

长安汽车 (000625) 重大事项点评

卖车不赚钱? 单季扣非净利转正

强推 (维持)

目标价: 24.3 元

当前价: 15.42 元

事项:

❖ 公司发布三季报预告, 预计 3Q20 单季归母净利润约 6-12 亿元。

评论:

❖ **2Q18 以来 9 个季度后首次实现单季扣非净利转正。**公司预计前三季度非经 56 亿元, 对应 3Q20 单季约 3.8 亿元, 对应 3Q20 单季扣非归母约 2-8 亿元, 中枢 5 亿元, 实现 9 个月以来首次扣非净利转正。按中枢看, 我们估计其中自主约 2-3 亿元, 合营约 2-3 亿元。该业绩表现我们认为符合或低于持仓投资者的预期, 符合或好于无持仓投资者的预期, 此前市场有一部分投资者认为长安造车卖车无法实现盈利。从三季度具体运行状态看, 量、价、成本均继续处于向上通道:

- 1) 自主: 3Q20 V 标+欧尚销售 27.1 万辆, 同比+54%、环比+20%; 我们估计乘用车部门盈利能力表现较好, 欧尚、凯程等其它事业部门或资产仍有所拖累。预计 4Q20 V 标+欧尚 32.4 万辆/+28%, 凯程 13.0 万辆/+38%。
- 2) 长福: 7.0 万辆, 同比+30%、环比+4%, 注意 6-7 月上市的探险者、飞行家开始贡献销量, 但仍处于爬坡阶段, 带动 ASP 和盈利能力提升。预计 4Q20 9.0 万辆/+65%。
- 3) 长马: 3.8 万辆, 同比+10%、环比-1%, 相对稳定。预计 4Q20 4.6 万辆/+22%。

❖ **3Q20 可视为新起点, 销量背后的系统性造车能力提升预计将让公司走得更远。**长安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, 目前预期依然不充分, 我们估计 3Q20 业绩预告将开始增强投资者信心。

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预计将更长。

与此同时, 长安福特一波大中型 SUV 上市, 不仅扭转销量颓势, 更能提振该车企盈利能力, 我们预计长福后续也将辅以多款老车型换代以提振综合销量降低总固定成本分摊。

❖ **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, 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, 维持 2020-2022 年 EPS 预期 1.29、1.19、1.45 元, 对应 2020-2022 年 PE 12.0 倍、12.9 倍、10.6 倍, PB 1.5 倍、1.5 倍、1.3 倍。维持 2021 年目标 PB 2.3 倍、PE 20 倍、目标价 24.3 元, 维持“强推”评级。

❖ **风险提示:** 宏观经济恢复较慢、长安自主新车销售不及预期、长福新车销售不及预期、长福战略定位不清晰等。

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) | -28.0 | 12.0 | 12.9 | 10.6 |
| 市净率(倍) | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 |

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2020 年 10 月 14 日收盘价

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) | 740.57 |
| 流通市值(亿元) | 601.48 |
| 资产负债率(%) | 54.7 |
| 每股净资产(元) | 9.7 |
| 12 个月内最高/最低价 | 16.16/7.08 |

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: 7 月表现好于预期, 投资机会重现》

2020-08-09

《长安汽车 (000625) 重大事项点评: 经营向上, 投资预期差》

2020-09-21

《长安汽车 (000625) 重大事项点评: 9 月延续高增长, 3Q 基本面强劲》

2020-10-09

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 |
| 资产合计 | 97,617 | 107,064 | 118,396 | 135,833 |
| 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 |
| 负债合计 | 53,683 | 57,158 | 61,457 | 72,123 |
| 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 |
| 所有者权益合计 | 43,934 | 49,906 | 56,939 | 63,710 |
| 负债和股东权益 | 97,617 | 107,064 | 118,396 | 135,833 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 3,882 | 7,731 | 10,595 | 19,517 |
| 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 |
| 投资活动现金流 | -3,795 | -3,882 | -5,486 | -4,018 |
| 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 |
| 融资活动现金流 | -401 | 5,913 | 2,956 | 2,326 |
| 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 |
|-----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 70,595 | 86,912 | 109,950 | 127,229 |
| 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 |
| 营业利润 | -2,107 | 6,900 | 7,229 | 8,905 |
| 营业外收入 | 50 | 100 | 103 | 107 |
| 营业外支出 | 185 | 60 | 62 | 64 |
| 利润总额 | -2,242 | 6,940 | 7,270 | 8,948 |
| 所得税 | 407 | 694 | 727 | 895 |
| 净利润 | -2,649 | 6,246 | 6,543 | 8,053 |
| 少数股东损益 | -2 | 62 | 131 | 242 |
| 归属母公司净利润 | -2,647 | 6,184 | 6,412 | 7,811 |
| 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 |
|----------------|----------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 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% |
| 获利能力 | | | | |
| 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% |
| 偿债能力 | | | | |
| 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% |
| 营运能力 | | | | |
| 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 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 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 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | -28.0 | 12.0 | 12.9 | 10.6 |
| P/B | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 |
| 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 | baqingqing@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 |