

业绩趋势向好 转型蓄势向上

长安汽车(000625)

事件概述

公司发布 2020 年报：2020 年营收 845.7 亿元，同比+19.8%，归母净利 33.2 亿元，同比+225.6%，扣非归母净利-32.5 亿元，同比+31.8%，与业绩快报基本符合；其中 2020Q4 营收 287.2 亿元，同比+12.7%，归母净利为-1.6 亿元（去年同期为 0.15 亿元），扣非归母净利为-11.5 亿元（去年同期为-12.3 亿元）。

分析判断：

短期扰动承压 业绩趋势向好

公司 20Q4 营收创单季历史新高，达到 287.24 亿元，同比+12.7%，环比+25.6%，主要得益于当期自主及合资品牌的良好销量表现。考虑到新收入准则要求将运输费、包装费由销售费用转计入营业成本，毛利率-销售费用率将更能代表实际盈利能力，20Q4 公司毛利率-销售费用率达 15.6%，同比+2.7pct，环比+5.0pct，显著提升主要受益于产品组合优化+降本成效。

但 20Q4 盈利表现低于预期，主因：1) 公司、20Q4 信用减值损失和资产减值损失合计约 14.0 亿元，对比去年同期的 3.6 亿元；2) 购买新能源积分导致管理费用增加 7.4 亿元。总体看：1) 计提减值的主要构成是为满足公司战略转型的需要；2) 自主新能源汽车占比提升、合资品牌新能源车型导入以及 CHN 新车型的发布，将逐渐消解新能源积分购买压力。短期盈利扰动因素渐消，公司业绩趋势向上。

21Q1 盈利预增长 自主合资双驱并进

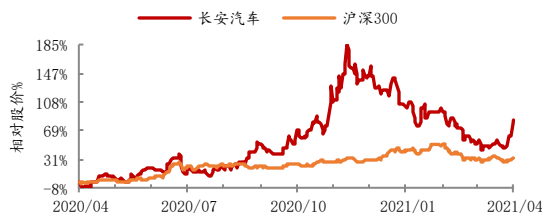
公司预计 21Q1 归母净利可达 7.0 至 10.0 亿元，同比+10.9%至+58.5%，扣非归母净利可达 6.0 至 8.5 亿元，同比+133.5%至 147.4%。公司 21Q1 的盈利表现将有较大改善，主要受益于公司销售增长及产品结构的优化：1) 自主品牌经典序列推“Plus”+高端 UNI 序列，共推单车价格带上拓，盈利能力提升；2) 合资业务新车投放加码，盈利能力稳步改善。

21Q1 公司整车销量总计 64.11 万辆，同比 19/20 年分别为+42.8%/+111.5%，具体：1) 自主 21Q1 累计销售 39.2 万辆，同比 19/20 年为+68.6%/+123.9%；2) 福特 21Q1 累计销量 6.44 万辆，同比 19/20 年为+75.0%/+111.4%；3) 马自达 21Q1 累计销量 2.93 万辆，同比 19/20 年为-12.2%/+69.1%。

自主 21Q1 销量比重为 61.1%，环比+8.9pct，预计自主品牌将凭新品周期和高基数，贡献主要增量：1) 新车规划饱满，UNI-K 刚于 3 月上市，下半年还有首款轿车亮相；2) 21

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：	18.01
股票代码：	000625
52 周最高价/最低价：	28.38/8.8
总市值(亿)	979.67
自由流通市值(亿)	702.51
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：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

1. 长安汽车(000625.SZ)业绩预告点评：Q1 净利与销量齐增 转型蓄势增量可期

2021.04.11

2. 长安汽车(000625.SZ)3月销量点评：3月销量同比增长 UNI 新品增量可期

2021.04.07

3. 长安汽车(000625.SZ)02月销量点评：自主引领月销增长 UNI-K 上市增量可期

2021.03.10

年经典序列总共将推 9 款全新或升级车型；3) CHN 新品太首款车型或于 2021 年底首发。

合资方面，福特 21Q1 销量比重为 10.0%，环比-3.6pct，但其销量同比增速可观，新车投放带来的产品结构改善+高毛利，后续将贡献重要增量。马自达 21Q1 销量比重为 4.6%，环比-2.2pct，新 SUV 车型 CX-30 将贡献稳定的增量。

► 技术驱动科技转型 高端电动智能引导品牌向上

公司围绕第三次创新创业计划向科技企业转型。产品层面：经典产品“Plus”化创爆款，高端 UNI 序列拓展新人群，营销层面：从 UNI-K 开始尝试独立渠道+线上线下融合的新模式。技术层面：技术驱动高研发投入（每年投入销售收入的 5%）+同科技巨头深度合作（例如四维图新等），在动力总成（蓝鲸 NE 动力/七合一电驱系统）、自适应巡航（IACC）、智能驾驶（APA5.0/L3 自动驾驶）等方面已有突破。

同华为在高端电动智能汽车方面的合作或使公司产品 and 业务长期受益：1) 借力科技巨头提升智能化水平（例如建立数据闭环的能力），加速形成智能汽车所需的核心竞争力；2) 合作或促进公司体系流程及业务组织架构的优化升级，满足电动智能新的开发需求，适应智能汽车时代的竞争。另外，合作或能同自主及合资业务产生协同，使公司在电动智能汽车的竞争中处于有利位置，引导品牌向上，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。

维持 2021-2022 年的盈利预测不变，归母净利润为 53.92/60.25 亿元。预计公司 2023 年归母净利润为 65.94 亿元。2021-2023 年对应的 EPS 为 0.99/1.11/1.21 元，当前股价对应的 PE 为 18/16/15 倍，维持买入评级。

风险提示

车市下行风险；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费不达预期；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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	70,595	84,566	92,814	102,258	113,506
YoY (%)	6.5%	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%
归母净利润(百万元)	-2,647	3,324	5,392	6,025	6,594
YoY (%)	-488.8%	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%
毛利率 (%)	14.7%	14.3%	16.1%	16.7%	16.8%
每股收益 (元)	-0.49	0.61	0.99	1.11	1.21
ROE (%)	-6.0%	6.2%	9.1%	9.2%	9.1%
市盈率	-36.76	29.52	18.19	16.22	14.88

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	84,566	92,814	102,258	113,506	净利润	3,288	5,392	6,025	6,594
YoY(%)	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%	折旧和摊销	4,376	6,332	4,890	5,228
营业成本	72,473	77,862	85,212	94,426	营运资金变动	7,353	-3,459	1,507	1,539
营业税金及附加	3,228	3,713	4,090	4,540	经营活动现金流	10,676	6,158	10,054	10,724
销售费用	3,413	3,713	4,090	4,540	资本开支	-2,360	-12,820	-8,959	-9,442
管理费用	4,274	3,248	3,579	3,973	投资	4,888	0	0	0
财务费用	-210	-844	-850	-982	投资活动现金流	3,605	-10,036	-5,891	-6,037
资产减值损失	-1,518	-688	-654	-729	股权募资	6,343	0	0	0
投资收益	3,154	2,784	3,068	3,405	债务募资	2,224	-348	0	0
营业利润	2,624	4,434	5,482	6,280	筹资活动现金流	7,047	-397	-40	-40
营业外收支	-28	59	-5	0	现金净流量	21,295	-4,275	4,123	4,647
利润总额	2,597	4,493	5,477	6,280	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-692	-899	-548	-314	成长能力 (%)				
净利润	3,288	5,392	6,025	6,594	营业收入增长率	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%
归属于母公司净利润	3,324	5,392	6,025	6,594	净利润增长率	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%
YoY(%)	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.61	0.99	1.11	1.21	毛利率	14.3%	16.1%	16.7%	16.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	3.9%	5.8%	5.9%	5.8%
货币资金	32,002	27,727	31,850	36,497	总资产收益率 ROA	2.7%	4.2%	4.3%	4.3%
预付款项	461	715	719	787	净资产收益率 ROE	6.2%	9.1%	9.2%	9.1%
存货	5,968	5,788	6,302	7,127	偿债能力 (%)				
其他流动资产	34,460	39,341	43,218	47,402	流动比率	1.16	1.15	1.18	1.20
流动资产合计	72,890	73,571	82,089	91,813	速动比率	1.04	1.04	1.06	1.08
长期股权投资	12,109	12,109	12,109	12,109	现金比率	0.51	0.43	0.46	0.48
固定资产	26,437	31,786	35,232	38,685	资产负债率	55.8%	53.7%	53.2%	52.8%
无形资产	4,946	5,714	6,043	6,419	经营效率 (%)				
非流动资产合计	48,026	54,200	57,909	61,679	总资产周转率	0.70	0.73	0.73	0.74
资产合计	120,916	127,771	139,998	153,493	每股指标 (元)				
短期借款	578	230	230	230	每股收益	0.61	0.99	1.11	1.21
应付账款及票据	40,693	42,380	46,763	51,878	每股净资产	9.82	10.87	12.03	13.30
其他流动负债	21,322	21,132	22,650	24,151	每股经营现金流	1.96	1.13	1.85	1.97
流动负债合计	62,593	63,742	69,644	76,260	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	955	955	955	955	估值分析				
其他长期负债	3,887	3,887	3,887	3,887	PE	-36.76	29.52	18.19	16.22
非流动负债合计	4,843	4,843	4,843	4,843	PB	1.83	1.65	1.50	1.35
负债合计	67,435	68,585	74,486	81,102					
股本	5,363	5,363	5,363	5,363					
少数股东权益	70	70	70	70					
股东权益合计	53,480	59,187	65,511	72,391					
负债和股东权益合计	120,916	127,771	139,998	153,493					

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。