

2021年01月08日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

12月产销继续靓丽，全年超目标 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	102,631	142,760	173,437
同比（%）	-3.0%	6.7%	39.1%	21.5%
归母净利润（百万元）	4,497	5,001	10,012	13,406
同比（%）	-13.6%	11.2%	100.2%	33.9%
每股收益（元/股）	0.49	0.55	1.10	1.47
P/E（倍）	86.26	77.57	38.75	28.94

投资要点

■ **公告要点：**长城12月：产量150139辆，同比+23.2%，环比+2.7%；批发150109台，同比+41.6%，环比+3.4%。哈弗系列产量105688辆，同比+18.3%，销量105485辆，同比+34.6%。WEY系列产量10039辆，同比+2.6%，销量10031辆，同比+6.8%。长城皮卡产量21751辆，同比+8.6%，销量21636辆，同比+39.6%。欧拉产量12540辆，同比+383.1%，销量12745辆，同比+380.4%。海外出口8547辆。

■ 长城12月产销同比涨幅连续扩大，六款车型月销破万，全年逆势增长

11月长城汽车产量同比+23.15%，批发同比+26.12%。11月产销同比涨幅明显扩大，表现靓丽。旗下四大品牌哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉产销继续上涨，涨势强劲。主力车型哈弗H6连续三个月销量破5万，同比+33.4%，环比+1.2%；哈弗大狗月销首次破万，达10184辆，环比+19.0%。长城炮月销12100辆，同比+72.40%，环比+0.17%。欧拉品牌主力车型欧拉黑猫月销10010辆，同比+334.7%，环比+5.8%，实现10连涨。此外，哈弗F7/M6销量均破万，分别为13405/20496辆。Q4产销同比分别为+20.23%/+27.37%，环比为+52.39%/+50.88%；全年产销分别为109.9/111.2万辆，分别同比+1.34%/+4.84%，逆势上扬，超出年初销量目标，表现靓丽。

■ 长城12月企业端小幅补库

根据我们自建库存体系显示，12月长城汽车企业库存当月+30辆，企业库存累计-25274辆（2017年1月开始），小幅补库。渠道库存预计季节性小幅去库。

■ 长城12月下旬折扣率小幅增加

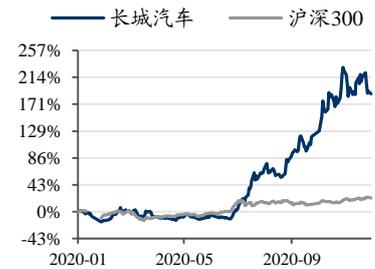
根据我们自建价格体系显示：长城12月下旬车型算术平均折扣率9.64%，环比12月上+0.39pct。第三代哈弗H6折扣率3.52%，环比12月上旬+1.30pct，成交价环比下降1626元；第二代H6 2021款折扣率14.22%，环比12月上旬+0.28pct。哈弗大狗折扣率2.00%，环比11月上旬+1.98pct，成交价环比下降2614元。

■ 盈利预测与投资评级：

我们预计2020-2022年营业收入1026.31/1427.60/1734.37亿元，同比增长+6.7%/+39.1%/+21.5%，归母净利润50.01/100.12/134.06亿元，同比增长+11.2%/+100.2%/+33.9%，对应EPS为0.55/1.10/1.47元，对应PE为77.57/38.75/28.94倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主SUV价格战超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.50
一年最低/最高价	7.17/42.50
市净率(倍)	7.13
流通A股市值(百万元)	256178.53

基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	57.19
总股本(百万股)	9175.95
流通A股(百万股)	6027.73

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：长城2021年将实现全车冗余L3自动驾驶》2020-12-31
- 2、《长城汽车（601633）：被低估的柠檬混动DHT技术》2020-12-25
- 3、《长城汽车（601633）：打破合资技术垄断，助力混动产业突破》2020-12-16

长城汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	68,502	69,237	92,613	119,240	营业收入	96,211	102,631	142,760	173,437
现金	9,723	7,186	24,708	48,821	减:营业成本	79,684	86,016	116,672	140,233
应收账款	3,193	2,797	5,493	7,274	营业税金及附加	3,169	3,380	4,702	5,712
存货	6,237	5,758	7,769	9,901	营业费用	3,897	4,105	5,496	7,024
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602	管理费用	1,955	2,104	2,855	3,382
非流动资产	44,594	45,042	46,389	46,650	财务费用	-351	113	25	-343
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845	资产减值损失	-504	-513	-999	-1,214
固定资产	29,743	28,076	26,707	25,537	加:投资净收益	16	100	132	134
在建工程	2,247	4,198	5,758	7,007	其他收益	586	543	543	543
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378	营业利润	4,777	5,717	11,728	15,825
其他非流动资产	4,781	6,303	6,626	5,883	加:营业外净收支	324	282	281	254
资产总计	113,096	114,279	139,002	165,891	利润总额	5,101	5,998	12,008	16,079
流动负债	54,600	51,232	65,727	79,040	减:所得税费用	570	960	1,921	2,573
短期借款	1,180	2,000	2,000	2,000	少数股东损益	34	38	75	101
应付账款	35,460	34,243	46,823	58,170	归属母公司净利润	4,497	5,001	10,012	13,406
其他流动负债	17,959	13,143	16,049	17,484	EBIT	5,062	6,126	12,045	15,803
非流动负债	4,097	3,609	3,749	3,819	EBITDA	9,656	9,470	15,517	19,405
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206					
其他非流动负债	2,892	2,404	2,544	2,613	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	58,697	54,842	69,477	82,859	每股收益(元)	0.49	0.55	1.10	1.47
少数股东权益	0	38	113	214	每股净资产(元)	5.96	6.51	7.60	9.07
归属母公司股东权益	54,399	59,400	69,412	82,818	发行在外股份(百万股)	9127	9176	9176	9176
负债和股东权益	113,096	114,279	139,002	165,891	ROIC(%)	7.5%	8.1%	13.6%	15.1%
					ROE(%)	8.4%	8.8%	15.5%	17.6%
					毛利率(%)	17.2%	16.2%	18.3%	19.1%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.7%	4.9%	7.1%	7.8%
经营活动现金流	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率(%)	51.9%	48.0%	50.0%	49.9%
投资活动现金流	13,972	4,306	22,632	25,968	收入增长率(%)	-3.0%	6.7%	39.1%	21.5%
筹资活动现金流	-15,802	-5,576	-5,420	-2,632	净利润增长率(%)	-13.6%	11.2%	100.2%	33.9%
现金净增加额	3,944	-1,267	310	777	P/E	86.26	77.57	38.75	28.94
折旧和摊销	2,115	-2,537	17,522	24,113	P/B	7.13	6.53	5.59	4.68
资本开支	4,594	3,344	3,472	3,601	EV/EBITDA	6.32	40.40	23.51	17.58
营运资本变动	1,408	-3,300	-3,300	-3,300					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>