

公司研究

强车型周期开启，智能电动化有序推进

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）跟踪报告

要点

2020 业绩公布：长城公布 2020 全年业绩：营业收入同比增长 8.6%至人民币 1,033.1 亿元（ASP 同比增长 2.2%至人民币 8.3 万元）；其中，4Q20 营业收入同比增长 22.5%至人民币 411.6 亿元。毛利率同比增加 0.4 个百分点至 17.2%；其中，4Q20 毛利率同比增加 0.4 个百分点/环比下降 0.7 个百分点至 18.3%。销售费用率同比增加 0.5 个百分点至 9.4%，归母净利润同比增长 19.3%至人民币 53.6 亿元（全年派息率约 48%），扣非后归母净利润同比下降 3.8%至人民币 38.4 亿元；其中，4Q20 扣非后归母净利润同比/环比分别增长 40.2%/82.3%至人民币 19.6 亿元（扣非后单车盈利约人民币 4,546 元 vs. 2020 全年约人民币 3,451 元）。2020 业绩表现主要得益于 2Q20 开始的销量与盈利修复、以及 2H20 新车型带动的产品与利润率结构改善。

行业周期与新车型周期双振：1) 2021/1-2 长城累计销量同比增长 153%至 22.8 万辆（相比于 2019 同期增长 26%）；2) 我们预计 2021E 国内乘用车同比高个位数或近 10%销量同比增速（vs. 中汽协预计约 7.5%）；其中，自主品牌有望在行业恢复增长过程中具有更高修复弹性；3) 2H20 长城新车型周期陆续开启，包括哈弗 H6 第三代/大狗、坦克 300、欧拉好猫；此外，2021E 规划上市 10+ 款包括哈弗初恋/赤兔 PHEV，WEY 摩卡等全新车型、以及多款换代车型（M6 中改款等）。预计行业周期与新车型周期双振驱动的 2021E 公司总销量稳步增长、以及全新平台的换代/新车型爬坡带动的单车盈利修复前景可期。

新能源销量爬坡，技术储备与自动驾驶推进有望抬升估值中枢：2020/12/30 长城发布咖啡智驾 331 战略；其中，2021E 上市搭载 Ibeo 激光雷达的 WEY 摩卡（达到全车冗余的 L3 级智能驾驶能力，配有 NOH），规划 2022E-2023E 逐步达到并运用 L4 级自动驾驶系统（2022E 有望搭载高通芯片）。我们判断，1) 长城在动力系统技术革新与自动驾驶推进方面（柠檬动力平台/坦克越野平台/咖啡智能平台），处于传统车企转型的头部阵营；2) 预计市场对智能电动车的接受度不断提升（行业 2C 端需求逐步释放），结合公司在相应技术储备与自动驾驶领域的有序推进，长期估值中枢提振前景可期。

维持 H 股“增持”评级，维持 A 股“增持”评级：我们看好公司换代/新车型驱动的销量与单车盈利修复、以及自动驾驶推进的长期估值中枢提振前景，上调 2021E/2022E 归母净利润 33%/24%至人民币 97.8 亿元/121.0 亿元，预计 2023E 归母净利润人民币 148.2 亿元；维持 H 股“增持”评级，A 股“增持”评级。

风险提示：芯片短缺加剧；行业销量不及预期；新车型上市不及预期；换代/新车型毛利率爬坡不及预期；疫情反复与加重风险；市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	95,108	103,308	144,940	162,778	173,225
营业收入增长率	-2.75%	8.62%	40.30%	12.31%	6.42%
净利润（百万元）	4,497	5,362	9,778	12,104	14,821
净利润增长率	-13.64%	19.25%	82.34%	23.79%	22.45%
EPS（元）	0.49	0.58	1.07	1.32	1.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.27%	9.35%	15.15%	16.87%	18.40%
P/E	70	59	32	26	21
P/E（H 股）	41	34	19	15	12

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-02；汇率：按 1HKD=0.84435CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：34.38 元

H 股：增持（维持）

当前价：23.85 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebsecn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

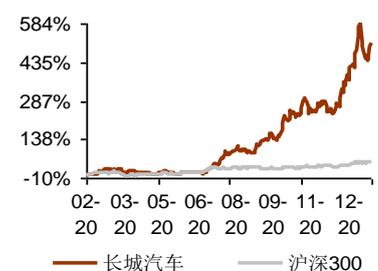
021-52523869

shaoj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	91.76
总市值(亿元)	3154.69
一年最低/最高(元)	7.41/51.72
近 3 月换手率	27.56%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.50	-6.89	291.95
绝对	14.17	-8.90	330.95

资料来源：Wind（股价时间为 2021-04-02）

相关研报

行业与车型周期双振，智能电动化抬升估值——长城汽车（601633.SH、2333.HK）跟踪报告（2021-01-10）

2Q20 业绩增长强劲，2H20E 皮卡新车型提振——长城汽车（2333.HK、601633.SH）2020 年半年报点评（2020-08-28）

2Q20E 盈利修复超预期，皮卡盈利驱动或将延续——长城汽车（2333.HK、601633.SH）跟踪报告（2020-07-26）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	95,108	103,308	144,940	162,778	173,225
营业成本	79,684	85,531	116,878	130,536	136,948
折旧和摊销	4,557	4,782	4,207	4,433	4,730
税金及附加	3,169	3,192	4,348	4,883	5,197
销售费用	3,897	4,103	5,798	6,511	6,929
管理费用	1,955	2,553	3,479	3,907	4,157
研发费用	2,716	3,067	4,203	4,721	5,024
财务费用	-351	397	305	-235	-541
投资收益	16	956	0	0	0
营业利润	4,777	5,752	11,379	14,083	17,243
利润总额	5,101	6,227	11,370	14,074	17,234
所得税	570	865	1,592	1,970	2,413
净利润	4,531	5,362	9,778	12,104	14,821
少数股东损益	34	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,497	5,362	9,778	12,104	14,821
EPS(元)	0.49	0.58	1.07	1.32	1.62

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,972	5,181	27,887	25,271	23,694
净利润	4,497	5,362	9,778	12,104	14,821
折旧摊销	4,557	4,782	4,207	4,433	4,730
净营运资金增加	-9,780	3,758	-15,720	-9,861	-5,206
其他	14,699	-8,721	29,622	18,596	9,349
投资活动产生现金流	-15,802	-11,588	-15,549	-11,075	-12,050
净资本支出	-6,785	-7,780	-9,327	-11,050	-12,050
长期投资变化	3,113	8,415	0	0	0
其他资产变化	-12,129	-12,224	-6,223	-25	0
融资活动现金流	3,944	11,368	-2,449	-1,086	-3,421
股本变化	0	49	0	0	0
债务净变化	-9,631	14,004	-7,901	0	0
无息负债变化	9,216	23,968	32,912	17,718	9,672
净现金流	2,163	4,814	9,888	13,110	8,223

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.2%	17.2%	19.4%	19.8%	20.9%
EBITDA 率	9.8%	10.9%	11.0%	11.2%	12.4%
EBIT 率	5.0%	6.2%	8.1%	8.5%	9.6%
税前净利润率	5.4%	6.0%	7.8%	8.6%	9.9%
归母净利润率	4.7%	5.2%	6.7%	7.4%	8.6%
ROA	4.0%	3.5%	5.3%	5.7%	6.5%
ROE (摊薄)	8.3%	9.4%	15.1%	16.9%	18.4%
经营性 ROIC	8.1%	9.4%	19.1%	24.5%	28.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	63%	65%	66%	65%
流动比率	1.25	1.22	1.16	1.15	1.16
速动比率	1.14	1.13	1.06	1.06	1.07
归母权益/有息债务	9.77	2.93	5.53	6.15	6.90
有形资产/有息债务	18.94	7.33	15.37	17.51	19.10

注: 会计科目调整, 2019 实际毛利率约 16.8%

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	113,096	154,011	186,231	211,164	229,605
货币资金	9,723	14,588	24,477	37,587	45,809
交易性金融资产	4,363	4,826	4,826	4,826	4,826
应收帐款	3,193	3,936	5,798	6,511	6,929
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	947	1,032	1,449	1,628	1,732
存货	6,237	7,498	9,350	10,443	10,956
其他流动资产	42,790	64,565	65,606	66,052	66,313
流动资产合计	68,502	99,399	114,034	129,649	139,203
其他权益工具	8	8	8	8	8
长期股权投资	3,113	8,415	8,415	8,415	8,415
固定资产	29,743	28,609	27,523	27,382	27,997
在建工程	2,247	2,936	9,027	12,545	15,709
无形资产	4,710	5,543	5,482	5,422	5,363
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	100	1,220	7,465	7,465	7,465
非流动资产合计	44,594	54,613	72,197	81,515	90,402
总负债	58,697	96,670	121,680	139,399	149,071
短期借款	1,180	7,901	0	0	0
应付账款	25,440	33,185	40,907	45,688	47,932
应付票据	10,021	16,656	23,376	26,107	27,390
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,569	9,182	21,672	27,023	30,157
流动负债合计	54,600	81,166	98,392	112,543	120,125
长期借款	1,206	10,777	10,777	10,777	10,777
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,402	4,183	12,509	16,077	18,166
非流动负债合计	4,097	15,504	23,289	26,856	28,946
股东权益	54,399	57,342	64,551	71,765	80,535
股本	9,127	9,176	9,176	9,176	9,176
公积金	7,167	7,955	7,955	7,955	7,955
未分配利润	38,346	40,995	48,203	55,418	64,188
归属母公司权益	54,399	57,342	64,551	71,765	80,535
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.10%	3.97%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.06%	2.47%	2.40%	2.40%	2.40%
财务费用率	-0.37%	0.38%	0.21%	-0.14%	-0.31%
研发费用率	2.86%	2.97%	2.90%	2.90%	2.90%
所得税率	11%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.28	0.53	0.66	0.81
每股经营现金流	1.53	0.56	3.04	2.75	2.58
每股净资产	5.96	6.25	7.03	7.82	8.78
每股销售收入	10.42	11.26	15.80	17.74	18.88

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	70	59	32	26	21
PE (H)	41	34	19	15	12
EV/EBITDA	33.5	28.3	19.1	16.0	13.3
股息率	0.7%	0.8%	1.5%	1.9%	2.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE