

2021年03月08日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

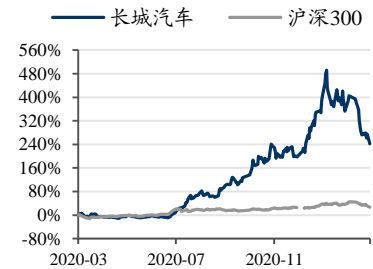
1-2月累计批发同比 2019年+26.15% 买入（维持）

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）	58.39	48.70	22.82	18.11

投资要点

- **公告要点：**长城汽车2月产量84992辆，同比2019年+23.60%，环比-38.42%；批发89000辆，同比2019年+28.92%，环比-35.98%。哈弗系列产量58080辆，同比2019年+19.60%，销量61000辆，同比2019年+23.69%。WEY系列产量5498辆，同比2019年-12.51%，销量5000辆，同比2019年-19.42%。长城皮卡产量13352辆，同比2019年+29.76%，销量15000辆，同比2019年+46.54%。欧拉产量8062辆，同比2019年+122.09%，销量7000辆，同比2019年+113.41%。
- **21年累计产销同比2019年涨幅较大，皮卡及欧拉表现优秀：**长城2021年1-2月累计产批为223018/228012辆，分别同比2019年+23.23%/+26.15%，涨幅较大。其中皮卡产销同比2019年依次为+59.52%/+70.55%，欧拉产销同比2019年依次为+144.70%/+144.30%，远超公司总体，表现优秀。具体车型来看，哈弗H6销量31710辆，环比-31.61%，大狗/坦克300/长城炮/欧拉黑猫2月批发销量环比依次为-38.69%/-45.16%/-32.73%/-25.11%，哈弗初恋2月全新上市销售4002辆，产品矩阵进一步完善，随后续哈弗品牌赤兔以及WEY品牌摩卡、拿铁、玛奇朵等上市推出，长城销量有望实现进一步飞跃。
- **长城2月小幅去库：**根据我们自建库存体系显示，2月长城汽车企业库存当月-4008辆，企业库存累计-26765辆（2017年1月开始），小幅去库。分品牌来看，哈弗库存为-2920辆、WEY系列库存为498辆、长城皮卡库存为-1648辆、欧拉库存为1062辆。
- **长城2月折扣率微幅增加，总体开始维稳：**根据我们自己按价格数据库显示，2月下长城总体算术平均折扣率为7.76%，环比-0.07pct。重点车型来看，第三代哈弗H6折扣率2.51%，环比+0.08pct，成交价环比降低107元；第二代H6折扣率14.19%，环比-0.18pct，成交价环比上升217元。哈弗大狗折扣率2.83%，环比持平。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持2020-2022年营业收入1032.80/1430.91/1737.68亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润53.92/115.08/144.99亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%的预测。对应EPS为0.59/1.26/1.59元，对应PE为48.70/22.82/18.11倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制低于预期；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)	28.77
一年最低/最高价	7.34/51.22
市净率(倍)	4.84
流通A股市值(百万元)	173417.76

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）：看好欧拉品牌崛起》2021-03-01
- 2、《长城汽车（601633）：战投地平线，进军芯片产业》2021-02-08
- 3、《长城汽车（601633）：1月同比高增长，坦克300销量破6k》2021-02-08

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	研发费用	2,716	2,066	2,862	3,302
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845	财务费用	-351	109	11	-374
固定资产	29,743	28,076	26,707	25,537	资产减值损失	-504	-516	-1,002	-1,216
在建工程	2,247	4,198	5,758	7,007	加:投资净收益	16	100	132	134
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378	其他收益	586	605	543	143
其他非流动资产	4,781	6,304	6,626	5,884	资产处置收益	43	43	43	43
资产总计	113,096	114,793	140,403	168,603	营业利润	4,777	6,185	13,440	17,034
流动负债	54,600	51,352	65,228	78,751	加:营业外净收支	324	282	281	254
短期借款	1,180	2,000	2,000	2,000	利润总额	5,101	6,467	13,721	17,288
应付账款	35,460	34,334	46,347	57,891	减:所得税费用	570	1,035	2,127	2,680
其他流动负债	17,959	13,161	16,024	17,471	少数股东损益	34	41	87	109
非流动负债	4,097	3,609	3,749	3,819	归属母公司净利润	4,497	5,392	11,508	14,499
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206	EBIT	5,062	6,592	13,743	16,980
其他非流动负债	2,892	2,404	2,544	2,613	EBITDA	9,656	9,936	17,215	20,581
负债合计	58,697	54,961	68,977	82,569	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	41	127	236	每股收益(元)	0.49	0.59	1.26	1.59
归属母公司股东权益	54,399	59,791	71,298	85,797	每股净资产(元)	5.96	6.55	7.81	9.40
负债和股东权益	113,096	114,793	140,403	168,603	发行在外股份(百万股)	9127	9176	9176	9176
					ROIC(%)	7.5%	8.6%	15.3%	15.8%
					ROE(%)	8.4%	9.4%	17.5%	18.4%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	17.2%	16.5%	19.3%	19.7%
经营活动现金流	13,972	4,775	23,614	27,211	销售净利率(%)	4.7%	5.3%	8.1%	8.4%
投资活动现金流	-15,802	-5,576	-5,420	-2,632	资产负债率(%)	51.9%	47.9%	49.1%	49.0%
筹资活动现金流	3,944	-1,264	325	809	收入增长率(%)	-3.0%	7.3%	38.5%	21.4%
现金净增加额	2,115	-2,065	18,519	25,388	净利润增长率(%)	-13.6%	19.9%	113.4%	26.0%
折旧和摊销	4,594	3,344	3,472	3,601	P/E	58.39	48.70	22.82	18.11
资本开支	1,408	-3,300	-3,300	-3,300	P/B	4.83	4.39	3.68	3.06
营运资本变动	-1,370	-594	11,070	11,726	EV/EBITDA	6.32	25.85	13.82	10.35

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>