

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

长城汽车（601633）

买入

汽车零部件 II

重大事件快评

（维持评级）

2021年02月10日

1月销量同比+73%，投资地平线深度布局汽车智能化

证券分析师：梁超

0755-22940097

liangchao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

事项：

- 1) 2021年1月，长城汽车总销量为139012辆，同比+73.20%，环比-7.39%。其中海外销售10972辆，新能源车销售10300辆。分品牌来看，哈弗/WEY/长城皮卡/欧拉分别售出94474/12018/22260/10260辆，同比+60.89%/87.93%/65.86%/689.23%，环比-10.44%/1+19.81%/2.88%/-19.50%。哈弗H6、哈弗大狗、哈弗M6、坦克300等主力车型持续热销，同时今年春节假期位于2月份，1月有效销售天数更长，共同助力长城销量快速增长；
- 2) 2021年1月，长城汽车发布2020年业绩快报，营业收入1032.83亿元，同比+7.35%；归母净利润53.92亿元，同比+19.00%；基本EPS为0.59元。公司业绩增长的主要原因是整车销量增加及产能利用率提升背景下毛利率提升；
- 3) 2021年2月，长城汽车完成了对地平线的战略投资，标志着长城汽车正式进军芯片产业。地平线是国内行业领先的汽车智能芯片企业，长城汽车将通过战略投资、战略合作及自主研发等方式，在芯片产业快速发展。

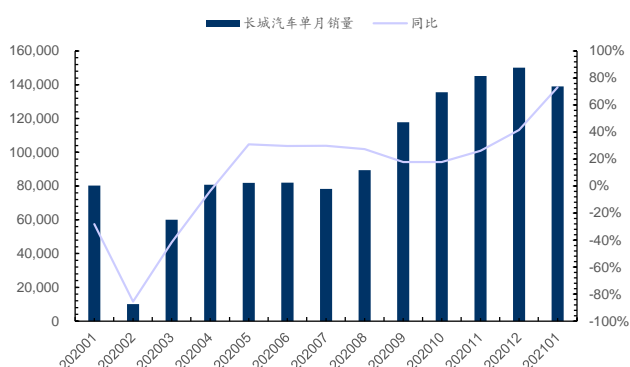
国信汽车观点：尽管2020年受疫情影响，国内汽车行业产销分别同比下降2%/1.9%，但是疫情防控措施得力，汽车行业景气度稳健恢复，预计2021年国内汽车产销稳中有升。在欧拉、皮卡等品牌的强势表现下，长城2020年下半年及2021年1月销售表现亮眼，哈弗H6、哈弗大狗、哈弗M6、坦克300、欧拉黑猫等爆款车型持续热销。2021年2月，长城完成对地平线的投资，双方深度合作，有望进一步加强长城汽车在汽车智能化方面的核心竞争力。考虑长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，公司2020年业绩快报已发布，我们上调公司盈利预测，预计2020-2021年归母净利润54/87/108亿元（原预期49/77/93亿），对应PE=69/43/35x，维持“买入”评级。

评论：

■ 1月销量同比+73.20%，爆款车型持续热销

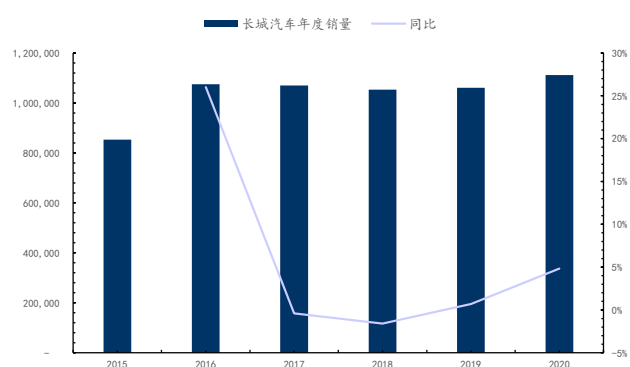
2021年1月，长城汽车总销量为139012辆，同比+73.20%，环比-7.39%。其中海外销售10972辆，新能源车销售10300辆。分品牌来看，哈弗/WEY/长城皮卡/欧拉分别售出94474/12018/22260/10260辆，同比+60.89%/87.93%/65.86%/689.23%，环比-10.44%/1+19.81%/2.88%/-19.50%。哈弗H6、哈弗大狗、哈弗M6、坦克300等主力车型持续热销，同时今年春节假期位于2月份，1月有效销售天数更长，共同助力长城销量快速增长。

图 1: 2020-2021 长城汽车单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

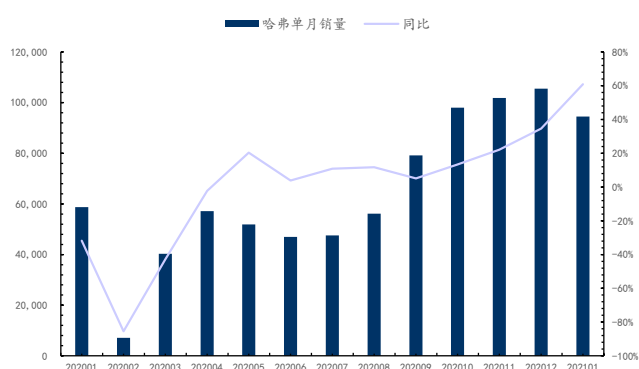
图 2: 2015-2020 长城汽车年度销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

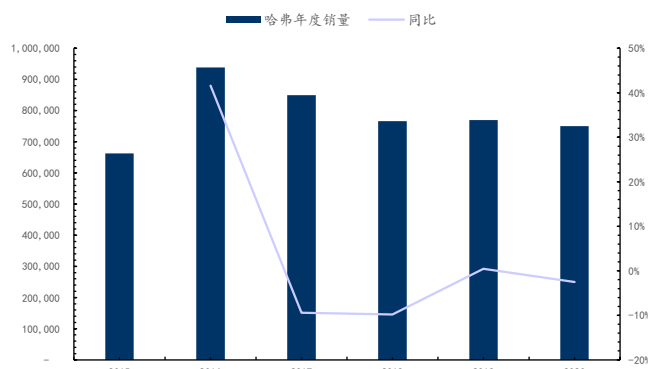
哈弗品牌是长城销量的主力(长期销量占比 70%以上), 2016 年售出 93.80 万辆车, 同比增长 41.59%; 2017-2018 年, 受车市景气度下行影响, 哈弗的销量以大约 10% 的速度持续下降; 2019 年增速转正, 同比微增 0.44%。2020 上半年受疫情影响, 哈弗销量下滑, 自 5 月起增速转正, 销量加速增长, 涨势迅猛。2021 年 1 月, 哈弗单月售出 94474 辆, 同比+60.89%, 为近三年来最快增速。在主力车型中, 哈弗 H6 售出 46368 辆, 同比+76%; M6 售出 16329 辆, 同比+14%; F7/大狗分别售出 10085/10305 辆。

图 3: 2020-2021 哈弗单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

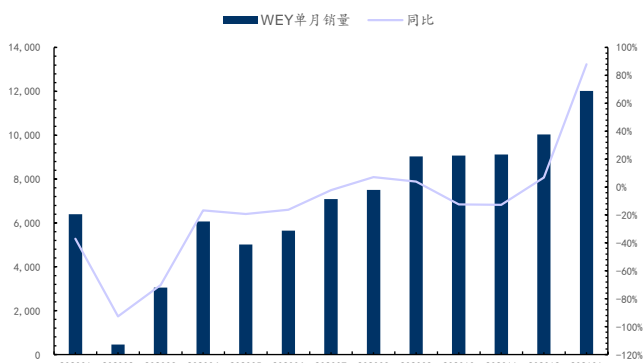
图 4: 2015-2020 哈弗年度销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

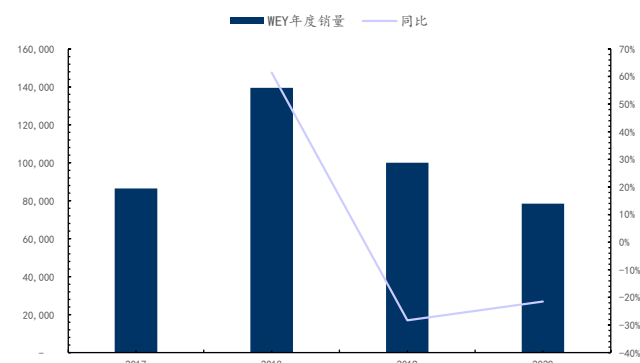
WEY 品牌成立于 2016 年, 2017 年 6 月开设首家 4S 店, 并于当年销售汽车 8.64 万辆。2018 年 WEY 品牌销量为 13.95 万辆, 同比增长 61.39%。此后, WEY 的销量开始回落, 2019 年和 2020 年, 降幅超过 20%, 表现不及长城汽车的平均水平。2021 年 1 月, WEY 的销量强势反弹, 当月售出 12018 辆, 同比+87.93%。新车型坦克 300 以颠覆性、全能性、开创性, 开辟全新市场, 首月销量超 6000 辆; VV6 售出 3052 辆, 位居中国豪华 SUV 头部阵营。

图 5: 2020-2021WEY 单月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2017-2020WEY 年度销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

长城皮卡近年来的销量顶峰在 2018 年, 共销售 13.80 万辆, 同比增长 15.15%, 2019 年销量同比下降 5.41%。2020 年以来, 皮卡销量同样受疫情影响, 且波动更大, 在疫情前后呈现出剧烈下降、剧烈反弹的走势。自 2020 年 5 月开始, 长城皮卡持续保持 50% 以上的增速。2021 年 1 月售出 22260 辆, 同比+65.86%。其中, 主力车型长城炮 1 月售出 12058 辆, 同比+117%。

皮卡销量的强劲增长与国家政策密切相关。2016 年以来地方政府陆续放开皮卡进城限制, 今年重庆、江西、湖北、山东等地都出台了皮卡解禁政策, 国内皮卡市场有望迎来快速发展。受益于消费升级, 皮卡有望在商用车领域可以进一步替代微客、轻客、微卡和轻卡的需求; 乘用需求来看, 政策端不断解禁, 用车环境大幅改善, 皮卡有望成为多用途乘用车, 拓展到一至三线城市消费人群, 满足城市中收入较高人群的户外活动需求, 使皮卡市场大幅扩容。

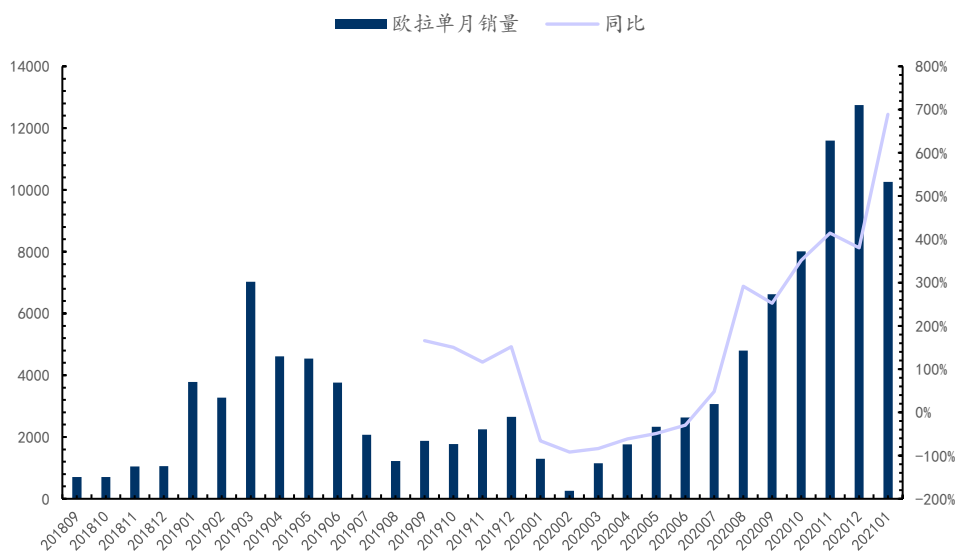
表 1: 皮卡解禁相关政策

时间	部门	政策	内容
2019.01	发改委、工信部等部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019 年)》	稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上, 稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
2019.06	发改委等	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》	鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制, 充分发挥皮卡车客货两用功能。
2019.12	吉林省人民政府办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的若干举措》	取消皮卡车车辆进城和通行限制。
2020.03	商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家卫生健康委办公厅	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	稳住汽车消费, 各地商务主管部门要积极推动出台新车购置税补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施, 组织开展汽车促销活动, 实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施, 稳定和扩大汽车消费。
2020.04	商务部	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	取消皮卡进城限制。
2020.07	上海市政府	-	进一步放宽“轻型多用途货车”(俗称“皮卡”)的注册登记条件, 届时, “轻型多用途货车”不仅可以沿用原小货车额度申请注册、登记上牌, 也可参照当前“沪 C”小客车的管理模式进行登记上牌(车辆性质只限于“非营运”)。

资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所整理

欧拉品牌创立于 2018 年, 专注于纯电动车的设计研发。2019 年 9-12 月, 欧拉的销量持续保持 100% 以上的同比增长。2020 年上半年, 受疫情影响, 欧拉销量持续下滑, 自 2020 年 7 月开始反弹。2021 年 1 月, 欧拉售出 10260 辆, 同比+689.23%, 连续 6 个月维持 200% 以上的增速。

图 7: 欧拉单月销量及同比

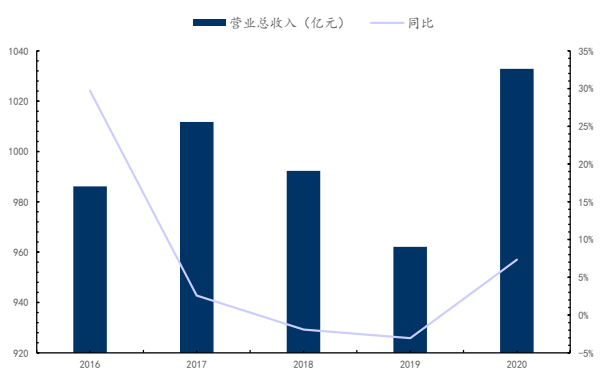


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 2020 年营收净利同比增长, 开启新一轮强势周期

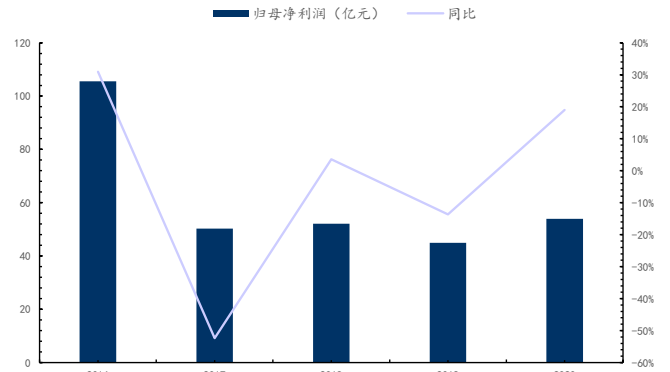
2021 年 1 月公司, 公司发布 2020 年业绩快报。2020 年全年, 营业收入 1032.83 亿元, 同比+7.35%; 归母净利润 53.92 亿元, 同比+19.00%。单 Q4, 公司营业收入 411.40 亿元, 同比+23.32%, 环比+56.94%; 归母净利润 28.05 亿元, 同比+77.64, 环比+94.66%。虽然上半年疫情影响严重, 但随着长城汽车内部组织结构变革持续深入、文化焕新, 长城汽车向全球化科技出行公司转型加速; 同时, 公司坚持“以用户为中心”, 2020 年推出的全新平台及全新车型深受市场欢迎, 在技术研发、品牌营销建设等方面均取得了长足发展, 促进长城汽车销量、业绩上涨。

图 8: 2016-2020 长城汽车营业收入及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 9: 2016-2020 长城汽车归母净利润及同比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ 长城汽车战略投资地平线, 深度布局汽车智能化产业链

2021 年 2 月, 长城汽车完成了对地平线的战略投资, 标志着长城汽车正式进军芯片产业。地平线是国内行业领先的汽车智能芯片企业, 长城汽车将通过战略投资、战略合作及自主研发等方式, 在芯片产业快速发展。同时, 长城汽车与地平线签署战略合作框架协议, 以高级辅助驾驶 (ADAS)、高级别自动驾驶和智能座舱方向为重点, 共同探索汽车智能科技, 开发市场领先的智能汽车产品, 快速布局自动驾驶、智能网联等智能化核心技术, 加速智能汽车的研发与量产落地。

图 10: 长城汽车战略投资地平线



资料来源: 长城汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

根据合作协议, 双方依托各自在汽车、人工智能领域的优势, 通过多领域业务融合, 共同积极探索智能化、网联化等汽车科技, 开发市场领先的智能化、网联化汽车产品, 实现共同发展。在研发合作层面, 长城汽车依托在汽车制造领域的领先技术与研发经验, 地平线发挥其在汽车智能芯片、视觉感知、高精地图、语音技术等领域的雄厚实力, 在高级辅助驾驶 ADAS、自动驾驶、智能座舱多模态交互、软件定义汽车等方面进行重点合作。在产品合作层面, 地平线基于长城汽车需求, 开放由“芯片+算法+工具链”构成的智能汽车基础技术平台, 包括智能驾驶 AI 处理器、自动驾驶计算平台、视觉感知算法、多模态交互、地图众包和定位等, 充分满足长城汽车对于智能网联汽车制造的多元化需求。

图 11: 长城汽车与地平线签署战略合作协议



资料来源: 长城汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图 12: 长城汽车智能座舱



资料来源: 长城汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

近年来, 随着 5G、AI、大数据等新兴产业的快速发展, 汽车产业面临智能化、网联化的深度变革。作为全球知名的 SUV、皮卡制造企业, 长城汽车深谙变革之道, 于 2009 年便已着手智能网联技术的开发应用, 在全球建立了智能驾驶、智能网联、新能源等八大研发中心。基于多年的技术积淀与科技成果的迭代更新, 目前长城汽车旗下超过 45% 的车型均搭载了 L2 级智能驾驶技术。按照“咖啡智驾 331”智能化战略, 今年, 长城汽车将实现中国首个全车冗余的 L3 级能力自动驾驶、中国首个量产配置激光雷达的自动驾驶、具有 NOH (高速自动领航辅助驾驶) 能力的自动驾驶。

图 13: 长城汽车咖啡智驾 331 战略



资料来源:长城汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

地平线作为全球首家基于深度学习技术的汽车智能芯片创业公司, 其自主研发兼具极致效能与开放易用性的汽车智能芯片, 坚持以“芯片+算法+工具链”为基础平台进行底层技术开放赋能。得益于此, 地平线也成为目前国内唯一实现汽车智能芯片前装量产的科技企业, 并已经形成了 L2-L3 级的“智能驾驶+智能座舱”芯片方案的完整产品布局。并且, 面向 L3/L4 级别自动驾驶, 地平线即将推出业界旗舰级的征程 5 芯片 (Journey 5), 基于汽车功能安全 (ISO 26262) ASIL D 级别的产品开发流程体系打造, 具备 96 TOPS 的 AI 算力, 同时支持 16 路摄像头感知计算, 性能超越目前世界最领先的量产自动驾驶芯片。

图 14: 地平线征程 3 芯片



资料来源:长城汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

此次长城汽车战略投资地平线, 将长城汽车在智能化领域多年的技术积淀与地平线领先的汽车智能芯片、算法相结合, 以共建智能网联生态及产业化发展为目标, 形成强强联合的矩阵, 加速推进长城汽车在芯片产业的纵深探索, 加快长城汽车推进向全球化科技出行公司转型的战略步伐。

投资建议: 尽管 2020 年受疫情影响, 国内汽车行业产销分别同比下降 2%/1.9%, 但是疫情防控措施得力, 汽车行业景气度稳健恢复, 预计 2021 年国内汽车产销稳中有升。在欧拉、皮卡等品牌的强势表现下, 长城 2020 年下半年及 2021 年 1 月销售表现亮眼, 哈弗 H6、哈弗大狗、哈弗 M6、坦克 300、欧拉黑猫等爆款车型持续热销。2021 年 2 月, 长城完成对地平线的投资, 双方深度合作, 有望进一步加强长城汽车在汽车智能化方面的核心竞争力。考虑

长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，公司 2020 年业绩快报已发布，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2021 年归母净利润 54/87/108 亿元（原预期 49/77/93 亿），对应 PE=69/43/35x，此前给予的目标估值已经达到，参考可比公司估值，更新一年期目标估值 43-50 元（对应 2021 年目标 PE 45-50x），当前股价距目标估值上限仍有 22%的提升空间，维持“买入”评级。

表 2: 可比公司估值表

证券简称	最近收盘价	ROE (%)	每股收益			市盈率			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000625 长安汽车	19.00	7.33	-0.55	0.81	0.89	-	23	21	买入
601238 广汽集团	10.74	6.02	0.65	0.66	0.92	17	16	12	增持
002594 比亚迪	257.00	5.71	0.59	1.64	2.2	436	157	117	增持
600104 上汽集团	21.27	6.55	2.19	1.71	2.19	10	12	10	买入
平均		6.40	0.72	1.21	1.55	154	52	40	
601633 长城汽车	40.90	4.74	0.49	0.59	0.95	83	69	43	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示: 疫情拖累汽车销量，新车型销量不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	9723	19514	22091	25394
应收款项	4140	4245	5465	6128
存货净额	6237	4672	5938	6588
其他流动资产	43231	30985	39897	44735
流动资产合计	68502	65415	79392	88845
固定资产	31991	35469	38799	41770
无形资产及其他	4710	4522	4333	4145
投资性房地产	4781	4781	4781	4781
长期股权投资	3113	3113	3113	3113
资产总计	113096	113299	130417	142654
短期借款及交易性金融负债	4360	6000	6000	6000
应付款项	35460	32705	41569	46118
其他流动负债	14779	13080	16606	18440
流动负债合计	54600	51784	64176	70558
长期借款及应付债券	1206	1206	1206	1206
其他长期负债	2892	3192	3542	3942
长期负债合计	4097	4397	4747	5147
负债合计	58697	56182	68923	75706
少数股东权益	0	22	58	103
股东权益	54399	57095	61436	66846
负债和股东权益总计	113096	113299	130417	142654

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.49	0.59	0.95	1.19
每股红利	0.31	0.30	0.48	0.59
每股净资产	5.96	6.26	6.73	7.32
ROIC	14%	11%	18%	22%
ROE	8%	9%	14%	16%
毛利率	17%	18%	19%	20%
EBIT Margin	8%	6%	8%	9%
EBITDA Margin	13%	10%	11%	12%
收入增长	-3%	7%	29%	12%
净利润增长率	-14%	20%	61%	25%
资产负债率	52%	50%	53%	53%
息率	0.8%	0.7%	1.2%	1.4%
P/E	83.0	69.2	43.0	34.5
P/B	6.9	6.5	6.1	5.6
EV/EBITDA	35.8	43.6	30.8	25.8

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96211	103283	132991	149117
营业成本	79684	84770	107275	118995
营业税金及附加	3169	3790	4881	5473
销售费用	3897	3821	4921	5517
管理费用	1955	4526	5508	6153
财务费用	(351)	(107)	(251)	(338)
投资收益	16	150	150	150
资产减值及公允价值变动	430	(150)	(150)	(150)
其他收入	(3525)	0	0	0
营业利润	4777	6482	10657	13317
营业外净收支	324	230	150	150
利润总额	5101	6712	10807	13467
所得税费用	570	1275	2053	2559
少数股东损益	34	45	72	89
归属于母公司净利润	4497	5392	8682	10819

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4497	5392	8682	10819
资产减值准备	367	77	42	46
折旧摊销	4557	3483	3967	4420
公允价值变动损失	(430)	150	150	150
财务费用	(351)	(107)	(251)	(338)
营运资本变动	2904	9629	1384	678
其它	(355)	(55)	(6)	(1)
经营活动现金流	11539	18677	14219	16112
资本开支	(3299)	(7000)	(7300)	(7400)
其它投资现金流	10448	(830)	0	0
投资活动现金流	4036	(7830)	(7300)	(7400)
权益性融资	20	0	0	0
负债净变化	(952)	0	0	0
支付股利、利息	(2830)	(2696)	(4341)	(5409)
其它融资现金流	(5990)	1640	0	0
融资活动现金流	(13534)	(1057)	(4341)	(5409)
现金净变动	2041	9790	2578	3303
货币资金的期初余额	7682	9723	19514	22091
货币资金的期末余额	9723	19514	22091	25394
企业自由现金流	10828	11276	6480	8212
权益自由现金流	3886	13002	6683	8485

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《长城汽车-601633-2020年三季度报点评：Q3 营收+24%，全新平台带来新一轮产品强势周期》 ——2020-10-27
- 《长城汽车-601633-2020年一季报点评：受疫情和汇兑影响业绩大幅下滑，Q2 有望逐步恢复》 ——2020-04-27
- 《长城汽车-601633-2019年业绩点评：业绩符合预期，看好全球化布局》 ——2020-04-01
- 《长城汽车-601633-2019年三季度报点评：单车利润显著提升，业绩改善有望持续》 ——2019-10-28
- 《长城汽车-601633-优质自主挑战中孕育新机遇》 ——2019-07-02

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032