

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

长安汽车（000625）

买入

汽车零部件 II

2020 年 6 月产销点评

（维持评级）

2020 年 07 月 09 日

强势 α 叠加行业回暖 β ，6 月销量同比增长 37.03%

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：何俊艺

0755-81981823

hejunyi@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080001

事项：

长安汽车 2020 年 6 月单月实现销量 19.40 万辆，同比增长 37.03%。

国信汽车观点：

公司 6 月单月实现销量 19.40 万辆，同比增长 37.03%，其中自主、福特、马自达分别同比增长 32.7%、30.7%、36.9%，显著超越行业。行业层面，中汽协预计重点企业 6 月全国销量 228 万辆，同比+11.7%，环比+4%，延续 5 月惊人的复苏趋势，汽车行业景气度进一步确定触底反弹。车型方面，长安在 6 月先后公布 UNI-T 和福特探险者，两款车型在性能、造型、价格上先后超出市场预期。从 UNI-T 车型来看，在动力、内饰、材料和智能化方面较竞品吉利 ICON、领克 02 等竞品而言优势明显，更能抓住年轻用车群体的需求。就福特探险者而言，销售价格显著低于市场预期，销量主力的四驱车型价位区间在 33-40 万，作为全尺寸 7 座 SUV，从性价比而言显著优于竞品奔驰 GLC、宝马 X3 和奥迪 Q5L。从长期来看，我们看好两款车型和长安自主明星车型 CS75 系列、逸动 P 继续放量上涨，引领在乘用车行业全面复苏。我们维持公司 20/21/22 年净利润分别为 62.15/50.39/56.42 亿，维持每股收益分别为 1.29/1.05/1.17 元。由于公司 2020 年利润中包含由于销售 PSA 股权以及新能源子公司增资扩股带来的约 35 个亿一次性投资收益，因此 2020 年经营性利润我们预计为 27 亿。维持合理估值区间为 15.75-18.90 元（维持 21 年 15-18 倍市盈率），维持“买入”评级。

评论：

■ 6 月集团单月同比增长 37.0%，延续 5 月份强势的复苏趋势

长安汽车 6 月单月实现销量 19.44 万辆，同比增长 37.0%。1-6 月长安汽车累计实现销量 83.10 万辆，同比上升 0.7%。

长安福特 6 月单月销售 2.21 万辆，同比增长 36.9%。1-6 月长安福特累计实现销量 9.74 万辆，同比上涨 29.6%。

长安马自达 6 月单月销售 1.26 万辆，同比增长 30.7%。1-6 月长安马自达累计实现销量 5.6 万辆，同比下滑-8.4%。

长安自主 6 月单月销售 9.13 万辆，同比增长 32.7%。1-6 月长安自主累计实现销量 42.01 万辆，同比上涨 7.2%。

■ 行业逐步回暖，叠加自身强势产品周期

行业层面，需求持续回暖。根据中汽协快报，6 月汽车行业销量预计完成 228 万辆，环比增长 4%，同比增长 11%；

1-6 月汽车行业累计销量预计完成 1024 万辆，同比下降 17%。抛开端午假期影响，销量降幅在月内持续收窄，环比增速平均保持在 10%以上，整体表现良好，乘用车行业库存相对合理。目前处于疫情平缓其阶段，各家车企通过重视品牌形象、产品技术和服务质量，提升汽车消费的吸引力。随着防疫管控逐步向常态化发展，上半年被抑制的消费需求将伴随各地出台的稳汽车消费政策带来的新增需求进一步释放，带动下半年度全行业汽车销量驶入向上通道。

公司层面来看，新车产品竞争力强劲

公司新发两款产品相对竞品而言性价比极高。以 UNI-T 为例，相对于吉利 ICON、领克 02、传祺 GS4 COUPE 而言，该款车型内部空间更大，动力性能更优秀，外观与内饰更具科技感，且凭借 L3 级别的智能驾驶为车主带来更好的驾驶体验。UNI-T 在 6 月上市 10 天销量达到 7414 辆，累计订单突破 20000 万辆，爆款潜质初步得到验证，后期 UNI 系列以及高端品牌帮助长安汽车在中档车型中重塑品牌形象。从长安福特来看，6 月新上市探险者终端反馈较好，所处中大型 SUV 细分市场竞品较少，有望维持较好的销量与盈利。其他规划新车型包括林肯飞行家、林肯航海家也将在今年陆续上市，公司将预计持续收益由长安福特新品周期带来的销量增长。

我们认为从福特的改善是缓慢的，18 年开始供应体系变革（本土化）、19 年开始渠道力改革（日系化），20-22 年主要依靠林肯国产、以及海外车型导入。预计 23 年开始可实现研发本土化。短期看锐界销量有望持续超预期（预计 6 月 6000），叠加近期大中型 SUV 探险者上市，数据有望持续改善。我们测算预计 6 月单月已可实现扭亏为盈。三季度我们预测有望贡献正向投资收益。

自主层面，CS75PLUS 从销量和折扣层面证明过自身产品力，后期 CS55Plus 蓝鲸版本延续 75plus 外观内饰设计风格，动力层面搭载蓝鲸 1.5T NE 发动机，产品力较强。3 月上市的逸动 plus 也是自主轿车品牌罕见的过万车型。此外，我们尤其看好 UNI-T，大概率成为 CROSS 级别爆款潜力。我们认为，自主这轮持续产生爆款并非偶尔，而是自主在产品力、渠道力、市场需求把控能力、供应体系把控能力等多维度提升，底层是管理和体制的一些变化。

整体来看 6 月集团以及旗下各子品牌同比均大幅上升。横向比较，中汽协预计 6 月全国销量 228 万辆，同比 +11%，长安安全集团销量同比 +37.0%，大幅领先行业，其中长安自主与福特仍然受益于新车型 UNI-T 和福特探险者上市带来的大量销售量，同比增长分别高达 30.7%和 36.9%。

■ 风险提示：

疫情放缓后三季度终端需求复苏后继乏力；

新车型上市进度和产量不及预期；

整车厂为保证全年销量目标在四季度引发价格战。

■ 核心观点：行业复苏叠加强势产品周期，维持“买入”评级

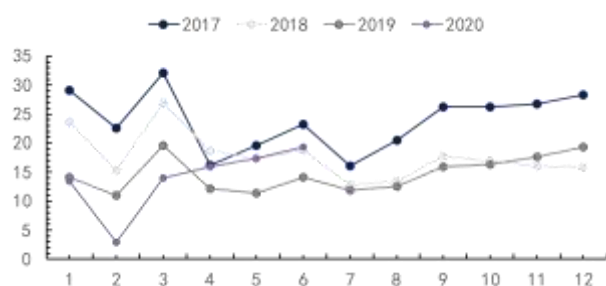
短期层面：六月份全行业需求复苏态势强劲，叠加极具性价比和吸引力的 UNI-T 和福特探险者车型，长安汽车销量同比大增。行业层面，中汽协预计 6 月全国销量 228 万辆，同比 +11%，长安安全集团销量同比 +37.0%，大幅领先行业。车型方面，长安自主在今年上半年发布了逸动 Plus 和 UNI-T 等重点车型，从中高端再次切入市场，重塑长安品牌形象。其中自主品牌在 CS75 系列和 CS55 系列等主力车型的上市后广受市场好评。6 月上市的 UNI-T 在动力、内饰及材料科技方面较吉利 ICON、领克 02、传祺 GS4 COUPE 而言等竞品而言具有明显的比较优势，目前预售订单供不应求。此外，长安福特层面，第六代福特探险者车型凭借超出市场预期价格和极高的动力参数，上市仅两周就已收获仅 2000 台订单。随着今年林肯飞行家、林肯航海家等车型进一步铺向市场，多款高端车型将充实

长安福特在高价位段 SUV 领域的优势地位，在新一轮周期中实现高额的车单利润，带动业绩改善。

长期层面：集团通过精简业务条线，出让持续亏损的长安 PSA 以使得公司优质资产更集中、提出摆脱对合资企业依赖的“第三次创业”，经过一些列改革的长安汽车已出现了明显触底回升的势头。经过降本增效与技术变现，长安自主和长安福特预计将实现产品上的协同和销量上回暖。

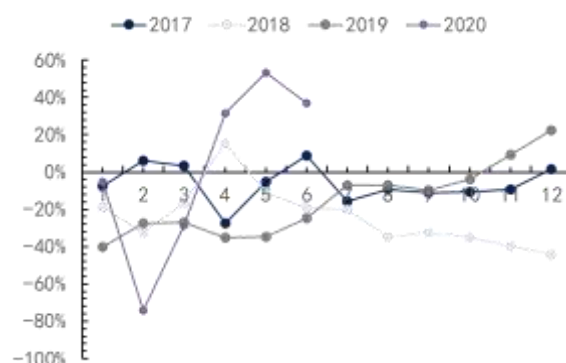
我们维持公司 20/21/22 年净利润分别为 62.15/50.39/56.42 亿，维持每股收益分别为 1.29/1.05/1.17 元。由于公司 2020 年利润中包含由于销售 PSA 股权以及新能源子公司增资扩股带来的约 35 个亿一次性投资收益，因此 2020 年经营性利润我们预计为 27 亿。维持合理估值区间为 15.75-18.90 元（维持 21 年 15-18 倍市盈率），维持“买入”评级。

图 1：长安汽车单月销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：长安汽车单月销量同比增速



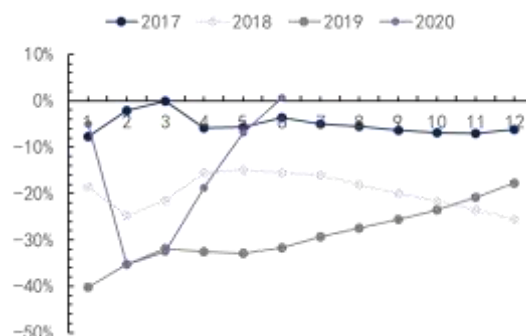
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：长安汽车累计销量（单位：万辆）



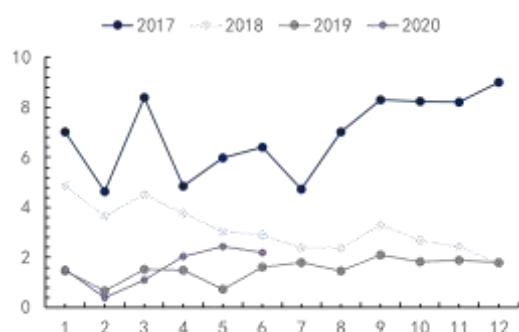
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：长安汽车累计销量同比增速



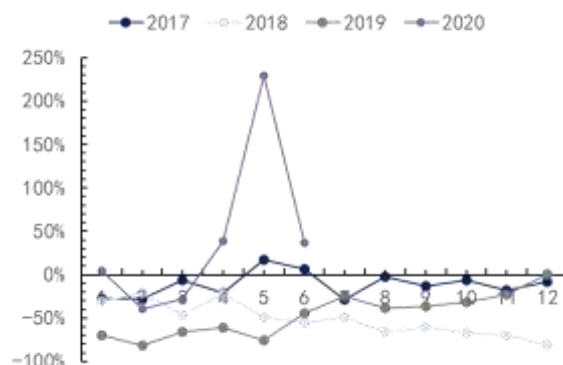
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：长安福特单月销量（单位：万辆）



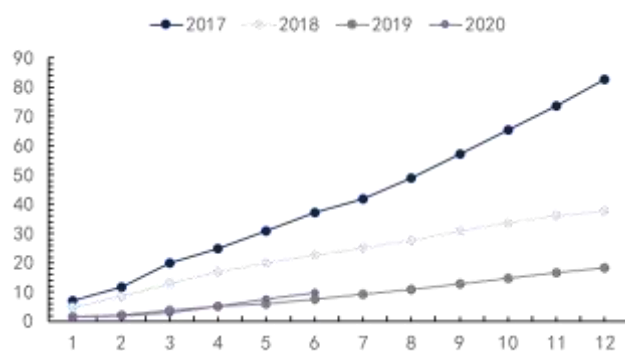
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：长安福特单月销量同比增速



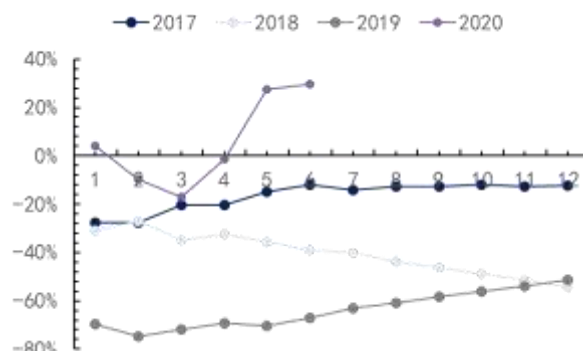
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：长安福特累计销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：长安福特累计销量同比增速



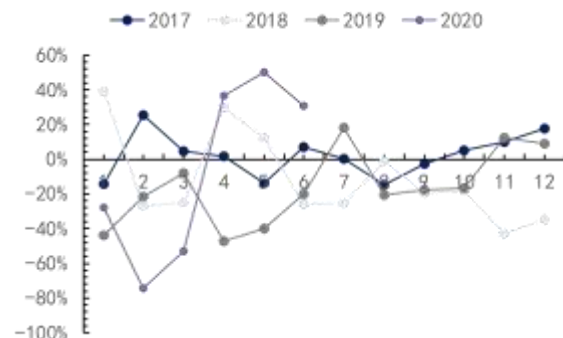
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：长安马自达单月销量（单位：万辆）



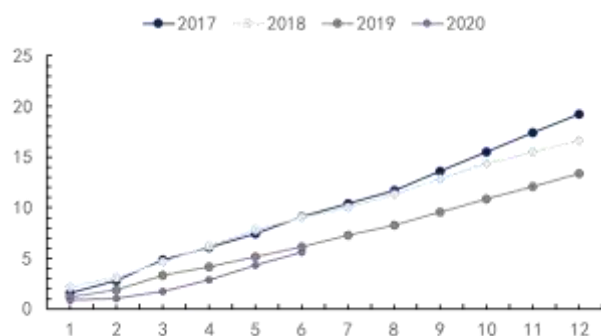
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：长安马自达单月销量同比增速



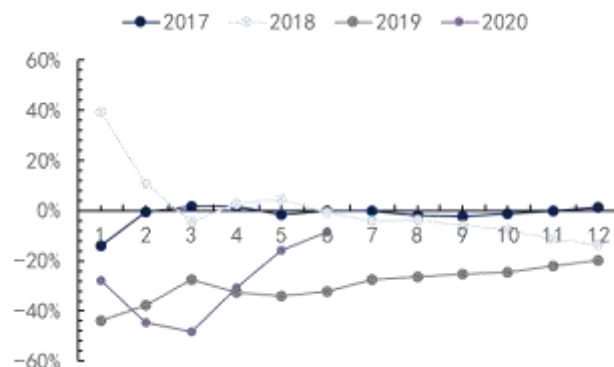
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 11: 长安马自达累计销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 长安马自达累计销量同比增速



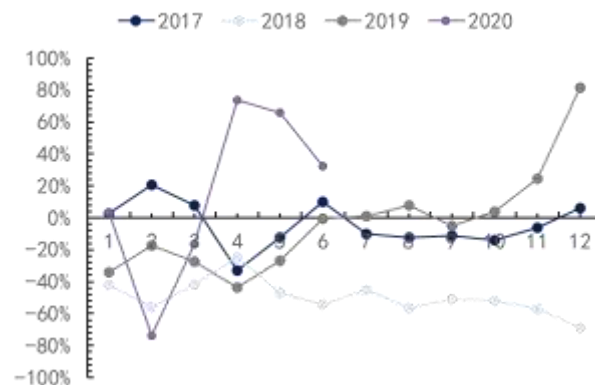
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 长安自主单月销量 (单位: 万辆)



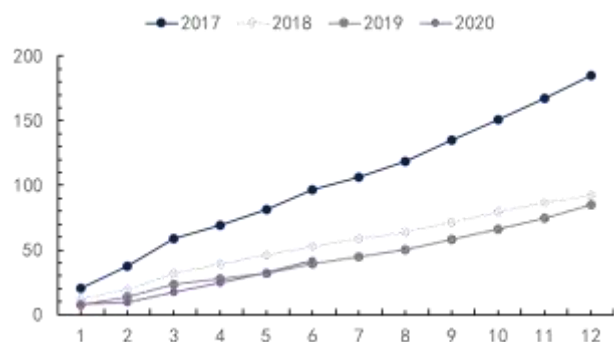
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 14: 长安自主单月销量同比增速



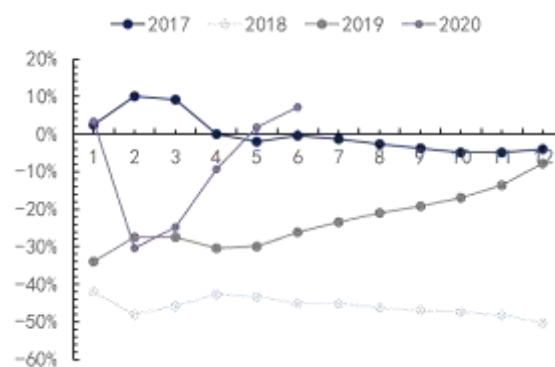
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 15: 长安自主累计销量 (单位: 万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 长安自主累计销量同比增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1：可比公司估值对标

代码	公司简称	股价	总市值	EPS (元)			PE			评级
		(元)	(亿)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
000625.SZ	长安汽车	12.95	622	1.29	1.05	1.17	10.01	12.34	11.02	买入
600104.SH	上汽集团	19.2	2243	2.19	2.22	2.50	8.78	8.64	7.70	买入
601238.SH	广汽集团	9.72	995	0.78	0.98	1.08	12.46	9.92	9.00	未评级
601633.SH	长城汽车	8.93	819	0.48	0.58	0.7	18.60	15.40	12.76	买入
平均							12.46	11.58	10.12	

资料来源: wind、国信证券经济研究所预测

备注: 未评级公司参照 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	10066	16234	21296	24434
应收款项	27644	30408	35882	38752
存货净额	3375	3741	4433	4789
其他流动资产	6102	6712	7920	8554
流动资产合计	49607	60966	75724	86440
固定资产	28669	31895	34938	37768
无形资产及其他	5210	5001	4793	4584
投资性房地产	3123	3123	3123	3123
长期股权投资	11008	8742	6475	4208
资产总计	97617	109727	125053	136123
短期借款及交易性金融负债	230	230	230	230
应付款项	32336	35836	42466	45881
其他流动负债	16668	18839	22273	24063
流动负债合计	49233	54905	64968	70173
长期借款及应付债券	55	55	55	55
其他长期负债	4394	4613	4831	5049
长期负债合计	4450	4668	4886	5105
负债合计	53683	59573	69855	75278
少数股东权益	(94)	(88)	(83)	(78)
股东权益	44028	50243	55281	60923
负债和股东权益总计	97617	109727	125053	136123

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	-0.55	1.29	1.05	1.17
每股红利	0.03	0.00	0.00	0.00
每股净资产	9.17	10.46	11.51	12.69
ROIC	8%	3%	4%	4%
ROE	-6%	12%	9%	9%
毛利率	15%	15%	15%	15%
EBIT Margin	1%	1%	1%	1%
EBITDA Margin	7%	5%	4%	4%
收入增长	6%	10%	18%	8%
净利润增长率	-489%	-335%	-19%	12%
资产负债率	55%	54%	56%	55%
息率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	-19.2	8.2	10.1	9.0
P/B	1.2	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	20.7	30.8	29.7	29.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70595	77655	91633	98963
营业成本	60233	66256	78182	84436
营业税金及附加	2488	2737	3229	3488
销售费用	4591	5050	5959	6436
管理费用	2265	3066	3416	3672
财务费用	(191)	0	0	0
投资收益	(2109)	3570	2273	2700
资产减值及公允价值变动	1285	1285	1285	1285
其他收入	(2491)	0	0	0
营业利润	(2107)	5400	4404	4915
营业外净收支	(135)	(135)	(135)	(135)
利润总额	(2242)	5265	4269	4780
所得税费用	407	(955)	(774)	(867)
少数股东损益	(2)	6	5	5
归属于母公司净利润	(2647)	6215	5039	5642

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(2647)	6215	5039	5642
资产减值准备	283	16	23	27
折旧摊销	4041	3034	3212	3420
公允价值变动损失	(1285)	(1285)	(1285)	(1285)
财务费用	(191)	0	0	0
营运资本变动	3967	2166	2931	1589
其它	(285)	(10)	(18)	(21)
经营活动现金流	4075	10137	9901	9372
资本开支	(5708)	(4784)	(4784)	(4784)
其它投资现金流	(2419)	(1452)	(2323)	(3716)
投资活动现金流	(5860)	(3969)	(4840)	(6233)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	55	0	0	0
支付股利、利息	(127)	0	0	0
其它融资现金流	2014	0	0	0
融资活动现金流	1872	0	0	0
现金净变动	86	6168	5062	3139
货币资金的期初余额	9981	10066	16234	21296
货币资金的期末余额	10066	16234	21296	24434
企业自由现金流	3504	1062	2359	1325
权益自由现金流	5573	1062	2359	1325

相关研究报告

《长安汽车-000625-2020年5月产销点评：5月销量同比增长53.3%，子品牌全面开花》——2020-06-09
 《长安汽车-000625-2020年4月产销点评：福特与自主持续改善，4月显著跑赢行业》——2020-05-11
 《长安汽车-000625-重大事件快评：定增加码，助力后期产品力提升》——2020-04-29
 《长安汽车-000625-重大事件快评：自主爆款频现，3月显著跑赢行业》——2020-04-14
 《长安汽车-000625-重大事件快评：2月优于行业，持续看好自主与福特改善》——2020-03-13

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±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±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