太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-12

公司研究报告

买入/维持

长城汽车(601633)

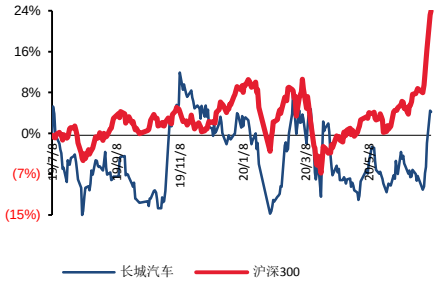
目标价：13.32

昨收盘：9.75

可选消费 汽车与汽车零部件

皮卡解禁风再起，上海放松或将掀起新一轮解禁浪潮（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)	89,472/88,991
12 个月最高/最低(元)	9.88/7.50

相关研究报告：

长城汽车（601633）《愈战愈勇强势增长，长城炮高光依旧(太平洋汽车 2020 年战略推荐)》--2020/07/08

长城汽车（601633）《皮卡王者，潜力市场向上突破》--2020/07/06

长城汽车（601633）《30%+强势增长，长城炮月销过万创新高(太平洋汽车 2020 年战略推荐)》--2020/06/09

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：7 月 10 日，上海市宣布将放宽皮卡上牌门槛，对皮卡上牌及路权参照“沪 C”乘用车管理。

划时代突破，上海皮卡实施乘用化管理。上海作为全国特大型超一线城市，历来交通制度管理严格至极，之前在皮卡上海上牌按蓝色货车牌照类别具有额度限制，皮卡上牌难度极大且行驶受限，因此上海地区皮卡销量全国垫底。此次放松之后，皮卡在上海上牌及路权行驶权限等同于沪 C 牌照乘用车，外环外畅行无阻，上海地区皮卡销售有望大幅增长。

皮卡或将掀起新一轮解禁浪潮。皮卡起初作为商用车轻卡类别车型，其车辆管理及进入城市道路等有诸多限制，成为制约细分市场扩大的核心因素。2016 年起云南、河北、河南、辽宁等四省率先开启皮卡进城解禁，后续湖北、新疆加入皮卡解禁试点，但全国整体范围内解禁进展缓慢。2020 年受疫情影响下，为加快复工复产及促进汽车消费，直辖市重庆、陕西、吉林、江西、江苏、浙江宁波、杭州等省市陆续放开限制，皮卡解禁风再起，近日上海对皮卡的放松意义重大，新一轮皮卡解禁浪潮或将掀起。

长城皮卡品牌优势凸显，市占率近半。长城汽车发家于皮卡，在皮卡细分市场称霸二十年以上，品牌累积优势与客户口碑领先竞争对手，皮卡全新车型炮更是开创了乘用化细分领域，并不断超预期突破。目前市场占有率 50%左右，远超后续跟随竞争对手，三款主力车型稳居细分市场销量前三，长城皮卡品牌及口碑本身作为竞争壁垒短期难以被对手超越。

投资建议：皮卡作为公司王牌产品，由于市场规模偏小一直被市场忽视，伴随皮卡解禁进一步推进以及全新产品周期开启，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 40 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	4034	5838	7023
(+/-%)	(13.64)	(10.28)	44.71	20.29
摊薄每股收益(元)	0.49	0.44	0.64	0.77
市盈率(PE)	19.79	22.06	15.24	12.67

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	23,145
应收和预付款项	4,435	4,581	42,696	24,045	17,961
存货	4,445	6,237	3,797	7,947	5,790
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	89,470	84,677	89,450
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	134,352	127,188	129,007
短期借款	12,800	1,180	20,780	6,065	0
应付和预收款项	32,318	35,460	37,100	45,143	48,120
长期借款	2,158	1,206	5,386	0	0
其他负债	11,597	17,671	12,380	13,882	14,644
负债合计	59,112	58,697	76,834	66,626	64,732
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	46,355	49,357	53,022
归母公司股东权益	52,525	54,399	57,493	60,496	64,160
少数股东权益	164	0	25	67	115
股东权益合计	52,689	54,399	57,518	60,562	64,275
负债和股东权益	111,800	113,096	134,352	127,188	129,007

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	19,698	13,972	(16,577)	23,364	21,383
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	20,903	(22,695)	(9,131)
现金增加额	3,165	2,098	(2,473)	1,459	14,435

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	75,450	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	4,169	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	4,540	6,665	7,946
其他非经营损益	245	324	316	295	311
利润总额	6,477	5,101	4,856	6,960	8,258
所得税	1,229	570	797	1,080	1,187
净利润	5,248	4,531	4,059	5,880	7,071
少数股东损益	40	34	25	42	49
归母股东净利润	5,207	4,497	4,034	5,838	7,023

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	17.89%	17.18%	16.75%	17.02%	17.17%
销售净利率	6.28%	4.96%	5.01%	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%	-43.60%	50.98%	19.43%
净利润增长率	3.58%	-13.64%	-10.28%	44.71%	20.29%
ROE	9.91%	8.27%	7.02%	9.65%	10.95%
ROA	4.69%	4.01%	3.02%	4.62%	5.48%
ROIC	10.36%	10.47%	8.82%	9.15%	15.48%
EPS(X)	0.57	0.49	0.44	0.64	0.77
PE(X)	17.09	19.79	22.06	15.24	12.67
PB(X)	1.70	1.64	1.55	1.47	1.39
PS(X)	0.90	0.93	0.98	0.82	0.71
EV/EBITDA(X)	3.11	5.51	14.10	8.18	5.40

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
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	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
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@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	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@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。