

2021年02月08日

长城汽车 (601633.SH)

同比增速领先行业，WEY销量再创新高

■事件：2月7日，公司发布1月销量，本月销售139012辆，同比大涨73.20%；其中出口销量10972辆，同比大涨147%。

■春节错位叠加需求强劲，同比增速领先行业。1月公司销量13.90万辆，春节错位致去年同期基数较低，叠加需求强劲，本月同比大涨73.20%。据中汽协预测，2021年1月汽车销量同比增长31.9%，公司销量同比增速跑赢行业41.30pct。其中，哈弗品牌批售94474辆，同比上涨60.89%，分车型，1月哈弗H6销售销售新车46368辆，同比大涨76%，据公司公众号，累计92个月位居SUV月度销量冠军；哈弗F7本月销售新车10085辆，延续破万势头；哈弗M6销售16329辆，同比增长14%，1月哈弗M6 PLUS的上市为哈弗M6提供新增量；哈弗大狗1月销售新车10305辆，连续第2个月销量破万；哈弗H9月销3029辆，同比增长145%；哈弗初恋定位入门紧凑级SUV，上市仅20天，销售新车5614辆。

■皮卡稳健增长，WEY销量再创新高。1月，长城皮卡连续第9个月销量突破2万辆，销售新车22260辆，同比增长66%，市占率近50%，据公司公众号，已连续23年国内、出口销量第一，其中长城炮销量12058辆，同比劲增117%，连续9个月销量破万。欧拉品牌连续3个月实现销量破万，1月共销售新车10260辆，同比劲增689%，其中欧拉黑猫销量达6090辆，同比增长370%，成为欧拉旗下贡献销量最大的单品，欧拉好猫上市首月订单破万，本月销量2081辆。在坦克300的强势助力下，本月WEY品牌月销创新高，1月共销售新车12018辆，环比增长20%，同比增长88%，其中2021款VV6取得3052辆的优异成绩，位居中国豪华SUV头部阵营，坦克300上市首月销量达6018辆。2021年，长城延续去年态势，1月公司推出超值家用SUV哈弗M6 PLUS和WEY品牌全新旗舰SUV摩卡，据新车评，后续将会陆续上市哈弗H6 2.0T、WEY VV7等高配车型，2021年公司销量可期。

■投资建议：国内乘用车行业进入换购周期，电动化智能化高端化叠加新品周期，公司有望实现首换购两端开花，全球化战略布局扩容海外市场，皮卡解禁利好政策下，皮卡乘用车化高端化电动化趋势释放增量。我们预计公司2020年-2022年的收入分别为1032.82、1233.19、1439.99亿元，归母净利润分别为53.92、75.74、97.75亿元，维持买入-A的投资评级。

■风险提示：SUV销量不及预期；海外市场不及预期；政策松绑不及预期；

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	99,230.0	96,210.7	103,282.2	123,318.9	143,999.5
净利润	5,207.3	4,496.9	5,392.3	7,573.9	9,775.2
每股收益(元)	0.57	0.49	0.59	0.83	1.07
每股净资产(元)	5.72	5.93	6.29	6.71	7.27

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	67.2	77.8	64.9	46.2	35.8
市净率(倍)	6.7	6.4	6.1	5.7	5.2
净利润率	5.2%	4.7%	5.2%	6.1%	6.8%
净资产收益率	9.9%	8.3%	9.3%	12.3%	14.7%
股息收益率	0.8%	0.7%	0.7%	1.1%	1.3%
ROIC	10.4%	10.5%	11.7%	11.0%	25.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

乘用车

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-02-05) 38.13 元

交易数据

总市值(百万元)	349,879.10
流通市值(百万元)	229,837.31
总股本(百万股)	9,175.95
流通股本(百万股)	6,027.73
12个月价格区间	7.72/49.81 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.59	27.3	399.23
绝对收益	1.36	32.86	420.8

袁伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100002
yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

刘国荣

报告联系人

liugr@essence.com.cn

相关报告

长城汽车：超额完成销量目标，2020完美收官/袁伟	2021-01-09
长城汽车：延续强劲增长态势，预计全年销量目标超额完成在即/袁伟	2020-12-07
长城汽车：10月销量再创新高，各品牌全面开花/袁伟	2020-11-08
长城汽车：业绩基本符合预期，Q4有望量价齐升/袁伟	2020-10-25
长城汽车：销量创2020年新高，四品牌全面增长/袁伟	2020-10-10

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230.0	96,210.7	103,282.2	123,318.9	143,999.5	成长性					
减:营业成本	81,480.9	79,684.5	85,132.4	100,628.2	116,495.6	营业收入增长率	-1.9%	-3.0%	7.3%	19.4%	16.8%
营业税费	3,627.4	3,168.6	3,721.4	4,337.6	4,998.7	营业利润增长率	6.5%	-23.4%	29.3%	41.5%	28.0%
销售费用	4,575.2	3,896.7	4,481.2	5,056.1	5,994.7	净利润增长率	3.6%	-13.6%	19.9%	40.5%	29.1%
管理费用	1,676.3	1,955.5	4,131.3	5,093.1	5,889.6	EBITDA 增长率	27.7%	7.6%	-15.8%	23.1%	19.2%
财务费用	-493.9	-351.0	-235.4	-360.1	-315.5	EBIT 增长率	32.2%	1.8%	-25.3%	41.0%	29.8%
资产减值损失	136.5	-503.6	-16.7	-127.9	-216.1	NOPLAT 增长率	-4.1%	-15.4%	26.3%	42.5%	31.5%
加:公允价值变动收益	-140.4	-73.3	-12.8	-75.5	-53.8	投资资本增长率	-16.3%	13.1%	52.0%	-43.7%	-27.4%
投资和汇兑收益	219.3	15.5	119.7	118.1	84.4	净资产增长率	7.0%	3.2%	6.1%	6.8%	8.4%
营业利润	6,232.0	4,776.8	6,174.9	8,734.7	11,183.2	利润率					
加:营业外净收支	245.0	323.7	315.9	294.9	311.5	毛利率	17.9%	17.2%	17.6%	18.4%	19.1%
利润总额	6,477.1	5,100.6	6,490.8	9,029.5	11,494.7	营业利润率	6.3%	5.0%	6.0%	7.1%	7.8%
减:所得税	1,229.4	569.8	1,065.3	1,401.6	1,651.7	净利润率	5.2%	4.7%	5.2%	6.1%	6.8%
净利润	5,207.3	4,496.9	5,392.3	7,573.9	9,775.2	EBITDA/营业收入	11.7%	13.0%	10.2%	10.5%	10.7%
						EBIT/营业收入	7.9%	8.3%	5.8%	6.8%	7.5%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	103	110	97	70	50
货币资金	7,682.1	9,723.3	8,262.6	11,877.9	30,060.0	流动营业资本周转天数	22	9	57	52	9
交易性金融资产	3,177.6	4,362.7	2,619.4	3,386.6	3,456.2	流动资产周转天数	246	252	290	275	240
应收账款	3,994.2	4,139.9	1,223.2	6,526.5	3,040.6	应收账款周转天数	9	15	9	11	12
应收票据	-	-	47,265.4	19,570.6	17,630.8	存货周转天数	18	20	20	19	19
预付账款	440.8	441.2	794.9	483.4	1,003.5	总资产周转天数	403	421	442	392	328
存货	4,445.1	6,237.2	5,085.1	7,997.4	7,421.2	投资资本周转天数	150	150	187	147	78
其他流动资产	46,386.4	43,597.9	32,575.8	40,853.4	39,009.0						
可供出售金融资产	-	-	2.6	0.9	1.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.9%	8.3%	9.3%	12.3%	14.7%
长期股权投资	-	3,112.7	3,112.7	3,112.7	3,112.7	ROA	4.7%	4.0%	3.9%	5.9%	7.3%
投资性房地产	183.7	322.2	322.2	322.2	322.2	ROIC	10.4%	10.5%	11.7%	11.0%	25.6%
固定资产	28,993.6	29,743.3	25,882.9	22,022.5	18,162.2	费用率					
在建工程	4,405.6	2,247.4	2,247.4	2,247.4	2,247.4	销售费用率	4.6%	4.1%	4.3%	4.1%	4.2%
无形资产	5,244.5	6,898.9	6,164.6	5,430.2	4,695.8	管理费用率	1.7%	2.0%	4.0%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	1,030.2	2,269.8	1,326.7	1,477.6	1,621.0	财务费用率	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
资产总额	111,800.4	113,096.4	140,300.5	128,386.5	133,947.7	三费/营业收入	5.8%	5.7%	8.1%	7.9%	8.0%
短期债务	12,800.0	1,180.5	16,162.0	-	-	偿债能力					
应付账款	28,113.1	25,439.5	33,952.0	36,109.8	44,114.4	资产负债率	52.9%	51.9%	58.8%	52.0%	50.1%
应付票据	4,205.2	10,020.9	646.2	12,873.4	4,142.1	负债权益比	112.2%	107.9%	143.0%	108.1%	100.4%
其他流动负债	9,500.1	17,958.9	17,062.1	15,178.4	16,229.7	流动比率	1.21	1.25	1.44	1.41	1.58
长期借款	2,157.8	1,205.7	12,339.7	-	-	速动比率	1.13	1.14	1.37	1.29	1.46
其他非流动负债	2,335.6	2,891.7	2,403.8	2,543.7	2,613.1	利息保障倍数	-15.82	-22.65	-25.23	-23.26	-34.44
负债总额	59,111.8	58,697.2	82,565.8	66,705.4	67,099.3	分红指标					
少数股东权益	163.8	-	31.5	84.7	151.1	DPS(元)	0.29	0.25	0.26	0.40	0.51
股本	9,127.3	9,127.3	9,176.0	9,176.0	9,176.0	分红比率	50.8%	50.7%	44.1%	48.6%	47.8%
留存收益	43,659.9	45,512.8	48,527.2	52,420.5	57,521.4	股息收益率	0.8%	0.7%	0.7%	1.1%	1.3%
股东权益	52,688.6	54,399.2	57,734.6	61,681.1	66,848.4						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	5,247.6	4,530.7	5,392.3	7,573.9	9,775.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	3,887.9	4,593.9	4,594.7	4,594.7	4,594.7	EPS(元)	0.57	0.49	0.59	0.83	1.07
资产减值准备	136.5	503.6	-	-	-	BVPS(元)	5.72	5.93	6.29	6.71	7.27
公允价值变动损失	140.4	73.3	-12.8	-75.5	-53.8	PE(X)	67.2	77.8	64.9	46.2	35.8
财务费用	577.0	335.1	-235.4	-360.1	-315.5	PB(X)	6.7	6.4	6.1	5.7	5.2
投资损失	-219.3	-214.4	-119.7	-118.1	-84.4	P/FCF	24.8	-34.8	47.2	45.8	17.3
少数股东损益	40.3	33.9	33.2	54.1	67.9	P/S	3.5	3.6	3.4	2.8	2.4
营运资金的变动	-20,510.9	513.4	-25,748.2	23,472.1	5,236.4	EV/EBITDA	3.1	5.5	33.9	25.0	20.0
经营活动产生现金流量	19,697.8	13,972.3	-16,095.8	35,141.1	19,220.3	CAGR(%)	13.3%	29.5%	2.5%	13.3%	29.5%
投资活动产生现金流量	-10,040.4	-15,801.7	-7,633.1	-50.9	2,889.8	PEG	5.1	2.6	26.3	3.5	1.2
融资活动产生现金流量	-6,500.8	3,943.9	22,268.2	-31,474.9	-3,928.1	ROIC/WACC	1.1	1.1	1.2	1.1	2.6
						REP	0.9	1.5	4.6	8.0	4.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁伟、徐慧雄声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034