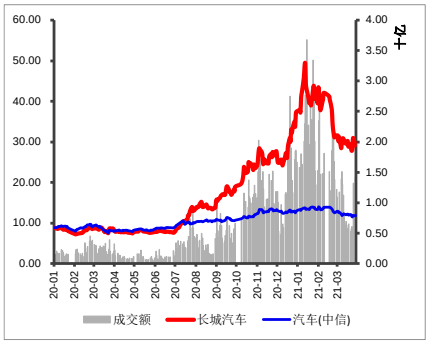
汽车 | 长城汽车（601633.SH） | 维持评级

报告原因：事件点评 | **新车发布频繁，逆势实现增长** | **增持**

2021 年 4 月 1 日 | **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2021-03-31

收盘价(元)：	30.13
年内最高/最低（元）：	51.72/27.11
流通 A 股/总股本（亿）：	60.28/91.76
流通 A 股市值(亿)：	1,816.15
总市值（亿）：	1,830.82

基础数据：2020-12-31

基本每股收益（元/股）：	0.59
每股净资产(元)：	6.25
净资产收益率（%）：	9.60

分析师：张湃

执业登记编码： S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件：

公司 3 月 31 日发布 2020 年年报全文，公司全年实现营收 1033.08 亿元，同比增长 7.38%；归母净利润达 53.6 亿元，同比增长 19.25%，扣非净利润 38.4 亿元，同比同比-3.77%。

事件点评

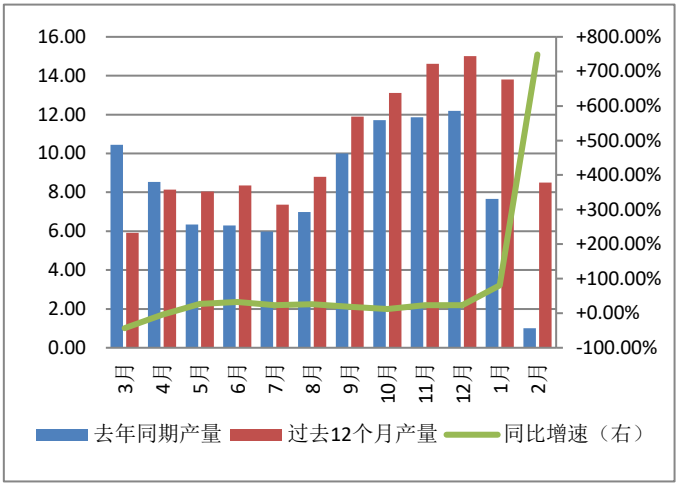
- **逆势实现增长，营收好于行业平均水平。**受疫情影响，2020 年，全国乘用车产销分别完成 1,999.4 万辆和 2,017.8 万辆，同比分别下降 6.5%和 6%。公司专注于 SUV 与皮卡类型，2020 年累计实现销量 111.59 万辆，同比+5.41 %。同时，随着品牌逐渐向高端化探索，单车平均售价相比 2019 年提高 3.1%，品牌溢价能力得到进一步提升。全年实现营收 1033.08 亿元，其中，整车销售收入 923.86 亿元，同比+7.11%；零部件及其他收入 109.22 亿元，同比+23.32%。2020 年管理费用增加较为明显，同比+30.54% ，达到 25.52 亿元，主要由管理人员薪酬、咨询服务费同比增加所致。
- **研发投入持续增加，新车型不断。**2020 年度，公司研发支出总额 51.50 亿元人民币，同比增长 21.22%。公司表示 2021 年将推出 10 款全新车型，主打智能化体验。2021 年 1 月推出了基于柠檬平台哈弗初恋，2021 年上半年还将推出长城柠檬平台首款混动 SUV——哈弗赤兔，除哈弗品牌，2021 年上半年 WEY 品牌将会推出全新旗舰车型 WEY 摩卡，搭载全固态激光雷达、高通 8155 芯片。此外，公司还将于 2021 年推出基于柠檬、坦克、咖啡智能新平台的其他多款全新燃油及新能源车型和改款车型，进一步促进销量及业绩增长。
- **积极拓展海外市场，提高市场空间。**目前长城在俄罗斯图拉工厂已投入生产，哈弗 F7、哈弗 F7x、哈弗 H9 等多款车型均实现本土化生产，产品深受俄罗斯市场的欢迎。2020 年 11 月，泰国工厂将于 2021 年投入使用。同时，公司计划收购印度整车工厂。未来有望将成功车型引入国外市场，增加营收潜力。

投资建议：

我国经济运行总体复苏态势持续向好，汽车下乡趋势明显，汽车销售热度特别是 SUV 与皮卡销量需求仍将高位维持。公司在自主品牌 SUV、皮卡两大品类市场具有领导地位。经典车型持续热销，现有产品口碑较好。同时，长城新车发布极其频繁，善于利用新品牌创造新车型，逐步提升品质与品牌形象的同时，出现爆款的可能性更大，未来有望带动公司销量进一步的提升。预计公司 2021 年、2022 年 EPS 为 1.02 元、1.04 元，对应公司 2021-03-31 收盘价 30.13 元/股，公司 2021 年、2022 年 PE 为 29.58 倍、28.87 倍，维持“增持”评级。

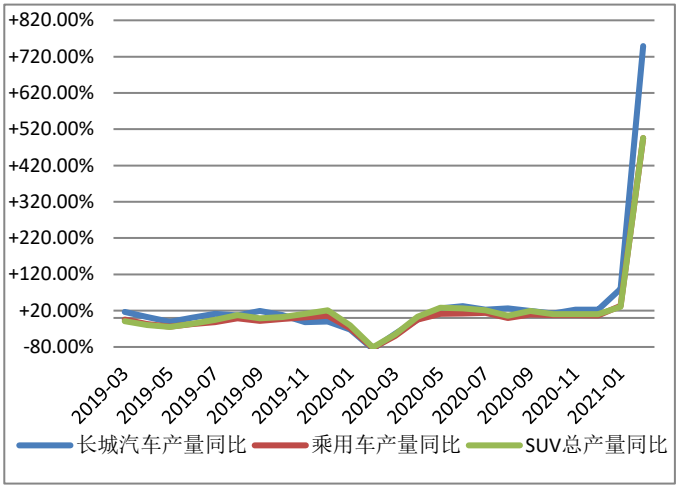
风险提示：行业景气度下行；汽车销量不及预期；行业政策大幅调整。

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）



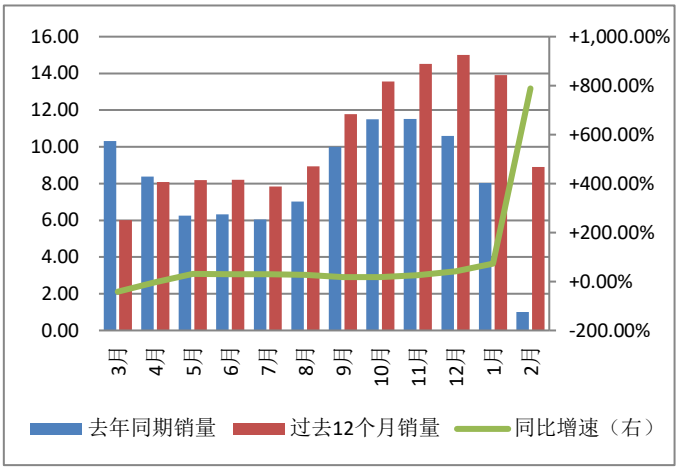
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



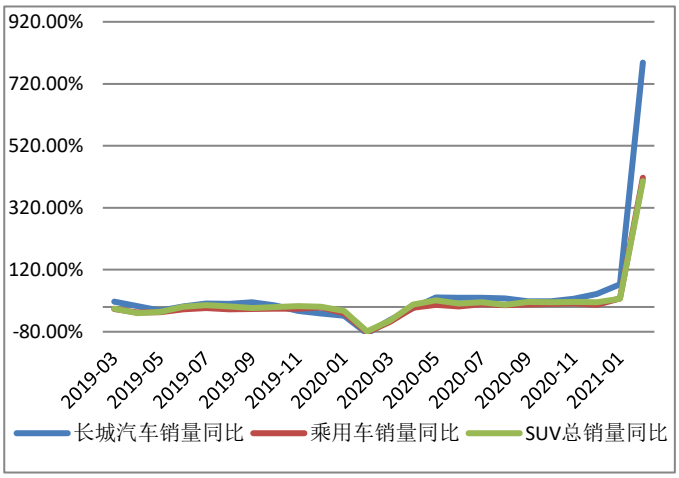
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 3：公司汽车月销量（万辆，%）



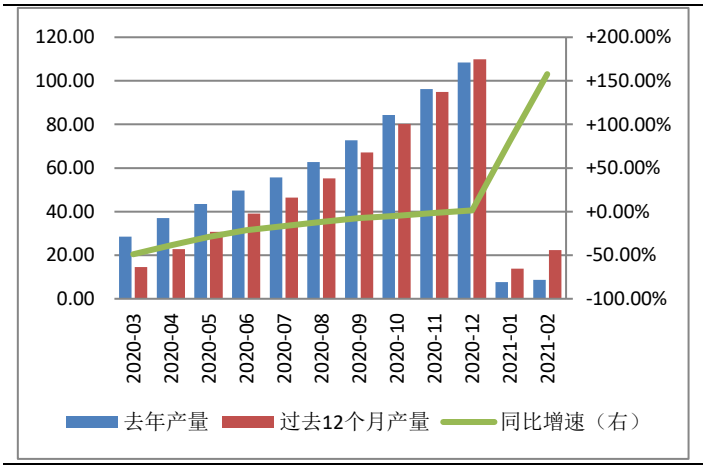
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



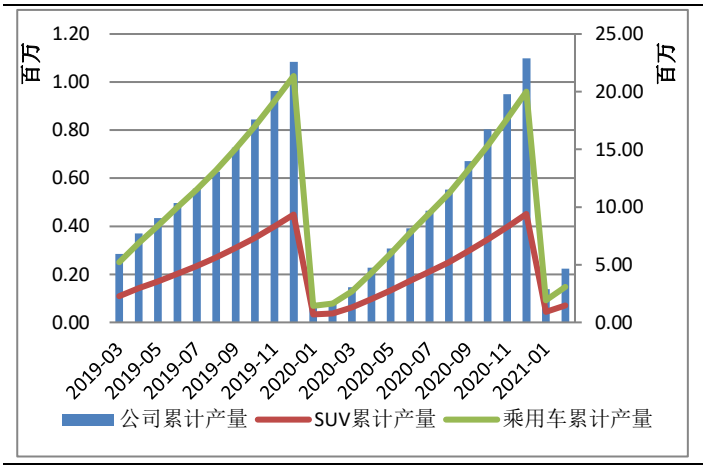
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



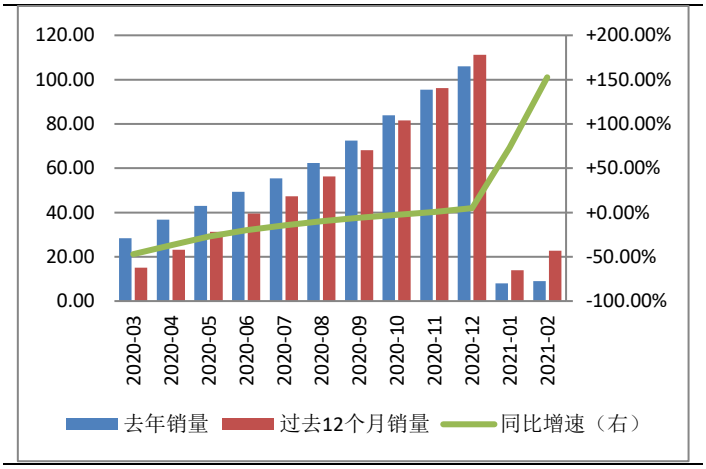
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



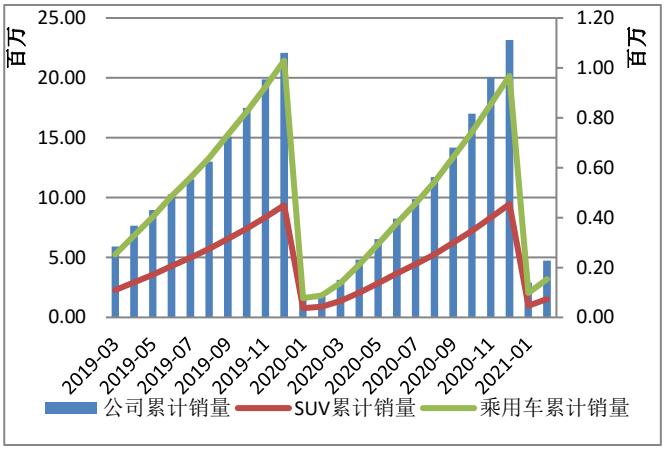
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



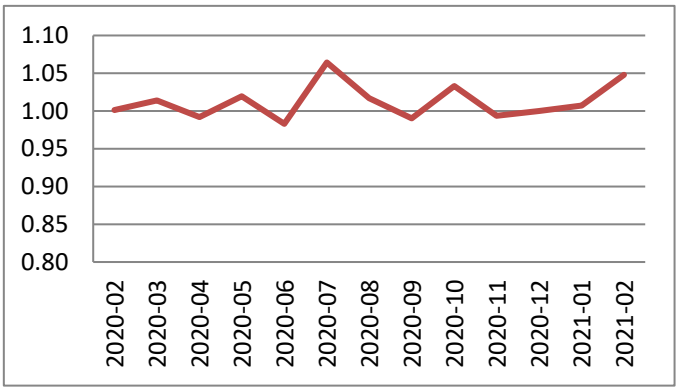
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



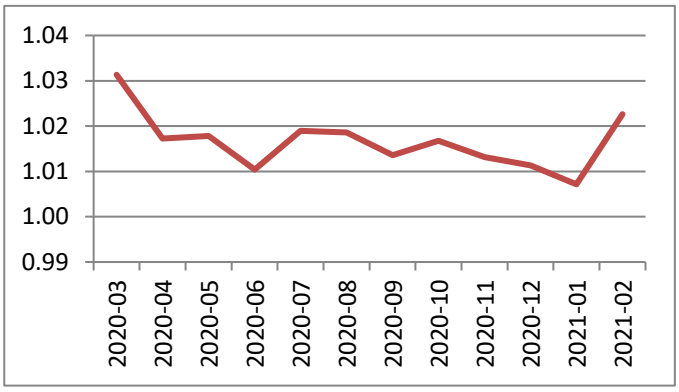
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



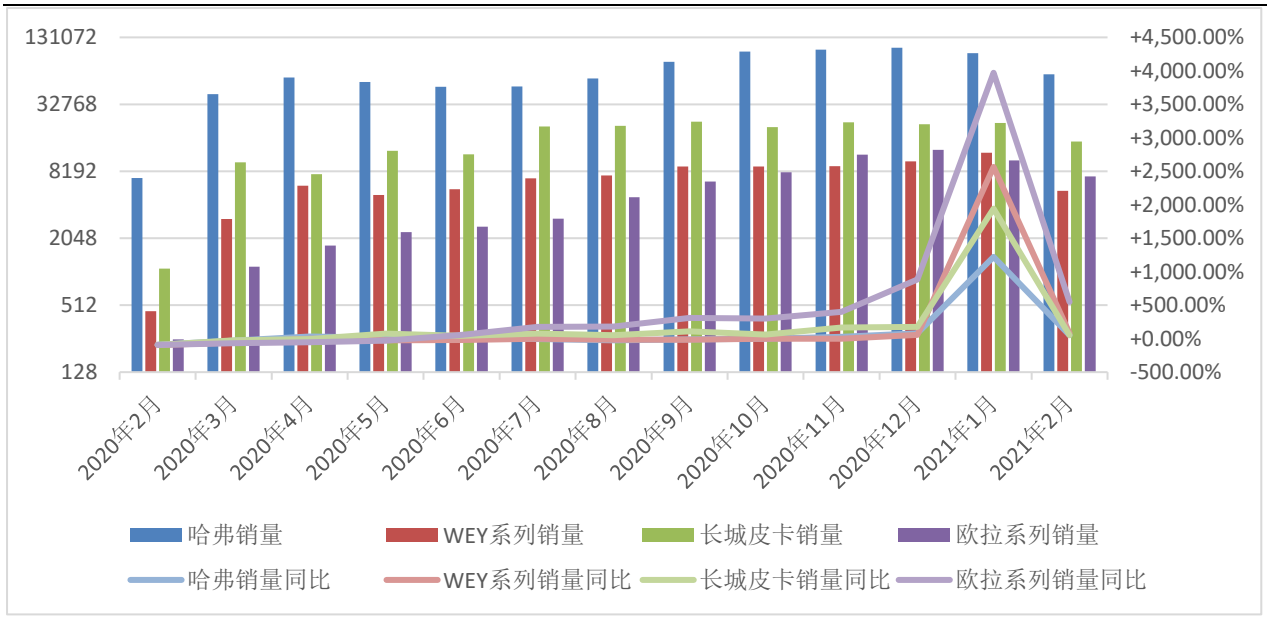
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）



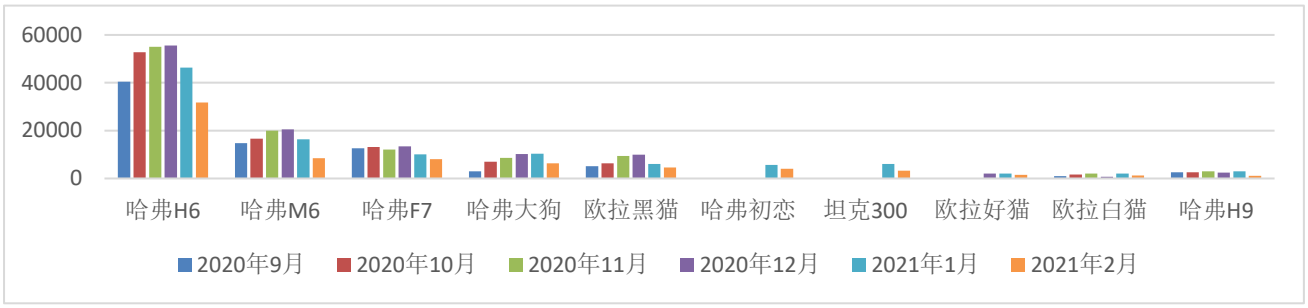
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 11：子品牌销量情况（辆，%）



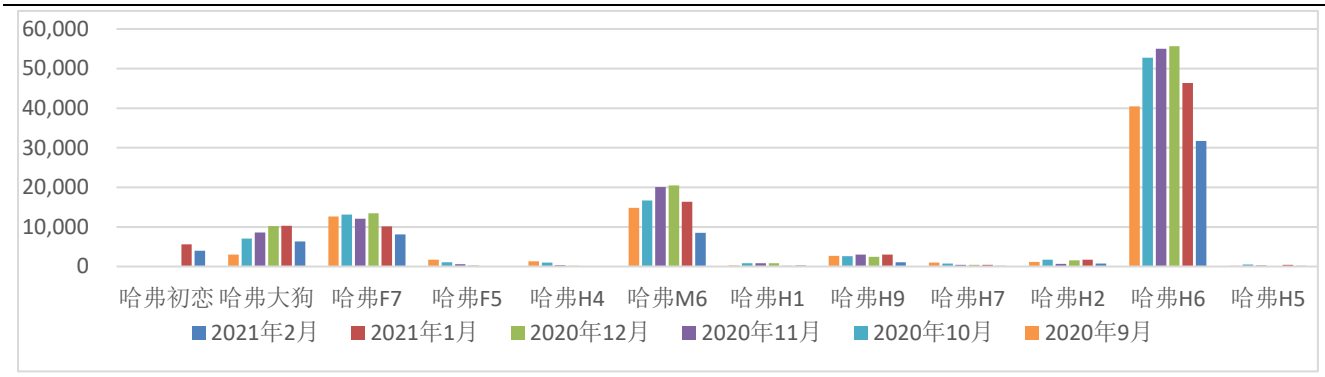
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



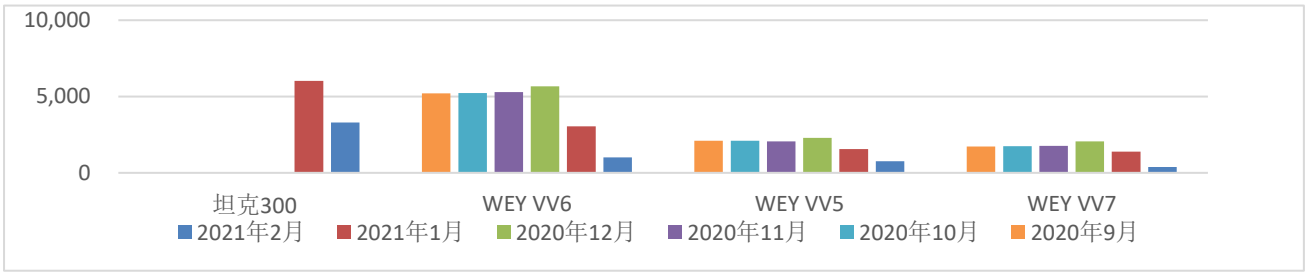
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 13：哈弗月度销量变化（辆）



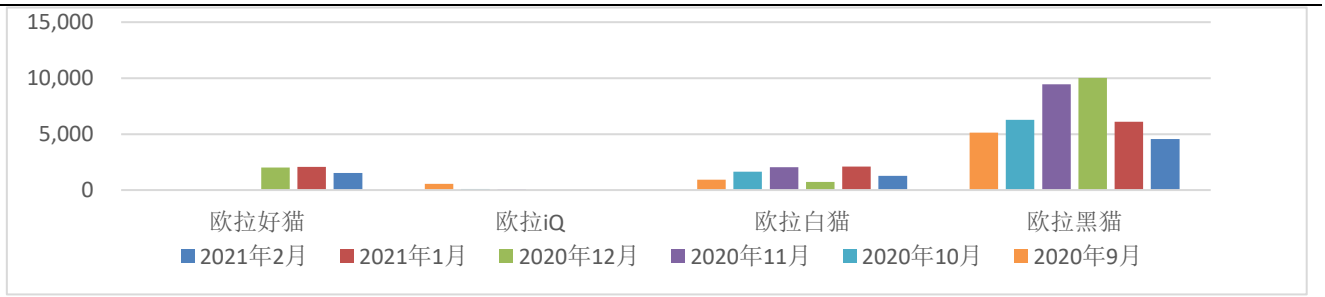
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 14：WEY 月度销量变化（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 15：欧拉月度销量变化（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

数据日期：2021-03-31，单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103307.6	124795.6	148007.6	160884.2
收入同比(%)	7.4%	20.8%	18.6%	8.7%
归属母公司净利润	5362.5	9345.6	9576.8	10569.5
净利润同比(%)	19.2%	74.3%	2.5%	10.4%
每股收益(元)	0.58	1.02	1.04	1.15
P/E	51.56	29.58	28.87	26.16
P/B	4.82	4.15	3.65	3.22

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	99,399.0	104,679.8	113,610.6	119,688.1
现金	14,588.5	16,958.3	24,705.6	28,586.1
应收账款	4,963.5	5,463.0	6,653.0	7,334.8
其他应收款	1,027.3	1,095.9	1,409.3	1,514.9
预付账款	570.9	570.9	570.9	570.9
存货	7,497.6	7,586.2	9,770.7	10,622.2
其他流动资产	70,751.1	73,005.4	70,501.1	71,059.1
非流动资产	54,612.5	56,682.4	67,843.1	78,631.4
长期投资	8,415.2	3,842.6	5,123.5	5,793.8
固定资产	28,609.2	35,958.8	43,593.4	51,461.6
无形资产	5,543.4	5,173.8	4,828.9	4,507.0
其他非流动资产	12,044.7	11,707.2	14,297.3	16,869.1
资产总计	154,011.5	161,362.3	181,453.7	198,319.5
流动负债	81,165.7	78,143.1	89,454.4	95,803.0
短期借款	7,901.3	6,807.8	5,658.6	4,487.0
应付账款	33,185.1	34,376.7	41,957.8	46,891.5
其他流动负债	40,079.4	36,958.6	41,838.0	44,424.5
非流动负债	15,503.9	16,628.9	17,888.5	18,807.8
长期借款	10,777.2	12,017.2	13,218.2	14,138.2
其他非流动负债	4,726.7	4,611.7	4,670.3	4,669.6
负债合计	96,669.6	94,772.0	107,342.9	114,610.7
少数股东权益	0.0	47.5	87.6	120.2
股本	9,176.0	9,176.0	9,176.0	9,176.0
资本公积	1,779.3	1,779.3	1,779.3	1,779.3
留存收益	47,170.2	55,587.5	64,847.2	74,950.1
归属母公司股东权益	57,341.8	66,542.8	75,802.5	85,905.4
负债和股东权益	154,011.5	161,362.3	183,233.0	200,636.3

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5,181.2	11,717.9	22,745.1	21,638.6
净利润	5,362.5	9,345.6	9,576.8	10,569.5
折旧摊销	4,826.0	2,800.9	3,456.9	4,176.4
财务费用	405.6	815.0	756.2	674.6
投资损失	-1,105.2	-321.0	-124.0	-141.0
营运资金变动	-21,260.0	-2,802.7	8,683.8	6,350.2
其他经营现金流	16,952.3	1,880.1	395.3	9.0
投资活动现金流	-11,588.3	2,438.0	993.7	-1,144.5
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	-5,302.5	4,572.6	-1,280.9	-670.3
其他投资现金流	-6,285.8	-2,134.6	2,274.6	-474.2
筹资活动现金流	11,367.5	-1,051.6	-622.2	-1,840.7
短期借款	6,720.8	-1,093.5	-1,149.2	-1,171.6
长期借款	9,571.5	1,240.0	1,201.0	920.0
普通股增加	48.7	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	368.1	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-5,341.6	-1,198.2	-674.0	-1,589.1
现金净增加额	4,960.4	13,104.3	23,116.6	18,653.4

利润表				单位:百万元
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103307.6	124795.6	148007.6	160884.2
营业成本	85531.0	101458.8	120330.2	130798.9
营业税金及附加	3191.9	3743.9	4440.2	4826.5
销售费用	4103.4	4742.2	5624.3	6113.6
管理费用	2552.7	2246.3	2664.1	2895.9
研发费用	3067.5	3494.3	4144.2	4183.0
财务费用	397.0	815.0	756.2	674.6
加：其他费用	886.6	540.0	540.0	540.0
资产减值损失	-676.4	132.7	40.3	-48.4
公允价值变动收益	165.2	1700.0	314.8	24.8
投资净收益	956.4	321.0	124.0	141.0
营业利润	5751.6	10723.4	10986.8	12145.8
营业外收入	493.9	342.0	342.0	342.0
营业外支出	18.2	14.8	14.8	14.8
利润总额	6227.3	11050.6	11314.0	12473.0
所得税	864.8	1657.6	1697.1	1871.0
净利润	5362.5	9393.0	9616.9	10602.1
少数股东损益	0.0	47.5	40.2	32.6
归属母公司净利润	5362.5	9345.6	9576.8	10569.5
EBITDA	14508.2	17293.6	18804.2	20639.8
EPS（元）	0.6	1.0	1.0	1.2

主要财务比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	7.38%	20.80%	18.60%	8.70%
营业利润	20.41%	86.44%	2.46%	10.55%
归属于母公司净利润	19.25%	74.28%	2.47%	10.37%
获利能力				
毛利率(%)	17.21%	18.70%	18.70%	18.70%
净利率(%)	5.19%	7.49%	6.47%	6.57%
ROE(%)	9.35%	14.11%	12.67%	12.32%
ROIC(%)	13.34%	19.62%	18.12%	18.40%
偿债能力				
资产负债率(%)	62.77%	58.73%	58.58%	57.12%
净负债比率(%)	67.22%	90.31%	65.63%	67.47%
流动比率	1.22	1.34	1.27	1.25
速动比率	1.13	1.24	1.16	1.14
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.79	0.86	0.85
应收账款周转率	28.98	30.06	30.80	29.08
应付账款周转率	3.52	3.69	3.88	3.62
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.58	1.02	1.04	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	1.28	2.48	2.36
每股净资产(最新摊薄)	6.25	7.25	8.26	9.36
估值比率				
P/E	51.6	29.6	28.9	26.2
P/B	4.8	4.2	3.6	3.2
EV/EBITDA	23.50	15.41	13.90	12.41

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336