

缺芯短期扰动 福特逆势高增

长安汽车(000625)

事件概述

公司发布2021年8月销量：8月销量总计16.5万辆，同比-2.52%，1-8月累计销售154.39万辆，累计同比+32.49%；8月产量总计16.33万辆，同比+6.3%，1-8月累计产量147.04万辆，累计同比+28.7%。

分析判断：

▶ 短期缺芯扰动 自主新车周期+福特ASP向上可期

公司8月销量为165,143辆，同比19/20年分别为+32.1%/-2.5%，环比-7.2%，我们判断下滑主要受合资品牌长安马自达销量表现不佳，以及疫情导致的芯片断供的影响，预计9月随着缺芯情况缓解，公司销量增速有望回升。1-8月累计销量为154.39万辆，同比19/20年分别为+44.8%/+32.5%。乘联会数据显示，8月全国狭义乘用车批发和零售销量数据同比-12.9%和-14.7%，公司销售表现强于市场均值。分品牌看：

1) 自主品牌（仅含重庆+河北+合肥三大核心基地，下同）：8月销量89,129辆，同比19/20年为+55.7%/-2.4%，环比-9.8%。同时，单月产量环比-8.8%。自主销量环比下降主要系欧尚X7、CS55、CS75和UNI-K等畅销车型的销量下滑所致，其中UNI-K由于存货储备严重不足，影响了其销量。随着缺芯少电问题的缓解，以及成都车展上亮相的22款UNI-T、22款CS75 PLUS、搭载全新一代蓝鲸NE1.5T高压直喷发动机的第二代CS55 plus和欧尚X7 PLUS等车型的陆续上市，我们预计9月自主品牌将迎来产品周期向上，贡献不错增量。1-8月累计销量889,861辆，同比19/20年为+76.1%/+48.2%。

2) 福特：8月销量30,135辆，同比19/20年为+104.1%/+49.0%，环比+15.7%，实现逆势增长，1-8月累计销量177,175辆，同比19/20年为+64.0%/+27.1%。福特旗下高端品牌林肯，1-8月销量超57,000辆，同比增长80%，其中，航海家、飞行家、领航员等高端豪华SUV增速同比分别为104%、159%、114%，实现大幅增长，引领公司ASP向上。

3) 马自达：8月销量为5,456辆，同比19/20年为-47.0%/-52.5%，环比-45.5%，昂克赛拉、CX-30、CX-5、CX-8等车型销量均下滑严重；1-8月累计销量75,791辆，同比19/20年为-8.7%/-4.6%。我们预计待长安马自达与一汽马自达整合完毕后，统一渠道、销售和管理系统，提升效率、充分发挥在华资源协同效应，市场表现回暖可期。

销量占比：自主8月销量比重为54.0%，环比-1.6pct，主要受缺芯情况影响，产品存货储备不足；福特8月销量比

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：	20.19
股票代码：	000625
52周最高价/最低价：	28.38/12.7
总市值(亿)	1,537.55
自由流通市值(亿)	1,181.02
自由流通股数(百万)	5,849.55

分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

1. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)中报点评：自主高增合资改善 内外兼修迎新周期 20210830 2021.08.31
2. 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)事件点评：战略明确 新周期开启 20210824 2021.08.25

重为 18.2%，环比+3.6pct，预计随着新车投放带来的产品结构改善+高毛利，后续将持续贡献重要增量。

► 新品牌+新平台+新产品 崭新面貌迎接新车周期

新品牌：2021 长安科技生态大会首次揭晓了长安、华为、宁德时代三方联合倾力打造的阿维塔科技旗下首款高端智能电动中型 SUV，内部代号为 E11 的局部造型，整体外观造型大气简约，车身线条极具力量感、科技感，将运动、智慧与奢华充分融合。同时，E11 还将搭载华为 HI (Huawei Inside) 全栈智能汽车解决方案和宁德时代最新的电动化技术，以及全球领先的智能电动网联汽车架构。目前 E11 正在进行整车调试，预计将于今年年底正式亮相。

新平台：公司联合华为和宁德时代，发挥各自在整车集成、软件科技和电池领域的优势，共同打造的 CHN 架构以外，未来三年，公司将基于该平台，开发轿跑、SUV、MPV 以及其他形态的新物种，共 11 款全新产品。同时，公司未来还将进一步升级已有的三套纯电底盘 EPA0（入门级后驱）、EPA1（中型前驱）和 EPA2（大型四驱），形成 SDA 平台架构。同时，公司还将持续升级现有方舟架构，实现从传统内燃机向 HEV、REEV、PHEV 等多种电气化动力升级，确保动力提升 30%，能耗降低 30%，进而形成 CHN+SDA+方舟的三大平台架构体系，覆盖大中小型、以及多重动力系的平台化能力，未来五年，公司基于上述 3 大平台，预计将陆续推出 26 款全新智能电动汽车。

新产品：采用全新专用电动车平台首款战略车型 C385，归属于长安新能源产品序列，预计定位为 A 级轿跑。新车造型时尚、运动，采取掀背式设计结构，具备隐藏式门把手、贯穿式尾灯、全景天窗等现代元素。新车还将首发搭载行业领先的智能科技配置，以及多项前瞻性高效节能技术，可实现全场景多维度进化。其中包括 APA7.0 车库外远程无人代客泊车系统，可有效提升低温工况动力性能、具备高频脉冲加热技术的“八合一”电驱等创新技术。该款新车以及同平台车型 A158、B369 将接力 22 年 1 季度上市的 UNI-V，于 22 年 2 季度陆续上市。此外，为了应对当下新汽车四大特征：大型移动智能与计算终端、新型的储能单元、第三智能移动空间、数据采集载体，公司还已经启动代号“E0”的企业首个新汽车项目。目前，项目已组建千人独立团队，采用全新平台、全新模式、全新流程，与用户和生态伙伴共创共赢。

投资建议

乘用车行业周期底部向上驱动需求回暖，公司战略聚焦自主+合资两大核心资产有望充分受益，其中，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。同时，公司与华为、宁德时代合作打造的 CHN 架构及高端电动智能新品牌有望为公司在智能化和电动化的发展实现快速进步。我们维持盈利预测不变：预计公司 2021-2023 年收入为 928.14/1022.58/1135.06 亿元，归母净利润为 53.92/60.25/65.94 亿元，EPS 为 0.71/0.79/0.87 元，对应 2021 年 9 月 8 日 20.19 元/股收盘价 PE 为 29/26/23 倍，维持买入评级。

风险提示

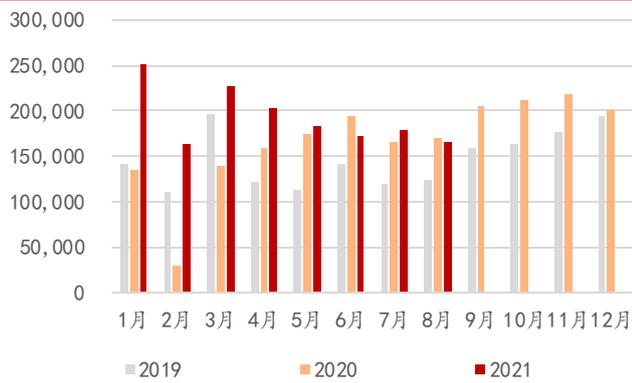
车市下行风险；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费不达预期；长安福特战略调整效果不达预期；阿维塔品牌发展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	70,595	84,566	92,814	102,258	113,506
YoY (%)	6.5%	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%
归母净利润(百万元)	-2,647	3,324	5,392	6,025	6,594
YoY (%)	-488.8%	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%
毛利率 (%)	14.7%	14.3%	16.1%	16.7%	16.8%
每股收益 (元)	-0.35	0.44	0.71	0.79	0.87
ROE (%)	-6.0%	6.2%	9.1%	9.2%	9.1%
市盈率	-58.09	46.25	28.52	25.52	23.32

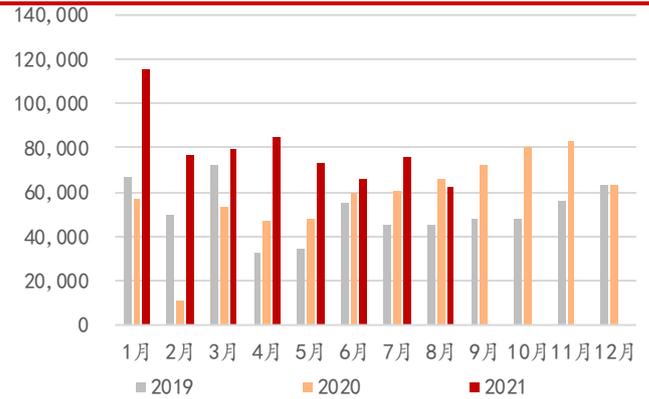
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 19-21 年公司整体月度批发销量 (辆)



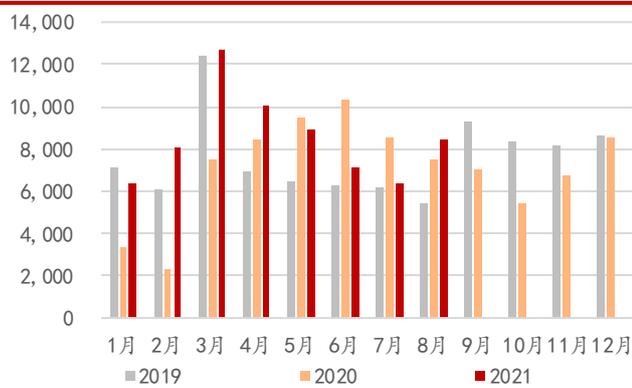
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年重庆长安月度销量 (辆)



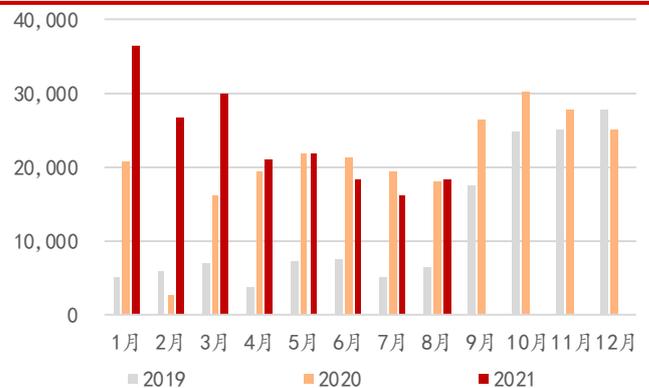
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-21 年河北长安月度销量 (辆)



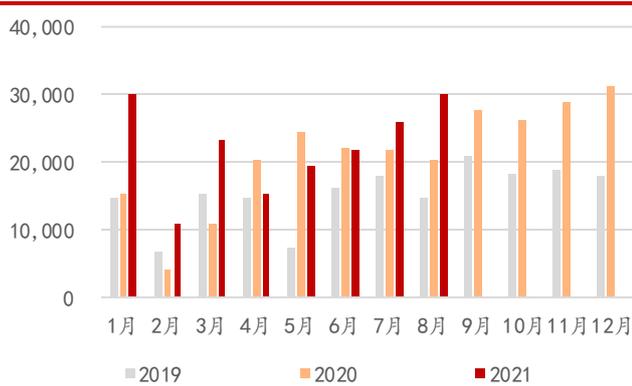
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-21 年合肥长安月度销量 (辆)



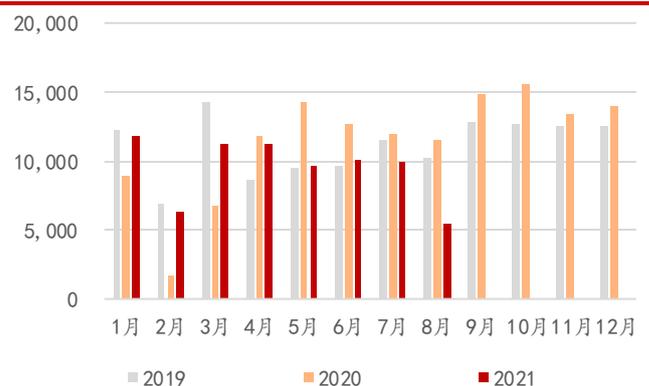
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	84,566	92,814	102,258	113,506	净利润	3,288	5,392	6,025	6,594
YoY(%)	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%	折旧和摊销	4,376	6,332	4,890	5,228
营业成本	72,473	77,862	85,212	94,426	营运资金变动	7,353	-3,459	1,507	1,539
营业税金及附加	3,228	3,713	4,090	4,540	经营活动现金流	10,676	6,158	10,054	10,724
销售费用	3,413	3,713	4,090	4,540	资本开支	-2,360	-12,820	-8,959	-9,442
管理费用	4,274	3,248	3,579	3,973	投资	4,888	0	0	0
财务费用	-210	-844	-850	-982	投资活动现金流	3,605	-10,036	-5,891	-6,037
资产减值损失	-1,518	-688	-654	-729	股权募资	6,343	0	0	0
投资收益	3,154	2,784	3,068	3,405	债务募资	2,224	-348	0	0
营业利润	2,624	4,434	5,482	6,280	筹资活动现金流	7,047	-397	-40	-40
营业外收支	-28	59	-5	0	现金净流量	21,295	-4,275	4,123	4,647
利润总额	2,597	4,493	5,477	6,280					
所得税	-692	-899	-548	-314	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,288	5,392	6,025	6,594	成长能力				
归属于母公司净利润	3,324	5,392	6,025	6,594	营业收入增长率	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%
YoY(%)	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%	净利润增长率	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%
每股收益	0.44	0.71	0.79	0.87	盈利能力				
					毛利率	14.3%	16.1%	16.7%	16.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	3.9%	5.8%	5.9%	5.8%
货币资金	32,002	27,727	31,850	36,497	总资产收益率 ROA	2.7%	4.2%	4.3%	4.3%
预付款项	461	715	719	787	净资产收益率 ROE	6.2%	9.1%	9.2%	9.1%
存货	5,968	5,788	6,302	7,127	偿债能力				
其他流动资产	34,460	39,341	43,218	47,402	流动比率	1.16	1.15	1.18	1.20
流动资产合计	72,890	73,571	82,089	91,813	速动比率	1.04	1.04	1.06	1.08
长期股权投资	12,109	12,109	12,109	12,109	现金比率	0.51	0.43	0.46	0.48
固定资产	26,437	31,786	35,232	38,685	资产负债率	55.8%	53.7%	53.2%	52.8%
无形资产	4,946	5,714	6,043	6,419	经营效率				
非流动资产合计	48,026	54,200	57,909	61,679	总资产周转率	0.70	0.73	0.73	0.74
资产合计	120,916	127,771	139,998	153,493	每股指标 (元)				
短期借款	578	230	230	230	每股收益	0.44	0.71	0.79	0.87
应付账款及票据	40,693	42,380	46,763	51,878	每股净资产	7.01	7.76	8.59	9.50
其他流动负债	21,322	21,132	22,650	24,151	每股经营现金流	1.40	0.81	1.32	1.41
流动负债合计	62,593	63,742	69,644	76,260	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	955	955	955	955	估值分析				
其他长期负债	3,887	3,887	3,887	3,887	PE	46.25	28.52	25.52	23.32
非流动负债合计	4,843	4,843	4,843	4,843	PB	3.12	2.60	2.35	2.13
负债合计	67,435	68,585	74,486	81,102					
股本	5,363	5,363	5,363	5,363					
少数股东权益	70	70	70	70					
股东权益合计	53,480	59,187	65,511	72,391					
负债和股东权益合计	120,916	127,771	139,998	153,493					

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。