长安汽车（000625）

公司研究/动态报告

方舟架构有望推动公司向高端智能品牌迈进

—长安汽车（000625）动态研究报告

动态研究报告/汽车　　2020 年 11 月 30 日

报告摘要：

- **中国自主汽车品牌领导者，多维度产业布局高效合理**

长安汽车是中国汽车四大阵营集团企业，全球有 14 个生产基地、33 个整车、发动机及变速器工厂，业务涉及整车研发、制造和销售以及发动机的研发生产，同时大力发展智能化汽车，积极布局新能源“赛道”。截至 2020 年 8 月，长安系中国品牌用户累计突破 1900 万，领跑中国品牌汽车。

- **行业复苏与自主新车强周期共振，业绩有望不断向上**

公司2020年前三季度归母净利润为34.86亿元，同比增长231%，其中Q3扣非归母净利润5.19亿元，为2018年二季度以来首次转正，底部向上趋势明确；长安自主品牌10月销量11.57万辆，同比增长42%，1-10月累计超150万量，远超行业表现。其中核心车型CS75在10月销量突破3万辆，连续六个月销量突破2万台。未来长安将陆续投放105款新车型，用更多优质的新品支撑品牌的发展。

- **科技智能赋能UNI-K，林肯国产化加速品牌向上重塑，催化业绩持续上行**

UNI 引力系列开启自主智能高端市场，弥补了长安自主跨界 SUV 市场空白，UNI-K 的推出有望助力长安在细分市场取得差异化成功；长福新车型密集投入：福特探险者、林肯冒险家、飞行家等高端车型相继上市，销量持续爬坡，出众的性能与高端智能配置彰显了品牌向上升级的决心，林肯国产化加速更是为长安品牌转型升级加码，公司高端车型良好的盈利能力将有望进一步在业绩端释放。

- **携手华为、宁德时代等龙头企业，方舟架构推动长安向高端智能品牌迈进**

公司进入第三次创新创业战略中期，携手华为与宁德创造方舟智能架构，加速从传统汽车向专业的高端智能品牌转型，实现自主品牌崛起的质变。未来公司技术积累将在业绩端持续兑现，有望占领更多市场份额，驱动公司在智能化领域持续突破和向上成长。

- **投资建议**

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.91，1.01，1.11 元，对应当前股价 PE 为 26，24，22 倍，汽车制造行业 2020 年 PE 中位数为 29 倍，行业周期复苏的趋势带动公司盈利和估值提升，新产品的陆续推出有望带动公司中期盈利中枢继续上行，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**

行业复苏不达预期；公司车型销量不及预期；新车型上市进度不达预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	70,595	79,635	87,688	95,215
增长率（%）	6.5%	12.8%	10.1%	8.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	-2,647	4,882	5,428	5,952
增长率（%）	-488.8%	284.5%	11.2%	9.6%
每股收益（元）	-0.49	0.91	1.01	1.11
PE（现价）	-45.03	26.29	23.64	21.56
PB	1.22	2.59	2.34	2.11

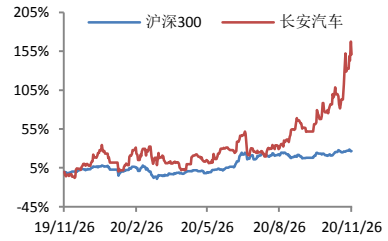
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推　荐　　首次评级

当前价格：　23.93 元

交易数据	2020-11-27
近 12 个月最高/最低（元）	24.33/8.13
总股本（百万股）	5,363
流通股本（百万股）	3,901
流通股比例（%）	72.73
总市值（亿元）	1,283
流通市值（亿元）	933

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号：　S0100519110001

电话：　0755-22662070

邮箱：　dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：　S0100118070030

电话：　010-85127892

邮箱：　wangjingshu@mszq.com

研究助理：庄延

执业证号：　S0100119030014

电话：　021-60876707

邮箱：　zhuangyan@mszq.com

相关研究

目录

一、中国汽车品牌领导者，稳扎稳打迈向世界一流车企 3
（一）底蕴深厚，多维度产业布局高效合理 3
（二）研发实力一流，创新赋能企业稳步发展释放潜力 4
（三）制造能力一流，为高品质产品提供保障 5
二、汽车景气度持续，长安盈利能力整体改善 6
（一）汽车销量增长强劲，汽车行业持续阶段性成长 6
（二）Q3 扣非净利转正，业绩拐点已至，未来有望持续向上 6
三、新品强周期与行业周期共振，蓝鲸动力赋能品牌竞争力 9
（一）品牌精准定位，全方位布局且向上延伸 9
（二）自主品牌多热门款，量价齐升带动营收高增长 9
四、洞察时代拥抱变革，战略转型开启新格局 15
（一）新能源市场前景广阔，公司积极入场有望提高市场份额 15
（二）顺应新四化趋势，积极部署企业第三次创新创业战略转型 16
（三）联手华为+宁德推出方舟架构，继续向高端智能汽车品牌转型 17
五、投资建议 18
六、风险提示 18
插图目录 20
表格目录 20

一、中国汽车品牌领导者，稳扎稳打迈向世界一流车企

（一）底蕴深厚，多维度产业布局高效合理

长安汽车是中国汽车四大集团阵营企业，拥有 158 年历史底蕴、36 年造车积累，全球有 14 个生产基地、33 个整车、发动机及变速器工厂，两度入选央视“国家品牌计划”，成为中国品牌汽车行业领跑者。2014 年，长安系中国品牌汽车产销累计突破 1000 万辆，2016 年，长安汽车年销量突破 300 万辆，截至 2020 年 8 月，长安系中国品牌用户累计突破 1900 万。

公司主要涉及整车研发、制造和销售以及发动机的研发、生产，并整合优势资源积极发展出行服务、新零售等领域，产业布局多元化。同时公司也顺应时代潮流积极变革，大力发展新能源和智能汽车，致力于用科技引领汽车文明。

公司旗下拥有长安乘用车、欧尚汽车、凯程汽车、长安福特、长安马自达、长安铃木、长安 PSA 等众多知名品牌。覆盖传统燃油和新能源车型，拥有排量从 1.0L 到 2.0L 的发动机平台。推出了包括 CS 系列、逸动系列、UNI 序列、欧尚系列、神骐系列等一系列经典自主品牌车型。合资品牌拥有全新福克斯、福睿斯、锐际、锐界、探险者、冒险家、昂克赛拉、CX-5、CX-8、CX-30 等多款知名产品。同时打造了 CS55 纯电版、逸动 EV、新奔奔 EV、CS15EV 等新能源车型，深受市场欢迎和消费者的喜爱。

截止 2020 年 10 月长安汽车第一大股东为中国兵器装备集团有限公司，最终实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图1：公司成立以来重要发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

表1：公司十大股东占股情况

股东名称	持股比例
中国兵器装备集团有限公司	20.84%
中国长安汽车集团有限公司	19.32%
中国证券金融股份有限公司	4.88%
香港中央结算有限公司	4.79%
中汇富通（香港）投资有限公司	3.21%
中央汇金资产管理有限责任公司	1.15%
DRAGON BILLION SELECT MASTER FUND	0.57%
GIC PRIVATE LIMITED	0.73%
前海人寿保险股份有限公司	0.57%
CAPE ANN GLOBAL DEVELOPING MARKETS FUND	0.50%

资料来源：公司官网，Wind，民生证券研究院

（二）研发实力一流，创新赋能企业稳步发展释放潜力

科技与创新是企业保持竞争力的内生动力。公司拥有世界一流的研发实力，连续 5 届 10 年居中国汽车行业第一。拥有来自全球 24 个国家的工程技术人员 1 万余人，其中高级专家近 600 人，居中国汽车行业前列，是中国汽车品牌的领头企业。与此同时公司在重庆、北京、河北、合肥、意大利都灵、日本横滨、英国伯明翰、美国底特律和硅谷建立起“五国九地”各有侧重的全球协同研发格局。2018 年国家企业技术中心评价结果显示，长安汽车在中国企业研发实力排名中位列全国第三、行业第一。近五年来公司科技研发投入逐年上升，且正逐渐加大投资力度，公司公告称未来长安汽车将打造 2000 人规模的开发团队，其中软件开发人员占比 40%，到 2025 年将形成 5000 人规模的开发团队，软件开发人员占比提升至 60%，有望在行业中继续保持技术领先。

公司在发动机领域稳扎稳打，掌握多项国内先进技术。从优化改进日本铃木技术发动机，到加大自主研发力度后推出的 EA、D 系列、H 系列发动机，到如今新一代 100%正向研发的具有双 VVT、缸内直喷、可变排量机油泵等先进技术的蓝鲸动力发动机 2.0（申请专利 74 项，其中发明专利 24 项）170kw，360N.m 的动力表现达到了合资一流水准。

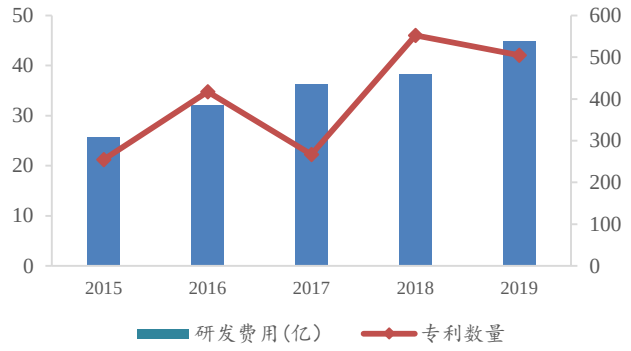
2019 年长安汽车基于模块化开发技术打造的中国汽车品牌首个动力平台—蓝鲸发动机平台正式对外开放。该平台具有高效率、高通用率、高集成率、高生产力四大特点，能够在降低生产成本的同时，提高生产效率，帮助汽车厂商缩短发动机开发周期、提高产品品质、大幅生产提高设备利用率，实现多品类共线。随着国内车市进入“微增长”阶段，能够帮助企业提高资源整合与成本掌控的能力，在愈演愈烈的车市竞争掌握主动性，提高自身的核心竞争力。

（三）制造能力一流，为高品质产品提供保障

2018 年长安汽车两江二工厂冲压、焊接车间被认定为年度重庆市数字化车间和智能工厂。该工厂首次完成了国内“数字化双胞胎工厂”在汽车行业的应用，通过智能连接、智能传输、智能切换、智能检测柔性生产线，实现多种车型混流、稳定、智能生产，为高质量产品提供制造保障，并呈现整车卓越工艺品质。拥有近 500 台机器人，焊接自动化率达到 90%，较传统工厂生产效率提升 20%，产品不良率降低 20%，交付周期缩短 15%，运营成本降低 21%，智能制造能力国内领先。

中国长安汽车集团在全国具有重庆、黑龙江、江西、江苏、河北、安徽、山西、广东、山东等 9 大整车生产基地，拥有 23 个整车（发动机）工厂和 27 家直属企业，整车及发动机年产能力 220 万辆(台)，并在马来西亚、越南、美国、墨西哥、伊朗、埃及、乌克兰等国家建有海外基地，是生产基地最广的中国汽车企业集团。

图2：长安汽车 2015-2019 年研发费用与专利数量



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图3：长安汽车两江基地第二工厂



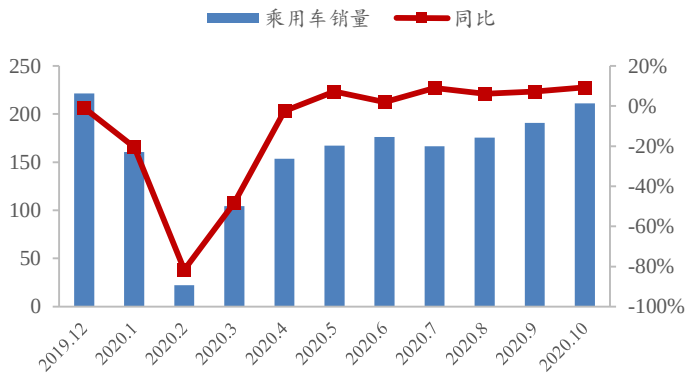
资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、汽车景气度持续，长安盈利能力整体改善

（一）汽车销量增长强劲，汽车行业持续阶段性成长

随着国内经济复苏、消费提振，汽车细分市场销量实现快速增长。第三季度起我国汽车行业回暖复苏，2020 年 9 月乘用车销售 191.0 万辆，同比增长 7.3%，环比增长 12.1%。9 月乘用维持良好态势，保持了第五个月度的正增长；2020 年 10 月汽车销量约为 257.3 万辆，其中，乘用车销量 211 万辆，同比增长 9.3%，商用车销售 46.4 万辆，同比增长 30.1%。“V 型”复苏趋势不断强化，未来在政策刺激下，消费意愿进一步释放后有望呈现阶段性成长，行业复苏有望延续。

图4：汽车行业持续回暖上行（单位：万辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

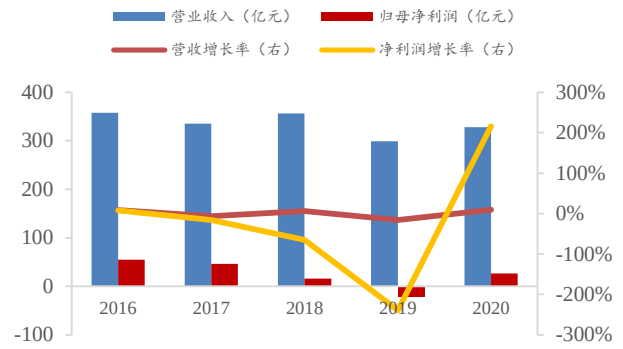
（二）Q3 扣非净利转正，业绩拐点已至，未来有望持续向上

Q3 业绩扭亏为盈，业绩兑现好于预期。公司 2020 年 Q1-Q3 营业收入 558.42 亿元，比上年同期增长 23.77%，持续为正。Q3 营收 230.6 亿元，同比增加 51.30%。Q3 毛利率为 13.9%，环比提升 4.29%。主要原因是公司销量增长、产品结构优化，自主业务盈利能力大幅改善，合资业务盈利能力稳步提升。

2020Q3 扣非归母净利润连续十季度首次扭亏为盈。2020 年前三季度归母净利润为 34.86 亿元，同比增长 230.98%；2020 年第三季度归母净利润 8.84 亿元，同比增长 309.70%。2020Q3 扣非归母净利润 5.19 亿元，是 2018 年二季度以来连续十个季度首次转正，经营拐点已至，底部向上趋势逐渐明显。

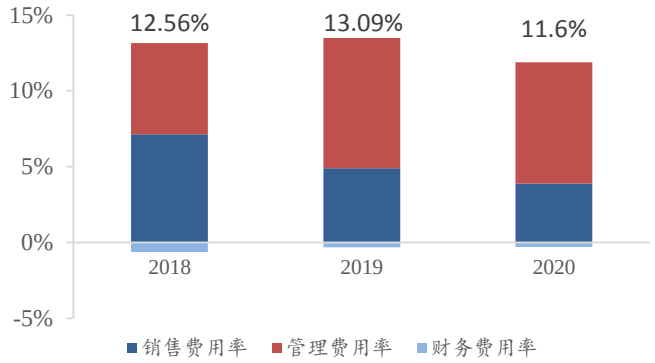
公司主要亏损业务基本剥离完毕，专注核心整车业务提高造血能力。公司三费处于行业中等水平，公司强力推进战略转型，精简经营流程，经营成本使用效率提升，2020 年三费有所下降；公司专注核心业务改善了资源使用率情况：江铃控股公司持股比例降至 25%；长安新能源持股比例降为 48.96%，不再将其纳入合并范围；2020 年 Q2 长安标致雪铁龙全部股权被转让给前海锐致。去年拖累业绩的长安自主、长安福特业绩均转正且实现大幅上升，净资产收益率大幅上升，销售毛利率由于产品盈利能力改善、非核心资产剥离等因素上升，公司业绩有望持续向上。

图5：长安汽车 2016-2020 年应营收归母净利润情况



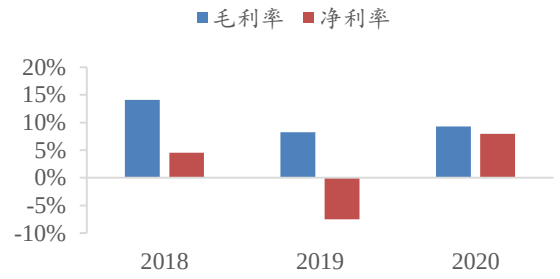
资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

图6：长安汽车 2018-2020 年三费情况



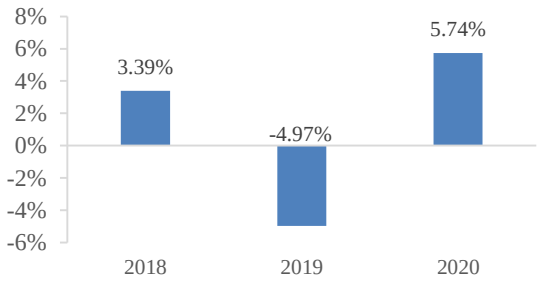
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图7：长安汽车 2018-2020 年销售毛利率与净利率



资料来源：公司年报，Wind，民生证券研究院

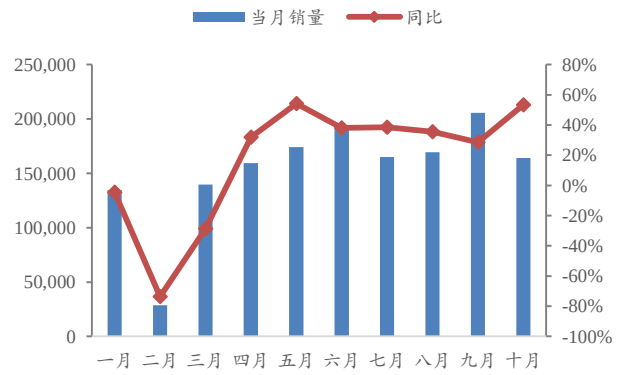
图8：长安汽车 2018-2020 年净资产收益率情况



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

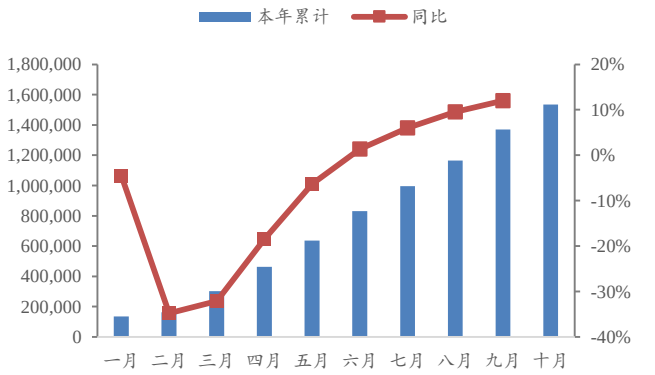
公司 10 月汽车总体销量为 16.4 万辆，同比增涨 53.4%，连续 7 个月同比为正，销量延续上月良好态势。长安自主系列 10 月销量 11.57 万辆，同比增长 42%；长安福特销量 2.6 万辆，同比增长 43%；长安马自达系列则实现 1.6 万辆的销量，同比增长 14%。长安汽车前十月销量突破 150 万，显示出长安的潜力，业绩表现未来可期。

图9：长安汽车 2020 年 1 月-10 月销量及同比（单位：辆）



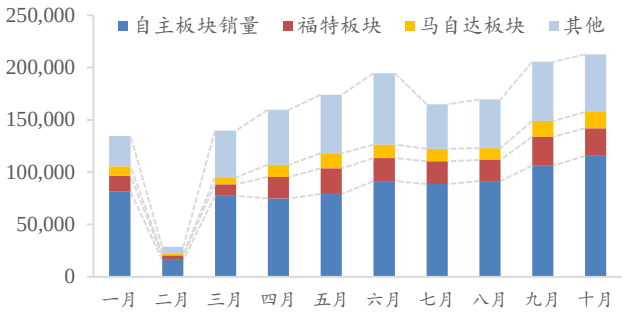
资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图10：长安汽车 2020 年 1 月-10 月累计销量（单位：辆）



资料来源：公司公告，Wind，民生证券研究院

图11：　长安汽车 2020 年各板块销量情况（单位：辆）



资料来源：公司公告，汽车之家，民生证券研究院

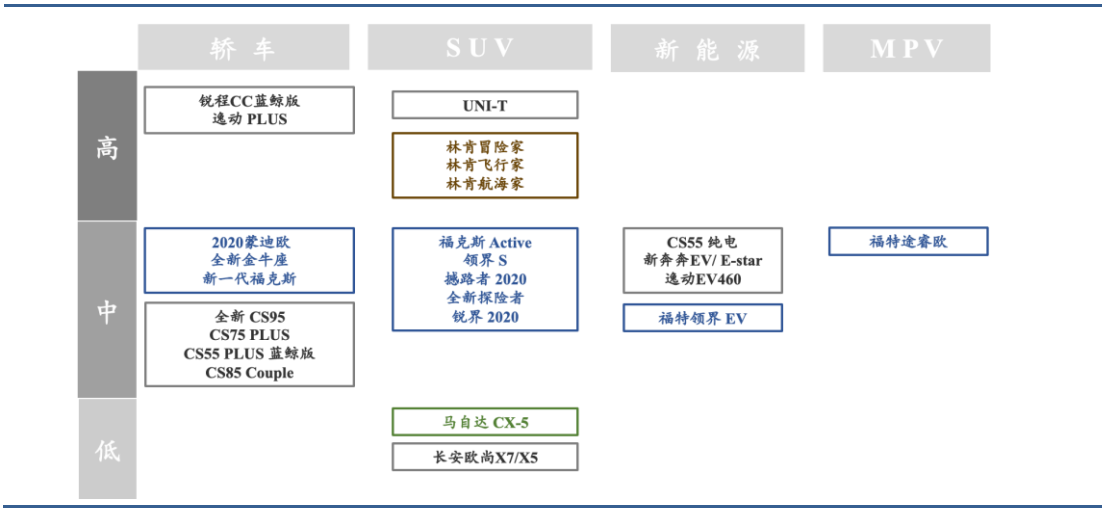
三、新品强周期与行业周期共振，蓝鲸动力赋能品牌竞争力

（一）品牌精准定位，全方位布局且向上延伸

公司精准定位品牌，全方位布局完善产品组合，低中高品牌错位营销多点开花。长安汽车近年来逐步剥离商用车聚焦乘用车，重新形成长安乘用车、中高端乘用车、欧尚汽车、凯程汽车四大独立品牌。公司形成低中高全方位布局的品牌架构：自主板块低端品牌有欧尚；长安自主品牌主打中端，Version V 引力系列向上突围中高端市场；合资板块中长福产品覆盖多个消费层次，产品结构日渐优化；马自达定位稍偏低端。各品牌新车型密集上线，后续新车型储备充沛，新车周期有望继续延伸。

长安自主 2020 年重点的新车型主要为 PLUS 和 UNI 系列产品，配套新一代蓝鲸动力与更多智能科技化设计，车型设计更个性化年轻化；长安福特推出中大型 SUV 探险者，林肯国产化落地推出冒险家、飞行家、航海家等一系列高端豪华 SUV，进一步弥补长安汽车在细分领域市场空白，进一步实现品牌的向上重塑。

图12：　长安汽车品牌近两年部分车型产品矩阵



资料来源：公司网站，汽车之家，民生证券研究院

（二）自主品牌多热门款，量价齐升带动营收高增长

公司于去年开始推出一系列新款与改款车型，用鲜明的造型设计、人性化的智能科技体验和动力优势，精准把控新一代消费者的需求点，在中国自主品牌中脱颖而出，体现了中国自主高端品牌的设计研发实力与造车工艺。长安自主板块未来将进入强周期，有望带动公司营收增长，领跑中国汽车品牌。

表2：公司近两年产品发布情况

2019 年部分款式	2020 已上市款式
CS75PLUS	UNI-T　UNI-K
CS95	Version V（概念车）
CS85 COUPLE	2020 福特撼路者
福特锐界 2020 款	全新福特探险者

全新福克斯 Active	全新福特领界 S
福特 Escape	林肯冒险家/飞行家
林肯航海家	逸动 PLUS
锐程 CC 蓝鲸版	福特纯电 EV
逸动 PLUS	CS55 纯电
福特纯电 EV	CS55 蓝鲸版 PLUS
CS55 纯电	奔奔 E-star
新奔奔 EV	逸动 EV460
	马自达 CX30

资料来源：公司官网，Wind，民生证券研究院

全新高端系列 UNI-T 开启品牌向上进程，引力系列科技配置明显。该车型填补了长安自主品牌在跨界 SUV 细分市场中的空白。该系列融合无边界前格栅、分体式 LED 前大灯与“纯粹曲面”车身设计，再实现 L3 级别自动驾驶的能力，含 40km/h 以下拥堵自动驾驶功能和 40km/h 以上 HWA 高速自动驾驶辅助功能。在全球疫情背景下该款车的旗舰车型还加入了等离子净化空气功能。车型充满个性化与未来主义风格，充分体现了公司逐步定位个性化、高端化、智能化的品牌战略，满足日益个性化的消费需求。UNI-T 上市后销量火爆，连续 4 个月突破 1 万辆。

该款车型搭载了公司 100%正向设计的蓝鲸高压直喷发动机并组合爱信 8 速手自一体变速器。蓝鲸动力平台 NE15 搭载 UNI-T，油耗低至 6.3L/100km，媲美一流合资品牌，获得更高效的发动机动力同时，在燃油经济上也拥有优越表现。发动机热效率高达 40%，变速器综合传递效率达 94.3%。蓝鲸直喷发动机最大额定功率达 171kW，最大扭矩达 360N·m，比肩 3.5L 自然吸气发动机，相比同类车型扭矩提升更快，具有更强的动力感与推背感。

智能化科技感十足，提供人性化与革新性的驾驭体验。该款车型搭载 IACC 集成性自适应巡航系统、梧桐车联 TINNOVE 智能系统、APA5.0 遥控代客泊车系统，具有转弯自动减速保护功能与更加智能化的语音交互功能，全方位提供更加便利与安全的行车体验。

长安汽车整合全球研发能力，全力打造更高安全性水准的座驾。公司通过无数次 CAE 仿真分析，为驾驶人提供 C-NCAP 五星安全评级的车辆保护能力。用热成型技术与超高强度钢辊压技术铸就更高强度、轻量化的车身。AEB 紧急制动辅助系统能够在紧急情况下辅助驾驶员避让行人或车辆；EPS 电子稳定控制系统能够有效预防车辆各种失稳问题，保障紧急驾驶安全。

UNI-K 亮相推动引力序列智能化继续升级，实现细分市场差异化突围。高端引力序列概念车 Version V 在北京车展亮相，吸引一众关注与期待；10 月定位中大型 SUV 的 Uni-K 发布，将继续搭载新一代蓝鲸 2.0T 发动机+爱信 8AT 变速箱，依旧保持智能驾驶的科技感驾驭体验。是继 Plus 系列之后优化自主品牌结构的进一步尝试，有望进一步在细分市场取得成功，长安的高端热门产品矩阵有望进一步完善。UNI 系列在未来将继续投放 5 款新车型，成为未来公司业绩新增长点。

图13： UNI-T 外形图



资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

图14： UNI-T 内饰图



资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

表 3：长安 UNI-T 基本性能

车型	豪华型
售价	12 万元左右
发动机最大额定功率（kW）	132kW/5500
发动机最大扭矩（N m）	300/1250-3500
发动机类型	蓝鲸 NE1.5T 高压直喷发动机
长*宽*高(mm)	4515*1870*1565
综合油耗(L/100km)	6.3
变速器类型	蓝鲸 7 速湿式双离合变速器

资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

自主热门款系列持续热销，长安 CS75 带动营收增长。根据乘联会发布数据显示，长安 CS75 9 月销量近 2.6 万辆，同比增长 27.4%；十月销量突破 3 万辆，连续六个月销量突破 2 万台成为人气产品。CS75PLUS 自去年 9 月上市以来累计销售超 15 万辆，赶超众多合资品牌，在同级别车型中销量领先。

自主品牌有望贡献增量。长安自主品牌突破 15 万辆，同比大涨 30.5%。CS55 和 CS35 系列销量均突破 1 万辆。长安逸动 10 月销量突破 2 万台，逸动 PLUS 车型上市后连续 4 个月销量破万；锐程 CC 蓝鲸版 10 月销量 4591 台，环比增长 30.6%；长安欧尚 X5 也在第三季度正式亮相，有望进一步贡献新的增量。公司计划未来 5 年推出 105 款新车型（包括 23 款新能源车型），新品占比的进一步提高将持续为长安带来新的业绩增长空间。

图15： CS75PLUS 外观图



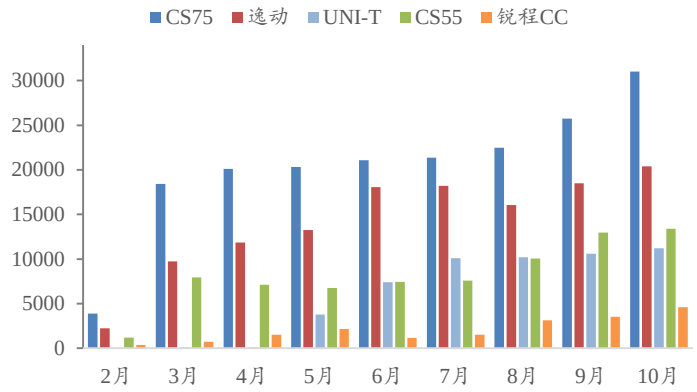
资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

图16： CS75PLUS 内饰图



资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

图17： 2020 年长安自主部分车型销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，汽车之家，民生证券研究院

（三）合资板块齐发力，长福复苏周期延续助力业绩向上

长福复苏，带动销量与盈利快速增长。2018 年福特销量大幅下滑导致公司业绩下滑严重。但 2019 年 9 月长安福特发布了加速新车投放计划，预计 2021 年前投放至少 18 款新车，加快产品改款和换代时间，大大提高了市场竞争力与品牌影响力。截至 2020 年 9 月，长福密集投放了多款 SUV 产品，如 2020 款撼路者、探险者、领界 S 等，均价、毛利率均优于往期产品，盈利能力也有增强。9 月实现零售销量 20495 台，同比增长 10.1%，环比增长 19.7%，1-10 月累计销售 19.3 万辆，同比增长 31%。其中 2020 款探路者成为热门产品，上市百日销量累计就突破万台。长安福特现金牛逐渐复苏，销量逐步爬坡，未来业绩继续兑现有望带动公司业绩增长。

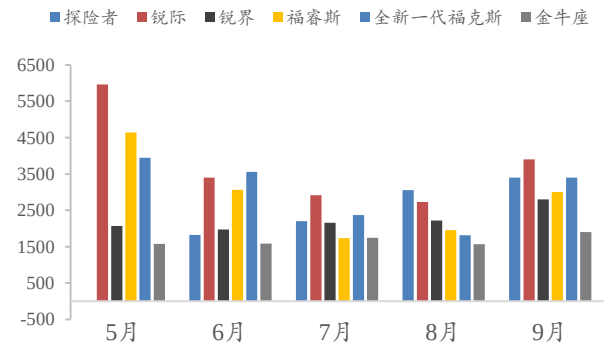
推出福特中国 2.0 计划，加快在中国新产品的开发和市场投放速度。2019 年福特宣布未来 3 年内将推出超过 30 款来自福特和林肯的新车型，其中超过 10 款将为电动车型，加大自动驾驶与新能源的研发力度，更新换代周期缩短至 30%。福特在近年来全球范围内境况不佳的情况下，进一步聚焦中国市场也是福特全球化战略的重要部分和必然选择。北京车展上福特宣布今年福特中国设计中心于今年 10 月正式建成，将进一步加快福特的产品迭代速度，提升市场竞争力，体现

了福特重回中国的决心。随着新车型周期的缩短，长福将带动公司销量和盈利持续向上。

消费升级，豪华品牌林肯加速全面国产化进程。随着人均消费水平升级，林肯推出航海家、冒险家、飞行家等一系列高端 SUV 车型，成为下半年重要的增量车型，弥补了公司细分市场产品线上的不足，进一步完善了产品布局。未来随着消费水平与国产化进程的进一步升级，公司有望获得更多的市场份额，抓住高端车市场红利，提升公司品牌知名度。

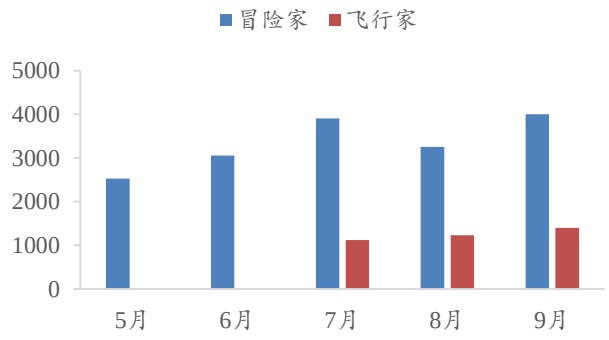
长安马自达持续为业绩贡献增量。9 月销量约 3.8 万辆，同比增长 10%。1-10 月累计销售 11 万辆。预计 2020 年 4 季度销售可达 4.6 万辆，领先于市场增幅。

图18：　长安福特 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆）



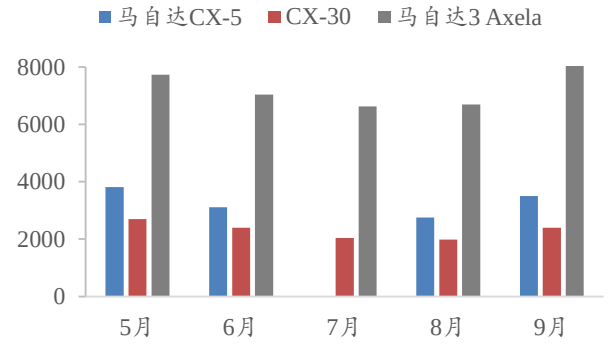
资料来源：乘联会，民生证券研究院

图19：　林肯国产 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆）



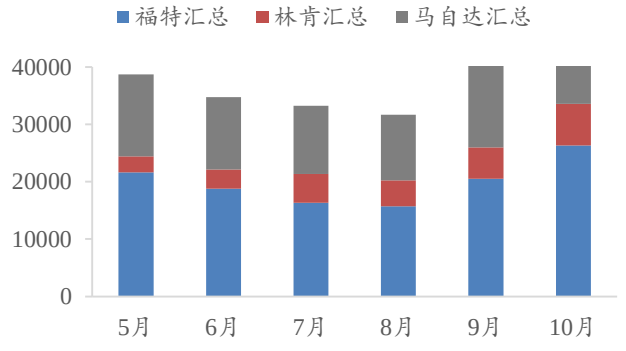
资料来源：乘联会，民生证券研究院

图20：　长安马自达 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆）



资料来源：乘联会，民生证券研究院

图21：　合资品牌 5 月-10 月销量占比（单位：辆）



资料来源：乘联会，民生证券研究院

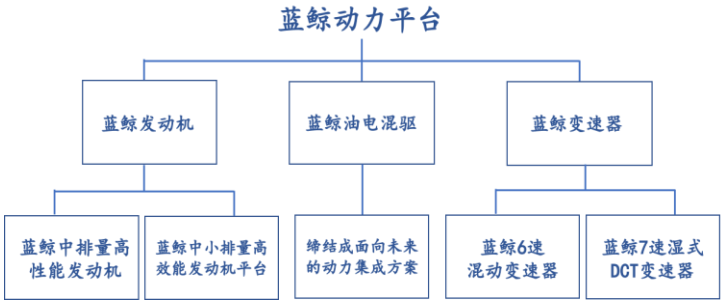
（四）蓝鲸动力自主配套比例上升，核心零部件盈利提升

2019 年 6 月长安汽车全球研发团队正式发布全新品牌——蓝鲸动力，并打造了**中国品牌基于领先的模块化顶层设计，面向下一代排放、油耗标准的全新模块化发动机研发平台——蓝鲸 NE 动力平台。**该品牌由蓝鲸发动机、蓝鲸变速器、蓝鲸油电混驱组成，兼顾强悍动力与高效节油，秉持“劲、净、静”的领先研发理念，**被定位为“永不妥协的高效能汽车动力解决方案”**，为长安汽车提供了动力领域巨大的竞争力，至此长安汽车正式迈入了“动力 3.0 时代”。

平台产线自动化率、智能化率均达到国际先进水平。蓝鲸 NE 动力平台设计兼容 1.0-1.8L 排量，通用化率高达 98%。平台内涵盖业内领先的“AGILE”高效超净燃烧系统、全球首发量产的舍弗勒智能凸轮调相系统（Smart phaser）、中国品牌首发量产的全可变排量机油泵、行业率先采用的 TMM 智能热管理系统、双涡管电控涡轮增压等多项核心尖端技术的集成化应用。该平台突破民用汽车天花板，将发动机扭矩提升至 200Nm/L，使得 1.5T 引擎的蓝鲸 NE 发动机便能拥有媲美 3.0L 排量的动力输出，热效率提升至 40%，高于传统平均的 36%。

新一代蓝鲸动力在自主品牌中配套比例将继续提升，显著改善盈利能力与产品竞争力。蓝鲸系列发动机逐步取代 H 系列、自主 DCT 变速箱逐步取代爱信 6AT 变速箱，保障产品质量的同时降低单车成本，提高单车盈利能力，改善品牌盈利能力。

图22：　长安汽车 NE 蓝鲸动力平台战略架构



资料来源：公司网站，汽车之家，民生证券研究院

图23：　蓝鲸动力直喷发动机概念图



资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

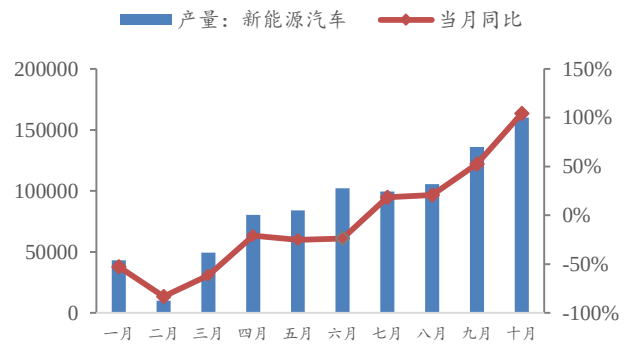
四、洞察时代拥抱变革，战略转型开启新格局

（一）新能源市场前景广阔，公司积极入场有望提高市场份额

中国是全球最大的新能源汽车市场。截至 2019 年，我国新能源汽车销量已连续五年位列全球第一。2016 年至 2019 年，我国新能源汽车销量超过其余国家总和，销量全球占比均高于 50%。据工信部 2020 年 11 月发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，中国计划到 2025 年实现新能源汽车新车销量占比达到 20%左右，目前渗透率约为 5%，新能源汽车行业还处于初始阶段，发展空间巨大。

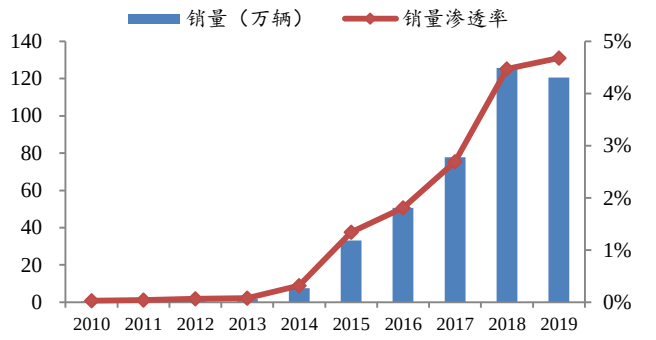
中国新能源汽车市场回暖。2020 年 10 月新能源汽车销量 16 万量，同比增加 104.5%。今年自 3 月以来，新能源乘用车销量稳步回升，显示出中国新能源汽车行业潜力巨大。发改委也出台了鼓励各地出台老旧机车置换政策，推动中国汽车市场内需发展。

图24：　2020 年我国 1-10 月新能源车销量（单位：辆）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图25：　2010-2019 年我国新能源汽车销量及渗透率



资料来源：Wind，民生证券研究院

长安汽车积极布局新能源乘用车和新能源赛道，提出一系列新能源战略目标，推出 CS55 纯电版，奔奔 E-Star,CS15 E-Pro,逸动 EV460 等车型。其中 CS55 纯电与逸动 EV 的销量都十分可观。

图26：　长安新能源汽车主要产品



资料来源：长安汽车官网，民生证券研究院

表 4：长安汽车新能源战略目标

新能源销量	努力进入第一梯队。到 2025 年实现新能源车型销量 116 万辆，实现中国第一
投资计划	到 2025 年前投入 1000 亿打造全产业链，新能源研发投入预计超过 400 亿元，新能源转悠平台打造投入超百亿元，动力电池领域投入预计超过 300 亿元，共享、充电设施和服务领域投入预达 200 亿元
研发人员	到 2025 年，全球研发体系将有 1.1 万人，400 余名专家、10 余名“千人计划”专家
车型数量	到 2025 年，计划向市场投放 30 余款车型
平台	打造三大新能源专用平台

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）顺应新四化趋势，积极部署企业第三次创新创业战略转型

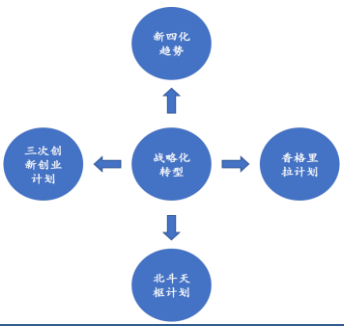
2017 年长安发布“香格里拉计划”，加速从传统汽车向新能源和智能网联汽车转型。宣布在 2025 年停售传统燃油车，标志长安汽车在新能源领域将进入全新阶段。在核心零部件领域，长安与宁德时代、BAT 等战略伙伴进行合作，完成在电池技术方面的多领域研发。长安汽车有望加速新能源布局，驶入新能源的“快车道”。这展示出长安在战略理念、品牌发展、组织变革、资源分配、研发方向上的前瞻思考。

2018 年公司提出了“第三次创业-创业创新战略”提出了“一个核心+四大转型”的发展思路。目标是“由传统汽车制造业向科技信息服务企业转型，向世界一流汽车企业迈进”。以创新驱动效率提高企业竞争力。推动从服务用户到经营用户转型；从经营产品到经营品牌转型；从传统的产品向智能化与新能源产品转型。充分体现了管理层对汽车行业发展的深刻理解和与时俱进。

2018 年公司全面启动“北斗天枢”计划，建立智能化全球体系。提出宣布未来将不再生产非联网新车，实现 100%联网，100%搭载驾驶辅助系统等智能化出行构想。搭建 6 大平台、掌握 5 大核心应用技术、分四个阶段实现智能化技术产业化，稳扎稳打、稳中求进。

迎合日益升级的乘驾需求，长安汽车借助自己在智能化领域的领先优势：开放技术创新平台，整合科技互联网企业资源，打造属于自身的数据库、研发团队、研发中心与实验室，在美国底特律设立智能化研究部、硅谷设立创新研究室。2019 年长安汽车与华为合作成立创新中心，在智能化、车联网和新能源领域展开深入合作。努力联合打造智能网联汽车的新行业标准，共同打造国际一流的纯电动车平台。

图27：　长安汽车战略化转型思路与方案



资料来源：长安汽车官网，公司公告，民生证券研究院

（三）联手华为+宁德推出方舟架构，继续向高端智能汽车品牌转型

电动智能崛起，“软件定义汽车”重塑造车标准。中国汽车供应链目前呈现向上趋势，零部件、软件供应链发生巨变、纷纷向上升级，以拓宽自身的护城河，提高自身核心竞争力。在新四化趋势全球汽车重心逐渐转移到中国的背景下，自动驾驶智能领域具有巨大市场空间，据估计，2025 年国内 ADAS 市场规模可达 2250 亿元。

与传统硬件带来的差异化相比，软件定义汽车能够使硬件的通用化率大幅提升，规模化效应将进一步降低制造成本。新能源电动车被时代赋予了需具备自我进化能力的新要求，软件智能化发展能够进一步推动汽车智能化、模块化拓展。传统自主车企只有积极抓住此次行业变革机会，以自主研发为驱动，才能够在该领域实现自主品牌崛起的质变。

科技头部联手，方舟架构面世，长安转型开启高端智能造车新时代。2020 年 11 月 14 日，长安汽车董事长在《第一发布》节目中宣布长安汽车将与华为、宁德通过优势互补的方式，共同打造全球领先、自主可控的智能电动汽车平台，创造一个全新的高端智能汽车品牌。继续推动公司高端智能化战略进程，向智能出行的科技公司转型。该架构依据长安汽车研发 4.0 理念，以高阶自动驾驶前置化布局和智慧成长型电子电气架构为基础，完整覆盖 A0 级至 C 级全部车型，兼容 8 种发动机形态，兼容低压混动、高压混动、插电混动 3 种电气化动力总成系统，覆盖 1.2-2.0L 排量，搭载新一代蓝鲸动力 NE 平台，百公里加速最大可缩短 24%；在设计方面使用优化动力布置倾角等技术，设计出更加紧凑合理的车身布局，使重心下降 20-65mm，呈现出更好的驾驶空间与更宽阔视野；在智能化方面，现阶段已经实现中国自主首个 L3 级别自动驾驶的量产，未来方舟架构能够支持更多场景和更高级别的自动驾驶，并将打造更加人性化的大数据智能驾驶空间。方舟架构具有自动进化的灵活性，能够持续赋能整车的性能提升与成本优势。未来公司技术投入所积累的优势将逐步释放于业绩端，驱动公司在智能化领域持续突破和向上成长。

表 5：长安方舟架构核心内容

未来科技前置化方面	高阶自动驾驶布局，支持安全可扩展的智能驾驶配置，包含成长型电子电气化架构，全场景智慧用车服务提供。完整覆盖 A0 级至 C 级全部车型，兼容 8 种发动机形态，兼容低压混动、高压混动、插电混动 3 种电气化动力总成系统，具备 16 种动力组合模式。
动力系统方面	搭载全新一代蓝鲸动力 NE 发动机，方舟架构下一代产品 0-100km/h 加速时间最大缩短 24%，同时车体稳定性也得到提升。
设计体验多样化方面	降低 12mm 发动机曲轴中心，动力布置倾角优化至后倾 10°技术，使中心下降 20-65mm。构建更紧凑、布局更合理的动力总成。至少为用户提升 9%的前视野，车型体态适应性更强、人机布局灵活多变，满足不同体态车型内部空间合理化。
品质把控方面	覆盖全球 NCAP 、美国 IIHS 五星评价，及中保研指数（C-IASI）优秀安全性能评价。
方舟架构系统包括	自主研发的电动汽车平台 + 智能汽车产品 + 智慧生活和智慧能源生态。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28： 长安方舟架构模块化平台



资料来源：盖世汽车官网，民生证券研究院

五、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.91，1.01，1.11 元，对应当前股价 PE 为 26，24，22 倍，汽车制造行业 2020 年 PE 中位数为 29 倍，行业周期复苏的趋势带动公司盈利和估值提升，新产品的陆续推出有望带动公司中期盈利中枢继续上行，首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

行业复苏不达预期；公司车型销量不及预期；新车型上市进度不达预期等。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	70,595	79,635	87,688	95,215
营业成本	60,233	67,735	74,344	80,468
营业税金及附加	2,488	2,787	2,981	3,142
销售费用	4,591	4,619	4,823	5,046
管理费用	2,265	2,548	2,718	2,856
研发费用	3,169	3,584	3,946	4,285
EBIT	-2,151	-1,637	-1,125	-583
财务费用	-191	-58	-81	-93
资产减值损失	-396	73	133	113
投资收益	-2,109	4,778	4,516	4,285
营业利润	-2,107	5,703	6,284	6,820
营业外收支	-135	-150	-110	-50
利润总额	-2,242	5,553	6,174	6,770
所得税	407	666	741	812
净利润	-2,649	4,887	5,433	5,958
归属于母公司净利润	-2,647	4,882	5,428	5,952
EBITDA	1,408	2,311	2,269	2,996

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,066	13,170	14,722	16,258
应收账款及票据	27,644	29,525	32,544	35,650
预付款项	624	876	927	987
存货	3,375	3,796	4,166	4,509
其他流动资产	7,897	9,111	10,388	11,453
流动资产合计	49,607	56,478	62,747	68,857
长期股权投资	11,008	10,008	9,208	8,708
固定资产	26,939	31,164	35,573	39,921
无形资产	5,210	5,661	6,025	6,418
非流动资产合计	48,010	50,727	55,303	60,493
资产合计	97,617	107,206	118,051	129,350
短期借款	230	230	230	230
应付账款及票据	32,336	36,364	39,912	43,200
其他流动负债	16,668	16,781	18,645	20,699
流动负债合计	49,233	53,375	58,786	64,128
长期借款	55	55	55	55
其他长期负债	4,394	4,394	4,394	4,394
非流动负债合计	4,450	4,450	4,450	4,450
负债合计	53,683	57,824	63,236	68,578
股本	4,803	5,363	5,363	5,363
少数股东权益	-94	-90	-85	-79
股东权益合计	43,934	49,381	54,815	60,772
负债和股东权益合计	97,617	107,206	118,051	129,350

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	6.5%	12.8%	10.1%	8.6%
EBIT 增长率	32.8%	23.9%	31.3%	-48.2%
净利润增长率	-488.8%	284.5%	11.2%	9.6%
盈利能力				
毛利率	14.7%	14.9%	15.2%	15.5%
净利润率	-3.8%	6.1%	6.2%	6.3%
总资产收益率 ROA	-2.7%	4.6%	4.6%	4.6%
净资产收益率 ROE	-6.0%	9.9%	9.9%	9.8%
偿债能力				
流动比率	1.01	1.06	1.07	1.07
速动比率	0.93	0.97	0.98	0.99
现金比率	0.20	0.25	0.25	0.25
资产负债率	55.0%	53.9%	53.6%	53.0%
经营效率				
应收账款周转天数	4.33	6.13	5.80	5.67
存货周转天数	20.45	20.45	20.45	20.45
总资产周转率	0.72	0.74	0.74	0.74
每股指标（元）				
每股收益	-0.49	0.91	1.01	1.11
每股净资产	8.21	9.22	10.24	11.35
每股经营现金流	0.72	0.93	1.00	1.14
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-45.03	26.29	23.64	21.56
PB	1.22	2.59	2.34	2.11
EV/EBITDA	27.26	45.99	46.17	34.45
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	-2,649	4,887	5,433	5,958
折旧和摊销	3,559	3,948	3,393	3,578
营运资金变动	946	873	1,095	968
经营活动现金流	3,882	4,983	5,352	6,118
资本开支	-4,711	-7,650	-8,598	-8,999
投资	-171	450	300	150
投资活动现金流	-3,795	-2,422	-3,782	-4,564
股权募资	0	561	0	0
债务募资	305	0	0	0
筹资活动现金流	-401	543	-18	-18
现金净流量	-288	3,104	1,552	1,536

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司成立以来重要发展历程 3
图 2: 长安汽车 2015-2019 年研发费用与专利数量 5
图 3: 长安汽车两江基地第二工厂 5
图 4: 汽车行业持续回暖上行（单位：万辆） 6
图 5: 长安汽车 2016-2020 年应营收归母净利润情况 7
图 6: 长安汽车 2018-2020 年三费情况 7
图 7: 长安汽车 2018-2020 年销售毛利率与净利率 7
图 8: 长安汽车 2018-2020 年净资产收益率情况 7
图 9: 长安汽车 2020 年 1 月-10 月销量及同比（单位：辆） 7
图 10: 长安汽车 2020 年 1 月-10 月累计销量（单位：辆） 7
图 11: 长安汽车 2020 年各板块销量情况（单位：辆） 8
图 12: 长安汽车品牌近两年部分车型产品矩阵 9
图 13: UNI-T 外形图 11
图 14: UNI-T 内饰图 11
图 15: CS75PLUS 外观图 12
图 16: CS75PLUS 内饰图 12
图 17: 2020 年长安自主部分车型销量（单位：辆） 12
图 18: 长安福特 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆） 13
图 19: 林肯国产 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆） 13
图 20: 长安马自达 5 月-9 月部分车型销量（单位：辆） 13
图 21: 合资品牌 5 月-10 月销量占比（单位：辆） 13
图 22: 长安汽车 NE 蓝鲸动力平台战略架构 14
图 23: 蓝鲸动力直喷发动机概念图 14
图 24: 2020 年我国 1-10 月新能源车销量（单位：辆） 15
图 25: 2010-2019 年我国新能源汽车销量及渗透率 15
图 26: 长安新能源汽车主要产品 15
图 27: 长安汽车战略化转型思路与方案 16
图 28: 长安方舟架构模块化平台 18

表格目录

表 1: 公司十大股东占股情况 4
表 2: 公司近两年产品发布情况 9
表 3：长安 UNI-T 基本性能 11
表 4：长安汽车新能源战略目标 16
表 5：长安方舟架构核心内容 17
公司财务报表数据预测汇总 19

分析师与研究助理简介

邓健全，4年证券研究经验，曾任职于长城证券、安信证券，2019年加入民生证券，任汽车行业首席分析师。

王静姝，研究助理，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券。

庄延，研究助理，伊利诺伊理工大学金融硕士，2019年入职民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。