

长城汽车 (601633)

证券研究报告

2021年01月10日

新车周期继续强化，全车冗余 L3 级自动驾驶发布

事件：

公司发布产销快报，12月长城汽车销量为15.0万辆，同比+42%，环比+3%；20年全年销量为111万辆，同比+5%。

点评：

12月销量继续高增长。12月15万辆的月度销量是继16年12月后，公司月度销量再一次突破15万辆，同比+42%。无论是传统强势车型H6、亦或是今年推出的全新车型大狗、黑猫等，均表现出色。

全新H6上市，提振最主力车型的销量中枢。依托于“柠檬”平台的首款车型第三代哈弗H6于7月正式亮相，全新二代H6亦于8月推出，两代H6共同巩固了哈弗在SUV市场的领先地位。在20年3-8月之间，H6的月度销量均保持在2-3万辆。第三代H6推出后，大幅提高了长城最主力车型的销量中枢，10-12月连续3个月销量超过5万辆，其中12月H6销量为5.6万辆，同比+33%，大狗、H9等其他哈弗车型表现同样出色。

全年新能源车销量表现超市场预期。在20年之前，市场对长城的新能源车业务预期较低，但长城依靠自己深厚的技术积淀，在20年旗下的新能源车品牌欧拉连续推出了黑猫、白猫、好猫全新系列产品，专注于年轻和女性群体的需求，实现月度销量10连涨，12月主力车型黑猫12月销量达到1万辆，稳居新能源车行业第一阵营。

皮卡王者，全年销量同比+51%。长城炮的销量继续爬坡，连续8个月销量过万，长城炮、风骏5、风骏7包揽皮卡市场单车型销量前三名，全年皮卡销量22.5万辆，同比+51%，市占率近50%。长城皮卡全球化加速，陆续在澳洲、南美、南非、中东四大地区上市，打开进一步增长的空间。

全车冗余L3级自动驾驶即将量产。公司在20年12月30日发布全新的咖啡智驾“331战略”，将在2021年实现中国首个全车冗余L3级自动驾驶。咖啡智驾拥有包括感知冗余、控制器冗余、制动冗余、架构冗余、电源冗余和转向冗余在内的6大冗余系统。我们认为全车冗余L3级自动驾驶技术有望进一步增强公司的核心竞争力，在智能驾驶领域建立明显优势。

投资建议：

乘用车行业持续复苏，长城作为本轮复苏的龙头自主车企，处于强产品周期阶段，新车型表现不断超预期，我们上调20-22年的归母净利润预测至52亿、95亿和125亿（此前预期分别为46亿、77亿和98亿），对应PE分别为75倍、41倍和31倍，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车行业销量不及预期，新车型销量不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	42.5元
目标价格	元

基本数据

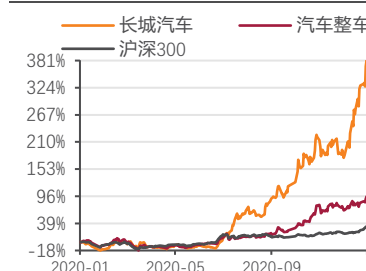
A股总股本(百万股)	6,076.41
流通A股股本(百万股)	6,027.73
A股总市值(百万元)	258,247.57
流通A股市值(百万元)	256,178.48
每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	57.19
一年内最高/最低(元)	43.04/7.40

作者

文康 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

陆嘉敏 分析师
SAC执业证书编号：S1110520080001
lujiamin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

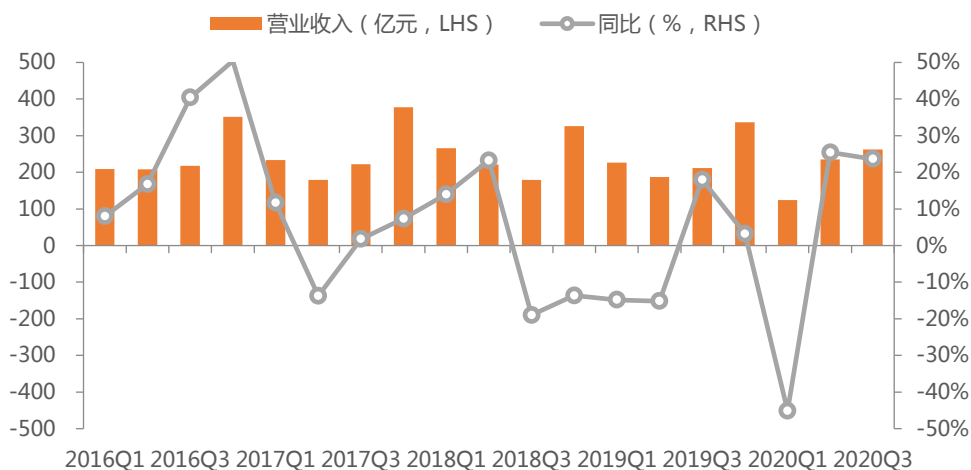
相关报告

- 1 《长城汽车-季报点评:汇兑损益无碍Q3利润同比增长》2020-10-25
- 2 《长城汽车-半年报点评:Q2盈利能力恢复，三大平台助力科技转型》2020-08-29
- 3 《长城汽车-季报点评:汇兑损益对Q1影响较大，车市已在改善》2020-04-24

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	99,229.99	96,210.69	102,810.75	145,356.68	171,877.03
增长率(%)	(1.92)	(3.04)	6.86	41.38	18.25
EBITDA(百万元)	11,622.95	12,507.90	8,065.81	13,286.75	16,992.04
净利润(百万元)	5,207.31	4,496.87	5,223.44	9,498.09	12,502.10
增长率(%)	3.58	(13.64)	16.16	81.84	31.63
EPS(元/股)	0.57	0.49	0.57	1.04	1.36
市盈率(P/E)	74.89	86.72	74.66	41.06	31.19
市净率(P/B)	7.42	7.17	6.81	6.28	5.71
市销率(P/S)	3.93	4.05	3.79	2.68	2.27
EV/EBITDA	3.11	5.51	44.72	25.67	20.43

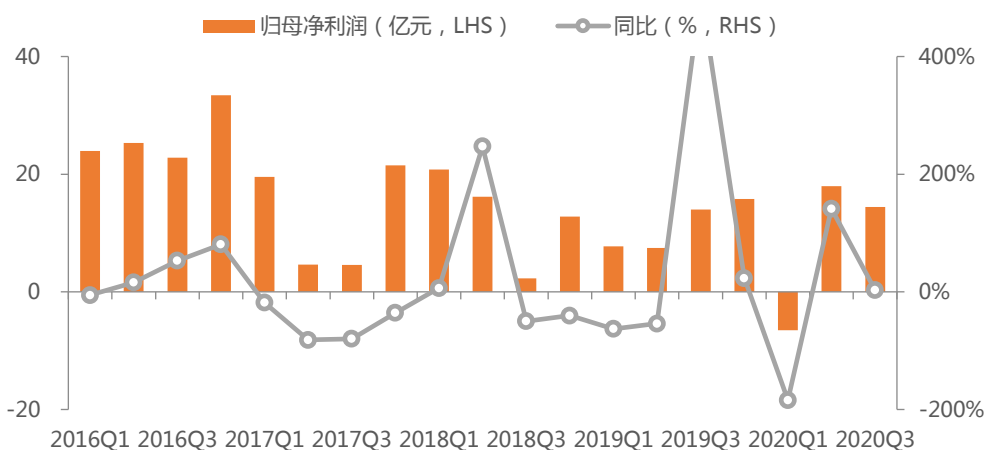
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：长城汽车 16 年至今单季度营业收入及同比（亿元，%）



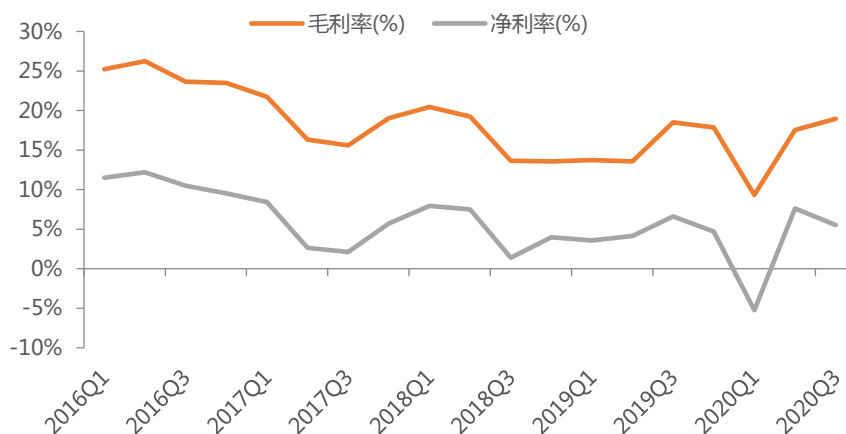
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：长城汽车 16 年至今单季度归母净利润及同比（亿元，%）



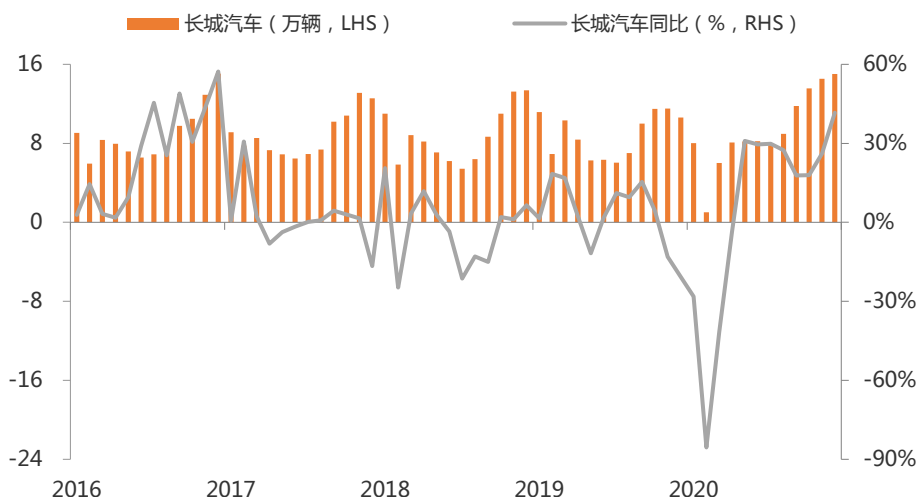
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：长城汽车 16 年至今单季度毛利率及净利率（%）



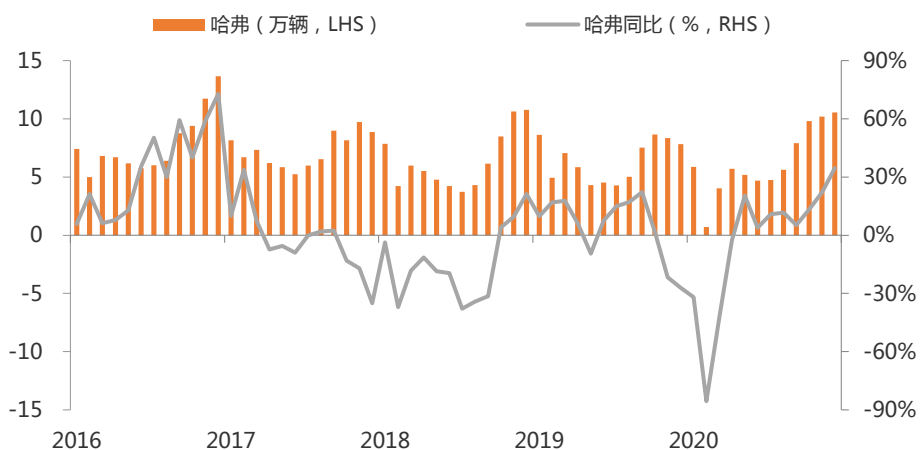
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：长城汽车 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



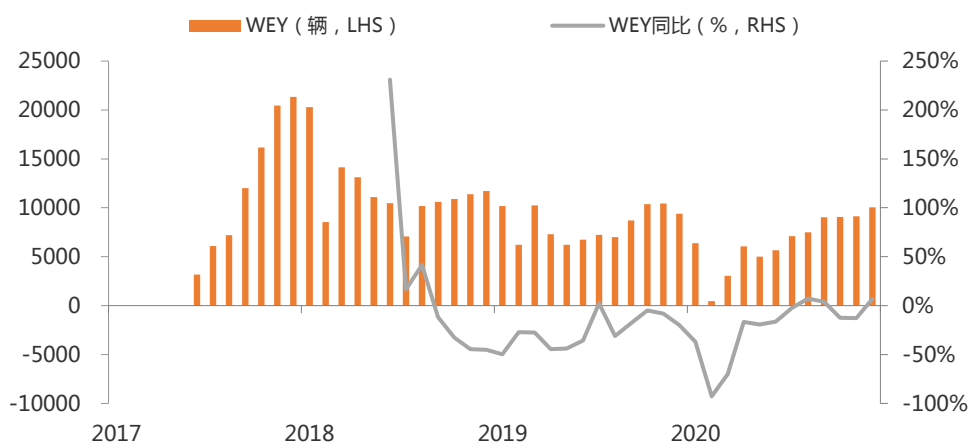
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：哈弗 16 年至今月度销量及同比（万辆，%）



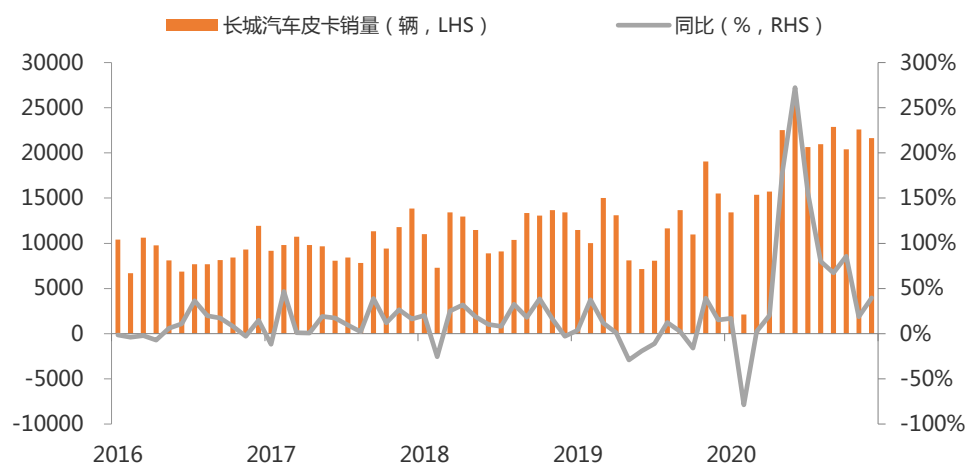
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：WEY 17 年至今月度销量及同比（辆，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7: 长城皮卡 2016 至今月度销量及同比 (辆, %)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,682.08	9,723.31	16,282.72	36,672.85	33,797.87
应收票据及应收账款	3,343.22	3,193.19	3,791.62	6,083.69	5,593.37
预付账款	440.80	441.16	790.82	717.61	1,062.10
存货	4,445.10	6,237.19	5,047.48	10,389.97	8,064.84
其他	37,774.44	48,099.74	30,190.06	40,141.21	39,195.62
流动资产合计	53,685.65	67,694.60	56,102.70	94,005.33	87,713.81
长期股权投资	0.00	3,112.65	3,112.65	4,150.20	5,533.60
固定资产	28,993.55	29,743.31	30,853.95	31,136.43	31,143.52
在建工程	4,405.62	2,247.37	1,528.42	1,097.05	838.23
无形资产	5,244.48	6,898.93	7,263.11	7,845.36	8,149.15
其他	1,213.95	2,591.98	1,662.21	769.24	(425.60)
非流动资产合计	39,857.60	44,594.25	44,420.34	44,998.29	45,238.90
资产总计	111,800.41	113,096.41	110,836.80	148,796.45	139,924.10
短期借款	12,799.97	1,180.47	1,000.00	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	29,401.64	35,460.43	29,873.29	62,571.36	47,234.55
其他	12,416.81	17,958.90	19,119.92	19,421.04	19,470.95
流动负债合计	54,618.42	54,599.80	49,993.21	82,992.40	67,705.50
长期借款	2,157.81	1,205.66	1,100.00	1,100.00	1,100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,335.60	2,891.72	2,403.82	2,543.71	2,613.08
非流动负债合计	4,493.40	4,097.38	3,503.82	3,643.71	3,713.08
负债合计	59,111.82	58,697.18	53,497.03	86,636.12	71,418.58
少数股东权益	163.76	0.00	39.33	110.84	204.97
股本	9,127.27	9,127.27	9,175.95	9,175.95	9,175.95
资本公积	1,411.23	1,411.25	1,411.25	1,411.25	1,411.25
留存收益	43,659.88	45,512.78	48,124.50	52,873.54	59,124.59
其他	(1,673.55)	(1,652.07)	(1,411.25)	(1,411.25)	(1,411.25)
股东权益合计	52,688.59	54,399.23	57,339.77	62,160.33	68,505.51
负债和股东权益总计	111,800.41	113,096.41	110,836.80	148,796.45	139,924.10

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,247.64	4,530.73	5,223.44	9,498.09	12,502.10
折旧摊销	3,887.87	4,593.90	2,449.66	2,720.36	2,969.09
财务费用	576.98	335.06	(259.49)	(397.10)	(484.67)
投资损失	(219.27)	(214.40)	(119.67)	(118.15)	(84.44)
营运资金变动	(20,483.19)	(1,968.39)	16,159.87	15,133.79	(12,371.67)
其它	30,687.80	6,695.40	39.33	71.51	94.13
经营活动现金流	19,697.83	13,972.30	23,493.15	26,908.50	2,624.54
资本支出	6,239.36	7,354.71	3,693.43	3,013.82	2,951.78
长期投资	0.00	3,112.65	0.00	1,037.55	1,383.40
其他	(16,279.79)	(26,269.05)	(16,285.50)	(6,566.01)	(4,500.45)
投资活动现金流	(10,040.44)	(15,801.68)	(12,592.06)	(2,514.64)	(165.27)
债权融资	15,196.78	5,566.12	3,287.18	3,635.39	4,067.52
股权融资	228.50	372.56	548.98	397.10	484.67
其他	(21,926.11)	(1,994.73)	(8,177.84)	(8,036.22)	(9,886.44)
筹资活动现金流	(6,500.84)	3,943.95	(4,341.68)	(4,003.73)	(5,334.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,156.55	2,114.57	6,559.41	20,390.13	(2,874.97)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,229.99	96,210.69	102,810.75	145,356.68	171,877.03
营业成本	81,480.94	79,684.49	84,849.71	118,741.87	139,435.24
营业税金及附加	3,627.38	3,168.60	3,382.47	4,782.23	5,656.70
营业费用	4,575.20	3,896.67	4,153.55	5,378.20	6,359.45
管理费用	1,676.30	1,955.45	2,066.50	2,616.42	2,921.91
研发费用	1,743.38	2,716.22	2,878.70	3,517.63	3,781.29
财务费用	(493.88)	(351.03)	(259.49)	(397.10)	(484.67)
资产减值损失	136.53	(503.62)	(16.67)	(127.92)	(216.07)
公允价值变动收益	(140.35)	(73.30)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	219.27	15.51	119.67	118.15	84.44
其他	173.17	924.86	(239.33)	(236.29)	(168.88)
营业利润	6,232.04	4,776.84	5,875.64	10,963.49	14,507.62
营业外收入	252.88	342.12	328.56	307.86	326.18
营业外支出	7.85	18.41	12.71	12.99	14.70
利润总额	6,477.07	5,100.56	6,191.49	11,258.36	14,819.09
所得税	1,229.43	569.82	928.72	1,688.75	2,222.86
净利润	5,247.64	4,530.73	5,262.77	9,569.60	12,596.23
少数股东损益	40.33	33.86	39.33	71.51	94.13
归属于母公司净利润	5,207.31	4,496.87	5,223.44	9,498.09	12,502.10
每股收益(元)	0.57	0.49	0.57	1.04	1.36

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-1.92%	-3.04%	6.86%	41.38%	18.25%
营业利润	6.45%	-23.35%	23.00%	86.59%	32.33%
归属于母公司净利润	3.58%	-13.64%	16.16%	81.84%	31.63%
获利能力					
毛利率	17.89%	17.18%	17.47%	18.31%	18.88%
净利率	5.25%	4.67%	5.08%	6.53%	7.27%
ROE	9.91%	8.27%	9.12%	15.31%	18.30%
ROIC	10.36%	10.47%	11.24%	32.07%	90.57%
偿债能力					
资产负债率	52.87%	51.90%	48.27%	58.22%	51.04%
净负债率	14.26%	-7.64%	-22.66%	-53.15%	-43.40%
流动比率	1.21	1.25	1.26	1.21	1.37
速动比率	1.13	1.14	1.16	1.09	1.25
营运能力					
应收账款周转率	3.72	29.44	29.44	29.44	29.44
存货周转率	19.81	18.01	18.22	18.83	18.63
总资产周转率	0.89	0.86	0.92	1.12	1.19
每股指标(元)					
每股收益	0.57	0.49	0.57	1.04	1.36
每股经营现金流	2.15	1.52	2.56	2.93	0.29
每股净资产	5.72	5.93	6.24	6.76	7.44
估值比率					
市盈率	74.89	86.72	74.66	41.06	31.19
市净率	7.42	7.17	6.81	6.28	5.71
EV/EBITDA	3.11	5.51	44.72	25.67	20.43
EV/EBIT	4.63	8.66	64.22	32.28	24.75

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com