

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

汽车零部件 II

长安汽车(000625)

买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 01 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	7,615/7,112
总市值/流通(百万元)	157,030/120,618
上证综指/深圳成指	3,544/14,328
12 个月最高/最低(元)	28.38/11.71

相关研究报告:

《长安汽车-000625-重大事件快评: 自主持续向上, 联手华为、宁德时代打造高端品牌》——2020-11-16
 《长安汽车-000625-2020 年 8 月产销点评: 定增获批, 8 月销量同比增长 35.51%》——2020-09-08
 《长安汽车-000625-2020 年 7 月产销点评: UNIT 销量过万, 7 月销量同比增长 38.47%》——2020-08-10
 《长安汽车-000625-2020H1 业绩预告点评: 业绩符合预期, 基本面持续向上》——2020-07-15
 《长安汽车-000625-2020 年 6 月产销点评: 强势 α 叠加行业回暖 β, 6 月销量同比增长 37.03%》——2020-07-09

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814
 E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

证券分析师: 戴仕远

电话:
 E-MAIL: daishiyuan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩符合预期, 产品和项目有序推进

● 2021H1 净利润为 17 亿元, 符合预期

公司 2021 年 H1 实现营收 567.85 亿元, 同比+73%; 2021 年 H1 实现归母净利润 17.29 亿元, 同比-34%, 业绩预告为 16-19 亿元, 符合预期。Q2 实现营收 247.57 亿元, 同比+17%; 归母净利润 8.76 亿元, 同比-56%。

● 毛利率改善, 费用管控得当

公司 2021H1 年毛利率为 15.32%, 同比上升 6.03pct, 净利率为 3.18%, 同比下降 4.76pct。拆单季度看, 2021Q2 毛利率为 16.88%, 同比上升 7.27pct; 净利率为 3.84%, 同比下降 5.48pct。从费用端来看, 2021H1 期间费用率为 9.91%, 同比-1.69pct; 2021Q2 期间费用率为 11.17%, 同比+1.38pct。

● 推进第三次创业, 重点产品表现可圈可点、项目里程碑有序推进

2021 年上半年, 公司围坚定推进“第三次创业”, 聚焦规模、市占率、利润提升, 强化营销牵引、狠抓经营质量提升, 上半年实现销量 120.1 万辆, 同比增长 44.5%, 市占率同比提升 1.2 个百分点, 其中长安系中国品牌乘用车销售 66.0 万辆, 同比增长 68.3%, 重回中国品牌乘用车企业第一。公司成立专责组, 瞄准汽车产业科技发展主要方向, 打造长安硬核“科技轮”。UNI-K、全新 CS35PLUS、2021 款 CS75PLUS、2021 款逸动 PLUS、2021 款 CS95、2021 款 CS85COUPE、奔奔 E-Star 国民版等车型正式上市。

● 风险提示:

汽车行业复苏进度低于预期, 疫情影响后期需求复苏不及预期。

● 投资逻辑: 维持“买入”评级

公司智能化布局早, 同时着力推动拥护、品牌、产品、服务模式四大转型, 有望受益于自主崛起机遇。我们预计 21/22/23 年净利润为 49.8/64.4/71.9 亿元(原盈利预测 20/21/22 年净利润分别为 62.15/50.39/56.42 亿), 合理估值区间为 25.4-29.6 元(对于 2022 年 30-35 倍市盈率), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

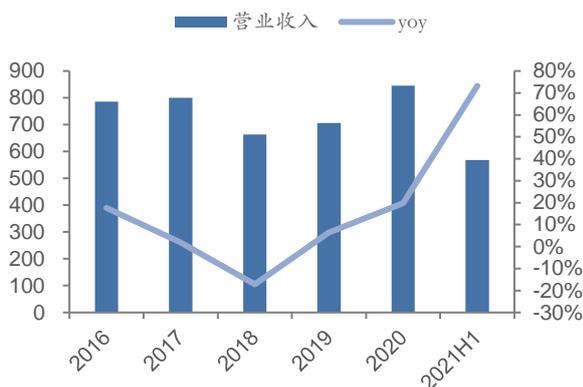
	2018	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	84,566	101,098	115,929	130,594
(+/-%)	19.8%	19.6%	14.7%	12.7%
净利润(百万元)	3324	4976.16	6440.14	7194.19
(+/-%)	-225.6%	49.7%	29.4%	11.7%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.65	0.85	0.94
EBIT Margin	1.4%	1.1%	1.8%	1.8%
净资产收益率(ROE)	6.2%	8.7%	10.5%	10.8%
市盈率(PE)	67.0	44.7	34.6	30.9
EV/EBITDA	52.3	67.5	53.3	50.1
市净率(PB)	4.17	3.91	3.63	3.35

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

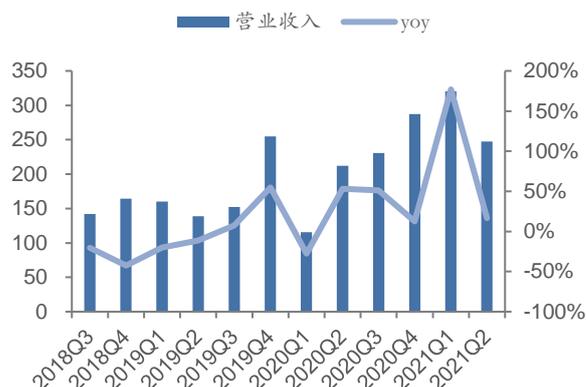
2021H1 净利润为 17 亿元,符合预期。公司 2021 年 H1 实现营收 567.85 亿元,同比+73%; 2021 年 H1 实现归母净利润 17.29 亿元,同比-34%,业绩预告为 16-19 亿元,符合预期;扣非 7.40 亿元,同比+128%。Q2 实现营收 247.57 亿元,同比+17%;归母净利润 8.76 亿元,同比-56%;扣非归母净利润 0.20 亿元,同比+102%。从投资净收益来看,2021Q2 公司投资净收益为 0.44 亿元,2021H1 投资净收益为 3.28 亿元。

图 1: 公司营业收入 (亿元) 及增速



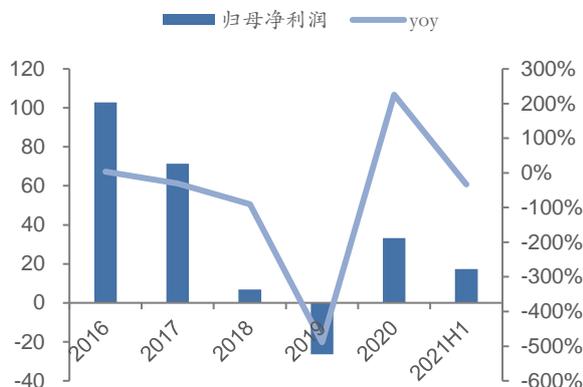
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入 (亿元) 及增速



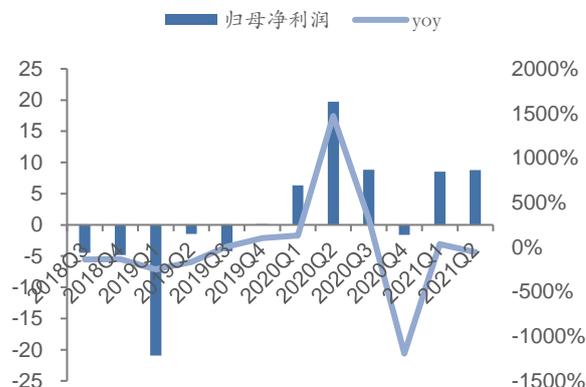
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司净利润 (亿元) 及增速



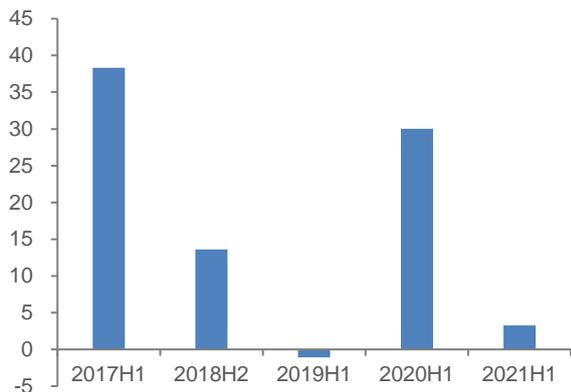
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度净利润 (亿元) 及增速



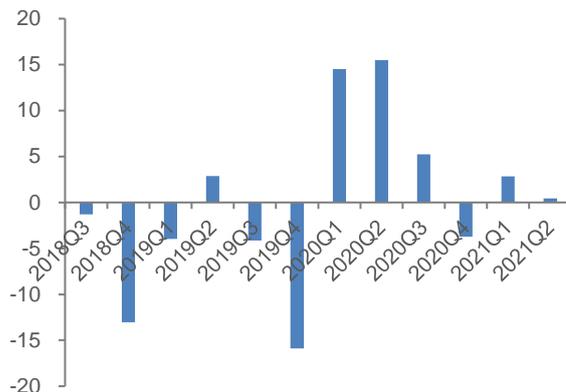
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司投资净收益 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司投资净收益 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

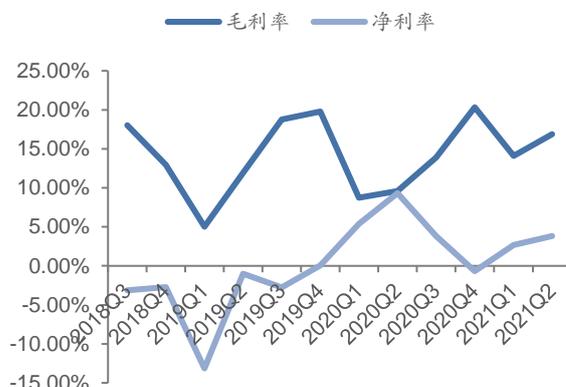
毛利率改善, 费用管控得当。公司 2021H1 年毛利率为 15.32%, 同比上升 6.03pct, 净利率为 3.18%, 同比下降 4.76pct。拆单季度看, 2021Q2 毛利率为 16.88%, 同比上升 7.27pct; 净利率为 3.84%, 同比下降 5.48pct。从费用端来看, 2021H1 期间费用率为 9.91%, 同比-1.69pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.78/3.90/2.63/-0.41pct, 同比-0.1/+0.35/-1.83/-0.11pct; 2021Q2 期间费用率为 11.17%, 同比+1.38pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.59/3.93/3.17/-0.52pct, 同比+1.66/+0.53/-0.44/-0.19pct。

图 7: 公司毛利率和净利率



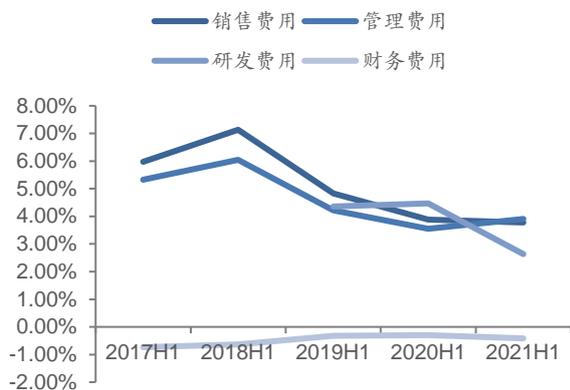
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司单季度毛利率和净利率



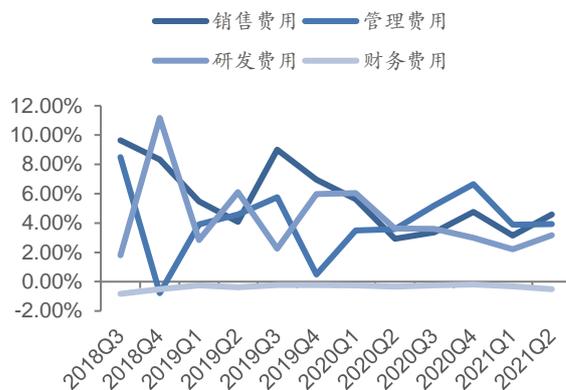
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司季度期间费用率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

推进“第三次创业”，重点产品表现可圈可点。2021年上半年，公司坚定推进“第三次创业——创新创业计划”，聚焦规模、市占率、利润提升，强化营销牵引、狠抓经营质量提升，上半年实现销量 120.1 万辆，同比增长 44.5%，市占率同比提升 1.2 个百分点，其中长安系中国品牌乘用车销售 66.0 万辆，同比增长 68.3%，重回中国品牌乘用车企业第一。CS75 系列上半年累计销量 17.4 万辆，同比增长 58.9%，其中 CS75PLUS 销售 12.8 万辆，跃居中国品牌紧凑型 SUV 第二；逸动 PLUS 销量 9.1 万辆，上半年持续保持月销 1.2 万辆以上；欧尚 X5 销量 6.4 万辆，上市以来快速上量，上半年销量跻身中国品牌紧凑型 SUV 前五；林肯冒险家销量 2.5 万辆，保持细分市场第五地位。

助推新产品开发，项目里程碑有序推进。公司成立专责组，瞄准汽车产业科技发展主要方向，打造长安硬核“科技轮”。UNI-K、全新 CS35PLUS、2021 款 CS75PLUS、2021 款逸动 PLUS、2021 款 CS95、2021 款 CS85COUPE、奔奔 E-Star 国民版等车型正式上市。

技术攻关持续深入，创新能力逐步提升。不断提高技术成果转化效率，APA6.0 远程智能泊车技术首发；智能座舱平台、智能网联整车验证等项目取得阶段性进展，L3 级自动驾驶样车（UNI-K），以满分成绩斩获 2021 世界智能驾驶挑战赛金奖。动力系统有序迭代，发布蓝鲸 iDD 混动系统，首发车型 NEDC 工况综合油耗 0.8L/100km，达行业领先水平；长安汽车首台 NE15TG-AE 发动机点火成功。长安逸动 PLUS 荣膺“车内空气质量综合最优标杆车型”；长安汽车与重庆青山联合研发的 DF727 变速器荣膺“龙蟠杯世界十佳变速器”。

品牌管理、标签打造、传播模式、舆情管控“四位一体”加速转型，助力品牌向上提升。强化集团品牌统筹，健全品牌运营管理体系。进一步完善长安汽车品牌价值体系、长安汽车视觉识别基础规范，焕新集团品牌管理原则，明确长安汽车与欧尚汽车品牌区隔原则，启动集团品牌运营管理体系（CA-BMS）搭建，助力品牌溢价提升。深化蓝鲸动力品牌标签，不断注入新的技术活力，以技术拉开与自主品牌的差距，持续夯实“中国品牌技术担当。打造“伙伴”标签，“有你真好”春节营销线上话题流量超过 70 亿，助力品牌“伙伴”形象深化提升。应对持续的疫情形势，深度推进品牌活动直播化。针对线下车展同步构建线上

“云车展”平台，充分运用网络及技术手段扩大品牌传播。

盈利预测与估值对标分析

进入智能汽车时代，汽车商业模式发生变化，软件要求提升、产品迭代周期加快。我们认为国内自主车企一方面相对外资品牌转型包袱小、掣肘少，另一方面具备“华为+宁德时代+核心零部件”的供应链优势，迎来崛起的机遇。公司智能化布局早，同时着力推动拥护、品牌、产品、服务模式四大转型，有望受益于自主崛起机遇。我们预计 21/22/23 年净利润为 49.8/64.4/71.9 亿元（原盈利预测 20/21/22 年净利润分别为 62.15/50.39/56.42 亿），对应每股收益分别为 0.65/0.85/0.94 元，合理估值区间为 25.4-29.6 元（对于 2022 年 30-35 倍市盈率），维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600104.SH	上汽集团	买入	19.32	2257	1.75	2.23	2.55	11.05	8.66	7.58
601238.SH	广汽集团	增持	18.48	1914	0.58	0.81	1.08	32.06	22.71	17.17
601633.SH	长城汽车	买入	66.12	6085	0.58	0.96	1.32	113.14	69.20	50.13
平均					0.97	1.33	1.65	52.08	33.52	24.96
000625.SZ	长安汽车	买入	20.62	1570	0.44	0.65	0.85	47.24	31.56	24.38

资料来源: WIND、国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	32002	23856	24488	28129	营业收入	84566	101098	115929	130594
应收款项	30513	36008	41290	46513	营业成本	72473	86136	98772	111266
存货净额	5968	7088	8143	9188	营业税金及附加	3228	3033	3478	3918
其他流动资产	4203	5055	5796	6530	销售费用	3413	4044	4058	4571
流动资产合计	72890	72333	80241	91196	管理费用	4274	6769	7501	8425
固定资产	27485	29196	31599	34039	财务费用	(210)	(200)	(200)	(200)
无形资产及其他	4946	4748	4550	4353	投资收益	3154	2900	3000	3300
投资性房地产	3486	3486	3486	3486	资产减值及公允价值变动	3553	1533	2124	2403
长期股权投资	12109	11446	11665	11884	其他收入	(5470)	0	0	0
资产总计	120916	121209	131541	144957	营业利润	2624	5750	7444	8317
短期借款及交易性金融负债	678	368	425	490	营业外净收支	(28)	11	11	11
应付款项	40693	37801	40716	45939	利润总额	2597	5761	7456	8329
其他流动负债	21222	21307	24296	27408	所得税费用	(692)	864	1118	1249
流动负债合计	62593	59476	65438	73838	少数股东损益	(36)	(79)	(103)	(115)
长期借款及应付债券	955	955	955	955	归属于母公司净利润	3324	4976	6440	7194
其他长期负债	3887	3832	3717	3719					
长期负债合计	4843	4787	4673	4674	现金流量表 (百万元)				
负债合计	67435	64263	70111	78512	净利润	3324	4976	6440	7194
少数股东权益	70	52	29	7	资产减值准备	1104	143	129	146
股东权益	53410	56894	61402	66438	折旧摊销	4371	3133	3371	3597
负债和股东权益总计	120916	121209	131541	144957	公允价值变动损失	(3553)	(1533)	(2124)	(2403)
					财务费用	(210)	(200)	(200)	(200)
					营运资本变动	9583	(10186)	(1161)	1481
					其它	(1140)	(161)	(152)	(168)
					经营活动现金流	13689	(3628)	6504	9848
					资本开支	(6751)	(3256)	(3582)	(3582)
					其它投资现金流	2215	(123)	(196)	(314)
					投资活动现金流	(5637)	(2715)	(3997)	(4114)
					权益性融资	6343	0	0	0
					负债净变化	900	0	0	0
					支付股利、利息	(45)	(1493)	(1932)	(2158)
					其它融资现金流	5831	(310)	57	65
					融资活动现金流	13883	(1803)	(1875)	(2093)
					现金净变动	21936	(8146)	632	3641
					货币资金的期初余额	10066	32002	23856	24488
					货币资金的期末余额	32002	23856	24488	28129
					企业自由现金流	8693	(9360)	431	3549
					权益自由现金流	15424	(9077)	944	4113

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032