长城汽车（601633）

剔除汇兑影响，Q3 依然靓丽

买入（维持）

2020 年 10 月 23 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）	50.64	45.60	27.02	20.69

投资要点

■ **公告要点：**长城汽车 2020 年 Q3 实现营业总收入 262.14 亿元，同比+23.64%；归母净利润 14.41 亿元，同比+2.93%。2020 年累计实现营业总收入 621.43 亿元，同比-0.69%；归母净利润 25.87 亿元，同比-11.32%；扣非净利润 18.77 亿元，同比-27.50%。2020Q3 实现批发销量 285593 辆，同比+23.86%；2020 年累计批发销量 679880 辆，同比-6.11%。

■ **剔除汇兑损失+非经常性损益，Q3 业绩靓丽，符合预期**

Q3 营收收入增速略低于批发销量增速原因在于财务口径与产销快讯口径的差异导致，实际是受益产品结构改善单车 ASP 稳步改善。规模效应+产品结构改善，Q3 毛利率 18.97%，环比+1.54pct，同比 0.41pct。因卢布汇率波动造成汇兑损失+政府补助等非经常性损益，造成归母净利润波动扩大。**剔除汇兑+非经，经测算 Q3 单车净利润环比 Q2 微升，与销量/收入/毛利率指标变化趋势匹配。**销售费用 Q3 环比 Q2 增加了 5.7 亿元，主要原因在于新车上市的广告营销费用增加明显。

■ **展望 Q4，H6+大狗+坦克 300+好猫进一步助力业绩向上**

三代 H6 与 21 款 H6 定位具备区分度，终端表现持续上量，预计 H6 月销有望提升至 5 万辆及以上。大狗 10 月开始正式热卖，终端表现有望月销达 1 万辆及以上。坦克 300+好猫于 Q4 将正式上市，也将贡献部分增量。综合下来，预计 Q4 批发销量有望同比增长约 30%，规模效应+产品结构改善下，毛利率有望持续改善，单车净利有望稳中提升。

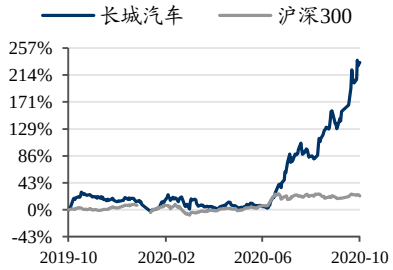
■ **不仅看好长城新一轮产品周期，更看好长城代表自主品牌新一轮崛起**

电动智能新消费潮流兴起具备三大特征：1）带来汽车商业模式变迁，软件收费成为未来车企新盈利点。2）中国市场率先快速发展和普及。3）全球车企开始同一起跑线重新争夺产业地位，自主崛起提供新机遇。三大特征有望驱动整车板块估值体系从周期切换成长，特斯拉成为估值参照系，且国内需求在复苏，带动整车板块业绩+估值双升。**凭借过去 3 年调整准备，长城汽车以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为核心卖点，以“全新 H6+哈弗大狗+坦克 300+欧拉白猫”为首，打开新一轮强势产品周期，带动公司实现量价齐升。且长城汽车仍在进行脱胎换骨式自我革命，以“机制创新+组织变革+文化再造”三个层面从底层推动向“全球科技出行公司”转型，迎接新一轮自主崛起的机遇。**我们预计 2020-2022 年归母净利润为 49.94/84.27/110.08 亿元，对应 PE 为 45.60/27.02/20.69 倍，维持“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；汇率波动超出预期。

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)	24.95
一年最低/最高价	7.17/25.70
市净率(倍)	4.20
流通 A 股市值(百万元)	150391.84

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）：9 月产批继续高增长，超预期》2020-10-09

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

3、《长城汽车（601633）：智能豪华越野 SUV，坦克 300 开创新市场》2020-09-18

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	50.64	45.60	27.02	20.69
P/B	4.19	3.83	3.36	2.89
EV/EBITDA	6.32	23.36	15.05	11.38

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