

2021年01月07日

# 合资引领增长 电动智能创造未来

## 长安汽车(000625)

### 事件概述

公司发布2020年12月销量：12月销量20.1万辆，同比+3.6%，环比-8.6%。2020年累计销量200.4万辆，累计同比+13.6%。自主品牌（重庆/河北/合肥，下同）12月销量9.7万辆，同比-2.9%，环比-18.0%。长安福特12月销量3.1万辆，同比+73.8%，环比+8.3%。长安马自达12月销量1.4万辆，同比+10.8%，环比+3.7%。

### 分析判断：

#### ▶ 自主同比小幅回落 福特引领合资强势增长

公司12月销售20.1万辆，同比+3.6%，其中：1) 自主品牌小幅回落，同比-2.9%；2) 长安福特强势增长，同比+73.8%；3) 长安马自达同比+10.8%。中汽协预估12月国内汽车销量280.2万辆，同比+5.4%。受自主品牌微降的影响，公司12月销量同比增速略低于行业预估增速1.8pct。

公司2020年累计销量200.4万辆，2020年初公司董事会制定的191万辆年度经营目标圆满达成，其中：1) 自主2020年累计销量103.7万辆，同比+22.0%，主因CS75Plus、UNI-T等爆款车型引领；2) 长安福特2020年累计销量25.3万辆，同比+37.7%，产品结构改善（福特锐际、林肯冒险家/探险者/飞行家等新品投放）为增长助力；3) 长安马自达2020年累计销量13.7万辆，同比+2.8%，SUV新车型CX-30贡献增量。

#### ▶ 自主供给质变+合资品牌新品投放合力贡献增量

公司自主品牌产品力受益正向开发的技术积累和转化，新车型竞争力持续增强，频出爆款：1) UNI-T受益于蓝鲸动力+智能交互（地平线征程二代芯片提供算力）+高阶自动驾驶（有条件实现L3），连续6个月销量过万，全年累计销量6.9万辆；2) CS75系列连续9个月销量维持在2万以上，全年累计销量26.7万辆。此外，预计CS55、CS35、欧尚、凯程12月销量均维持在1万辆以上，逸动销量有望维持在2万辆左右。UNI及经典序列后续规划饱满，将持续贡献增量：1) UNI系列继UNI-K发布后，还计划从2021年开始5年推5款新车型，首款轿车将于2021年发布；2) 经典序列产品将在2021年推出9款全新或升级车型。

合资品牌依赖新品投放贡献增量。长安福特：1) 锐际、探险者等SUV换代车型月销量达3,500/3,000量级；2) 林肯冒险家/探险者/飞行家的月销量预计将维持在4,500/3,500/1,500量级之上，高单车价值贡献高盈利。长安马自达：马自达3昂科塞拉依靠成熟动力总成+稳定性能表现，维持8,000量级月销表现，SUV新车型CX-30稳定贡献

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	22.69
股票代码：	000625
52周最高价/最低价：	28.38/8.29
总市值(亿)	1,216.95
自由流通市值(亿)	885.06
自由流通股数(百万)	3,900.64



分析师：崔琰  
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519080006

联系人：吴迪  
邮箱：wudi3@hx168.com.cn

### 相关研究

- 长安汽车(000625.SZ)11月销量点评：自主合资产品周期持续向上  
2020.12.10
- 长安汽车(000625.SZ)：UNI-K正式发布 创新驱动成长  
2020.11.22
- 长安汽车(000625.SZ)：长安+华为+宁德=高端电动智能车  
2020.11.16

2,000 量级月销增量。

### ► 高端电动智能汽车合作将引导公司品牌向上

同华为、宁德时代合作高端电动智能汽车将使公司长期受益。“高端+电动智能”是已成共识的自主品牌向上路径，公司品牌有望乘势向上。同华为等科技巨头深度的合作也使公司有机会在产品 & 业务层面获益：1) 公司或能借力科技巨头提升智能化水平（例如建立数据闭环的能力），以加速形成智能汽车时代的核心竞争力；2) 深度合作或倒逼公司产品开发流程、体系优化升级，以匹配高端电动智能汽车开发的需要，建立智能汽车时代的业务架构优势。当前的合作布局或将同自主、合资业务协同，在长期的维度上持续促进公司产品及业务层面的优化升级，使公司在电动智能时代的竞争中处于更加有利的位置，长期获益。

### 投资建议

乘用车行业周期底部向上驱动需求回暖，公司战略聚焦两大核心资产：1) 长安自主，产品周期上行量价齐升；2) 长安福特，底部向上，边际改善逐步兑现。自主正向研发供给质变撬动需求+合资新车投放产品结构优化，助推新品周期，贡献增量。维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年的归母净利润依次为 64.80/60.70/67.89 亿元，对应的 EPS 依次为 1.21/1.13/1.27 元，当前股价对应的 PE 为 19/20/18 倍。维持买入评级。

### 风险提示

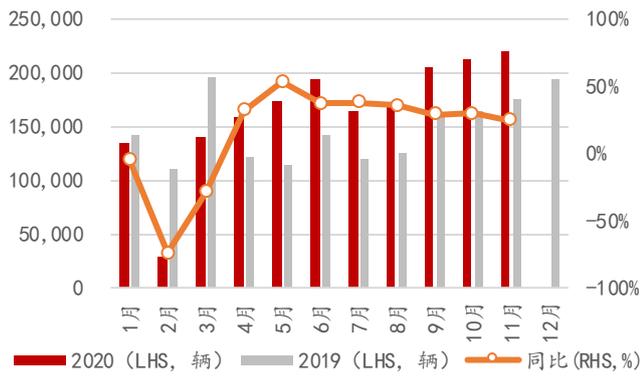
车市下行风险；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费效果不达预期；长安福特战略调整效果不达预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	66,298	70,595	76,273	81,416	88,920
YoY (%)	-17.1	6.5	8.0	6.7	9.2
归母净利润(百万元)	681	-2,647	6,480	6,070	6,789
YoY (%)	-90.5	-488.8	344.8	-6.3	11.8
毛利率 (%)	14.7	14.7	15.5	16.1	16.7
每股收益 (元)	0.13	-0.49	1.21	1.13	1.27
ROE (%)	1.5	-6.0	12.4	10.3	10.2
市盈率	178.77	-45.98	18.78	20.05	17.93

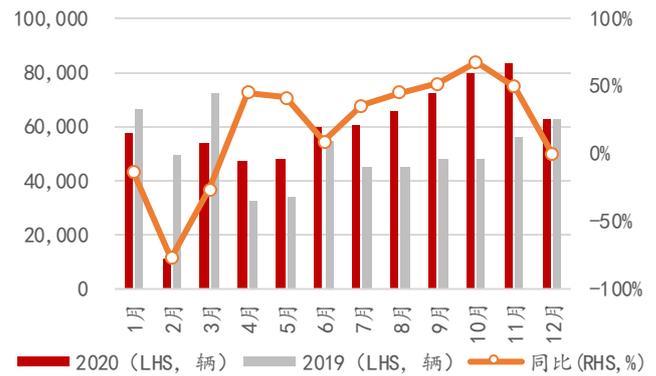
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 公司整体月度销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 2 重庆长安月度销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 3 河北长安月度销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 4 合肥长安月度销量及同比 (辆; %)



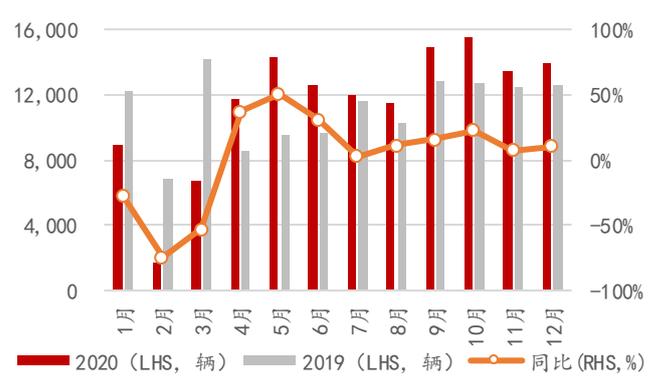
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 5 长安福特月度销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 6 长安马自达月度销量及同比 (辆; %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	70,595	76,273	81,416	88,920	净利润	-2,649	6,486	6,075	6,795
YoY(%)	6.5	8.0	6.7	9.2	折旧和摊销	3,559	3,948	3,393	3,578
营业成本	60,233	64,489	68,300	74,097	营运资金变动	946	-999	202	248
营业税金及附加	2,488	2,688	2,869	3,134	经营活动现金流	3,882	2,603	5,159	5,577
销售费用	4,591	3,814	3,664	4,446	资本开支	-4,711	-8,842	-6,336	-7,069
管理费用	2,265	3,051	3,094	3,379	投资	-171	0	0	0
财务费用	-191	-40	-42	-54	投资活动现金流	-3,795	-2,740	-2,672	-2,623
资产减值损失	-396	-153	-40	-29	股权募资	0	561	0	0
投资收益	-2,109	6,102	3,664	4,446	债务募资	305	0	0	0
营业利润	-2,107	6,354	5,897	6,965	筹资活动现金流	-401	550	-11	-11
营业外收支	-135	853	853	585	现金净流量	-288	413	2,476	2,944
利润总额	-2,242	7,207	6,750	7,550	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	407	721	675	755	<b>成长能力</b>				
净利润	-2,649	6,486	6,075	6,795	营业收入增长率	6.5%	8.0%	6.7%	9.2%
归属于母公司净利润	-2,647	6,480	6,070	6,789	净利润增长率	-488.8%	344.8%	-6.3%	11.8%
YoY(%)	-488.8	344.8	-6.3	11.8	<b>盈利能力</b>				
每股收益	-0.49	1.21	1.13	1.27	毛利率	14.7%	15.5%	16.1%	16.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率率	-3.8%	8.5%	7.5%	7.6%
货币资金	10,066	10,479	12,955	15,898	总资产收益率 ROA	-2.7%	6.1%	5.2%	5.3%
预付款项	624	774	783	863	净资产收益率 ROE	-6.0%	12.4%	10.3%	10.2%
存货	3,375	4,398	4,594	4,869	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	35,541	36,236	38,454	41,957	流动比率	1.01	1.04	1.08	1.12
流动资产合计	49,607	51,887	56,786	63,586	速动比率	0.93	0.93	0.98	1.02
长期股权投资	11,008	11,008	11,008	11,008	现金比率	0.20	0.21	0.25	0.28
固定资产	26,939	32,086	37,211	42,162	资产负债率	55.0%	51.1%	49.2%	47.9%
无形资产	5,210	5,631	5,986	6,363	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	48,010	54,764	59,444	64,272	总资产周转率	0.72	0.72	0.70	0.70
资产合计	97,617	106,651	116,229	127,858	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	230	230	230	230	每股收益	-0.49	1.21	1.13	1.27
应付账款及票据	32,336	33,181	35,131	38,395	每股净资产	8.21	9.73	11.03	12.43
其他流动负债	16,668	16,691	17,365	18,206	每股经营现金流	0.72	0.49	0.96	1.04
流动负债合计	49,233	50,102	52,726	56,831	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	55	55	55	55	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,394	4,394	4,394	4,394	PE	-45.98	18.78	20.05	17.93
非流动负债合计	4,450	4,450	4,450	4,450	PB	1.22	1.75	1.55	1.37
负债合计	53,683	54,551	57,176	61,280					
股本	4,803	5,363	5,363	5,363					
少数股东权益	-94	-88	-83	-77					
股东权益合计	43,934	52,100	59,054	66,577					
负债和股东权益合计	97,617	106,651	116,229	127,858					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 分析师承诺

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，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。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。