粤开证券 YUEKAI SECURITIES

2020 年 04 月 30 日

长安汽车(000625.SZ)

【粤开汽车公司研究】长安汽车：合资和自主新产品周期的开始

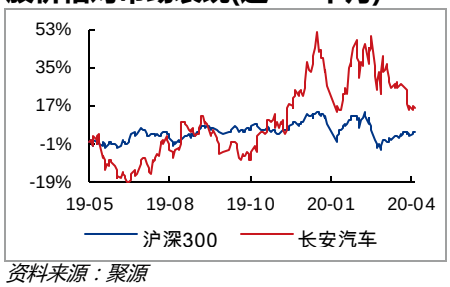
买入(维持)

当前价： 9.09 元
目标价：

分析师：徐昊
执业编号：S0300519040001
电话：010-66235709
邮箱：xuhao@ykzq.com

研究助理：逄增山
电话：13816595023
邮箱：pangzengshan@ykzq.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	70.595	81.190	101.48	126.85
(+/-)	6%	14%	23%	25%
归母净利润	1439	4647	5147	6736
(+/-)	320%	223%	11%	31%
EPS(元)	-0.55	0.97	1.07	1.40
P/E	-18	9	8	6

资料来源：粤开证券研究院

近期报告

《【联讯汽车公司点评】长安汽车：产销拐点出现，自主合资齐发力》2019-12-10

投资要点

自主新产品周期开始，新车型销量超预期

公司是中国汽车四大集团阵营企业，旗下有长安乘用车、中高端乘用车、欧尚汽车和凯程汽车四个独立自主品牌，也有长安福特和长安马自达等合资品牌，产品涵盖轿车、SUV、MPV、交叉型乘用车、客车和货车等。

公司自主品牌新车型以 CS55、CS75 和 CS95 为主的新产品周期已经成型，CS75Plus 上市后销量持续超预期，市场反馈火爆。公司新车型销量超预期主要因为：1）定价相比对标车型优势明显；2）产品内外饰改变大，设计较为年轻运动；3）公司销售渠道改善，营销策略成功，品牌力有提升；4）智能化布局超前，目前长安已经发布 L3 级别的自动驾驶车型；5）纯电及插混车型产品线布局完善。

我们认为，长安自主的品牌力、产品设计、软硬件配置、营销策略及销售渠道都有显著提升，在行业回暖叠加政策支持的背景下，销量和业绩有望加速回暖。

长安福特加快投放新产品，林肯国产进军高端市场

福特中国 2.0 战略正式发布，从福特中国管理层到新产品规划，对福特中国都有显著改善。长安福特在未来 3 年内将推出超过 30 款专为中国消费者打造的福特和林肯品牌新车型，其中超过 10 款为新能源车型，并加大自动驾驶研发力度，加快产品更新速度，更新周期将缩短 30%。

作为“福特中国 330 计划”下推出的首款产品，福特 Escape 定位于翼虎和锐界之间，于 2019 年 4 月上市。同时，林肯冒险家开始国产，还将上市飞行家及冒险家插混版。“北斗天枢”计划下推出全新紧凑型轿车逸动 PLUS 和全新紧凑型 SUV——UNI-T，搭载 L3 级自动驾驶系统。

长安福特从曾经百万的年销量下滑到 20 万的年销量，公司新产品周期、渠道改善及管理层面改革，并叠加林肯国产，销量有望触底反弹，我们认为，长福将迎来新一轮的公司改革红利。

盈利预测和估值

综合来看，我们认为，长安汽车自主及合资的新产品周期将双轮驱动公司销量及盈利能力的回暖，对边国内目前整车国企，估值优势明显，未来成长可期。

我们预计公司 2020，2021，2022 年营业收入分别为 812 亿元，1015 亿元，1269 亿元，归母净利润为 46.47 亿元，51.47 亿元，67.36 亿元，EPS 分别为 0.97 元、1.07 元、1.40 元。综合考虑行业内可比公司估值情况及公司自身发展，给予公司 13 倍估值，给予“买入”评级。

风险提示

新产品销量不及预期、国内汽车销量不及预期、智能化电动化不及预期。

目 录

投资案件 5
投资评级与估值 5
关键假设点 5
有别于大众的认识 5
股价表现催化剂 5
核心风险提示 5
一、公司概况 6
（一）大型国有控股汽车整车制造企业，A+B 整体上市 6
（二）行业回暖在即，积极布局智能化+电动化出行 7
（三）行业回暖+新产品周期，盈利+估值双升可期 9
二、自主+合资新产品周期驱动公司强势反弹 10
（一）成本控制叠加爆款车型打造能力驱动长安自主触底反弹 10
（二）福特加速产品更新，铃木江铃重整 13
三、重视研发投入，引领自主制造 18
四、盈利预测及投资建议 19
五、风险提示 20

图表目录

图表 1： 公司股权结构 6
图表 2： 行业与公司销量增速对比 7
图表 3： 前十大汽车集团汽车销量（单位：万辆） 7
图表 4： 乘用车销量排名（单位：万辆） 7
图表 5： 新能源汽车销量 8
图表 6： 单轴单图走势图 9
图表 7： 公司营收及增速 9
图表 8： 单归母净利润、毛利率和 ROE 图 9
图表 9： 公司投资收益与归母净利润 10
图表 10： 主要合资企业投资收益（单位：亿元） 10
图表 11： 长安汽车自主品牌乘用车销量 11
图表 12： 长安汽车自主品牌乘用车细分车型占比 11
图表 13： 长安汽车自主品牌产品矩阵（单位：万元） 11
图表 14： 自主品牌主要车型销量（单位：万辆） 12
图表 15： 长安汽车自主品牌乘用车新车型 12
图表 16： 长安福特销量 13
图表 17： 长安福特细分车型占比 13
图表 18： 长安福特各车型月销量（单位：万辆） 13
图表 19： 福睿斯及主要竞品销量走势（单位：万辆） 13

图表 20： 福特战略规划 14
图表 21： 福特 Escape 15
图表 22： 长安福特新车型 15
图表 23： 长安马自达销量 16
图表 24： 长安马自达细分车型占比 16
图表 25： 长安马自达主要车型销量（单位：万辆） 16
图表 26： 昂克赛拉及主要竞品销量走势（单位：万辆） 16
图表 27： 长安马自达新车型 16
图表 28： 长安标致雪铁龙销量 17
图表 29： 长安铃木销量 17
图表 30： 江铃控股销量 17
图表 31： 研发支出占营业收入比重 18
图表 32： 悦翔 V7 与福克斯发动机对比 18
图表 33： “中国心”2018 年度十佳发动机（排名不分先后） 19
图表 34： 可比公司估值 19
附录：公司财务预测表（百万元） 21

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2020，2021，2022 年营业收入分别为 812 亿元，1015 亿元，1269 亿元，归母净利润为 46.47 亿元，51.47 亿元，67.36 亿元，EPS 分别为 0.97 元、1.07 元、1.40 元。综合考虑行业内可比公司估值情况及公司自身发展，给予公司 13 倍估值，给予“买入”评级。

关键假设点

1、长安自主品牌乘用车销量回暖。

2、长安福特新车型与林肯国产化车型销量符合预期。

3、国内汽车行业整体趋稳。

有别于大众的认识

市场普遍认为，长安自主及福特销量下滑，品牌力逐步削弱。我们认为，随着长安自主和福特的新一轮新产品周期推出及公司整体改革加速，公司销量和盈利能力有望显著回暖，自主和合资都将逐步恢复到一线梯队。

股价表现催化剂

1、CS85 COUPE、CS75 换代车型 CS75 PLUS 等自主 SUV 车型销量超预期。

2、欧尚成为独立品牌后新车型销量超预期。

3、长安福特新车型与林肯国产化车型销量超预期。

4、新能源汽车销量超预期。

核心风险提示

新产品销量不及预期、国内汽车销量不及预期、智能化电动化不及预期。

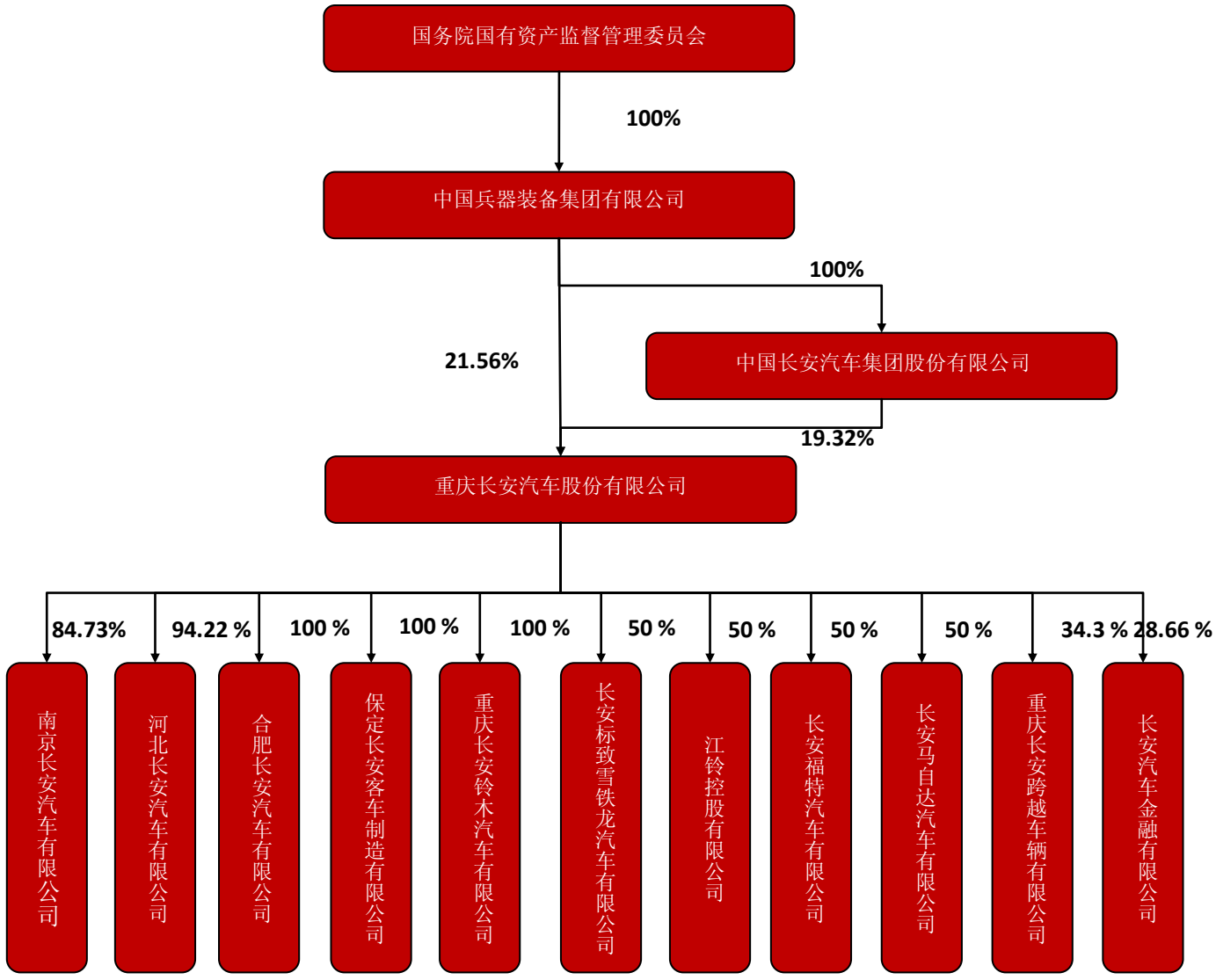
一、公司概况

重庆长安汽车股份有限公司成立于 1996 年 10 月 31 日，是以中国长安汽车集团有限公司作为独立发起人，以募集方式向境外投资者发行境内上市 B 股而设立。1997 年 5 月 19 日，公司向社会公开发行人民币普通股 A 股，总股本增至人民币 876,190,000 元。2018 年，公司实现营收 663.0 亿元，同比下降 17.14%；实现归母净利润 6.8 亿元，同比下降 90.46%。

（一）大型国有控股汽车整车制造企业，A+B 整体上市

根据公司公告显示，目前公司发行总股本数为 48.03 亿股，其中 A 股股数为 39.01 亿股，占比 81.22%；B 股股数为 9.02 亿股，占比 18.78%。前十大股东中，中国兵器装备集团有限公司持有公司股份 10.35 亿股，持股比例达到 21.56%，为公司的控股股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会；中国长安汽车集团有限公司持有公司股份 9.28 亿股，持股比例为 19.32%。

图表1：公司股权结构



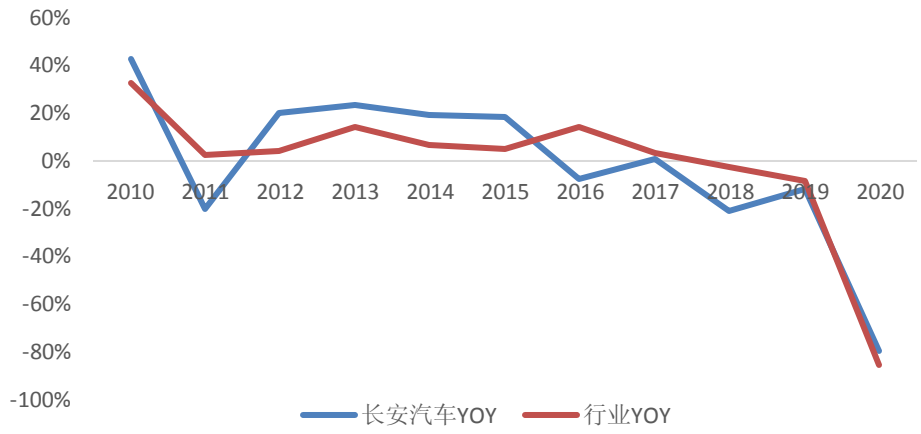
资料来源：wind、粤开证券研究院

目前公司旗下拥有的控股、参股子公司以及合营、联营企业共 47 家。长安汽车自主品牌主要由重庆长安本部、南京长安、河北长安、合肥长安和保定长安生产。合资品牌主要有长安标致雪铁龙、江铃控股、长安福特和长安马自达等。2018 年 9 月，长安汽车以 1 元现金收购日方企业持有的长安铃木 50%股权，并于 2018 年底前完成股权交割，长安铃木由中日合资企业变成长安汽车全资子公司。

（二）行业回暖在即，积极布局智能化+电动化出行

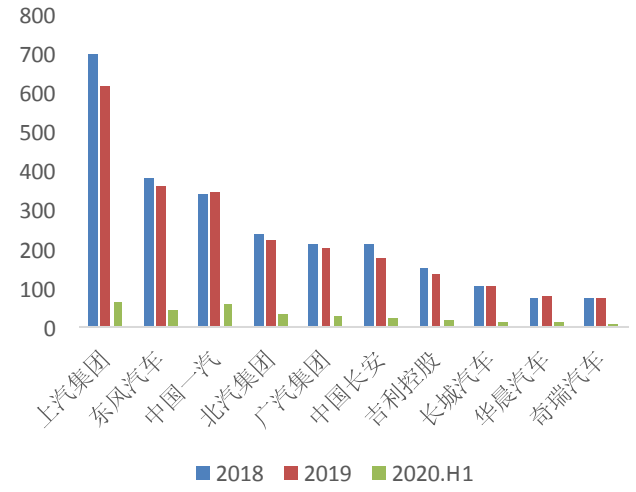
一季度的影响下，国内汽车行业在 2 月陷入停滞，3 月回暖显著，行业滞后需求将在二季度逐步释放，叠加国内政策的支持，行业将加速回暖。我们认为，国内汽车行业产能将加速出清，分化将加剧，细分龙头的新产品周期将支撑其市场份额的持续提升，之后盈利能力将出现明显回暖。

图表2：行业与公司销量增速对比



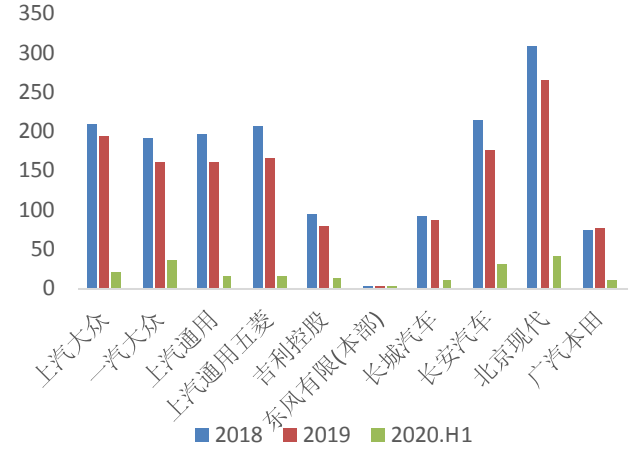
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：前十大汽车集团汽车销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表4：乘用车销量排名（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年公司总销量为 176 万辆，在十大汽车集团中排名第六，市场占有率为 2.4%。2019 年长安汽车乘用车销量为 176 万辆，在十大车企中排名第三，市场占有率为 12.89%。

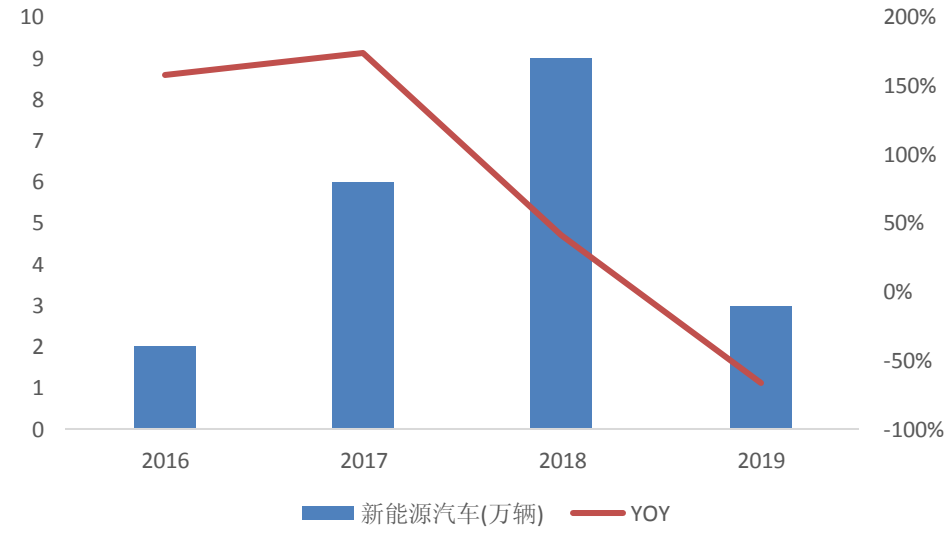
行业与公司汽车销量增速下行，长安发布“第三次创业-创新创业战略计划”。根据“一个核心＋四大转型“的发展思路，长安汽车将着力推动四大转型，从服务客户向经营客户转型、从传统产品向智能化+新能源产品转型、从提供产品+服务向提供产品+服务+出行解决方案转型、从经营产品向经营品牌转型。“从经营产品向经营品牌转型”：长安汽车将在品牌向上的总体战略下优化现有品牌架构 ,形成长安乘用车、中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大品牌，为各细分市场用户提供更专注的产品及服务支持。

2017 年，公司提出新能源全新战略——“香格里拉计划”，旨在通过“千亿行动”、“万人研发”、“伙伴计划”、“极致体验”四大战略行动，至 2020 年完成三大新能源专用平台的打造，到 2025 年全面停售传统意义燃油车，实现全谱系产品电气化。“香格里拉计划”主要内容有：在新能源汽车领域投资 1000 亿元：在动力电池方面的投入为 300 亿元，共享、充电设施与服务领域投资 200 亿元，新能源专有平台方面投入 100 亿元，新能源产品研发投入 400 亿元。2025 年前将研发三大新能源专用平台，推出 33 款新能源产品，其中纯电动产品 21 款，插电式混动产品 12 款。到 2025 年，长安汽车将累计推出涵盖小型车到高性能跑车的全谱系车型，并将停止生产传统意义燃油车型。

2018 年公司注册成立重庆长安新能源汽车科技有限公司；布局电池、IGBT、入门级电动车，推动与比亚迪、中车合作。公司与比亚迪、蔚来等汽车企业战略合作，与高德、华为等科技企业深度融合，与国家电网、特来电联合布局未来充电生态，与重庆市签订共建新能源产业园框架协议，“香格里拉”联盟初具规模。2018 年公司新能源汽车销量为 8.68 万辆，同比增长 41.80%，成功研发并投放逸动 EV460、新奔奔 EV360、CS75PHEV 等产品。

2019 年长安汽车主要销售三款纯电车型——奔奔、逸动 EV 和长安 CS15，其中销量最多的是自逸动 EV，全年累计销量为 2.3 万辆，占长安总销量的 82%。同年 11 月，长安新能源正式融资完成，年底长安新能源科技引入长新股权基金、两江基金、南方工业基金、南京润科产投等在内的 4 家战略投资者，长安汽车放弃增资优先认购权，由此带来 22 亿元的非经常性损益。2020 年长安汽车将进一步加快新品推出的步伐，推出全新紧凑型轿车逸动 PLUS 和全新紧凑型 SUV——UNI-T。除此之外，长安新能源还将带来纯电动车型 E-Rock 等新车型。

图表5：新能源汽车销量



资料来源：wind、粤开证券研究院

2018 年 8 月，公司正式发布“北斗天枢”智能化战略，同时公布“4+1”行动计划：

知音伙伴计划、合作共创行动、智能体验行动、智能联盟行动和千人千亿计划。

图表6：单轴单图走势图



资料来源：wind、粤开证券研究院

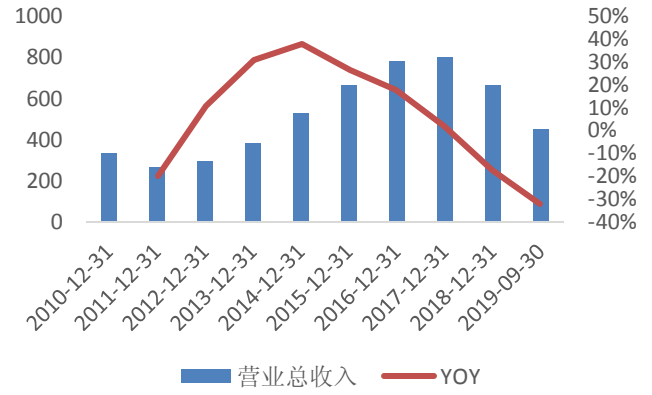
长安汽车智能化战略迅速推进。新 CS75 搭载 APA 4.0 代客泊车系统上市，实现 L2 级智能驾驶量产；新 CS55 搭载 IACC 集成式全速自适应巡航 L3 级自动驾驶技术；CS85 COUPE 率先搭载了两大自动驾驶核心技术——APA4.0 代客泊车系统与 IACC 集成式自适应巡航技术；全新紧凑型轿车逸动 PLUS 和全新紧凑型 SUV——UNI-T，搭载 L3 级自动驾驶系统。

（三）行业回暖+新产品周期，盈利+估值双升可期

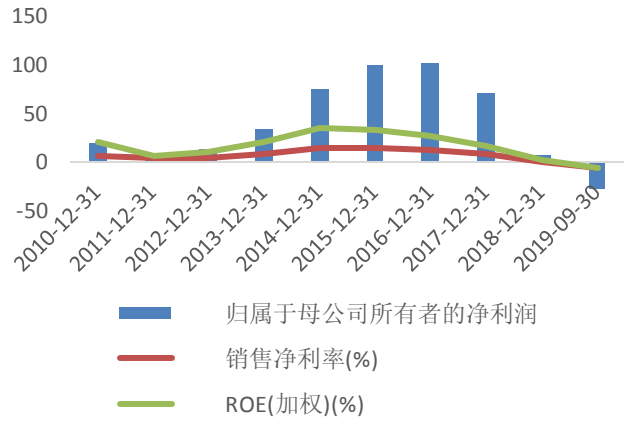
2019 年公司实现营业总收入 705.95 亿元，同比增长 6.48%，实现归母净利润亏损 26.47 亿元，同比下滑 488.81%。公司自主品牌将以 CS 75 Plus 及 CS 55 Plus 为主打车型，合资将以福特的新产品周期为主，预计在未来三年将推出超过 15 款车型，我们认为，自主+合资的双重强新产品周期叠加行业回暖，将驱动公司盈利和估值双升，未来业绩边际改善空间大，盈利弹性大。

图表7：公司营收及增速

图表8：单归母净利润、毛利率和 ROE 图

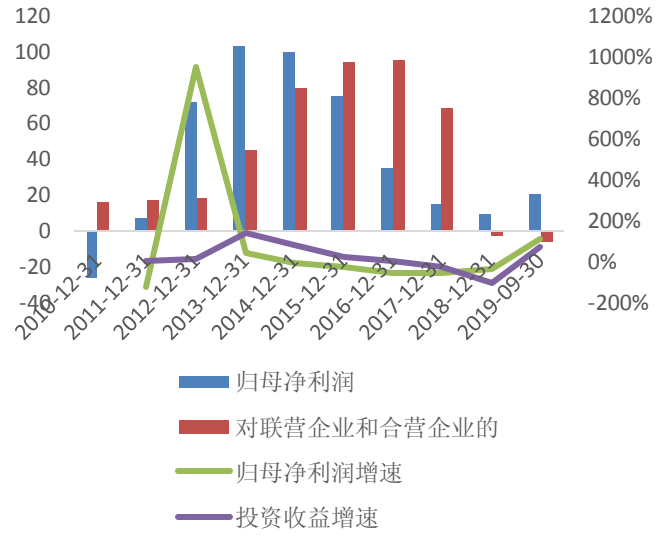


资料来源：wind、粤开证券研究院



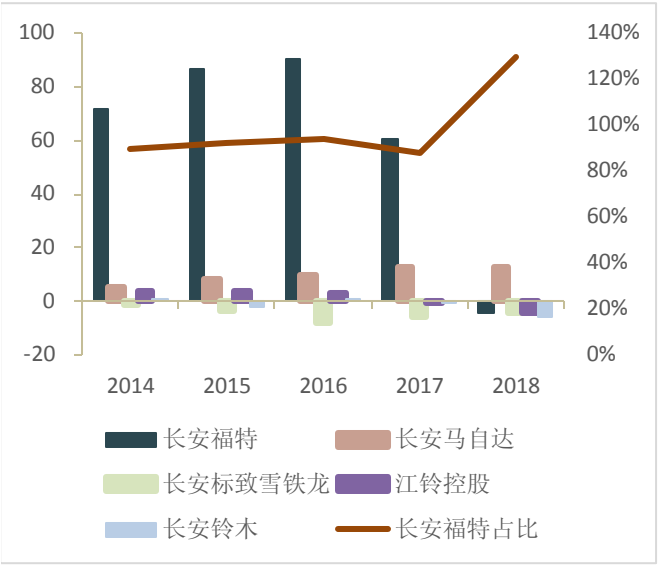
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表9：公司投资收益与归母净利润



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：主要合资企业投资收益（单位：亿元）



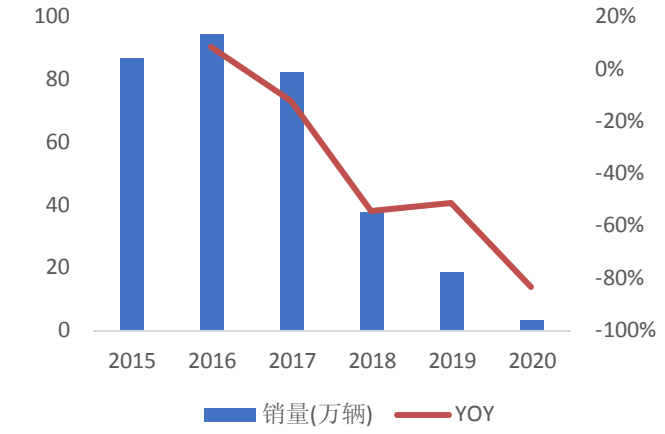
资料来源：wind、粤开证券研究院

二、自主+合资新产品周期驱动公司强势反弹

（一）成本控制叠加爆款车型打造能力驱动长安自主触底反弹

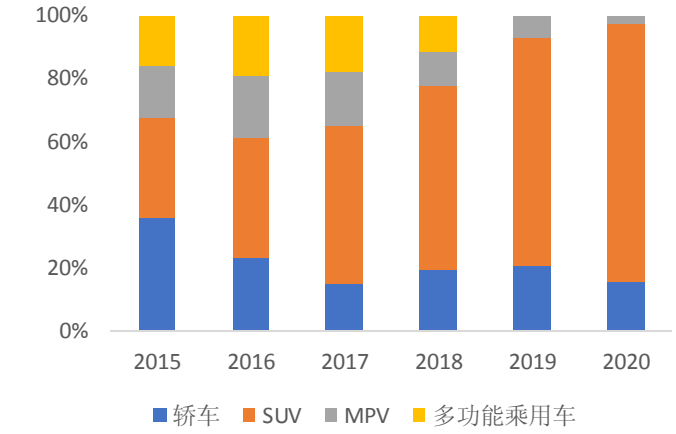
2019 年公司自主品牌乘用车销量为 48 万辆，同比下降 46.8%，同比降幅比 2017 年扩大 21.44 个百分比。近五年 SUV 占自主品牌乘用车销量的比重呈上升趋势，2019 年为 72.42%，SUV 对自主品牌乘用车销量的贡献增大。

图表11：长安汽车自主品牌乘用车销量



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表12：长安汽车自主品牌乘用车细分车型占比

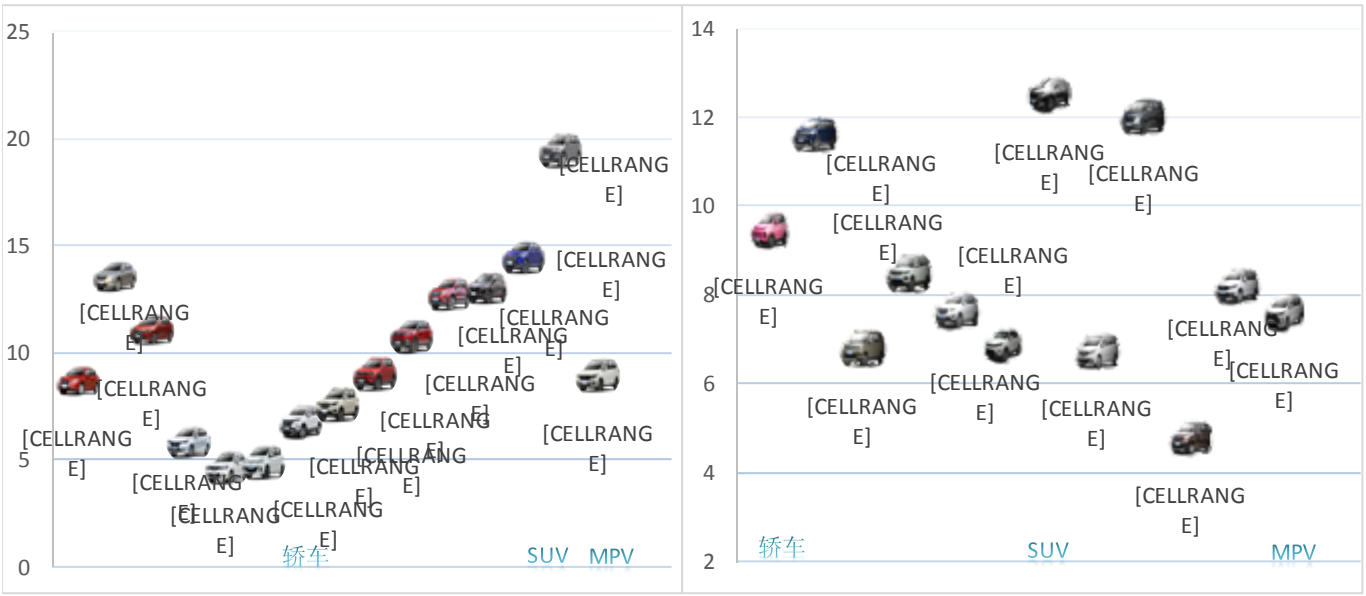


资料来源：wind、粤开证券研究院

2018 年 4 月，长安汽车发布了“第三次创业——创新创业战略”，优化现有品牌架构，形成新建中高端乘用车、长安乘用车、欧尚汽车、凯程汽车由高到低四大品牌。到现在，该计划已实施两年，迈入了 3.0 阶段，公司还将进一步深化战略成果，成为世界一流汽车企业。

长安乘用车和长安欧尚产品线十分丰富。长安乘用车中的轿车、SUV 车型众多，轿车有逸动、悦翔、睿骋和奔奔系列，SUV 主要为 CS 系列。长安欧尚 SUV 和 MPV 车型较为丰富，SUV 有欧尚科赛、欧尚 X70A、欧尚 CX70、欧尚科赛 5、欧尚科赛 3 和即将上市的欧尚 X7，MPV 有欧尚 A600、欧尚科尚、欧诺 S、欧尚 A800 和欧尚长行。

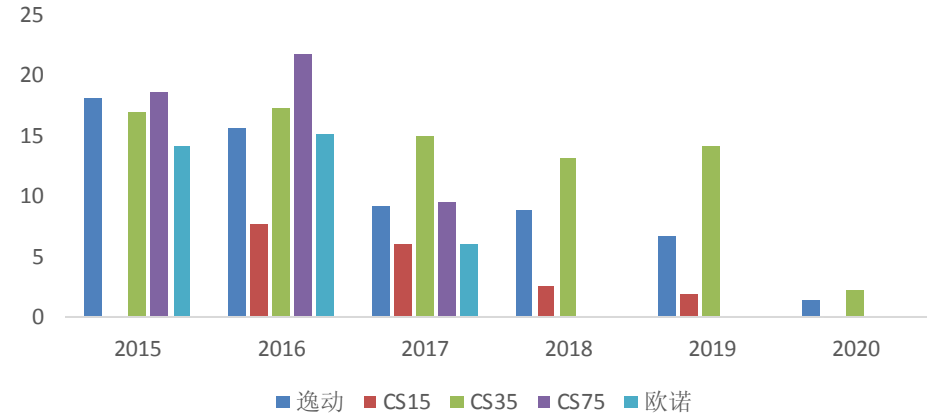
图表13：长安汽车自主品牌产品矩阵（单位：万元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

长安 CS15、CS35 在 2018 年贡献销量 15.86 万辆，占自主品牌乘用车销量的 64%，2019 年为长安乘用车贡献销量 16.18 万辆，占长安汽车自主品牌乘用车销量的 69.57%，为其销量主力。

图表14：自主品牌主要车型销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表15：长安汽车自主品牌乘用车新车型

类别	品牌	车型	新车/换代/改款	上市时间
轿车	长安汽车	第二代逸动 XT	换代	2018.8
		第三代悦翔	换代	2018.8
		逸动 ET	新车	2019.5
		逸动	改款	2019.7
		睿骋 CC	改款	2019H2
		逸动 PLUS	新车	2020.3
	长安欧尚	尼欧 II	新车	2019.2
		欧尚 E01	新车	2019H2
SUV	长安汽车	CS75 PHEV	改款	2018.9
		CS85 COUPE	新车	2019.3
		CS15	改款	2019.3
		CS95	改款	2019.4
		CS35 PLUS	改款	2019.7
		CS75 PLUS	换代	2019.9
		CS55	改款	2019H2
	长安欧尚	欧尚 COS1°（科赛）	改款	2019.7
		欧尚 X7	新车	2019.11
		欧尚 X7EV	新车	2020.4
MPV	长安欧尚	欧尚 EV	新车	2018.8
		COSMOS（科尚）	新车	2019.1
		欧尚长行	新车	2019.3
		欧尚科尚 EV	新车	2020.4

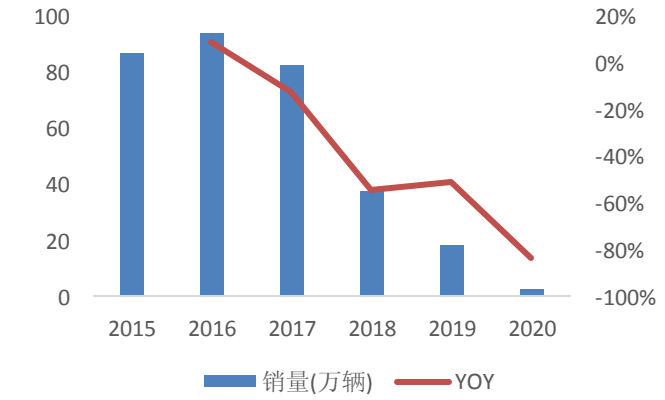
资料来源：wind、粤开证券研究院

公司长安品牌在 2018 年推出第二代逸动、第二代逸动 XT、第三代悦翔、CS35 PLUS 换代车型，在 2019 年推出 CS85 COUPE、逸动 ET 新能源新车型以及将要推出的 CS75 换代车型 CS75 PLUS，公司每年都会投放相应的改款车型。 2020 年发布两款纯电动新车，长安欧尚 X7EV 与长安欧尚科尚 EV。

（二）福特加速产品更新，铃木江铃重整

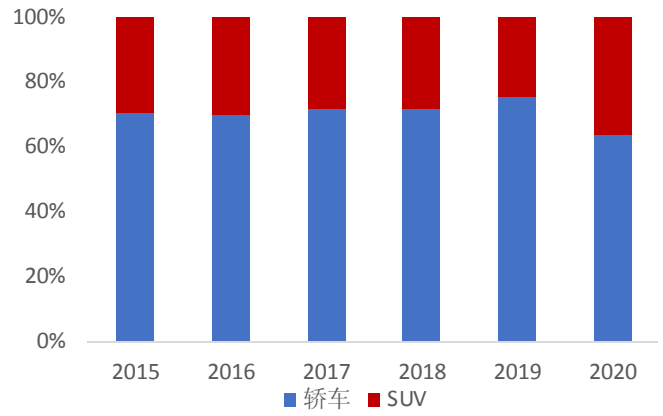
长安福特汽车有限公司成立于 2001 年 4 月 25 日，是由长安汽车股份有限公司和福特汽车公司共同出资成立，双方各占 50%。长安福特是公司旗下合资品牌的销量冠军。2018 年销量为 37.77 万辆，同比下降 54.38%；2019 年销量为 18.40 万辆，同比下降 83%。轿车销量占长安福特总销量的比重超过 70%。福睿斯销量居于长安福特各车型销量榜首，自 2014 年上市以来至 2016 年达到销量顶峰 29.69 万辆，之后一直下滑，2019 年销量为 6.28 万辆，同比下降 58.24%。除福睿斯之外，翼博、翼虎、蒙迪欧和锐界也已进入产品生命末期。车型老化、新车型推出节奏过慢是长安福特销量大幅下滑的重要因素。

图表16：长安福特销量



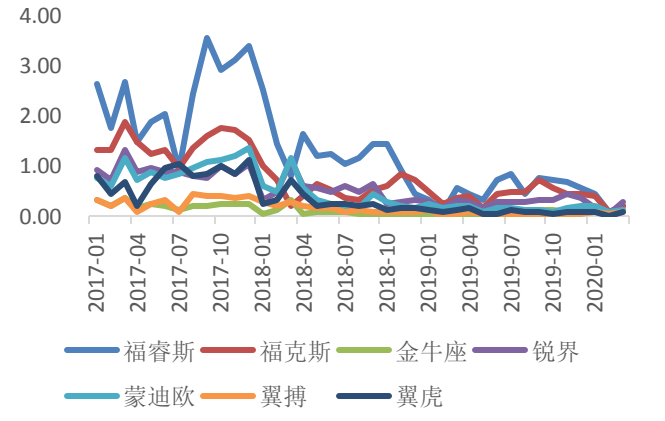
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表17：长安福特细分车型占比



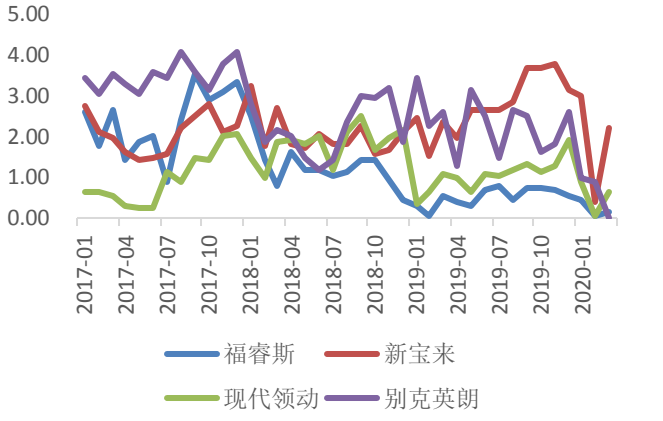
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表18：长安福特各车型月销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表19：福睿斯及主要竞品销量走势（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表20：福特战略规划

“1515”战略	中国2025计划	福特中国2.0
•在2015年之前，为中国市场引入15款车型，20款全新发动机和变速器 •产能将扩充至120万辆，年销售突破百万辆，市场占有率达到6%	•至2025年底，在中国推出超过50款新车型，其中包括8款全新SUV车型，至少15款福特和林肯品牌电动车型；自2019年开始，国产5款新车型，包括一款林肯豪华SUV和首款纯电动SUV •2025年实现在华营收额比2017年增长50% •2019年底之前，所有在中国生产和销售的新车型均会配备车载互联网连接服务	•福特中国产品330计划在未来3年内推出超过30款专为中国消费者打造的福特和林肯品牌新车型，其中超过10款为新能源车型 •智能科技计划 •中国创新计划 •战略伙伴计划 •福特中国人才计划

资料来源：wind、粤开证券研究院

2011 年 4 月，“1515”战略发布。在此期间，长安福特推出金牛座、福睿斯、翼搏、翼虎和锐界等新车，销量从 2010 年的 40.3 万辆增长到 2015 年的 86.87 万辆。1515 战略结束后，福特全球新车研发节奏明显放缓，长达 28 个月没有新车投放使长安福特 2017 年销量出现负增长。2017 年 12 月，“中国 2025 计划”发布。

面对销售困境，仅隔 16 个月，调整后的“福特中国 2.0”战略发布。2019 年 4 月，福特汽车在“福特中国 2.0”发布会上启动五大计划——福特中国产品 330 计划、智能科技计划、中国创新计划、战略伙伴计划和福特中国人才计划。“福特中国产品 330 计划”指的是在未来 3 年内推出超过 30 款专为中国消费者打造的福特和林肯品牌新车型，其中超过 10 款为新能源车型，并加大自动驾驶研发力度，加快产品更新速度，更新周期将缩短 30%。“智能科技计划”指发布结合百度人工智能核心技术打造的福特智行信息娱乐系统 SYNC+；至 2019 年底，所有在华销售的福特和林肯品牌新车型将实现 100%的车辆联网；从 2019 年开始，大部分在华销售的新车型都将搭载 Co-Pilot360 智行驾驶辅助系统；2021 年，开始量产首款搭载蜂窝车联网技术 C-V2X 的车型，该技术将提升汽车对于周边环境感知能力，从而帮助改善车辆安全性能和道路交通效率，推动自动驾驶技术的发展。

在发布会上，福特中国首次发布了定位于福特翼虎之上的全新 SUV 福特 Escape。作为“福特中国 330 计划”下推出的首款产品，新车采用中国市场独有的 Titanium 版本前脸设计——前大灯与前格栅上沿通过镀铬线条和谐交融，传递出横向的视觉张力，格栅中网采取“星穹”式设计，营造出精致又和谐，时尚而动感的感官体验。同时，新车轴距长、车身尺寸大，使车内空间更加宽敞。未来，全新福特 Escape 将由长安福特生产，并与领界、翼虎组成更加细分的福特紧凑级 SUV 产品线。

图表21：福特 Escape





资料来源：wind、粤开证券研究院

2019 年，林肯开始国产化。林肯首款国产车型林肯 Corsair 在 2019 年 10 月实现国产并上市，林肯航海家和飞行家预计于 2020 年实现国产并上市，林肯国产化进程提速。

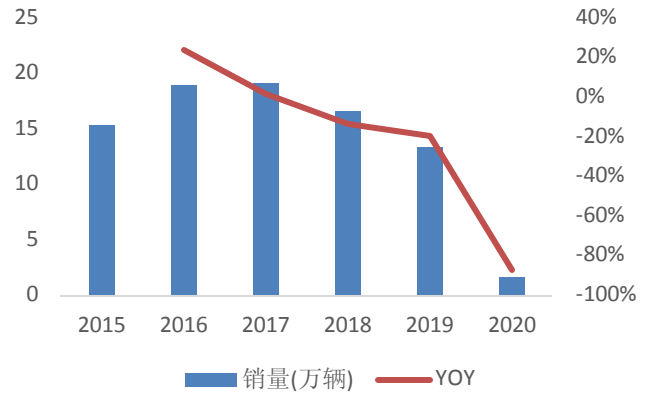
图表22：长安福特新车型

类别	品牌	车型	新车/换代/改款	上市时间
轿车	福特	福睿斯	改款	2018.10
		福克斯	换代	2018.11
		金牛座	改款	2019.9
	林肯	林肯 MKZ	新车	2020
SUV	福特	锐界	改款	2019.8
		福克斯 Active	新车	2019.8
		福特 Escape	新车	2019.11
		探险者	新车	2020
	林肯	林肯 corsair	新车	2019．10
		林肯航海家	新车	2020
		林肯飞行家	新车	2020

资料来源：wind、粤开证券研究院

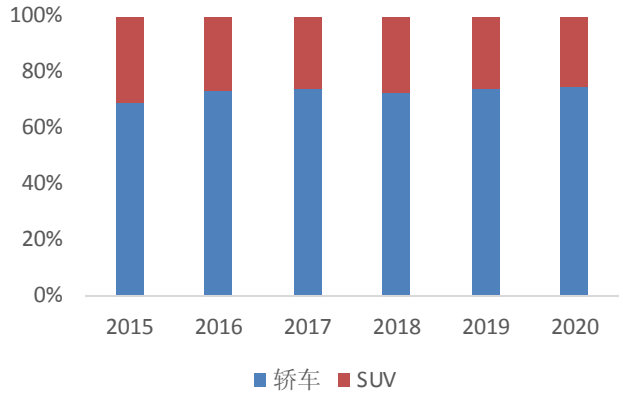
长安马自达汽车有限公司前身为长安福特马自达汽车有限公司南京公司，成立于 2005 年 4 月 19 日，并于 2007 年 4 月 9 日竣工投产。长安马自达由重庆长安汽车股份有限公司和日本马自达汽车株式会社共同出资组建，双方各占 50%股份。在其余合资公司 2018 年净利润均为负的情况下，长安马自达依然保持稳定的正净利润，经营较为稳健。2018 年长安马自达销量为 16.63 万辆，同比下降 13.41%，2019 年长安马自达销量为 13.21 万辆，同比下降 20.57%。自 2016 年以来，轿车销量占长安马自达总销量比重超过 70%。

图表23：长安马自达销量



资料来源：wind、粤开证券研究院

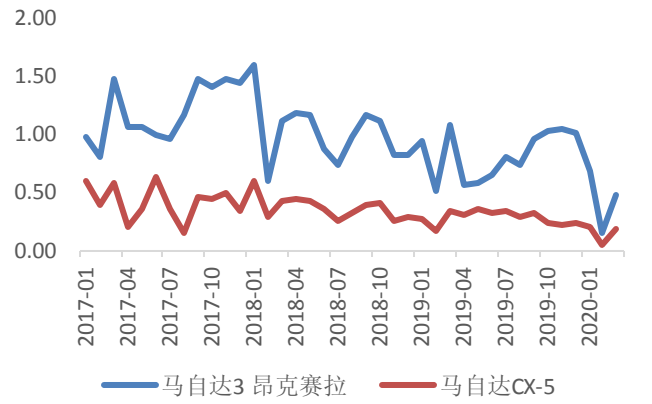
图表24：长安马自达细分车型占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

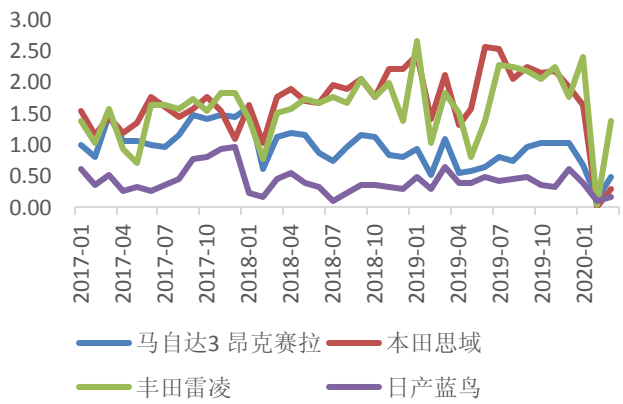
昂克赛拉为长安马自达的销量主力。2018 年销量为 12.11 万辆，同比下降 15.05%；2019 年昂克赛拉销量为 9.86 万辆，同比下降 22.28%。昂克赛拉定位运动型紧凑级轿车，与同级别思域和雷凌竞争力相比近两年稍显弱势。昂克赛拉是马自达产品线中最受消费者认可的产品，连续三年销量突破 10 万辆，在 2019 年迎来了换代。长安马自达还将在 2020 年推出以长安新能源车型为基础、悬挂马自达 Logo 的纯电动产品。未来马自达将引进第二代“Skyactiv-X”技术的发动机，而这款发动机也有望在马自达的南京工厂进行本地化生产。第二代“Skyactiv-X”发动机通过活塞压缩汽油和空气的混合气体，实现自动点火的燃烧技术（压燃点火），是在全球范围内的首度产品化实际应用。通过马自达独有的“SPCCI（火花点火控制压燃点火）”的燃烧方式，可以实现火花点火和压燃点火之间的无缝切换。新一代“Skyactiv-X”发动机将比现款“创驰蓝天汽油发动机 Skyactiv-G”全转速区域提升 10%-30%的扭矩，发动机单体的油耗改善率比现款的“创驰蓝天汽油发动机 Skyactiv-G”提升最高 20%-30%。

图表25：长安马自达主要车型销量（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表26：昂克赛拉及主要竞品销量走势（单位：万辆）



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：长安马自达新车型

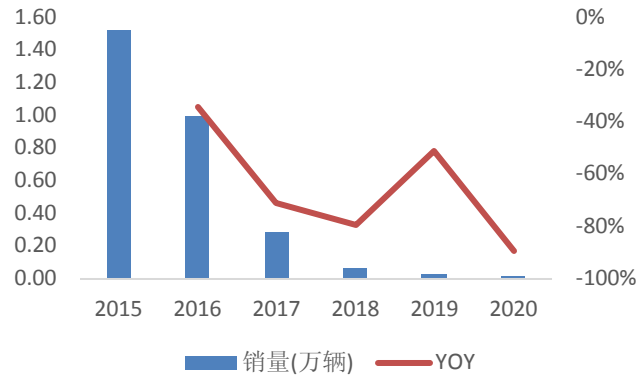
类别	品牌	车型	新车/换代/改款	上市时间
轿车	马自达	昂克赛拉	换代	2019.9
SUV	马自达	CX-8	新车	2018.12

资料来源：wind、粤开证券研究院

长安标致雪铁龙汽车有限公司于 2011 年 11 月成立，由中国长安汽车集团股份有限公司和法国 PSA 集团共同出资成立，双方各占 50%股份。2013 年 12 月 26 日，重庆长安汽车股份有限公司以 20 亿收购中国长安汽车集团持有的长安 PSA 50%股份。长安 PSA 于 2013 年 9 月实现量产，一期拥有年产能 20 万辆整车及相匹配的发动机生产能力。长安标致雪铁龙在 2015 年达到销量巅峰，销量为 2.45 万辆，此后销量急速下滑，2018 年仅为 3867 辆。在 2019 年年底，法国汽车制造商标致雪铁龙集团计划出售与长安汽车合资的长安标致雪铁龙汽车有限公司 50%股份，长安标致雪铁龙宣布解散。

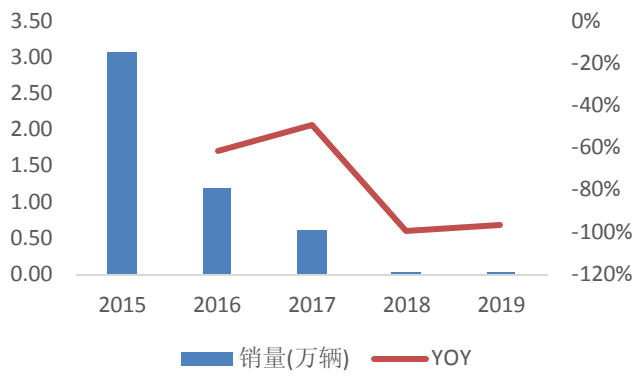
重庆长安铃木汽车有限公司于 1993 年 5 月成立。2018 年 9 月，长安汽车与日本铃木株式会社和铃木投资有限公司达成协议，以 1 元现金收购日方企业持有的长安铃木 50%股权，并于 2018 年底前完成股权交割，长安铃木由中日合资企业变成长安汽车全资子公司。近年来长安铃木销量一直呈下滑趋势，2019 年销量为 1.76 万辆，同比下降 57.38%。

图表28：长安标致雪铁龙销量



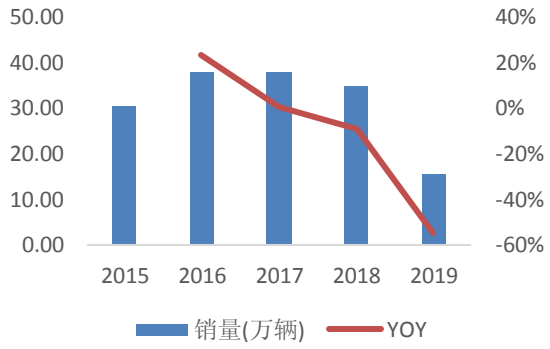
资料来源：wind、粤开证券研究院

图表29：长安铃木销量



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表30：江铃控股销量



资料来源：wind、粤开证券研究院

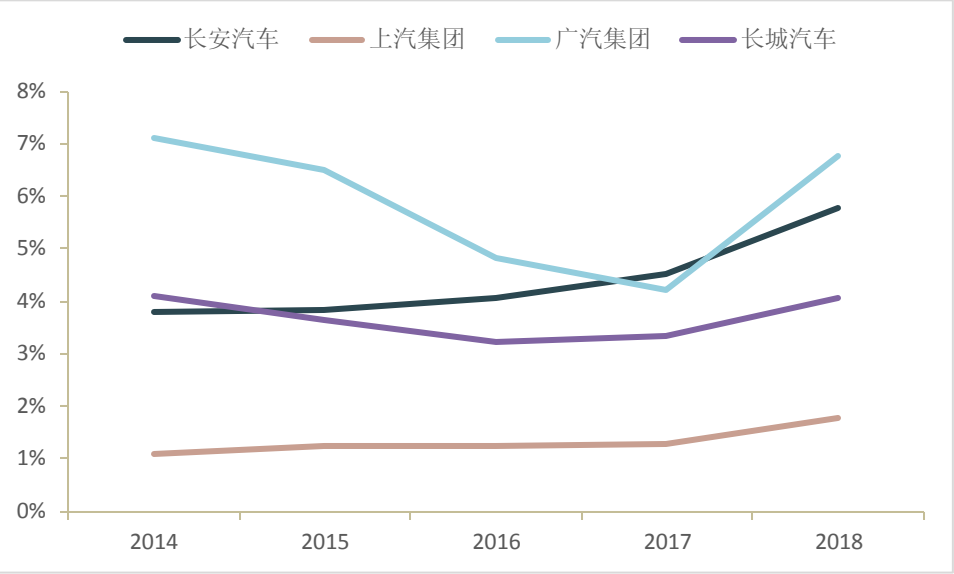
江铃控股有限公司于 2004 年 10 月成立，长安汽车股份有限公司和江铃汽车集团公司各持有江铃控股 50%的股权。江铃控股以存续分立的方式进行分立，分立为新设公司江铃投资和存续公司江铃控股。江铃汽车 41.03%股份由分立新设公司江铃投资承继，江铃汽车的控股股东将由江铃控股变更为江铃投资。存续公司江铃控股引入爱驰汽车作为战略投资者。增资完成后，江铃控股的注册资本将由人民币 10 亿元增至人民币 20 亿元，爱驰汽车将持有江铃控股 50%的股份，长安汽车和江铃汽车持有江铃控股的股权比例均由 50%稀释到 25%。

江铃控股在 2017 年达到销量顶峰，销量为 38.21 万辆，2019 年销量为 29 万辆，同比同比上升 1.75%。

三、重视研发投入，引领自主制造

公司坚持将每年销售收入的约 5%投入研发当中 ,研发支出占营业收入比重仅次于广汽集团，2018 年该比重为 5.77%，2018 年申请专利 1093 件，其中申请发明专利 401 件，截至 2018 年，拥有有效发明专利 1225 件。公司坚持自主创新，建立了包括美国、日本、英国、意大利等在内的“五国九地”全球协同研发体系，并打造了“7 院 2 部 3 中心”的精细研发组织，拥有来自全球 18 个国家，近万人的研发团队，并形成了产品研发流程体系和产品试验验证体系。2019 年 4 月 9 日，长安汽车全球智慧研发平台暨全球研发中心正式开放，这标志着长安汽车已经迈入了“自主创新，全球协同”的研发 4.0 时代。长安汽车全球研发中心是长安与国际一流的工业设计伙伴携手建造而成，一共历时八年，总投资 43 亿元，占地 1000 余亩，拥有设计、试验、管理等 7 大功能，仿真分析、噪声振动、被动安全等 12 大领域，混合动力、空调系统、非金属材料等 180 个实验室以及运用云技术打造的全球领先数据中心。

图表31：研发支出占营业收入比重



资料来源：wind、粤开证券研究院

早期，公司自主品牌借鉴福特等合资品牌的技术，并通过自主研发不断提高自身的造车技术。长安悦翔 V7 搭载的 1.0T 发动机在借鉴福特 1.0T 发动机技术的基础上，重新开发，最终在英国研发中心开发完成。

图表32：悦翔 V7 与福克斯发动机对比

车型	悦翔 V7	福克斯
排量	1.0T	1.0T
进气形式	涡轮增压	涡轮增压
最大功率（kW）	85	92
峰值扭矩（N·m）	172	170

资料来源：wind、粤开证券研究院

长安新 CS75 搭载的“全新蓝鲸 280T 直喷增压发动机”，是长安集团动力品牌 BLURCORE 的一款新产品，从设计到研发，再到生产和装配，整个过程长安汽车实现了 100%的自主研发。这款发动机通过增强脉冲涡轮增压技术、200bar 高压 5 次喷射先进技术等的整合应用，拥有 131kW 的最大功率和 265N·m 的最大扭矩，不仅在同级别中领先，甚至和很多 1.8T 发动机相比也毫不逊色，这款发动机被评为“中国心”2018 年度十佳发动机，这也是继 2017 年后，长安汽车自主研发发动机再度入选这一奖项，足以体现其自主研发实力。

图表33：“中国心”2018 年度十佳发动机（排名不分先后）

获奖企业	获奖机型	推荐车型
上海通用别克	第八代 Ecotec 1.3T	全新一代昂科拉 GX
广汽丰田/一汽丰田	2.5L Dynamic Force Engine	亚洲龙双擎 2.5L/ 凯美瑞双擎 2.5L
东风日产	VC-TURBO 可变擎	第七代天籁
长安汽车	蓝鲸 1.4T 高压直喷发动机	长安 CS35PLUS 蓝鲸版
长城汽车	GW4C20B 2.0T 汽油机	哈弗 F7/哈弗 F7x
奇瑞汽车	1.6TGDI 发动机	全新一代瑞虎 8/星途 LX
海马汽车	1.6TGDI 发动机	海马 HS7
吉利汽车	吉利混合动力系统	领克 01 HEV
一汽-红旗	2.0T 汽油机	红旗 HS5
一汽-红旗	3.0T 汽油机	红旗 HS7

资料来源：wind、粤开证券研究院

四、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2020，2021，2022 年营业收入分别为 812 亿元，1015 亿元，1269 亿元，归母净利润为 46.47 亿元，51.47 亿元，67.36 亿元，EPS 分别为 0.97 元、1.07 元、1.40 元。综合考虑行业内可比公司估值情况及公司自身发展，给予公司 13 倍估值，给予“买入”评级。

图表34：可比公司估值

公司名称	PE2019A	PE2020E	PE2021E	EPS-2020E
上汽集团	7.8	8.6	8.1	2.11
广汽集团	11.0	11.7	9.6	0.82
长城汽车	15.5	15.8	12.3	0.52
吉利汽车	12.5	13.2	12.3	0.15
平均值	11.7	12.3	10.6	0.90
长安汽车	-18.2	9.4	8.5	0.97

资料来源：wind、粤开证券研究院

五、风险提示

新产品销量不及预期、国内汽车销量不及预期、智能化电动化不及预期。

附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	49,607	55,560	63,893	76,672
现金	10,066	14,461	19,640	25,559
应收账款	838	964	1,157	1,388
其它应收款	0	0	0	0
预付账款	624	343	292	525
存货	3,375	4,735	5,919	7,398
其他	34,703	35,056	36,887	41,802
非流动资产	48,010	55,212	63,494	73,018
长期投资	11,008	12,349	13,584	14,263
固定资产	0	0	0	0
无形资产	5,210	5,609	6,029	6,650
其他	31,792	37,254	43,881	52,105
资产总计	97,617	110,771	127,387	149,690
流动负债	49,233	59,080	70,896	85,075
短期借款	230	287	330	363
应付账款	18,906	24,132	30,165	37,706
其他	30,098	34,661	40,401	47,006
非流动负债	4,450	4,672	4,906	4,906
长期借款	55	60	67	75
其他	4,394	4,612	4,839	4,831
负债合计	53,683	63,752	75,802	89,981
少数股东权益	-94	-113	-136	-163
归属母公司股东权益	44,028	47,132	51,721	59,872
负债和股东权益	97,617	110,771	127,387	149,690

利润表	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	70,595	81,190	101,488	126,859
营业成本	60,233	70,826	89,471	111,636
营业税金及附加	2,488	1,055	1,319	1,649
销售费用	4,591	5,280	6,600	8,250
管理费用	2,265	2,605	3,256	4,071
财务费用	-191	-219	-274	-343
资产减值损失	-396	-435	-479	-526
公允价值变动收益	889	1,023	1,176	1,235
投资净收益	-2,109	2,320	3,132	4,385
其他收益	1,538	615	707	920
营业利润	1,979	6,092	6,665	8,719
营业外收入	50	81	203	254
营业外支出	185	213	266	332
利润总额	1,843	5,961	6,602	8,640
所得税	407	1,315	1,457	1,907
净利润	1,437	4,645	5,145	6,733
少数股东损益	-2	-2	-2	-2
归属母公司净利润	1,439	4,647	5,147	6,736
EBITDA	1,769	5,882	6,455	8,509
EPS（元）	-0.55	0.97	1.07	1.40

现金流量表	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,882	5,240	6,026	6,870
净利润	1,437	4,645	5,145	6,733
折旧摊销	4,048	4,453	4,898	5,143
财务费用	-191	-219	-274	-343
投资损失	2,109	-2,320	-3,132	-4,385
营运资金变动	320	-3,894	-3,482	-1,401
其它	-3,841	2,576	2,872	1,123
投资活动现金流	-3,795	-2,087	-2,400	-2,736
资本支出	4,784	5,741	6,889	7,578
长期投资	-2,267	1,341	1,235	679
其他	-6,312	-9,169	-10,524	-10,993
筹资活动现金流	-401	1,242	1,552	1,785
短期借款	40	57	43	33
长期借款	55	4	7	8
其他	-495	1,180	1,502	1,744
现金净增加额	-313	4,395	5,179	5,919

主要财务比率	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	6%	15%	25%	25%
营业利润	-466%	208%	9%	31%
归属母公司净利润	320%	223%	11%	31%
获利能力				
毛利率	15%	13%	12%	12%
净利率	2%	6%	5%	5%
ROE	3%	10%	10%	12%
偿债能力				
资产负债率	55%	58%	60%	60%
流动比率	101%	94%	90%	90%
速动比率	94%	86%	82%	81%
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.78	0.85	0.92
应收帐款周转率	62.81	90.09	95.70	99.69
应付帐款周转率	3.67	3.29	3.30	3.29
每股指标(元)				
每股收益	-0.55	0.97	1.07	1.40
每股经营现金	0.81	1.09	1.25	1.43
每股净资产	9.15	9.79	10.74	12.43
估值比率				
P/E	-18.24	9.39	8.48	6.48
P/B	1.10	0.93	0.85	0.73
EV/EBITDA	51.90	15.80	15.46	12.70

资料来源：公司财务报告、粤开证券研究院

分析师简介

徐昊，英国纽卡斯尔大学硕士，2017 年 1 月加入粤开证券，汽车及零部件行业分析师，证书编号：S0300519040001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@ykzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@ykzq.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.ykzq.com