

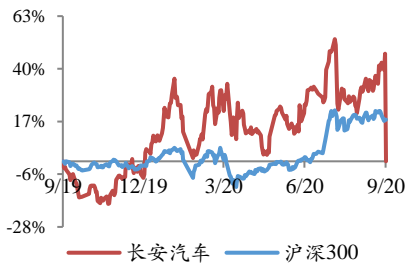
## 新车周期持续，合资自主双发力

投资评级：买入（首次）

报告日期：2020-09-09

收盘价(元) **12.86**  
近12个月最高/最低(元) **13.41/7.14**  
总股本(百万股) **4,803**  
流通股本(百万股) **4,803**  
流通股比例(%) **100.00**  
总市值(亿元) **618**  
流通市值(亿元) **618**

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

分析师：宋伟健

执业证书号：S0010520080002

邮箱：songwj@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 向上周期持续，经营改善进行时。

公司自主与合资品牌均进入产品的上升周期，有望带动公司销量与业绩的快速提升。在节流方面，逐步减少公司业绩亏损点，治理机构得到优化。预计2020-2022年净利润分别为58/53/58亿元，经营改善明显。

#### ● 自主品牌向上周期确立，量与利迎来双升。

2019年长安自主品牌进入向上周期，凭借CS系列、逸动、欧尚全系列产品力的提升，销量规模与销量结构逐步改善。与此同时，全新动力平台的技术支撑，在提升产品竞争力的同时进一步降低成本，有望带动自主品牌盈利能力提升。2020年全新品系UNI系列正式发布，有望带动公司自主品牌销量与业绩的双重提升。预计自主品牌2020-2022年销量增速分别为13%/7%/8%，预计2020-2022年自主品牌净利润为48/22/26亿元（假设2020年混改一次性收益35亿元）。

#### ● 长安福特筑底反弹，向上周期开启。

2019年长安福特销量18.4万辆，达到历史最低位。随着锐际、探险者、林肯等车型的陆续落地，长安福特新一轮产品周期将进入高潮期，销量有望迎来反转。中长期来看，长安福特积极推进研发、制造、销售等方面的本土化落地，预计2025年将拥有本土研发新车的能力，为后续长安福特的发展奠定坚实基础。我们预计2020-2022年长安福特销量增速为56%/40%/5%。

#### ● 投资建议

预计公司2020-2022年EPS分别为1.21元、1.09元和1.20元，当前股价对应2020-2022年P/E分别为10.59x、11.76x和10.72x。首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示：汽车销量不及预期；新车型上市进展不及预期等风险。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

| 主要财务指标    | 2019    | 2020E  | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入      | 70595   | 82739  | 86493 | 94064 |
| 收入同比(%)   | 6.5%    | 17.2%  | 4.5%  | 8.8%  |
| 归属母公司净利润  | -2647   | 5833   | 5254  | 5759  |
| 净利润同比(%)  | -488.8% | 320.4% | -9.9% | 9.6%  |
| 毛利率(%)    | 14.7%   | 17.3%  | 18.6% | 19.0% |
| ROE(%)    | -6.0%   | 11.7%  | 9.5%  | 9.5%  |
| 每股收益(元)   | -0.55   | 1.21   | 1.09  | 1.20  |
| P/E       | —       | 10.59  | 11.76 | 10.72 |
| P/B       | 1.09    | 1.24   | 1.12  | 1.01  |
| EV/EBITDA | 27.26   | 13.55  | 9.62  | 7.96  |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 总论 .....                      | 5  |
| 1、长安汽车：向上周期开启，经营改善持续 .....    | 7  |
| 2、自主开启向上周期，产品力稳步提升 .....      | 11 |
| 2.1 产品端：新车周期持续，全品系竞争力提升 ..... | 13 |
| 2.2 核心技术逐步兑现，单车盈利有望稳步改善 ..... | 16 |
| 3、长安福特经营拐点已至，向上周期开启 .....     | 18 |
| 4、开源节流并重，混改优化资产结构 .....       | 24 |
| 5、盈利预测与估值 .....               | 26 |
| 5.1 盈利预测 .....                | 26 |
| 5.2 相对估值 .....                | 28 |
| 风险提示： .....                   | 29 |
| 财务报表与盈利预测 .....               | 30 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 1: 长安自主品牌分车型销量预测 (辆)         | 5  |
| 图表 2: 长安福特销量预测 (辆)              | 6  |
| 图表 3: 分业务收入及毛利率                 | 6  |
| 图表 4: 长安汽车旗下品牌情况                | 7  |
| 图表 5: 公司历年销量结构                  | 8  |
| 图表 6: 公司历年销量情况                  | 8  |
| 图表 7: 公司历年营收情况                  | 8  |
| 图表 8: 公司历年利润情况                  | 8  |
| 图表 9: 长安汽车利润构成 (亿元)             | 9  |
| 图表 10: 长安汽车产能布局                 | 9  |
| 图表 11: 国内乘用车月度同比增速              | 11 |
| 图表 12: 行业刺激政策梳理                 | 11 |
| 图表 13: 长安汽车自主品牌车型规划             | 12 |
| 图表 14: 长安汽车自主品牌销量预计             | 13 |
| 图表 15: CS75+CS75PLUS 销量变化情况 (辆) | 13 |
| 图表 16: CS35 销量变化情况 (辆)          | 13 |
| 图表 17: 长安汽车自主品牌价格情况             | 14 |
| 图表 18: 逸动 PLUS 外形图              | 14 |
| 图表 19: 逸动 PLUS 内视图              | 14 |
| 图表 20: 逸动销量情况 (辆)               | 15 |
| 图表 21: UNI-T 外形图 (1)            | 15 |
| 图表 22: UNI-T 外形图 (2)            | 15 |
| 图表 23: UNIT 销量情况 (辆)            | 16 |
| 图表 24: 蓝鲸动力构成                   | 16 |
| 图表 25: 蓝鲸 NE 动力平台               | 16 |
| 图表 26: 主流 1.4T 发动机性能对比          | 17 |
| 图表 27: 长安自主盈亏平衡销量 (不含营业外收入测算)   | 17 |
| 图表 28: 长安自主单车边利变动情况 (不含营业外收入)   | 17 |
| 图表 29: 长安福特历年销量情况               | 18 |
| 图表 30: 长安福特历年营收情况               | 18 |
| 图表 31: 长安福特库存变动情况 (辆)           | 19 |
| 图表 32: 锐际外形图                    | 19 |
| 图表 33: 锐际中控图                    | 19 |
| 图表 34: 锐际销量情况 (辆)               | 20 |
| 图表 35: 探险者美国销量情况                | 20 |
| 图表 36: 探险者竞品车型表现 (辆)            | 20 |
| 图表 37: 探险者与竞品车型对比               | 21 |
| 图表 38: 凯迪拉克历年销量情况 (万辆)          | 22 |
| 图表 39: XT4 历年销量情况 (辆)           | 22 |
| 图表 40: 林肯国产车型销量上市以来销量情况 (辆)     | 22 |
| 图表 41: 长安福特车型规划                 | 23 |

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 图表 42: 长安福特销量预测          | 23 |
| 图表 43: 长安汽车混改规划          | 24 |
| 图表 44: 长安新能源科技历年业绩情况     | 25 |
| 图表 45: 长安 PSA 历年业绩情况     | 25 |
| 图表 46: 长安福特销量预测 (辆)      | 26 |
| 图表 47: 长安汽车自主品牌销量预计      | 26 |
| 图表 48: 长安自主品牌分车型销量预测 (辆) | 27 |
| 图表 49: 分业务收入及毛利率         | 28 |
| 图表 50: 可比公司估值            | 28 |

## 总论

**长安自主品牌进入向上周期：**凭借 CS 系列、逸动、欧尚全品系产品力的提升，销量规模与销量结构逐步改善。与此同时，全新动力平台的技术支撑，在提升产品竞争力的同时进一步降低成本，有望带动自主品牌盈利能力提升。2020 年公司自主品牌迎来搭载全新动力平台的 CS55Plus、逸动 Plus、睿驰 CC 的换代，同时全新产品序列 UNI 第一款车型 UNI-T 上市，后续更多车型的上市将加强 UNI 系列的产品竞争力。预计自主品牌 2020-2022 年销量增速分别为 13%/7%/8%。

**图表 1：长安自主品牌分车型销量预测（辆）**

|             | 2019   | 2020    | 2021    | 2022    |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>重庆长安</b> |        |         |         |         |
| 睿驰 CC       | 21875  | 21861   | 21861   | 22954   |
| CS55        | 112202 | 102952  | 113247  | 118910  |
| CS35        | 141701 | 106696  | 112031  | 114271  |
| 逸动（不包含 DT）  | 91725  | 151975  | 159574  | 162765  |
| 欧尚 A800     | 8251   | 1609    | 1609    | 1689    |
| CX70        | 53885  | 25194   | 0       | 0       |
| cos1        | 11394  | 3284    | 3383    | 3552    |
| 科赛 5        | 2587   | 2493    | 2568    | 2696    |
| 科尚          | 3989   | 1499    | 1544    | 1621    |
| 欧尚 X7       | 0      | 71397   | 120000  | 200000  |
| 奔奔          | 2334   | 2334    | 2334    | 2334    |
| CS85        | 22676  | 9549    | 10981   | 11530   |
| UNI 系列      | 0      | 71397   | 120000  | 200000  |
| <b>北京工厂</b> |        |         |         |         |
| CS75        | 123216 | 51649   | 51649   | 54231   |
| CS95        | 7498   | 5859    | 5859    | 6152    |
| <b>合肥工厂</b> |        |         |         |         |
| CS15        | 22772  | 12275   | 13503   | 13503   |
| CS75P       | 70011  | 174262  | 182975  | 174262  |
| 第三代悦翔       | 14953  | 14258   | 14258   | 14258   |
| 逸动 DT       | 32299  | 13114   | 13114   | 13114   |
| <b>河北工厂</b> | 91569  | 90047   | 90047   | 90047   |
| <b>南京工厂</b> | 17007  | 11400   | 15217   | 15217   |
| <b>保定长客</b> | 50629  | 50629   | 50629   | 50629   |
| 总计          | 917171 | 1034755 | 1103139 | 1191615 |
| 增速          | -8%    | 13%     | 7%      | 8%      |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**长安福特经营筑底，后续弹性较大：**2019 年长安福特销量 18.4 万辆，达到历史最低位。随着锐际、探险者、林肯等车型的陆续落地，长安福特新一轮产品周期将进入高潮期，销量有望迎来反转。中长期来看，长安福特积极推进研发、制造、销售等方面的本土化落地，预计 2025 年将拥有本土研发新车的能力，为后续长安福特的的发展奠定坚实基础。我们预计 2020-2022 年长安福特销量增速为 56%/40%/5%。

**图表 2：长安福特销量预测（辆）**

|     | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 福睿斯 | 63389  | 57903  | 60798  | 63838  |
| 福克斯 | 50732  | 47510  | 60000  | 63000  |
| 蒙迪欧 | 17938  | 19419  | 20390  | 21409  |
| 金牛座 | 6706   | 14184  | 14184  | 14893  |
| 翼虎  | 8875   | 7921   | 7921   | 8318   |
| 翼博  | 2671   | 2876   | 2876   | 3020   |
| 锐界  | 32862  | 27408  | 27408  | 28778  |
| 锐际  |        | 50927  | 60000  | 63000  |
| 探险者 |        | 18044  | 48000  | 50400  |
| 林肯  |        | 42206  | 100800 | 105840 |
| 总计  | 183978 | 288398 | 402377 | 422496 |
| 增速  | -51%   | 57%    | 40%    | 5%     |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 3：分业务收入及毛利率**

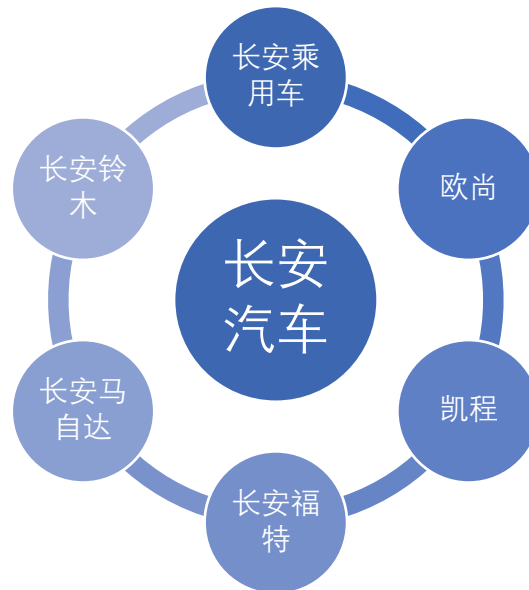
|      |     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 整车业务 | 收入  | 64,819.40 | 71,685.70 | 75,206.40 | 81,696.70 |
|      | 增速  | -2.2%     | 10.6%     | 4.9%      | 8.6%      |
|      | 毛利率 | 14.7%     | 18.0%     | 20.5%     | 20.5%     |
| 外协加工 | 收入  | 133.3     | 146.6     | 161.3     | 177.4     |
|      | 增速  | 500.0%    | 10.0%     | 10.0%     | 10.0%     |
|      | 毛利率 |           | 10.0%     | 10.0%     | 10.0%     |
| 其他业务 | 收入  | 5,642.49  | 5,642.49  | 5,642.49  | 5,642.49  |
|      | 增速  |           | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |
|      | 毛利率 | 42.1%     | 42.1%     | 42.1%     | 42.1%     |
| 合计   | 收入  | 70,595.20 | 77,474.80 | 81,010.20 | 87,516.70 |
|      | 增速  | 6.5%      | 9.7%      | 4.6%      | 8.0%      |
|      | 毛利率 | 14.7%     | 19.7%     | 22.0%     | 21.9%     |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 1、长安汽车：向上周期开启，经营改善持续

长安汽车为国内领先的汽车集团，旗下拥有长安乘用车、长安欧尚、凯程商用车等自主品牌，2018年长安汽车推出了第三次创业计划，逐步开启了自主品牌向上周期，2019年凭借着CS75PLUS、CS35等全新产品，自主品牌开启向上周期。与此同时，长安汽车旗下拥有长安福特(50%)、长安马自达(50%)、长安铃木(100%)等合资品牌，其中长安福特为公司前期主要的业绩来源，2017年开始长安福特逐步进入调整期，时至今日销量逐步筑底并开启了全新的产品周期，经营改善有望逐步兑现。

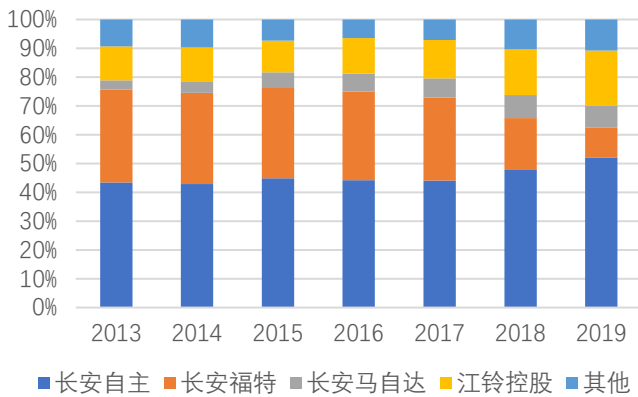
图表 4：长安汽车旗下品牌情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

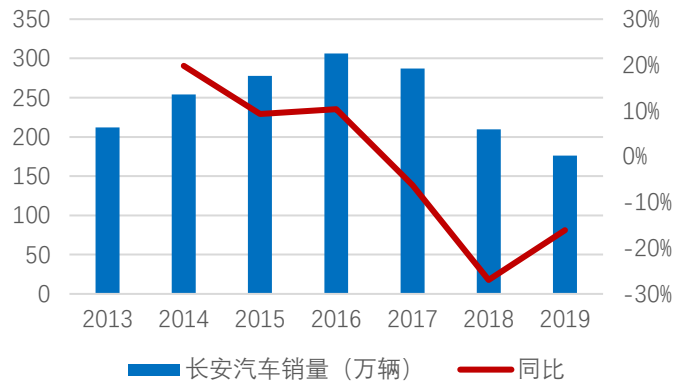
**公司销量迎来拐点，自主品牌率先进入上升周期：**2019年长安汽车总体销量为176万辆，其中自主品牌约92万辆。分品牌来看，自主品牌受益于2019年下半年CS75Plus，CS35Plus等重磅新车型的持续热销，销量占比稳步提升，并先于合资品牌进入上升周期。而合资品牌方面，长安福特从2017年逐步开始进入品牌调整期，2018年底上市了全新福克斯，2019年上市了锐界中期改款车型，年底上市了全新福特锐际，2020年亦有包括林肯国产化的多款車型上市，因此销量有望在2019年筑底，2020年迎来上升周期。2019长安马自达迎来了昂克塞拉的换代车型，销量占比保持稳定。

图表 5: 公司历年销量结构



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 6: 公司历年销量情况

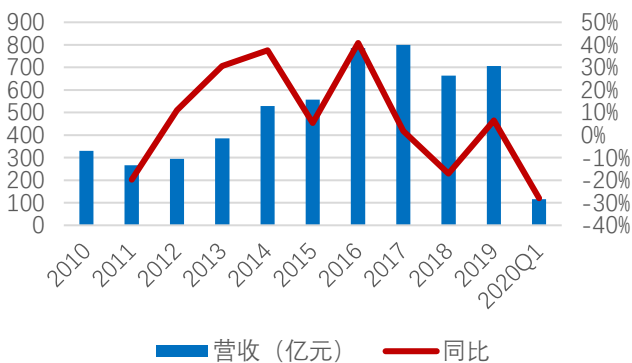


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**公司业绩逐步迎来拐点, 合资自主有望双击:**从营收历史数据来看, 公司营收从 2018 年开始出现下滑, 但随着公司自主品牌 CS75Plus 等重磅车型的推出, 公司营收迎来拐点, 2019 年三季度营收同比增长 7%, 四季度同比增长 55%, 全年实现 6% 的增长。业绩方面, 公司业绩由自主品牌的业绩和长安福特、长安马自达等合资品牌贡献的投资收益构成。2018 年之前, 长安福特贡献的投资收益为公司主要的业绩来源, 随着长安福特经营状况的逐步恶化, 公司总体的业绩也受到较大影响。但从 2019 年 3 季度开始, 随着自主品牌周期的到来, 带动公司业绩逐步稳定, 2019 年四季度自主品牌业绩预计超过 15 亿元。

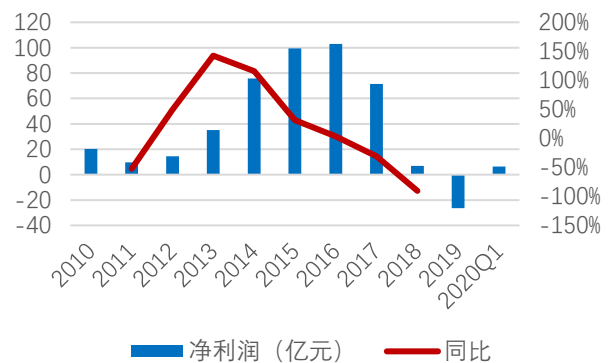
2020 年上半年公司实现归母净利润为 26 亿元。其中来自于出售新能源科技股权的收益为 21 亿元, 出售长安 PSA 增加收益约 14 亿元, 公司持有的宁德时代股票股价上涨增加归属于上市公司股东的净利润约 17.75 亿元。扣除非经常损益之后, 预计公司 2020 年上半年实现净利润-26 亿元, 二季度在销量同比增长的情况下, 出现亏损的主要原因为原材料价格的上涨, 以及受疫情影响降本的延后。我们预计公司降本效果有望在下半年集中体现。

图表 7: 公司历年营收情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

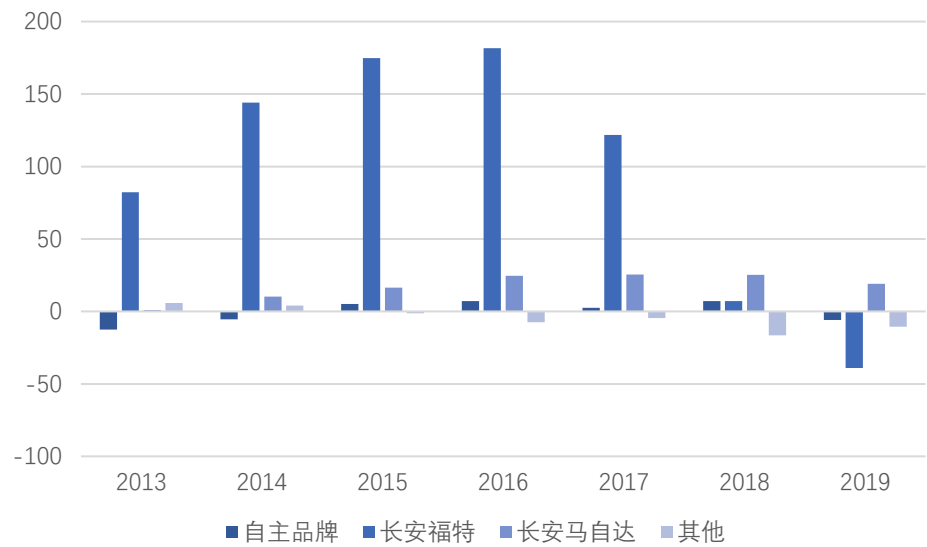
图表 8: 公司历年利润情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



图表 9: 长安汽车利润构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**长安汽车产能布局:** 自主品牌方面, 长安乘用车 (V 标) 鱼嘴基地有 2 个工厂, 主要生产 CS55 和睿驰 CC, 累计 24 万产能; 渝北工厂主要生产 CS35P 和逸动, 累计 28 万产能; 合肥基地有 2 个工厂, 1 工厂生产 CS15 和逸动 DT, 共 16 万产能, 2 工厂生产 CS75P, 共 24 万产能; 北京工厂主要生产 CS75 和 CS95, 累计 22 万产能。欧尚品牌拥有重庆两江工厂和南京工厂, 主要生产 CX70、科赛、X7, 累计产能 26 万辆。凯程品牌拥有保定长客和河北工厂两个基地, 其中保定长客 8 万辆产能, 河北工厂 15 万辆产能。

长安福特目前在国内拥有五大生产基地, 分别位于重庆、杭州、哈尔滨。重庆基地有三大工厂, 分别于 2004 年、2012 年、2014 年投产, 总产能达到 115 万辆/年。其中一工厂生产福克斯两厢、蒙迪欧、翼博; 二工厂生产福克斯、翼虎; 三工厂生产福睿斯。杭州基地 2012 年开工, 2015 年投产主要用于生产锐界和金牛座两款中大型车。哈尔滨基地 2016 年投产, 主要生产福克斯等。

图表 10: 长安汽车产能布局

| 品牌    | 基地      | 产能 (万辆) | 车型          |
|-------|---------|---------|-------------|
| 长安乘用车 | 鱼嘴基地    | 24      | CS55、睿骋 CC  |
|       | 渝北工厂    | 28      | CS35Plus、逸动 |
|       | 合肥 1 工厂 | 16      | CS15、逸动 DT  |
|       | 合肥 2 工厂 | 24      | CS75Plus    |
|       | 北京工厂    | 22      | CS75、CS95   |
| 欧尚    | 重庆两江工厂  | 26      | CX70、科赛、X7  |
|       | 南京工厂    |         |             |
| 凯程    | 保定长客    | 8       |             |
|       | 河北工厂    | 15      |             |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

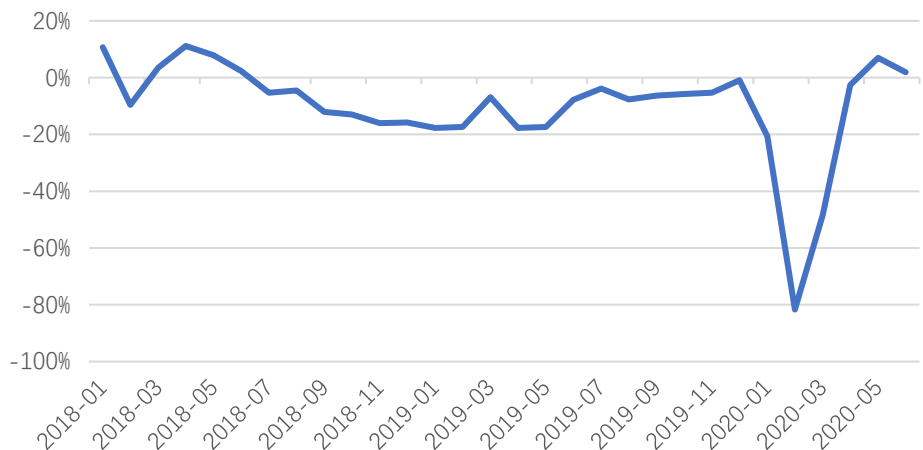
**推出股权激励计划，理顺激励机制：**公司拟以定向发行股票的方式推出股权激励计划。此次股权激励计划激励对象共计不超过 1292 人，授予限制性股票数量不超过 9500 万股，占总股本 1.98%。授予价格为 6.66 元/股。此次股权激励计划的业绩要求为：

- (1) 第一个解除限售期：以 2019 年净利润为基数，2021 年净利润年复合增长率  $\geq 50\%$ ；2021 年净资产收益率  $\geq 1.7\%$ ，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2021 年  $\Delta$ EVA 为正。
- (2) 第二个解除限售期：以 2019 年净利润为基数，2022 年净利润年复合增长率  $\geq 42\%$ ；2022 年净资产收益率  $\geq 4.8\%$ ，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2022 年  $\Delta$ EVA 为正。
- (3) 第三个解除限售期：以 2019 年净利润为基数，2023 年净利润年复合增长率  $\geq 32\%$ ；2023 年净资产收益率  $\geq 5.5\%$ ，且上述指标均不得低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值；2023 年  $\Delta$ EVA 为正。

## 2、自主开启向上周期，产品力稳步提升

行业销量筑底，政策助力景气度回升。受疫情影响国内需求的大幅下滑，影响最大的月份为2、3月份。根据统计，2020年1-3月份国内汽车销量同比下滑42%，达到历史下滑最大幅度。直接影响是车企销量的大幅下滑以及车企一季度业绩大幅下滑。2020年2季度随着国内疫情的得到控制，国内汽车行业需求逐步回升。与此同时，刺激汽车消费的具体措施加速落实，从具体措施来看，此次政策的刺激以组合拳形式给出。我们认为，当前国内汽车消费已经经历过最为艰难的阶段，在政策端的刺激下行业景气度有望快速回升。

图表 11：国内乘用车月度同比增速



资料来源：中汽协，华安证券研究所

图表 12：行业刺激政策梳理

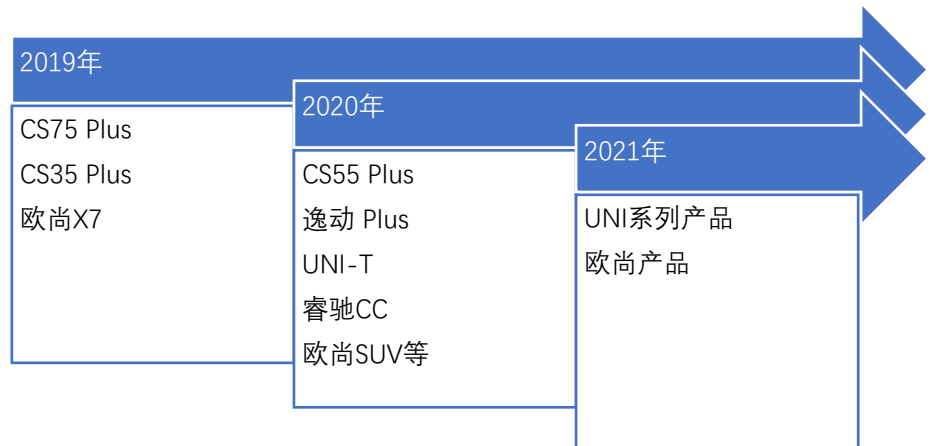
| 省市 | 刺激手段     | 具体措施  |
|----|----------|---|
| 广州 | 增加指标配置额度 | 2019年6月至2020年12月，增加10万个中小客车增量指标额度，增加的额度原则上按1:1比例分别配置普通车竞价指标和节能车摇号指标。  |
|    | 补贴       | 置换或报废二手车的消费者，在广州注册登记的汽车经销商购买“国六”新车，每车给予3000元补助。   |
| 深圳 | 增加指标配置额度 | 2019年起，在原定每年8万个普通小汽车增量指标配置额度的基础上，在今明两年每年增加投放普通小汽车增量指标4万个。   |
| 佛山 | 补贴       | 自2020年3月1日起实施，有效期为一年。1、汽车更新换代，佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注销证明购买新车，每辆补助人民币3000元；2、汽车集体采购，同一消费者一次性购买5台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于50万元），每辆补助人民币5000元；3、购买新车，每辆补助人民币2000元。 |
| 长沙 | 补贴       | 消费者在指定经销商购买上汽大众长沙工厂、长沙比亚迪、广汽三菱、广汽菲克、湖南猎豹等车企生产的车辆，并在长沙上牌落户，可获得裸车价款3%的一次性补贴，每台车最高补贴不超过3000元。此活动从3月11日开始，至6月30日结束。   |
| 贵阳 | 取消限购     | 贵阳市废除汽车限购措施，并取消“购车摇号”。  |
| 北京 | 增加指标配置额度 | 上半年或再释放不少于10万个购车指标  |

|     |          |  |
|-----|----------|--|
|     | 补贴       | 尽快推出高排放老旧汽车淘汰更新政策, 释放一部分老旧车存量指标, 通过设置补贴奖励及购车时限, 在年内转化为新购汽车消费贡献。  |
| 上海  | 增加指标配置额度 | 自3月到年底新增4万个非营业性客车额度。   |
|     | 补贴       | 对燃油车以旧换新给予补贴, 报废或转出国四及以下车型, 并购置国六车型的, 给予每辆车4000元补助。  |
| 长春  | 补贴       | 鼓励购买新车, 购买长春市生产并在省内销售落籍的汽车, 每辆给予购车价格3%的一次性补助, 最高不超过4000元。  |
| 宁波  | 补贴       | 9月30日之前, 鼓励本地乘用车生产企业对消费者进行让利销售, 消费者购买本地生产、销售的乘用车, 并在本地挂牌的, 给予每辆车一次性让利5000元, 每家企业限让利销售6000辆。                        |
| 杭州  | 牌照       | 2020年一次性增加2万个小客车指标。  |
| 四川省 | 补贴       | 2020年4月10日至2020年8月10日, 开展汽车下乡专项活动。针对是车型是3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车(含新能源汽车), 直接在最优惠价格基础上, 再给予农村消费者1000元/辆及以上的汽车下乡价格优惠。 |
| 山西省 | 补贴       | 2020年4月1日至12月31日, 山西省内法人消费者和自然人消费者, 购买相关的汽车有补贴, 轿车、SUV及MPV等乘用车型, 每辆奖励6000元。  |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

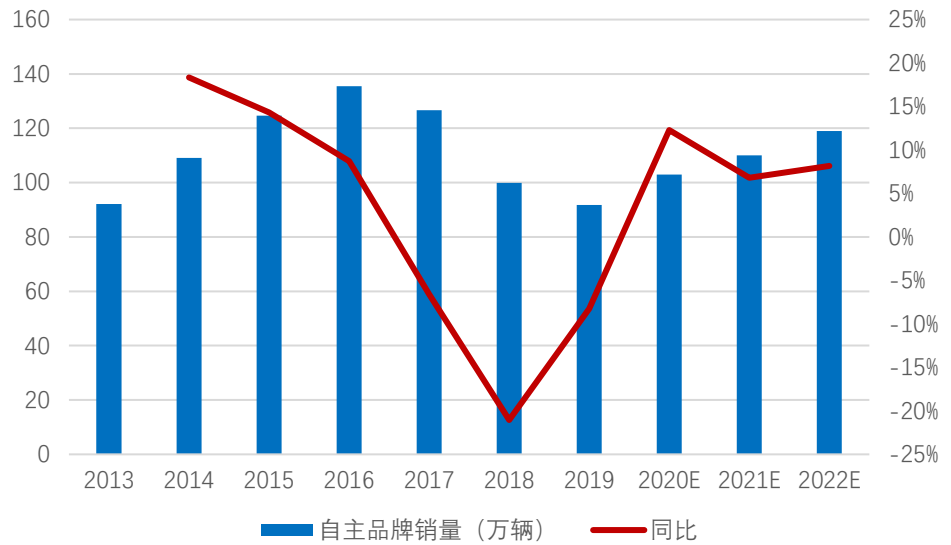
**长安自主品牌进入向上周期:** 凭借CS系列、逸动、欧尚全品系产品力的提升, 销量规模与销量结构逐步改善。与此同时, 全新动力平台的技术支撑, 在提升产品竞争力的同时进一步降低成本, 有望带动自主品牌盈利能力提升。2020年公司自主品牌迎来搭载全新动力平台的CS55Plus、逸动Plus、睿驰CC的换代, 同时全新产品序列UNI第一款车型UNI-T已上市, 后续更多车型的上市将加强UNI系列的产品竞争力。预计自主品牌2020-2022年销量增速分别为13%/7%/8%。

图表 13: 长安汽车自主品牌车型规划



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 14: 长安汽车自主品牌销量预计



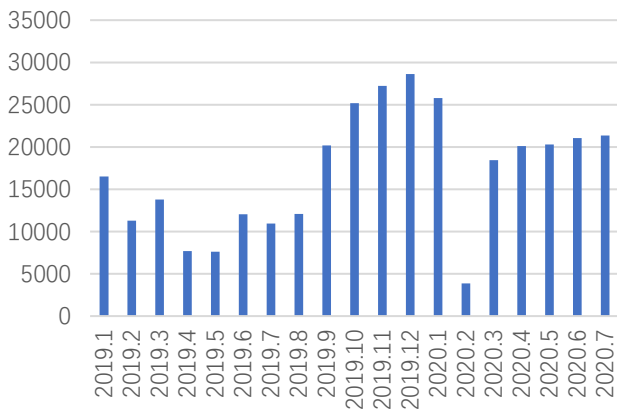
资料来源: 中汽协, 华安证券研究所

## 2.1 产品端: 新车周期持续, 全车系竞争力提升

**CS系列打响自主向上第一枪:**长安乘用车中CS系列产品占据着主导,CS35、CS55、CS75三款占据着较重要的销量比重。17年开始随着行业逐步承压,公司产品也同步进入弱势期。但公司研发相应较快,2017年开始针对公司产品在外观内饰层面的短板进行分析与改善,2017年开始引入内饰方面的大咖,CS75Plus的造型由前马自达首席设计师设计。2019年开始全新产品逐步头像市场,获得市场好评。

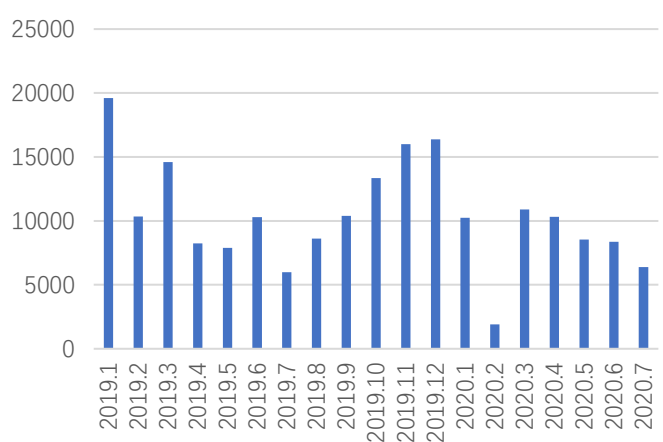
CSPlus系列产品针对原CS系列更加高端的细分市场,凭借更加精准的市场定位与分析,对于消费者的需求更加了解。CS75Plus为长安自主品牌新车车周期的第一款产品,上市之初就达到爆款车型的销量水平。此后CS35plus、CS55plus等产品的相继上市将进一步补充这一轮CS产品线的竞争力。

图表 15: CS75+CS75Plus 销量变化情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 16: CS35 销量变化情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 17: 长安汽车自主品牌价格情况

|             | 厂商指导价格 (万元) |
|-------------|-------------|
| 长安 CS75Plus | 10.69-15.60 |
| 长安 CS75     | 9.48-15.48  |
| 长安 CS35Plus | 6.99-10.99  |
| 长安 CS35     | 6.39-8.79   |
| 长安 CS55Plus | 9.19-11.49  |
| 长安 CS55     | 8.29-13.39  |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**逸动 Plus 有望复制 CS75Plus 的成功路径。**当前长安汽车主要的轿车销量来源于现款逸动车型, 全年销量为 9.6 万辆, 换代车型逸动 Plus 正式上市。从设计语言上来看, 逸动 Plus 沿用了 CS75Plus 的家族式设计语言, 对比现款逸动的造型, 在内外饰造型的设计方面, 逸动 Plus 有着长足的进步, 同样弥补了现款逸动的短板。动力方面, 同样搭载了最新的蓝鲸 NE1.4T 发动机+7DCT 动力平台。在安全配置方面, 搭载了 ACC-SG 停走式自适应巡航、360°环视行车记录仪、PAB 预警辅助制动系统等配置。我们认为, 从设计与定位方面, 逸动 Plus 有望复制 CS75Plus 的成功路径。

轿车一直是合资品牌的强势领域, 自主品牌在轿车方面布局较为完善的是吉利汽车, 2019 年自主品牌轿车销量冠军为吉利的帝豪, 全年销量超过 18 万辆, 销量前五车型分别为吉利帝豪, 荣威 I5、北汽 EU、长安逸动和吉利缤瑞。我们认为, 新款逸动 Plus 在产品力方面有着长足的进步, 有望打破现有的竞争格局。

图表 18: 逸动 Plus 外形图



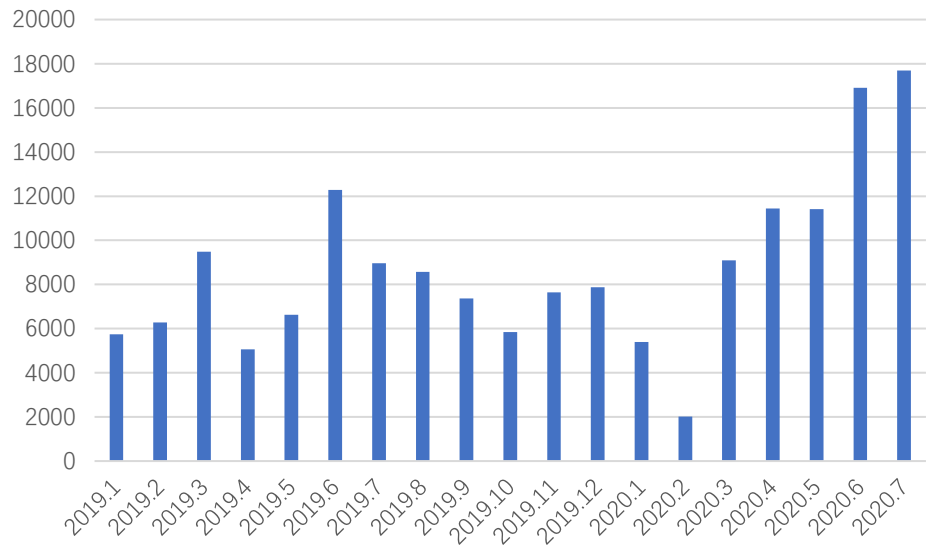
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 19: 逸动 Plus 内视图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 20: 逸动销量情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**UNI 开启全新产品序列, 强化自主 SUV 竞争力:** UNI 为长安乘用车全新序列产品。从产品设计来看, UNI-T 作为 UNI 系列第一款车, 由长安本部、长安英国中心联合开发, 其产品设计更为前卫, 目标人群更为年轻化, 与吉利 ICON 一样定位未来科技 SUV。同时 UNI-T 将搭载长安蓝鲸 NE1.5T 发动机。我们认为, 当前长安自主品牌主要依赖 CS 系列产品的销量表现, 而 UNI 作为长安汽车全新序列产品, 有望弥补长安汽车在产品定位、目标群体等方面的不足。UNI-T 作为全新序列的导入车型, 预售 20 天订单量达到 11693 辆, 具备爆款潜质。

图表 21: UNI-T 外形图 (1)



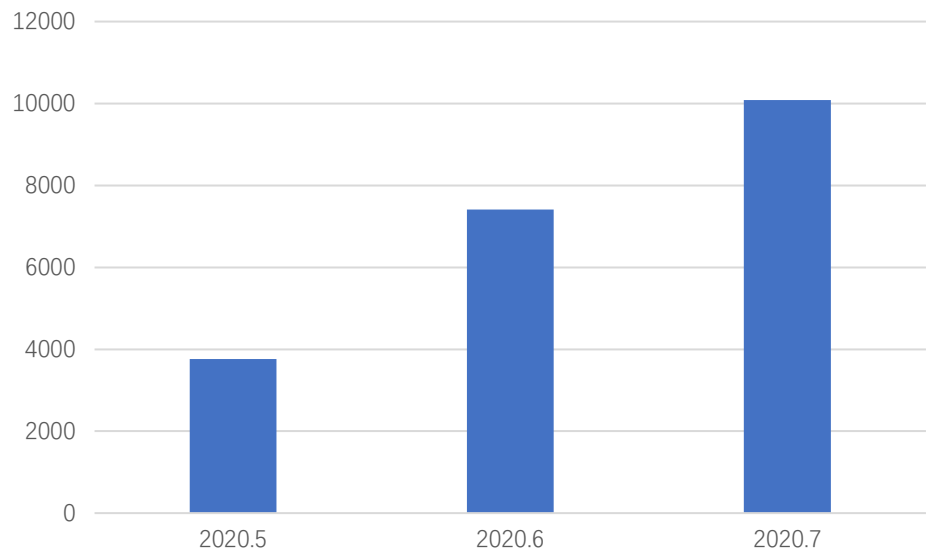
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 22: UNI-T 外形图 (2)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 23: UNIT 销量情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 2.2 核心技术逐步兑现, 单车盈利有望稳步改善

2019 年公司发布蓝鲸动力品牌, 由蓝鲸发动机、蓝鲸变速器、蓝鲸油电混驱组成。其中蓝鲸发动机包括蓝鲸中排量高性能发动机和蓝鲸 NE 中小排量高效能发动机平台; 蓝鲸变速器包括蓝鲸 6 速混动变速器和蓝鲸 7 速湿式 DCT 变速器。其中蓝鲸 NE 动力平台设计兼容 1.0-1.8L 排量, 通用化率高达 98%, 目前全新 CS35Plus 和逸动 Plus 搭载蓝鲸 1.4T 发动机和 7DCT 动力组合, 单车边利稳步恢复。而蓝鲸 NE1.5T+7DCT 动力配置已经搭载于长安 CS55Plus、UNI-T 等车型, 带动产品力与成本的优势逐步体现。

图表 24: 蓝鲸动力构成



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 25: 蓝鲸 NE 动力平台



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



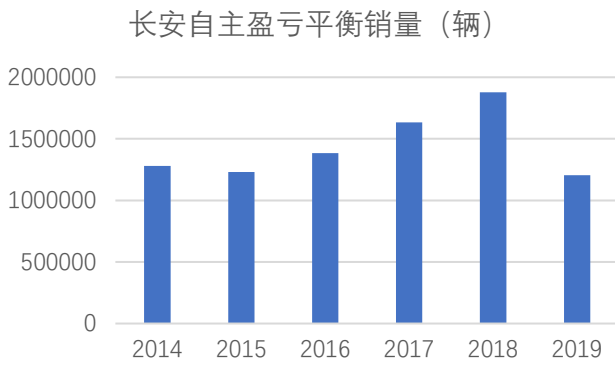
图表 26: 主流 1.4T 发动机性能对比

|              | 大众 EA211-DJS | 吉利 JLB-4G14TB | 长安 JL473ZQ3 |
|--------------|--------------|---------------|-------------|
| 最大马力 (PS)    | 150          | 141           | 158         |
| 最大功率 (kw)    | 110          | 104           | 116         |
| 最大功率转速 (rpm) | 5000-6000    | 5200          | 5500        |
| 最大扭矩 (Nm)    | 250          | 235           | 260         |
| 最大扭矩转速       | 1750-3000    | 1600-4000     | 1500-4000   |
| 供油方式         | 直喷           | 多点电喷          | 直喷          |
| 缸体材料         | 铝合金          | 铸铁            | 铝合金         |

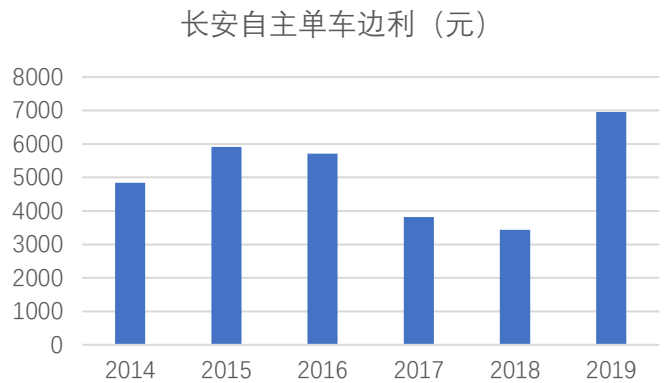
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**全新产品周期带动盈利能力提升:** 通过以上分析, 长安自主品牌凭借精确的市场定位分析、出色的产品改善, 全新 CS Plus 系列在产品定价方面高于原有的 CS 系列, 并且带动总体销量的提升。同时全新的技术逐步兑现, 将在成本端逐步体现出优势。我们预计, 未来两年新车周期中, 公司开源节流并重, 盈利能力有望进一步提升。

图表 27: 长安自主盈亏平衡销量 (不含营业外收入测算)      图表 28: 长安自主单车边利变动情况 (不含营业外收入)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所



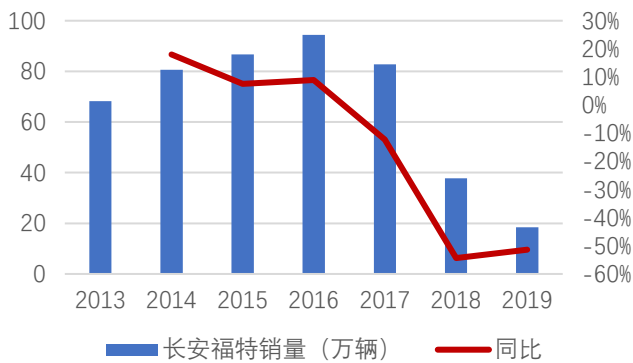
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

### 3、长安福特经营拐点已至，向上周期开启

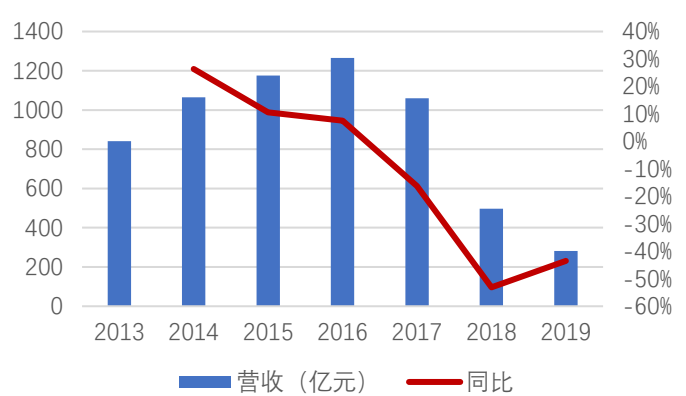
长安福特于2017年步入调整期。长安福特目前旗下车型包含了福特汽车全球平台下的大部分车型，产品线覆盖了小型车到中大型车，轿车、SUV、MPV全部车系。其中轿车包含了福克斯、福睿斯、蒙迪欧、金牛座；SUV有翼虎、翼博、锐界、锐际；MPV有途睿欧。从销量来看，受益于国内汽车市场的快速发展，长安福特销量一直保持增长态势。

从2017年开始长安福特销量进入长时间的调整期，2018-2019年两年期间长安福特销量由2016年的94万辆下滑到2019年的18万辆。其主要原因为针对于中国本土市场的适应较差，长时间没有推出适应中国市场的车型；同时新车投入速度与市场脱节，17-18年处于长时间的产品空白期。总结来看，福特中国对于本土化的进度较慢，在18年行业逐步承压的情况下，长安福特的不足被放大，从而最终导致销量的大幅下滑。

图表 29：长安福特历年销量情况



图表 30：长安福特历年营收情况



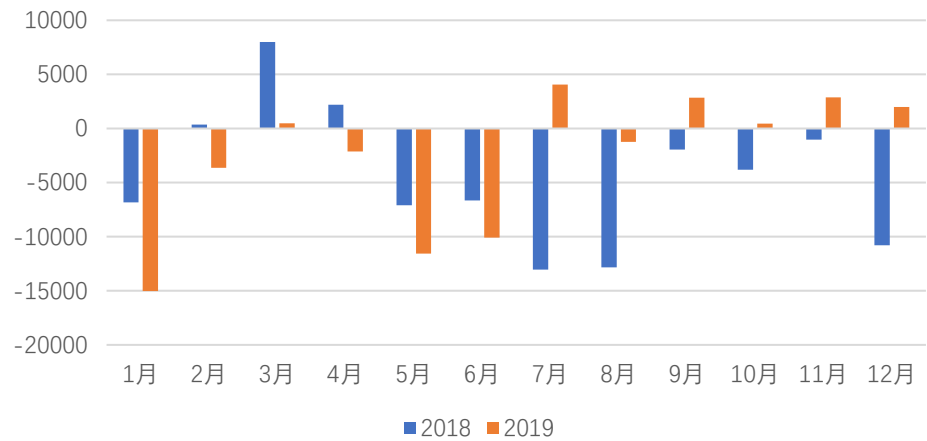
资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**2018年开始长安福特进行内部改革：**2018年福特中国从福特亚太剥离出来，福特汽车对公司重新定位其全球业务，中国市场与北美市场并列为全球两大核心市场，福特中国的战略定位达到了空前的高度。

福特中国现总裁陈安宁回归福特后对于之前存在的问题进行了一系列改革。在渠道端，长安福特于2018年成立NSDS（福特全国分销服务机构），长安福特经销网络的管理权实现了本土化落地。NSDS成立以来，在库存控制、返点等方面都保障了经销商的利益，从而在长安福特销量大幅下滑的情况下保障了经销网络的稳定。2018年初开始，长安福特先于行业进行了大幅的去库存，目前其总体库存水平处于比健康水平。

图表 31: 长安福特库存变动情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**新车型陆续上市, 销量逐步筑底。**2018 年年底开始全新一代福克斯上市, 拉开了长安福特全新的产品周期。2019 年金牛座、锐界相继迎来中期改款, 2019 年年底长安福特重磅车型锐际上市, 锐际全系标配四驱系统, 并搭载 8AT+2.0T 动力平台, 作为首款售价低于 20 万的合资四驱车型, 具有较强的性价比。锐际上市以来销量逐步攀升, 当前月销突破 5000 辆。

图表 32: 锐际外形图



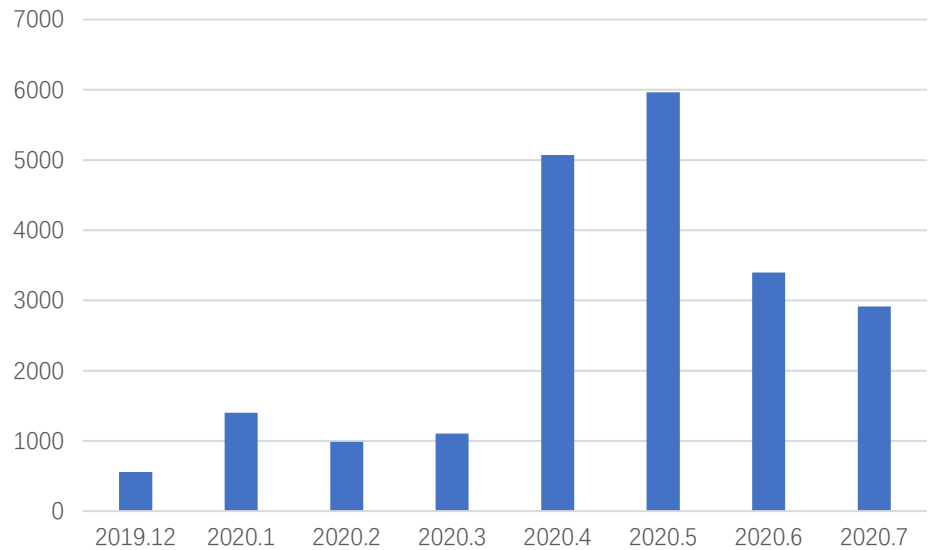
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 33: 锐际中控图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 34: 锐际销量情况 (辆)

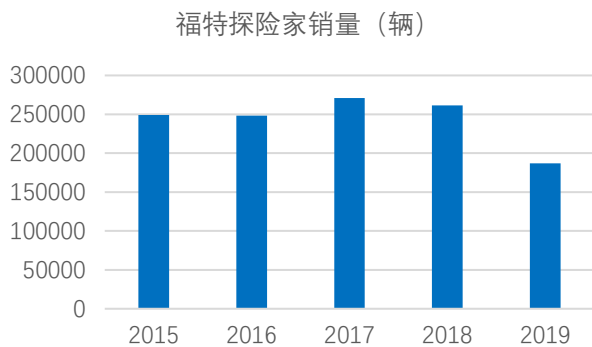


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**探险者国产落地, 打造长安福特旗舰爆款。** 探险者作为福特品牌中大型 7 座 SUV, 目前为福特国产车型中的旗舰车型。探险者具有长期的口碑积累, 在美国市场长期保持着月销 1.5-2 万辆的销量成绩, 国产化后在价格与设计方面更加符合国人的标准。与此同时 30 万以上 7 座大型 SUV 的竞争格局相对平稳, 消费者的可选性较少, 目前市场上主流的车型为大众途昂和上汽通用的昂科旗, 其中途昂为标杆车型, 月销维持在大几千台。

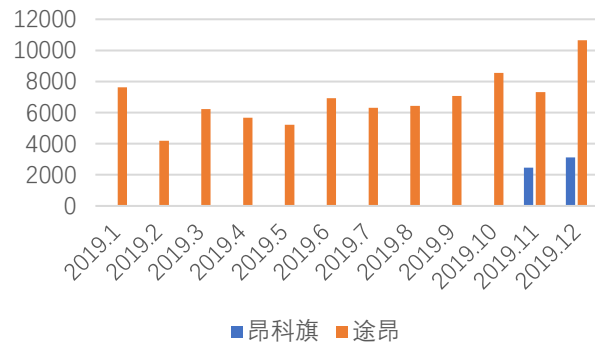
与竞品车型对比, 探险者具有更大的车身与轴距尺寸, 同时配置 2.3T+10AT 动力总成, 兼顾了动力表现。而在具体配置方面, 入门级别的车型售价略高于竞品车型, 但是在配置方面大幅由于对手。我们认为, 国产探险者处于较好的竞争环境, 在产品力方面具有很大竞争力, 有望成为长安福特的旗舰爆款。目前探险者上市以来月销量已经突破 2000 辆。

图表 35: 探险者美国销量情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 36: 探险者竞品车型表现 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

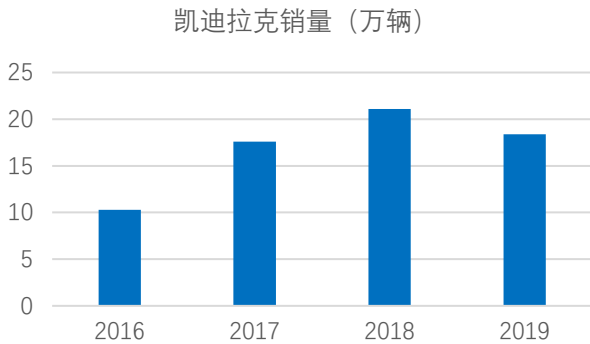
**图表 37: 探险者与竞品车型对比**

|                | 探险者 2020 款<br>EcoBoost 285 后驱风<br>尚版 6 座 | 途昂 2020 款<br>330TSI 两驱舒适<br>版 国 VI | 昂科旗 2020 款 28T 两<br>驱豪华型 |
|----------------|--|------------------------------------|--------------------------|
| 指导价格 (万元)      | 30.98                                    | 29.99                              | 29.99                    |
| <b>车身尺寸</b>    |  |                                    |                          |
| 长*宽*高 (mm)     | 5075*2004*1778                           | 5039*1989*1773                     | 4981*1953*1727           |
| 轴距 (mm)        | 3025                                     | 2980                               | 2863                     |
| <b>动力表现</b>    |  |                                    |                          |
| 排量 (L)         | 2.3                                      | 2                                  | 2                        |
| 最大功率 (kw)      | 203                                      | 137                                | 174                      |
| 驱动方式           | 前置后驱                                     | 前置前驱                               | 前置前驱                     |
| 变速箱类型          | 10 挡手自一体                                 | 7DCT                               | 9AT                      |
| <b>主被动安全装备</b> |  |                                    |                          |
| 并线辅助           | •  |                                    |                          |
| 车道偏离预警         | •  |                                    |                          |
| 车道保持辅助         | •  |                                    |                          |
| 道路交通标识识别       | •  |                                    |                          |
| 主动刹车           | •  |                                    |                          |
| 疲劳驾驶提示         | •  |                                    |                          |
| 侧车车侧预警系统       | •  |                                    |                          |
| 巡航系统           | 全速自适应巡航                                  | 定速巡航                               | 定速巡航                     |
| <b>内部配置</b>    |  |                                    |                          |
| 液晶仪表尺寸         | 6.5 英寸                                   | 10.2 英寸                            | 4.2 英寸                   |
| 中控液晶屏尺寸        | 12.8 英寸                                  | 8 英寸                               | 8 英寸                     |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

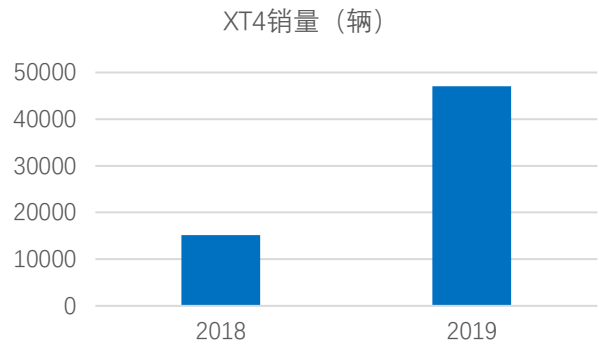
**林肯国产化落地，提升福特品牌力：**2020 年预计林肯品牌有 3 款车型实现国产化，首款国产化车型 MKC 已经下线，国产车型命名为冒险家，国产价格较进口版本有所下降，大型 SUV 飞行家同样已经实现国产化，弥补福特林肯在大型 SUV 的空白，后续预计航海家在年底至明年上半年实现国产化，补齐福特林肯产品线。二线豪华品牌国产化标杆为凯迪拉克，2019 年凯迪拉克累计销量 18.4 万辆，其中冒险家对标车型 XT4 销量为 4.7 万辆。我们认为，随着林肯品牌的国产化，长安福特产品线全面铺开，对长安福特品牌有望形成正面促进。冒险家与飞行家上市以来表现持续超出预期。

图表 38: 凯迪拉克历年销量情况 (万辆)



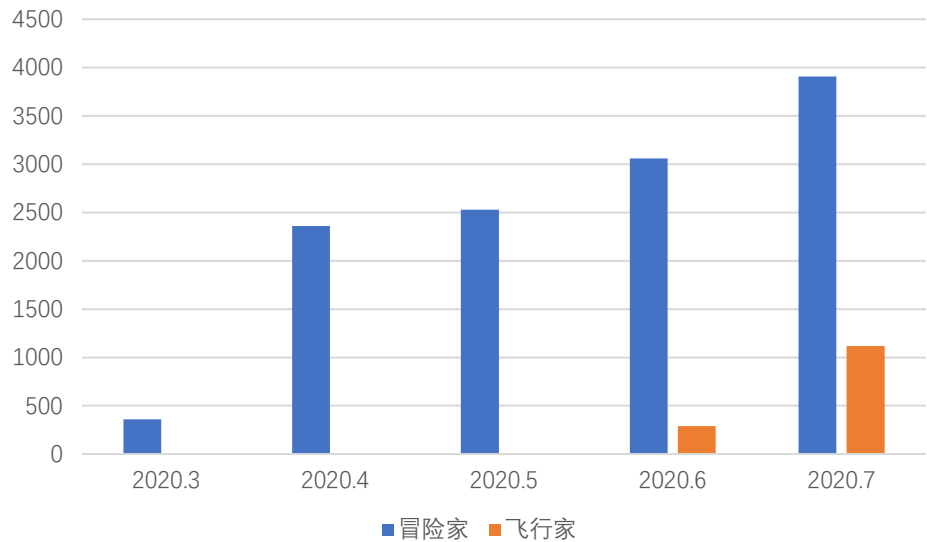
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 39: XT4 历年销量情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

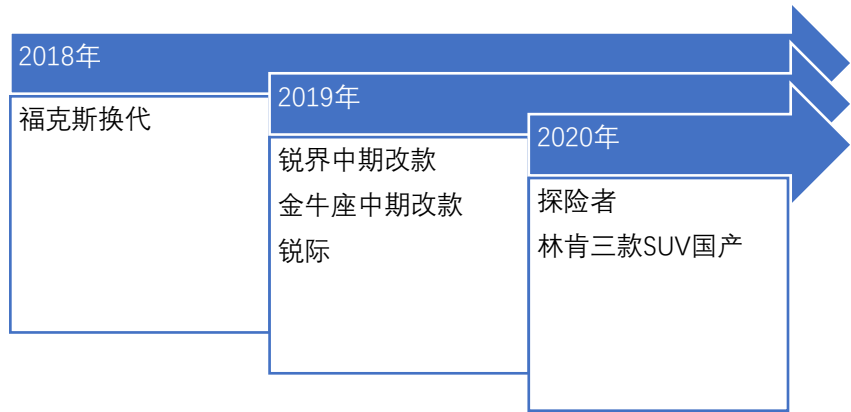
图表 40: 林肯国产车型销量上市以来销量情况 (辆)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

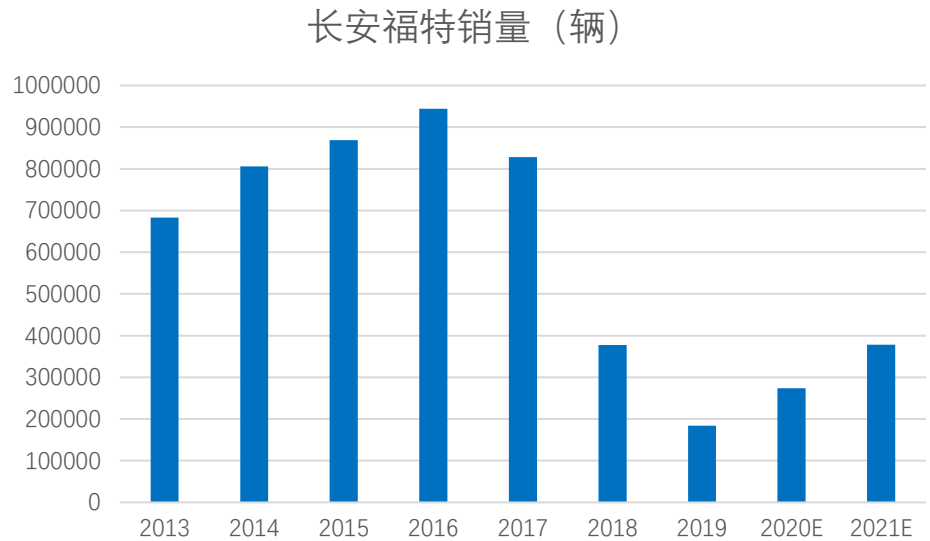
**长安福特经营筑底, 后续弹性较大:** 2019 年长安福特销量 18.4 万辆, 达到历史最低位。随着锐际、探险者、林肯等车型的陆续落地, 长安福特新一轮产品周期将进入高潮期, 销量有望迎来反转。中长期来看, 长安福特积极推进研发、制造、销售等方面的本土化落地, 预计 2025 年降拥有本土研发新车的的能力, 为后续长安福特的发展奠定坚实基础。我们预计 2020/2021 年长安福特销量增速为 57%/40%。

图表 41: 长安福特车型规划



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 42: 长安福特销量预测

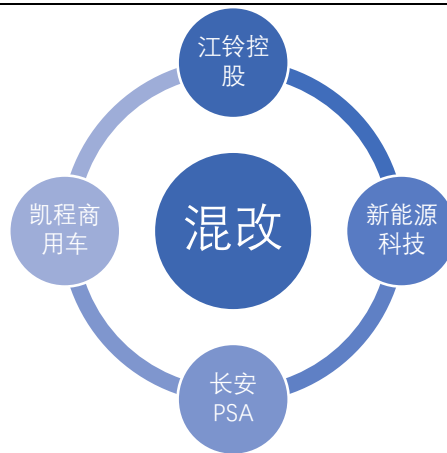


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 4、开源节流并重，混改优化资产结构

近年随着行业形势的变化，公司不同品牌的经营情况发生较大的变化。铃木、江铃控股、长安 PSA、新能源等资产处于亏损状态，对公司总体的经营情况产生拖累。2019 年开始公司对于这些资产逐步通过混改的方式盘活，2019 年江铃控股引入战略投资者，长安汽车股比下降到 25%。2020 年新能源科技引入战略投资者，长安汽车持有比例从 100% 稀释到 48.95%。同时，公司将合资公司长安 PSA 全部股权出售。我们认为，引入战投不仅能够增加相应子公司的活力，同时能够减少其对公司总体经营情况的拖累。与此同时，公司积极优化旗下资产，出售旗下长安 PSA 资产，完成战略转型。后续公司有望持续优化旗下资产，进一步调整战略重心。

图表 43：长安汽车混改规划

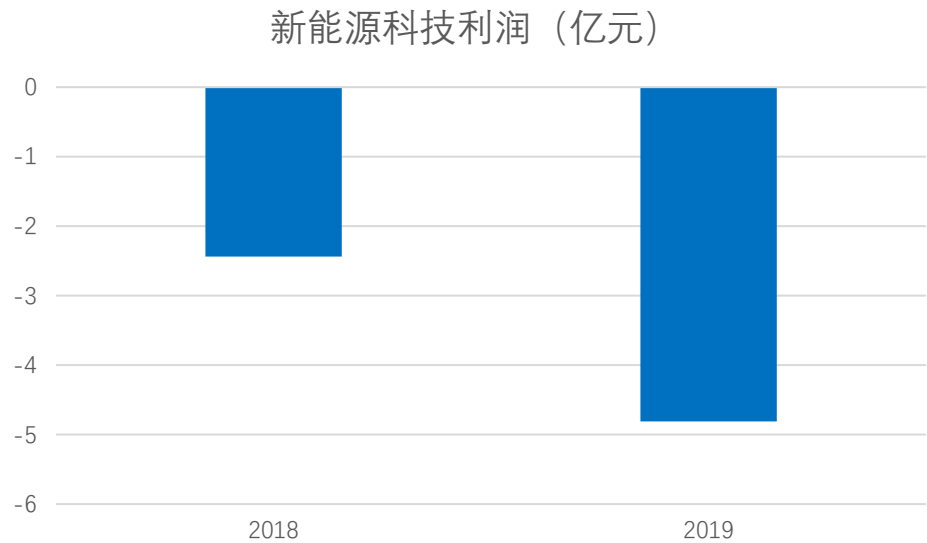


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**子公司长安新能源引入战略投资者，长安汽车持有比例将从 100% 稀释到 48.95%：**长安新能源账面股东权益为 8.1 亿元，评估值为 27.2 亿元，增值 234%。同时南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金四家战略投资者合计增资 28.4 亿元。增资完成后，长安汽车、南京润科、长新基金、两江基金、南方工业基金分别持有长安新能源 48.95%、17.97%、17.97%、13.30% 和 1.80%。2019 年 1-10 月份长安新能源累计亏损 5.8 亿元。我们认为，长安新能源混改完成短期能够减少公司亏损点，中长期来看能够促进长安新能源建立符合市场需求的法人治理机制、经营管理体制和运营机制，增强新能源科技公司核心竞争力，加速公司“香格里拉计划”的布局落地实施。2020 年上半年长安新能源科技完成混改，贡献非经常损益 21 亿元。



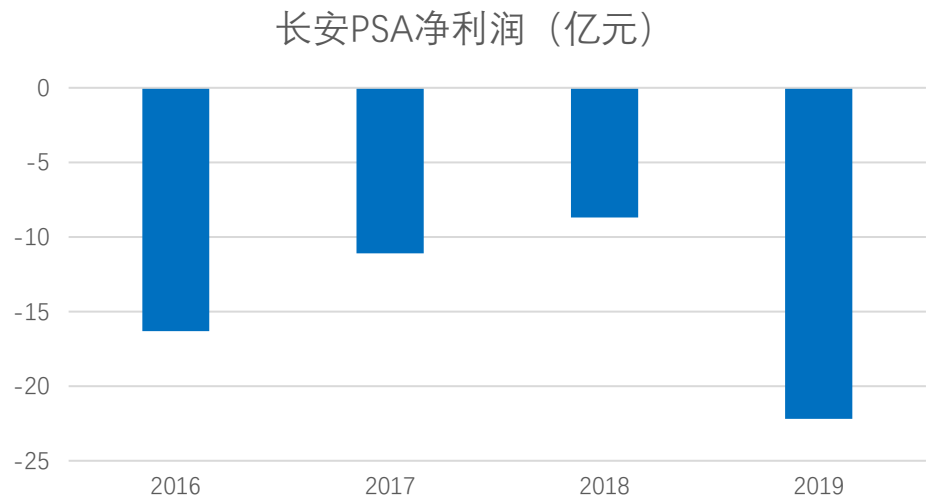
图表 44: 长安新能源科技历年业绩情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

公司将所持有的长安 PSA50%股权全部转让给宝能汽车: 购买方前海锐致为宝能汽车全资子公司, 长安 PSA 账面净资产为-5.2 亿元, 评估值为 32.5 亿元, 增值额 37.7 亿元, 此次交易完成后长安汽车不再持有长安 PSA 股权。2019 年 1-9 月份长安 PSA 累计亏损 22 亿元, 交易完成后将大幅减少对上市公司业绩的负面影响。我们认为, 长安 PSA 出售完成能够减少公司亏损点, 进一步优化公司资产结构, 符合公司战略转型方向。2020 年上半年长安 PSA 完成股权交割, 预计公司收到收益为 14 亿元。

图表 45: 长安 PSA 历年业绩情况



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

关键假设：

(1) 假设 1：我们假设 2020-2022 年长安福特销量同比增速分别为 57%/40%/5%。

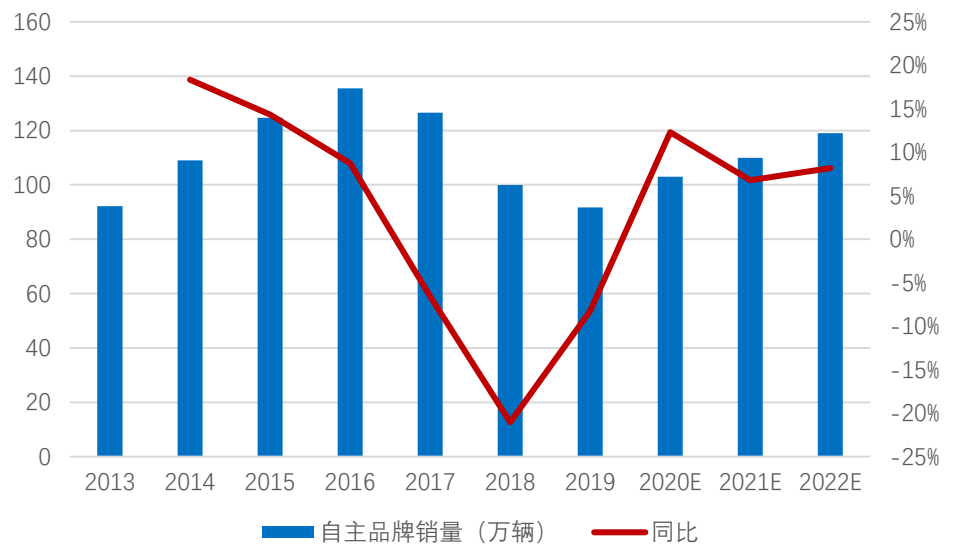
图表 46：长安福特销量预测（辆）

|     | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|-----|--------|--------|--------|--------|
| 福睿斯 | 63389  | 57903  | 60798  | 63838  |
| 福克斯 | 50732  | 47510  | 60000  | 63000  |
| 蒙迪欧 | 17938  | 19419  | 20390  | 21409  |
| 金牛座 | 6706   | 14184  | 14184  | 14893  |
| 翼虎  | 8875   | 7921   | 7921   | 8318   |
| 翼博  | 2671   | 2876   | 2876   | 3020   |
| 锐界  | 32862  | 27408  | 27408  | 28778  |
| 锐际  |        | 50927  | 60000  | 63000  |
| 探险者 |        | 18044  | 48000  | 50400  |
| 林肯  |        | 42206  | 100800 | 105840 |
| 总计  | 183978 | 288398 | 402377 | 422496 |
| 增速  | -51%   | 57%    | 40%    | 5%     |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 假设 2：我们预计 2020-2022 年长安自主销量同比增速分别为 13%/7%/8%；

图表 47：长安汽车自主品牌销量预计



资料来源：中汽协，华安证券研究所

**图表 48: 长安自主品牌分车型销量预测 (辆)**

|             | 2019   | 2020    | 2021    | 2022    |
|-------------|--------|---------|---------|---------|
| <b>重庆长安</b> |        |         |         |         |
| 睿驰 CC       | 21875  | 21861   | 21861   | 22954   |
| CS55        | 112202 | 102952  | 113247  | 118910  |
| CS35        | 141701 | 106696  | 112031  | 114271  |
| 逸动 (不包含 DT) | 91725  | 151975  | 159574  | 162765  |
| 欧尚 A800     | 8251   | 1609    | 1609    | 1689    |
| CX70        | 53885  | 25194   | 0       | 0       |
| cos1        | 11394  | 3284    | 3383    | 3552    |
| 科赛 5        | 2587   | 2493    | 2568    | 2696    |
| 科尚          | 3989   | 1499    | 1544    | 1621    |
| 欧尚 X7       | 0      | 71397   | 120000  | 200000  |
| 奔奔          | 2334   | 2334    | 2334    | 2334    |
| CS85        | 22676  | 9549    | 10981   | 11530   |
| UNI 系列      | 0      | 71397   | 120000  | 200000  |
| <b>北京工厂</b> |        |         |         |         |
| CS75        | 123216 | 51649   | 51649   | 54231   |
| CS95        | 7498   | 5859    | 5859    | 6152    |
| <b>合肥工厂</b> |        |         |         |         |
| CS15        | 22772  | 12275   | 13503   | 13503   |
| CS75P       | 70011  | 174262  | 182975  | 174262  |
| 第三代悦翔       | 14953  | 14258   | 14258   | 14258   |
| 逸动 DT       | 32299  | 13114   | 13114   | 13114   |
| <b>河北工厂</b> | 91569  | 90047   | 90047   | 90047   |
| <b>南京工厂</b> | 17007  | 11400   | 15217   | 15217   |
| <b>保定长客</b> | 50629  | 50629   | 50629   | 50629   |
| 总计          | 917171 | 1034755 | 1103139 | 1191615 |
| 增速          | -8%    | 13%     | 7%      | 8%      |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

(3) **假设 3:** 新能源科技、长安 PSA 混改以及持股宁德时代将为公司 2020 年贡献较大非经常性损益。

**图表 49: 分业务收入及毛利率**

|      |     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|------|-----|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 整车业务 | 收入  | 64,819.40 | 71,685.70 | 75,206.40 | 81,696.70 |
|      | 增速  | -2.2%     | 10.6%     | 4.9%      | 8.6%      |
|      | 毛利率 | 14.7%     | 18.0%     | 20.5%     | 20.5%     |
| 外协加工 | 收入  | 133.3     | 146.6     | 161.3     | 177.4     |
|      | 增速  | 500.0%    | 10.0%     | 10.0%     | 10.0%     |
|      | 毛利率 |           | 10.0%     | 10.0%     | 10.0%     |
| 其他业务 | 收入  | 5,642.49  | 5,642.49  | 5,642.49  | 5,642.49  |
|      | 增速  |           | 0.0%      | 0.0%      | 0.0%      |
|      | 毛利率 | 42.1%     | 42.1%     | 42.1%     | 42.1%     |
| 合计   | 收入  | 70,595.20 | 77,474.80 | 81,010.20 | 87,516.70 |
|      | 增速  | 6.5%      | 9.7%      | 4.6%      | 8.0%      |
|      | 毛利率 | 14.7%     | 19.7%     | 22.0%     | 21.9%     |

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 827、865 和 941 亿元, 归母净利润分别为 58、53 和 58 亿元, EPS 分别为 1.21、1.09 和 1.20 元。

## 5.2 相对估值

我们选取了乘用车行业中的四家主流公司, 2020 年四个公司的平均 PE 为 18 倍, 2021 年平均 PE 为 14 倍。公司自主与合资品牌均进入产品的上升周期, 有望带动公司销量与业绩的快速提升。在节流方面, 公司出售长安 PSA 全部股权以及长安新能源混改完成, 将逐步减少公司业绩亏损点, 治理机构得到优化。当前长安汽车 2020 年 PE 为 12 倍, 低于行业平均估值, 考虑到长安汽车经营情况走上了上升期, 我们认为长安汽车仍旧有上升空间。考虑到长安汽车经营逐步步入兑现期, 首次覆盖给予“买入”评级。

**图表 50: 可比公司估值**

| 证券代码       | 可比公司 | 股价(元) | EPS (元) |      |      | PE (倍) |     |     |
|------------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|
|            |      |       | 19A     | 20E  | 21E  | 19A    | 20E | 21E |
| 600104.SH  | 上汽集团 | 20.04 | 2.19    | 1.90 | 2.33 | 9      | 11  | 9   |
| 601633.SH  | 长城汽车 | 16.78 | 0.49    | 0.61 | 0.86 | 34     | 28  | 20  |
| 0175.HK    | 吉利汽车 | 16.34 | 0.90    | 0.81 | 1.04 | 18     | 20  | 16  |
| 601238.SH  | 广汽集团 | 10.30 | 0.65    | 0.68 | 0.91 | 16     | 15  | 11  |
| <b>平均值</b> |      |       |         |      |      | 19     | 18  | 14  |
| 000625.SZ  | 长安汽车 | 12.86 | -0.55   | 1.21 | 1.09 | -23    | 11  | 12  |

资料来源: 公司公告, wind 一致预期 (除长安汽车), 华安证券研究所

## 风险提示:

**(1) 汽车销量不及预期:** 公司主力品牌虽然进入产品强势周期, 但是总体表现仍旧很大程度上受行业景气度影响。当前国内疫情已经得到抑制, 因此国内汽车消费进去恢复期, 但是后续不能排除疫情复发再次对汽车消费行业造成冲击。

**(2) 新车型上市进展与销量表现不及预期:** 公司主要的逻辑为主力品牌将进入强势的新车周期, 因此新车上市的进度以及新车上市后的表现直接影响公司后续的销量与业绩表现。若新车上市进程较慢、上市后的消费者接受度较弱, 公司未来 2-3 年的产品周期强度将减弱。

**(3) 混改进度及非经常损益实现或不及预期等风险:** 公司当前已经完成新能源科技的混改以及长安 PSA 的出售, 后续混改将持续进行。公司混改的目的一方面为减少业绩出血点, 另一方面通过引入战投来盘活资产。若公司后续的混改进展不及预期, 或者混改完成后的整合并不理想, 将直接影响公司业绩层面的表现。

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |        |        |        | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|-------|--------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |        |        |        | 单位:百万元          |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2019  | 2020   | 2021   | 2022   | 会计年度            | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
| <b>流动资产</b>    | 49607 | 58626  | 61077  | 69122  | <b>营业收入</b>     | 70595 | 82739 | 86493 | 94064 |
| 现金             | 10066 | 12411  | 12974  | 17218  | 营业成本            | 60233 | 68422 | 70384 | 76228 |
| 应收账款           | 838   | 1389   | 1375   | 1460   | 营业税金及附加         | 2488  | 2947  | 2854  | 3221  |
| 其他应收款          | 3732  | 3823   | 4225   | 4575   | 销售费用            | 4591  | 5574  | 5622  | 6189  |
| 预付账款           | 624   | 885    | 878    | 935    | 管理费用            | 2265  | 2677  | 2595  | 2822  |
| 存货             | 3375  | 4666   | 4734   | 5009   | 财务费用            | -191  | -182  | -203  | -285  |
| 其他流动资产         | 30971 | 35453  | 36892  | 39925  | 资产减值损失          | -396  | -153  | -40   | -29   |
| <b>非流动资产</b>   | 48010 | 50533  | 53964  | 55434  | 公允价值变动收益        | -889  | -2000 | 0     | 0     |
| 长期投资           | 11008 | 11008  | 11008  | 11008  | 投资净收益           | -2109 | 4385  | 2941  | 3292  |
| 固定资产           | 26939 | 28949  | 29605  | 30093  | <b>营业利润</b>     | -2107 | 6776  | 6113  | 6666  |
| 无形资产           | 5210  | 6303   | 7076   | 7858   | 营业外收入           | 50    | 50    | 50    | 50    |
| 其他非流动资产        | 4853  | 4272   | 6275   | 6474   | 营业外支出           | 185   | 200   | 200   | 200   |
| <b>资产总计</b>    | 97617 | 109159 | 115041 | 124556 | <b>利润总额</b>     | -2242 | 6626  | 5963  | 6516  |
| <b>流动负债</b>    | 49233 | 54813  | 55328  | 58979  | 所得税             | 407   | 663   | 596   | 652   |
| 短期借款           | 230   | 1347   | 559    | 0      | <b>净利润</b>      | -2649 | 5963  | 5366  | 5864  |
| 应付账款           | 18906 | 19948  | 20509  | 22502  | 少数股东损益          | -2    | 130   | 113   | 105   |
| 其他流动负债         | 30098 | 33518  | 34259  | 36477  | <b>归属母公司净利润</b> | -2647 | 5833  | 5254  | 5759  |
| <b>非流动负债</b>   | 4450  | 4450   | 4450   | 4450   | EBITDA          | 1408  | 3745  | 5134  | 5602  |
| 长期借款           | 55    | 55     | 55     | 55     | EPS (元)         | -0.55 | 1.21  | 1.09  | 1.20  |
| 其他非流动负债        | 4394  | 4394   | 4394   | 4394   |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 53683 | 59262  | 59778  | 63428  |                 |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | -94   | 35     | 148    | 253    |                 |       |       |       |       |
| 股本             | 4803  | 4803   | 4803   | 4803   |                 |       |       |       |       |
| 资本公积           | 5366  | 5366   | 5366   | 5366   |                 |       |       |       |       |
| 留存收益           | 33860 | 39693  | 44947  | 50706  |                 |       |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 44028 | 49862  | 55115  | 60875  |                 |       |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 97617 | 109159 | 115041 | 124556 |                 |       |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
| <b>经营活动现金流</b> | 3882  | 3922  | 5581  | 6880  |
| 净利润            | -2647 | 5833  | 5254  | 5759  |
| 折旧摊销           | 3559  | 4259  | 3556  | 3761  |
| 财务费用           | 40    | 43    | 51    | 17    |
| 投资损失           | 2109  | -4385 | -2941 | -3292 |
| 营运资金变动         | 946   | -213  | -585  | 410   |
| 其他经营现金流        | -3718 | 4431  | 6085  | 5574  |
| <b>投资活动现金流</b> | -3795 | -2652 | -4179 | -2059 |
| 资本支出           | -4711 | -7037 | -7120 | -5351 |
| 长期投资           | -171  | -2000 | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 1087  | 6385  | 2941  | 3292  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -401  | 1074  | -838  | -576  |
| 短期借款           | 40    | 1117  | -788  | -559  |
| 长期借款           | 55    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 309   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -804  | -43   | -51   | -17   |
| <b>现金净增加额</b>  | -288  | 2345  | 563   | 4244  |

| 主要财务比率          |         |        |        |        |
|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 会计年度            | 2019    | 2020   | 2021   | 2022   |
| <b>成长能力</b>     |         |        |        |        |
| 营业收入            | 6.5%    | 17.2%  | 4.5%   | 8.8%   |
| 营业利润            | -946.0% | 421.6% | -9.8%  | 9.1%   |
| 归属于母公司净利        | -488.8% | 320.4% | -9.9%  | 9.6%   |
| <b>获利能力</b>     |         |        |        |        |
| 毛利率 (%)         | 14.7%   | 17.3%  | 18.6%  | 19.0%  |
| 净利率 (%)         | -3.7%   | 7.1%   | 6.1%   | 6.1%   |
| ROE (%)         | -6.0%   | 11.7%  | 9.5%   | 9.5%   |
| ROIC (%)        | -5.7%   | -0.9%  | 2.5%   | 2.7%   |
| <b>偿债能力</b>     |         |        |        |        |
| 资产负债率 (%)       | 55.0%   | 54.3%  | 52.0%  | 50.9%  |
| 净负债比率 (%)       | 122.2%  | 118.8% | 108.2% | 103.8% |
| 流动比率            | 1.01    | 1.07   | 1.10   | 1.17   |
| 速动比率            | 0.93    | 0.97   | 1.00   | 1.07   |
| <b>营运能力</b>     |         |        |        |        |
| 总资产周转率          | 0.72    | 0.76   | 0.75   | 0.76   |
| 应收账款周转率         | 84.21   | 59.57  | 62.91  | 64.42  |
| 应付账款周转率         | 3.19    | 3.43   | 3.43   | 3.39   |
| <b>每股指标 (元)</b> |         |        |        |        |
| 每股收益            | -0.55   | 1.21   | 1.09   | 1.20   |
| 每股经营现金流薄)       | 0.81    | 0.82   | 1.16   | 1.43   |
| 每股净资产           | 9.17    | 10.38  | 11.48  | 12.68  |
| <b>估值比率</b>     |         |        |        |        |
| P/E             | —       | 10.59  | 11.76  | 10.72  |
| P/B             | 1.09    | 1.24   | 1.12   | 1.01   |
| EV/EBITDA       | 27.26   | 13.55  | 9.62   | 7.96   |

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

## 重要声明

### 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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。