太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

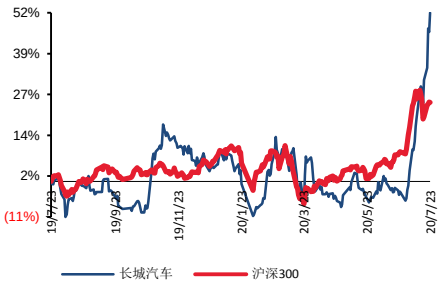
2020-08-30
公司研究报告
买入/维持

长城汽车(601633)
目标价：16.35
昨收盘：13.68

可选消费 汽车与汽车零部件

单季单车净利润再向上突破，新平台新车不断推出（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)《勇立潮头高增长依旧，长城炮连续三月破万》--2020/08/09

长城汽车（601633）《大超预期，单车净利润创两年新高(太平洋汽车 2020 年战略推荐)》--2020/07/23

长城汽车（601633）《不断创造惊喜，三大技术平台赋能新一轮成长（太平洋汽车 2020 年战略推荐)》--2020/07/21

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：公司发布半年报，上半年营业总收入为人民币 359.29 亿元，同比减少 13.17%；归母净利润为人民币 11.46 亿元，同比减少 24.46%；归扣非净利润为人民币 8.02 亿元，同比减少 35.34%；其中二季度单季实现扣非净利润 15 亿元以上。

Q2 单季大幅改善，单车净利润不断向上突破。受疫情影响一季度亏损拖累，上半年业绩仍有下滑，但二季度单季业绩呈现出超强的弹性，并再次大超预期，其中 Q2 单季净利润达 18 亿元，同比增长 142.4%，环比增长 377%，扣非净利润超 15 亿元，同环比均有大幅改善。同时二季度单季扣非前后单车净利润分别达到 7367 元/6360 元，在本轮周期复苏中不断向上突破，创近两年来单季单车净利润新高。

皮卡车型占比创历史新高，成本管控成效卓著。二季度单季皮卡销量占比超 20%，达到历史新高，而皮卡作为公司盈利较高的车型系列，皮卡整体毛利率水平高于乘用车，尤其是高端炮车型销量占比超 10%，单季超 3 万辆，大幅提升整体的盈利水平为二季度销量大幅超预期提供有力支撑。同时公司成本管控成效凸显，通过供应链降本及内部管理双重提升，平滑与消化了贵金属价格波动对业绩的影响。

全新平台加持下新产品周期开启，新车推出速度将不断加快。公司 7 月底发布全新车型技术平台柠檬、坦克，以及智能化技术平台咖啡智能，底盘及电子架构全新设计，综合节油超 10%以上，同新平台车型的动力系统配置将极大丰富。全新一代 H6 将在 8 月 30 号通过直播形式全球上市，开启全新模式，未来新一轮两年以上的产品周期已经开启，提升新平台毛利率水平也将进一步提升。

投资建议：公司二季度业绩大幅超预期，皮卡及成本管控能力功不可没，同时伴全新一轮产品周期，公司将开启新一轮成长，有望带来估值业绩双重提升。公司作为自主品牌的强势品牌，兼具韧性与弹性，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 42 亿元/58 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	90630	108865	125260
(+/-%)	(3.04)	(5.80)	20.12	15.06
净利润(百万元)	4497	4223	5838	7023
(+/-%)	(13.64)	(6.09)	38.24	20.29
摊薄每股收益(元)	0.49	0.46	0.64	0.77
市盈率(PE)	25.09	26.71	19.32	16.06

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	7,250	8,709	23,196
应收和预付款项	4,435	4,581	42,695	24,047	17,960
存货	4,445	6,237	3,785	7,959	5,778
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	89,456	84,690	89,487
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	134,339	127,202	129,045
短期借款	12,800	1,180	20,756	5,903	0
应付和预收款项	32,318	35,460	37,031	45,212	48,051
长期借款	2,158	1,206	5,359	0	0
其他负债	11,597	17,671	12,380	13,882	14,644
负债合计	59,112	58,697	76,714	66,533	64,663
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	46,460	49,463	53,127
归母公司股东权益	52,525	54,399	57,599	60,601	64,266
少数股东权益	164	0	26	68	116
股东权益合计	52,689	54,399	57,625	60,669	64,382
负债和股东权益	111,800	113,096	134,339	127,202	129,045

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	19,698	13,972	(16,443)	23,475	21,272
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	20,769	(22,806)	(8,969)
现金增加额	3,165	2,098	(2,473)	1,459	14,486

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230	96,211	90,630	108,865	125,260
营业成本	81,481	79,684	75,359	90,336	103,753
营业税金及附加	3,627	3,169	3,266	3,829	4,873
销售费用	4,575	3,897	4,033	5,084	5,887
管理费用	1,676	1,955	2,347	3,157	3,507
财务费用	(494)	(351)	(56)	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	4,768	6,665	7,946
其他非经营损益	245	324	316	295	311
利润总额	6,477	5,101	5,083	6,960	8,258
所得税	1,229	570	834	1,080	1,187
净利润	5,248	4,531	4,249	5,880	7,071
少数股东损益	40	34	26	42	49
归母股东净利润	5,207	4,497	4,223	5,838	7,023

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.89%	17.18%	16.85%	17.02%	17.17%
销售净利率	6.28%	4.96%	5.26%	6.12%	6.34%
销售收入增长率	-1.92%	-3.04%	-5.80%	20.12%	15.06%
EBIT 增长率	32.19%	1.78%	-40.75%	43.72%	19.43%
净利润增长率	3.58%	-13.64%	-6.09%	38.24%	20.29%
ROE	9.91%	8.27%	7.33%	9.63%	10.93%
ROA	4.69%	4.01%	3.16%	4.62%	5.48%
ROIC	10.36%	10.47%	9.27%	9.14%	15.50%
EPS(X)	0.57	0.49	0.46	0.64	0.77
PE(X)	21.66	25.09	26.71	19.32	16.06
PB(X)	2.16	2.09	1.96	1.86	1.76
PS(X)	1.14	1.18	1.24	1.04	0.90
EV/EBITDA(X)	3.11	5.51	17.08	10.82	7.72

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。