

2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，继续重点推荐

2021 年 03 月 31 日

买入（维持）

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	156,408	196,135	233,009
同比（%）	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
归母净利润（百万元）	5,362	11,075	14,396	18,022
同比（%）	19.2%	106.5%	30.0%	25.2%
每股收益（元/股）	0.58	1.21	1.57	1.96
P/E（倍）	50.80	24.60	18.92	15.12

投资要点

- 公司业绩简述：**2020 年全年公司营收实现 1033.08 亿，同比+8.6%；归母净利润 53.62 亿，同比+19.2%；扣非归母净利润 38.36 亿，同比-3.77%。2020Q4 公司营收实现 411.64 亿元，同比+22.39%，环比+57.03%；归母净利润 27.75 亿元，同比+75.71%，环比+92.58%；扣非归母净利润 19.59 亿元，同比+40.19%，环比+82.26%。总体符合市场预期。
- Q4 利润同环比高增长，符合市场预期；毛利率环比微幅下滑。**2020Q4 公司净利润同比+75.71%，相比 Q3 净利润同比+2.91%涨幅扩大。核心原因包括：1）Q4 公司批发销量实现 43 万辆，同比+27.37%，环比+50.88%，提升较大；2）扣非后单车净利 0.45 万元，同比+10.06%，环比+20.80%；3）期间费用率下滑，Q4 销售/研发费用同比分别-0.18pct/-0.84pct。全年来看，剔除汇兑影响公司实现净利润 60.78 亿元，同比+44.70%，总体符合市场预期。2020 年全年毛利率 17.21%，同比+0.05pct，主要受益于全新一轮产品周期开启，产品力较强，第三代哈弗 H6/大狗/坦克 300 等车型均保持较低折扣率。Q4 毛利率 18.26%，同比+0.34pct，环比-0.71pct，下滑的主要原因在于 Q4 员工奖金福利发放增加抬升营业成本。
- 全新技术品牌+创新用户营销推动新一轮产品持续放量+海外市场不断突破全球化步伐加快。技术方面：四大核心技术品牌：**1）以高性能+高安全+高延展+轻量化为特色的柠檬平台；2）具备强悍动力、高可靠性、智能越野配置的坦克平台；3）以快且静且省为核心的混动 DHT；4）实现三智融合，充分体验自动驾驶的咖啡智驾平台共同构建长城全新技术护城河。2021 年依然是新车周期大年，预计有 10 款全新车型，涵盖魏/哈弗/欧拉/皮卡四大品牌，充分完善产品矩阵，实现销量规模的快速提升。**营销方面：细分对标+用户共创。**长城欧拉、坦克 300、初恋等全新车型均以特定细分市场用户群体为目标，产品前期设计鼓励用户参与，创新营销方式。此外，长城以收购的方式于印度、泰国等东南亚地区新兴市场和俄罗斯等欧洲市场设立基地，针对不同区域推出不同风格的车型，迅速抢占当地市场，自主龙头品牌崛起，全球化扩张加快。
- 盈利预测与投资评级：**看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。我们将长城汽车 2021-2022 年归母净利润预期由 115/144 亿元调整为 111/144 亿元，2023 年预计为 180 亿元，对应 EPS 分别为 1.21/1.57/1.96 元，对应 PE 为 25/19/15 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：**若疫情控制低于预期；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)	29.69
一年最低/最高价	7.34/51.22
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	178963.27

基础数据

每股净资产(元)	4.74
资产负债率(%)	62.77
总股本(百万股)	9175.95
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

- 《长城汽车（601633）：1-2 月累计批发同比 2019 年+26.15%》2021-03-09
- 《长城汽车（601633）：看好欧拉品牌崛起》2021-03-01
- 《长城汽车（601633）：战投地平线，进军芯片产业》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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	99,399	102,139	125,916	124,704	营业收入	103,308	156,408	196,135	233,009
现金	14,588	7,758	31,896	21,992	减:营业成本	85,531	126,690	159,752	189,203
应收账款	3,936	6,835	6,686	9,369	营业税金及附加	3,192	5,481	6,865	8,155
存货	7,498	12,847	12,807	17,576	营业费用	4,103	6,256	7,845	9,320
其他流动资产	73,377	74,699	74,527	75,767	管理费用	5,620	6,726	7,845	9,320
非流动资产	54,613	74,692	89,372	102,105	研发费用	3,067	3,128	3,923	4,660
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	-231	-916	-1,403
固定资产	28,609	40,952	48,439	53,999	资产减值损失	-676	-545	-1,002	-1,176
在建工程	2,936	4,273	4,817	5,051	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,076	11,057	12,248	其他收益	887	443	512	596
其他非流动资产	5,385	5,370	5,355	5,325	资产处置收益	-9	22	29	21
资产总计	154,011	176,831	215,288	226,809	营业利润	5,752	12,856	16,662	20,656
流动负债	81,166	94,210	121,586	118,620	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	7,901	7,901	7,901	利润总额	6,227	13,211	17,012	21,032
应付账款	49,841	59,881	86,097	81,734	减:所得税费用	865	2,085	2,544	2,934
其他流动负债	23,423	26,427	27,588	28,984	少数股东损益	0	51	71	77
非流动负债	15,504	14,153	12,395	10,430	归属母公司净利润	5,362	11,075	14,396	18,022
长期借款	10,777	9,426	7,668	5,704	EBIT	6,980	13,688	17,178	20,923
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	17,877	22,894	27,969
负债合计	96,670	108,363	133,981	129,050	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	51	122	199	每股收益(元)	0.58	1.21	1.57	1.96
归属母公司股东权益	57,342	68,417	81,185	97,560	每股净资产(元)	4.74	7.46	8.85	10.63
负债和股东权益	154,011	176,831	215,288	226,809	发行在外股份(百万股)	9176	9176	9176	9176
					ROIC(%)	11.6%	18.0%	32.2%	28.1%
					ROE(%)	9.4%	16.3%	17.8%	18.5%
					毛利率(%)	17.2%	19.0%	18.6%	18.8%
					销售净利率(%)	5.2%	7.1%	7.3%	7.7%
					资产负债率(%)	62.8%	61.3%	62.2%	56.9%
					收入增长率(%)	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
					净利润增长率(%)	18.4%	107.5%	30.0%	25.1%
					P/E	50.80	24.60	18.92	15.12
					P/B	4.75	3.98	3.36	2.79
					EV/EBITDA	23.59	15.87	11.27	9.52

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>