

长城汽车(601633)

报告日期: 2021年4月1日

# 业绩符合预期, 自主龙头蓄力向上

——长城汽车年报点评

公司点评

行业公司研究——汽车整车行业——证券研究

证券研究报告

## 事件:

长城汽车发布2020年年度报告: 营业收入1033.08亿元, 同比增长7.38%, 归母净利润53.62亿元, 同比增长19.25%。2020年实现销量111.59万辆, 同比增长5.41%, 连续五年销量规模突破百万辆。

### □ 营收再创历史新高, 各项财务指标向好

1) 公司2020年全年实现营业总收入1033.08亿元, 同比增长7.38%, 再创历史新高; 实现净利润53.62亿元, 同比增长19.25%。2) 2020年毛利率为17.21%, 同比提高0.38pct; 净利率5.19%, 同比提升0.43pct, 盈利能力不断增强。2020年加权ROE为9.58%, 同比提升1.13pct, 实现基本每股收益0.59元, 同比提升20.4%。3) 期间费用: 2020年销售费用率3.97%, 同比下降0.13pct, 体现公司强大的渠道管控能力; 管理费用2.47%, 同比增加0.41pct; 研发费用2.97%, 同比增加0.11pct, 研发实力进一步提升; 财务费用为3.97亿元, 由负转正。公司管理费用增加主要为管理人员薪酬、咨询服务费同比增多所致。财务费用增加为汇兑损失增加所致。

### □ 新平台+新周期共振, 销量逆势增长

公司2020年累计实现销量111.59万辆, 同比增长5.41%, 在年初突发新冠疫情等严峻的市场环境下, 仍连续第五年突破百万辆的销量规模, 其中海外销量6.89万辆, 同比增长5.37%。在新平台+新车周期的共同推进下, 公司旗下哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡四大品牌齐头并进。哈弗品牌全球累计销量逾650万辆, 并且连续第11次夺得中国SUV市场年度销量桂冠; WEY品牌全面焕新, 成为首个销量累计超过40万辆的中国豪华SUV品牌; 长城皮卡连续23年保持国内、出口销量第一; 欧拉品牌定位精准, 销量稳步提升。我们预计2021年公司哈弗、WEY、欧拉三大乘用车品牌销量有望再创佳绩, 市占率稳步上行。

### □ 全球化全面布局, 看好中长期海外成长性

1) 产能: 公司目前在全球已形成“12+5”的生产布局, 包括12大全工艺整车生产基地和5个KD工厂。在国内, 保定、徐水等多个生产基地已经建成投产, 其他项目正稳步推进。在海外, 俄罗斯图拉工厂经营质量稳定, 泰国工厂已完成的交割, 印度项目也在稳步推进。2) 销售: 公司依托俄罗斯、澳大利亚、南非、南美、中东5大区域营销中心, 完成了60多个国家和地区的市场布局。在中国之外, 已建成全球500多家销售网络。3) 研发: 公司还在日本、美国、德国、印度、奥地利、韩国设立了海外研发中心, 构建了以保定总部为核心, 覆盖欧洲、亚洲、北美的研发布局, 目前公司研发团队规模达1.9万人, 研发人员占比已超30%。目前公司海外销量仅占整体销量的6.2%, 海外汽车市场占全球市场的2/3, 公司全球化布局已经卓有成效, 看好未来海外销售取得进一步突破。

### □ 坚定推进新能源+智能化发展, 引领行业新四化变革

2021年公司将持续推进汽车技术提升, 向新能源、智能汽车方向加速发展。目前公司是全球少数掌握了核心新能源汽车三电技术(电池, 电驱动, 电控)的整车企业。未来将持续专注于燃料电池动力领域, 基于柠檬平台, 根据整车、动力总成、系统、零部件、材料等不同层级的要求, 完成车规级氢动力平台的开发。构建以混动、纯电和氢能并举的新能源动力解决方案。公司2021年上半年, 除1月已经推出的哈弗初恋外(上市不到两月累积销量近万), 还有柠檬平台的第四款新车—哈弗赤兔和WEY品牌的摩卡两款车型即将推出, 新车将展现充分体现公司在智能领域领先的技术实力。预计上述两款车型推出后有望成

## 评级

## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥32.59

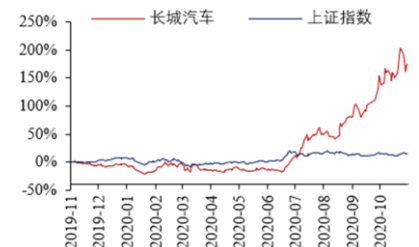
## 单季度业绩

## 元/股

4Q/2020	0.30
3Q/2020	0.16
2Q/2020	0.20
1Q/2020	-0.07

分析师: 刘文婷

执业证书号: S12305200500003  
liuwenting@stocke.com.cn



## 相关报告

《长城汽车深度报告: 老树开新花, 科技来赋能》 20210302

为新的爆款车型。我们认为伴随哈弗初恋、赤兔、WEY 摩卡等新车型的推出叠加去年推出的第三代哈弗 H6、哈弗大狗、坦克 300、欧拉好猫等爆款车型，公司 2021 年销量有望持续增长，新一轮成长周期已然开启。

#### □ 盈利预测

我们预计，2021-2023 年，长城汽车营业收入分别为 1453、1669、1906 亿元，同比增长 40.7%、14.8%、14.2%；归母净利润为 100.1、121.1、143.4 亿元，同比增长 86.7%、21.0%、18.4%，对应 EPS 为 1.09、1.32 和 1.56 元/股，对应当前 A 股 PE 为 30、25、21 倍，维持“买入”评级。

#### □ 风险提示

(1) 销量不及预期；(2) 新平台降本不及预期；(3) 智能驾驶进度不及预期。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	103308	145343	166892	190633
(+/-)	8.62%	40.69%	14.83%	14.23%
净利润	5362	10012	12112	14336
(+/-)	19.25%	86.70%	20.98%	18.36%
每股收益(元)	0.58	1.09	1.32	1.56
P/E	55.49	29.72	24.57	20.76
ROE	9.60%	16.03%	16.45%	16.51%
PB	5.19	4.41	3.74	3.17

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	99399	145072	153451	186901	<b>营业收入</b>	103308	145343	166892	190633
现金	14588	62523	59285	79333	营业成本	85531	117008	133102	151124
交易性金融资产	4826	4122	4437	4462	营业税金及附加	3192	4404	5057	5776
应收账款	3936	4588	4575	5712	营业费用	4103	5378	6676	7417
其它应收款	1027	1453	1836	2288	管理费用	2553	3343	3798	4478
预付账款	571	819	998	1209	研发费用	3067	4360	5174	6100
存货	7498	9361	10914	12392	财务费用	397	1011	917	964
其他	66952	62205	71405	81505	资产减值损失	712	773	1003	1158
<b>非流动资产</b>	54613	50017	51732	52265	公允价值变动损益	165	(16)	25	58
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	956	1000	1100	1100
长期投资	8415	3843	5123	5794	其他经营收益	877	991	1091	1091
固定资产	28609	28065	27325	26422	<b>营业利润</b>	5752	11041	13382	15865
无形资产	5543	4859	4825	4556	营业外收支	476	585	683	783
在建工程	2936	3949	4759	5407	<b>利润总额</b>	6227	11626	14065	16648
其他	9108	9302	9699	10086	所得税	865	1615	1953	2312
<b>资产总计</b>	154011	195089	205183	239166	<b>净利润</b>	5362	10012	12112	14336
<b>流动负债</b>	81166	104425	101922	120761	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	7901	7294	5459	6885	<b>归属母公司净利润</b>	5362	10012	12112	14336
应付款项	49841	77225	74880	90942	<b>EBITDA</b>	11876	14849	17359	19928
预收账款	0	0	0	0	<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.58	1.09	1.32	1.56
其他	23423	19906	21583	22934	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	15504	23110	23594	24403		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	10777	19277	19777	20277	<b>成长能力</b>				
其他	4727	3833	3817	4126	营业收入	8.62%	40.69%	14.83%	14.23%
<b>负债合计</b>	96670	127535	125516	145164	营业利润	20.41%	91.97%	21.21%	18.55%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	19.25%	86.70%	20.98%	18.36%
归属母公司股东权益	57342	67554	79666	94002	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	154011	195089	205183	239166	毛利率	17.21%	19.50%	20.25%	20.72%
					净利率	5.19%	6.89%	7.26%	7.52%
					ROE	9.60%	16.03%	16.45%	16.51%
					ROIC	7.82%	11.07%	11.79%	12.00%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	62.77%	65.37%	61.17%	60.70%
					净负债比率	20.24%	22.40%	21.72%	19.84%
					流动比率	1.22	1.39	1.51	1.55
					速动比率	1.13	1.30	1.40	1.45
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.77	0.83	0.83	0.86
					应收帐款周转率	28.98	31.21	28.48	25.55
					应付帐款周转率	2.92	2.88	2.73	2.78
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.58	1.09	1.32	1.56
					每股经营现金	0.56	3.71	0.28	2.36
					每股净资产	6.25	7.36	8.68	10.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E	55.49	29.72	24.57	20.76
					P/B	5.19	4.41	3.74	3.17
					EV/EBITDA	25.26	17.49	15.06	12.19

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5181	34054	2540	21623
净利润	5362	10012	12112	14336
折旧摊销	4826	2466	2663	2756
财务费用	397	1011	917	964
投资损失	(956)	(1000)	(1100)	(1100)
营运资金变动	(902)	25040	(11591)	5051
其它	(3546)	(3475)	(462)	(385)
<b>投资活动现金流</b>	(11588)	5690	(3550)	(2151)
资本支出	445	(2297)	(1971)	(1711)
长期投资	(5306)	4518	(1291)	(680)
其他	(6727)	3469	(288)	240
<b>筹资活动现金流</b>	11368	8190	(2228)	576
短期借款	6721	(607)	(1835)	1426
长期借款	9572	8500	500	500
其他	(4925)	298	(893)	(1350)
<b>现金净增加额</b>	4960	47935	(3238)	20048

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>