

汽车

长安汽车 (000625.SZ)

维持评级

报告原因：公司点评

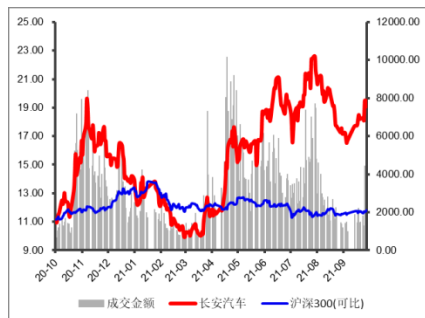
产销环比增长，合资品牌释放产销增量

买入

2021年10月25日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年10月22日

收盘价(元):	19.50
年内最高/最低(元):	27.43/13.76
流通A股/总股本(亿):	58.50/76.15
流通A股市值(亿):	1140.66
总市值(亿):	1292.22

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益(元/股):	0.32
每股净资产(元):	9.95
净资产收益率(%):	3.32

分析师：张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

分析师：李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电 话：010-83496304

邮 箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

点评

➤ 月产销环比提升，同比持续领先行业。2021年9月，公司汽车产销比为0.96倍（前值1.01倍），汽车当月产销量分别为19.64万辆和18.83万辆，环比分别增长20.24%、14.00%；同比分别下降3.98%、8.41%，较上月分别-10.25pct、-5.89pct，分别较行业高13.74pct、5.22pct，公司产销量同比持续领先行业；全年累计产销比为1.04倍（前值1.05倍），累计汽车产销量分别为166.67万辆和173.22万辆，同比分别+23.71%和+26.36%，累计产销量仍然维持高速增长态势，但同比增速持续收窄。

➤ 优质车型销量爬坡，长安福特、长安马自达月销量同比改善。子品牌来看，2021年9月，重庆长安销售71757辆，同比-1.30%；河北长安销售6551辆，同比-6.73%；合肥长安销售15737辆，同比-40.53%；长安福特销售32090辆，同比+15.72%；长安马自达销售17357辆，同比+16.52%。2021年1-9月，重庆长安累计销售700763辆，同比+47.13%；河北长安累计销售74629辆，同比+15.49%；合肥长安累计销售208514辆，同比+25.88%；长安福特累计销售209265辆，同比+25.21%；长安马自达累计销售93148辆，同比-1.26%。

➤ 欧尚X5逐步上量，长安马自达多款車型月销量环比拉升。2021年9月，公司月销量居前且月销量过万的车型主要包括长安CS75 PLUS、逸动PLUS、长安欧尚X5、马自达3昂克赛拉、长安CS55，当月销量分别为15798辆、13271辆、12612辆、11998辆、10570辆，环比分别增长1.73%、3.07%、17.74%、200.18%、61.50%，其中欧尚X5持续四个月环比增长，且单月销量均过万。此外，本月公司销量环比增长的车型主要包括长安CS95、CS55，欧尚科尚，马自达CX-5、CX-8、CX-30、马自达3昂克赛拉，福特探险者，其中前述马自达四款车型月销量较上月均实现翻番，环比显著拉升。

投资建议：公司自主品牌持续强化经典产品，完善产品矩阵，长安CS75 plus、逸动PLUS、欧尚X5等车型持续放量，优质车型叠加新车上量，有望带动公司销量提升；合资品牌持续打造车型精品，有望支撑公司产品销量增长。同时，公司积极突破汽车智能化、新能源、轻量化技术，拓宽销售渠道，有望带动公司提升核心竞争力，支撑公司业绩增长。在此基础上，预计公司2021年、2022年EPS为0.62元/股、0.75元/股，对应公司2021年10月22日收盘价19.50元/股，公司2021年、2022年PE为31.44倍、26.06倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下行；汽车销量不及预期；行业政策大幅调整；芯片供应问题改善不及预期。

目录

1.产销数据分析	4
2.子品牌销售分析	6
3.车型销售分析	8
4.盈利预测及投资建议	10
5.风险提示	10

图表目录

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）	4
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	4
图 3：公司汽车月销量（万辆，%）	4
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	4
图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）	5
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）	5
图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）	5
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）	5
图 9：月产销比情况（倍）	5
图 10：本年累计产销比情况（倍）	5
图 11：子品牌销量情况（辆，%）	6
图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）	6
图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）	7

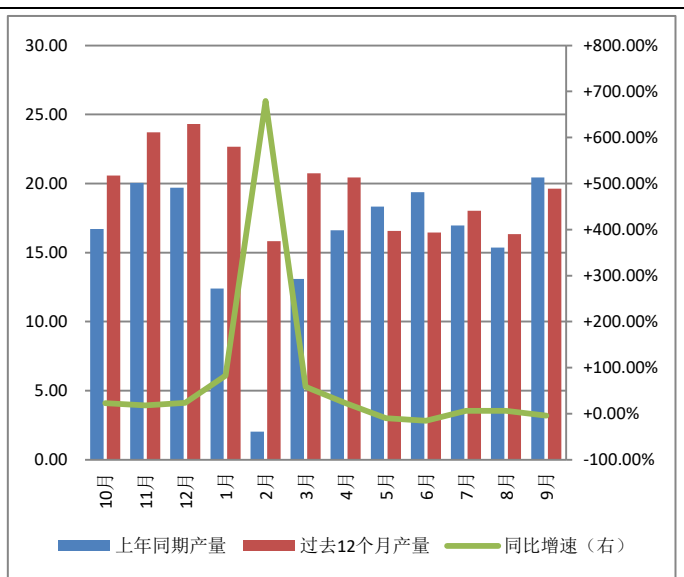


图 14：子品牌累计产量情况（辆，%）	7
图 15：子品牌累计销量情况（辆，%）	7
图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）	8
图 17：长安乘用车销量（辆）	8
图 18：长安欧尚销量（辆）	9
图 19：长安马自达销量（辆）	9
图 20：长安福特销量（辆）	9
表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）	10

1.产销数据分析

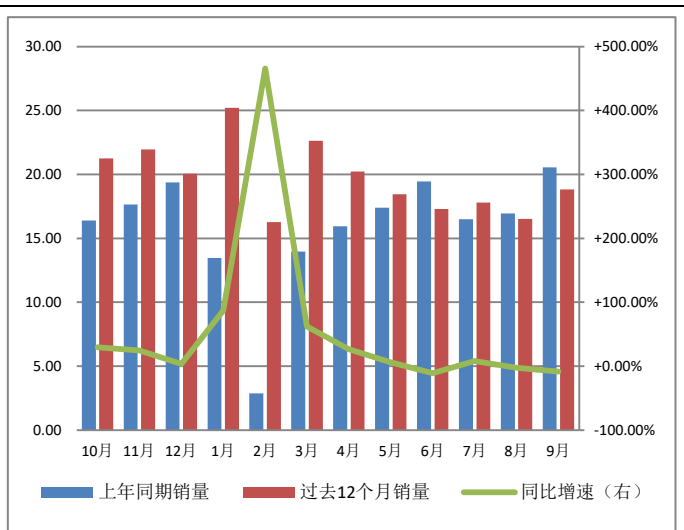
月产销环比提升，同比持续领先行业。2021年9月，公司汽车产销比为0.96倍（前值1.01倍），汽车当月产销量分别为19.64万辆和18.83万辆，环比分别增长20.24%、14.00%；同比分别下降3.98%、8.41%，较上月分别-10.25pct、-5.89pct，分别较行业高13.74pct、5.22pct，公司产销量同比持续领先行业；全年累计产销比为1.04倍（前值1.05倍），累计汽车产销量分别为166.67万辆和173.22万辆，同比分别+23.71%和+26.36%，累计产销量仍然维持高速增长态势，但同比增速持续收窄。

图1：公司汽车月产量（万辆，%）



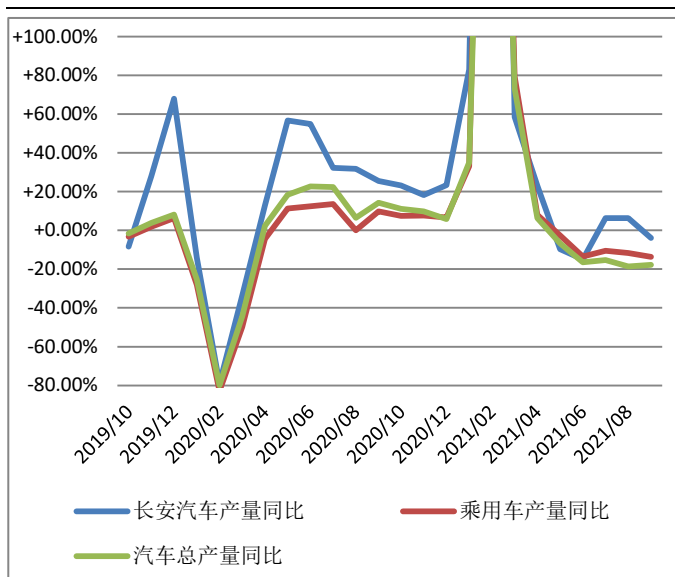
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：公司汽车月销量（万辆，%）



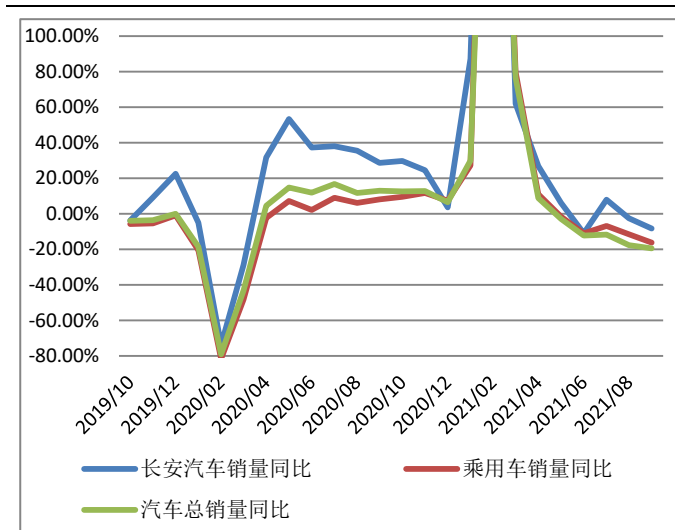
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



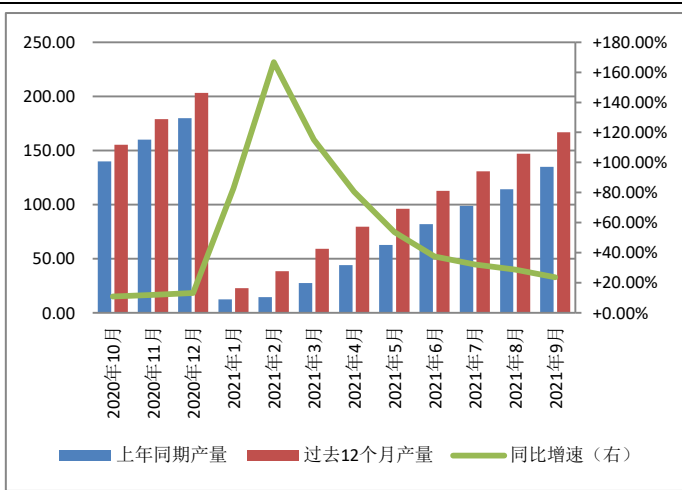
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



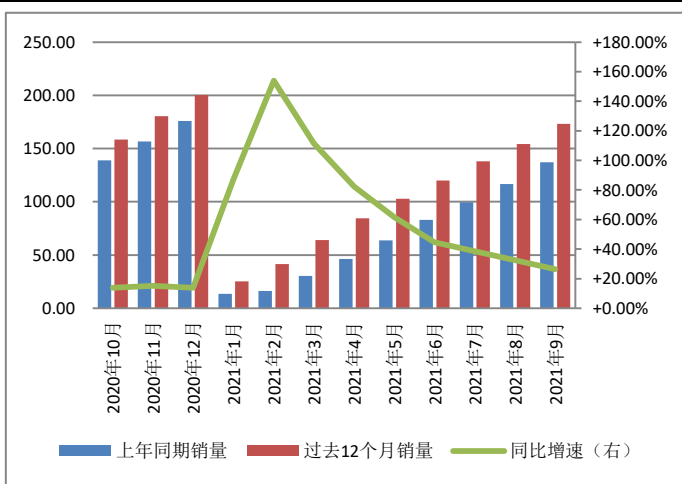
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



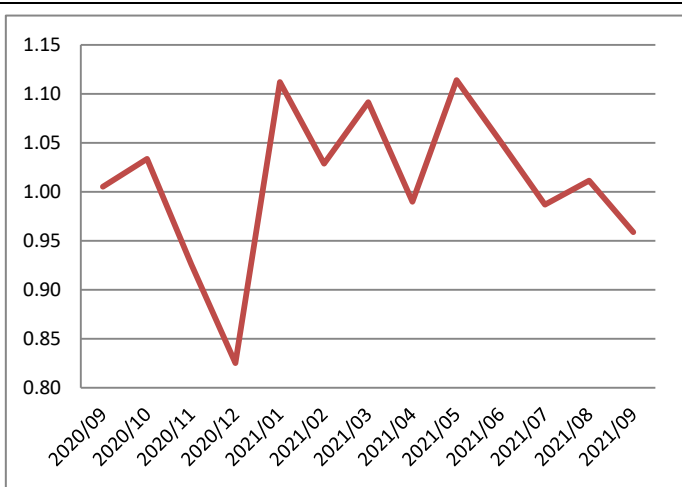
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



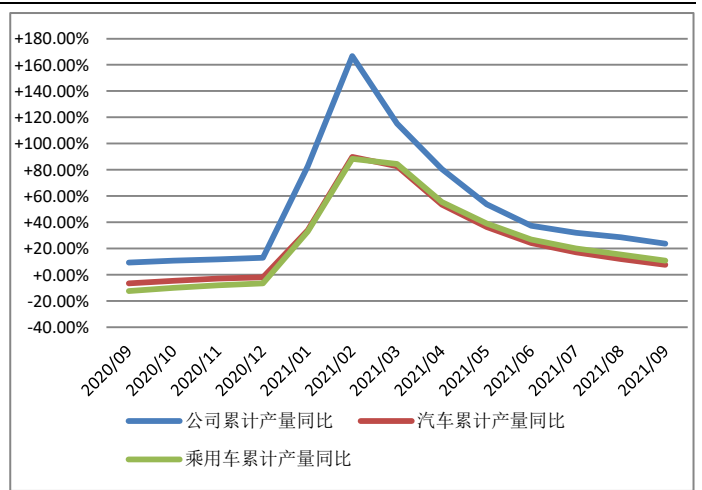
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



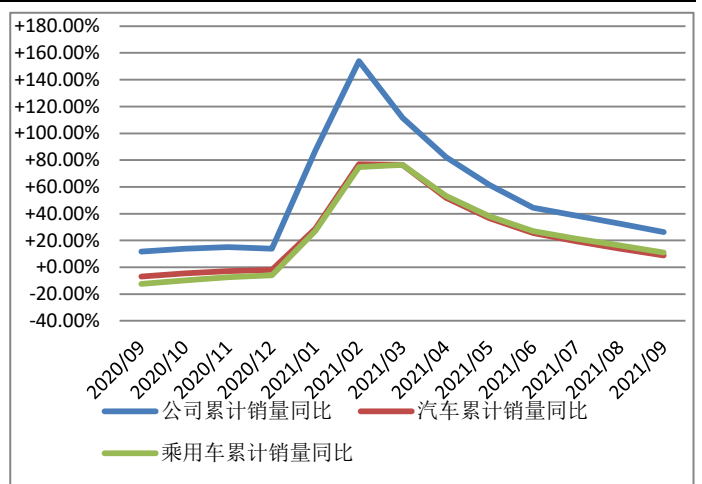
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（%）



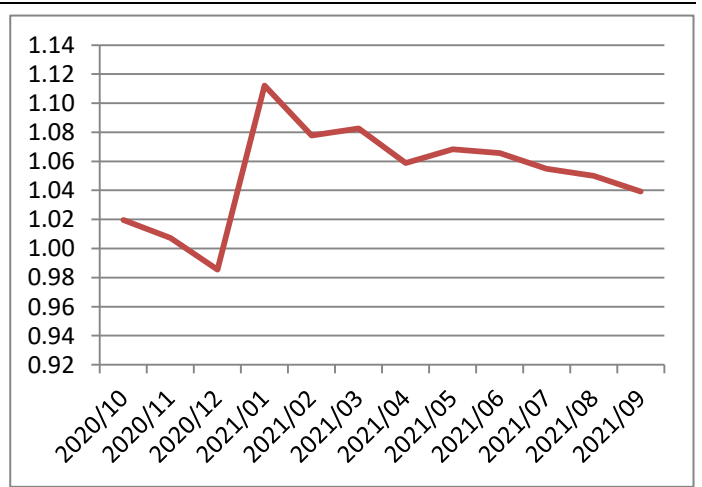
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（%）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）

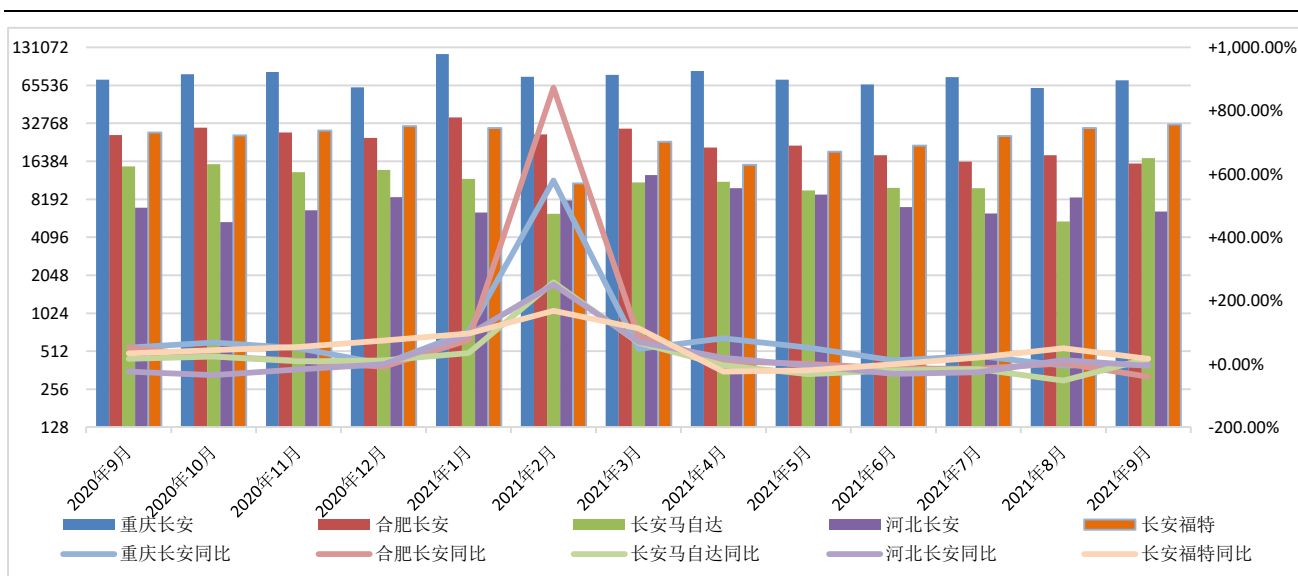


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.子品牌销售分析

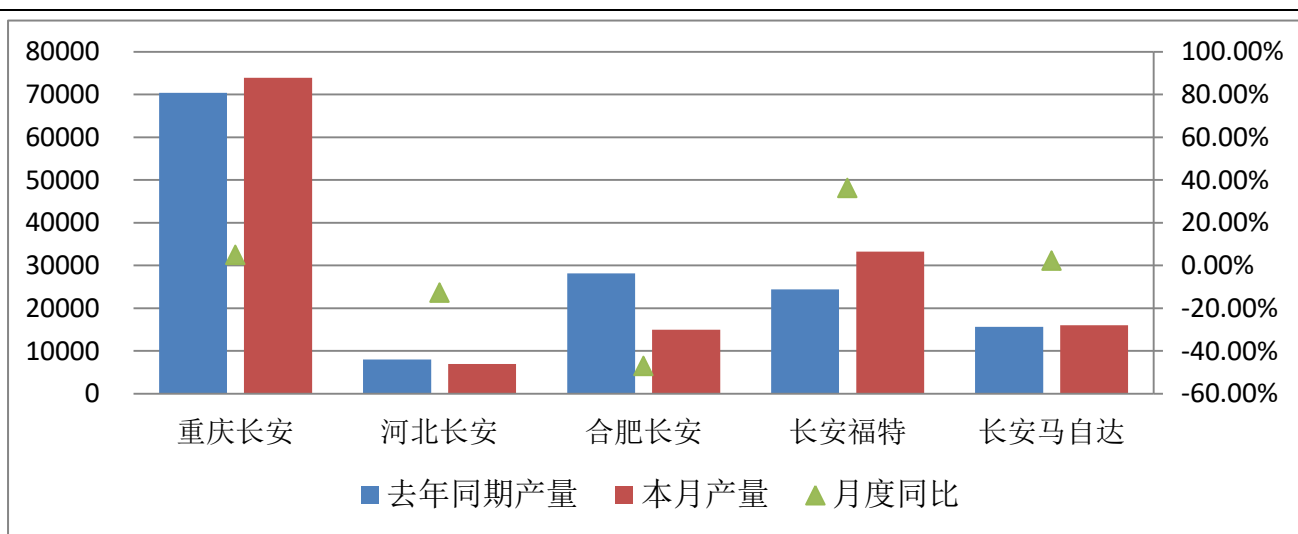
优质车型销量爬坡，长安福特、长安马自达月销量同比改善。子品牌来看，2021年9月，重庆长安销售71757辆，同比-1.30%；河北长安销售6551辆，同比-6.73%；合肥长安销售15737辆，同比-40.53%；长安福特销售32090辆，同比+15.72%；长安马自达销售17357辆，同比+16.52%。2021年1-9月，重庆长安累计销售700763辆，同比+47.13%；河北长安累计销售74629辆，同比+15.49%；合肥长安累计销售208514辆，同比+25.88%；长安福特累计销售209265辆，同比+25.21%；长安马自达累计销售93148辆，同比-1.26%。

图 11：子品牌销量情况（辆，%）



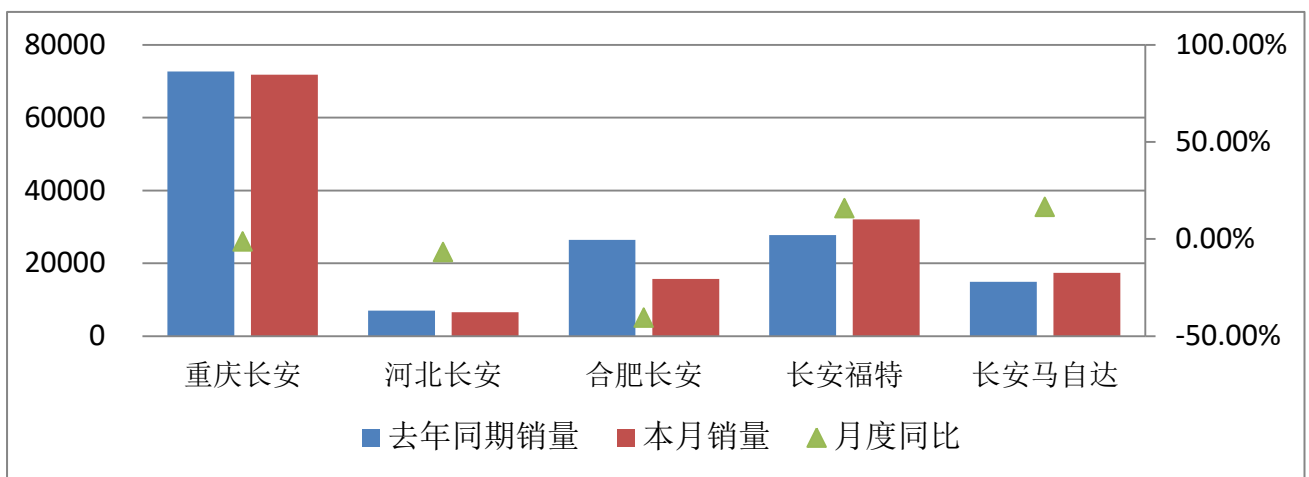
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）



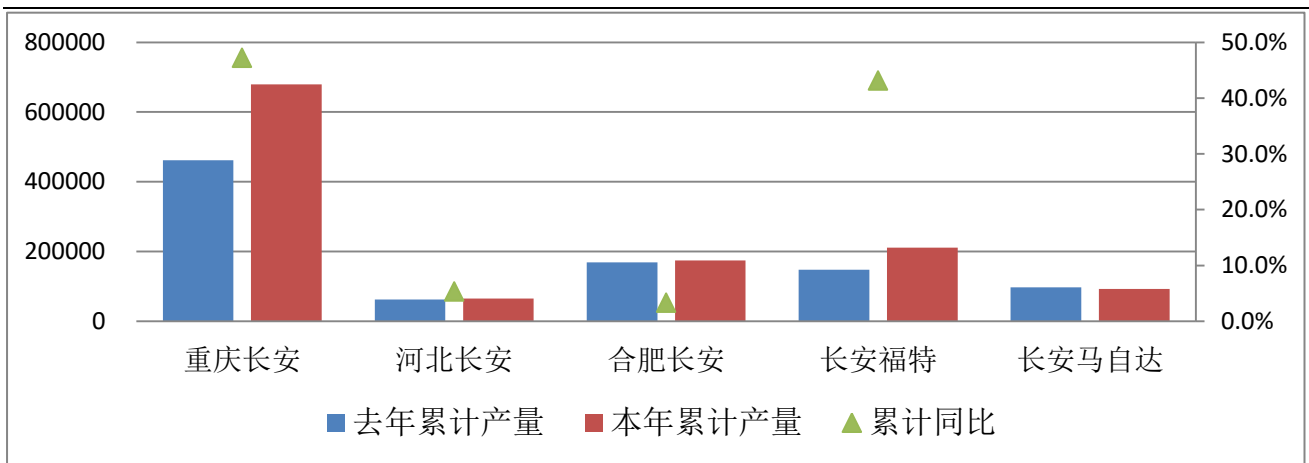
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）



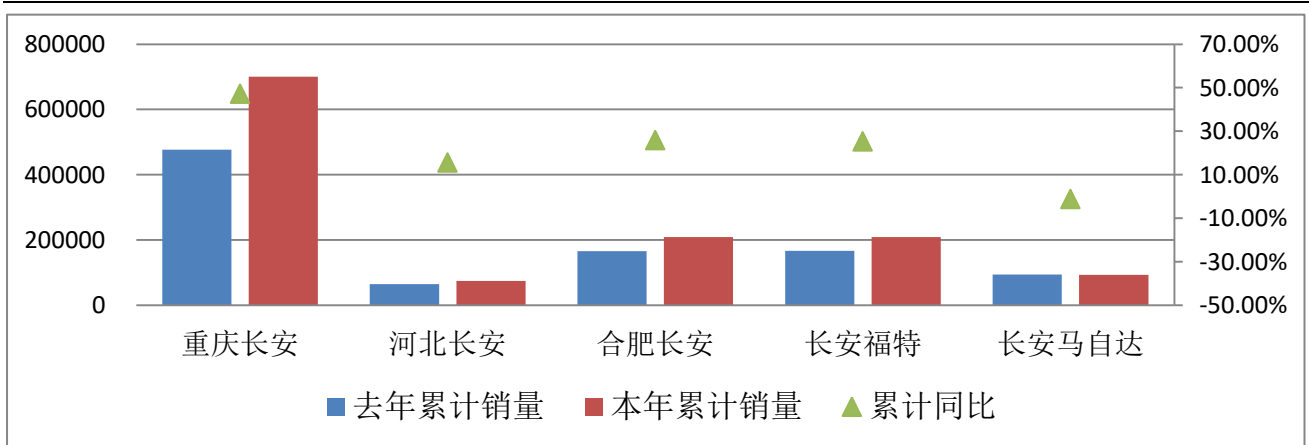
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：子品牌累计产量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 15：子品牌累计销量情况（辆，%）

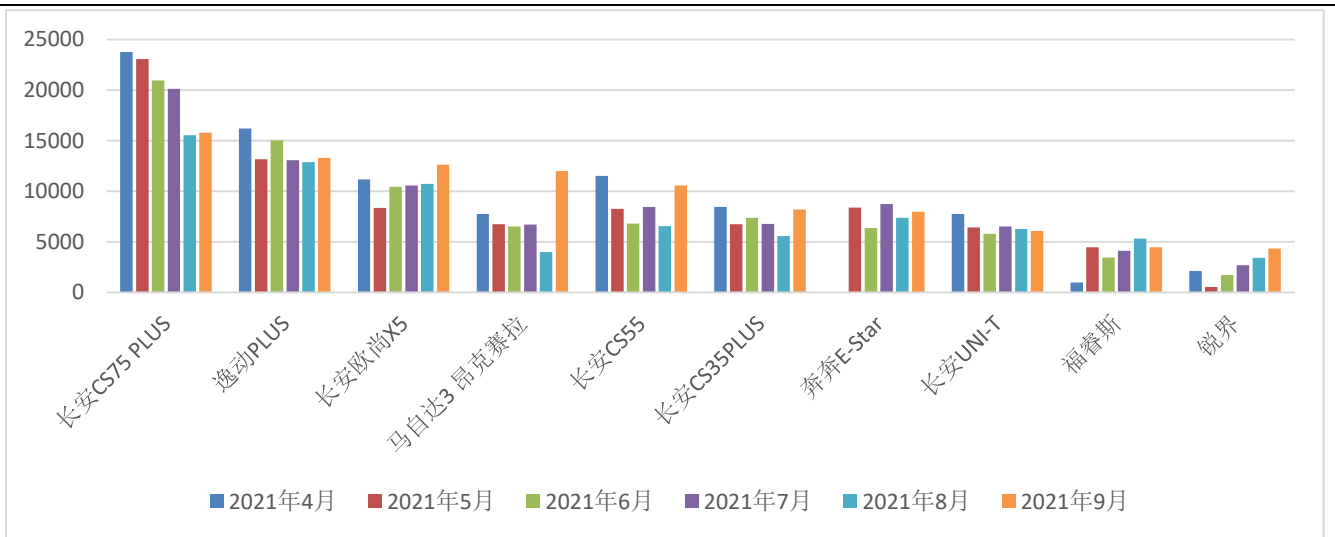


资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

3.车型销售分析

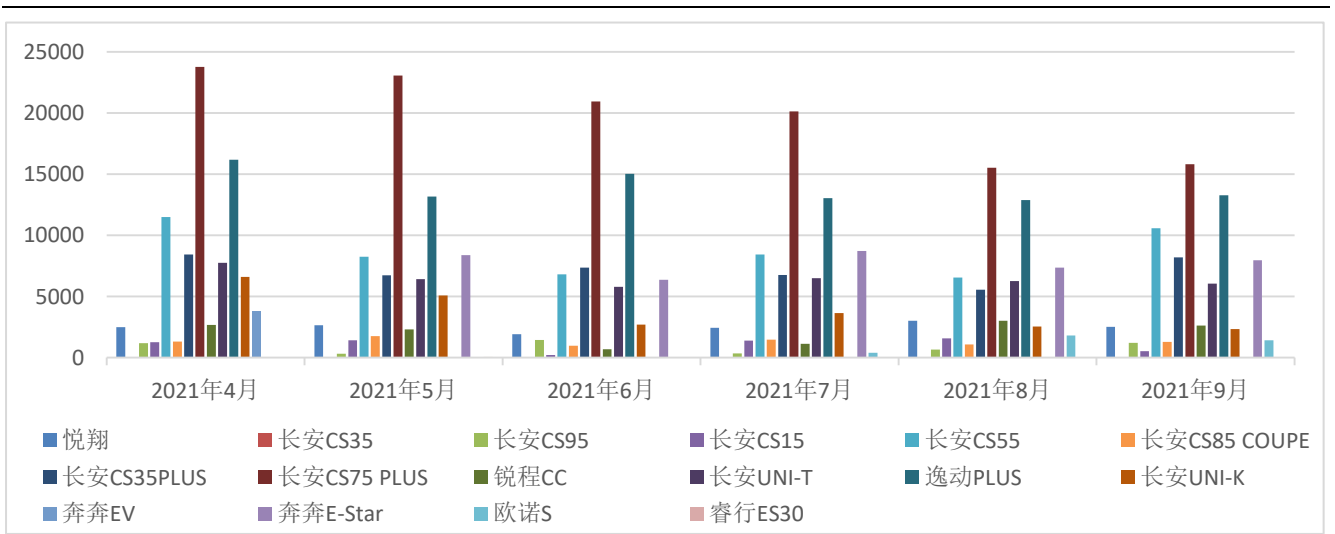
欧尚 X5 逐步上量，长安马自达多款车月销量环比拉升。2021 年 9 月，公司月销量居前且月销量过万的车型主要包括长安 CS75 PLUS、逸动 PLUS、长安欧尚 X5、马自达 3 昂克赛拉、长安 CS55，当月销量分别为 15798 辆、13271 辆、12612 辆、11998 辆、10570 辆，环比分别增长 1.73%、3.07%、17.74%、200.18%、61.50%，其中欧尚 X5 持续四个月环比增长，且单月销量均过万。此外，本月公司销量环比增长的车型主要包括长安 CS95、CS55，欧尚科尚，马自达 CX-5、CX-8、CX-30、马自达 3 昂克赛拉，福特探险者，其中前述马自达四款车型月销量较上月均实现翻番，环比显著拉升。

图 16：销量排名居前的车型月度销量变化（辆）



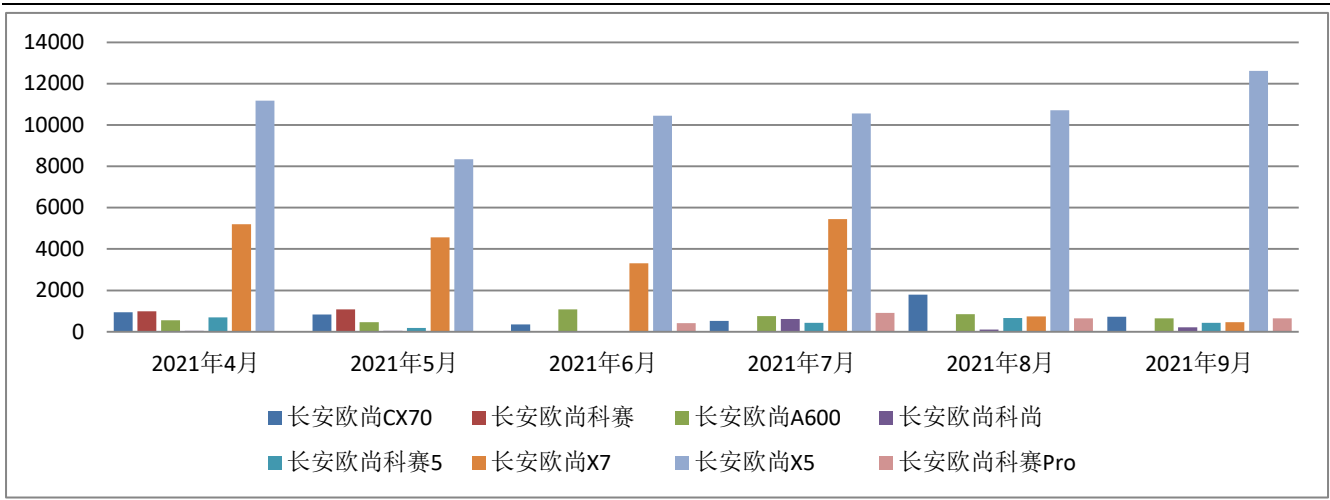
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 17：长安乘用车销量（辆）



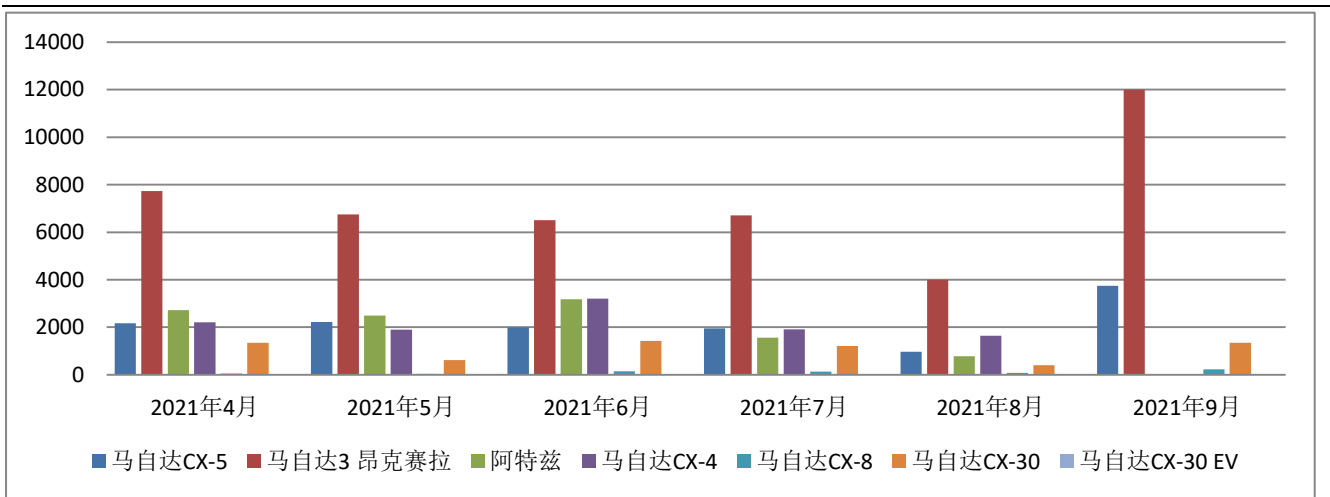
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 18：长安欧尚销量（辆）



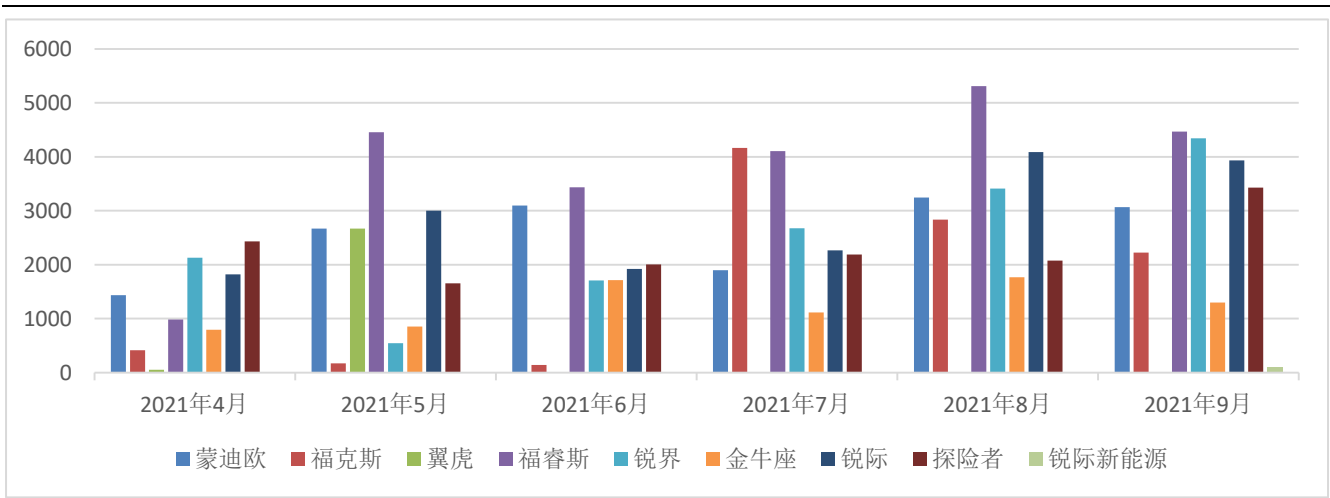
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 19：长安马自达销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 20：长安福特销量（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

4.盈利预测及投资建议

公司自主品牌持续强化经典产品，完善产品矩阵，长安 CS75 plus、逸动 PLUS、欧尚 X5 等车型持续放量，优质车型叠加新车上量，有望带动公司销量提升；合资品牌持续打造车型精品，有望支撑公司产品销量增长。同时，公司积极突破汽车智能化、新能源、轻量化技术，拓宽销售渠道，有望带动公司提升核心竞争力，支撑公司业绩增长。

在此基础上，预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 0.62 元/股、0.75 元/股，对应公司 2021 年 10 月 22 日收盘价 19.50 元/股，公司 2021 年、2022 年 PE 为 31.44 倍、26.06 倍，维持“买入”评级。

表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	84565.5	95136.2	105125.5	115427.8
收入同比(%)	19.8%	12.5%	10.5%	9.8%
归属母公司净利润	3324.3	4723.9	5697.5	6086.4
净利润同比(%)	-225.6%	42.1%	20.6%	6.8%
每股收益(元)	0.44	0.62	0.75	0.80
P/E	44.67	31.44	26.06	24.40
P/B	2.78	2.46	2.29	2.12

数据来源：wind，山西证券研究所

5.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 行业政策大幅调整；
- 4) 芯片供应问题改善不及预期。

2021年10月22日

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	72,889.7	83,679.3	92,206.9	98,873.1	营业收入	84565.5	95136.2	105125.5	115427.8
现金	32,001.8	36,777.3	41,052.6	43,781.2	营业成本	72473.5	78963.1	87254.2	95228.0
应收账款	2,141.2	3,400.1	2,555.8	3,284.7	营业税金及附加	3228.3	3329.8	3364.0	3462.8
其他应收款	0.0	1,546.4	569.6	833.9	销售费用	3413.3	3805.4	4205.0	4617.1
预付账款	460.7	460.7	460.7	460.7	管理费用	4273.6	3951.2	4350.6	4617.1
存货	6,618.3	6,505.1	6,905.4	8,025.9	研发费用	3153.9	3329.8	3679.4	4040.0
其他流动资产	31,667.7	34,989.7	40,662.9	42,486.6	财务费用	-210.2	-356.9	-316.0	-304.9
非流动资产	48,026.2	51,057.5	53,697.9	57,164.6	加:其他费用	797.9	800.0	800.0	800.0
长期投资	12,109.1	12,130.9	11,749.4	11,996.5	资产减值损失	-1517.8	904.4	-67.4	-58.6
固定资产	26,436.8	29,365.6	32,284.6	35,078.7	公允价值变动收益	2035.4	670.3	291.5	-417.8
无形资产	4,946.0	4,305.7	3,920.0	3,614.2	投资净收益	3153.6	3000.0	3000.0	3000.0
其他非流动资产	4,534.3	5,255.4	5,743.8	6,475.3	营业利润	2624.1	5679.7	6747.2	7208.5
资产总计	120,915.8	134,736.9	145,904.8	156,037.6	营业外收入	61.9	60.0	60.0	60.0
流动负债	62,593.0	68,180.6	73,654.9	77,578.4	营业外支出	89.5	90.0	90.0	90.0
短期借款	578.0	2,000.0	2,000.0	2,000.0	利润总额	2596.6	5649.7	6717.2	7178.5
应付账款	23,118.8	23,131.4	26,927.1	29,220.4	所得税	-691.9	847.5	1007.6	1076.8
其他流动负债	38,896.2	43,049.3	44,727.9	46,358.1	净利润	3288.5	4802.3	5709.6	6101.8
非流动负债	4,842.5	6,149.6	7,366.4	8,253.5	少数股东损益	-35.8	78.4	12.1	15.4
长期借款	955.3	2,195.3	3,396.3	4,316.3	归属母公司净利润	3324.3	4723.9	5697.5	6086.4
其他非流动负债	3,887.2	3,954.3	3,970.1	3,937.2	EBITDA	12254.4	10167.9	11925.2	13075.9
负债合计	67,435.5	74,330.3	81,021.3	85,832.0	EPS (元)	0.44	0.62	0.75	0.80
少数股东权益	70.1	148.5	160.6	176.0	主要财务比率				
股本	5,363.4	7,615.4	7,615.4	7,615.4	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	10,930.8	11,583.4	11,148.3	11,220.8	成长能力				
留存收益	36,996.7	41,059.3	45,959.1	51,193.4	营业收入	19.79%	12.50%	10.50%	9.80%
归属母公司股东权益	53,410.2	60,258.1	64,722.9	70,029.7	营业利润	-224.54%	116.44%	18.79%	6.84%
负债和股东权益	120,915.8	134,736.9	145,904.8	156,037.6	归属于母公司净利润	-225.60%	42.10%	20.61%	6.83%
					获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	14.30%	17.00%	17.00%	17.50%
					净利率(%)	3.93%	4.97%	5.42%	5.27%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	6.15%	7.95%	8.80%	8.69%
经营活动现金流	10,676.0	4,694.1	6,594.5	4,611.6	ROIC(%)	9.94%	20.27%	21.24%	21.50%
净利润	3,288.5	4,723.9	5,697.5	6,086.4	偿债能力				
折旧摊销	4,376.4	2,315.3	2,614.6	2,932.3	资产负债率(%)	55.77%	55.17%	55.53%	55.01%
财务费用	30.3	-356.9	-316.0	-304.9	净负债比率(%)	40.01%	48.05%	44.77%	45.29%
投资损失	-3,153.6	-3,000.0	-3,000.0	-3,000.0	流动比率	1.16	1.23	1.25	1.27
营运资金变动	17,956.2	-641.3	1,362.1	-641.2	速动比率	1.06	1.13	1.16	1.17
其他经营现金流	-11,821.8	1,653.2	236.2	-461.0	营运能力				
投资活动现金流	3,604.7	1,655.3	3,525.0	3,098.2	总资产周转率	0.77	0.74	0.75	0.76
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	56.76	47.63	54.76	52.03
长期投资	-1,100.8	-21.8	381.4	-247.0	应付账款周转率	4.02	4.11	4.20	4.11
其他投资现金流	4,705.5	1,677.1	3,143.6	3,345.3	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	7,047.4	5,197.7	293.9	460.4	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.62	0.75	0.80
短期借款	348.4	1,422.0	0.0	0.0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.40	0.62	0.87	0.61
长期借款	900.0	1,240.0	1,201.0	920.0	每股净资产(最新摊薄)	7.01	7.91	8.50	9.20
普通股增加	560.7	2,252.0	0.0	0.0	估值比率				
资本公积增加	5,564.7	652.6	-435.1	72.5	P/E	44.7	31.4	26.1	24.4
其他筹资现金流	-326.5	-368.9	-472.0	-532.2	P/B	2.8	2.5	2.3	2.1
现金净增加额	21,328.0	11,547.1	10,413.4	8,170.2	EV/EBITDA	7.03	11.20	9.30	8.38

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

