2020 年 10 月 25 日
公司研究●证券研究报告

长城汽车（601633.SH）

公司快报

营收同比增长，业绩符合预期

◆ **事件**：公司发布 2020 年三季报，Q1-Q3 实现营收 621.4 亿元，同比下降 0.7%；实现归母净利润 25.9 亿元，同比下降 11.3%；实现扣非净利润 18.8 亿元，同比下降 27.5%。其中 Q3 实现营收 262.1 亿元，同比增长 23.6%；实现归母净利润 14.4 亿元，同比增长 2.9%，业绩符合预期。

◆ **Q3 销量同比增长，皮卡表现亮眼**：20Q3 公司实现销量 28.6 万辆，同比增长 23.9%，其中哈弗品牌销量 18.3 万台，同比增长 8.5%，WEY 品牌销量 2.4 万台，同比增长 3.0%，皮卡销量 6.5 万台，同比增长 93.2%，欧拉品牌销量 1.4 万台，同比增长 222.1%，整车销量增长提振公司 Q3 营收高增。Q3 公司毛利率为 18.9%，环比增长 1.4pct，同比增长 0.4pct。Q3 公司整车 ASP 9.2 万元，同比持平，环比下降 0.4 万元。主要原因在于：1）欧拉黑猫等低单价车型销量占比提升；2）产销快报与公司季报间销量的统计口径不一致。

◆ **汇兑损失影响短期业绩，新车周期值得期待**：Q3 公司期间费用率为 11.2%，同比增长 2.9pct。其中销售费用率因为新车型的推广销售费用同比增长 0.4pct 至 4.6%，财务费用率同比增长 2.4pct 至 1.8%，主要是受卢布贬值影响，汇兑损失增加。我们预计伴随新平台的新车投放，在规模效应的带动下公司的总体盈利能力也将提升。第三代哈弗 H6 与 2021 款 H6 定价有区分，两者终端表现均将持续上量，哈弗大狗 10 月正式开售，坦克 300 和欧拉好猫于四季度即将上市，也将贡献销量。

◆ **投资建议**：我们预测公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 46.7、64.7 和 82.6 亿元。净资产收益率分别为 8.3%、10.7%和 12.4%，相当于 2021 年 35 倍的动态市盈率，维持“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示**：乘用车行业需求复苏低于预期；新车销量低于预期；新平台降本不及预期；汇率波动造成损失。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	97,800	95,108	95,285	114,001	133,448
YoY(%)	-2.7	-2.8	0.2	19.6	17.1
净利润(百万元)	5,207	4,497	4,671	6,474	8,261
YoY(%)	3.6	-13.6	3.9	38.6	27.6
毛利率(%)	16.7	16.2	18.5	19.8	20.9
EPS(摊薄/元)	0.57	0.49	0.51	0.71	0.90
ROE(%)	10.0	8.3	8.3	10.7	12.4
P/E(倍)	38.6	44.6	43.0	31.0	24.3
P/B(倍)	3.8	3.7	3.5	3.3	3.0
净利率(%)	5.3	4.7	4.9	5.7	6.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

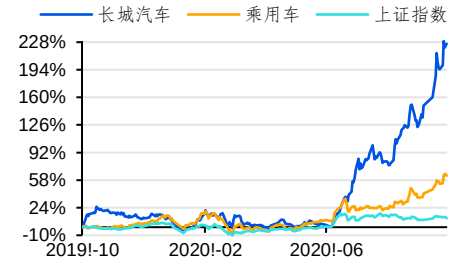
汽车 | 乘用车 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2020-10-23)	24.95 元

交易数据

总市值（百万元）	228,940.03
流通市值（百万元）	150,391.84
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	7.40/25.70 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	39.02	99.32	219.26
绝对收益	40.72	101.86	230.72

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007004
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

相关报告

长城汽车：汽车复苏，皮卡担当 2020-10-14

长城汽车：Q2 销量回暖，业绩增长强劲 2020-08-30

长城汽车：6 月销量同比高增长，长城炮表现亮眼 2020-07-09

长城汽车：19 业绩符合预期，20Q1 业绩承压 2020-04-26

长城汽车：10 月销量环比高增长，有望超额完成全年目标 2019-11-08

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	66126	68502	59343	76138	68243
现金	7682	9723	2762	13730	7932
应收票据及应收账款	3343	3193	3355	4480	4692
预付账款	441	441	442	615	623
存货	4445	6237	4167	8091	6055
其他流动资产	50215	48907	48615	49222	48942
非流动资产	45674	44594	45542	52308	58883
长期投资	0	3113	6301	9509	12641
固定资产	28994	29743	27352	29974	32404
无形资产	5244	6899	7475	8121	8901
其他非流动资产	11436	4839	4414	4705	4937
资产总计	111800	113096	104885	128446	127127
流动负债	54618	54600	44211	63872	56659
短期借款	12800	1180	1180	1180	1180
应付票据及应付账款	29402	35460	27716	46719	39177
其他流动负债	12417	17959	15315	15973	16302
非流动负债	**4493**	**4097**	**3815**	**3636**	**3451**
长期借款	2158	1206	923	744	559
其他非流动负债	2336	2892	2892	2892	2892
负债合计	59112	58697	48026	67508	60110
少数股东权益	164	0	22	59	112
股本	9127	9127	9176	9176	9176
资本公积	1411	1411	1411	1411	1411
留存收益	42249	44102	46411	49617	53710
归属母公司股东权益	52525	54399	56837	60879	66904
负债和股东权益	111800	113096	104885	128446	127127

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19698	13972	2437	23579	7107
净利润	5248	4531	4693	6511	8314
折旧摊销	3882	4583	3164	3501	4120
财务费用	-494	-351	-81	-148	-232
投资损失	-219	-16	-97	-115	-20
营运资金变动	9625	4541	-5251	13818	-5134
其他经营现金流	1656	683	10	12	59
投资活动现金流	-10040	-15802	-4024	-10164	-10734
筹资活动现金流	-6501	3944	-5374	-2446	-2172
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.49	0.51	0.71	0.90
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.52	0.27	2.57	0.77
每股净资产(最新摊薄)	5.72	5.93	6.19	6.63	7.29

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	97800	95108	95285	114001	133448
营业成本	81481	79684	77613	91444	105524
营业税金及附加	3627	3169	3287	4104	4804
营业费用	4575	3897	4288	5130	6005
管理费用	1676	1955	1906	2394	2802
研发费用	1743	2716	3049	3705	4804
财务费用	-494	-351	-81	-148	-232
资产减值损失	137	-504	0	0	133
公允价值变动收益	-140	-73	-10	-12	-59
投资净收益	219	16	97	115	20
营业利润	6232	4777	5310	7475	9568
营业外收入	253	342	309	324	307
营业外支出	8	18	20	15	15
利润总额	6477	5101	5598	7784	9859
所得税	1229	570	905	1273	1545
税后利润	5248	4531	4693	6511	8314
少数股东损益	40	34	22	37	53
归属母公司净利润	5207	4497	4671	6474	8261
EBITDA	11047	9543	8681	11137	13748

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-2.7	-2.8	0.2	19.6	17.1
营业利润(%)	6.5	-23.4	11.2	40.8	28.0
归属于母公司净利润(%)	3.6	-13.6	3.9	38.6	27.6
获利能力					
毛利率(%)	16.7	16.2	18.5	19.8	20.9
净利率(%)	5.3	4.7	4.9	5.7	6.2
ROE(%)	10.0	8.3	8.3	10.7	12.4
ROIC(%)	8.3	7.1	7.5	9.8	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	51.9	45.8	52.6	47.3
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.7	29.1	29.1	29.1	29.1
应付账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
估值比率					
P/E	38.6	44.6	43.0	31.0	24.3
P/B	3.8	3.7	3.5	3.3	3.0
EV/EBITDA	18.8	20.4	22.9	16.8	14.0

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

肖索声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn