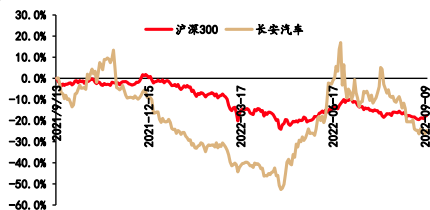


股票投资评级

谨慎推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

总市值(亿元)	1428
流通市值(亿元)	1094
52周最高/最低(元)	22.88/8.55
52周最高/最低PE(倍)	60.58/11.04
52周最高/最低PB(倍)	3.07/1.31
52周涨幅(%)	-5.13
52周换手率(%)	643.21

研究所

分析师：吴迪

SAC 登记编号：S1340522090002

Email: wudi2022@cnpsec.com

长安汽车(000625.SZ)动态点评：
深蓝SL03在手订单4万，带动销量结构持续改善
● 事件：

公司公告 8 月产销数据。8 月整车销量合计 11.57 万辆，同比-42.78%，本年累计销量 76.72 万辆，累计同比-9.02%；8 月整车产量合计 11.26 万辆，同比-44.88%，本年累计产量 71.77 万辆，累计同比-9.9%。

● 点评：

8 月限电影响 10 万产销，9 月开始生产全面恢复。8 月公司自主品牌乘用车销量合计 6.84 万辆，同比-18.74%，环比-46.69%，销量的同环比下降主要系 8 月川渝地区限电，公司自主品牌产能主要集中在重庆，受影响较大。根据公司 9 月 2 号公告，川渝地区限电导致公司 8 月产销目标减量 10 万辆，还原该影响后预计公司 8 月产量 21.16 万辆，同环比均为正增长。公司目前生产已全面恢复，并与相关部门就供电保障保持积极沟通，我们看好公司后续产销情况。

继续强车型周期，SL03 带动销量结构向上。2022 年公司新上市主力车型表现强势：1) 深蓝 SL03 8 月底开始正式交付，目前在手订单数量累计超过 4 万辆。2) 深蓝第二款车型 C673 预计 2023 年 Q1 上市，定位紧凑型 SUV。3) 高端智能纯电品牌阿维塔首款车型 11 已于 8 月 8 日正式发布，预计 12 月正式上市，目前在手订单超 2 万辆。4) 2022 年公司新车型欧尚 Z6、UNI 系列混动车型 UNI-V iDD 等也继续强化公司的新车型周期。根据我们测算，截至 2022 年上半年，自主品牌 15 万元以下车型销量占比达 90%，深蓝 SL03 定位 20 万上下，销量目标 15 万辆/年，假设销量目标达成，将深蓝 SL03 销量加回至 2022 上半年销量中，15 万以上车型销量占比达到 19%，会极大改善公司销量结构，带动公司品牌向上。

合资销量稳健，期待新车型带来销量增长。8 月长安福特销量合计 2.45 万辆，同比-18.63%，环比+3.89%；长安马自达销量合计 0.53 万辆同比-2.57%，环比-33.57%，合资品牌销量整体保持稳健。8 月马自达赛拉黑曜版、CX-30 黑曜版上市，9 月福特新款探险者上市，期

待新车型为合资品牌销量贡献边际增量。

● 投资建议

公司自主品牌燃油车+纯电+混动+智能化取得初步成功（以CS75Plus、深蓝 SL03、UNI-T/K、阿维塔为代表），后续混动及纯电平台会继续加速新车型供给。自主由新能源车新品周期带动量价齐升，合资品牌或受益于新品投放产品结构改善，底部向上。我们预计 2022-2024 年公司的营业收入为 1250/1450/1600 亿元，对应的归母净利润为 84.5/89.6/103.3 亿元，对应 EPS 为 0.85/0.90/1.04 元，对应 PE 为 17/16/14 倍，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级。

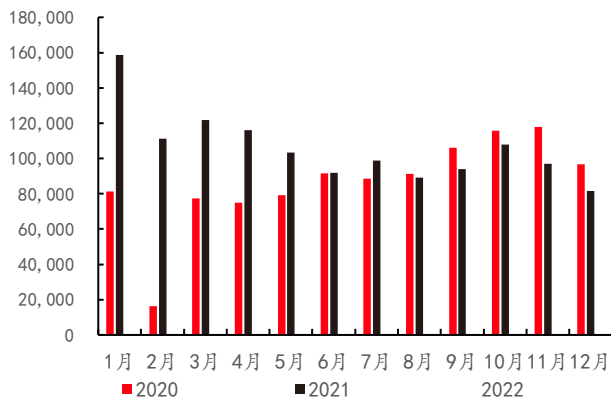
盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	105141.88	125000.00	145000.00	160000.00
增长率(%)	24.33%	18.89%	16.00%	10.34%
EBITDA（百万元）	6378.61	7004.15	7777.44	8701.25
归属母公司净利润（百万元）	3552.46	8449.21	8959.82	10330.11
增长率(%)	6.87%	137.84%	6.04%	15.29%
EPS(元/股)	0.47	0.85	0.90	1.04
市盈率(P/E)	32.32	16.78	15.82	13.73
市净率(P/B)	2.08	2.27	1.99	1.74
EV/EBITDA	10.21	9.73	5.49	1.71

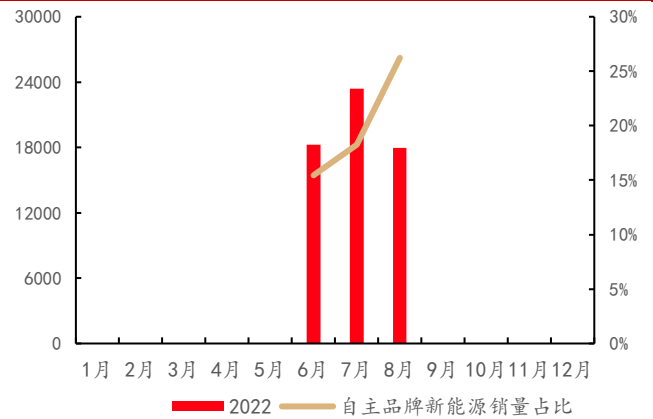
数据来源：iFinD，中邮证券研究所整理

● 风险提示

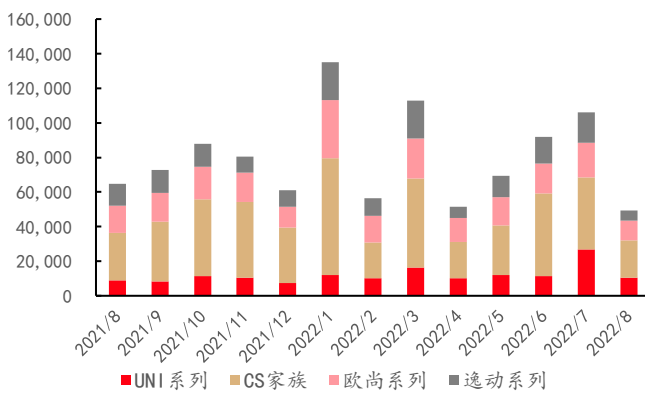
上游原材料持续涨价；芯片供给短缺；新能源车产品竞争加剧；市场竞争加剧。

图表 1：长安自主（重庆+河北+合肥）月度销量（辆）


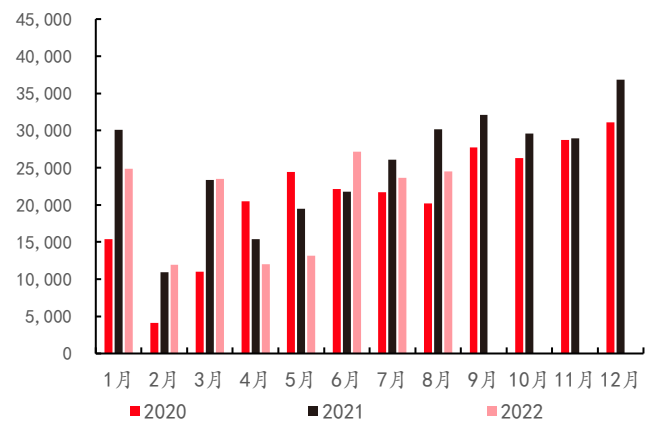
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表 2：自主品牌新能源月度销量及占比（辆）


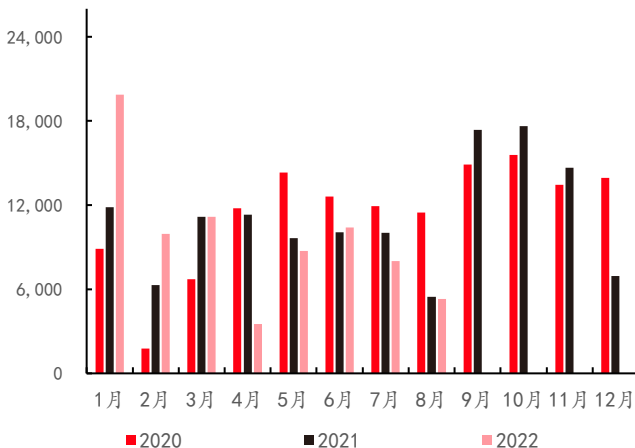
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表 3：自主品牌各车系月度销量（辆）


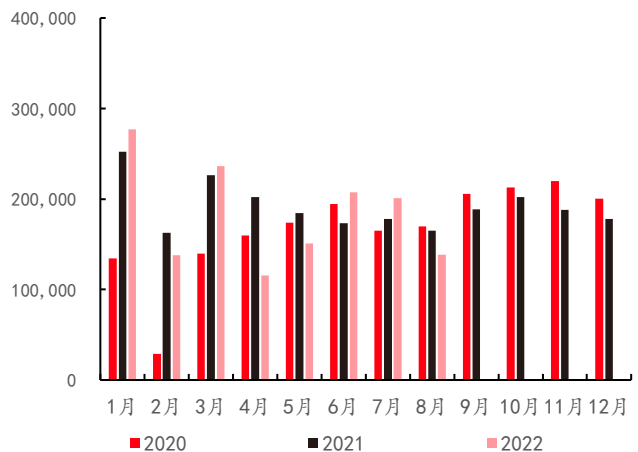
资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表 4：长安福特月度销量（辆）


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表 5：长安马自达月度销量（辆）


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

图表 6：公司整车合计月度销量（辆）


资料来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	91140.44	120527.60	145636.38	175280.06
货币资金	51976.24	74827.61	100280.72	128108.91
应收及预付	29184.31	37105.27	35080.95	39276.44
存货	6852.87	5244.35	7077.87	5111.01
其他流动资产	3127.01	3350.36	3196.83	2783.70
非流动资产	44264.18	46405.04	48497.59	50536.34
长期股权投资	13245.37	14245.37	15245.37	16245.37
固定资产	21325.96	23007.20	24414.21	25609.36
在建工程	1460.18	949.11	616.92	401.00
无形资产	4386.00	4356.67	4374.41	4433.93
其他长期资产	3846.68	3846.68	3846.68	3846.68
资产总计	135404.62	166932.63	194133.97	225816.40
流动负债	76106.71	100843.83	118958.13	140163.77
短期借款	19.00	19.00	19.00	19.00
应付及预收	47942.87	65946.02	73687.32	84590.46
其他流动负债	28144.83	34878.81	45251.81	55554.31
非流动负债	3431.68	3431.68	3431.68	3431.68
长期借款	600.00	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2831.68	2831.68	2831.68	2831.68
负债合计	79538.38	104275.51	122389.81	143595.45
实收资本	7632.15	9921.80	9921.80	9921.80
资本公积	9776.19	7486.55	7486.55	7486.55
留存收益	38882.97	45553.88	54513.71	64843.82
归属母公司股东权益	55732.93	62403.85	71363.67	81693.78
少数股东权益	133.31	253.28	380.49	527.17
负债和股东权益	135404.62	166932.63	194133.97	225816.40

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	105141.88	125000.00	145000.00	160000.00
营业成本	87648.71	102500.00	118000.00	129500.00
税金及附加	3972.43	4750.00	5510.00	6080.00
销售费用	4645.65	5125.00	6380.00	7200.00
管理费用	3499.65	4125.00	5220.00	5920.00
研发费用	3515.03	4125.00	4930.00	5600.00
财务费用	-780.92	-961.15	-1096.01	-1477.81
资产减值损失	-1019.25	-1000.00	-1100.00	-1100.00
公允价值变动收益	42.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1013.65	4250.00	4205.00	4640.00
资产处置收益	745.60	250.00	290.00	320.00
其他收益	330.17	250.00	290.00	320.00
营业利润	3730.52	9066.15	9721.01	11337.81
营业外收入	130.17	100.00	100.00	100.00
营业外支出	40.08	50.00	50.00	50.00
利润总额	3820.61	9116.15	9771.01	11387.81
所得税	216.39	546.97	683.97	911.02
净利润	3604.22	8569.18	9087.04	10476.78
少数股东损益	51.75	119.97	127.22	146.67
归属母公司净利润	3552.46	8449.21	8959.82	10330.11
EBITDA	6378.61	7004.15	7777.44	8701.25

数据来源: iFind, 中邮证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22971.72	24606.06	25534.52	27544.59
净利润	3604.22	8569.18	9087.04	10476.78
折旧摊销	4031.46	2359.15	2507.44	2661.25
营运资金变动	16097.49	17181.34	17338.63	18270.15
其它	-761.44	-3503.60	-3398.60	-3863.60
投资活动现金流	-1489.23	50.00	-55.00	310.00
资本支出	-1924.64	-3200.00	-3260.00	-3330.00
投资变动	-850.01	-1000.00	-1000.00	-1000.00
其他	1285.43	4250.00	4205.00	4640.00
筹资活动现金流	-2595.96	-1804.69	-26.40	-26.40
银行借款	48.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	942.39	0.00	0.00	0.00
其他	-3586.35	-1804.69	-26.40	-26.40
现金净增加额	18861.95	22851.37	25453.11	27828.18
期初现金余额	30655.97	49517.92	72369.29	97822.40
期末现金余额	49517.92	72369.29	97822.40	125650.58

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	24.33%	18.89%	16.00%	10.34%
营业利润增长	42.16%	143.03%	7.22%	16.63%
归属母公司净利润增长	6.87%	137.84%	6.04%	15.29%
获利能力 (%)				
毛利率	16.64%	18.00%	18.62%	19.06%
净利率	3.43%	6.86%	6.27%	6.55%
ROE	6.37%	13.54%	12.56%	12.64%
ROIC	3.88%	6.84%	6.72%	6.66%
偿债能力				
资产负债率 (%)	58.74%	62.47%	63.04%	63.59%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	1.20	1.20	1.22	1.25
速动比率	1.03	1.08	1.11	1.17
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.75	0.75	0.71
应收账款周转率	62.76	53.59	70.45	73.79
存货周转率	15.34	23.84	20.49	31.30
每股指标 (元)				
每股收益	0.47	0.85	0.90	1.04
每股经营现金流	3.01	2.48	2.57	2.78
每股净资产	7.30	6.29	7.19	8.23
估值比率				
P/E	32.32	16.78	15.82	13.73
P/B	2.08	2.27	1.99	1.74
EV/EBITDA	10.21	9.73	5.49	1.71

中邮证券投资评级标准

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。