

全年增速大超行业，顺利完成年度目标

——长安汽车（000625.SZ）2020年12月销量点评

要点

事件：公司发布2020年12月销量数据，12月公司合计销量20.06万辆，同比+3.6%，环比-8.6%。

点评：

顺利完成全年销量目标

公司2020年全年销量200.4万辆，同比+13.6%，超额完成年初制定的全年191万辆的销量目标。

自主品牌：提前完成目标，12月冲量动能减弱

12月自主品牌销量有所下滑，重庆长安、河北长安和合肥长安合计销量约9.7万辆，同比-2.9%，环比-18.0%。我们认为销量下滑并非需求走弱所致，主要或因为：1) 公司已经完成全年销量目标，年底冲量动力减弱；2) 减少对经销商压库，维持合理的渠道库存水平。2020年全年长安系中国品牌汽车销量约150.4万辆，同比+12.9%，其中乘用车销量97.8万辆，同比+20.6%，远超行业水平（中汽协预估2020年国内汽车销量同比-1.9%，乘用车同比-6.1%）。

合资品牌：长安福特/马自达全年实现同比增长，超行业水平

12月长安福特销量约3.1万辆，同比+73.8%，环比+8.3%，全年月销首次超3万辆。2020年全年销量25.3万辆，同比+37.7%，自2017年以来销量再次实现同比增长。12月长安马自达销量约1.4万辆，同比+10.8%，环比+3.7%。2020年全年销量约13.7万辆，同比+2.8%。两合资品牌全年销量增速均超行业水平。

看好2021年产品周期延续，维持“买入”评级：

凭借自主与合资强势产品周期放量，2020年在疫情影响的背景下公司销量实现高速增长。展望2021年，我们继续看好本轮产品周期优势延续：1) 逸动 plus、UNI-T、飞行家、探险者、CX-30等2H20上市车型继续为1H21贡献增量；2) 欧尚 X5、UNI 系列第二款车 UNI-K、林肯第三款国产车航海家等全新车型将为2021年提供新增量；3) 与华为、宁德联手打造高端品牌车型有望成为2021年的“王炸”，其背后的智能电动平台等技术有望成为公司未来竞争力的保证。

我们认为随着销量带动收入端的增长，以及一系列“减法”举措的落地，公司业绩弹性有望逐步释放。维持20E~22E归母净利润58.0/48.7/58.1亿元的盈利预测（对应EPS 1.08/0.91/1.08元），维持“买入”评级。

风险提示：

1.车市复苏不及预期；2.新品销售不及预期；3.市场竞争加剧。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	66,298	70,595	85,655	94,793	103,270
营业收入增长率	-17.14%	6.48%	21.33%	10.67%	8.94%
净利润（百万元）	681	-2,647	5,800	4,874	5,811
净利润增长率	-90.46%	-	-	-15.96%	19.23%
EPS（元）	0.14	-0.55	1.08	0.91	1.08
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.47%	-6.01%	10.40%	8.20%	9.10%
P/E	149	-	20	23	20
P/B	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-01-06

买入（维持）

当前价：21.13元

作者

分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

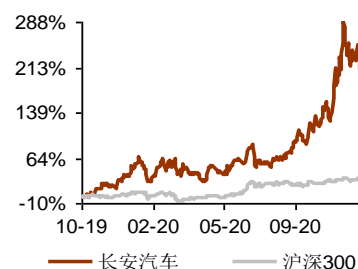
021-52523869

shaoj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	53.63
总市值(亿元)：	1133.29
一年最低/最高(元)：	8.29/28.38
近3月换手率：	170.42%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-19.24	32.55	67.26
绝对	-11.36	48.29	97.48

资料来源：Wind

相关研报

自主盈利环比改善，合资业绩表现亮眼——长安汽车（000625.SZ）2020年三季报点评（2020-11-01）

改革推进步步为营，与行业共振突破前高——长安汽车（000625.SZ）跟踪报告（2020-07-04）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	66,298	70,595	85,655	94,793	103,270
营业成本	56,583	60,233	74,037	80,100	86,747
折旧和摊销	3,100	4,041	4,467	4,673	4,912
税金及附加	2,306	2,488	3,150	3,413	3,718
销售费用	5,283	4,591	3,538	3,792	4,131
管理费用	2,783	2,265	2,659	2,844	3,098
研发费用	2,543	3,169	3,787	3,792	4,131
财务费用	-427	-191	-322	-488	-522
投资收益	-71	-2,109	4,115	2,528	2,738
营业利润	-201	-2,107	5,890	4,847	5,724
利润总额	658	-2,242	5,888	4,891	5,770
所得税	-65	407	90	49	58
净利润	723	-2,649	5,798	4,842	5,712
少数股东损益	43	-2	-2	-32	-100
归属母公司净利润	681	-2,647	5,800	4,874	5,811
EPS(按最新股本计)	0.14	-0.55	1.08	0.91	1.08

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-3,887	3,882	4,672	4,387	6,158
净利润	681	-2,647	5,800	4,874	5,811
折旧摊销	3,100	4,041	4,467	4,673	4,912
净营运资金增加	3,726	-1,894	75	2,717	1,816
其他	-11,394	4,382	-5,669	-7,876	-6,381
投资活动产生现金流	-6,569	-3,795	-1,186	-2,217	-3,588
净资本支出	-6,445	-4,711	-3,915	-3,813	-4,956
长期投资变化	13,275	11,008	-1,386	-933	-1,369
其他资产变化	-13,398	-10,092	4,115	2,528	2,738
融资活动现金流	-1,353	-401	6,024	-672	-931
股本变化	0	0	561	0	0
债务净变化	-8	88	-230	0	0
无息负债变化	-11,318	6,259	5,139	1,183	1,803
净现金流	-11,803	-288	9,510	1,498	1,639

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.7%	14.7%	13.6%	15.5%	16.0%
EBITDA 率	3.8%	5.4%	4.9%	7.3%	7.5%
EBIT 率	-0.9%	-0.3%	-0.3%	2.4%	2.8%
税前净利润率	1.0%	-3.2%	6.9%	5.2%	5.6%
归母净利润率	1.0%	-3.7%	6.8%	5.1%	5.6%
ROA	0.8%	-2.7%	5.1%	4.1%	4.6%
ROE (摊薄)	1.5%	-6.0%	10.4%	8.2%	9.1%
经营性 ROIC	-2.5%	-1.1%	-1.1%	8.8%	10.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	51%	55%	51%	50%	49%
流动比率	1.00	1.01	1.20	1.27	1.31
速动比率	0.89	0.94	1.13	1.19	1.23
归母权益/有息债务	235.23	154.55	1008.29	1075.47	1154.29
有形资产/有息债务	437.44	316.01	1908.73	1977.97	2070.90

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	93,489	97,617	114,255	119,120	125,182
货币资金	9,981	10,066	19,576	21,074	22,714
交易性金融资产	0	2,419	4,236	4,236	4,236
应收帐款	1,409	838	1,405	1,351	1,301
应收票据	20,562	26,806	28,266	31,187	33,873
其他应收款 (合计)	3,250	0	1,002	1,024	1,022
存货	4,917	3,375	4,067	4,260	4,481
其他流动资产	2,228	5,478	5,854	6,083	6,295
流动资产合计	43,213	49,607	65,432	70,270	75,002
其他权益工具	0	735	735	735	735
长期股权投资	13,275	11,008	12,394	13,327	14,696
固定资产	22,161	26,939	24,244	21,672	19,542
在建工程	5,384	1,730	2,740	3,371	4,539
无形资产	5,018	5,210	6,298	7,314	8,261
商誉	10	10	10	10	10
其他非流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产合计	50,276	48,010	48,823	48,850	50,180
总负债	47,336	53,683	58,592	59,775	61,578
短期借款	190	230	0	0	0
应付账款	13,916	18,906	18,509	19,224	20,819
应付票据	14,808	13,431	19,249	19,224	19,084
预收账款	1,556	2,316	2,316	1,896	2,065
其他流动负债	7,571	7,607	7,607	7,607	7,607
流动负债合计	43,160	49,233	54,332	55,503	57,289
长期借款	0	55	55	55	55
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3,737	3,240	3,240	3,240	3,240
非流动负债合计	4,176	4,450	4,260	4,272	4,289
股东权益	46,153	43,934	55,663	59,345	63,604
股本	4,803	4,803	5,363	5,363	5,363
公积金	7,459	7,767	13,418	13,418	13,418
未分配利润	33,707	31,271	36,790	40,505	44,864
归属母公司权益	46,245	44,028	55,759	59,473	63,832
少数股东权益	-92	-94	-96	-128	-228

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	7.97%	6.50%	4.13%	4.00%	4.00%
管理费用率	4.20%	3.21%	3.10%	3.00%	3.00%
财务费用率	-0.64%	-0.27%	-0.38%	-0.51%	-0.51%
研发费用率	3.84%	4.49%	4.42%	4.00%	4.00%
所得税率	-10%	-18%	2%	1%	1%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.00	0.22	0.27	0.37
每股经营现金流	-0.81	0.81	0.87	0.82	1.15
每股净资产	9.63	9.17	10.40	11.09	11.90
每股销售收入	13.80	14.70	15.97	17.67	19.25

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	149	-	20	23	20
PB	2.2	2.3	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	31.7	21.5	19.6	11.5	10.0
股息率	0.1%	0.0%	1.0%	1.3%	1.8%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼