公告本次方案获批后将尽快办理发行事宜, 我们认为增发完成后公司可更聚焦经营以及有利于经营成果的释放。

❖ **市场预期差仍较大。**长安的核心投资要点在于四大预期差收敛: 1) 自主销量, 2) 自主盈利, 3) 长福中大SUV销量, 4) 长福盈利, 其中1已得到市场认可, 2-4尤其2在中报预告后市场预期调降, 近期板块行情重新推动股价上涨, 但预期差仍存在: 量方面, 下半年UNI-T与逸动P共同提供增量, 自主强新品周期由UNI序列产品延长, 而福特全新中大型SUV组合全面上市且市场需求较好, 产品组合也将持续更新。价方面, 长安新车价位远高于此前均价至少4成以上, 福特新品价格也是翻倍式增长 (尤其探险者、飞行家), 对盈利的贡献预计显著。成本方面, 蓝鲸动力系统的全面搭载带来了发动机、变速器成本大幅下降, 此外公司快速增长的总销量也带来了更强的供应链议价能力和固定成本的快速摊薄。预计在自主之后, 长安福特将接力盈利贡献。

❖ **3Q20 基本面运行强势。**公司基本面仍在兑现上述判断, 3季度量、价、成本都继续处于向上通道。其中量超预期: 7-8月自主乘用车同比60%+, 我们原预期40%+; 最终3季度预计自主乘用车26万/+50%、长福+33%、长马+11%, 核心业务+41%。此外, 公司车型终端价格相对稳定、预计供应商降本集中体现。我们预计上述因素将集中体现在公司季报上。

❖ **销量背后的系统性造车能力提升料将让公司走得更远。**此前市场多把长安自主这一轮新品周期视为孤品逻辑 (75P), 但除了75P, 逸动P、UNI-T乃至欧尚X系列也都获得了成功, 总销量快速逼近自主龙头, 对于这家内地国企整车公司而言, 这更大概率是产品理解、落地执行、产业链管理、资源整合等多方面的系统性造车能力提升的体现, UNI新序列概念更进一步更新, 未来与华为、腾讯等科技企业的合作也有望不断加码, 顺行业景气向上的经营周期料将更长。

❖ **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, 基本面表现突出, 继CS75P之后, Plus系列、UNI系列、自主利润、长福中大SUV等, 都有潜在超预期空间。维持预计公司2020-2022年归母净利润62亿、64亿、78亿元, 假设2021年增发完成, 按增发总股本的12%估算, EPS预期相应调整为1.29、1.34、1.63元, 对应2020-2022年PE 11.4倍、12.3倍、10.1倍, PB 1.4倍、1.4倍、1.2倍。考虑行业景气持续恢复, 公司近期销量表现超预期, 上调2021年目标PB至2.3倍、PE至20倍, 目标价相应至24.3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

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	70,595	86,912	109,950	127,229
同比增速(%)	6.5%	23.1%	26.5%	15.7%
归母净利润(百万)	-2,647	6,184	6,412	7,811
同比增速(%)	-488.8%	333.6%	3.7%	21.8%
每股盈利(元)	-0.55	1.29	1.19	1.45
市盈率(倍)	-26.7	11.4	12.3	10.1
市净率(倍)	1.6	1.4	1.4	1.2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年09月18日收盘价

## 强推 (维持)

目标价: 24.3元

当前价: 14.7元

### 华创证券研究所

证券分析师: 张程航

电话: 021-20572543

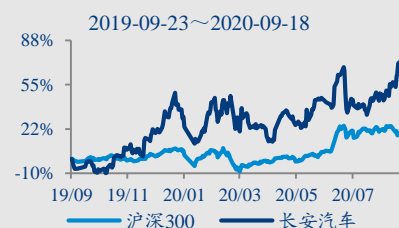
邮箱: zhangchenghang@hcyjs.com

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)	705.99
流通市值(亿元)	573.39
资产负债率(%)	54.7
每股净资产(元)	9.7
12个月内最高/最低价	15.53/7.08

### 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: 推出股权激励, 激发国企新活力》

2020-07-14

《长安汽车(000625)2020年中报业绩预告点评: 中报预告重新扩大市场预期差》

2020-07-15

《长安汽车(000625)重大事项点评: 7月表现好于预期, 投资机会重现》

2020-08-09

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,066	19,828	27,893	45,718
应收票据	26,806	28,681	30,786	31,807
应收账款	838	713	924	1,069
预付账款	624	751	924	1,073
存货	3,375	3,917	4,103	3,895
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	7,898	7,634	7,916	7,508
流动资产合计	49,607	61,524	72,546	91,070
其他长期投资	7	7	7	7
长期股权投资	11,008	11,008	11,008	11,008
固定资产	26,939	24,634	24,057	22,611
在建工程	1,730	1,230	1,730	1,730
无形资产	5,210	5,468	5,774	6,047
其他非流动资产	3,116	3,193	3,274	3,360
非流动资产合计	48,010	45,540	45,850	44,763
<b>资产合计</b>	<b>97,617</b>	<b>107,064</b>	<b>118,396</b>	<b>135,833</b>
短期借款	230	330	230	230
应付票据	13,431	14,507	16,054	17,611
应付账款	18,906	18,133	17,838	23,827
预收款项	2,316	2,851	3,607	4,173
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	4,810	4,810	4,810	4,810
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	9,540	11,882	14,274	16,626
流动负债合计	49,233	52,513	56,813	67,277
长期借款	55	155	55	155
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	4,395	4,490	4,589	4,691
非流动负债合计	4,450	4,645	4,644	4,846
<b>负债合计</b>	<b>53,683</b>	<b>57,158</b>	<b>61,457</b>	<b>72,123</b>
归属母公司所有者权益	44,028	49,938	56,840	63,369
少数股东权益	-94	-32	99	341
<b>所有者权益合计</b>	<b>43,934</b>	<b>49,906</b>	<b>56,939</b>	<b>63,710</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>97,617</b>	<b>107,064</b>	<b>118,396</b>	<b>135,833</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,882</b>	<b>7,731</b>	<b>10,595</b>	<b>19,517</b>
现金收益	1,208	12,051	12,417	13,642
存货影响	1,542	-541	-186	207
经营性应收影响	-5,035	-1,677	-1,988	-1,116
经营性应付影响	6,102	839	2,007	8,114
其他影响	65	-2,941	-1,655	-1,330
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,795</b>	<b>-3,882</b>	<b>-5,486</b>	<b>-4,018</b>
资本支出	-5,364	-2,810	-5,428	-3,991
股权投资	2,267	0	0	0
其他长期资产变化	-698	-1,072	-58	-27
<b>融资活动现金流</b>	<b>-401</b>	<b>5,913</b>	<b>2,956</b>	<b>2,326</b>
借款增加	88	200	-200	100
股利及利息支付	-127	-1,727	-1,787	-2,089
股东融资	0	0	480	0
其他影响	-362	7,440	4,463	4,315

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>70,595</b>	<b>86,912</b>	<b>109,950</b>	<b>127,229</b>
营业成本	60,233	72,534	89,189	103,597
税金及附加	2,488	3,063	3,875	4,484
销售费用	4,591	5,302	5,717	6,361
管理费用	2,265	2,607	3,079	3,435
研发费用	3,169	3,650	4,178	4,707
财务费用	-191	448	675	425
信用减值损失	-126	0	0	0
资产减值损失	-396	-200	-500	-200
公允价值变动收益	889	2,000	0	0
投资收益	-2,109	2,692	2,952	3,301
其他收益	1,538	1,000	1,530	1,576
<b>营业利润</b>	<b>-2,107</b>	<b>6,900</b>	<b>7,229</b>	<b>8,905</b>
营业外收入	50	100	103	107
营业外支出	185	60	62	64
<b>利润总额</b>	<b>-2,242</b>	<b>6,940</b>	<b>7,270</b>	<b>8,948</b>
所得税	407	694	727	895
<b>净利润</b>	<b>-2,649</b>	<b>6,246</b>	<b>6,543</b>	<b>8,053</b>
少数股东损益	-2	62	131	242
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-2,647</b>	<b>6,184</b>	<b>6,412</b>	<b>7,811</b>
NOPLAT	-2,875	6,649	7,151	8,436
EPS(摊薄) (元)	-0.55	1.29	1.19	1.45

**主要财务比率**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	6.5%	23.1%	26.5%	15.7%
EBIT 增长率	-1152.6%	403.6%	7.5%	18.0%
归母净利润增长率	-488.8%	333.6%	3.7%	21.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.7%	16.5%	18.9%	18.6%
净利率	-3.8%	7.2%	6.0%	6.3%
ROE	-6.0%	12.4%	11.3%	12.3%
ROIC	-6.1%	16.4%	15.2%	15.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	55.0%	53.4%	51.9%	53.1%
债务权益比	10.7%	10.0%	8.6%	8.0%
流动比率	100.8%	117.2%	127.7%	135.4%
速动比率	93.9%	109.7%	120.5%	129.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	6	3	3	3
应付账款周转天数	98	92	73	72
存货周转天数	25	18	16	14
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-0.55	1.29	1.19	1.45
每股经营现金流	0.81	1.61	1.97	3.63
每股净资产	9.17	10.40	10.57	11.78
<b>估值比率</b>				
P/E	-26.7	11.4	12.3	10.1
P/B	1.6	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA	87.3	11.1	10.7	9.7

## 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。

### 研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020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	副总经理、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
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、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
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@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
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@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