

# 长城汽车（601633）：柠檬平台车型销量占比稳步提升

2021年04月11日

推荐/维持

长城汽车 公司报告

**事件：**公司发布2020年3月产销快报：2020年3月公司共销售汽车110,736辆，同比增长84.41%。点评如下：

**柠檬平台车型占比提升，有望带动盈利能力回升：**2020年下半年公司推出全新柠檬平台，进入平台化造车新阶段。平台化造车有利于提升各车型间零件通用化率，以降低单车成本，实现规模效应。2021年3月份，哈弗品牌柠檬平台车型（未扣除二代哈弗H6）共销售45950辆，占哈弗品牌SUV销量为68.4%，与二月份占比基本持平，高于2021年1月的65.9%。新平台车型逐步发力，哈弗H6、哈弗大狗、哈弗初恋，及即将推出的哈弗赤兔等，以及WEY品牌摩卡、玛奇朵等车型的推出，平台化带来的规模效应将越发明显。

**厚积薄发，长城全面发力新能源市场：**纯电领域，公司欧拉品牌2021年3月份实现销售13,049辆，同比增长1037.66%，其中欧拉黑猫8527辆。欧拉好猫正处于产能爬坡阶段，随着三元版本产能释放，欧拉好猫销量有望进一步爬升。混动领域，公司2020年发布柠檬混动DHT，打破外资品牌技术垄断，经济性及动力性占优，2021年相关混动车型将陆续发布。氢能汽车主要有长城控股公司布局，2021年发布“氢柠”技术，并将于年内推出基于氢柠技术的首款氢燃料电池C级SUV。

**全新组织架构、文化和人才的制度变革将持续加强公司运营效率：**2020年公司在组织机制、企业文化和人才等底层架构上进行调整，组建了“一车一品牌一公司”的组织架构，强调以用户为中心，围绕市场需求，激发公司的创新源动力。这种底层架构的变革影响深远，更加有利于提升公司挖掘蓝海市场的能力和满足市场需求的执行力，以构建公司的长期核心竞争力。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2021-2023年净利润分别为92.2、116.3和134.9亿元，对应EPS分别为1.00、1.27和1.47元。当前股价对应2021-2023年PE值分别为32、25和22倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期。

## 财务指标预测

| 指标         | 2019A     | 2020A      | 2021E      | 2022E      | 2023E      |
|------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)  | 96,210.69 | 103,307.61 | 151,213.29 | 173,731.38 | 194,209.91 |
| 增长率(%)     | -3.04%    | 7.38%      | 46.37%     | 14.89%     | 11.79%     |
| 归母净利润(百万元) | 4,530.73  | 5,362.49   | 9,216.76   | 11,633.73  | 13,488.14  |
| 增长率(%)     | -13.66%   | 18.36%     | 71.87%     | 26.22%     | 15.94%     |
| 净资产收益率(%)  | 8.27%     | 9.35%      | 13.91%     | 15.08%     | 15.00%     |
| 每股收益(元)    | 0.49      | 0.59       | 1.00       | 1.27       | 1.47       |
| PE         | 64.53     | 53.59      | 31.55      | 24.97      | 21.54      |
| PB         | 5.78      | 5.51       | 4.77       | 4.09       | 3.51       |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介：

公司是全球知名的SUV制造企业，秉承“每天进步一点点”的企业理念，拥有先进的企业文化和管理团队，创建了独具特色的经营和管理模式，经营质量在国内汽车行业首屈一指。（资料来源：Wind、东兴证券研究所）

## 未来3-6个月重大事项提示：

无

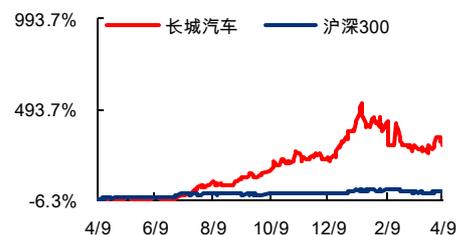
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

|              |                 |
|--------------|-----------------|
| 52周股价区间(元)   | 49.33-74.43     |
| 总市值(亿元)      | 2,901.24        |
| 流通市值(亿元)     | 1,905.97        |
| 总股本/流通A股(万股) | 917,534/602,773 |
| 流通B股/H股(万股)  | /309,954        |
| 52周日均换手率     | 0.54            |

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：李金锦

lij-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521030003

## 研究助理：张觉尹

021-25102897

zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表           |         | 单位:百万元  |         |         |         |                | 利润表    |         | 单位:百万元 |        |        |  |  |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--|--|
|                 | 2019A   | 2020A   | 2021E   | 2022E   | 2023E   |                | 2019A  | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |  |  |
| <b>流动资产合计</b>   | 68502   | 99399   | 110336  | 121980  | 138513  | <b>营业收入</b>    | 96211  | 103308  | 151213 | 173731 | 194210 |  |  |
| 货币资金            | 9723    | 14588   | 18146   | 26060   | 38842   | <b>营业成本</b>    | 79684  | 85531   | 122633 | 139502 | 155650 |  |  |
| 应收账款            | 3193    | 3936    | 5593    | 6283    | 7023    | 营业税金及附加        | 3169   | 3192    | 4688   | 5386   | 6021   |  |  |
| 其他应收款           | 947     | 1027    | 1504    | 1728    | 1931    | 营业费用           | 3897   | 4103    | 5897   | 7297   | 8157   |  |  |
| 预付款项            | 441     | 571     | 755     | 964     | 1198    | 管理费用           | 1955   | 2553    | 3780   | 4343   | 4855   |  |  |
| 存货              | 6237    | 7498    | 10751   | 12230   | 13646   | 财务费用           | -351   | 397     | 1036   | 981    | 906    |  |  |
| 其他流动资产          | 11344   | 11580   | 13018   | 13693   | 14308   | 研发费用           | 2716   | 3067    | 3780   | 4343   | 4855   |  |  |
| <b>非流动资产合计</b>  | 44594   | 54613   | 57748   | 60413   | 64195   | 资产及信用减值        | -503.6 | -676.40 | 700.00 | 700.00 | 700.00 |  |  |
| 长期股权投资          | 3113    | 8415    | 9677    | 11129   | 12242   | 公允价值变动收益       | -73.30 | 165.21  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |  |  |
| 固定资产            | 29743   | 28609   | 29873   | 30586   | 30749   | 投资净收益          | 15.51  | 956.39  | 120.00 | 120.00 | 130.00 |  |  |
| 无形资产            | 4710    | 5543    | 5401    | 5283    | 5185    | 加:其他收益         | 542.70 | 886.63  | 886.63 | 886.63 | 886.63 |  |  |
| 其他非流动资产         | 0       | 982     | 0       | 0       | 0       | <b>营业利润</b>    | 4777   | 5752    | 9697   | 12177  | 14073  |  |  |
| <b>资产总计</b>     | 113096  | 154011  | 168084  | 182393  | 202708  | 营业外收入          | 342.12 | 493.87  | 20.00  | 20.00  | 21.00  |  |  |
| <b>流动负债合计</b>   | 54600   | 81166   | 86439   | 89804   | 97378   | 营业外支出          | 18.41  | 18.19   | 15.00  | 15.00  | 15.00  |  |  |
| 其中:短期借款         | 1180    | 7901    | 6929    | 8002    | 7856    | <b>利润总额</b>    | 5101   | 6227    | 9702   | 12182  | 14079  |  |  |
| 应付账款            | 25440   | 33185   | 36958   | 38220   | 42644   | 所得税            | 570    | 865     | 485    | 548    | 591    |  |  |
| 一年内到期的非流动负债     | 3180    | 892     | 892     | 892     | 892     | <b>净利润</b>     | 4531   | 5362    | 9217   | 11634  | 13488  |  |  |
| <b>非流动负债合计</b>  | 4097    | 15504   | 15504   | 15504   | 15504   | 少数股东损益         | 34     | 0       | 20     | 15     | 20     |  |  |
| 长期借款            | 1206    | 10777   | 10777   | 10777   | 10777   | 归属母公司净利润       | 4497   | 5362    | 9197   | 11619  | 13468  |  |  |
| 应付债券            | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>主要财务比率</b>  |        |         |        |        |        |  |  |
| <b>负债合计</b>     | 58697   | 96670   | 101943  | 105308  | 112881  |                | 2019A  | 2020A   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |  |  |
| 少数股东权益          | 0       | 0       | 20      | 35      | 55      | <b>成长能力</b>    |        |         |        |        |        |  |  |
| 实收资本(或股本)       | 9127    | 9176    | 9176    | 9176    | 9176    | 营业收入增长         | -3.04% | 7.38%   | 46.37% | 14.89% | 11.79% |  |  |
| 资本公积            | 1411    | 1779    | 1779    | 1779    | 1779    | 营业利润增长         | -23.35 | 20.41%  | 68.59% | 25.58% | 15.58% |  |  |
| 未分配利润           | 38346   | 40995   | 49180   | 59521   | 71507   | 归属于母公司净利润增长    | -13.64 | 19.25%  | 71.50% | 26.34% | 15.92% |  |  |
| 归属母公司股东权益合计     | 54399   | 57342   | 66121   | 77050   | 89772   | <b>获利能力</b>    |        |         |        |        |        |  |  |
| <b>负债和所有者权益</b> | 113096  | 154011  | 168084  | 182393  | 202708  | 毛利率(%)         | 17.18% | 17.21%  | 18.90% | 19.70% | 19.85% |  |  |
|                 |         |         |         |         |         | 净利率(%)         | 4.71%  | 5.19%   | 6.10%  | 6.70%  | 6.95%  |  |  |
|                 |         |         |         |         |         | 总资产净利润(%)      | 3.98%  | 3.48%   | 5.47%  | 6.37%  | 6.64%  |  |  |
|                 |         |         |         |         |         | ROE(%)         | 8.27%  | 9.35%   | 13.91% | 15.08% | 15.00% |  |  |
| <b>现金流量表</b>    |         |         |         |         |         | <b>偿债能力</b>    |        |         |        |        |        |  |  |
|                 |         |         |         |         |         | 资产负债率(%)       | 52%    | 63%     | 61%    | 58%    | 56%    |  |  |
| <b>经营活动现金流</b>  | 13972   | 5181    | 14766   | 17432   | 25226   | 流动比率           | 1.25   | 1.22    | 1.28   | 1.36   | 1.42   |  |  |
| 净利润             | 4531    | 5362    | 9217    | 11634   | 13488   | 速动比率           | 1.14   | 1.13    | 1.15   | 1.22   | 1.28   |  |  |
| 折旧摊销            | 4556.30 | 4781.47 | 3736.72 | 4286.72 | 4836.72 | <b>营运能力</b>    |        |         |        |        |        |  |  |
| 财务费用            | -351    | 397     | 1036    | 981     | 906     | 总资产周转率         | 0.86   | 0.77    | 0.94   | 0.99   | 1.01   |  |  |
| 应收帐款减少          | 0       | -743    | -1657   | -690    | -741    | 应收账款周转率        | 29     | 29      | 32     | 29     | 29     |  |  |
| <b>投资活动现金流</b>  | -15802  | -11588  | -9126   | -9261   | -10988  | 应付账款周转率        | 3.80   | 3.52    | 4.31   | 4.62   | 4.80   |  |  |
| 公允价值变动收益        | -73     | 165     | 0       | 0       | 0       | <b>每股指标(元)</b> |        |         |        |        |        |  |  |
| 长期投资减少          | 0       | 0       | -1639   | -1904   | -1656   | 每股收益(最新摊薄)     | 0.49   | 0.59    | 1.00   | 1.27   | 1.47   |  |  |
| 投资收益            | 16      | 956     | 120     | 120     | 130     | 每股净现金流(最新摊薄)   | 0.23   | 0.54    | 0.39   | 0.86   | 1.39   |  |  |
| <b>筹资活动现金流</b>  | 3944    | 11368   | -2083   | -257    | -1456   | 每股净资产(最新摊薄)    | 5.96   | 6.25    | 7.21   | 8.40   | 9.78   |  |  |
| 应付债券增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | <b>估值比率</b>    |        |         |        |        |        |  |  |
| 长期借款增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E            | 64.53  | 53.59   | 31.55  | 24.97  | 21.54  |  |  |
| 普通股增加           | 0       | 49      | 0       | 0       | 0       | P/B            | 5.31   | 5.06    | 4.39   | 3.77   | 3.23   |  |  |
| 资本公积增加          | 0       | 368     | 0       | 0       | 0       | EV/EBITDA      | 31.67  | 27.00   | 12.50  | 15.45  | 13.07  |  |  |
| <b>现金净增加额</b>   | 2115    | 4960    | 3557    | 7914    | 12782   |                |        |         |        |        |        |  |  |

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

| 报告类型   | 标题                                 | 日期         |
|--------|------------------------------------|------------|
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：新组织架构与新平台的效果渐显        | 2021-04-07 |
| 公司普通报告 | 长城汽车（601633）：高瞻远瞩，新平台打开向上空间        | 2020-12-23 |
| 行业深度报告 | 汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革                | 2021-01-13 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？     | 2020-12-06 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环           | 2020-11-18 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展 | 2020-11-04 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围             | 2020-09-25 |
| 行业深度报告 | 从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？               | 2020-09-08 |
| 行业普通报告 | 汽车行业：下半年新能源车型看点有哪些？                | 2020-08-10 |
| 行业普通报告 | 特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底         | 2020-07-28 |

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

## 研究助理简介

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526