2020 年 7 月 24 日

沈嘉婕
H70455@capital.com.tw

目标价(元/港元) 14.4RMB/8.9HKD

长城汽车(601633.SH/02333.HK) BUY 买入

公司上半年业绩超预期，多款新车即将上市，建议“买入”

结论与建议：

公司 2020H1 实现营业收入 359.29 亿元，YOY-13.17%,实现归母净利润 11.53 亿，YOY-24.02%(扣非后净利润 8.08 亿，YOY-34.88%)，业绩超预期。

下半年全新平台 SUV 上市，有望明显改善上半年较为疲软的销售表现，而皮卡在政策支持下销量有望继续快速增长，下半年公司销量可期。当前公司提出“全球化科技出行公司”的战略转型目标，未来公司竞争力有望获得全面的提升。考虑到疫情的影响，我们预计公司 2020 和 2021 年净利润分别为 42.4 亿和 52.8 亿元，YOY 分别为-6%和+25%；EPS 分别为 0.46 元和 0.58 元，当前股价对应 A 股 2020 和 2021 年 P/E 为 26 倍和 21 倍，H 股对应 P/E 为 15 倍和 12 倍，建议 AH 股“买入”。

- **公司上半年业绩超预期：**公司发布 2020 上半年业绩快报，公司 2020H1 实现营业收入 359.29 亿元，YOY-13.17%,实现归母净利润 11.53 亿，YOY-24.02%(扣非后净利润 8.08 亿，YOY-34.88%)，公司业绩超预期。分季度看，公司 Q2 营业收入为 235.13 亿元，YOY+25.4%，实现净利润 18 亿元，YOY+142%(扣非后净利润 15.6 亿，YOY+160.5%)。公司上半年业绩下降的主要原因是受到疫情影响，上半年整体销量同比减少。公司 Q2 业绩超预期，主要是因为疫情缓解，销量回升；公司售价高的车型如长城炮皮卡销量占比增加，提升了毛利率水平。
- **公司 6 月销售情况继续向好，销量 YOY+30%：**公司 6 月销售整车 8.2 万辆，YOY+30%，MOM+0.2%，公司本月保持较好的销量，由于基期较低，同比增速增长较快。分车型看，6 月份 SUV 月销 5.3 万辆，YOY+1.2%，MOM-7.5%。皮卡本月销售 2.67 万辆，YOY+272%，其中长城炮销量大幅增长，MOM+50%,月销 1.5 万辆。轿车本月共销售 2705 辆，YOY-34%，欧拉白猫已在 7 月上市，有望提升轿车销量。1-6 月，公司累计销售整车 39.5 万辆，YOY-20%，增速较 1-5 月提升 7 个百分点。
- **下半年多款新平台车型上市，销量可期：**公司下半年将上市多款基于新平台的车型，销量有望进一步提升。SUV 方面，主力产品哈弗 H6 将会换代,新发布的 SUV 哈弗大狗和 WEY 坦克 300 外形硬朗，越野属性强，有望在紧凑型 SUV 品类中拓展出新的细分市场。此外，小型新能源车欧拉白猫已于 7 月上市，皮卡长城炮也将推出越野版柴油车型等。公司 7 月 20 日发布的“柠檬”、“坦克”整车平台和“咖啡智能”技术平台将在下半年的 SUV 新车中首次亮相。其中“柠檬”是模块化整车平台，“坦克”是专业越野车平台。未来新平台的使用将有效减少新车型的开发时间和生产成本、提升产品的智能化水平。
- **盈利预期：**下半年全新平台 SUV 上市，有望明显改善上半年较为疲软的销售表现，而皮卡在政策支持下销量有望继续快速增长，下半年公司销量可期。当前公司提出“全球化科技出行公司”的战略转型目标，技术上公司将不断加强研发投入，前瞻性布局新技术；管理上，公司正进行组织变革，以形成注重用户体验的产品开发模式。未来公司竞争力有望获得全面的提升。我们预计公司 2020 和 2021 年净利润分别为 42.4 亿和 52.8 亿元，YOY 分别为-6%和+25%；EPS 分别为 0.46 元和 0.58 元，当前股价对应 A 股 2020 和 2021 年 P/E 为 26 倍和 21 倍，H 股对应 P/E 为 15 倍和 12 倍，建议 AH 股“买入”。

接续下页

公司基本资讯

产业别	汽车
A 股价(2020/7/23)	12.36
上证指数(2020/7/23)	3325.11
股价 12 个月高/低	12.98/7.17
总发行股数(百万)	9176.57
A 股数(百万)	6027.73
A 市值(亿元)	745.03
主要股东	保定创新长城资产管理有限公司(56.04%)
每股净值(元)	5.81
股价/账面净值	2.13

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	58.2	64.7	51.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2020-05-12	8.37	买入

产品组合

整车业务	92.0%
零部件业务	4.6%
劳务及其他	2.8%
模具及其他	0.7%

机构投资者占流通 A 股比例

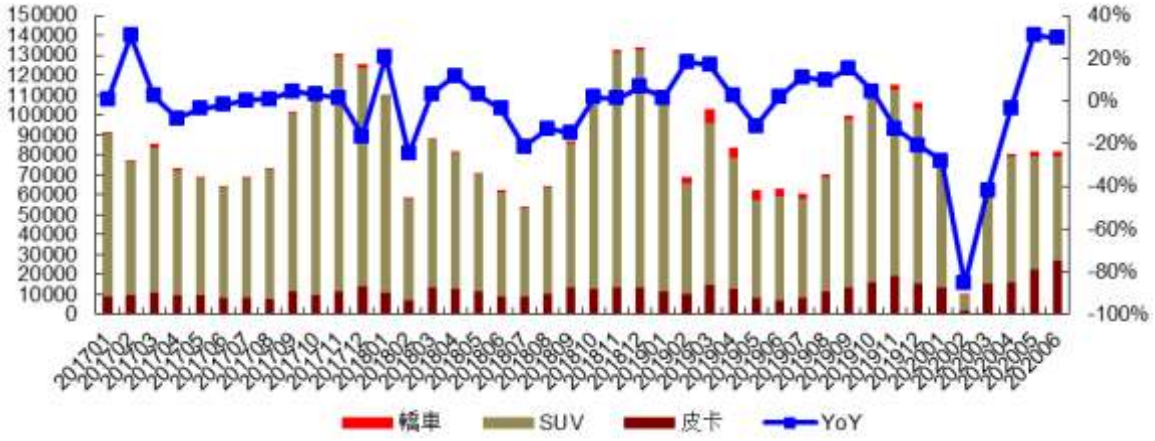
基金	0.31%
一般法人	0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2017	2018	2019	2020E	2021E
纯利(Net profit)	RMB百万元	5027	5207	4497	4238	5281
同比增减	%	-52.35%	3.58%	-13.64%	-5.75%	24.60%
每股盈余(EPS)	RMB元	0.551	0.571	0.493	0.464	0.579
同比增减	%	-52.35%	3.58%	-13.64%	-5.75%	24.60%
A股市盈率(P/E)	X	22.44	21.66	25.09	26.62	21.36
H股市盈率(P/E)	X	12.43	12.00	13.90	14.75	11.84
股利(DPS)	RMB元	0.17	0.29	0.25	0.28	0.33
股息率(Yield)	%	1.38%	2.35%	2.02%	2.22%	2.67%

图表一： 长城汽车月度销量及 YoY 单位：万辆



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return；ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业收入	101169	99230	96211	95353	104325
经营成本	81967	81481	79684	78673	85324
营业税金及附加	3906	3627	3169	3147	3443
销售费用	4406	4575	3897	3862	4225
管理费用	4963	1676	1955	2002	2086
财务费用	139	-494	-351	858	939
资产减值损失	317	137	504	-150	-150
投资收益	124	219	16	500	550
营业利润	5854	6232	4777	4551	5828
营业外收入	391	253	342	350	350
营业外支出	12	8	18	5	6
利润总额	6233	6477	5101	4896	6172
所得税	1190	1229	570	636	864
少数股东损益	16	40	34	21	27
归属于母公司所有者的净利润	5027	5207	4497	4238	5281

附二：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
货币资金	4831	7682	9723	10616	16760
应收帐款	873	3343	3193	3513	3864
存货	5575	4445	6237	6549	6877
流动资产合计	69293	66126	68502	69872	71270
长期投资净额	0	0	3113	3268	3432
固定资产合计	27718	28994	29743	32718	35989
在建工程	4879	4406	2247	1124	562
无形资产	3269	3391	4710	4616	4524
资产总计	110547	111800	113096	115524	118368
流动负债合计	58881	54618	54600	52962	51373
长期负债合计	2408	4493	4097	3811	3544
负债合计	61289	59112	58697	56772	54917
少数股东权益	123	164	0	0	0
股东权益合计	49258	52689	54399	58751	63451
负债和股东权益总计	110547	111800	113096	115524	118368

附三：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019	2020E	2021E
经营活动产生的现金流量净额	-1077	19698	13972	16068	18478
投资活动产生的现金流量净额	-3056	-10040	-15802	-18962	-20858
筹资活动产生的现金流量净额	6089	-6501	3944	4733	5206
现金及现金等价物净增加额	1952	2771	2163	1839	2826
货币资金的期末余额	3844	6615	8777	10616	13442
货币资金的期初余额	1892	3844	6615	8777	10616

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。