证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

2021 年 11 月 09 日

缺芯缓解产销加速 阿维塔引战完成

长安汽车(000625)

事件概述

公司发布2021年10月销量：10月销量总计20.2万辆，同比-4.87%，1-10月累计销售193.45万辆，累计同比+22.16%；10月产量总计20.01万辆，同比-2.8%，1-10月累计产量186.68万辆，累计同比+20.2%。

分析判断：

▶ 缺芯改善交付加速 强劲需求领跑行业

公司10月销量为202,292辆，同比19/20年分别为+23.3%/-4.9%，环比+7.5%，我们判断销售环比持续改善主要系全球疫情缓解、芯片供给逐步改善，带动自主、合资品牌加速交付所致。1-10月累计销量为193.45万辆，同比19/20年分别为+39.2%/+22.2%。**乘联会数据显示，10月全国狭义乘用车批发和零售销量数据同比-4.8%和-13.9%，公司销售表现强于行业。**分品牌看：

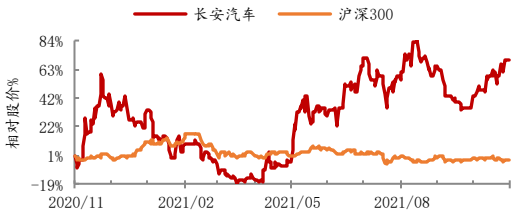
1）自主品牌（仅含重庆+河北+合肥三大核心基地，下同）：10月销量107,993辆，同比19/20年为+33.6%/-6.7%，环比+14.8%。1-10月累计销量1,091,899辆，同比19/20年为+65.2%/+32.8%。同时，单月产量环比+14.5%。我们判断自主产销量回暖系缺芯问题改善，CS55、75持续热销，欧尚X7快速爬坡。**首款轿车UNI-V将于11月在广州车展发布，**可与影豹、思域、名爵6 Pro等主打性能卖点的A+级运动轿车同场竞争，后续新车上市完善产品矩阵，持续放量，有望助推自主品牌量价齐升。目前，资源需求仍是制约产品上量的主要因素，待缺芯情况加速缓解，销量或持续环比改善。

2）福特：10月销量29,599辆，同比19/20年为+61.1%/+12.5%，环比-7.8%；**10月零售端销量总计21,217辆，实现同环比双增长（同比+5.6%，环比+2.5%），需求强于供给。**1-10月累计销量238,864辆，同比19/20年为+62.2%/+23.5%。销售表现出色主要系新蒙迪欧、新一代福睿斯等车型销量持续向好。福特旗下高端品牌林肯，10月销量首破9,000辆，同比增长23%，市场份额创历史新高；1-9月累计销量达75,000辆，同比劲增60%。其中，高端豪华SUV航海家、冒险家、飞行家再度领势前行，10月销量破8,600辆，占总销量的95%，带动公司ASP向上。长安福特首款跨界中型SUV福特EVOS或将于11月19日正式上市发售，势能美学加持智能基因，引领科技新风尚，未来新车上量有望带动福特业绩攀升。

3）马自达：10月销量为17,646辆，同比19/20年为+39.5%/+13.4%，环比+1.7%；1-10月累计销量110,794辆，同比19/20年为+2.1%/+0.8%。长安马自达销量同环比增速由

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：	20.95
股票代码：	000625
52 周最高价/最低价：	28.38/13.76
总市值(亿)	1,595.43
自由流通市值(亿)	1,225.48
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）2021Q3：自主稳健合资高增 利润拐点已现 20211030
2021.10.30

2.【华西汽车】长安汽车（000625.SZ）9月销量点评：缺芯影响持续恢复 马自达渠道合并 20211010
2021.10.10

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

负转正，我们判断主要受 CX-30 加大促销力度，渠道合并内耗减少、以及昂克赛拉持续热销所致。

自主 10 月销量比重为 53.4%，环比+3.4pct；福特 10 月销量比重为 14.6%，环比-2.4pct；马自达 10 月销量比重为 8.7%，环比-0.5pct。

▶ 高端智能电动化加速实现 E11 发布在即

增资扩股落地，阿维塔科技市场化更进一步。阿维塔科技目前已确定引入六家投资方作为本次增资扩股的投资主体参与增资。其中，宁德时代、南方资产、重庆承安、福建闽东、两江西证、南方工业基金分别拟增资 7.7/2.8/6.1/1.6/0.6/0.4 亿元，持股比例分别达 23.99%/8.73%/19.01%/5.00%/1.87%/1.25%。长安汽车拟增资 5 亿元，持股比例由 95.38%稀释至 39.02%；原股东蔚来汽车持股比例由 4.62%进一步稀释至 1.13%。公司仍为阿维塔科技第一大股东，宁德时代位列第二大股东。增资完成后，阿维塔由长安汽车的控股子公司变为联营企业，不再纳入合并报表范围，基于阿维塔 2020 年 12 月 31 日的财务信息及股权公允价值推算，预计增厚利润 7 亿元。

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

公司自主品牌产能满载规模效应凸显，合资品牌受益于豪华车市保持高增，同华为、宁德时代合作打造的 CHN 架构及高端电动智能品牌新车发布在即，短期合资公司投资收益外延扰动，不改公司内生利润创造能力与科技成长性兑现。我们维持预测：预计公司 2021-2023 年收入为 1028.65/1144.94/1258.43 亿元，归母净利润为 45.78/56.64/69.46 亿元，EPS 为 0.60/0.74/0.91 元，对应 2021 年 11 月 8 日 20.95 元/股的收盘价，PE 为 35/28/23 倍，维持买入评级。

风险提示

自主品牌车型迭代不及预期；福特战略调整不及预期；马自达整合不及预期；阿维塔品牌发展不及预期等。

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	102,865	114,494	125,943
YoY（%）	6.5%	19.8%	21.6%	11.3%	10.0%
归母净利润(百万元)	-2,647	3,324	4,578	5,664	6,946
YoY（%）	-488.8%	225.6%	37.7%	23.7%	22.6%

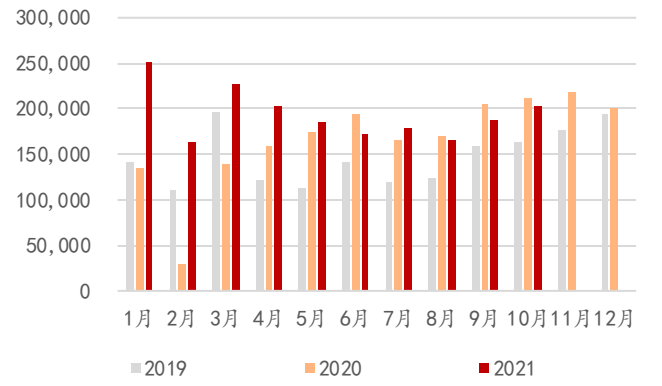
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

毛利率（%）	14.7%	14.3%	16.5%	16.8%	18.0%
每股收益（元）	-0.35	0.44	0.60	0.74	0.91
ROE（%）	-6.0%	6.2%	7.9%	8.8%	9.7%
市盈率	-60.28	47.99	34.85	28.17	22.97

资料来源：Wind，华西证券研究所

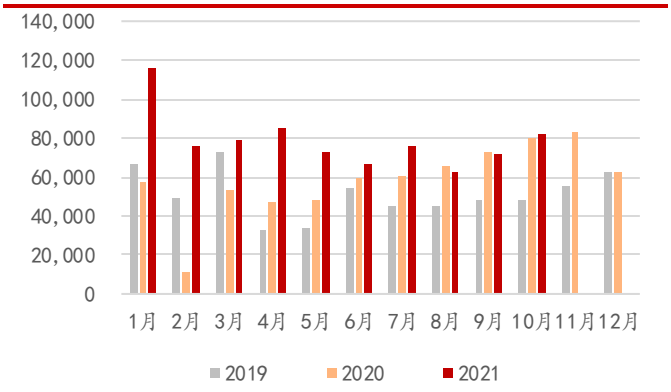
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

图 1 19-21 年公司整体月度批发销量（辆）



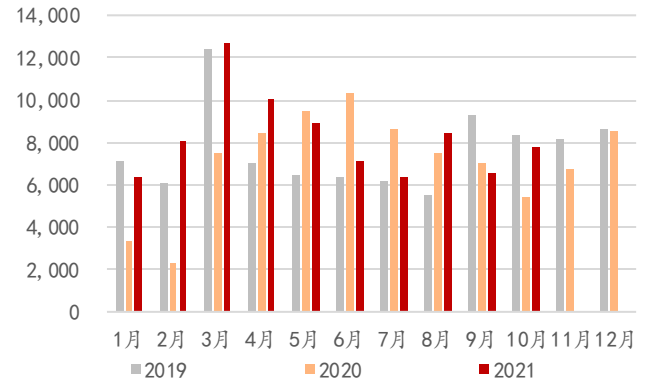
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年重庆长安月度销量（辆）



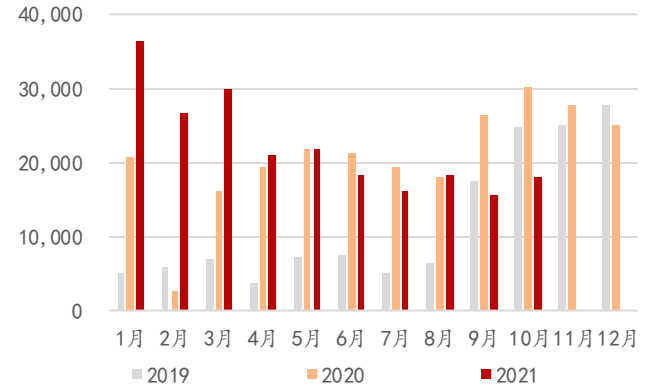
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-21 年河北长安月度销量（辆）



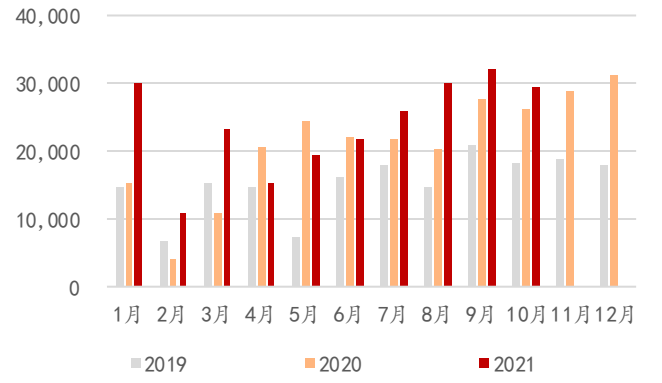
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-21 年合肥长安月度销量（辆）



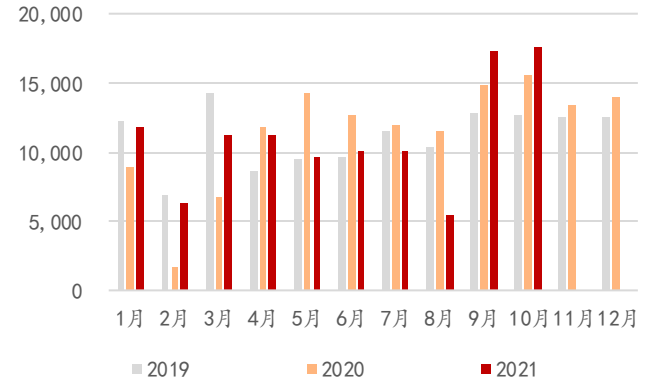
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p5

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	84,566	102,865	114,494	125,943
YoY(%)	19.8%	21.6%	11.3%	10.0%
营业成本	72,473	85,892	95,259	103,273
营业税金及附加	3,228	4,115	4,580	5,038
销售费用	3,413	4,526	4,580	5,038
管理费用	4,274	4,115	4,580	5,038
财务费用	-210	-844	-851	-984
资产减值损失	-1,518	-688	-654	-729
投资收益	3,154	823	2,290	2,519
营业利润	2,624	3,756	5,154	6,615
营业外收支	-28	59	-5	0
利润总额	2,597	3,815	5,149	6,615
所得税	-692	-763	-515	-331
净利润	3,288	4,578	5,664	6,946
归属于母公司净利润	3,324	4,578	5,664	6,946
YoY(%)	225.6%	37.7%	23.7%	22.6%
每股收益	0.44	0.60	0.74	0.91

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	32,002	27,803	32,008	36,253
预付款项	461	789	804	861
存货	5,968	6,385	7,045	7,795
其他流动资产	34,460	43,410	48,177	52,401
流动资产合计	72,890	78,386	88,034	97,310
长期股权投资	12,109	12,109	12,109	12,109
固定资产	26,437	31,786	35,232	38,685
无形资产	4,946	5,714	6,043	6,419
非流动资产合计	48,026	54,200	57,909	61,679
资产合计	120,916	132,586	145,943	158,990
短期借款	578	230	230	230
应付账款及票据	40,693	46,751	52,277	56,739
其他流动负债	21,322	22,389	24,257	25,610
流动负债合计	62,593	69,371	76,764	82,580
长期借款	955	955	955	955
其他长期负债	3,887	3,887	3,887	3,887
非流动负债合计	4,843	4,843	4,843	4,843
负债合计	67,435	74,213	81,606	87,422
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	58,372	64,336	71,568
负债和股东权益合计	120,916	132,586	145,943	158,990

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	3,288	4,578	5,664	6,946
折旧和摊销	4,376	6,332	4,890	5,228
营运资金变动	7,353	-2,569	1,950	784
经营活动现金流	10,676	7,578	10,880	11,145
资本开支	-2,360	-12,203	-8,925	-9,379
投资	4,888	0	0	0
投资活动现金流	3,605	-11,380	-6,635	-6,860
股权募资	6,343	0	0	0
债务募资	2,224	-348	0	0
筹资活动现金流	7,047	-397	-40	-40
现金净流量	21,295	-4,199	4,205	4,245

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	19.8%	21.6%	11.3%	10.0%
净利润增长率	225.6%	37.7%	23.7%	22.6%
盈利能力				
毛利率	14.3%	16.5%	16.8%	18.0%
净利润率	3.9%	4.5%	4.9%	5.5%
总资产收益率 ROA	2.7%	3.5%	3.9%	4.4%
净资产收益率 ROE	6.2%	7.9%	8.8%	9.7%
偿债能力				
流动比率	1.16	1.13	1.15	1.18
速动比率	1.04	1.01	1.03	1.06
现金比率	0.51	0.40	0.42	0.44
资产负债率	55.8%	56.0%	55.9%	55.0%
经营效率				
总资产周转率	0.70	0.78	0.78	0.79
每股指标（元）				
每股收益	0.44	0.60	0.74	0.91
每股净资产	7.01	7.66	8.44	9.39
每股经营现金流	1.40	1.00	1.43	1.46
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	47.99	34.85	28.17	22.97
PB	3.12	2.74	2.48	2.23

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。