

2021年01月25日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

Q4 业绩超预期！继续重点推荐 买入（维持）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	103,280	143,091	173,768
同比（%）	-3.0%	7.3%	38.5%	21.4%
归母净利润（百万元）	4,497	5,392	11,508	14,499
同比（%）	-13.6%	19.9%	113.4%	26.0%
每股收益（元/股）	0.49	0.59	1.26	1.59
P/E（倍）	87.91	73.32	34.35	27.26

投资要点

■ **事件要点：**长城汽车业绩快报：2020 年实现营收 1032.83 亿元，同比+7.35%；归母净利润实现 53.92 亿元，同比+19.90%；扣非归母净利润实现 39.72 亿元，同比-0.37%。2020Q4 实现营业收入 411.40 亿元，同比+22.32%，环比+56.94%；归母净利润 28.05 亿元，同比+77.58%，环比+94.63%；扣非归母净利润 20.95 亿元，同比+49.90%，环比+94.88%。

■ H6 换代+大狗+欧拉等多款新车上量，Q4 销量高增长

2020H1 疫情影响严重，长城整车销量 39.43 万辆，同比-20.10%，营业收入及净利润分别同比-10.88%/-24.46%，表现较差。下半年开始，长城汽车内部组织变革+外部持续上市重磅车型，推动业绩加速向好。2020H2 实现整车销量 71.65 万辆，同比+25.94%，营业收入及净利润同比分别为+20.50%/+42.48%。Q4 来看，长城汽车哈弗/WEY/皮卡/欧拉四大品牌批发销量依次为 30.52/2.82/6.47/3.23 万辆，同比依次为+22.98%/-6.50%/+27.87%/+284.32%，欧拉品牌同比涨幅较大；四大品牌销量环比依次为+67.02%/+19.45%/+0.24%/+123.44%，哈弗/欧拉品牌高增长。

■ 与销量趋势同步，Q4 单车收入&利润均改善

Q4 的单车收入 9.5 万元，环比+4.02%，单车净利 0.65 万元，环比+29.00%，两大核心盈利指标均与销量保持一致趋势，持续改善。背后原因主要来自：1) 规模效应。Q4 批发销量环比 Q3+50.88%。2) 产品结构上移。哈弗品牌销量占比 Q4 环比 Q3 提升 6.80pct，欧拉环比提升 2.44pct。第三代 H6、大狗等新车折扣率保持低位，分别为 4.22%/1.67%。3) 模块化。公司全新一代车型采用柠檬+坦克平台，零部件通用化率可达 60%-80%，且供应链开放效果日益突显。

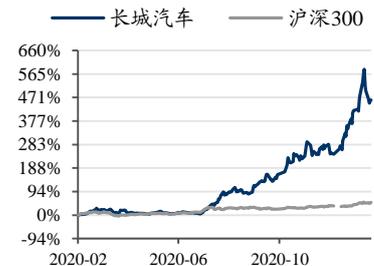
■ 长城 Q4 企业端去库存，折扣率小幅增加

根据我们自建库存体系及长城产销快讯，Q4 长城汽车企业库存当月-3373 辆，哈弗/皮卡小幅去库，WEY/欧拉小幅补库，四大品牌企业库存分别-2649 辆、241 辆、-1547 辆、727 辆，企业库存累计为-24793 辆。根据我们自建价格体系显示：长城汽车 1 月上旬折扣率 9.04%，环比 10 月上旬+0.37pct。第三代哈弗 H6 折扣率 4.22%，环比 10 月上旬+3.36pct；第二代哈弗 H6 折扣率 14.27%，环比 10 月上旬+1.68pct。哈弗大狗折扣率 1.67%，环比 10 月上旬+1.67pct，成交价环比下降 3955 元。

■ **投资建议：**预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 PE 为 73.32/34.35/27.26 倍。公司新一轮产品周期向上，叠加智能驾驶技术布局的催化，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**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)	43.31
一年最低/最高价	7.17/51.72
市净率(倍)	7.27
流通 A 股市值(百万元)	261060.99

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）：12 月产销继续靓丽，全年超目标》2021-01-09
- 2、《长城汽车（601633）：长城 2021 年将实现全车冗余 L3 自动驾驶》2020-12-31
- 3、《长城汽车（601633）：被低估的柠檬混动 DHT 技术》2020-12-25

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	69,750	94,014	121,953	营业收入	96,211	103,280	143,091	173,768
现金	9,723	7,658	26,177	51,564	减:营业成本	79,684	86,243	115,486	139,560
应收账款	3,193	2,816	5,509	7,292	营业税金及附加	3,169	3,401	4,713	5,723
存货	6,237	5,774	7,690	9,853	营业费用	3,897	4,131	5,294	6,429
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602	管理费用	1,955	2,066	2,862	3,388
非流动资产	44,594	45,043	46,389	46,651	财务费用	-351	109	11	-374
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845	资产减值损失	-504	-516	-1,002	-1,216
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	605	543	143
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378	营业利润	4,777	6,185	13,440	17,034
其他非流动资产	4,781	6,304	6,626	5,884	加:营业外净收支	324	282	281	254
资产总计	113,096	114,793	140,403	168,603	利润总额	5,101	6,467	13,721	17,288
流动负债	54,600	51,352	65,228	78,751	减:所得税费用	570	1,035	2,127	2,680
短期借款	1,180	2,000	2,000	2,000	少数股东损益	34	41	87	109
应付账款	35,460	34,334	46,347	57,891	归属母公司净利润	4,497	5,392	11,508	14,499
其他流动负债	17,959	13,161	16,024	17,471	EBIT	5,062	6,592	13,743	16,980
非流动负债	4,097	3,609	3,749	3,819	EBITDA	9,656	9,936	17,215	20,581
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	54,961	68,977	82,569	每股收益(元)	0.49	0.59	1.26	1.59
少数股东权益	0	41	127	236	每股净资产(元)	5.96	6.55	7.81	9.40
归属母公司股东权益	54,399	59,791	71,298	85,797	发行在外股份(百万 股)	9127	9176	9176	9176
负债和股东权益	113,096	114,793	140,403	168,603	ROIC(%)	7.5%	8.6%	15.3%	15.8%
					ROE(%)	8.4%	9.4%	17.5%	18.4%
					毛利率(%)	17.2%	16.5%	19.3%	19.7%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	4.7%	5.3%	8.1%	8.4%
经营活动现金流	13,972	4,775	23,614	27,211	资产负债率(%)	51.9%	47.9%	49.1%	49.0%
投资活动现金流	-15,802	-5,576	-5,420	-2,632	收入增长率(%)	-3.0%	7.3%	38.5%	21.4%
筹资活动现金流	3,944	-1,264	325	809	净利润增长率(%)	-13.6%	19.9%	113.4%	26.0%
现金净增加额	2,115	-2,065	18,519	25,388	P/E	87.91	73.32	34.35	27.26
折旧和摊销	4,594	3,344	3,472	3,601	P/B	7.27	6.61	5.54	4.61
资本开支	1,408	-3,300	-3,300	-3,300	EV/EBITDA	6.32	39.20	21.53	16.80
营运资本变动	-1,370	-594	11,070	11,726					

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>