

601633.SH

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 29.14

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(22.8)	(6.2)	(16.7)	239.4
相对上证指数	(20.9)	(4.1)	(17.8)	215.5

发行股数(百万)	9,176
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	267,387
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,585
净负债比率(%)(2021E)	净现金
主要股东(%)	
保定创新长城资产管理有限公司	56

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2021 年 3 月 29 日收市价为标准

相关研究报告

《长城汽车：Q4 业绩高增长，看好新品周期及智能电动布局》20210126

《长城汽车：汇兑拖累 Q3 业绩，看好新品周期及未来布局》20201026

《长城汽车：20Q2 业绩超预期，推出三大平台开启新征程》20200724

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车整车

证券分析师： 朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

长城汽车

新品推动销量及业绩增长，智能电动发展看好

公司发布 2020 年报，全年共实现营业收入 1,033.1 亿元（+7.4%），归属于上市公司股东的净利润 53.6 亿元（+19.2%）；每股收益 0.59 元。20Q4 共销售汽车 43.1 万辆（+28.2%），实现营业收入 411.6 亿元（+22.4%），归母净利润 27.8 亿元（+75.7%）。2020 年公司推出的欧拉好猫、坦克 300 等车型获得热销，2021 年新品周期延续，将推出初恋、摩卡等 10 余款新车型，有望取得较好销量并推动业绩快速增长。在智能化领域，公司发布咖啡智驾"331 战略"，计划用时 3 年成为智能驾驶领导者；在新能源领域，公司纯电欧拉黑猫及好猫等持续热销，混动 DHT 技术先进前景看好，氢能规划 2025 年实现全球氢能市场占有率前三。公司在智能电动领域全面布局进展顺利，未来发展看好。我们预计公司 2021- 2023 年每股收益分别为 1.20 元、1.37 元和 1.59 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **Q4 销量高增长，推动业绩提升。**2020 年公司销售汽车 111.2 万辆(+4.8%)，实现收入 1033.1 亿（+7.4%），整体毛利率同比持平。费用方面，销售费用增长 5.3%，略低于收入增速；管理费用增长 30.5%，主要是管理人员薪酬及咨询服务费增加所致；研发费用增长 12.9%，预计是新产品和新技术研发投入增加所致；财务费用增长 213.1%，主要是汇兑损失增加 10.1 亿所致；四项费用率 9.8%，同比上升 1.3pct。收入增加、毛利率持平、费用率上升，全年扣非净利润下降 3.8%。20Q4 公司汽车销售 43.1 万辆（+28.2%），推动收入增长 22.4%，毛利率上升 0.3pct，研发及财务费用减少等带来四项费用率下降 0.6pct，扣非归母净利润增长 40.2%。
- **2021 年新品周期延续，有望推动销量及业绩高增长。**2020 年公司进入新一轮产品周期，推出的三代 H6 等产品取得热销，全年销售整车 111.2 万辆（+4.8%），其中 Q4 销售整车 43.1 万辆（+28.2%），单车净利润约 0.64 万元环比提升 27.6%，单车均价约 9.6 万元环比提升 4.1%。展望 2021 年，公司新品周期延续，将有初恋、摩卡、赤兔等 10 余款新车上市，新平台下车型综合竞争力突出，毛利率较原有车型大幅提升，有望推动公司销量爆发，以及业绩高速增长。
- **智能化和电动化全面布局，未来发展看好。**公司 2020 年底召开智能驾驶战略升级大会，提出了咖啡智驾"331 战略"，计划用时 3 年成为智能驾驶领导者：实现用户规模第一，用户体验第一，场景覆盖第一的 3 个第一。电动化方面，公司在纯电动、混动、氢能源等领域全面布局，纯电动方面欧拉黑猫、好猫等产品持续热销，混动方面公司 2020 年 12 月发布先进的"柠檬混动 DHT"技术，氢能源方面公司将在 2021 年推出全球首款 C 级氢燃料电池 SUV，规划 2025 年实现全球氢能市场占有率前三。智能化和电动化是汽车行业未来发展方向，公司全面布局且进展顺利，长期发展看好。

估值

- 我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.20 元、1.37 元和 1.59 元，新品周期有望推动销量及业绩增长，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 1）汽车销量及盈利能力低于预期；2）芯片等零部件供应短缺或涨价。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	96,211	103,308	137,399	158,009	176,970
变动(%)	(3)	7	33	15	12
净利润(人民币 百万)	4,497	5,362	11,024	12,567	14,574
全面摊薄每股收益(人民币)	0.493	0.584	1.201	1.370	1.588
变动(%)	(13.6)	18.6	105.6	14.0	16.0
全面摊薄市盈率(倍)	59.1	49.9	24.3	21.3	18.3
价格/每股现金流量(倍)	19.0	51.6	10.6	9.4	16.4
每股现金流量(人民币)	1.53	0.56	2.75	3.09	1.78
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	30.4	15.8	12.5	10.8
每股股息(人民币)	0.250	0.280	0.601	0.685	0.794
股息率(%)	0.9	1.0	2.1	2.4	2.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2020 年业绩摘要

(人民币，亿元)	2020 年	2019 年	同比变动(%)
营业总收入	1,033.1	962.1	7.4
营业利润	57.5	47.8	20.4
净利润	53.6	45.3	18.4
归属于上市公司股东的净利润	53.6	45.0	19.2
扣非后归属于上市公司股东的净利润	38.4	39.9	(3.8)
营业成本	855.3	796.8	7.3
毛利润	177.8	165.3	7.6
销售费用	41.0	39.0	5.3
管理费用	25.5	19.6	30.5
研发费用	30.7	27.2	12.9
财务费用	4.0	(3.5)	213.1
资产+信用减值损失	(7.1)	(5.5)	28.7
销售费用率(%)	4.0	4.1	
管理费用率(%)	2.5	2.0	
研发费用率(%)	3.0	2.8	
财务费用率(%)	0.4	(0.4)	
毛利率(%)	17.2	17.2	
净利率(%)	5.2	4.7	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2020 年四季度业绩摘要

(人民币，亿元)	2020Q4	2019Q4	同比变动(%)
营业收入	411.6	336.3	22.4
营业利润	28.7	14.0	105.7
净利润	27.8	15.8	75.7
归属于上市公司股东的净利润	27.8	15.8	75.7
扣非后归属于上市公司股东的净利润	19.6	14.0	40.2
营业成本	336.5	276.0	21.9
毛利润	75.2	60.3	24.7
销售费用	18.2	15.5	17.7
管理费用	10.4	6.6	56.9
研发费用	11.7	12.4	(5.6)
财务费用	(2.3)	(1.4)	(64.0)
资产+信用减值损失	(3.8)	(4.0)	(6.2)
销售费用率(%)	4.4	4.6	
管理费用率(%)	2.5	2.0	
研发费用率(%)	2.8	3.7	
财务费用率(%)	(0.6)	(0.4)	
毛利率(%)	18.3	17.9	
净利率(%)	6.7	4.7	

资料来源：公司公告，中银证券

图表 3.单季度业绩

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	Q4 同比(%)	Q4 环比(%)
营业收入（亿元）	123.8	235.5	262.1	411.6	22.5	57.0
销量（万辆）	15.0	24.5	28.6	43.1	28.2	50.9
单车均价（万元/辆）	8.2	9.6	9.2	9.6	(4.5)	4.1
归母净利润（亿元）	(6.5)	18.0	14.4	27.8	75.7	92.6
单车净利（万元/辆）	(0.43)	0.73	0.50	0.64	37.1	27.6

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	**96,211**	**103,308**	**137,399**	**158,009**	**176,970**
销售成本	(82,853)	(88,723)	(114,453)	(131,147)	(146,708)
经营费用	(3,459)	(5,654)	(6,558)	(7,744)	(8,277)
息税折旧前利润	**9,899**	**8,931**	**16,388**	**19,118**	**21,985**
折旧及摊销	(4,557)	(4,782)	(5,558)	(6,245)	(7,088)
经营利润 (息税前利润)	**5,342**	**4,150**	**10,829**	**12,873**	**14,896**
净利息收入/(费用)	(32)	(736)	(844)	(786)	(660)
其他收益/(损失)	852	2,475	2,749	2,431	2,600
税前利润	**5,101**	**6,227**	**12,735**	**14,517**	**16,836**
所得税	(570)	(865)	(1,656)	(1,887)	(2,189)
少数股东权益	(34)	0	(55)	(63)	(73)
净利润	**4,497**	**5,362**	**11,024**	**12,567**	**14,574**
核心净利润	**4,497**	**5,362**	**11,024**	**12,567**	**14,574**
每股收益 (人民币)	0.493	0.584	1.201	1.370	1.588
核心每股收益 (人民币)	0.493	0.584	1.201	1.370	1.588
每股股息 (人民币)	0.250	0.280	0.601	0.685	0.794
收入增长(%)	(3)	7	33	15	12
息税前利润增长(%)	(31)	(22)	161	19	16
息税折旧前利润增长(%)	(14)	(10)	83	17	15
每股收益增长(%)	(14)	19	106	14	16
核心每股收益增长(%)	(14)	19	106	14	16

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	9,723	14,588	24,521	43,955	45,313
应收帐款	4,140	4,963	6,486	6,681	8,067
库存	6,237	7,498	10,868	8,545	14,098
其他流动资产	48,402	72,349	57,853	59,854	63,585
流动资产总计	**68,502**	**99,399**	**99,728**	**119,034**	**131,063**
固定资产	31,991	31,546	31,272	30,598	30,422
无形资产	6,899	9,267	9,982	10,911	11,999
其他长期资产	5,592	13,622	11,387	11,969	12,326
长期资产总计	**44,482**	**54,434**	**52,641**	**53,478**	**54,747**
总资产	**113,096**	**154,011**	**152,493**	**172,581**	**185,824**
应付帐款	35,460	49,841	46,400	62,557	61,630
短期债务	1,180	7,901	5,000	5,000	5,000
其他流动负债	17,959	23,423	23,083	20,340	26,898
流动负债总计	**54,600**	**81,166**	**74,482**	**87,897**	**93,528**
长期借款	1,206	10,777	11,000	11,000	11,000
其他长期负债	2,892	4,727	3,318	3,645	3,897
股本	9,127	9,176	9,176	9,176	9,176
储备	45,513	48,950	54,461	60,745	68,032
股东权益	**54,640**	**58,125**	**63,637**	**69,921**	**77,208**
少数股东权益	0	0	55	119	192
总负债及权益	**113,096**	**154,011**	**152,493**	**172,581**	**185,824**
每股帐面价值 (人民币)	5.99	6.33	6.94	7.62	8.41
每股有形资产 (人民币)	5.23	5.32	5.85	6.43	7.11
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.80)	0.45	(0.93)	(3.05)	(3.19)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	5,101	6,227	12,735	14,517	16,836
折旧与摊销	4,557	4,782	5,558	6,245	7,088
净利息费用	32	736	844	786	660
运营资本变动	6,874	(2,319)	1,014	10,708	3,581
税金	(1,598)	(526)	(1,656)	(1,887)	(2,189)
其他经营现金流	(2,055)	(3,379)	6,732	(2,030)	(9,663)
经营活动产生的现金流	**13,972**	**5,181**	**25,227**	**28,339**	**16,314**
购买固定资产净值	1,654	2,368	6,000	6,500	8,000
投资减少/增加	(3,093)	(4,346)	1,100	1,300	1,500
其他投资现金流	(14,363)	(9,610)	(15,160)	(10,535)	(16,590)
投资活动产生的现金流	**(15,802)**	**(11,588)**	**(8,060)**	**(2,735)**	**(7,090)**
净增权益	(2,282)	(2,569)	(5,512)	(6,283)	(7,287)
净增债务	(9,631)	14,004	(2,133)	399	(448)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	15,856	(94)	357	(389)	(352)
融资活动产生的现金流	**3,944**	**11,368**	**(7,235)**	**(6,171)**	**(7,865)**
现金变动	2,115	4,960	9,932	19,434	1,358
期初现金	7,682	9,723	14,588	24,521	43,955
公司自由现金流	(1,829)	(6,407)	17,168	25,604	9,224
权益自由现金流	(11,811)	7,994	15,408	26,290	8,906

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	10.3	8.6	11.9	12.1	12.4
息税前利润率(%)	5.6	4.0	7.9	8.1	8.4
税前利润率(%)	6.4	5.7	9.3	9.2	9.5
净利率(%)	5.8	4.9	8.0	8.0	8.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	167.6	5.6	12.8	16.4	22.6
净权益负债率(%)	净现金	7.0	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3
估值					
市盈率 (倍)	59.1	49.9	24.3	21.3	18.3
核心业务市盈率(倍)	59.1	49.9	24.3	21.3	18.3
市净率 (倍)	4.9	4.6	4.2	3.8	3.5
价格/现金流 (倍)	19.0	51.6	10.6	9.4	16.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.3	30.4	15.8	12.5	10.8
周转率					
存货周转天数	23.5	28.3	29.3	27.0	28.2
应收帐款周转天数	15.4	16.1	15.2	15.2	15.2
应付帐款周转天数	123.0	150.7	127.8	125.8	128.1
回报率					
股息支付率(%)	41.1	51.1	50.0	50.0	50.0
净资产收益率 (%)	10.3	8.9	18.1	18.8	19.8
资产收益率 (%)	4.3	2.7	6.1	6.9	7.2
已运用资本收益率(%)	1.8	2.0	3.5	3.8	4.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371