

# 缺芯影响持续恢复 马自达渠道合并

## 长安汽车(000625)

### 事件概述

公司发布2021年9月销量：9月销量总计18.8万辆，同比-8.41%，1-9月累计销售173.22万辆，累计同比+26.36%；9月产量总计19.64万辆，同比-4.0%，1-9月累计产量166.67万辆，累计同比+23.7%。

### 分析判断：

#### ▶ 缺芯扰动缓解 合资销量强势回升

公司9月销量为188,258辆，同比19/20年分别为+17.8%/-8.4%，环比+14.0%，我们判断销售环比改善主要系芯片断供情况改善叠加行业需求旺季到来，使得自主品牌销量回暖、福特持续放量、马自达销量大幅提升。1-9月累计销量为173.22万辆，同比19/20年分别为+41.3%/+26.4%。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)：9月销量94,045辆，同比19/20年为+25.7%/-11.4%，环比+5.5%。同时，单月产量环比+10.2%。我们判断自主产销量回暖系缺芯问题改善，欧尚X5销量连续破万、CS55等畅销车型销量呈现复苏态势。第二代CS55 PLUS自9月上市以来，截止9月28日，累计订单已突破3万辆；欧尚X7 PLUS将于10月17日上市，若芯片供应紧张情况进一步缓解，整车加快生产、交付，10月自主品牌销售增量可期。1-9月累计销量983,906辆，同比19/20年为+69.6%/+39.3%，其中，CS75系列累计销量为22.5万辆；逸动系列累计销量为13.8万辆；UNI系列累计销量为9.1万辆。

2) 福特：9月销量32,090辆，同比19/20年为+53.5%/+15.7%，环比+6.5%，销量稳步向上，1-9月累计销量209,265辆，同比19/20年为+62.3%/+25.2%。销售表现出色主要系新一代福睿斯、锐界PLUS、全新第六代探险者等车型自上市以来的持续热销。中高端车型销量占比超过60%，车型结构不断优化，助推品牌向上。福特旗下高端品牌林肯，9月销量首破8,600辆，同比增长18%；Q3共售出23,776辆，同比增长24%；1-9月累计销量达66,035辆，同比劲增70%，创最高单月、单季、前三季度销量纪录。其中，高端豪华SUV航海家、飞行家、冒险家领势前行，1-9月交付量达58,290辆，占总销量的88%，带动公司ASP向上。全新中型SUV福特EVOS，拥有高端运动型模块化架构与福特性能DNA的双向加持，实现了动力高效传输、底盘调校出色、高强度车身；搭载FNV智能互联全网架构，集“智感设计、智能座舱、智慧驾驶”于一体，该车已开启预售，预售价

### 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：	17.7
股票代码：	000625
52周最高价/最低价：	28.38/13.76
总市值(亿)	1,347.93
自由流通市值(亿)	1,035.37
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

- 【华西证券】长安汽车-民族质惠 2021.9.24  
2021.09.30
- 【华西汽车】长安汽车(000625.SZ)8月销量点评：缺芯短期扰动 福特逆势大增 20210908  
2021.09.09

22.78-26.08 万元，或将于 11 月 8 日上市，福特产品力持续进化，未来新车上量将支撑福特业绩增长。

3) 马自达：9 月销量为 17,357 辆，同比 19/20 年为 +35.3%/+16.5%，环比+218.1%，长安马自达销量强势回升，我们判断主要系南北马自达在华渠道自 8 月底一汽马自达销售公司被长安马自达并购后，马自达品牌内耗消除，渠道统一、并表，带动销量提升。1-9 月累计销量 93,148 辆，同比 19/20 年为-2.8%/-1.3%。

自主 9 月销量比重为 50.0%，环比-4.0pct；福特 9 月销量比重为 17.0%，环比-1.2pct；马自达 9 月销量比重为 9.2%，环比+5.9pct。

### ► 新能源新车周期开启 混动+纯电齐发力

**UNI-K iDD 首发，开启全新混动时代。**长安蓝鲸 iDD 混动系统采用 P2 构型，由高性能蓝鲸发动机+高效率蓝鲸电驱变速器+超大容量 PHEV 电池+智慧控制系统组成，可实现“全速域、全场域、全温域、全时域”全域混合动力解决方案，可平台化应用于 A 级-C 级所有车型。未来五年，长安将推出 10 余款搭载蓝鲸 iDD 混动系统的车型，UNI-K iDD 为首款，并计划于今年下半年上市。

**电动车规划饱满，纯电平台将升级。**阿维塔科技旗下首款高端智能电动中型 SUV E11 预计将于今年年底正式亮相；长安新能源产品序列下采用全新专用电动车平台的首款战略车型 C385 及同平台车型 A158、B369 将于 2022 年 2 季度陆续上市；公司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。未来五年，公司将基于 CHN+SDA+方舟的三大平台架构体系，陆续推出 26 款全新智能电动汽车。

### 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 10 月 8 日 17.7 元的收盘价，当前股价对应的 PE 为 25/22/20 倍，维持买入评级。

### 风险提示

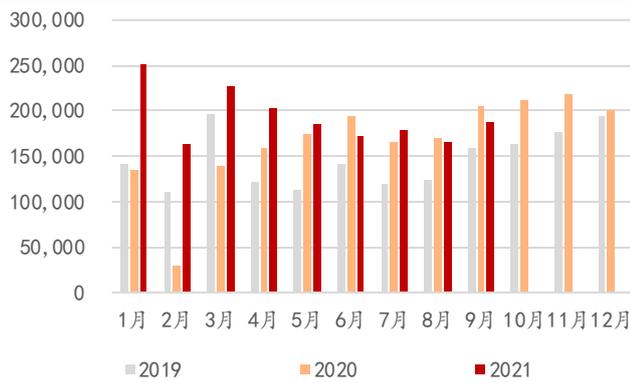
车市下行风险；老车型销量下滑，新车型销量爬坡不达预期；降本控费不达预期；长安福特战略调整效果不达预期；阿维塔品牌发展低于预期。

**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	-50.93	40.55	25.00	22.37	20.44

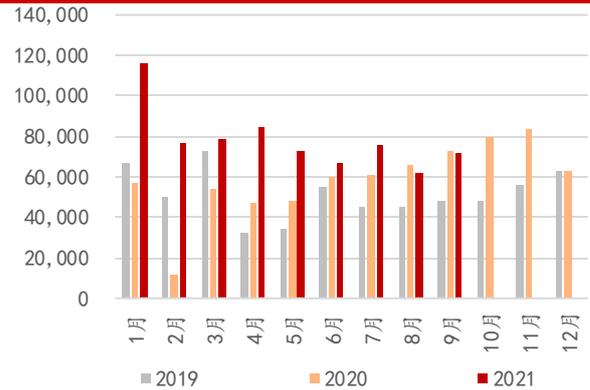
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 19-21 年公司整体月度批发销量 (辆)



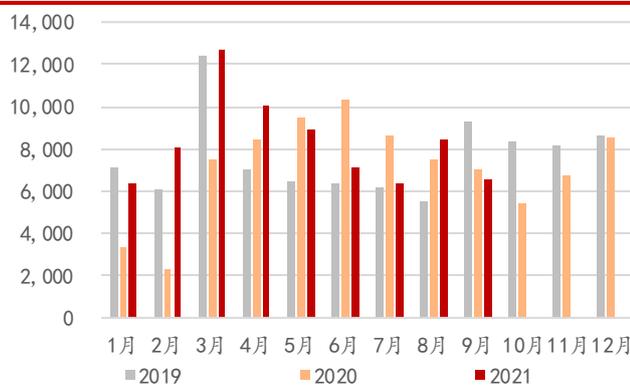
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 2 19-21 年重庆长安月度销量 (辆)



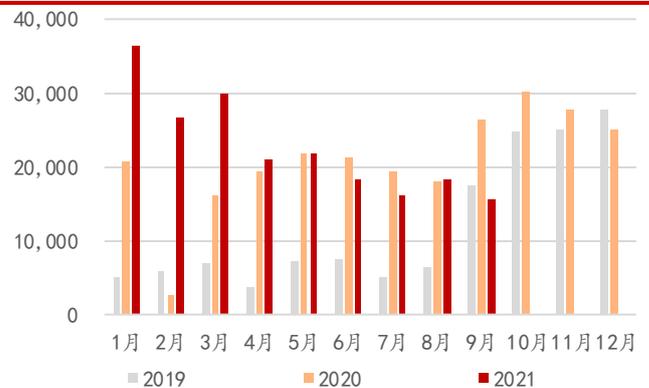
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 3 19-21 年河北长安月度销量 (辆)



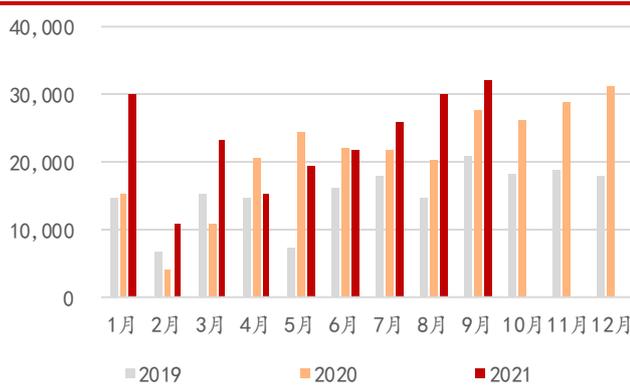
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 4 19-21 年合肥长安月度销量 (辆)



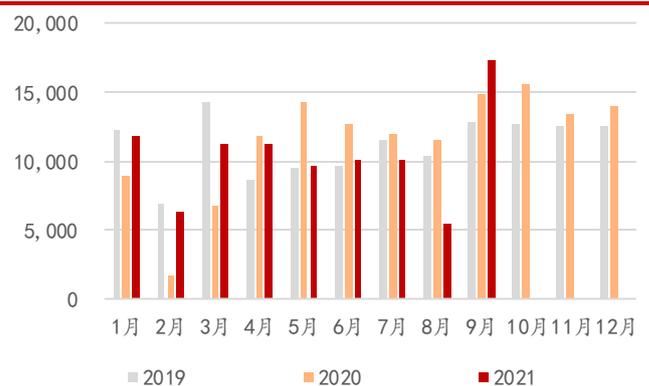
资料来源:公司公告, 华西证券研究所

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	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	-692	-899	-548	-314	<b>成长能力</b>				
净利润	3,288	5,392	6,025	6,594	营业收入增长率	19.8%	9.8%	10.2%	11.0%
归属于母公司净利润	3,324	5,392	6,025	6,594	净利润增长率	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%
YoY(%)	225.6%	62.2%	11.7%	9.4%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.44	0.71	0.79	0.87	毛利率	14.3%	16.1%	16.7%	16.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	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	<b>偿债能力</b>				
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	<b>经营效率</b>				
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	<b>每股指标 (元)</b>				
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	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	3,887	3,887	3,887	3,887	PE	40.55	25.00	22.37	20.44
非流动负债合计	4,843	4,843	4,843	4,843	PB	3.12	2.28	2.06	1.86
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。