太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

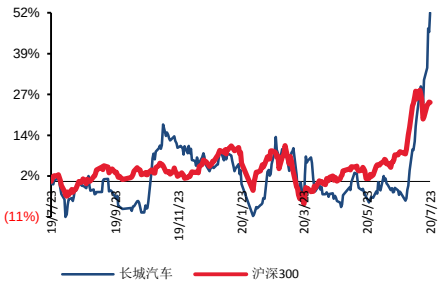
2020-10-25
公司研究报告
买入/维持

长城汽车(601633)
目标价：---
昨收盘：24.95

可选消费 汽车与汽车零部件

汇兑损益影响利润，新品周期拉开帷幕（太平洋汽车 2020 年战略推荐）

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	9,177/9,127
总市值/流通(百万元)	133,978/133,258
12 个月最高/最低(元)	14.60/7.52

相关研究报告：

长城汽车（601633）《长城汽车：借力“金九“如期迅猛增长，丰富产品矩阵着眼未来》--2020/10/11

长城汽车（601633）《【太平洋汽车 2020 年战略推荐】长城汽车：重启轿车车型，解开陈封封印》--2020/09/28

长城汽车（601633）《淡季强势增长彰显信心，旺季叠加新车未来可期》--2020/09/07

证券分析师：白宇
电话：010-88695257
E-MAIL：baiyu@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190518020004

证券分析师：赵水平
电话：15601632638
E-MAIL：zhaosp@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190520040001

事件：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 621.43 亿元，同比微跌 0.69%，实现归母净利润 25.87 亿元，同比下滑 11.32%，扣非净利润 18.77 亿元。其中 Q3 单季实现营收 262.15 亿，实现归母净利润 14.41 亿元，扣非净利润 10.75 亿元。

汇兑损失叠加营销费加大，单车净利润短期有所波动。三季度俄罗斯卢布大幅贬值，对公司带来一定汇兑上的账面损失。同时三季度公司加大营销活动力度，先后进行新平台、新产品发布及成都、北京车展推广以及电影赞助等活动，单季销售费用达 12 亿左右，环比 Q2 增加 6 亿左右。受以上因素影响，Q3 单车净利润 5046 元，扣非单车净利润低至 3764 元，短期存在一定波动，若剔除以上因素影响，公司各个方面不断改善的趋势并未发生变化。

新车效应尚未体现，毛利率稳中有升。考虑到全新平台新车上市时间问题，三季度三代 H6 及大狗销量合计仅 1.3 万左右，尚未形成规模，新车对利润及单车价格的拉动尚未充分体现出来。另外由于 M6 及欧拉等低价车型占比略有提升，且财务口径与销量快报口径时间上稍有差异，三季度单车平均价格为 9.18 万，同环比略有下滑。得益于成本控制及新车终端优惠力度的收窄，Q3 毛利率为 18.97%，环比增加 1.42 个百分点，呈现稳中有升态势。

全新技术平台助力，新品周期已拉开帷幕。公司 7 月发布柠檬、坦克、咖啡智能三大技术平台，着眼于未来十年，覆盖 SUV、轿车、MPV 三大品类市场与多种动力方案，助力全新产品周期升级，目前第三代 H6、哈弗大狗已经上市，欧拉好猫、坦克 300、哈弗初恋等为全新产品已悉数亮相，全新产品周期已拉开帷幕。汽车行业本身已呈现复苏之势，叠加公司全新技术平台支撑下的新品周期，销量与利润均有望再上新的台阶。

投资建议：公司三季度业绩受汇兑及营销费用影响短期存在一定波动，随着第三代 H6 及大狗的陆续上市，全新产品周期已拉开帷幕，全新平台加持下新品周期有望维持两年以上，销量与利润均有望再上一个台阶，同时乘用车行业需求的复苏有助公司业绩估值提升。太平洋汽车 2020 年将继续战略推荐长城汽车。我们预计公司 20 年/21 年归母净

利润分别为 46 亿元/72 亿，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量低于预期，皮卡市场解禁进度低于预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	96211	93517	119720	155708
(+/-%)	(3.04)	(2.80)	28.02	30.06
净利润(百万元)	4497	4609	7202	10241
(+/-%)	(13.64)	2.49	56.26	42.20
摊薄每股收益(元)	0.49	0.50	0.79	1.12
市盈率(PE)	40.37	39.39	25.21	17.73

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	7,682	9,723	7,481	9,578	31,380
应收和预付款项	4,435	4,581	44,196	26,373	25,819
存货	4,445	6,237	4,067	8,721	8,087
其他流动资产	33,946	42,790	25,677	34,138	34,202
流动资产合计	66,126	68,502	91,471	88,646	107,840
长期股权投资	0	3,113	3,113	3,113	3,113
投资性房地产	184	322	322	322	322
固定资产	28,994	29,743	28,294	26,844	25,394
在建工程	4,406	2,247	2,247	2,247	2,247
无形资产	5,244	6,899	6,165	5,430	4,696
长期待摊费用	126	112	77	42	7
其他非流动资产	900	2,157	1,250	1,436	1,614
资产总计	111,800	113,096	136,353	131,158	147,398
短期借款	12,800	1,180	20,805	3,672	0
应付和预收款项	32,318	35,460	38,807	50,470	63,773
长期借款	2,158	1,206	5,330	0	0
其他负债	11,597	17,671	12,380	13,882	14,644
负债合计	59,112	58,697	78,510	69,560	80,385
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
资本公积	1,411	1,411	2,011	2,011	2,011
留存收益	42,249	44,102	46,676	50,379	55,723
归母公司股东权益	52,525	54,399	57,814	61,518	66,861
少数股东权益	164	0	28	80	151
股东权益合计	52,689	54,399	57,843	61,598	67,012
负债和股东权益	111,800	113,096	136,353	131,158	147,398

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	19,698	13,972	(16,067)	27,026	27,897
投资性现金流	(10,040)	(15,802)	(6,799)	790	2,183
融资性现金流	(6,501)	3,944	20,624	(25,719)	(8,278)
现金增加额	3,165	2,098	(2,242)	2,096	21,803

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230	96,211	93,517	119,720	155,708
营业成本	81,481	79,684	77,479	98,362	126,949
营业税金及附加	3,627	3,169	3,370	4,211	6,057
销售费用	4,575	3,897	4,161	5,591	7,318
管理费用	1,676	1,955	2,422	3,472	4,360
财务费用	(494)	(351)	(61)	106	140
资产减值损失	137	(504)	(17)	(128)	(216)
投资收益	219	16	282	213	208
公允价值变动	(140)	(73)	(1,213)	(28)	423
营业利润	6,232	4,777	5,232	8,291	11,730
其他非经营损益	245	324	316	295	311
利润总额	6,477	5,101	5,548	8,586	12,042
所得税	1,229	570	911	1,333	1,730
净利润	5,248	4,531	4,637	7,253	10,312
少数股东损益	40	34	28	51	71
归母股东净利润	5,207	4,497	4,609	7,202	10,241

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.89%	17.18%	17.15%	17.84%	18.47%
销售净利率	6.28%	4.96%	5.59%	6.93%	7.53%
销售收入增长率	-1.92%	-3.04%	-2.80%	28.02%	30.06%
EBIT 增长率	32.19%	1.78%	-34.97%	62.38%	41.37%
净利润增长率	3.58%	-13.64%	2.49%	56.26%	42.20%
ROE	9.91%	8.27%	7.97%	11.71%	15.32%
ROA	4.69%	4.01%	3.40%	5.53%	7.00%
ROIC	10.36%	10.47%	10.17%	11.34%	23.91%
EPS(X)	0.57	0.49	0.50	0.79	1.12
PE(X)	34.86	40.37	39.39	25.21	17.73
PB(X)	3.47	3.36	3.14	2.95	2.72
PS(X)	1.84	1.90	1.94	1.52	1.17
EV/EBITDA(X)	3.11	5.51	25.33	15.36	9.95

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。