长城汽车（601633）

Q2 业绩靓丽，精彩才刚开始！

买入（维持）

2020 年 08 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	95,705	109,911	122,435
同比（%）	-3.0%	-0.5%	14.8%	11.4%
归母净利润（百万元）	4,497	5,028	6,916	9,023
同比（%）	-13.6%	11.8%	37.5%	30.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.55	0.75	0.98
P/E（倍）	27.92	24.97	18.15	13.91

投资要点

■ **公告要点：**长城 2020H1 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%。长城 2020Q2 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%。

■ **长城 Q2 业绩表现靓丽**

2020Q2 营收实现 235.13 亿，同比+25.41%，归母净利润实现 17.96 亿，同比+141.47%，二季度业绩表现靓丽。**核心原因为：1）销量恢复，毛利率改善。**随疫情逐渐控制，Q2 总体产销规模恢复较快。折扣率趋于稳定，新产品（长城炮）推出并持续放量，产品结构优化。Q2 毛利率 17.55%，相比去年同期增加 3.99pct。**2）汇率波动，汇兑损失转回。**Q1 汇兑损失 6 亿元，Q2 人民币相对卢布贬值，汇兑损失部分转回。2020H1 汇兑差额 3.39 亿元。**3）费用管控整体加强。**Q2 管理费用占比相比去年同期降低 0.19pct，研发费用基本持平，销售费用小幅上升（主要是运输费及工资薪金增加所致）。

■ **长城 Q2 产销同比降幅收窄，折扣率基本趋稳**

长城 2020Q2 产量 179031 辆，同比-9.8%，环比+54.6%；批发销量 179813 辆，同比-8.5%，环比+50.6%。哈弗批发销量 156011 辆，同比+6.25%，环比+46.90%；长城皮卡批发销量 64952 辆，同比+128.85%，环比+110.19%长城炮批发销量 33015 辆。皮卡销量超预期，长城炮表现尤其亮眼。根据我们自建价格体系显示：长城 6 月下旬车型算术平均折扣率 8.77%，Q2 折扣率环比+0.6pct。豪华车及合资品牌折扣率增加幅度较大，市场整体+1.18pct，长城顶压力稳价格，整体表现较好。

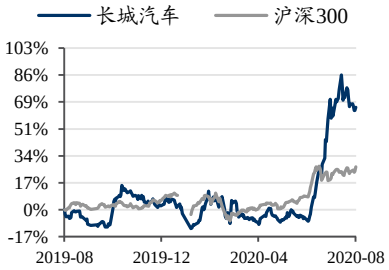
■ **盈利预测与投资评级：**

全面看多整车板块，首推**“主流车企造车新势力”【长城汽车】**。1）面对汽车百年大变革的机遇与挑战，长城汽车以超强执行力坚决推动公司变革。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，以“柠檬+坦克+咖啡智能”三大技术品牌为抓手，以用户为出发点，构建下一个十年产品核心竞争力。2）以“全新 H6+哈弗大狗+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。3）疫情后乘用车行业复苏进一步助力长城新周期发力。鉴于长城炮产销超预期+新平台车型进入放量期，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 50.28/69.16/90.23 亿元，对应 PE 为 24.97/18.15/13.91 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。

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)	13.68
一年最低/最高价	7.17/15.74
市净率(倍)	2.36
流通 A 股市值(百万元)	82459.33

基础数据

每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	55.37
总股本(百万股)	9176.57
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

1、《长城汽车（601633）：7 月产销同比维持高位，领先行业》2020-08-09

2、《长城汽车（601633）：Q2 业绩大超预期，精彩才刚开始！》2020-07-23

3、《长城汽车（601633）：“柠檬+坦克+咖啡”助力转型全球科技出行公司》2020-07-21

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**	**68,847**	**77,759**	**93,057**
现金	9,723	7,000	12,759	27,616
应收账款	3,193	3,066	4,724	5,788
存货	6,237	5,364	6,032	7,046
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602
非流动资产	**44,594**	**45,033**	**46,348**	**46,588**
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	6,294	6,585	5,821
资产总计	**113,096**	**113,880**	**124,107**	**139,644**
流动负债	**54,600**	**50,756**	**53,875**	**60,252**
短期借款	1,180	4,263	2,000	2,000
应付账款	35,460	31,900	36,351	41,397
其他流动负债	17,959	12,872	14,865	15,876
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**	**54,366**	**57,624**	**64,071**
少数股东权益	0	38	90	158
归属母公司股东权益	54,399	59,477	66,393	75,416
负债和股东权益	**113,096**	**113,880**	**124,107**	**139,644**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,972	1,914	13,279	16,962
投资活动现金流	-15,802	-5,625	-5,420	-2,632
筹资活动现金流	3,944	987	-2,100	528
现金净增加额	2,115	-2,723	5,759	14,858
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	-3,177	3,710	5,330

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**96,211**	**95,705**	**109,911**	**122,435**
减:营业成本	79,684	80,129	90,579	99,798
营业税金及附加	3,169	3,152	3,620	4,032
营业费用	3,897	3,828	4,396	4,897
管理费用	1,955	1,914	2,198	2,387
财务费用	-351	171	173	-94
资产减值损失	-504	-670	-769	-857
加:投资净收益	16	51	132	134
其他收益	586	543	543	543
营业利润	**4,777**	**5,849**	**8,115**	**10,568**
加:营业外净收支	324	255	281	254
利润总额	**5,101**	**6,104**	**8,395**	**10,822**
减:所得税费用	570	1,038	1,427	1,732
少数股东损益	34	38	52	68
归属母公司净利润	**4,497**	**5,028**	**6,916**	**9,023**
EBIT	5,062	6,290	8,579	10,795
EBITDA	9,656	9,634	12,051	14,396

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.49	0.55	0.75	0.98
每股净资产(元)	5.96	6.48	7.23	8.22
发行在外股份(百万股)	9127	9177	9177	9177
ROIC(%)	7.5%	7.9%	10.0%	11.2%
ROE(%)	8.4%	8.8%	11.0%	12.7%
毛利率(%)	17.2%	16.3%	17.6%	18.5%
销售净利率(%)	4.7%	5.3%	6.3%	7.4%
资产负债率(%)	51.9%	47.7%	46.4%	45.9%
收入增长率(%)	-3.0%	-0.5%	14.8%	11.4%
净利润增长率(%)	-13.6%	11.8%	37.5%	30.5%
P/E	27.92	24.97	18.15	13.91
P/B	2.30	2.11	1.89	1.66
EV/EBITDA	6.32	12.74	9.49	6.94

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