2020 年 08 月 30 日
公司研究●证券研究报告

长城汽车（601633.SH）

公司快报

Q2 销量回暖，业绩增长强劲

投资要点

- **事件：公司发布 2020 年半年报**，公司上半年实现营收 359.29 亿元，同比-13.17%；归母净利润 11.46 亿元，同比-24.46%；扣非归母净利润 8.02 亿元，同比-35.34%。其中二季度单季度实现营收 235.13 亿元，同比+25.41%；归母净利润 17.96 亿元，同比+141.47%；扣非归母净利润 15.51 亿元，同比+159.58%。业绩符合预期。

- **Q2 业绩增长强劲，盈利能力回升：**公司 Q2 营收和归母净利润分别同比增长 25.4%和 141.5%。Q2 公司汽车销量实现 24.5 万辆，对应单车净利润为 7361 元，比去年同期增长 107.4%，单车盈利能力提升幅度较大。其中主要贡献来自于皮卡车型，Q2 公司实现皮卡销量 6.5 万辆，同比增长 128.8%。其中长城炮车型销量表现亮眼，Q2 长城炮实现销量 3.3 万辆，占皮卡销量的 50.8%，长城炮对公司总体毛利率提升比较明显。且公司推出新产品时，成本压力较大，但是随着产品规模的提升，毛利率仍有提升空间。

- **Q2 销量回暖，皮卡表现突出：**Q1 公司实现销量 15.0 万辆，同比-47%，Q2 实现销量 24.5 万辆，同比+16.7%，其中皮卡销量实现 6.5 万辆，同比+128.9%，二季度销量回暖。2020 年 1-6 月公司实现销量 39.5 万辆，同比-20%，降幅较 1-3 月收窄 27 个 pct。上半年皮卡表现突出，共实现销量 9.5 万辆，同比+47.7%，市占率达到 45.4%，龙头地位进一步增强。我们认为随着皮卡解禁政策陆续出台，长城炮销量将继续增长，公司皮卡市场份额将进一步提升。

- **新一轮产品周期开启，销量有强力支撑：**今年下半年公司有多款新车上市：1、7 月 15 日上市欧拉品牌新车白猫；2、基于全新“柠檬”平台打造的哈弗大狗和第三代哈弗 H6，其中哈弗大狗是兼顾了城市和越野功能两方面性能；3、基于“坦克”平台和咖啡智能系统打造的越野车型 WEY P01 有望年内上市；4、长城炮柴油越野版也将于年内上市。2021 年有 10 余款新车型投放，新车密集投放，销量有强力支撑。且基于新平台打造的车型，毛利率相对于旧平台车型将提升 3-4pct，公司盈利能力有望进一步提升。

- **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.46、0.56 和 0.62 元。净资产收益率分别为 7.5%、8.8%和 9.1%，维持“买入-A”投资评级。

- **风险提示：**公司汽车销量不及预期；公司单车盈利低于预期；新型冠状病毒肺炎疫情的影响时间超预期。

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	93,458	108,907	119,934
YoY(%)	-2.7	-2.8	-1.7	16.5	10.1
净利润(百万元)	5,207	4,497	4,218	5,162	5,687

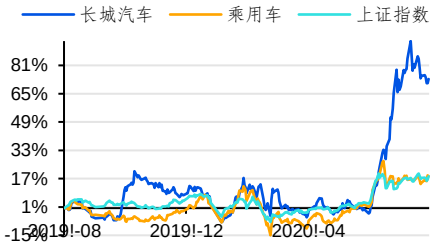
汽车 | 乘用车 III

投资评级	买入-A(维持)
股价(2020-08-28)	13.68 元

交易数据

总市值（百万元）	125,535.51
流通市值（百万元）	82,459.33
总股本（百万股）	9,176.57
流通股本（百万股）	6,027.73
12 个月价格区间	7.40/15.74 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.1	57.24	51.23
绝对收益	0.22	76.57	68.97

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

相关报告

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

长城汽车：三季报业绩超预期，产销量逆势增长效果显现 2019-10-27

长城汽车：8 月销量逆势上扬，股权激励彰显发展信心 2019-09-10

YoY(%)	3.6	-13.6	-6.2	22.4	10.2
毛利率(%)	16.7	16.2	16.1	16.1	16.1
EPS(摊薄/元)	0.57	0.49	0.46	0.56	0.62
ROE(%)	10.0	8.3	7.5	8.8	9.1
P/E(倍)	24.1	27.9	29.8	24.3	22.1
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
净利率(%)	5.3	4.7	4.5	4.7	4.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	60116	75118	64161
现金	7682	9723	3608	13135	5368
应收票据及应收账款	3343	3193	3230	4255	3988
预付账款	441	441	425	584	528
存货	4445	6237	4269	7976	5509
其他流动资产	50215	48907	48584	49167	48770
非流动资产	45674	44594	44968	50765	54913
长期投资	0	3113	6301	9509	12740
固定资产	28994	29743	26851	28602	28758
无形资产	5244	6899	7475	8121	8901
其他非流动资产	11436	4839	4341	4533	4515
资产总计	111800	113096	105085	125882	119075
流动负债	54618	54600	44876	63109	53048
短期借款	12800	1180	1180	1180	1180
应付票据及应付账款	29402	35460	28330	46019	35859
其他流动负债	12417	17959	15366	15910	16009
非流动负债	**4493**	**4097**	**3804**	**3608**	**3375**
长期借款	2158	1206	912	717	483
其他非流动负债	2336	2892	2892	2892	2892
负债合计	59112	58697	48680	66718	56423
少数股东权益	164	0	20	50	86
股本	9127	9127	9177	9177	9177
资本公积	1411	1411	1411	1411	1411
留存收益	42249	44102	46615	49560	52629
归属母公司股东权益	52525	54399	56385	59115	62566
负债和股东权益	111800	113096	105085	125882	119075

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	2682	21090	2463
净利润	5248	4531	4238	5192	5724
折旧摊销	3882	4583	3139	3405	3855
财务费用	-494	-351	-93	-153	-186
投资损失	-219	-16	-97	-114	-112
营运资金变动	9625	4541	-4514	12747	-6877
其他经营现金流	1656	683	10	12	59
投资活动现金流	-10040	-15802	-3426	-9099	-7951
筹资活动现金流	-6501	3944	-5371	-2463	-2279
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.49	0.46	0.56	0.62
每股经营现金流(最新摊薄)	2.15	1.52	0.29	2.30	0.27
每股净资产(最新摊薄)	5.72	5.93	6.14	6.44	6.81

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	97800	95108	93458	108907	119934
营业成本	81481	79684	78367	91339	100588
营业税金及附加	3627	3169	3084	3485	3878
营业费用	4575	3897	3738	4247	4617
管理费用	1676	1955	1673	1906	2075
研发费用	1743	2716	2009	2287	2519
财务费用	-494	-351	-93	-153	-186
资产减值损失	137	-504	0	0	0
公允价值变动收益	-140	-73	-10	-12	-59
投资净收益	219	16	97	114	112
营业利润	6232	4777	4767	5898	6496
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	5055	6207	6787
所得税	1229	570	818	1015	1064
税后利润	5248	4531	4238	5192	5724
少数股东损益	40	34	20	30	37
归属母公司净利润	5207	4497	4218	5162	5687
EBITDA	11047	9543	8101	9460	10456

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	-1.7	16.5	10.1
营业利润(%)	6.5	-23.4	-0.2	23.7	10.1
归属于母公司净利润(%)	3.6	-13.6	-6.2	22.4	10.2
获利能力					
毛利率(%)	16.7	16.2	16.1	16.1	16.1
净利率(%)	5.3	4.7	4.5	4.7	4.7
ROE(%)	10.0	8.3	7.5	8.8	9.1
ROIC(%)	8.3	7.1	6.8	8.0	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	52.9	51.9	46.3	53.0	47.4
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	0.9	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	24.1	27.9	29.8	24.3	22.1
P/B	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.0	12.5	15.1	11.9	11.5

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