

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

长城汽车 (601633.SH)

首次评级

报告原因：事件点评

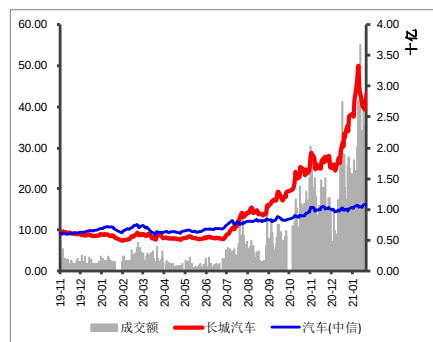
新车发布频繁，新系列销量增速迅猛

增持

2021 年 1 月 28 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-01-25

收盘价(元):	43.31
年内最高/最低(元):	51.72/36.01
流通 A 股/总股本(亿):	60.28/91.76
流通 A 股市值(亿):	2,610.61
总市值(亿):	2,631.69

基础数据：2020-9-30

基本每股收益(元/股):	0.28
每股净资产(元):	5.94
净资产收益率(%):	4.75

分析师：张湃

执业证书编号：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件点评

➤ 月产销高速增长，全年累计产销高于去年。2020 年 12 月，公司汽车产销比为 1.00 倍(前值 0.99 倍)，汽车当月产销量分别为 15.01 万辆和 15.01 万辆，环比+2.70%，销量环比+3.35%，同比分别+23.20%、+41.60%，分别较上月+0.05pct、+15.48pct，销量持续 8 个月同比正增长，且同比增速仍保持较高水平。全年累计产销量产销比为 1.01 倍(前值 1.01 倍)，累计汽车产销量分别为 109.91 万辆和 111.16 万辆，同比分别+1.34%和+4.84%，分别较上月+2.77pct 和+4.08pct，二季度以来累计产销同比持续收窄，12 月回正。

➤ 欧拉系列增速迅猛，哈弗品牌、长城皮卡产销增幅明显。子品牌来看，2020 年 12 月，哈弗销量 105485 辆，同比+79.64%；WEY 系列销量 10031 辆，同比+56.86%；长城皮卡销量 21636 辆，同比+174.92%；欧拉系列销量 12745 辆，同比+884.17%。

➤ 大狗、黑猫系列销量高速增长，哈弗 H6、M6 增幅稳定。销量排名前 5 车型分别为 H6，月销 55,632 辆(同比+33.39%)；M6，月销 20,496 辆(同比+7.80%)；F7，月销 13,405 辆(同比+29.73%)；大狗，月销 10,184 辆(同比---)；黑猫，月销 10,010 辆(同比+334.65%)。

➤ SUV 销售稳定+品质逐步提升+多品牌战略，有望带动公司销量高速增长。行业层面，我国经济运行总体复苏态势持续向好，汽车销售热度特别是 SUV 与皮卡销量需求仍将高位维持。公司层面，长城新车发布极其频繁，善于利用新品牌创造新车型，逐步提升品质与品牌形象的同时，出现爆款可能性更大，未来有望带动公司销量进一步的提升。

投资建议：

公司在 SUV 与皮卡优势明显，品质也在逐步提升，提升了公司的品牌形象。同时，过去一年中新品牌新系列中爆款频出，且预计未来一两年仍将有大量新车型发布，价格区间与市场契合度较高，有望进一步提升公司营收。

在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 0.80 元、0.92 元，对应公司 2021-01-25 收盘价 43.31 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 53.85 倍、47.13 倍，首次给予“增持”评级。

风险提示：行业景气度下行；汽车销量不及预期；行业政策大幅调整。

目录

1.全年产销同比持平，合资品牌高速增长	3
2.盈利预测及投资建议	7
3.风险提示	8

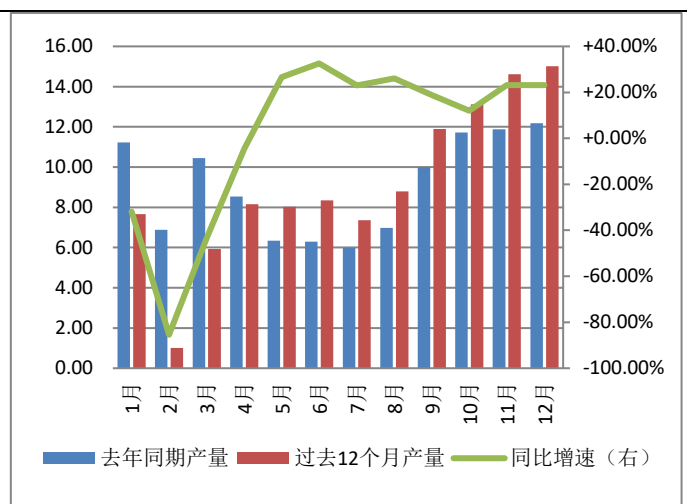
图表目录

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）	3
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	3
图 3：公司汽车月销量（万辆，%）	3
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	3
图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）	4
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）	4
图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）	4
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）	4
图 9：月产销比情况（倍）	4
图 10：本年累计产销比情况（倍）	4
图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）	5
图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）	5
图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）	5
图 14：子公司口径累计销量情况（辆，%）	6
图 15：子品牌销量情况（辆，%）	6
图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）	7
表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）	8

1.全年产销同比持平，合资品牌高速增长

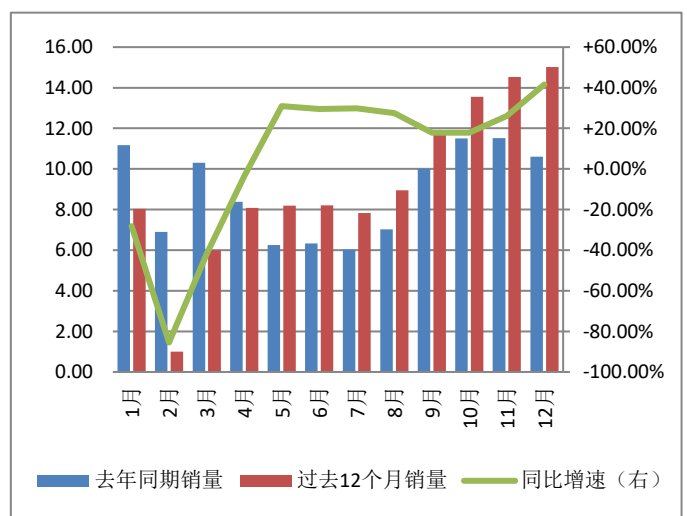
月产销高速增长，全年累计产销高于去年。2020年12月，公司汽车产销比为1.00倍（前值0.99倍），汽车当月产销量分别为15.01万辆和15.01万辆，环比+2.70%，销量环比+3.35%，同比分别+23.20%、+41.60%，分别较上月+0.05pct、+15.48pct，销量持续8个月同比正增长，且同比增速仍保持较高水平。全年累计产销量产销比为1.01倍（前值1.01倍），累计汽车产销量分别为109.91万辆和111.16万辆，同比分别+1.34%和+4.84%，分别较上月+2.77pct和+4.08pct，二季度以来累计产销同比持续收窄，12月回正。

图1：公司汽车月产量（万辆，%）



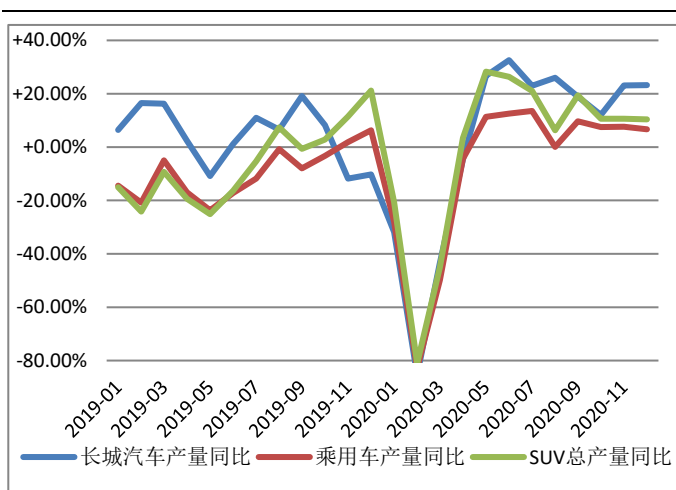
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：公司汽车月销量（万辆，%）



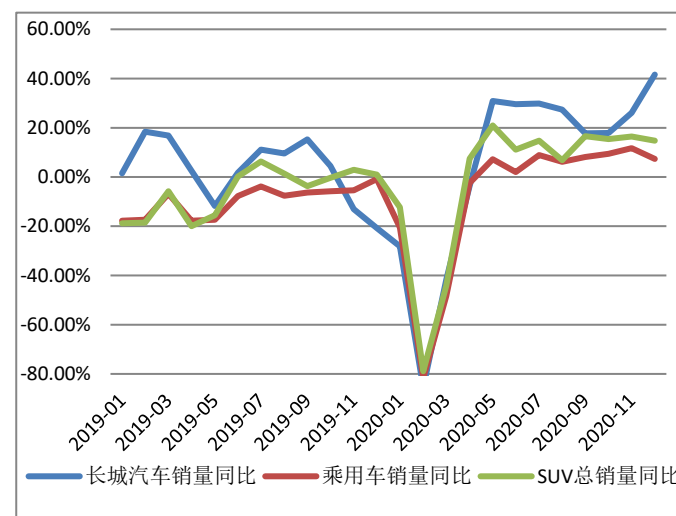
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



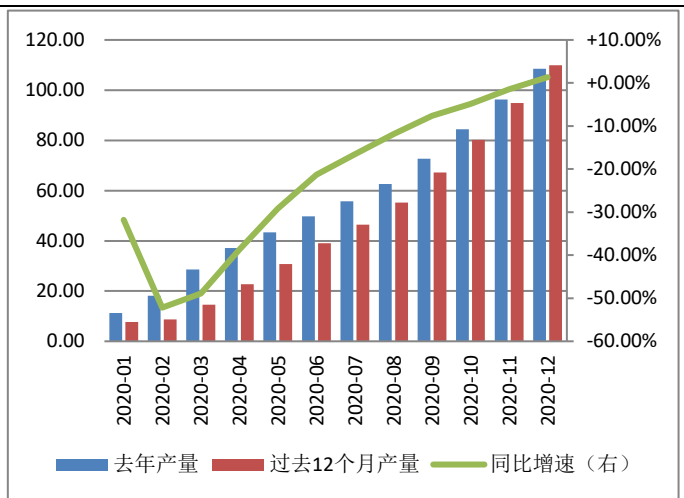
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



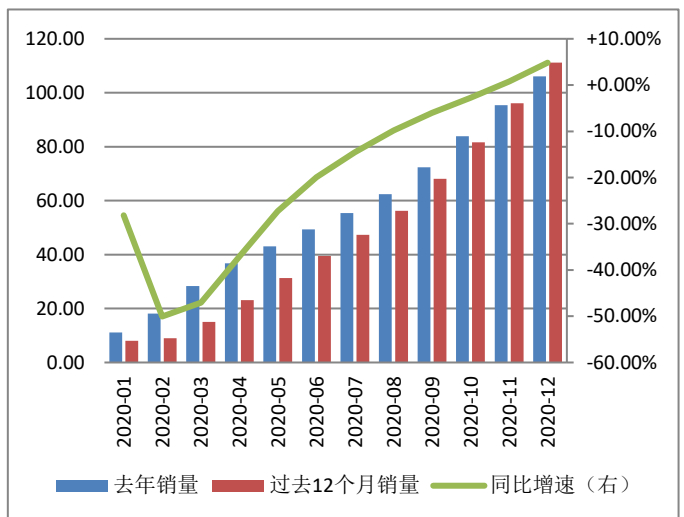
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



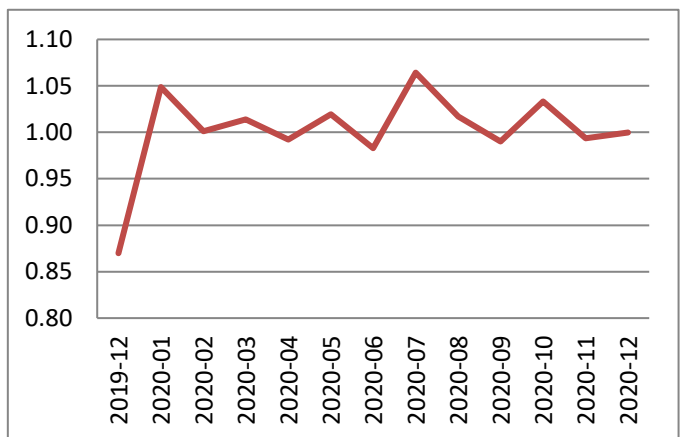
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



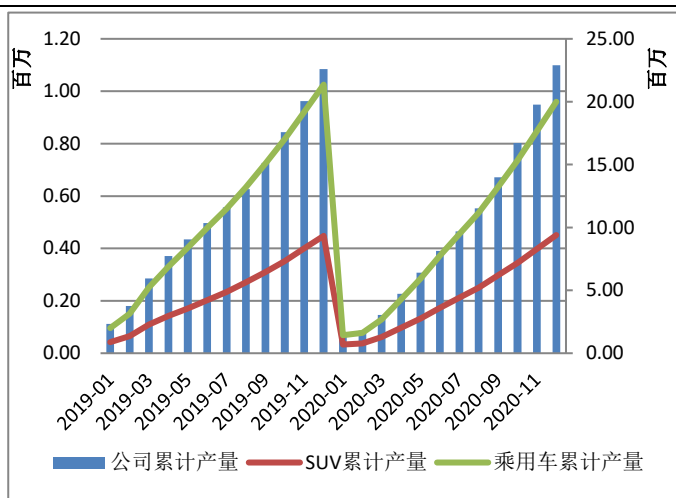
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



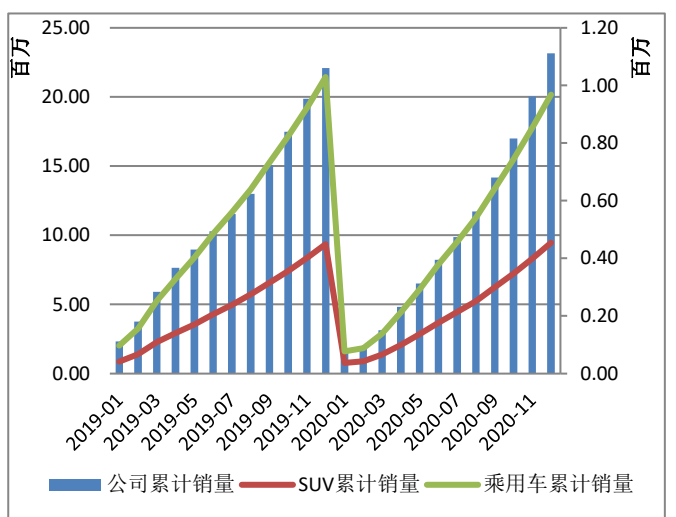
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



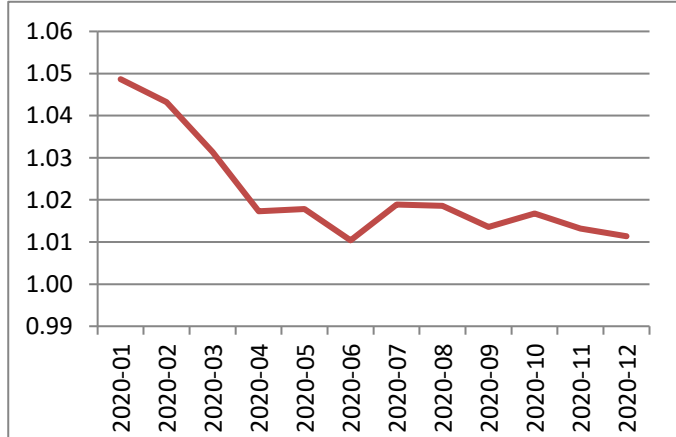
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）

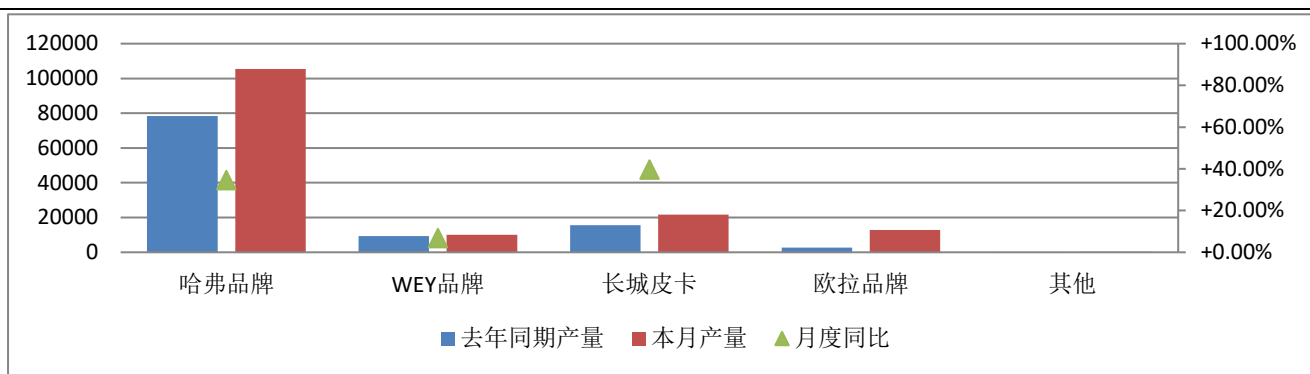


数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

欧拉系列增速迅猛，哈弗品牌、长城皮卡产销增幅明显。子品牌来看，2020年12月，哈弗销量105485辆，同比+79.64%；WEY系列销量10031辆，同比+56.86%；长城皮卡销量21636辆，同比+174.92%；欧拉系列销量12745辆，同比+884.17%。

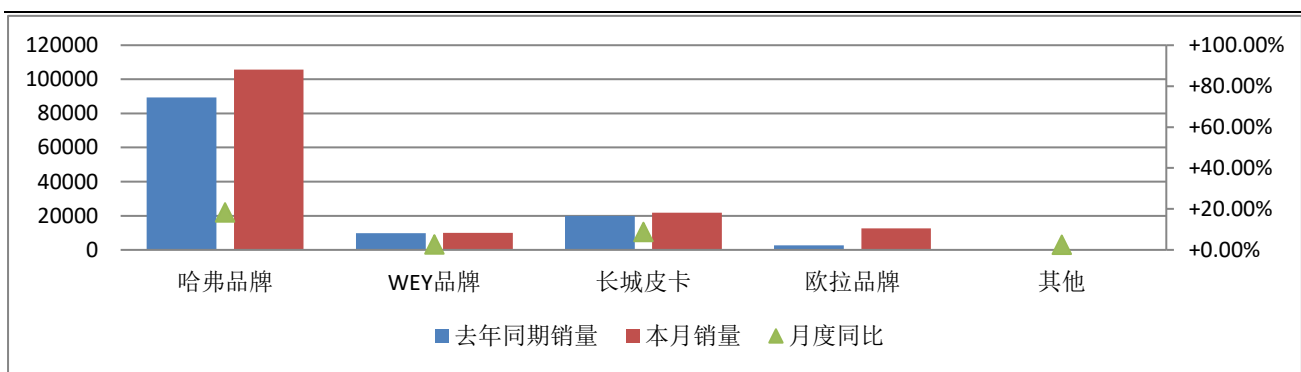
哈弗品牌累计销量750,228辆，同比-2.50%；WEY品牌累计销量78,500辆，同比-21.53%；长城皮卡累计销量225,002辆，同比+51.18%；欧拉品牌累计销量56,261辆，同比+44.76%。

图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）



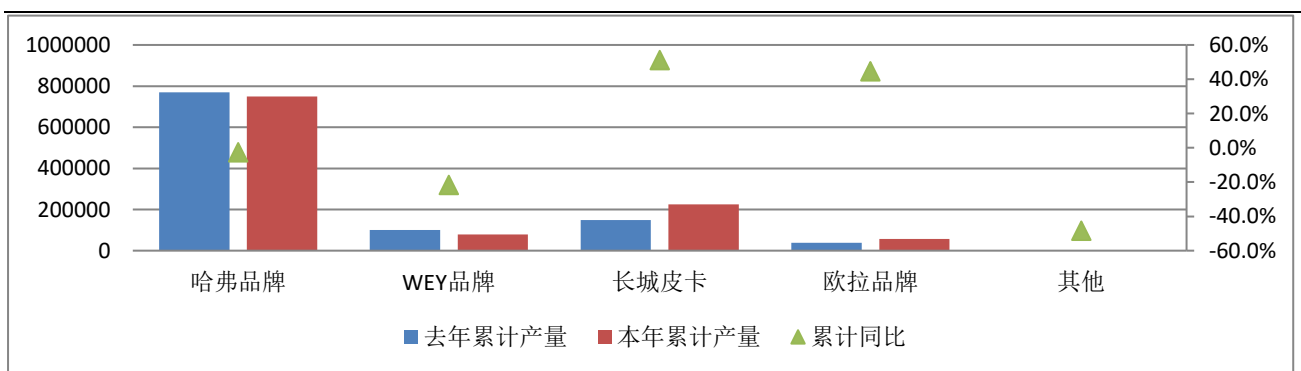
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）



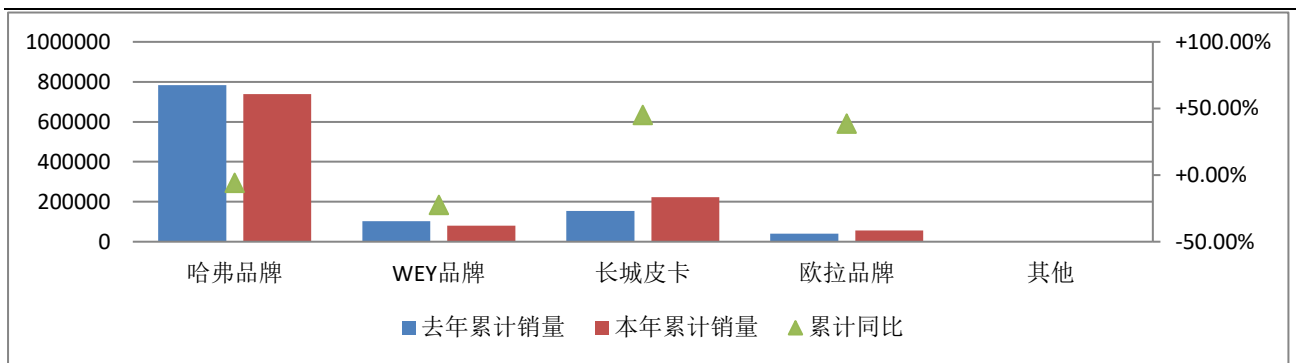
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）



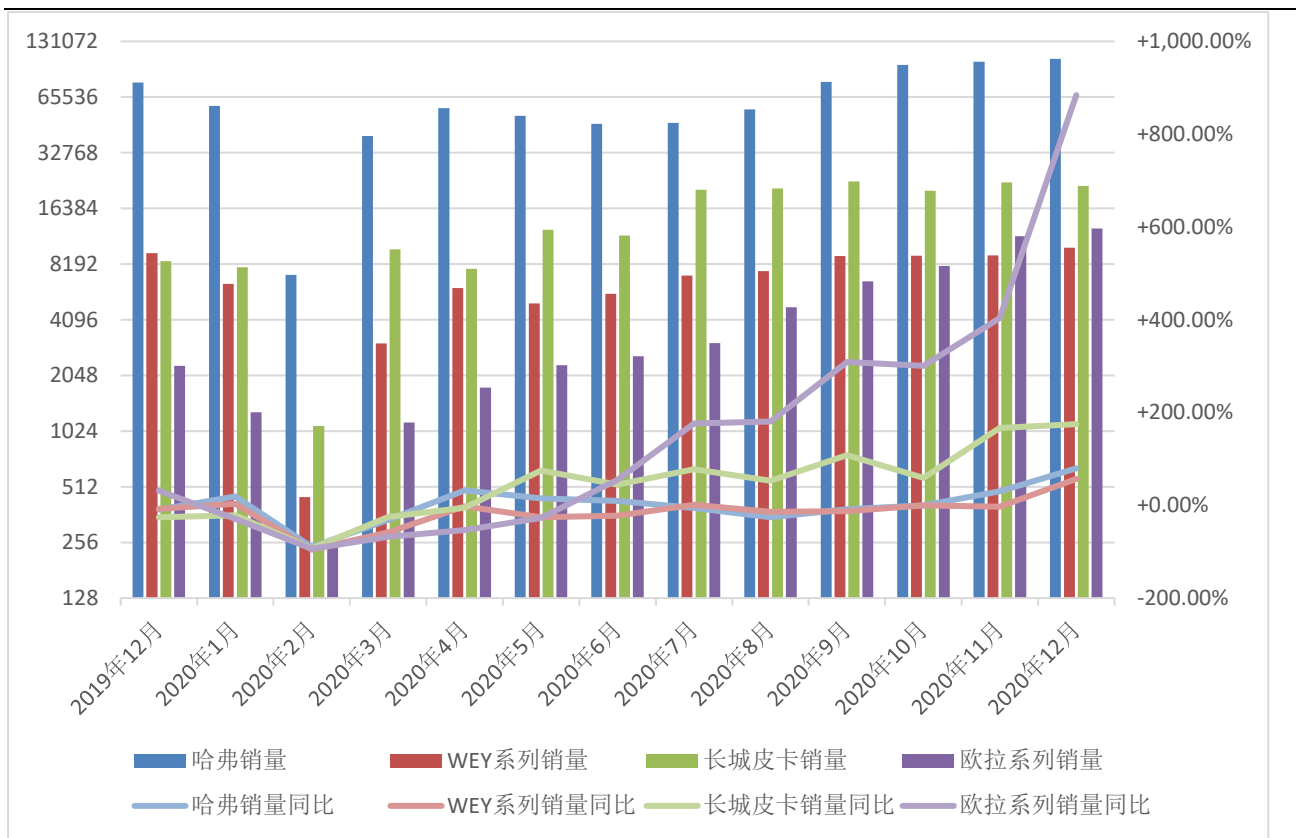
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：子公司口径累计销量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

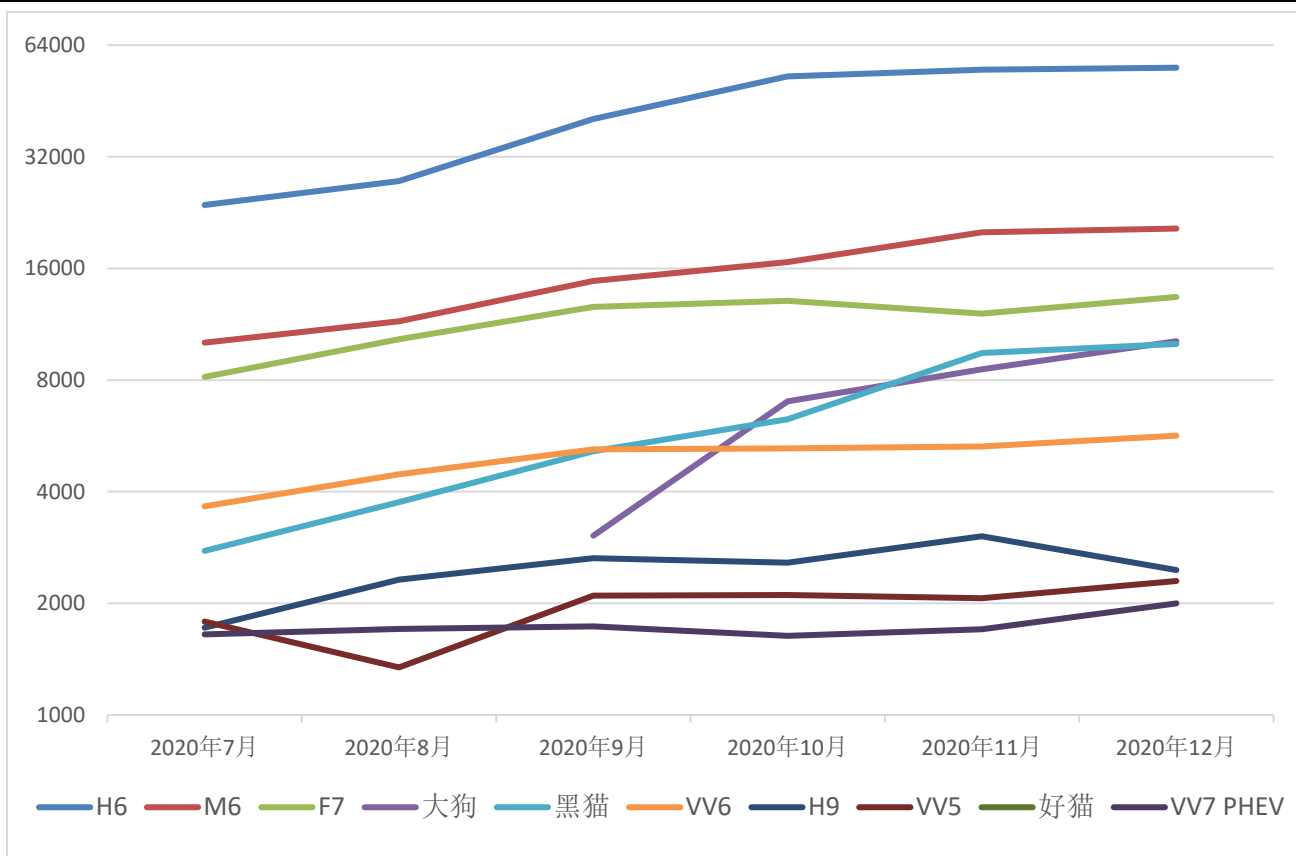
图 15：子品牌销量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

大狗、黑猫系列销量高速增长，哈弗 H6、M6 增幅稳定。销量排名前 5 车型分别为 H6，月销 55,632 辆（同比+33.39%）；M6，月销 20,496 辆（同比+7.80%）；F7，月销 13,405 辆（同比+29.73%）；大狗，月销 10,184 辆（同比---）；黑猫，月销 10,010 辆（同比+334.65%）。

图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

SUV 销售稳定+品质逐步提升+多品牌战略，有望带动公司销量高速增长。行业层面，我国经济运行总体复苏态势持续向好，汽车销售热度特别是 SUV 与皮卡销量需求仍将高位维持。公司层面，长城新车发布极其频繁，善于利用新品牌创造新车型，逐步提升品质与品牌形象的同时，出现爆款可能性更大，未来有望带动公司销量进一步的提升。

2.盈利预测及投资建议

公司在 SUV 与皮卡优势明显，品质也在逐步提升，提升了公司的品牌形象。同时，过去一年中新品牌新系列中爆款频出，且预计未来一两年仍将有大量新车型发布，价格区间与市场契合度较高，有望进一步提升公司营收。

在此基础上，预计公司 2020 年、2021 年 EPS 为 0.80 元、0.92 元，对应公司 2021-01-25 收盘价 43.31 元/股，公司 2020 年、2021 年 PE 为 53.85 倍、47.13 倍，首次给予“增持”评级。

表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96210.7	103426.5	124939.2	143180.3
收入同比(%)	-3.0%	7.5%	20.8%	14.6%
归属母公司净利润	4496.9	7341.1	8386.6	9097.0
净利润同比(%)	-13.6%	63.2%	14.2%	8.5%
每股收益(元)	0.49	0.80	0.92	1.00
P/E	88.37	53.85	47.13	43.45
P/B	7.31	6.66	5.99	5.38

数据来源：wind，山西证券研究所

3.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 海外业务推进不及预期；
- 4) 行业政策大幅调整。



2021-01-25

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	68,502.2	87,776.4	88,461.1	88,800.7	营业收入	96210.7	103426.5	124939.2	143180.3
现金	9,723.3	9,321.0	16,833.4	13,395.7	营业成本	79684.5	85223.4	101575.6	116405.6
应收账款	4,139.9	3,270.3	4,785.3	5,390.8	营业税金及附加	3168.6	3102.8	3748.2	4295.4
其他应收款	946.7	666.9	951.6	1,140.9	销售费用	3896.7	4137.1	4747.7	5440.9
预付账款	441.2	441.2	441.2	441.2	管理费用	1955.5	1861.7	2248.9	2577.2
存货	6,467.7	5,842.5	6,948.1	8,463.6	研发费用	2716.2	2895.9	3498.3	4009.0
其他流动资产	46,783.4	68,234.4	58,501.6	59,968.5	财务费用	-351.0	506.2	901.1	694.8
非流动资产	44,594.2	49,777.8	60,139.2	70,428.2	加：其他费用	542.7	540.0	540.0	540.0
长期投资	3,112.7	1,037.6	1,383.4	1,844.5	资产减值损失	-503.6	-100.1	42.8	60.6
固定资产	29,743.3	36,827.4	44,267.8	51,991.6	公允价值变动收益	-73.3	1700.0	767.1	69.6
无形资产	4,710.2	4,396.2	4,103.1	3,829.6	投资净收益	15.5	321.0	124.0	141.0
其他非流动资产	7,028.1	7,516.6	10,384.9	12,762.5	营业利润	4776.8	8360.5	9607.8	10447.4
资产总计	113,096.4	137,554.2	148,600.4	159,228.8	营业外收入	342.1	342.0	342.0	342.0
流动负债	54,599.8	72,707.1	75,732.3	77,813.1	营业外支出	18.4	12.7	12.7	12.7
短期借款	1,180.5	20,398.6	16,180.9	10,825.4	利润总额	5100.6	8689.8	9937.1	10776.7
应付账款	25,439.5	27,544.7	32,222.8	37,237.7	所得税	569.8	1303.5	1490.6	1616.5
其他流动负债	27,979.8	24,763.7	27,328.6	29,749.9	净利润	4530.7	7386.3	8446.5	9160.2
非流动负债	4,097.4	5,102.3	6,381.2	7,327.6	少数股东损益	33.9	45.2	59.9	63.1
长期借款	1,205.7	2,445.7	3,646.7	4,566.7	归属母公司净利润	4496.9	7341.1	8386.6	9097.0
其他非流动负债	2,891.7	2,656.6	2,734.5	2,761.0	EBITDA	12507.9	14026.7	16921.8	18782.4
负债合计	58,697.2	77,809.4	82,113.5	85,140.7	EPS（元）	0.5	0.8	0.9	1.0
少数股东权益	0.0	45.2	105.1	168.2	主要财务比率				
股本	9,127.3	9,127.3	9,127.3	9,127.3	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
资本公积	1,411.3	1,413.8	1,412.1	1,412.4	成长能力				
留存收益	44,101.5	49,158.6	55,842.4	63,380.2	营业收入	-3.04%	7.50%	20.80%	14.60%
归属母公司股东权益	54,399.2	59,699.6	66,381.8	73,919.9	营业利润	-23.35%	75.02%	14.92%	8.74%
负债和股东权益	113,096.4	137,554.2	148,600.4	159,228.8	归属于母公司净利润	-13.64%	63.25%	14.24%	8.47%
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率(%)	17.18%	17.60%	18.70%	18.70%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	4.67%	7.10%	6.71%	6.35%
经营活动现金流	13,972.3	-2,617.1	27,835.1	15,369.4	ROE(%)	8.33%	12.36%	12.70%	12.36%
净利润	4,530.7	7,341.1	8,386.6	9,097.0	ROIC(%)	10.93%	18.11%	14.59%	16.50%
折旧摊销	4,593.9	2,804.1	3,454.6	4,171.1	偿债能力				
财务费用	335.1	506.2	901.1	694.8	资产负债率(%)	51.90%	56.57%	55.26%	53.47%
投资损失	-214.4	-321.0	-124.0	-141.0	净负债比率(%)	62.85%	73.33%	55.57%	63.92%
营运资金变动	1,155.9	-14,592.6	14,346.9	1,354.1	流动比率	1.25	1.21	1.17	1.14
其他经营现金流	3,571.1	1,645.1	869.9	193.4	速动比率	1.14	1.13	1.08	1.03
投资活动现金流	-15,801.7	-1,954.3	-804.2	1,518.3	营运能力				
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.86	0.83	0.87	0.93
长期投资	-3,112.7	2,075.1	-345.9	-461.1	应收账款周转率	29.44	35.69	38.82	35.43
其他投资现金流	-12,689.0	-4,029.5	-458.4	1,979.4	应付账款周转率	3.80	3.90	4.18	4.12
筹资活动现金流	3,943.9	15,677.6	-5,274.0	-6,257.1	每股指标（元）				
短期借款	-11,619.5	19,218.1	-4,217.7	-5,355.5	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.80	0.92	1.00
长期借款	-952.1	1,240.0	1,201.0	920.0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	-0.29	3.03	1.67
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	5.93	6.51	7.23	8.06
资本公积增加	0.0	2.6	-1.7	0.3	估值比率				
其他筹资现金流	16,515.6	-4,783.1	-2,255.7	-1,821.9	P/E	88.4	53.8	47.1	43.5
现金净增加额	2,114.6	11,106.2	21,756.9	10,630.6	P/B	7.3	6.7	6.0	5.4
					EV/EBITDA	5.56	28.43	22.93	20.73

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

