

# 行业与车型周期双振，智能电动化抬升估值

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）跟踪报告

## 要点

### 2020全年销量超指引完成

长城公布2020全年销量同比增长4.8%至111.2万辆（vs. 指引约102万辆）；其中，皮卡/欧拉品牌销量分别同比增长约51.2%/44.8%至22.5万辆/5.6万辆（销量占比约20%/5%），哈弗/WEY品牌销量分别同比下降2.5%/21.5%至75.0万辆/7.9万辆（销量占比约67%/7%）。从销量表现来看，2020年主力车型哈弗H6总销量37.7万辆（12月约5.6万辆，H6第三代约2.3万辆），2020/10月上市至今的哈弗大狗销量约2.9万辆（12月约1.0万辆），坦克300与欧拉好猫订单强劲（截至12月底的订单分别达1+万辆）。

### 行业周期与新车型周期双振

1) 我们预计2021E国内乘用车同比高个位数或近10%销量同比增速（vs. 中汽协预计约7.5%）；其中，自主有望在行业恢复增长过程中具有更高修复弹性；2) 2H20长城新车型周期开启，包括哈弗H6第三代/大狗、坦克300、欧拉好猫；此外，2021E规划上市10+款包括哈弗初恋，WEY品牌全新车型、以及多款换代车型（F7第二代/M6中改款等）。预计行业周期与新车型周期双振驱动的2021E公司总销量增长、以及全新平台的换代/新车型爬坡带动的单车盈利修复前景可期。

### 新能源销量爬坡，技术储备与自动驾驶推进有望抬升估值中枢

2020/12/30长城发布咖啡智驾331战略；其中，2021E规划上市搭载Ibeo激光雷达的WEY品牌车型（达到全车冗余的L3级智能驾驶能力），2022E-2023E规划逐步达到并运用L4级自动驾驶系统（2022E搭载高通芯片）。我们判断，1) 12月欧拉销量已爬坡至约1.3万辆；2) 长城在动力系统技术革新与自动驾驶推进方面（柠檬动力平台/坦克越野平台/咖啡智能平台），处于传统车企转型的头部阵营；3) 预计市场对智能电动车的接受度不断提升（行业2C端需求逐步释放），结合公司在相应技术储备与自动驾驶领域的有序推进，估值中枢有望进一步抬升。

### 维持H股“增持”评级，维持A股“增持”评级

我们看好长城换代/新车型周期驱动的销量与单车盈利修复前景，上调公司2020E/2021E/2022E归母净利润分别至人民币44.3亿/73.7亿/97.8亿；维持H股“增持”评级，维持A股“增持”评级。

### 风险提示

行业销量不及预期；新车型上市不及预期；换代/新车型毛利率爬坡不及预期；全新高配置车型硬件成本较高或进一步拉低新车毛利率；智能电动化推进不及预期；疫情反复与加重风险；市场风险等。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	99,230	96,211	99,042	135,914	153,762
营业收入增长率	-1.9%	-3.0%	2.9%	37.2%	13.1%
净利润（百万元）	5,207	4,497	4,431	7,368	9,776
净利润增长率	3.6%	-13.6%	-1.5%	66.3%	32.7%
EPS（元）	0.57	0.49	0.48	0.80	1.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.9%	8.3%	7.8%	12.1%	14.8%
P/E（H股）	44.0	51.0	52.0	31.3	23.6
P/E（A股）	74.5	86.3	88.0	52.9	39.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测（股价截止2021-01-08，1港币=0.85人民币）

## A股：增持（维持）

当前价：42.50元

## H股：增持（维持）

当前价：29.55港币

### 作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523852

niyj@ebsec.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

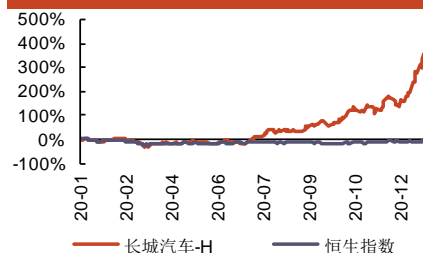
021-52523869

shaoj@ebsec.com

### 市场数据

总股本(亿股)	91.76
总市值(亿港元)	4,010.29
一年最低/最高(港币)	3.85/29.8
近3月换手率	201.88%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	90.4	153.1	447.1
绝对	96.0	168.6	446.4

资料来源：Wind（股价截止2021-01-08）

### 相关研报

《4Q17E 基本面改善，股价短期上涨催化剂——长城汽车（2333.HK）首次覆盖深度报告》  
2017-11-03  
《2Q20 业绩增长强劲，2H20E 皮卡/新车型提振——长城汽车（2333.HK、601633.SH）2020 年半年报点评》  
2020-08-28

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230	96,211	99,042	135,914	153,762
营业成本	-81,481	-79,684	-82,565	-111,690	-124,423
税金及附加	-3,627	-3,169	-3,214	-4,411	-4,989
销售及经销费用	-4,575	-3,897	-3,993	-5,481	-6,199
行政及管理费用	-3,420	-4,672	-4,675	-6,417	-7,257
利息及财务费用	111	12	8	31	-149
减值/收益/价值变动	-6	-25	-175	-200	-200
经营利润	6,232	4,777	4,428	7,745	10,544
利润总额	6,477	5,101	5,001	8,301	11,007
所得税	-1,229	-570	-550	-913	-1,211
净利润	5,248	4,531	4,451	7,388	9,796
少数股东损益	40	34	20	20	20
归属母公司净利润	5,207	4,497	4,431	7,368	9,776
EPS(按最新股本计, 元)	0.57	0.49	0.48	0.80	1.07

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19,698	13,972	13,679	19,523	21,397
净利润	5,248	4,531	4,451	7,388	9,796
折旧摊销	3,795	4,331	4,204	4,585	4,966
净营运资金增加	9,625	4,541	6,109	7,603	6,693
其他	849	520	-1,085	-53	-58
投资活动产生现金流	-10,040	-15,802	-10,232	-10,343	-10,356
净资本支出	-33,920	-32,792	-25,232	-25,343	-25,356
其他资产变化	23,880	16,990	15,000	15,000	15,000
融资活动现金流	-6,501	3,944	2,365	-3,666	-1,484
有息负债变化	-4,378	6,686	4,614	-1,450	2,200
利息支付的现金	-2,042	-2,830	-2,248	-2,216	-3,684
净现金流	3,157	2,115	5,812	5,515	9,557

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.5%	16.8%	16.6%	17.8%	19.1%
EBITDA 率	10.1%	9.5%	8.7%	9.1%	10.1%
EBIT 率	6.3%	5.0%	4.5%	5.7%	6.9%
税前净利润率	6.5%	5.3%	5.0%	6.1%	7.2%
归母净利润率	5.2%	4.7%	4.5%	5.4%	6.4%
ROA	4.7%	4.0%	3.3%	4.6%	5.6%
ROE (摊薄)	9.9%	8.3%	7.8%	12.1%	14.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	13.4%	2.1%	2.3%	2.2%	2.3%
流动比率	1.2	1.3	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.5	1.4
归母权益/有息债务	3.5	22.8	19.0	17.1	16.5
有形资产/有息债务	1.9	12.5	10.1	8.6	7.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	111,800	113,096	132,938	159,613	174,133
现金及其等价物	7,682	9,723	14,589	20,104	29,661
库存	4,445	6,237	6,465	8,427	7,126
应收款项	3,995	4,140	4,548	5,864	5,061
其他流动资产	46,827	44,038	65,076	81,315	86,118
流动资产合计	66,126	68,502	90,678	115,710	127,965
固定资产	28,994	29,743	30,261	30,691	30,743
在建工程	4,406	2,247	2,860	2,361	1,862
无形资产	3,391	4,710	3,774	3,869	3,960
其他非流动资产	6,960	5,534	1,864	1,983	2,102
非流动资产合计	45,674	44,594	42,259	43,903	46,168
总负债	59,112	58,697	75,962	98,819	108,300
短期借款	12,800	1,180	1,500	1,800	2,000
应付账款	36,931	41,548	49,304	62,137	67,080
其他流动负债	4,649	11,871	1,700	1,700	1,700
流动负债合计	54,379	54,600	52,504	65,637	70,780
长期借款	2,158	1,206	1,500	1,750	2,000
其他非流动负债	2,575	2,892	21,958	31,432	35,520
非流动负债合计	4,732	4,097	23,458	33,182	37,520
股东权益	52,689	54,399	56,976	60,795	65,833
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
资本公积	1,411	1,411	1,411	1,411	1,411
盈余公积	5,629	5,740	5,860	5,995	6,145
未分配利润	36,620	38,361	40,577	44,261	49,149
归属母公司权益	52,525	54,399	56,976	60,795	65,833
少数股东权益	164	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用率	3.4%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
财务费用率	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税率	19.0%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.3	0.2	0.2	0.4	0.5
每股经营现金流	2.2	1.5	1.5	2.1	2.3
每股净资产	5.8	6.0	6.2	6.6	7.2
每股销售收入	10.9	10.5	10.8	14.8	16.8

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE (H股)	44.0	51.0	52.0	31.3	23.6
PE (A股)	74.5	86.3	88.0	52.9	39.9
股息率 (H股)	1.2%	1.0%	1.0%	1.6%	2.1%
股息率 (A股)	0.7%	0.6%	0.6%	0.9%	1.3%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳