



2021年04月07日

3月销量同比增长 UNI 新品增量可期

长安汽车(000625)

事件概述

公司发布 2021 年 3 月销量：月度销量总计 22.64 万辆，同比+62.0%，本年累计销售 64.11 万辆，累计同比+111.6%；月度产量总计 20.74 万辆，同比+57.1%，本年累计产量 59.22 万辆，同比+114.4%。

分析判断：

► Q1 销量同比翻倍 自主引领增长

公司 3 月销量 22.64 万辆，同比 19/20 年分别为 +15.1%/+62.0%（疫情导致同期低基数），环比 21 年 1/2 月分别为 -10.2%/+39.1%（春节因素导致低基数）。21Q1 销量总计 64.11 万辆，同比 19/20 年分别为 +42.8%/+111.5%。乘联会公布 3 月周度零售数据，3 月第一至四周同比 19 年同期的变化依次为 +3%/+2%/+4/-1%，据此我们预计公司 3 月整车销量增速强于市场均值。分品牌看：

1) 自主品牌（重庆+河北+合肥，下同）：3 月销量 12.17 万辆，同比 19/20 年为 +32.4%/+57.5%，环比 21 年 1/2 月为 -23.3%/+9.4%；21Q1 累计销量 39.15 万辆，同比 19/20 年为 +68.6%/+123.9%。

2) 福特：3 月销量 2.34 万辆，同比 19/20 年为 +53.0%/+112.1%，环比 21 年 1/2 月为 -22.5%/+113.6%；21Q1 累计销量 6.44 万辆，同比 19/20 年为 +75.0%/+111.4%。

3) 马自达 3 月销量为 1.12 万辆，同比 19/20 年为 -21.5%/+66.3%，环比 21 年 1/2 月为 -5.8%/+77.6%；21Q1 累计销量 2.93 万辆，同比 19/20 年为 -12.2%/+69.1%。

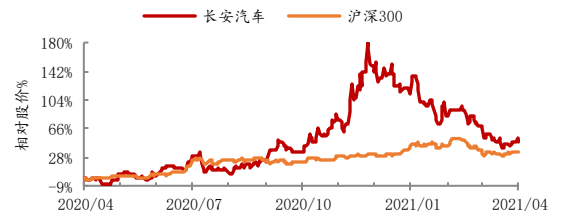
自主 21Q1 销量比重为 61.1%，环比+8.9pct，预计自主品牌将凭新品周期和高基数，贡献主要增量；福特 21Q1 销量比重为 10.0%，环比-3.6pct，但其销量同比增速可观，新车投放带来的产品结构改善+高毛利，后续将贡献重要增量。

► 技术驱动供给质变 新品周期持续贡献增量

公司自主车型产品力提升，新车规划饱满：1) UNI 序列计划 2021 年开始 5 年推 5 款新车型，UNI-K 已接棒 UNI-T 上市，下半年首款轿车将至；2) 经典序列车型将在 2021 年推出 9 款全新或升级车型；3) CHN 新平台首款车型或于 2021 年底首发。其中：1) UNI-T 凭蓝鲸动力+智能交互+高阶自动驾驶（有条件实现 L3）成为爆款，UNI-K 增量可期；2) CS75 序列销量 1 月创新高，2 月维持 3 万+高位，势头向好，配置蓝鲸 2.0T 高压直喷发动机+爱信 8AT 变速箱的 CS75Plus 2.0T 贡献主要增量；3) 去年底上市的欧尚 X5 今年有望发力，另有 CS55、逸动、凯程序列 2 月销量过万，潜力可期。

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： | 14.83 |
| 股票代码： | 000625 |
| 52 周最高价/最低价： | 28.38/8.8 |
| 总市值(亿) | 806.69 |
| 自由流通市值(亿) | 578.47 |
| 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

1. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ) 02月销量点评：自主引领月销增长 UNI-K上市增量可期
2021.03.10
2. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ) 01月销量点评：首月销量开门红 高端智能续新篇
2021.02.02
3. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)：短期因素扰动 Q4 业绩 转型升级蓄势长期增长
2021.02.01

合资品牌依靠新品投放贡献增量：1) 长安福特：新 SUV 锐际/锐界/探险者 1 月销量逾 4,536/2,554/3,742 辆，2 月销量降至 1,293/1,457/920 辆。林肯冒险家/飞行家 1 月销量 5,851/1,662 辆，2 月销量降至 1,573/512 辆；2) 长安马自达：配备成熟动力总成的昂科塞拉及 SUV 新车型 CX-30 的 1 月销量为 8,404/1,158 辆，2 月销量为 4,074/725 辆。2 月的春节因素影响销量表现，3 月福特/马自达销量环比 +113.6%/+77.6%，已然显现回升态势。

► 转型科技企业 高端电动智能引导品牌向上

公司围绕第三次创新创业计划向科技企业转型。产品层面：经典产品“Plus”化创爆款，高端 UNI 序列拓展新人群，并从 UNI-K 开始探索单独建立渠道的新营销模式。技术层面：技术驱动+高研发投入（每年投入销售收入的 5%），在动力总成（蓝鲸 NE 动力/七合一电驱系统）、自适应巡航（IACC）、智能驾驶（APA5.0/L3 自动驾驶）等方面取得突破。

同华为在高端电动智能汽车方面的合作或使公司产品 and 业务层面长期受益：1) 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核心竞争力；2) 合作或倒逼公司流程体系优化升级，匹配电动智能汽车开发需求，使业务架构在智能汽车时代更具竞争力。当前合作或同自主及合资业务协同，持续优化公司产品及业务，使公司在电动智能竞争中处于有的位置，品牌向上，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。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 年的营收为 839.0/928.1/1022.6 亿元，归母净利润为 34.0/54.0/60.3 亿元，对应的 EPS 为 0.62/0.99/1.11 元，当前股价对应的 PE 为 24/15/13 倍，维持买入评级。

风险提示

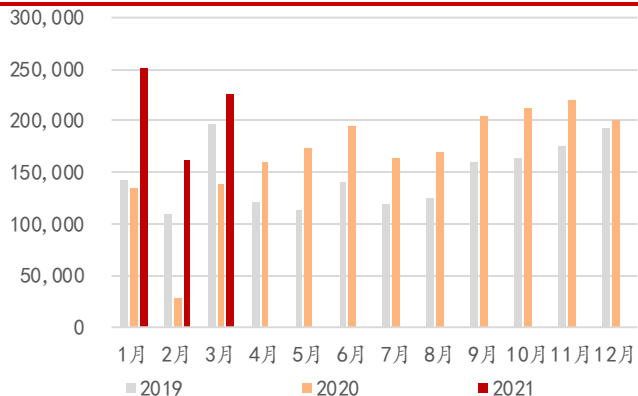
车市下行风险；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费不达预期；长安福特战略调整效果不达预期。

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 | 83,900 | 92,814 | 102,258 |
| YoY (%) | -17.1 | 6.5 | 18.8 | 10.6 | 10.2 |
| 归母净利润(百万元) | 681 | -2,647 | 3,399 | 5,392 | 6,025 |
| YoY (%) | -90.5 | -488.8 | 228.4 | 58.7 | 11.7 |
| 毛利率 (%) | 14.7 | 14.7 | 15.5 | 16.1 | 16.7 |
| 每股收益 (元) | 0.13 | -0.49 | 0.62 | 0.99 | 1.11 |
| ROE (%) | 1.5 | -6.0 | 7.1 | 10.0 | 9.9 |
| 市盈率 | 118.50 | -30.48 | 23.73 | 14.96 | 13.39 |

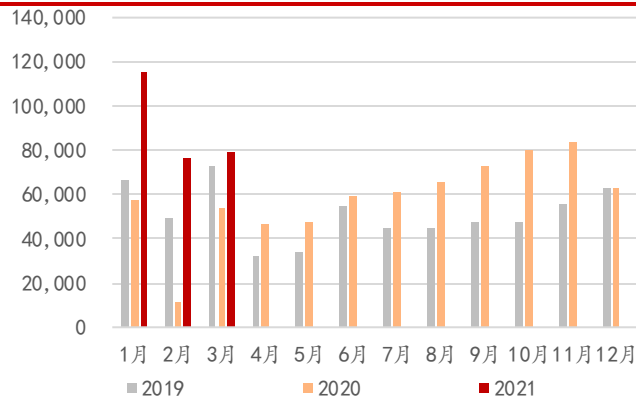
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 19-21 年公司整体月度销量 (辆)



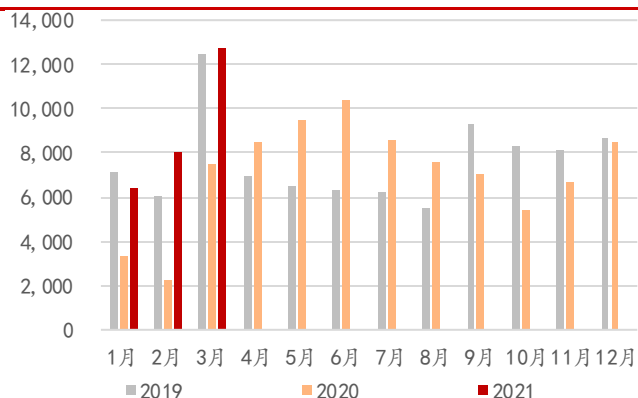
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年重庆长安月度销量 (辆)



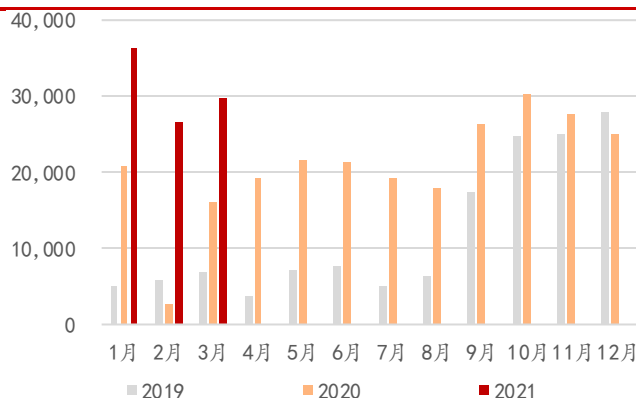
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-21 年河北长安月度销量 (辆)



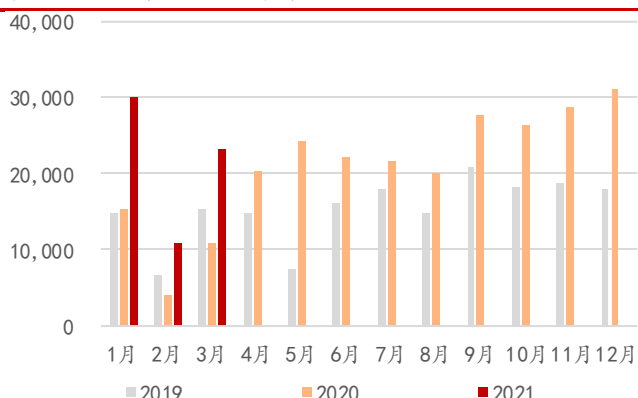
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-21 年合肥长安月度销量 (辆)



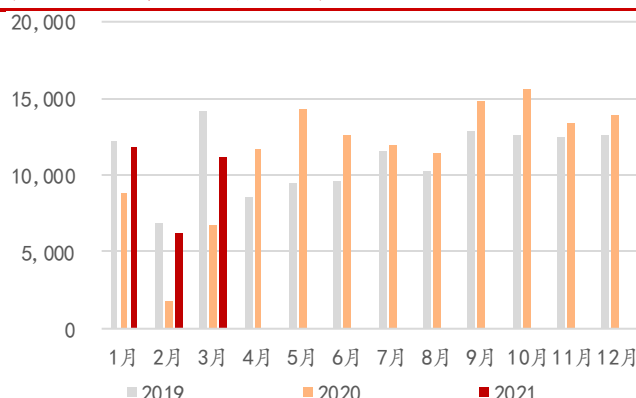
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 19-21 年长安福特月度销量 (辆)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 19-21 年长安马自达月度销量 (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) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 现金流量表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 70,595 | 83,900 | 92,814 | 102,258 | 净利润 | -2,649 | 3,402 | 5,397 | 6,031 |
| YoY(%) | 6.5 | 18.8 | 10.6 | 10.2 | 折旧和摊销 | 3,559 | 3,948 | 3,393 | 3,578 |
| 营业成本 | 60,233 | 70,938 | 77,862 | 85,212 | 营运资金变动 | 946 | -497 | 431 | 337 |
| 营业税金及附加 | 2,488 | 2,957 | 3,271 | 3,604 | 经营活动现金流 | 3,882 | 2,817 | 6,109 | 6,500 |
| 销售费用 | 4,591 | 3,776 | 3,713 | 4,499 | 资本开支 | -4,711 | -2,853 | -3,572 | -3,593 |
| 管理费用 | 2,265 | 3,776 | 3,248 | 3,579 | 投资 | -171 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -191 | -109 | -159 | -220 | 投资活动现金流 | -3,795 | 1,342 | -323 | -14 |
| 资产减值损失 | -396 | -212 | -197 | -202 | 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -2,109 | 4,195 | 3,248 | 3,579 | 债务募资 | 305 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -2,107 | 3,487 | 5,661 | 6,465 | 筹资活动现金流 | -401 | -10 | -11 | -11 |
| 营业外收支 | -135 | 20 | 20 | 20 | 现金净流量 | -288 | 4,148 | 5,776 | 6,476 |
| 利润总额 | -2,242 | 3,507 | 5,681 | 6,485 | 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 所得税 | 407 | 105 | 284 | 454 | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | -2,649 | 3,402 | 5,397 | 6,031 | 营业收入增长率 | 6.5% | 18.8% | 10.6% | 10.2% |
| 归属于母公司净利润 | -2,647 | 3,399 | 5,392 | 6,025 | 净利润增长率 | -488.8% | 228.4% | 58.7% | 11.7% |
| YoY(%) | -488.8 | 228.4 | 58.7 | 11.7 | 盈利能力 | | | | |
| 每股收益 | -0.49 | 0.62 | 0.99 | 1.11 | 毛利率 | 14.7% | 15.5% | 16.1% | 16.7% |
| 资产负债表 (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率率 | -3.8% | 4.1% | 5.8% | 5.9% |
| 货币资金 | 10,066 | 14,214 | 19,990 | 26,465 | 总资产收益率 ROA | -2.7% | 3.2% | 4.6% | 4.7% |
| 预付款项 | 624 | 852 | 892 | 992 | 净资产收益率 ROE | -6.0% | 7.1% | 10.0% | 9.9% |
| 存货 | 3,375 | 4,838 | 5,237 | 5,599 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动资产 | 35,541 | 39,443 | 43,255 | 47,625 | 流动比率 | 1.01 | 1.09 | 1.18 | 1.26 |
| 流动资产合计 | 49,607 | 59,347 | 69,374 | 80,682 | 速动比率 | 0.93 | 0.99 | 1.07 | 1.15 |
| 长期股权投资 | 11,008 | 11,008 | 11,008 | 11,008 | 现金比率 | 0.20 | 0.26 | 0.34 | 0.41 |
| 固定资产 | 26,939 | 26,518 | 26,689 | 26,723 | 资产负债率 | 55.0% | 55.1% | 54.1% | 53.1% |
| 无形资产 | 5,210 | 5,631 | 5,986 | 6,363 | 经营效率 | | | | |
| 非流动资产合计 | 48,010 | 47,347 | 48,024 | 48,586 | 总资产周转率 | 0.72 | 0.79 | 0.79 | 0.79 |
| 资产合计 | 97,617 | 106,694 | 117,397 | 129,267 | 每股指标 (元) | | | | |
| 短期借款 | 230 | 230 | 230 | 230 | 每股收益 | -0.49 | 0.62 | 0.99 | 1.11 |
| 应付账款及票据 | 32,336 | 36,499 | 40,050 | 44,154 | 每股净资产 | 8.09 | 8.83 | 9.93 | 11.16 |
| 其他流动负债 | 16,668 | 17,600 | 18,731 | 19,796 | 每股经营现金流 | 0.71 | 0.52 | 1.12 | 1.19 |
| 流动负债合计 | 49,233 | 54,329 | 59,011 | 64,180 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 55 | 55 | 55 | 55 | 估值分析 | | | | |
| 其他长期负债 | 4,394 | 4,394 | 4,394 | 4,394 | PE | -30.48 | 23.73 | 14.96 | 13.39 |
| 非流动负债合计 | 4,450 | 4,450 | 4,450 | 4,450 | PB | 1.24 | 2.48 | 2.20 | 1.96 |
| 负债合计 | 53,683 | 58,778 | 63,461 | 68,630 | | | | | |
| 股本 | 4,803 | 4,803 | 4,803 | 4,803 | | | | | |
| 少数股东权益 | -94 | -91 | -86 | -81 | | | | | |
| 股东权益合计 | 43,934 | 47,915 | 53,937 | 60,637 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 97,617 | 106,694 | 117,397 | 129,267 | | | | | |

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。