

全年销量破 200 万，12 月自主环比走弱

——长安汽车 (000625) 公司点评报告

分析师: 刘智

登记编码: S0730520110001

liuzhi@ccnew.com 02150586775

研究助理: 胡惠民

登记编码: S0730120120006

huhm@ccnew.com 02150586725

证券研究报告-公司点评报告

买入 (首次)

市场数据 (2021-01-07)

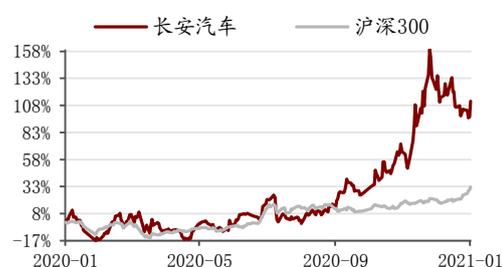
发布日期: 2021 年 01 月 07 日

收盘价(元)	22.69
一年内最高/最低(元)	28.38/8.29
沪深 300 指数	5513.66
市净率(倍)	2.76
流通市值(亿元)	885.06

基础数据 (2020-9-30)

每股净资产(元)	9.91
每股经营现金流(元)	1.46
毛利率(%)	11.20
净资产收益率-摊薄(%)	7.33
资产负债率(%)	57.40
总股本/流通股(万股)	480264.85/390064.35
B 股/H 股(万股)	90198.61/0

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

事件:

- 公司发布 2020 年 12 月产销快报, 12 月销量 20.1 万辆, 同比+3.6%, 环比-8.6%。全年销量突破 200 万辆, 达 200.4 万辆, 同比+14.0%。

点评:

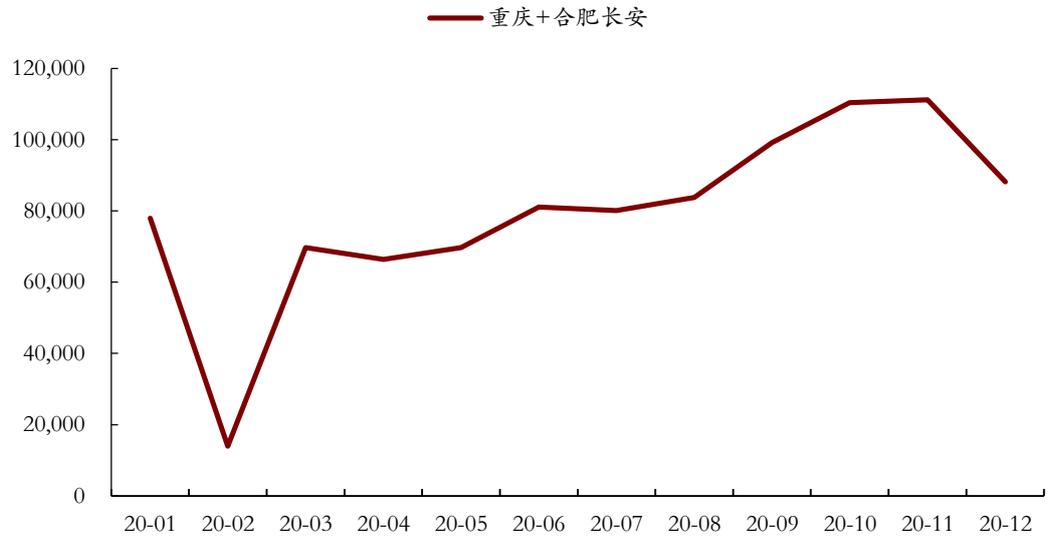
- 全年销量突破 200 万辆, 超出全年目标 9 万辆, 本轮新品周期获得市场认可。2020 年是公司新品较为集中的一年, 其中, CS75 plus 自 19 年下半年上市以来, 销量快速攀升, 2020 年全年销量预计突破 20 万辆; UNI-T 于 2020 年一季度上市, 下半年月销维持在 1 万+的水平。此外, 明星车型逸动 XT、CS55 及 CS35 也有着不错的销量, 全年预计销量分别为 16 万+、11 万+以及 10 万+。
- 自主销量环比走弱, 没能延续强势的表现。12 月自主 (重庆长安+合肥长安) 合计销量为 8.8 万辆, 同比-3.1%, 环比-20.7%。我们认为主要由于: 1) 今年春节较晚, 传统的节前旺季被推迟。公司 12 月自主产量高达 13.1 万辆, 主动调节产销节奏, 显示出节前备货的信心; 2) 公司 19 年 12 月基数较高, 自主销量达 9.1 万辆, 为 2019 年全年销量的最高点。
- 合资表现稳健, 长福月销突破 3 万辆。长福自 18 年 9 月以后首次月销突破 3 万辆, 12 月销量达 3.1 万辆, 同比+73.8%, 环比+8.3%。新车型贡献了主要的增量来源: 林肯冒险家、锐际及探险者月销均处于 4000 辆上下, 上市以来销量稳步攀升。长马销量 1.4 万辆, 同比+10.8%, 环比+3.7%, 马自达 3 仍为主要销量来源, 新车型 CX-30 月销稳定在 2000 辆上下。
- 投资建议: 首次覆盖给予公司“买入”评级。公司正处于新一轮产品期叠加行业景气度向上的周期中, 销量中枢上行, 增速有望持续跑赢行业整体。公司与华为、宁德时代合作打造全新电动智能汽车高端品牌有望打开长期成长空间。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96、1.12、1.49 元, 对应 2020-2022 年 PE 23.7、20.2、15.2 倍, PB 2.5、2.3、2.0 倍。考虑到公司上一轮新品周期估值中枢, 给予公司 2021 年 2.8 倍目标 PB/26.8 倍 PE, 目标价为 25.67 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示: 自主新车销售及盈利能力不及预期、行业景气度大幅下滑、长福销售不及预期

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	66,298	70,595	81,654	92,961	101,875
增长率(%)	-17.1	6.5	15.7	13.8	9.6
归母净利润(百万元)	681	-2,647	5,134	6,021	7,982
增长率(%)	-90.5	-488.8	294.0	17.3	32.6
每股收益(元)	0.13	-0.49	0.96	1.12	1.49
市盈率(倍)	178.8	-46.0	23.7	20.2	15.2

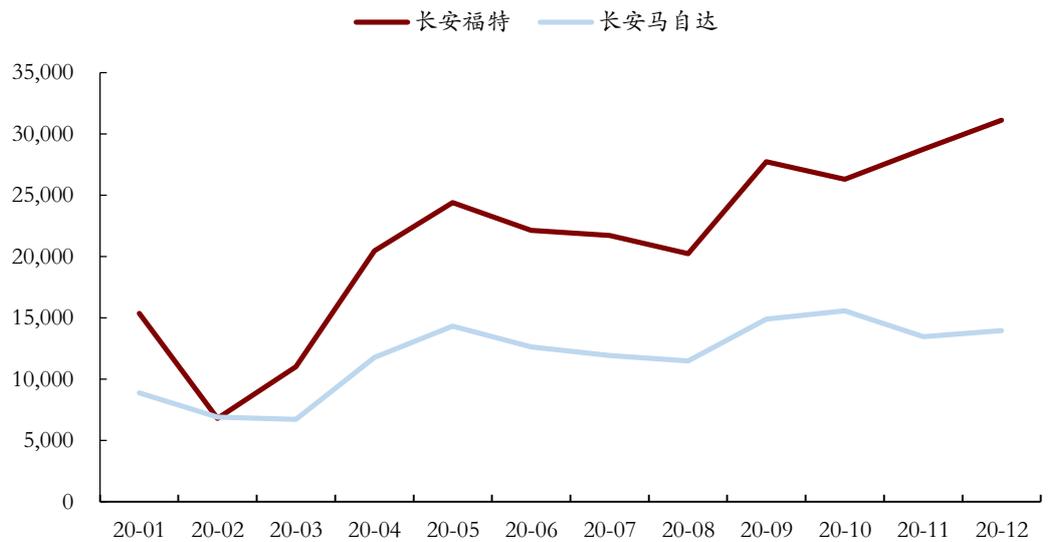
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 重庆长安+合肥长安月度销量



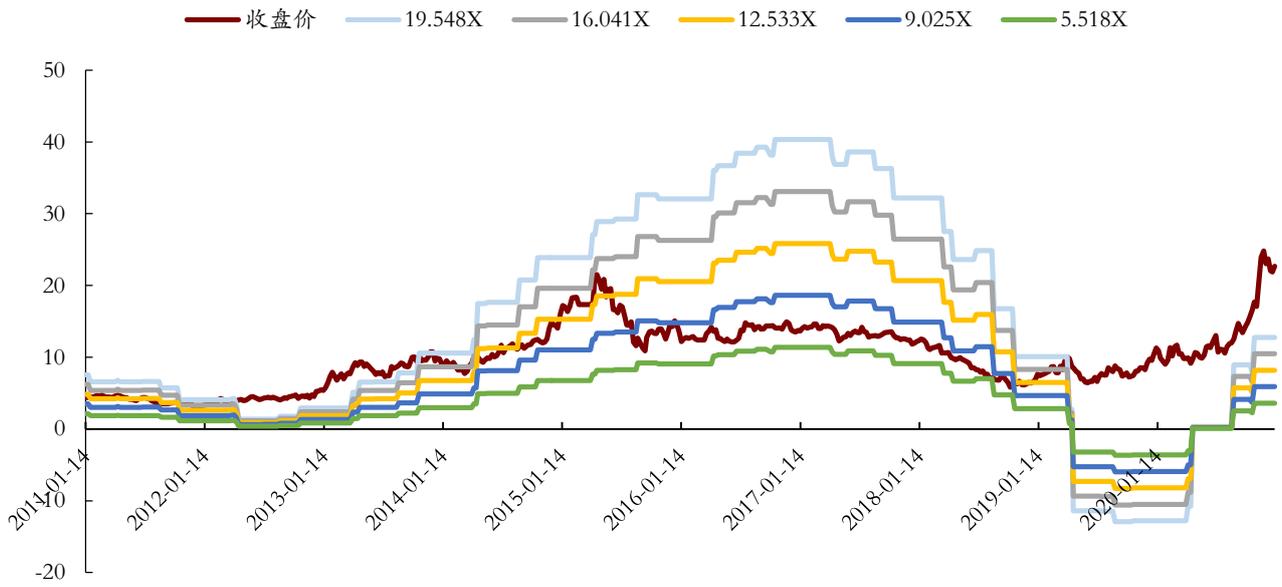
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 2: 长福+长马月度销量



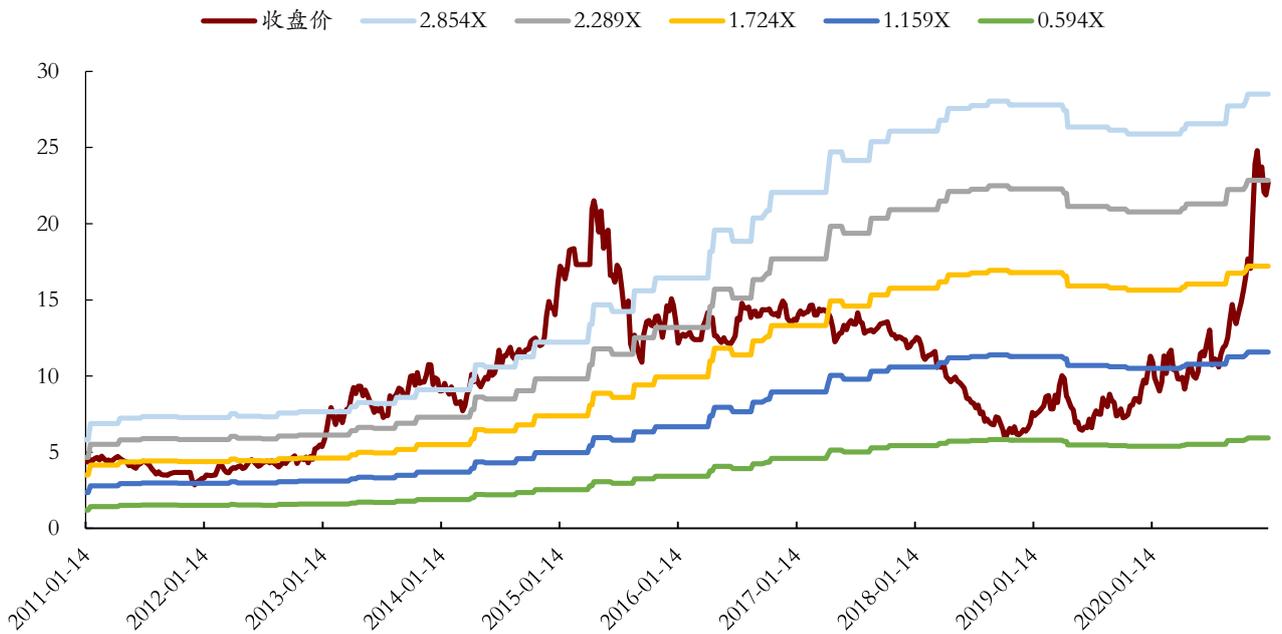
资料来源: 公司公告, 中原证券

图 3: 长安汽车 PE-Band



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 长安汽车 PB-Band



资料来源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	43213	49607	60049	66458	76766
现金	9981	10066	13320	20788	20202
应收票据及应收账款	21971	27644	33398	33952	41013
其他应收款	3233	3732	3185	5289	3657
预付账款	866	624	1391	724	1688
存货	4917	3375	7092	3867	8335
其他流动资产	2245	4166	1663	1838	1871
非流动资产	50276	48010	49406	50838	51990
长期投资	13275	11008	12559	15339	18679
固定资产	22161	26939	28366	29157	28461
无形资产	5808	6024	5701	5326	4868
其他非流动资产	9032	4038	2781	1017	-16
资产总计	93489	97617	109455	117297	128757
流动负债	43160	45881	51978	55150	59447
短期借款	190	230	210	220	215
应付票据及应付账款	28724	32336	37528	39392	44145
其他流动负债	14246	13315	14239	15538	15087
非流动负债	4176	7802	7759	7756	7727
长期借款	0	55	40	23	1
其他非流动负债	4176	7747	7718	7733	7726
负债合计	47336	53683	59736	62906	67174
少数股东权益	-92	-94	-4	130	332
股本	4803	4803	5363	5363	5363
资本公积	5057	5366	5366	5366	5366
留存收益	36108	33672	37947	43166	50407
归属母公司股东权益	46245	44028	49723	54262	61251
负债和股东权益	93489	97617	109455	117297	128757

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-3887	3882	-1054	10852	1591
净利润	723	-2649	5224	6155	8184
折旧摊销	3104	4048	3557	4001	4375
财务费用	-427	-191	-168	-340	-504
投资损失	71	2109	-4099	-2871	-3817
营运资金变动	-7147	994	-3496	4214	-6591
其他经营现金流	-212	-429	-2073	-308	-56
投资活动现金流	-6569	-3795	3632	-2248	-1654
资本支出	6488	4784	155	-1503	-2110
长期投资	-2035	-171	-1551	0	-3340
其他投资现金流	-2115	818	2236	-3751	-7104
筹资活动现金流	-1353	-401	676	-1136	-523
短期借款	5	40	-20	10	-5
长期借款	-7	55	-15	-17	-22
普通股增加	0	0	561	0	0
资本公积增加	-42	309	0	0	0
其他筹资现金流	-1309	-804	151	-1129	-496
现金净增加额	-11803	-288	3254	7468	-586

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	66298	70595	81654	92961	101875
营业成本	56583	60233	68918	75877	82405
营业税金及附加	2306	2488	2859	3266	3573
营业费用	5283	4591	5909	6386	6836
管理费用	2141	2265	2629	2988	3301
研发费用	3185	3169	3794	4246	4437
财务费用	-427	-191	-168	-340	-504
资产减值损失	-239	-396	-403	-479	-518
其他收益	2873	1538	400	1191	985
公允价值变动收益	0	889	1978	296	0
投资净收益	-71	-2109	4099	2871	3817
资产处置收益	9	57	38	39	42
营业利润	-201	-2107	4632	5415	7190
营业外收入	916	50	348	343	296
营业外支出	57	185	94	103	109
利润总额	658	-2242	4886	5655	7377
所得税	-65	407	-338	-500	-808
净利润	723	-2649	5224	6155	8184
少数股东损益	43	-2	90	134	202
归属母公司净利润	681	-2647	5134	6021	7982
EBITDA	3474	1521	8106	9159	11150
EPS (元)	0.13	-0.49	0.96	1.12	1.49

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	-17.1	6.5	15.7	13.8	9.6
营业利润 (%)	-102.8	-946.0	319.8	16.9	32.8
归属母公司净利润 (%)	-90.5	-488.8	294.0	17.3	32.6
获利能力					
毛利率 (%)	14.7	14.7	15.6	18.4	19.1
净利率 (%)	1.1	-3.8	6.4	6.6	8.0
ROE (%)	1.6	-6.0	10.6	11.4	13.4
ROIC	0.8	-6.2	9.1	9.7	11.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.6	55.0	54.6	53.6	52.2
净负债比率 (%)	-12.4	-12.9	-18.3	-30.6	-26.1
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.5	2.8	2.7	2.8	2.7
应付账款周转率	1.6	2.0	2.0	2.0	2.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	-0.49	0.96	1.12	1.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.72	0.72	-0.20	2.02	0.30
每股净资产 (最新摊薄)	8.62	8.21	9.17	10.01	11.32
估值比率					
P/E	178.8	-46.0	23.7	20.2	15.2
P/B	2.6	2.8	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	33.3	74.6	13.9	11.5	9.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。