

601633.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 43.31

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	13.6	29.6	73.6	435.6
相对上证指数	10.2	22.9	63.0	413.8

发行股数(百万)	9,176
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	397,411
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,475
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
保定创新长城资产管理有限公司	56

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2021 年 1 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《长城汽车: 汇兑拖累 Q3 业绩, 看好新品周期及未来布局》20201026

《长城汽车: 20Q2 业绩超预期, 推出三大平台开启新征程》20200724

《长城汽车: 20Q1 业绩承压, 有望逐步改善》20200427

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

 证券分析师: 朱朋
(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

长城汽车

Q4 业绩高增长, 看好新品周期及智能电动布局

公司发布 2020 年业绩快报, 全年共实现营业总收入 1032.8 亿元 (+7.4%), 归母净利润 53.9 亿元 (+19.9%); 其中第四季度共销售汽车 43.1 万辆 (+28.2%), 实现营业收入 411.4 亿元 (+22.4%), 归母净利润 28.1 亿元 (+77.5%), 业绩略超预期。2021 年公司新品周期延续, 将推出 10 余款新车型, 有望取得较好销量并推动业绩快速增长。智能化方面, 公司发布咖啡智驾“331 战略”, 计划用时 3 年成为智能驾驶领导者, 有望助力业绩及估值提升。新能源领域, 2020 年欧拉销售 5.63 万辆 (+44.8%), 欧拉好猫等有望热销, 混动 DHT 前景看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.59 元、1.20 元和 1.37 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **Q4 销量高速增长, 2021 年新品周期延续。**2020 年公司进入新一轮产品周期, 推出三代 H6 等产品取得热销, 全年销售整车 111.2 万辆 (+4.8%), 其中 Q4 销售整车 43.1 万辆, 同比增长 28.2%, 同时创造了最高季度收入 411.4 亿元 (+22.4%)。预计在规模效应等推动下, Q4 归母净利润达到 28.1 亿元 (+77.5%), 单车净利润 0.65 万元/辆, 环比提升 29.0%, 此外单车均价环比小幅提升。展望 2021 年, 公司新品周期延续, 将有 10 余款新车上市, 新平台下车型综合竞争力突出, 有望推动公司销量爆发, 以及业绩高速增长。
- **发布咖啡智驾“331 战略”, 助力销量业绩及估值提升。**公司 2020 年底召开智能驾驶战略升级大会, 提出了咖啡智驾“331 战略”, 计划用时 3 年成为智能驾驶领导者: 实现用户规模第一, 用户体验第一, 场景覆盖第一的 3 个第一。并将目标分解, 其中 2021 年计划实现中国首个全车冗余的 L3 级能力智能驾驶, 中国首个配备激光雷达的智能驾驶, 具有 NOH 能力的自动驾驶。智能化是汽车行业未来发展方向, 软件定义汽车等也将为汽车行业带来商业模式的变革, 并大幅提升市场空间。公司在智能化大举投入, 有望助力销量、业绩及估值提升, 发展前景看好。
- **新能源销量高增长, 纯电动及混动全面布局。**纯电动方面, 2020 年欧拉品牌共销售纯电动车 5.63 万辆 (+44.8%), 其中 Q4 达 3.23 万辆 (+384.3%), 12 月欧拉黑猫销量已突破万辆。2020 年 11 月欧拉好猫上市, 补贴后售价 10.39-14.39 万元, 新车型外观复古圆润有望热销。此外 2021 年也将有多款纯电动车型上市, 新能源销量有望高速增长。混动方面, 公司 2020 年 12 月发布“柠檬混动 DHT”技术, 包含油电混动 HEV、插电混动 PHEV 两种动力架构, 紧凑型 SUV 搭载 HEV 系统的百公里综合油耗可降低至 4.6L, 搭载 PHEV 架构可实现 200 公里的纯电续航, 整体性能优异, 体现了公司强大的技术实力, 有助于提升销量及降低整体油耗。

估值

- 考虑到公司新品周期延续, 我们上调业绩预测, 预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.59 元、1.20 元和 1.37 元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 销量及盈利能力低于预期; 2) 芯片等零部件供应短缺或涨价。

投资摘要

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	99,230	96,211	103,282	137,365	153,849
变动(%)	(2)	(3)	7	33	12
净利润(人民币 百万)	5,207	4,497	5,392	11,024	12,567
全面摊薄每股收益(人民币)	0.571	0.493	0.588	1.201	1.370
变动(%)	3.6	(13.6)	19.3	104.5	14.0
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.539	0.842	1.016
调整幅度(%)			9	43	35
全面摊薄市盈率(倍)	75.9	87.9	73.7	36.0	31.6
价格/每股现金流量(倍)	20.1	28.3	8.5	(83.2)	10.3
每股现金流量(人民币)	2.16	1.53	5.11	(0.52)	4.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.1	44.4	36.9	23.1	19.0
每股股息(人民币)	0.290	0.250	0.294	0.601	0.685
股息率(%)	0.7	0.6	0.7	1.4	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 长城汽车单季度业绩

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	Q4 同比(%)	Q4 环比(%)
营业收入 (亿元)	123.8	235.5	262.1	411.4	22.4	56.9
销量 (万辆)	15.0	24.5	28.6	43.1	28.2	50.9
单车均价 (万元/辆)	8.2	9.6	9.2	9.5	(4.5)	4.0
归母净利润 (亿元)	(6.5)	18.0	14.4	28.1	77.5	94.7
单车净利 (万元/辆)	(0.43)	0.73	0.50	0.65	38.6	29.0

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	99,230	96,211	103,282	137,365	153,849
销售成本	(85,108)	(82,853)	(88,823)	(114,425)	(128,15)
经营费用	(4,503)	(4,565)	(4,745)	(6,943)	(7,937)
息税折旧前利润	9,619	8,793	9,714	15,997	17,756
折旧及摊销	(3,810)	(4,557)	(4,850)	(5,170)	(5,487)
经营利润(息税前利润)	5,808	4,236	4,864	10,827	12,269
净利息收入/(费用)	111	12	(727)	(353)	(208)
其他收益/(损失)	558	852	2,111	2,300	2,500
税前利润	6,477	5,101	6,248	12,774	14,561
所得税	(1,229)	(570)	(856)	(1,661)	(1,893)
少数股东权益	(40)	(34)	0	(89)	(101)
净利润	5,207	4,497	5,392	11,024	12,567
核心净利润	5,254	4,533	5,482	11,083	12,625
每股收益(人民币)	0.571	0.493	0.588	1.201	1.370
核心每股收益(人民币)	0.576	0.497	0.597	1.208	1.376
每股股息(人民币)	0.290	0.250	0.294	0.601	0.685
收入增长(%)	(2)	(3)	7	33	12
息税前利润增长(%)	4	(27)	15	123	13
息税折旧前利润增长(%)	9	(9)	10	65	11
每股收益增长(%)	4	(14)	19	104	14
核心每股收益增长(%)	3	(14)	20	102	14

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	6,477	5,101	6,248	12,774	14,561
折旧与摊销	3,810	4,557	4,850	5,170	5,487
净利息费用	(111)	(12)	727	353	208
运营资本变动	9,228	6,874	23,984	(9,213)	20,422
税金	(1,189)	(536)	(856)	(1,661)	(1,893)
其他经营现金流	1,482	(2,011)	11,900	(12,199)	(302)
经营活动产生的现金流	19,698	13,972	46,853	(4,776)	38,484
购买固定资产净值	1,976	1,654	4,100	3,100	3,100
投资减少/增加	217	(3,093)	1,000	1,300	1,500
其他投资现金流	(12,233)	(14,363)	(16,428)	(6,017)	(4,292)
投资活动产生的现金流	(10,040)	(15,802)	(11,328)	(1,617)	308
净增权益	(2,647)	(2,282)	(2,696)	(5,512)	(6,283)
净增债务	1,593	(9,631)	10,121	148	132
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,446)	15,830	305	44	100
融资活动产生的现金流	(6,501)	3,944	7,783	(5,217)	(5,830)
现金变动	3,157	2,115	43,308	(11,610)	32,963
期初现金	4,831	7,682	9,723	53,031	41,422
公司自由现金流	9,657	(1,829)	35,525	(6,393)	38,793
权益自由现金流	10,756	(11,811)	45,903	(6,392)	38,603

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7,682	9,723	53,031	41,422	74,384
应收帐款	3,994	4,140	4,467	6,980	5,841
库存	4,445	6,237	5,626	8,913	7,741
其他流动资产	50,005	48,402	39,631	48,093	46,188
流动资产总计	66,126	68,502	102,755	105,408	134,154
固定资产	33,399	31,991	31,885	30,471	28,751
无形资产	5,244	6,899	6,254	5,598	4,932
其他长期资产	1,084	5,592	4,684	4,871	5,049
长期资产总计	39,727	44,482	42,824	40,940	38,732
总资产	111,800	113,096	145,663	146,399	172,900
应付帐款	29,402	35,460	40,994	47,101	53,540
短期债务	12,800	1,180	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	12,417	17,959	30,055	19,143	33,050
流动负债总计	54,618	54,600	76,049	71,244	91,591
长期借款	2,158	1,206	9,500	9,300	9,000
其他长期负债	2,336	2,892	2,404	2,544	2,613
股本	9,127	9,127	9,176	9,176	9,176
储备	43,660	45,513	48,534	54,046	60,330
股东权益	52,787	54,640	57,710	63,222	69,506
少数股东权益	164	0	0	89	190
总负债及权益	111,800	113,096	145,663	146,399	172,900
每股帐面价值(人民币)	5.78	5.99	6.29	6.89	7.57
每股有形资产(人民币)	5.21	5.23	5.61	6.28	7.04
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	(0.80)	(4.20)	(2.96)	(6.58)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.7	9.1	9.4	11.6	11.5
息税前利润率(%)	5.9	4.4	4.7	7.9	8.0
税前利润率(%)	6.5	5.3	6.0	9.3	9.5
净利率(%)	5.2	4.7	5.2	8.0	8.2
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	6.7	30.7	58.9
净权益负债率(%)	13.7	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.3	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	75.9	87.9	73.7	36.0	31.6
核心业务市盈率(倍)	75.2	87.2	72.5	35.9	31.5
市净率(倍)	7.5	7.2	6.9	6.3	5.7
价格/现金流(倍)	20.1	28.3	8.5	(83.2)	10.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	42.1	44.4	36.9	23.1	19.0
周转率					
存货周转天数	21.5	23.5	24.4	23.2	23.7
应收帐款周转天数	99.8	15.4	15.2	15.2	15.2
应付帐款周转天数	112.6	123.0	135.1	117.0	119.4
回报率					
股息支付率(%)	50.8	50.7	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	10.2	8.4	9.6	18.2	18.9
资产收益率(%)	4.2	3.3	3.2	6.5	6.7
已运用资本收益率(%)	2.0	1.8	2.1	3.7	3.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371