

短期因素扰动 Q4 业绩 转型升级蓄势长期增长

长安汽车 (000625)

事件概述

公司发布业绩 2020 全年预告：预计归母净利润 28 亿元至 40 亿元，同比+205.8%至+251.1%；预计扣非归母净利为-38 亿元至-26 亿元，同比+20.2%至+45.4%；预计营业收入 800 亿元至 900 亿元，同比+13.3%至 27.5%；预计每股收益 0.57 元至 0.82 元。

分析判断：

▶ 20Q4 营收保持增长 利润表现略低于市场预期

回顾 2020Q1-Q3 业绩表现：1) 营收依次为 115.64/212.18/230.60 亿元，相较 2019 年同期（依次为 160.08/138.68/152.40 亿元）递增；2) 归母净利依次为 6.31/19.71/8.84 亿元，相较 2019 年同期（依次为-20.96/-1.44/-4.21 亿元）由负转正；3) 扣非归母净利依次为-17.93/-8.24/5.19 亿元，相较 2019 年同期（依次为-21.61/-7.51/-6.21 亿元）逐渐向好，Q3 实现由负转正。

根据本次业绩预告，预计 2020Q4 业绩表现：1) 营收为 241.58 亿元至 341.58 亿元，同比-5.2%至+34.1%，环比+4.8%至+48.1%；2) 归母净利为-6.86 亿元至 5.14 亿元，同比由正转负（2019Q4 为 0.15 亿元），或至+3326.7%，环比由正转负（2020Q3 为 8.84 亿元），或至-41.9%；3) 扣非归母净利为-17.02 亿元至-5.02 亿元，与之相较，2019Q4 为-12.29 亿元，2020Q3 为 5.19 亿元。

公司 2020Q4 营收同比、环比大概率保持双增长，主因 Q4 自主及合资整车销售表现良好，但是利润表现低于市场预期，主要受到计提减值等短期因素影响。

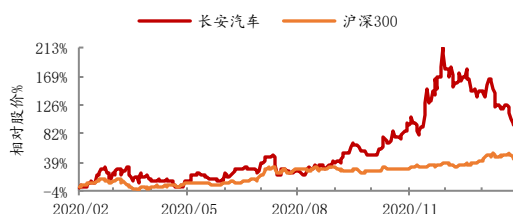
▶ 短期因素影响利润表现 转型升级为长期增长蓄势

公司 2020 年计提减值准备约 17.1 亿元，具体为：1) 计提固定资产减值准备 10.2 亿元，包括传统发动机生产线、老旧车型专属资产、传统动力设备、模具等产能设备；2) 计提无形资产减值准备 1.7 亿元，主因公司向新能源、智能化转型，产品升级换代，原传统产品停产；3) 计提存货跌价准备 3.5 亿元；4) 应收款项及合同资产预期信用损失 1.7 亿元。考虑所得税影响，预计减少 2020 年归属上市公司股东净利润 13.9 亿元，除去 2020Q1-Q3 已计提的减值准备对净利润的影响，2020Q4 影响约 11.9 亿元。

此外，公司 2020 全年非经常性损益约 66 亿元，主要构成为：1) 重庆长安新能源科技有限公司引入战投；2) 转让长安

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	17.24
股票代码：	000625
52 周最高价/最低价：	28.38/8.29
总市值(亿)	924.65
自由流通市值(亿)	672.47
自由流通股数(百万)	3,900.64



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人：吴迪
邮箱：wudi3@hx168.com.cn

相关研究

- 长安汽车 (000625.SZ) 12 月销量点评：合资引领增长 电动智能创造未来
2021.01.08
- 长安汽车 (000625.SZ) 11 月销量点评：自主合资产品周期持续向上
2020.12.10
- 长安汽车 (000625.SZ)：UNI-K 正式发布 创新驱动成长
2020.11.22

PSA50%股权；3) 持有宁德时代股票股价上涨；4) 政府补贴。2020Q1-Q3 已披露非经常性损益约 56 亿元，预计 2020Q4 非经常性损益约 10 亿元。

另预计公司业绩还受以下因素影响：1) 购买新能源汽车积分至管理费用增长；2) 2020 年疫情影响供应链，公司降本完成情况或将不及 2019 年度。

总体看，1) 计提减值的主要构成符合公司升级换代战略转型的需要；2) 新能源积分压力将随新能源汽车占比提升、合资品牌新能源车型的导入以及 CHN 战略新车型的发布而得到缓解以致最终消除；3) 疫情受控大趋势下，公司降本完成情况将逐步改善。预计当前的短期扰动不会影响公司业绩长期向上的大趋势。

► 新车轮发供给质变加速 电动智能引领品牌向上

公司 2020 全年整车累计销售 200.4 万辆，达成 191 万辆的既定目标。受益正向开发的技术积累和转化，新推车型竞争力持续增强，供给质变撬动需求，后续增量可期：1) UNI 系列今后 5 年每年发布 1 款新车，2021 年初 UNI-K 即将上市，年底推首款轿车；2) 自主经典序列 2021 年将推 9 款全新或升级车型；3) 合资品牌新能源车型将加码投放；4) CNH 高端电动智能平台首款或将于 2022 年发布。

同华为等科技巨头合作或能在产品及业务层面获益：1) 公司或能借力科技巨头提升智能化水平（例如建立数据闭环的能力），以加速形成智能汽车时代的核心竞争力；2) 深度合作或倒逼公司产品开发流程、体系优化升级，以匹配高端电动智能汽车开发的需要，建立智能汽车时代的业务架构优势。当前的合作布局或将同自主、合资业务协同，在长期的维度上持续促进公司产品及业务层面的优化升级，使公司在电动智能时代的竞争中处于更加有利的位置，品牌向上长期获益。

投资建议

乘用车行业周期底部向上驱动需求回暖，公司战略聚焦两大核心资产：1) 长安自主，产品周期上行量价齐升；2) 长安福特底部向上，边际改善。自主正向研发供给质变撬动需求+合资新车投放产品结构优化，助推新品周期，贡献增量。

考虑在战略转型和产品升级换代的背景下，短期调整因素拖累公司利润表现，调整盈利预测：2020-2022 年的营业收入由 762.7/814.2/889.2 亿元调整为 839.0/928.1/1022.6 亿元，归母净利由 64.8/60.7/67.9 亿元调整为 34.0/54.0/60.3 亿元，EPS 由 1.21/1.13/1.27 元调整为 0.63/1.01/1.12 元，当前股价对应的 PE 为 27/17/15，维持买入评级。

风险提示

车市下行；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费效果不达预期；长安福特战略调整效果不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	66,298	70,595	83,900	92,814	102,258
YoY (%)	-17.1	6.5	18.8	10.6	10.2
归母净利润(百万元)	681	-2,647	3,403	5,399	6,032
YoY (%)	-90.5	-488.8	228.6	58.7	11.7
毛利率 (%)	14.7	14.7	15.5	16.1	16.7
每股收益 (元)	0.13	-0.49	0.63	1.01	1.12
ROE (%)	1.5	-6.0	7.1	10.0	9.9
市盈率	135.83	-34.94	27.17	17.13	15.33

资料来源: Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	70,595	83,900	92,814	102,258	净利润	-2,649	3,406	5,404	6,038
YoY(%)	6.5	18.8	10.6	10.2	折旧和摊销	3,559	3,948	3,393	3,578
营业成本	60,233	70,938	77,862	85,212	营运资金变动	946	-497	431	337
营业税金及附加	2,488	2,957	3,271	3,604	经营活动现金流	3,882	2,817	6,108	6,499
销售费用	4,591	3,776	3,713	4,499	资本开支	-4,711	-2,853	-3,572	-3,593
管理费用	2,265	3,776	3,248	3,579	投资	-171	0	0	0
财务费用	-191	-113	-166	-227	投资活动现金流	-3,795	1,342	-323	-14
资产减值损失	-396	-212	-197	-202	股权募资	0	0	0	0
投资收益	-2,109	4,195	3,248	3,579	债务募资	305	-230	0	0
营业利润	-2,107	3,491	5,668	6,472	筹资活动现金流	-401	-236	-3	-3
营业外收支	-135	20	20	20	现金净流量	-288	3,922	5,782	6,482
利润总额	-2,242	3,511	5,688	6,492	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	407	105	284	454	成长能力				
净利润	-2,649	3,406	5,404	6,038	营业收入增长率	6.5%	18.8%	10.6%	10.2%
归属于母公司净利润	-2,647	3,403	5,399	6,032	净利润增长率	-488.8%	228.6%	58.7%	11.7%
YoY(%)	-488.8	228.6	58.7	11.7	盈利能力				
每股收益	-0.49	0.63	1.01	1.12	毛利率	14.7%	15.5%	16.1%	16.7%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	-3.8%	4.1%	5.8%	5.9%
货币资金	10,066	13,988	19,770	26,252	总资产收益率 ROA	-2.7%	3.2%	4.6%	4.7%
预付款项	624	852	892	992	净资产收益率 ROE	-6.0%	7.1%	10.0%	9.9%
存货	3,375	4,838	5,237	5,599	偿债能力				
其他流动资产	35,541	39,443	43,255	47,625	流动比率	1.01	1.09	1.18	1.26
流动资产合计	49,607	59,121	69,154	80,469	速动比率	0.93	0.99	1.07	1.16
长期股权投资	11,008	11,008	11,008	11,008	现金比率	0.20	0.26	0.34	0.41
固定资产	26,939	26,518	26,689	26,723	资产负债率	55.0%	55.0%	54.0%	53.0%
无形资产	5,210	5,631	5,986	6,363	经营效率				
非流动资产合计	48,010	47,347	48,024	48,586	总资产周转率	0.72	0.79	0.79	0.79
资产合计	97,617	106,467	117,178	129,054	每股指标 (元)				
短期借款	230	0	0	0	每股收益	-0.49	0.63	1.01	1.12
应付账款及票据	32,336	36,499	40,050	44,154	每股净资产	8.21	8.95	10.07	11.32
其他流动负债	16,668	17,600	18,731	19,796	每股经营现金流	0.72	0.53	1.14	1.21
流动负债合计	49,233	54,099	58,781	63,950	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	55	55	55	55	估值分析				
其他长期负债	4,394	4,394	4,394	4,394	PE	-34.94	27.17	17.13	15.33
非流动负债合计	4,450	4,450	4,450	4,450	PB	1.22	2.44	2.17	1.93
负债合计	53,683	58,548	63,231	68,400					
股本	4,803	4,803	4,803	4,803					
少数股东权益	-94	-91	-86	-81					
股东权益合计	43,934	47,919	53,947	60,654					
负债和股东权益合计	97,617	106,467	117,178	129,054					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。