

000625.SZ

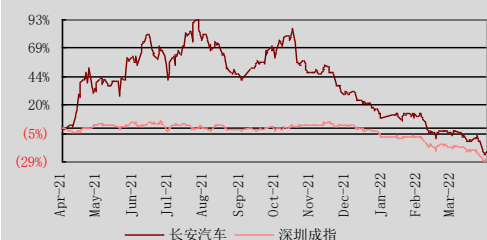
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 9.52

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(38.1)	(15.1)	(25.5)	(19.1)
相对深证成指	(10.0)	(4.0)	(5.3)	7.1

发行股数(百万)	7,632
流通股(%)	77
总市值(人民币 百万)	72,658
3 个月日均交易额(人民币 百万)	838
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
中国长安汽车集团有限公司	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 28 日收市价为标准

相关研究报告

《长安汽车: 经营业绩持续改善, 销量目标彰显雄心》 20210831

《长安汽车: 积分及减值拖累业绩, 华为合作前景看好》 20210423

《长安汽车: Q3 业绩符合预期, 自主合资新品周期延续》 20201104

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 乘用车

证券分析师: 朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

长安汽车

经营质量持续改善, 品牌向上产品提速

公司近日发布业绩报告, 2021 年共实现营业收入 1051.4 亿元 (+24.3%), 归母净利润 35.5 亿元 (+6.9%)。2022 年一季度实现营业收入 345.8 亿元 (+8.0%), 归母净利润 45.4 亿元 (+431.4%), 业绩超出预期。国内乘用车有望迎来持续上行周期, 自主头部集中化趋势明显, 公司自主品牌竞争力突出, 销量表现优异, 后续品牌向上产品提速, 发展前景看好。我们预计公司 2022-2024 年每股收益分别 0.64 元、0.66 元和 0.78 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **经营质量持续改善, 22Q1 业绩超出预期。**2021 年公司共销售汽车 230.1 万辆 (+14.8%), 其中自主 (重庆+河北+合肥长安口径)、福特销量分别增长 22.5%、20.3%, 表现优于行业平均水平 (+6.5%)。自主销量提升, 全年收入增长 24.3%。毛利率提升 1.9pct, 预计主要是产品结构提升所致。销售费用增长 36.4%, 主要是广告促销及销售服务费增加所致; 管理费用下降 16.1%, 主要是工资及福利费用、油耗负积分费用减少所致; 研发费用增长 21.7%, 主要是工资福利等费用增加; 财务费用下降 271.2%, 主要是利息收入增加所致; 四项费用率下降 1.8pct。此外投资收益减少 21.4 亿元, 公允价值变动损益减少 19.9 亿元, 资产及信用减值减少 5.8 亿元, 资产处置收益增加 6.6 亿元, 综合影响下实现归母净利润 35.5 亿元 (+6.9%)。其中 21Q4 销售整车 56.8 万辆 (-10.2%), 销量下降主要是芯片短缺所致; 收入下降 9.7%, 毛利率下降 1.5pct, 管理费用减少 (积分费用降低), 四项费用率下降 2.0pct, 投资净收益增加、资产信用减值损失减少, 实现归母净利润 5.6 亿元。22Q1 销量 65.1 万辆 (+1.6%), 收入增长 8.0%, 毛利率提升 4.1pct (自主品牌结构改善), 期间费用率降低 0.9pct (预计双积分费用减少), 扣非净利润 22.7 亿 (+215.2%), 加上阿维塔出表收益 21.3 亿元, 实现归母净利润 45.4 亿元 (+431.4%), 业绩超出预期。

■ **自主销量快速增长, 长安福特业绩改善。**2021 年自主品牌延续了前期强势表现, 全年销量达到 127.0 万辆 (+22.5%), 其中 CS75Plus、逸动 Plus、Uni-T/K 等车型表现出色。2022 年第二代 CS75Plus 近日升级上市, 纯电领域 LUMIN、C385、阿维塔 11 都将于年内上市, UNI 系列电气化产品完善布局, 新品上市有望助力销量增长。此外平台化有助于降低成本及提升毛利率, 推动业绩改善。合资品牌方面, 2021 年福特销量增长 20.3%, 福特探险者、林肯冒险家、航海家等表现良好, 全年利润增加近 23 亿元。2022 年福特蒙迪欧、锐界、林肯 Z 等新上市, 有望取得较好表现, 助力业绩提升。

■ **品牌向上产品提速, 发展前景看好。**品牌方面, 公司发布全新数字纯电品牌长安深蓝, 与华为、宁德时代合作打造高端 SEV 品牌阿维塔, 优化 UNI、长安乘用车、欧尚及凯程等品牌策略。产品方面, 公司计划 2025 年前推出 30 余款产品, 包括阿维塔 4 款、深蓝品牌 5 款等。此外公司计划到 2025 年实现长安品牌销量 300 万辆, 其中新能源占比达到 35%。公司整体品牌向上发展, 产品周期加速, 利好未来销量及业绩提升。

估值

■ 考虑投资收益等影响, 我们调整了盈利预测, 预计公司 2022-2024 年每股收益分别 0.64 元、0.66 元和 0.78 元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 销量低于预期; 2) 车市竞争加剧, 盈利能力低于预期; 3) 原材料等上涨。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	84,566	105,142	116,707	127,211	137,388
变动(%)	20	24	11	9	8
净利润(人民币 百万)	3,324	3,552	6,369	6,581	7,762
全面摊薄每股收益(人民币)	0.335	0.358	0.642	0.663	0.782
变动(%)	(225.6)	6.9	79.3	3.3	17.9
先前预测每股收益(人民币)			0.494	0.603	
调整幅度(%)			30	10	
全面摊薄市盈率(倍)	28.4	26.6	14.8	14.4	12.2
价格/每股现金流量(倍)	8.8	4.1	39.9	20.1	5.0
每股现金流量(人民币)	1.08	2.32	0.24	0.47	1.90
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	4.4	2.9	2.1	0.0
每股股息(人民币)	0.168	0.179	0.193	0.199	0.235
股息率(%)	1.8	1.9	2.0	2.1	2.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021 年业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021 年	2020 年	同比变动(%)
营业总收入	1,051.4	845.7	24.3
营业利润	37.3	26.2	42.2
净利润	36.0	32.9	9.6
归属于上市公司股东的净利润	35.5	33.2	6.9
扣非后归属于上市公司股东的净利润	16.5	(32.5)	150.9
营业成本	876.5	721.0	21.6
毛利润	174.9	124.6	40.3
销售费用	46.5	34.1	36.4
管理费用	35.0	41.7	(16.1)
研发费用	35.2	28.9	21.7
财务费用	(7.8)	(2.1)	(271.2)
资产+信用减值损失	(10.4)	(16.3)	(35.9)
销售费用率(%)	4.4	4.0	
管理费用率(%)	3.3	4.9	
研发费用率(%)	3.3	3.4	
财务费用率(%)	(0.7)	(0.2)	
毛利率(%)	16.6	14.7	
净利率(%)	3.4	3.9	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2021 年四季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2021Q4	2020Q4	同比变动(%)
营业收入	259.4	287.2	(9.7)
营业利润	5.7	(5.5)	203.6
净利润	5.4	(2.0)	374.3
归属于上市公司股东的净利润	5.6	(1.6)	446.4
扣非后归属于上市公司股东的净利润	(0.9)	(11.5)	92.4
营业成本	210.4	228.8	(8.0)
毛利润	49.0	58.4	(16.1)
销售费用	15.0	13.7	10.2
管理费用	5.6	19.1	(70.7)
研发费用	14.3	8.6	66.8
财务费用	(3.2)	(0.6)	(485.0)
资产+信用减值损失	(7.6)	(14.0)	(45.7)
销售费用率(%)	5.8	4.8	
管理费用率(%)	2.2	6.7	
研发费用率(%)	5.5	3.0	
财务费用率(%)	(1.3)	(0.2)	
毛利率(%)	18.9	20.3	
净利率(%)	2.1	(0.7)	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2022 年一季度业绩摘要

(人民币, 亿元)	2022Q1	2021Q1	同比变动(%)
营业收入	345.8	320.3	8.0
营业利润	45.2	7.8	479.3
净利润	45.3	8.6	430.1
归属于上市公司股东的净利润	45.4	8.5	431.4
扣非后归属于上市公司股东的净利润	22.7	7.2	215.2
营业成本	282.8	275.1	2.8
毛利润	63.0	45.2	39.3
销售费用	12.1	10.1	19.7
管理费用	8.1	12.4	(34.8)
研发费用	9.6	7.1	35.3
财务费用	(2.1)	(1.1)	(98.8)
资产+信用减值损失	(0.0)	(0.0)	76.5
销售费用率(%)	3.5	3.2	
管理费用率(%)	2.3	3.9	
研发费用率(%)	2.8	2.2	
财务费用率(%)	(0.6)	(0.3)	
毛利率(%)	18.2	14.1	
净利率(%)	13.1	2.7	

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 销量摘要

销量(万辆)	21Q1	同比(%)	21Q2	同比(%)	21Q3	同比(%)	21Q4	同比(%)	21 年	同比(%)	22Q1	同比(%)
自主合计 (重庆+河北+合肥长安)	39.0	123.3	31.1	26.8	28.2	(1.5)	28.7	(13.3)	127.0	22.5	40.0	2.5
长安福特	6.4	111.4	5.7	(15.5)	8.8	26.7	9.5	10.7	30.5	20.3	6.0	(6.4)
长安马自达	2.9	69.1	3.1	(19.9)	3.3	(14.3)	3.9	(8.6)	13.2	(3.6)	4.1	39.9
其他	15.7	95.2	16.1	(9.0)	12.8	(12.0)	14.7	(15.1)	59.3	2.9	15.0	(4.3)
合计	64.1	111.6	56.0	6.0	53.1	(1.6)	56.8	(10.2)	230.1	14.8	65.1	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	84,566	105,142	116,707	127,211	137,388
销售成本	(75,702)	(91,621)	(101,185)	(109,656)	(118,291)
经营费用	(4,845)	(8,702)	(8,684)	(9,435)	(10,150)
息税折旧前利润	4,019	4,818	6,838	8,120	8,947
折旧及摊销	(4,371)	(4,000)	(4,570)	(4,922)	(5,275)
经营利润(息税前利润)	(351)	818	2,268	3,198	3,671
净利息收入/(费用)	210	781	745	766	913
其他收益/(损失)	5,989	2,222	4,078	3,363	4,058
税前利润	2,597	3,821	7,091	7,327	8,642
所得税	692	(216)	(709)	(733)	(864)
少数股东权益	36	(52)	(13)	(13)	(16)
净利润	3,324	3,552	6,369	6,581	7,762
核心净利润	3,324	3,552	6,369	6,581	7,762
每股收益(人民币)	0.335	0.358	0.642	0.663	0.782
核心每股收益(人民币)	0.335	0.358	0.642	0.663	0.782
每股股息(人民币)	0.168	0.179	0.193	0.199	0.235
收入增长(%)	20	24	11	9	8
息税前利润增长(%)	(125)	(333)	177	41	15
息税折旧前利润增长(%)	(26)	20	42	19	10
每股收益增长(%)	(226)	7	79	3	18
核心每股收益增长(%)	(226)	7	79	3	18

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	2,597	3,821	7,091	7,327	8,642
折旧与摊销	4,371	4,000	4,570	4,922	5,275
净利息费用	(210)	(781)	(745)	(766)	(913)
运营资本变动	10,345	16,446	3,007	(5,913)	9,473
税金	(2,595)	(165)	(709)	(733)	(864)
其他经营现金流	(7,082)	(349)	(10,843)	(144)	(2,810)
经营活动产生的现金流	10,676	22,972	2,370	4,692	18,803
购买固定资产净值	(482)	(429)	2,800	3,300	3,300
投资减少/增加	2,014	(123)	3,000	2,300	3,000
其他投资现金流	2,073	(938)	(5,600)	(6,600)	(6,600)
投资活动产生的现金流	3,605	(1,489)	200	(1,000)	(300)
净增权益	(1,665)	(1,778)	(1,911)	(1,974)	(2,329)
净增债务	1,348	(480)	(53)	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	7,363	(364)	1,251	663	692
融资活动产生的现金流	7,047	(2,596)	(660)	(1,208)	(1,416)
现金变动	21,328	18,887	1,910	2,484	17,087
期初现金	10,066	32,002	51,976	53,886	56,371
公司自由现金流	14,281	21,482	2,570	3,693	18,503
权益自由现金流	15,419	20,221	1,773	2,927	17,591

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	32,002	51,976	53,886	56,371	73,458
应收帐款	30,513	25,943	34,680	39,277	35,726
库存	5,968	6,853	6,633	7,887	8,121
其他流动资产	4,408	6,368	5,595	5,402	5,803
流动资产总计	72,890	91,140	100,795	108,937	123,108
固定资产	27,485	22,786	21,808	21,039	19,977
无形资产	5,543	5,114	4,321	3,469	2,556
其他长期资产	14,939	16,301	16,968	18,114	19,127
长期资产总计	47,967	44,200	43,098	42,622	41,660
总资产	120,916	135,405	142,953	149,614	161,819
应付帐款	40,693	47,943	51,855	54,986	60,562
短期债务	578	19	500	500	500
其他流动负债	21,322	28,145	25,397	24,538	25,856
流动负债总计	62,593	76,107	77,752	80,024	86,918
长期借款	955	600	600	600	600
其他长期负债	3,887	2,832	3,704	3,474	3,337
股本	5,363	7,632	9,922	9,922	9,922
储备	47,928	48,659	50,828	55,435	60,868
股东权益	53,291	56,291	60,750	65,356	70,790
少数股东权益	70	133	146	159	175
总负债及权益	120,916	135,405	142,953	149,614	161,819
每股帐面价值(人民币)	5.37	5.67	6.12	6.59	7.13
每股有形资产(人民币)	8.90	6.71	5.69	6.24	6.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.68)	(6.73)	(5.32)	(5.57)	(7.29)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4.8	4.6	5.9	6.4	6.5
息税前利润率(%)	(0.4)	0.8	1.9	2.5	2.7
税前利润率(%)	6.9	3.6	6.1	5.8	6.3
净利率(%)	7.8	3.4	5.5	5.2	5.6
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	28.4	26.6	14.8	14.4	12.2
核心业务市盈率(倍)	28.4	26.6	14.8	14.4	12.2
市净率(倍)	1.8	1.7	1.6	1.4	1.3
价格/现金流(倍)	8.8	4.1	39.9	20.1	5.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	4.4	2.9	2.1	0.0
周转率					
存货周转天数	22.5	25.5	24.3	24.2	24.7
应收帐款周转天数	125.5	98.0	94.8	106.1	99.6
应付帐款周转天数	157.6	153.8	156.1	153.3	153.5
回报率					
股息支付率(%)	25.3	50.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.5	6.5	10.9	10.4	11.4
资产收益率(%)	(0.3)	0.6	1.5	2.0	2.1
已运用资本收益率(%)	1.7	1.6	2.7	2.6	2.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371