

公司研究

21Q1 扣非业绩转亏为盈，销量弹性转化为利润弹性

——长安汽车（000625.SZ）2020年度业绩快报和2021年一季度业绩预告点评

要点

事件：公司发布2020年度业绩快报和2021年一季度业绩预告，2020年公司实现营业收入845.7亿元（同比+19.8%），归母净利润为盈利33.2亿元（vs. 19年亏损26.5亿元）。2021年一季度归母净利润为7~10亿元（同比+10.9%~+58.5%），扣非归母净利润为盈利6~8.5亿元（vs. 2020年同期亏损17.9亿元）。

2020年新品周期带动收入高增长：2020年公司收入同比增长近20%。我们认为收入增长源于本轮新品周期实现量价齐升。1) 2020年是公司产品大年，CS75系列、逸动系列和UNI-T等新车持续热销。全年长安系中国品牌汽车销量150.4万辆，同比+12.9%，其中乘用车同比+20.6%。2) 公司产品结构优化提升ASP。我们测算，2020年公司ASP为7.7万元，高于2019年的7.1万元。

自主/合资经营改善与非经损益助力2020年扭亏为盈：2020年公司归母净利润实现扭亏为盈，主要有两方面原因：1) 公司预计2020年非经损益增加归母净利润约66亿元（vs. 19年约21亿元）。非经损益主要来自业务结构优化（新能源子公司引入战投、出售CAPSA股权）、金融资产公允价值变动和政府补贴。2) 自主/合资经营改善。自主品牌方面，2020年收入实现双位数增长。合资品牌方面，长安福特和长安马自达2020年销量分别同比增长37.7%和2.8%，且前三季度合资公司投资收益实现同比减亏，预计全年合资品牌业绩同比改善。

1Q21业绩符合预期，自主/合资销量延续强势表现，经营改善带动业绩提升：1Q21公司实现扣非归母净利润6~8.5亿元，同比实现转亏为盈。我们认为一季度扣非业绩显著向好的主要原因在于自主和合资品牌销量提升、产品结构优化推动收入增长进而带动业绩改善。1Q21公司销量64.1万辆（同比+111.5%，环比+1.3%），表现超行业水平（1Q21国内汽车销量同比+76.8%）。其中长安福特销量6.4万辆（同比+111.4%），长安马自达销量2.9万辆（同比+69.1%），长安系中国品牌汽车销量52.3万辆（同比+119.7%），自主品牌和合资品牌本轮新品周期延续强势表现。

1Q21业绩体现销量弹性向业绩弹性传导的逐步通畅，维持“买入”评级：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。我们判断，2021年公司轻装上阵，压制成本改善的因素有望缓解除除，利润弹性将得到释放。一季度业绩表现已逐步印证我们的判断。维持2021E~2022E归母净利润48.7、58.1亿元的盈利预测，当前股价对应2021/2022年PE 16x/14x，估值仍有提升空间，维持“买入”评级。

风险提示：1.降本推进不及预期；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	84,566	94,793	103,270
营业收入增长率	-17.14%	6.48%	19.79%	12.09%	8.94%
净利润(百万元)	681	-2,647	3,324	4,874	5,811
净利润增长率	-90.46%	-	-	46.63%	19.23%
EPS(元)	0.14	-0.55	0.62	0.90	1.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.47%	-6.01%	6.24%	8.40%	9.32%
P/E	102	-	23	16	14
P/B	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-09

买入（维持）

当前价：14.48元

作者

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

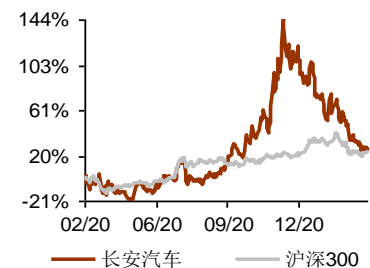
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	54.40
总市值(亿元)	787.65
一年最低/最高(元)	8.80/28.38
近3月换手率	102.44%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.83	-23.22	11.80
绝对	-4.99	-33.24	45.96

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）

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

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	84,566	94,793	103,270
营业成本	56,583	60,233	73,717	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	3,111	3,413	3,718
销售费用	5,283	4,591	3,484	3,792	4,131
管理费用	2,783	2,265	3,222	2,844	3,098
研发费用	2,543	3,169	3,877	3,792	4,131
财务费用	-427	-191	-314	-463	-482
投资收益	-71	-2,109	3,915	2,535	3,022
营业利润	-201	-2,107	2,623	5,384	6,361
利润总额	658	-2,242	2,630	5,384	6,361
所得税	-65	407	-692	538	636
净利润	723	-2,649	3,323	4,846	5,725
少数股东损益	43	-2	-2	-29	-86
归属母公司净利润	681	-2,647	3,324	4,874	5,811
EPS(按最新股本计)	0.14	-0.55	0.62	0.90	1.07

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-3,887	3,882	4,180	3,030	5,476
净利润	681	-2,647	3,324	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	-631	3,016	2,265
其他	-11,394	4,382	-2,979	-9,523	-7,510
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	6,015	306	-971
股本变化	0	0	561	76	0
债务净变化	-8	88	-230	0	0
无息负债变化	-11,318	6,259	4,937	1,859	1,278
净现金流	-11,803	-288	8,909	1,158	1,114

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%	5.0%	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%	3.1%	5.7%	6.2%
归母净利润率	1.0%	-3.7%	3.9%	5.1%	5.6%
ROA	0.8%	-2.7%	3.0%	4.1%	4.6%
ROE (摊薄)	1.5%	-6.0%	6.2%	8.4%	9.3%
经营性 ROIC	-2.5%	-1.1%	-1.3%	-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	1.24	1.28
速动比率	0.89	0.94	1.12	1.16	1.21
归母权益/有息债务	235.23	154.55	963.53	1048.83	1127.63
有形资产/有息债务	437.44	316.01	1863.15	1959.79	2043.48

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	111,578	118,125	123,675
货币资金	9,981	10,066	18,975	20,133	21,247
交易性金融资产	0	2,419	4,236	4,236	4,236
应收帐款	1,409	838	1,423	1,351	1,301
应收票据	20,562	26,806	27,907	31,187	33,873
其他应收款 (合计)	3,250	0	989	1,024	1,022
存货	4,917	3,375	3,610	4,316	4,475
其他流动资产	2,228	5,478	5,827	6,083	6,295
流动资产合计	43,213	49,607	63,989	69,397	73,528
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	58,391	60,250	61,528
短期借款	190	230	0	0	0
应付账款	13,916	18,906	18,429	19,452	20,795
应付票据	14,808	13,431	19,167	19,452	19,062
预收账款	1,556	2,316	1,691	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	54,130	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	53,187	57,876	62,147
股本	4,803	4,803	5,363	5,440	5,440
公积金	7,459	7,767	13,418	13,887	13,887
未分配利润	33,707	31,271	34,315	38,487	42,844
归属母公司权益	46,245	44,028	53,283	58,000	62,358
少数股东权益	-92	-94	-96	-124	-211

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%	-0.49%	-0.47%
研发费用率	3.84%	4.49%	4.58%	4.00%	4.00%
所得税率	-10%	-18%	-26%	10%	10%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.02	0.00	0.12	0.27	0.37
每股经营现金流	-0.81	0.81	0.78	0.56	1.01
每股净资产	9.63	9.17	9.93	10.66	11.46
每股销售收入	13.80	14.70	15.77	17.43	18.98

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	102	-	23	16	14
PB	1.5	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	19.1	13.2	11.1	10.6	5.4
股息率	0.1%	0.0%	0.9%	1.8%	2.5%

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE