

新年取得开门红，看好新品周期优势延续

——长安汽车（000625.SZ）2021年1月销量点评

要点

事件：

公司发布2021年1月销量数据，合计销量25.2万辆，同比+87.2%，环比+25.6%。

点评：

自主品牌：同环比大幅增长，主力车型表现亮眼

1月自主品牌销量实现同环比大幅增长，长安系中国品牌汽车销量20.07万辆，同比+93.2%，环比+41.9%。主力车型均有亮眼表现：UNI-T销量1.19万辆，重回万辆规模；CS75系列销量4.22万辆，同比+63.6%，环比+75.7%，创历史新高；逸动系列销量2.35万辆，同比+259%，环比+56.8%，同样创历史新高。我们认为1月销量增长主要因为：1) 本轮产品周期弹性延续，新车贡献增量（2020.3上市的逸动plus、2020.6上市的UNI-T等）；2) 公司2020年12月冲量动能减弱，部分销量或推迟到今年1月释放；3) 2020年春节在一月份形成低基数效应。

合资品牌：长安福特同比近翻倍，长安马自达同比增长34%

1月长安福特销量约3.0万辆，同比+96.1%，环比-3.2%，连续两月销量超3万辆。因新品贡献增量（2020.1后上市的林肯品牌、探险者、换代锐界等）及去年春节低基数效应，销量同比近翻倍增长。1月长安马自达销量约1.2万辆，同比+33.8%，环比-15.0%。同比增长同样因新品（2020.1后上市的CX-30）叠加去年春节低基数效应。因季节性因素，长安福特和长安马自达销量环比有所下滑。

看好2021年产品周期优势延续及毛利率改善，维持“买入”评级：

2021年公司销量取得开门红。展望全年，我们认为公司本轮产品周期优势有望延续：1) 2H20和2021上市车型继续提供增量（2021年上市新车：欧尚X5、UNI系列第二款车UNI-K、林肯第三款国产车航海家等）；2) 与华为、宁德联手打造高端品牌，加速布局智能电动产品。2020年因疫情对供应链影响，采购降本力度放缓，新品毛利率被压制。叠加4Q20计提大额资产减值，2020年销量弹性未充分转化为利润弹性。2021年公司轻装上阵，并随疫情缓解加强供应链降本，毛利率有望改善。维持2020E~2022E归母净利润34.1/48.7/58.1亿元的盈利预测，当前股价对应2021/2022年PE 20x/16x，估值仍有提升空间，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；4.降本推进不及预期。

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	85,000	94,793	103,270
营业收入增长率	-17.14%	6.48%	20.40%	11.52%	8.94%
净利润(百万元)	681	-2,647	3,408	4,874	5,811
净利润增长率	-90.46%	-	-	43.01%	19.23%
EPS(元)	0.14	-0.55	0.64	0.91	1.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.47%	-6.01%	6.39%	8.47%	9.39%
P/E	125	-	28	20	16
P/B	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-02-01

买入（维持）

当前价：17.69元

作者

分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebscn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

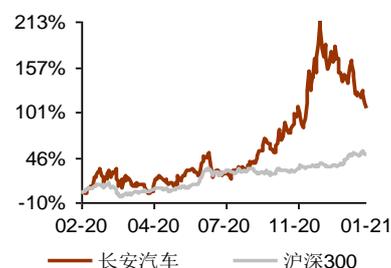
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	53.63
总市值(亿元)	948.79
一年最低/最高(元)	8.29/28.38
近3月换手率	197.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-21.51	-12.69	52.09
绝对	-18.67	2.07	98.98

资料来源：Wind

相关研报

资产减值拖累业绩，看好2021年轻装上阵——长安汽车（000625.SZ）2020年度业绩预告点评（2021-02-01）

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（2021-01-07）

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	85,000	94,793	103,270
营业成本	56,583	60,233	74,082	81,048	86,644
折旧和摊销	3,100	4,041	4,467	4,662	4,910
税金及附加	2,306	2,488	3,126	3,413	3,718
销售费用	5,283	4,591	3,506	3,792	4,131
管理费用	2,783	2,265	3,235	2,844	3,098
研发费用	2,543	3,169	3,900	3,792	4,131
财务费用	-427	-191	-315	-457	-467
投资收益	-71	-2,109	3,915	2,535	3,022
营业利润	-201	-2,107	3,077	5,380	6,346
利润总额	658	-2,242	3,075	5,380	6,346
所得税	-65	407	-332	538	635
净利润	723	-2,649	3,407	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	3,408	4,874	5,811
EPS(按最新股本计)	0.14	-0.55	0.64	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	4,276	3,019	5,477
净利润	681	-2,647	3,408	4,874	5,811
折旧摊销	3,100	4,041	4,467	4,662	4,910
净营运资金增加	3,726	-1,894	-618	3,004	2,265
其他	-11,394	4,382	-2,980	-9,521	-7,509
投资活动产生现金流	-6,569	-3,795	-1,286	-2,178	-3,391
净资本支出	-6,445	-4,711	-3,915	-3,776	-4,902
长期投资变化	13,275	11,008	-1,285	-937	-1,511
其他资产变化	-13,398	-10,092	3,914	2,535	3,022
融资活动现金流	-1,353	-401	6,016	-224	-985
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	5,144	1,652	1,278
净现金流	-11,803	-288	9,006	617	1,101

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.7%	14.7%	12.8%	14.5%	16.1%
EBITDA 率	3.8%	5.4%	5.5%	4.6%	7.9%
EBIT 率	-0.9%	-0.3%	0.3%	-0.3%	3.2%
税前净利润率	1.0%	-3.2%	3.6%	5.7%	6.1%
归母净利润率	1.0%	-3.7%	4.0%	5.1%	5.6%
ROA	0.8%	-2.7%	3.0%	4.1%	4.6%
ROE (摊薄)	1.5%	-6.0%	6.4%	8.5%	9.4%
经营性 ROIC	-2.5%	-1.1%	1.1%	-1.0%	10.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	51%	55%	52%	51%	50%
流动比率	1.00	1.01	1.18	1.23	1.28
速动比率	0.89	0.94	1.12	1.15	1.20
归母权益/有息债务	235.23	154.55	965.05	1040.87	1119.70
有形资产/有息债务	437.44	316.01	1868.41	1951.77	2035.23

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	111,869	117,682	123,219
货币资金	9,981	10,066	19,072	19,690	20,791
交易性金融资产	0	2,419	4,236	4,236	4,236
应收帐款	1,409	838	1,431	1,351	1,301
应收票据	20,562	26,806	28,050	31,187	33,873
其他应收款 (合计)	3,250	0	995	1,024	1,022
存货	4,917	3,375	3,632	4,316	4,475
其他流动资产	2,228	5,478	5,838	6,083	6,295
流动资产合计	43,213	49,607	64,280	68,954	73,072
其他权益工具	0	735	735	735	735
长期股权投资	13,275	11,008	12,294	13,230	14,741
固定资产	22,161	26,939	23,267	21,659	19,504
在建工程	5,384	1,730	2,740	3,348	4,489
无形资产	5,018	5,210	6,142	7,324	8,271
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	47,589	48,728	50,147
总负债	47,336	53,683	58,597	60,250	61,528
短期借款	190	230	0	0	0
应付账款	13,916	18,906	18,521	19,452	20,795
应付票据	14,808	13,431	19,261	19,452	19,062
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	54,337	55,978	57,239
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	53,272	57,432	61,691
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	34,399	38,592	42,951
归属母公司权益	46,245	44,028	53,367	57,560	61,919
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%	4.12%	4.00%	4.00%
管理费用率	4.20%	3.21%	3.81%	3.00%	3.00%
财务费用率	-0.64%	-0.27%	-0.37%	-0.48%	-0.45%
研发费用率	3.84%	4.49%	4.59%	4.00%	4.00%
所得税率	-10%	-18%	-11%	10%	10%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.00	0.13	0.27	0.37
每股经营现金流	-0.81	0.81	0.80	0.56	1.02
每股净资产	9.63	9.17	9.95	10.73	11.54
每股销售收入	13.80	14.70	15.85	17.67	19.25

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	125	-	28	20	16
PB	1.8	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	24.3	16.6	13.2	13.8	7.2
股息率	0.1%	0.0%	0.7%	1.6%	2.2%

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