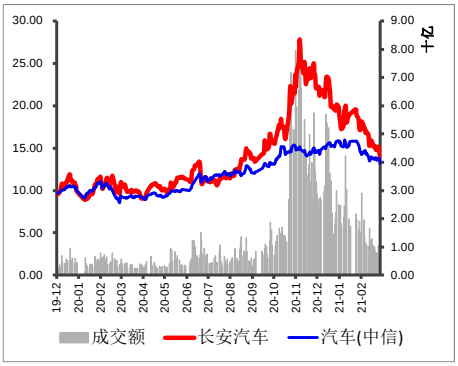
汽车 长安汽车（000625.SZ） 维持评级

报告原因：公司点评 **自主品牌竞争力提升，合资品牌销售稳定** **买入**

2021 年 3 月 25 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据： 2021-03-24

收盘价(元)：	14.08
年内最高/最低（元）：	24.70/14.07
流通 A 股/总股本（亿）：	39.01/54.40
流通 A 股市值（亿）：	549.21
总市值（亿）：	682.74

基础数据： 2020-9-30

基本每股收益（元/股）：	0.73
每股净资产(元)：	9.91
净资产收益率（%）：	7.61

分析师：张湃

执业证书编号： S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@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

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

点评

- **同期基数较低，月产销同比大幅增长。**2021 年 2 月，公司汽车产销比为 1.03 倍（前值 1.11 倍），汽车当月产销量分别为 15.82 万辆和 16.27 万辆，产量环比-30.19%，销量环比-35.43%，同比分别+679.59%、+465.69%，分别较上月+596.74pct、+378.45pct，**销量已持续近一年同比正增长，增长幅度趋缓**。全年累计产销量产销比为 1.08 倍（前值 1.11 倍），累计汽车产销量分别为 38.48 万辆和 41.47 万辆，同比分别+166.81%和+153.88%，分别较上月+83.96pct 和+66.64pct，**2 月整体销量同比增长幅度较大，但考虑到去年过年假期以及疫情影响，整体表现在预期范围之内。**
- **重庆长安、合肥长安表现较好，长安福特与长安马自达增长稳定。**子品牌来看，2021 年 2 月，重庆长安销售 76447 辆，同比+579.23%；合肥长安销售 26724 辆，同比+872.84%；长安马自达销售 6289 辆，同比+257.53%；河北长安销售 8029 辆，同比+250.61%；长安福特销售 10932 辆，同比+167.35%。
- **长安 CS75 PLUS、逸动、长安 UNI-T、长安 CS35 增长稳定。**销量排名前五车型分别为 1、长安 CS75 PLUS 月销 32697 辆；2、逸动月销 15043 辆；3、长安欧尚 X5 月销 10405 辆；4、长安 CS55 月销 10238 辆；5、长安 UNI-T 月销 7038 辆。
- 分品牌来看，长安 CS75 plus、逸动、欧尚 X5、欧尚 X7、马自达 3 昂克塞拉、锐际、福睿斯、探险者、长安奔奔 EV 表现较好。

投资建议：

行业层面，我国经济复苏态势持续向好，三四线城市购车潜力较大。由于去年同期疫情与刺激政策影响，预计今年汽车整体销售趋势将呈现前高后低趋势。长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。

公司层面，自主品牌增长状况良好，长安 CS75 plus、逸动、欧尚 X5、欧尚 X7 车型增速较快，UNI-T、与 UNI-K 系列未来有望带动公司销量进一步的提升。在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.61 元、1.49 元，对应公司 2021 年 3 月 25 日收盘价 14.08 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 19.44 倍、16.08 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。

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

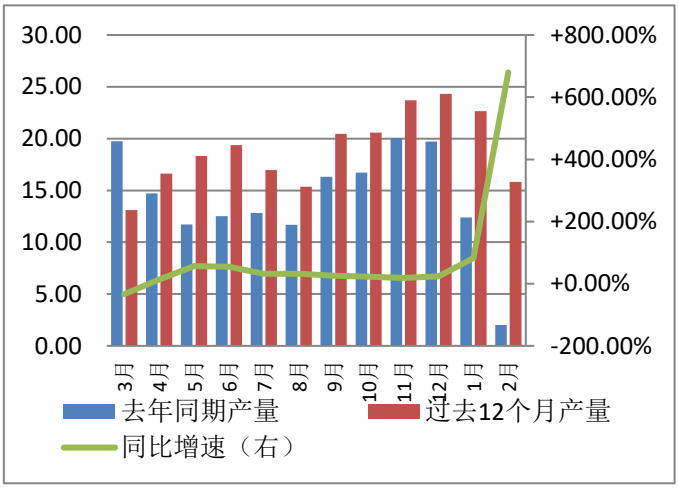
图表目录

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（百万辆） 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（百万辆） 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

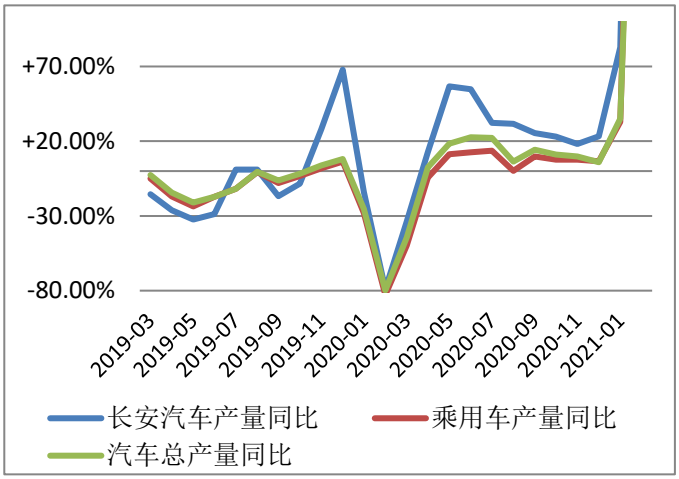
同期基数较低，月产销同比大幅增长。2021 年 2 月，公司汽车产销比为 1.03 倍（前值 1.11 倍），汽车当月产销量分别为 15.82 万辆和 16.27 万辆，产量环比-30.19%，销量环比-35.43%，同比分别+679.59%、+465.69%，分别较上月+596.74pct、+378.45pct，**销量已持续近一年同比正增长，增长幅度趋缓**。全年累计产销量产销比为 1.08 倍（前值 1.11 倍），累计汽车产销量分别为 38.48 万辆和 41.47 万辆，同比分别+166.81%和+153.88%，分别较上月+83.96pct 和+66.64pct，**2 月整体销量同比增长幅度较大，但考虑到去年过年假期以及疫情影响，整体表现在预期范围之内。**

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）



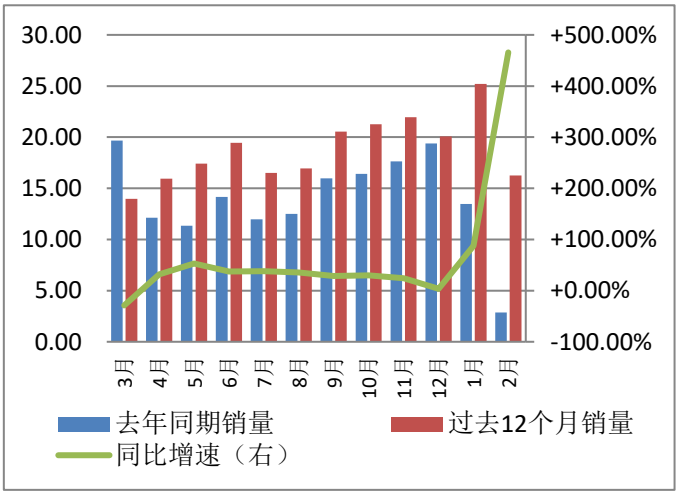
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



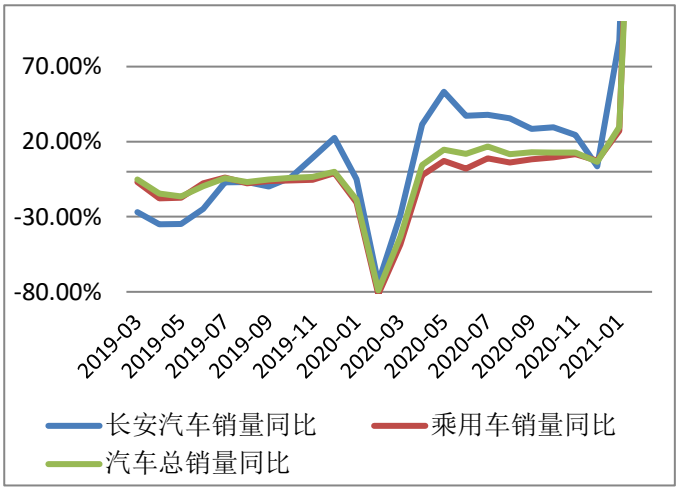
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：公司汽车月销量（万辆，%）



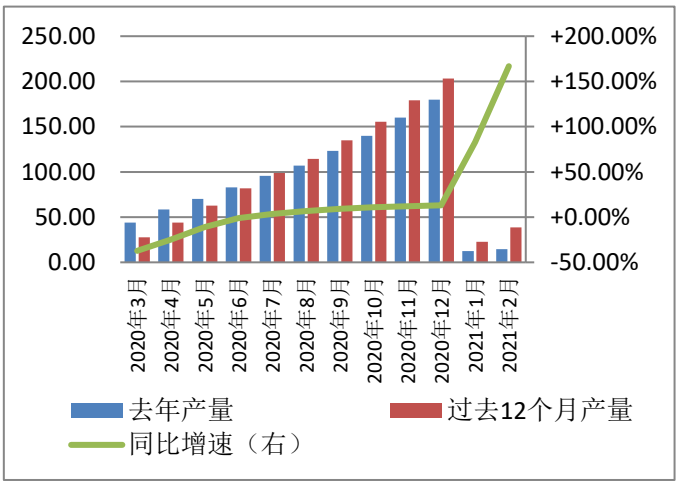
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



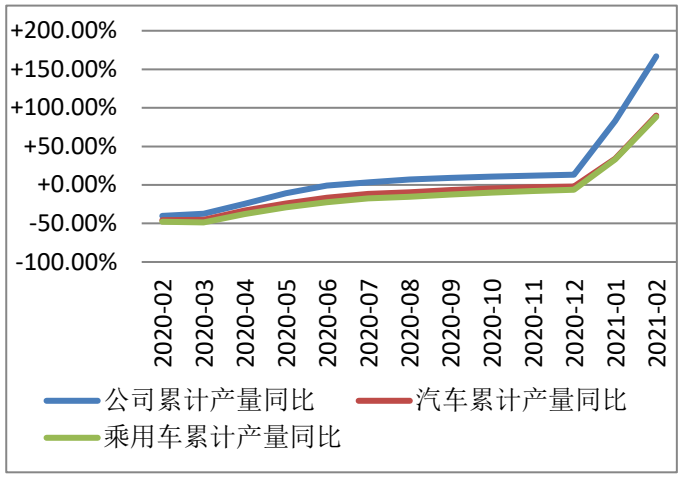
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



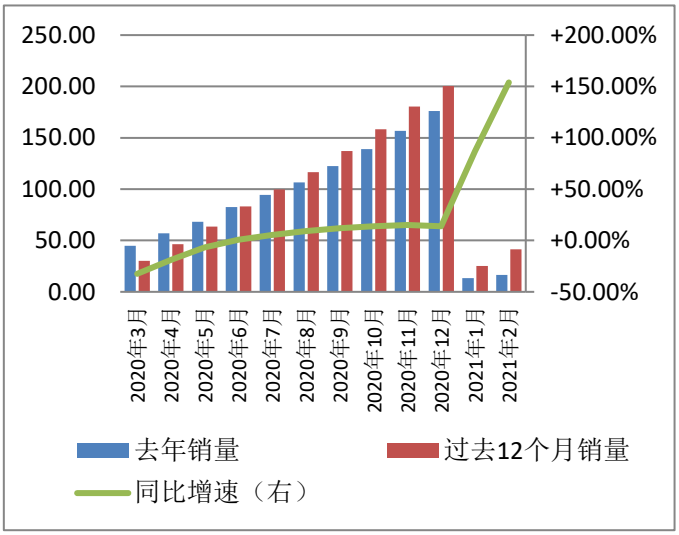
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



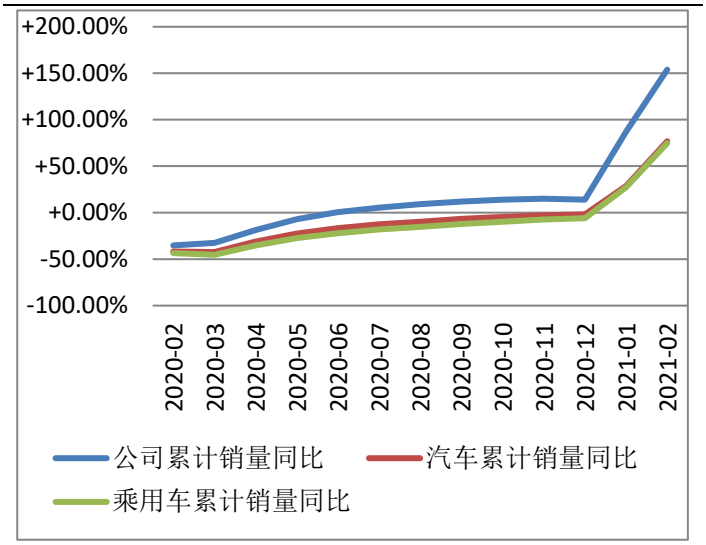
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



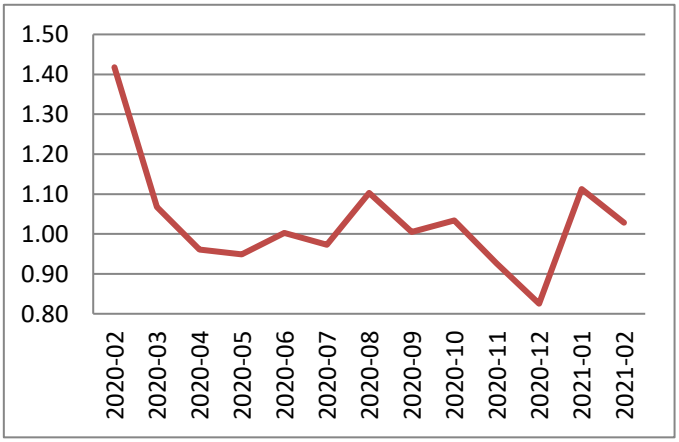
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



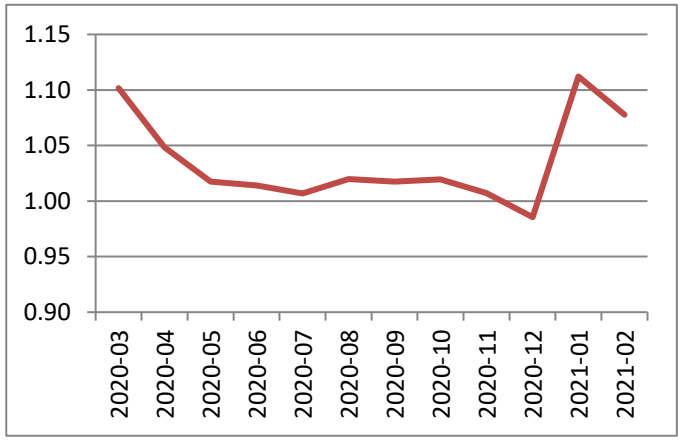
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

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 10：本年累计产销比情况（倍）

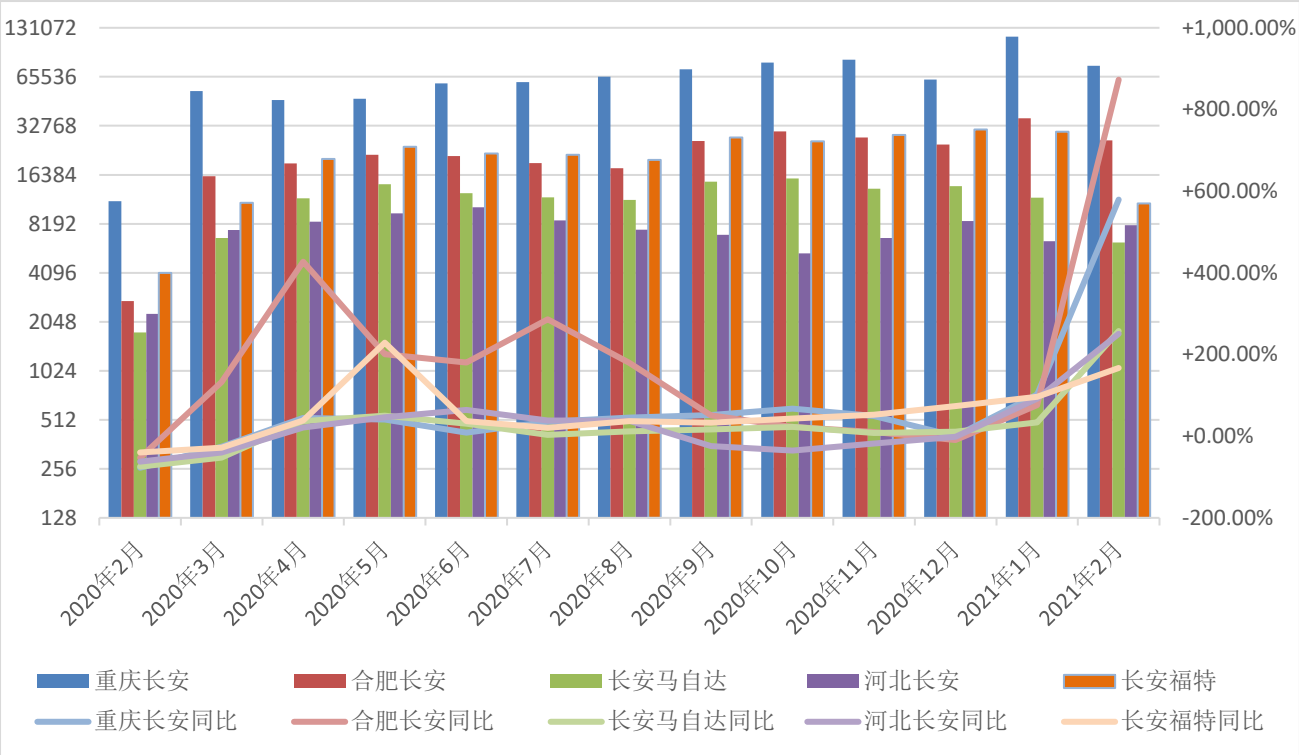


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.子品牌销售分析

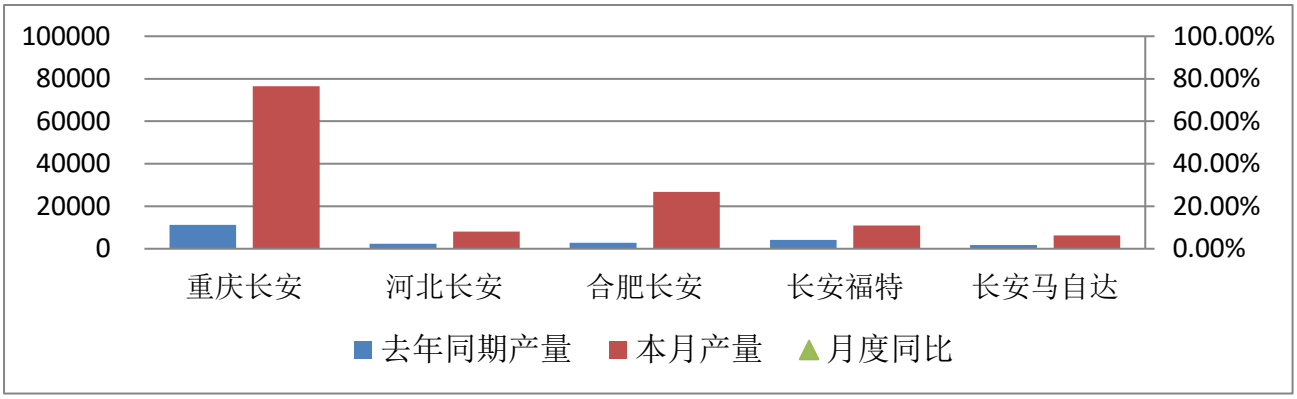
重庆长安、合肥长安表现较好，长安福特与长安马自达增长稳定。子品牌来看，2021 年 2 月，重庆长安销售 76447 辆，同比+579.23%；合肥长安销售 26724 辆，同比+872.84%；长安马自达销售 6289 辆，同比+257.53%；河北长安销售 8029 辆，同比+250.61%；长安福特销售 10932 辆，同比+167.35%。

图 11：子品牌销量情况（辆，%）



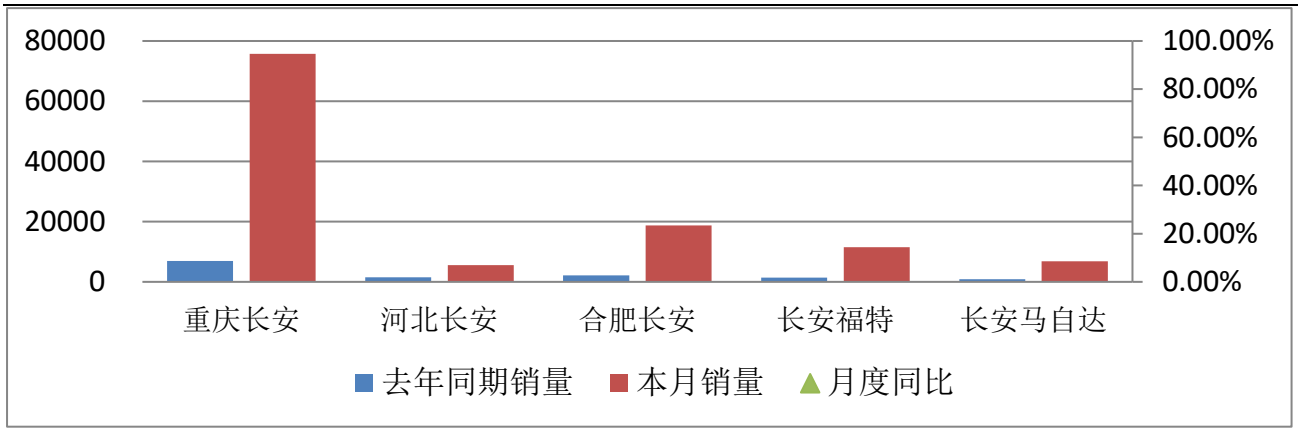
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子品牌口径月产量情况（辆，%）



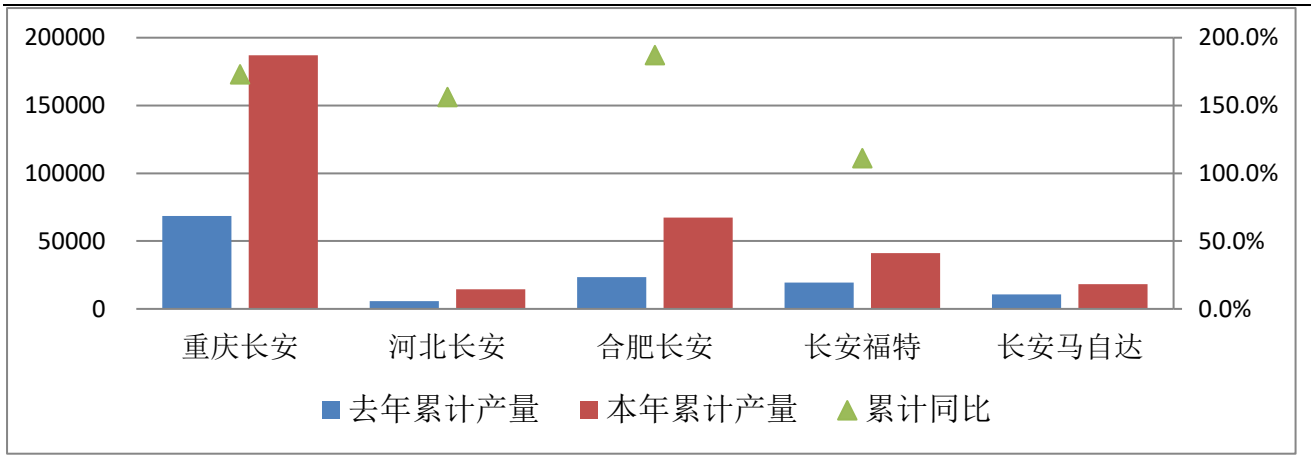
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子品牌口径月销量情况（辆，%）



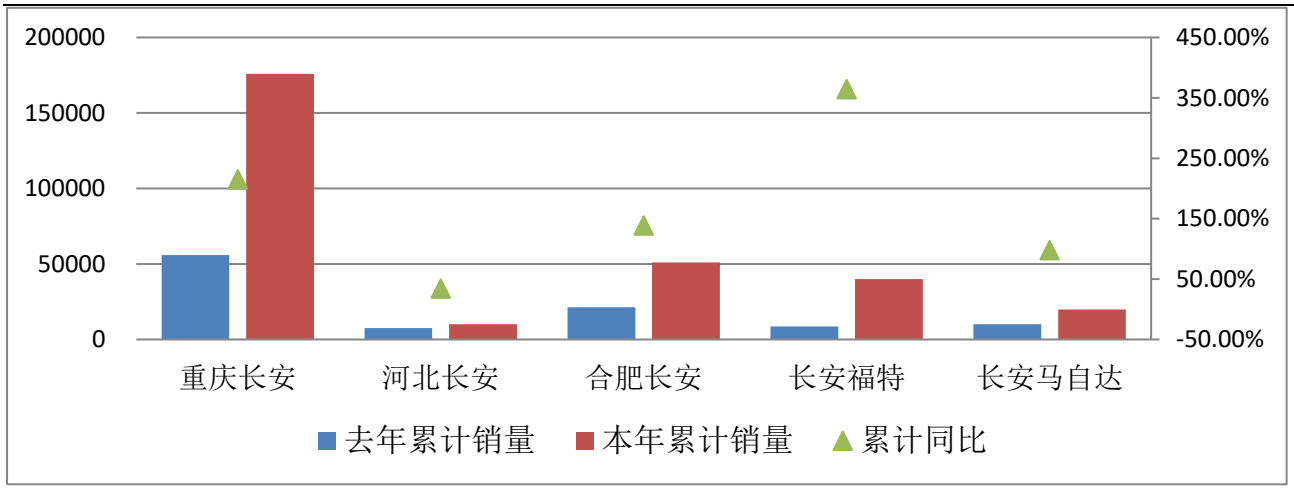
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

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，%）



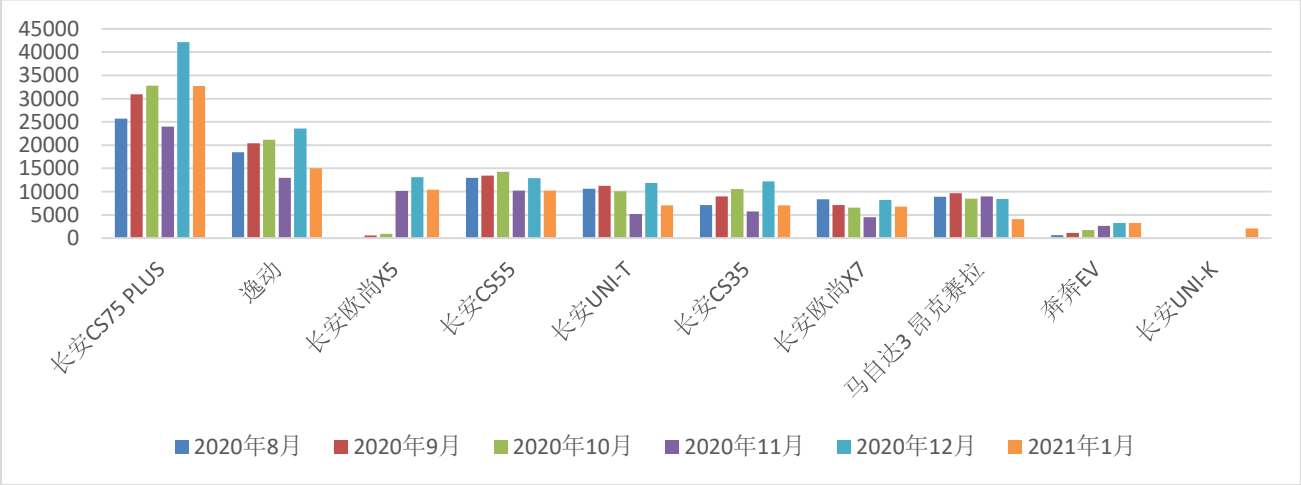
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

3.车型销售分析

长安 CS75 PLUS、逸动、长安 UNI-T、长安 CS35 增长稳定。销量排名前五车型分别为 1、长安 CS75 PLUS 月销 32697 辆；2、逸动月销 15043 辆；3、长安欧尚 X5 月销 10405 辆；4、长安 CS55 月销 10238 辆；5、长安 UNI-T 月销 7038 辆。

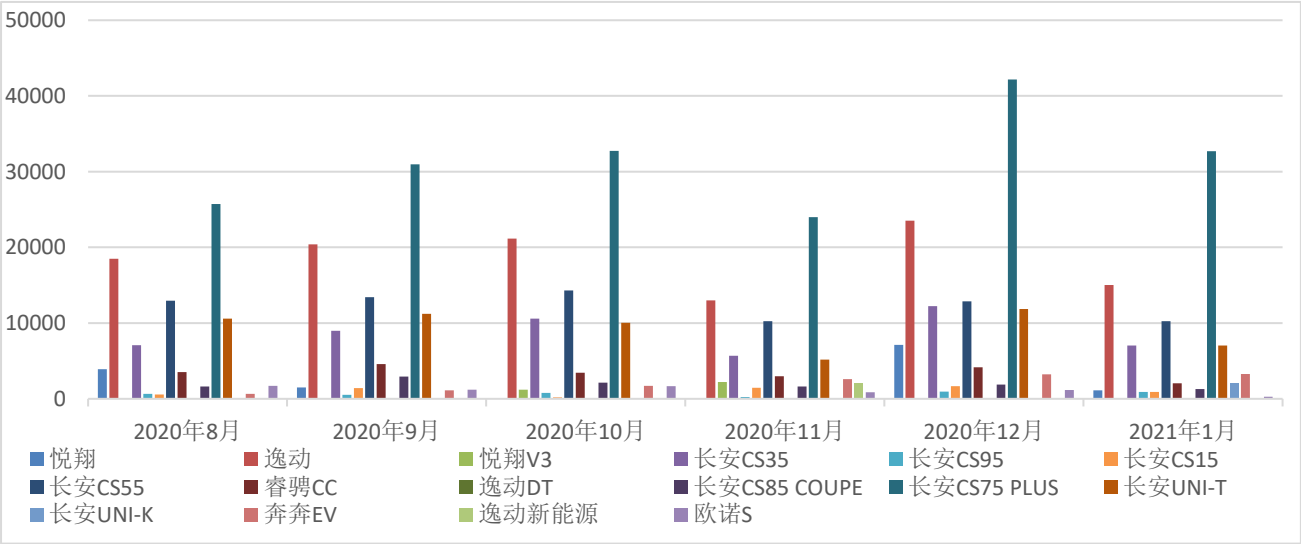
分品牌来看，长安 CS75 plus、逸动、欧尚 X5、欧尚 X7、马自达 3 昂克塞拉、锐际、福睿斯、探险者、长安奔奔 EV 表现较好。

图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



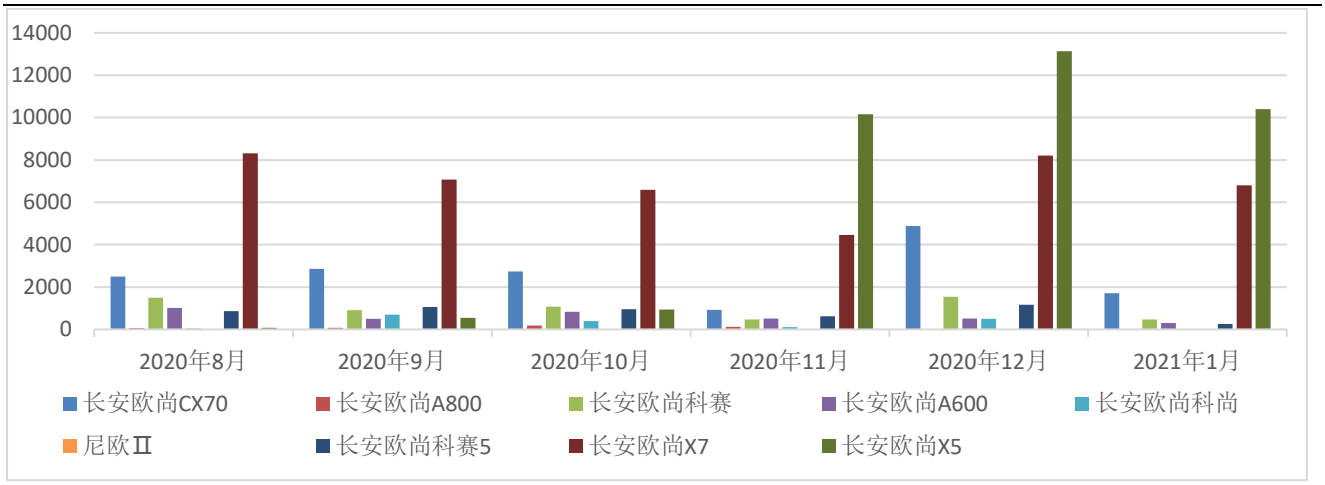
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 17：长安乘用车销量（辆）



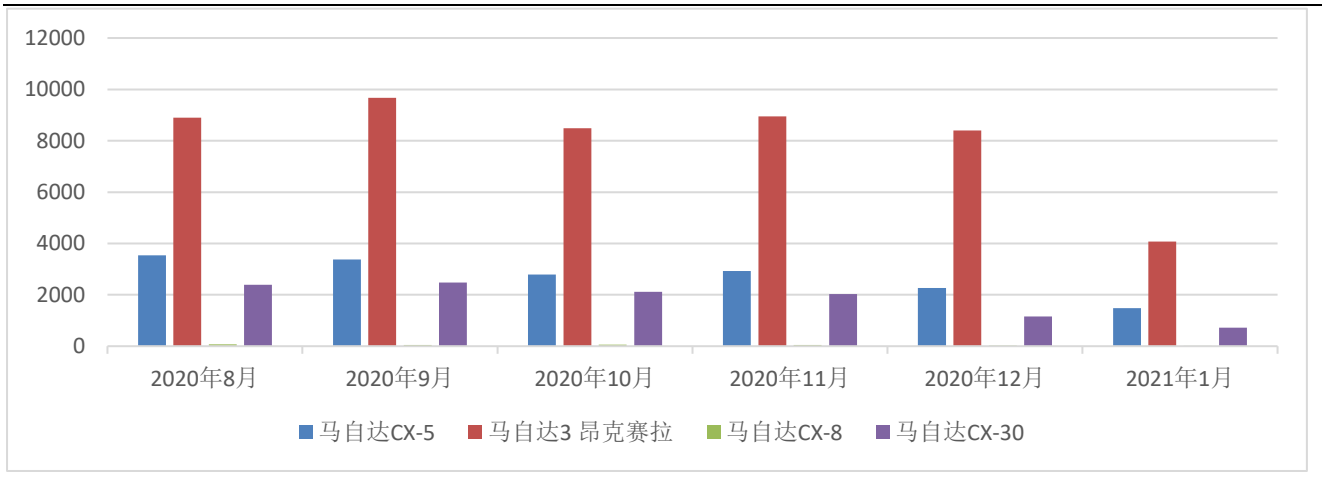
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 18：长安欧尚销量（辆）



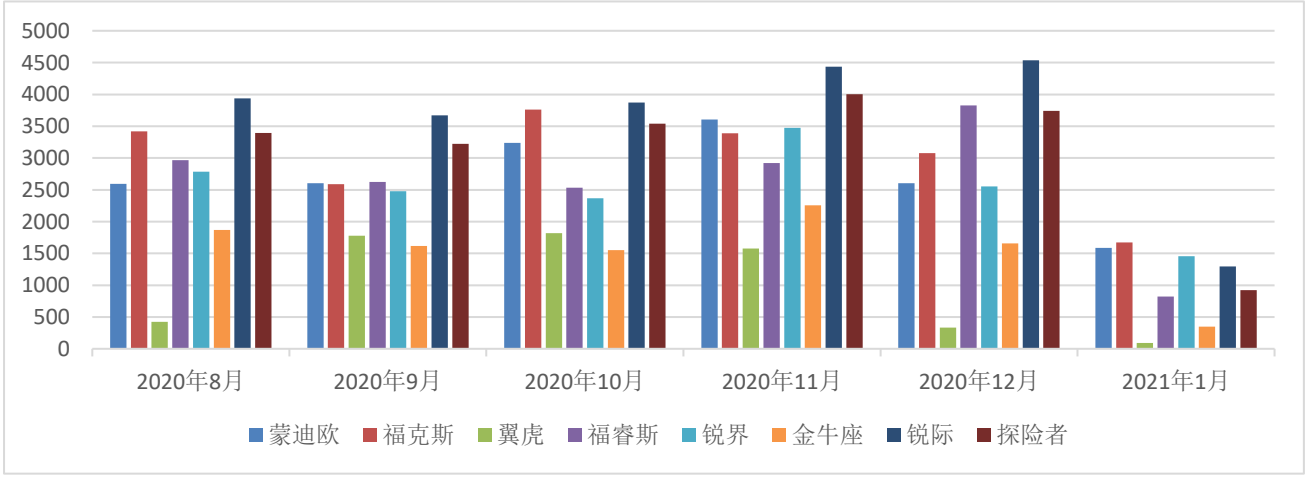
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

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

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

行业层面，我国经济复苏态势持续向好，三四线城市购车潜力较大。由于去年同期疫情与刺激政策影响，预计今年汽车整体销售趋势将呈现前高后低趋势。长期来看，汽车消费仍有望整体保持较高基数的同时低速增长。

公司层面，自主品牌增长状况良好，长安 CS75 plus、逸动、欧尚 X5、欧尚 X7 车型增速较快，UNI-T、与 UNI-K 系列未来有望带动公司销量进一步的提升。在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 1.61 元、1.49 元，对应公司 2021 年 3 月 25 日收盘价 14.08 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 19.44 倍、16.08 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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70595.2	81537.5	90098.9	96856.4
收入同比(%)	6.5%	15.5%	10.5%	7.5%
归属母公司净利润	-2646.7	3478.1	4206.2	5183.6
净利润同比(%)	-488.8%	-231.4%	20.9%	23.2%
每股收益(元)	-0.49	0.72	0.88	1.08
P/E	-28.94	19.44	16.08	13.05
P/B	1.74	1.61	1.49	1.38

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。

2021年3月25日

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	49,606.7	55,336.7	61,209.7	68,304.6
现金	10,066.2	11,522.8	13,689.7	17,585.0
应收账款	838.3	3,398.6	3,711.5	3,059.0
其他应收款	0.0	1,884.3	2,158.6	1,519.6
预付账款	623.8	623.8	623.8	623.8
存货	3,838.2	5,222.9	5,841.6	5,848.4
其他流动资产	34,240.2	32,684.4	35,184.6	39,668.8
非流动资产	48,010.3	53,277.9	55,893.4	57,936.6
长期投资	11,008.3	12,794.0	12,359.2	12,053.8
固定资产	27,799.9	30,834.0	33,785.5	36,559.6
无形资产	5,209.6	4,353.3	3,861.2	3,408.8
其他非流动资产	3,992.5	5,296.6	5,887.7	5,914.4
资产总计	97,617.1	108,614.6	117,103.2	126,241.2
流动负债	49,233.4	55,416.4	58,826.4	62,818.2
短期借款	229.6	2,000.0	2,000.0	2,000.0
应付账款	18,905.7	20,275.7	21,537.2	24,098.0
其他流动负债	30,098.1	33,140.7	35,289.3	36,720.2
非流动负债	4,449.6	5,543.9	6,788.2	7,727.9
长期借款	55.3	1,295.3	2,496.3	3,416.3
其他非流动负债	4,394.3	4,248.6	4,291.9	4,311.6
负债合计	53,683.0	60,960.4	65,614.7	70,546.2
少数股东权益	-94.2	-11.5	108.3	199.5
股本	4,802.6	4,802.6	4,802.6	4,802.6
资本公积	5,366.1	6,199.4	6,296.5	5,954.0
留存收益	33,672.5	36,663.7	40,281.1	44,739.0
归属母公司股东权益	44,028.3	47,665.7	51,380.2	55,495.6
负债和股东权益	97,617.1	108,614.6	117,103.2	126,241.2

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,881.7	4,496.8	5,012.7	6,077.2
净利润	-2,649.1	3,478.1	4,206.2	5,183.6
折旧摊销	4,048.0	2,432.2	2,732.6	3,049.0
财务费用	40.1	-65.7	24.7	42.8
投资损失	2,109.4	-1,842.0	-2,423.0	-3,842.0
营运资金变动	-2,641.1	-1,567.8	-109.8	1,141.3
其他经营现金流	2,974.6	2,062.0	582.0	502.4
投资活动现金流	-3,794.6	836.0	2,491.9	4,131.4
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	2,266.8	-1,785.7	434.8	305.3
其他投资现金流	-6,061.4	2,621.7	2,057.1	3,826.1
筹资活动现金流	-400.6	3,429.0	682.4	-191.8
短期借款	39.6	1,770.4	0.0	0.0
长期借款	55.3	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	308.9	833.3	97.1	-342.5
其他筹资现金流	-804.3	-414.7	-615.7	-769.3
现金净增加额	-313.4	8,761.9	8,187.0	10,016.8

利润表				单位:百万元
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	70595.2	81537.5	90098.9	96856.4
营业成本	60232.6	69470.0	75863.3	81262.5
营业税金及附加	2488.1	2853.8	2883.2	3196.3
销售费用	4591.2	5299.9	5766.3	6295.7
管理费用	2265.2	2609.2	2703.0	3099.4
研发费用	3169.1	3669.2	3604.0	3874.3
财务费用	-190.8	-65.7	24.7	42.8
加：其他费用	1537.6	2100.0	2100.0	2100.0
资产减值损失	-395.5	279.3	193.4	52.8
公允价值变动收益	889.2	1700.0	268.8	358.4
投资净收益	-2109.4	1842.0	2423.0	3842.0
营业利润	-2107.1	3063.8	3853.0	5333.1
营业外收入	49.7	1231.0	1342.0	978.0
营业外支出	185.0	105.5	105.5	105.5
利润总额	-2242.4	4189.3	5089.5	6205.6
所得税	406.8	628.4	763.4	930.8
净利润	-2649.1	3560.9	4326.0	5274.8
少数股东损益	-2.4	82.8	119.8	91.2
归属母公司净利润	-2646.7	3478.1	4206.2	5183.6
EBITDA	4234.7	6999.5	8114.2	10199.2
EPS（元）	-0.5	0.7	0.9	1.1

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	6.48%	15.50%	10.50%	7.50%
营业利润	946.03%	-245.40%	25.76%	38.42%
归属于母公司净利润	-488.81%	-231.41%	20.93%	23.24%
获利能力				
毛利率(%)	14.68%	14.80%	15.80%	16.10%
净利率(%)	-3.75%	4.27%	4.67%	5.35%
ROE(%)	-6.03%	7.47%	8.40%	9.47%
ROIC(%)	-8.26%	11.31%	11.74%	13.43%
偿债能力				
资产负债率(%)	54.99%	56.13%	56.03%	55.88%
净负债比率(%)	84.38%	87.87%	85.40%	78.16%
流动比率	1.01	1.00	1.04	1.09
速动比率	0.93	0.90	0.94	0.99
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.79	0.80	0.80
应收账款周转率	62.81	69.32	58.75	62.64
应付账款周转率	4.30	4.16	4.31	4.24
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	-0.49	0.72	0.88	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.83	0.92	1.12
每股净资产(最新摊薄)	8.09	8.76	9.45	10.20
估值比率				
P/E	-28.9	19.4	16.1	13.0
P/B	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	8.29	8.14	6.87	5.18

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