长城汽车（601633）

10 月产销超预期，80 亿可转债助力智能化

买入（维持）

2020 年 11 月 06 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	101,366	137,597	156,965
同比（%）	-3.0%	5.4%	35.7%	14.1%
归母净利润（百万元）	4,497	4,994	8,427	11,008
同比（%）	-13.6%	11.0%	68.7%	30.6%
每股收益（元/股）	0.49	0.55	0.92	1.21
P/E（倍）	57.56	51.84	30.72	23.52

投资要点

■ **公告要点：**

长城 10 月：产量 131206 辆，同比+12.02%，环比+10.27%；批发 135559 台，同比+17.86%，环比+11.37%。哈弗系列产量 94678 辆，同比+8.01%，销量 97950 辆，同比+13.32%。WEY 系列产量 8972 辆，同比-17.80%，销量 9076 辆，同比-12.43%。长城皮卡产量 19339 辆，同比+19.65%，销量 20405 辆，同比+27.53%。欧拉产量 8100 辆，同比+314.53%，销量 8011 辆，同比+351.58%。海外销售 10804 辆，新能源车销售 8114 辆。

■ **长城 10 月产销同比继续超预期，国内+国外全面向上**

9 月长城汽车产量同比+18.89%，批发同比+11.01%。10 月产量同比继续维持快速增长。哈弗 H6 本月销量 5.3 万辆，同比+30%，其中第三代 H6 已经单月破 2 万辆，增长速度惊人。哈弗大狗上市 36 天破 1 万辆，热卖开启。M6 本月继续攀升至 1.67 万辆，同比+10%。皮卡炮继续维持 1 万以上销量。欧拉黑猫继续上量至 6000 辆+，成为电动车市场明星车型。海外业务本月恢复明显，实现破万销量。

■ **发布可转债预案 80 亿元，进一步加码电动智能汽车发展步伐**

本次可转债募集资金用于：1）新车型研发项目 40 个亿元，具体包括 4 款 SUV 车型+2 款皮卡车型+3 款新能源车型；2）汽车数字化研发项目 40 亿元，具体包括车路协同和自动驾驶软硬件一体化研发、汽车智慧云端服务产品研发、硬件算力平台研发、整车级 OS 系统产品研发。电动智能汽车潮流的淘汰赛已经开启，长城汽车正已脱胎换骨式变革来应对，进一步加快发展步伐，持续资金补充是重要储备物资。

■ **盈利预测与投资评级：**

我们预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比增长+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比增长+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 EPS 为 0.55/0.92/1.21 元，对应 PE 为 51.84/30.72/23.52 倍。**全面看多整车板块，首推新车周期最强的长城汽车，给予“买入”评级。**

■ **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	28.36
一年最低/最高价	7.17/29.90
市净率(倍)	4.77
流通 A 股市值(百万元)	170946.39

基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	57.19
总股本(百万股)	9175.95
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

1、《长城汽车（601633）：剔除汇兑影响，Q3 依然靓丽》2020-10-24

2、《长城汽车（601633）：9 月产批继续高增长，超预期》2020-10-09

3、《长城汽车（601633）：多款重磅新车亮相车展，周期向上！》2020-09-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长城汽车三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**68,502**	**69,129**	**89,632**	**109,662**
现金	9,723	7,000	22,080	40,830
应收账款	3,193	2,961	5,395	6,730
存货	6,237	5,687	7,571	9,057
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602
非流动资产	**44,594**	**45,041**	**46,382**	**46,630**
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845
固定资产	29,743	28,076	26,707	25,537
在建工程	2,247	4,198	5,758	7,007
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378
其他非流动资产	4,781	6,301	6,619	5,863
资产总计	**113,096**	**114,170**	**136,015**	**156,292**
流动负债	**54,600**	**51,130**	**64,345**	**73,462**
短期借款	1,180	2,398	2,000	2,000
应付账款	35,460	33,816	45,629	53,214
其他流动负债	17,959	13,094	15,891	16,993
非流动负债	**4,097**	**3,609**	**3,749**	**3,819**
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206
其他非流动负债	2,892	2,404	2,544	2,613
负债合计	**58,697**	**54,739**	**68,094**	**77,281**
少数股东权益	0	38	101	184
归属母公司股东权益	54,399	59,393	67,819	78,827
负债和股东权益	**113,096**	**114,170**	**136,015**	**156,292**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,972	3,783	20,619	20,684
投资活动现金流	-15,802	-5,625	-5,420	-2,632
筹资活动现金流	3,944	-881	-119	697
现金净增加额	2,115	-2,723	15,080	18,750
折旧和摊销	4,594	3,344	3,472	3,601
资本开支	1,408	-3,300	-3,300	-3,300
营运资本变动	-1,370	-1,146	10,958	7,797

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**96,211**	**101,366**	**137,597**	**156,965**
减:营业成本	79,684	84,941	113,697	128,285
营业税金及附加	3,169	3,338	4,532	5,169
营业费用	3,897	4,055	5,297	6,357
管理费用	1,955	2,078	2,752	3,061
财务费用	-351	124	57	-263
资产减值损失	-504	-710	-963	-1,099
加:投资净收益	16	51	132	134
其他收益	586	543	543	543
营业利润	**4,777**	**5,807**	**9,948**	**12,949**
加:营业外净收支	324	255	281	254
利润总额	**5,101**	**6,062**	**10,229**	**13,203**
减:所得税费用	570	1,030	1,739	2,112
少数股东损益	34	38	63	83
归属母公司净利润	**4,497**	**4,994**	**8,427**	**11,008**
EBIT	5,062	6,201	10,296	13,007
EBITDA	9,656	9,545	13,769	16,608

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.49	0.55	0.92	1.21
每股净资产(元)	5.96	6.51	7.43	8.64
发行在外股份(百万股)	9127	9176	9176	9176
ROIC(%)	7.5%	8.0%	11.8%	13.0%
ROE(%)	8.4%	8.8%	13.2%	15.0%
毛利率(%)	17.2%	16.2%	17.4%	18.3%
销售净利率(%)	4.7%	5.0%	6.2%	7.1%
资产负债率(%)	51.9%	47.9%	50.1%	49.4%
收入增长率(%)	-3.0%	5.4%	35.7%	14.1%
净利润增长率(%)	-13.6%	11.0%	68.7%	30.6%
P/E	57.56	51.84	30.72	23.52
P/B	4.76	4.36	3.82	3.28
EV/EBITDA	6.32	26.62	17.31	13.25

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn