

同比大幅跑赢行业，皮卡继续强势

长城汽车（601633.SH/2333.HK）6月销量点评

核心结论

事件：公司发布2020年6月产销快报，全月销售汽车8.2万辆，同比增长29.6%；1-6月累计销售汽车39.5万辆，同比下降20.0%。销量超预期。

6月销量同比增长29.6%，继续大幅跑赢行业。公司6月销售汽车8.2万辆，同比增长29.6%，大幅跑赢行业28.7pct；其中国内销售汽车7.8万辆，同比增长38.6%，受疫情影响，6月公司海外销量3,592辆，海外同比下降46.5%。6月销量同比增量1.9万辆，来源主要为M6、皮卡风骏和皮卡炮车型，同比分别增加0.8万辆、0.5万辆和1.5万辆。M6大幅增加主要因为去年M6车型因国五去库存导致19年5、6月份批发销量处于低位。皮卡批发量大幅增加主要因为炮车型推出后终端销售持续火爆，及低库存带来的补库需求。

高盈利皮卡销量占比创新高。从车型结构上看，6月长城皮卡（风骏+炮）销量2.67万辆，同比增长272.3%，在公司销量结构中占比也由2019年的14.0%提升至2020年6月的32.5%，占比继续提升。公司将乘用车的产品设计和产品定义能力应用于商用车企主导的皮卡行业，产品力明显优于竞争对手，同时皮卡为公司盈利能力最好的车型，预计后续随着皮卡解禁政策的陆续出台，炮车型将继续扩大市场份额，为公司增量增利。

皮卡继续强势，新平台车型为后续看点。长城炮品牌卡位乘商两用皮卡，产品力明显优于竞争对手，市占率持续提升，同时受益于皮卡解禁。2020年下半年长城将开启全新平台车型周期，主要产品都将陆续垂直换代，盈利能力和产品竞争力将明显提升。考虑疫情带来的影响，我们预计公司2020-2022年EPS为0.49/0.73/0.79元，按7月9日收盘价A股9.52元人民币，H股6.19港元，对应A股市盈19.4/13.0/11.4倍，对应H股市盈率11.5/7.7/7.0倍，维持A/H股“买入”评级。

风险提示：疫情影响超出预期，皮卡政策放开不及预期，新平台车型不及预期，海外战略进展不及预期。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	99,230	96,211	98,982	118,802	131,597
增长率	-1.9%	-3.0%	2.9%	20.0%	10.8%
归母净利润（百万元）	5,207	4,497	4,468	6,664	7,289
增长率	3.6%	-13.6%	-0.6%	49.1%	9.4%
每股收益（EPS）	0.57	0.49	0.49	0.73	0.79
市盈率（P/E）	16.8	19.4	19.4	13.0	11.9
市净率（P/B）	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	买入
股票代码	601633
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	9.52

近一年股价走势



分析师

- 王冠桥 S0800519100001
wangguanqiao@research.xbmail.com.cn
- 俞佳莹 S0800519090001
yujiaying@research.xbmail.com.cn

相关研究

- 长城汽车：同比大幅跑赢行业，皮卡占比持续提升—长城汽车（601633.SH/2333.HK）5月销量点评 2020-06-10
- 长城汽车：环比持续回升，产品结构优化—长城汽车（601633.SH/2333.HK）4月销量点评 2020-05-12
- 长城汽车：业绩符合预期，再成长值得期待—长城汽车（601633.SH/2333.HK）2019 年年报及 2020 年一季报点评 2020-05-01

索引

内容目录

6月销量同比增长29.6%，继续大幅跑赢行业.....	3
高盈利皮卡销量占比继续提升.....	3
M6、风骏、炮为销量同比增量主要来源.....	4
投资建议.....	6
风险提示.....	6

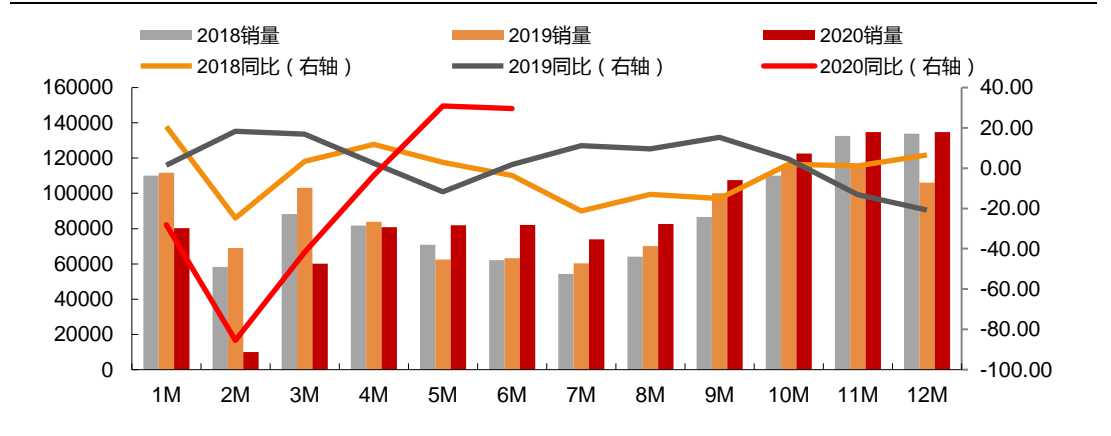
图表目录

图1：6月销量8.2万辆，同比增长29.6%（左轴单位：辆，右轴单位：%）.....	3
图2：受海外疫情影响，6月公司海外销量同比下降46.5%.....	3
图3：2020年6月皮卡销量占比持续提升.....	4
图4：2020年6月皮卡炮车型销量占比继续提升.....	4
图5：6月哈弗H6销量同比-14.0%，环比+2.5%（单位：辆）.....	4
图6：6月哈弗F7销量同比-17.3%，环比-18.2%（单位：辆）.....	4
图7：6月哈弗M6销量同比+314.0%，环比-20.5%（单位：辆）.....	5
图8：6月Wey VV6销量同比-40.2%，环比+36.2%（单位：辆）.....	5
图9：6月欧拉R1销量同比-31.4%，环比+11.8%（单位：辆）.....	5
图10：6月炮销量环比+49.9%（单位：辆）.....	5
图11：皮卡库存整体处于低位（单位：辆）.....	5

6月销量同比增长29.6%，继续大幅跑赢行业

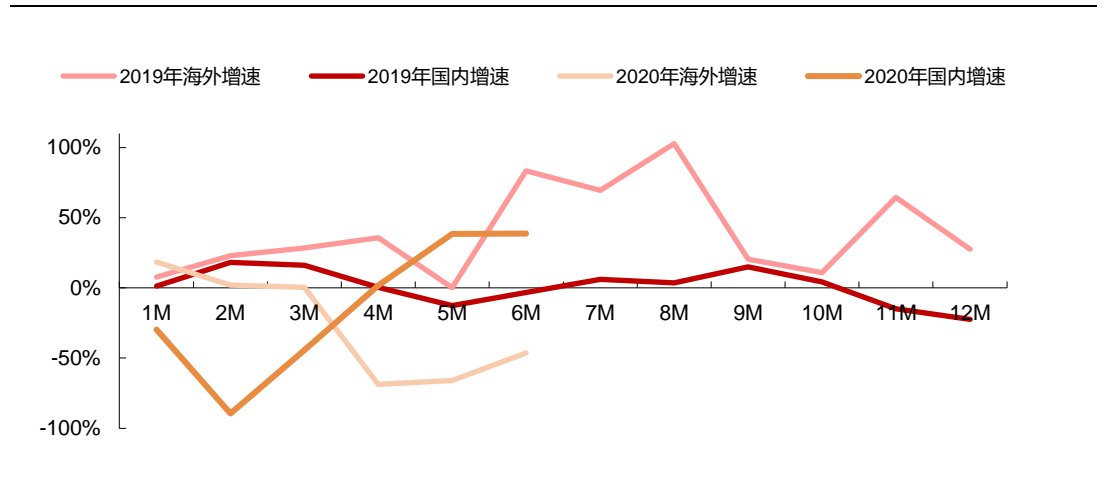
公司6月销售汽车8.2万辆，同比增长29.6%，大幅跑赢行业28.7pct（狭义乘用车销量170万辆，同比增长0.9%）；其中国内销售汽车7.8万辆，同比增长38.6%，大幅正增长。受国外疫情影响，6月公司海外销量3,592辆，海外同比下降46.5%。1-6月累计销售汽车39.5万辆，同比下降20.0%，降幅明显收窄。

图1：6月销量8.2万辆，同比增长29.6%（左轴单位：辆，右轴单位：%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图2：受海外疫情影响，6月公司海外销量同比下降46.5%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

高盈利皮卡销量占比创新高

从车型结构上看，6月长城皮卡（风骏+炮）销量2.67万辆，同比增长272.3%，在公司销量结构中占比也由2019年的14.0%提升至2020年6月的32.5%，占比继续提升，其中皮卡炮车型6月销量占比达到18.3%。与此同时，Wey系列、哈弗F系列、哈弗H+M系列占比分别下降2.7、4.6、12.0pct。

长城将其在乘用车积累的产品设计和产品定义能力应用到以商用车企为主导的皮卡市场中，对

其他车企形成降维打击，从我们终端调研来看，具备乘用车基因的炮车型产品力明显优于竞争对手。同时皮卡车型是公司盈利能力最好的产品之一，炮车型占比提升将提高公司的盈利，预计后续随着皮卡解禁政策的陆续出台，主打乘用车化的炮车型将继续扩大市场份额，为公司增量增利。

图 3：2020 年 6 月皮卡销量占比持续提升

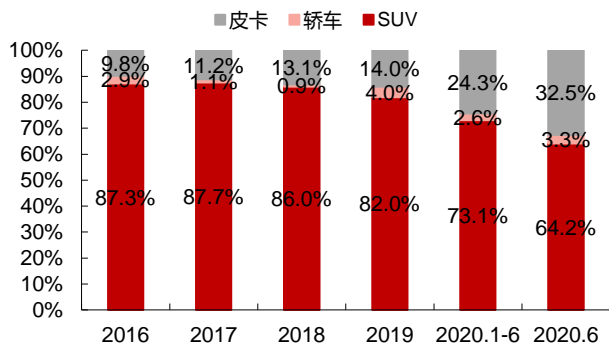
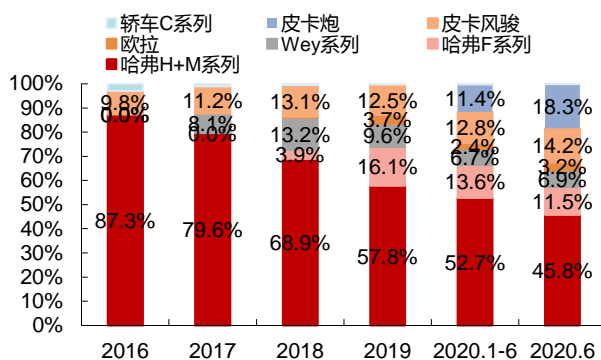


图 4：2020 年 6 月皮卡炮车型销量占比持续提升



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

M6、风骏、炮为销量同比增量主要来源

6 月 M6、皮卡风骏和皮卡炮车型销量同比分别增加 0.8 万辆、0.5 万辆和 1.5 万辆，为 6 月整体销量增量 1.9 万辆的主要来源。去年 M6 车型因国五去库存导致 5、6 月份批发销量处于低位。皮卡批发量大幅增加主要有两个因素，首先是炮车型推出后，终端需求增加，销售持续火爆；其次是低库存带来的补库需求，从我们统计的长城皮卡渠道库存情况看，2020 年 2-4 月去库存较多，皮卡整体库存处于低位，尤其是炮，6 月产能爬坡后渠道补库存意愿充足。

图 5：6 月哈弗 H6 销量同比-14.0%，环比+2.5%（单位：辆）

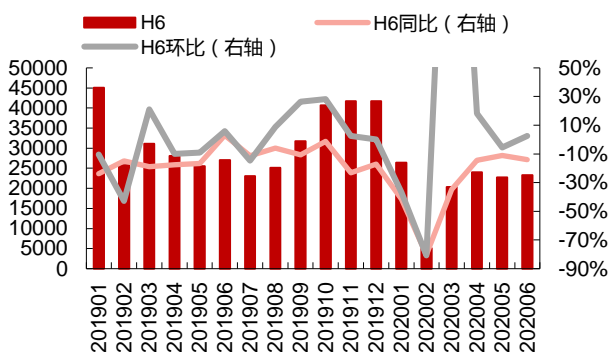
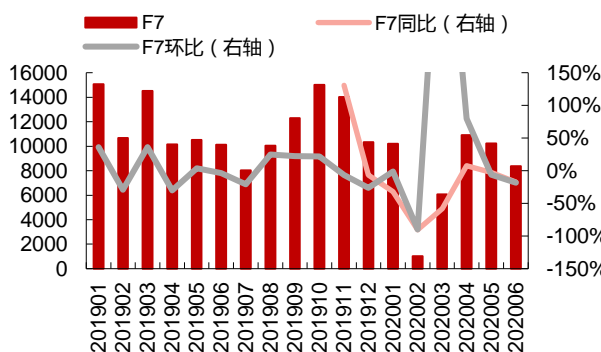


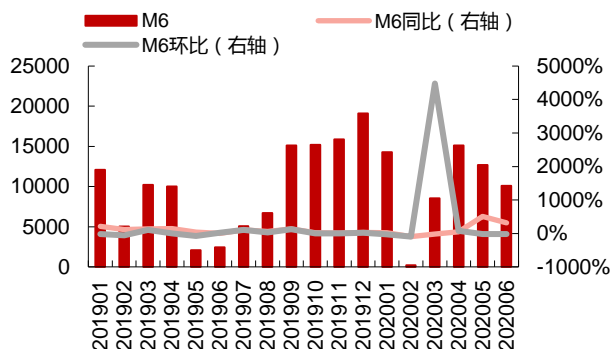
图 6：6 月哈弗 F7 销量同比-17.3%，环比-18.2%（单位：辆）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

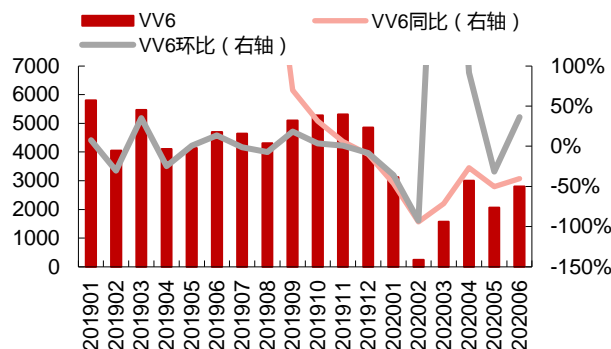
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 7：6 月哈弗 M6 销量同比+314.0%，环比-20.5%（单位：辆）



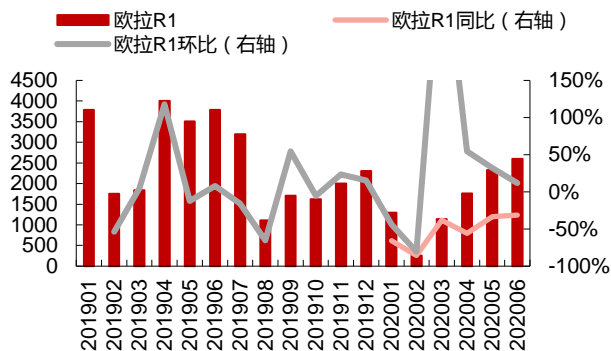
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 8：6 月 Wey VV6 销量同比-40.2%，环比+36.2%（单位：辆）



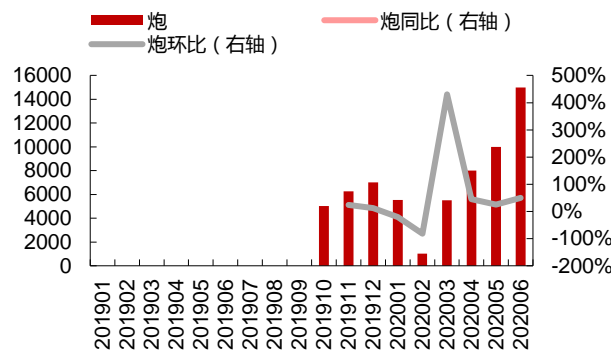
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 9：6 月欧拉 R1 销量同比-31.4%，环比+11.8%（单位：辆）



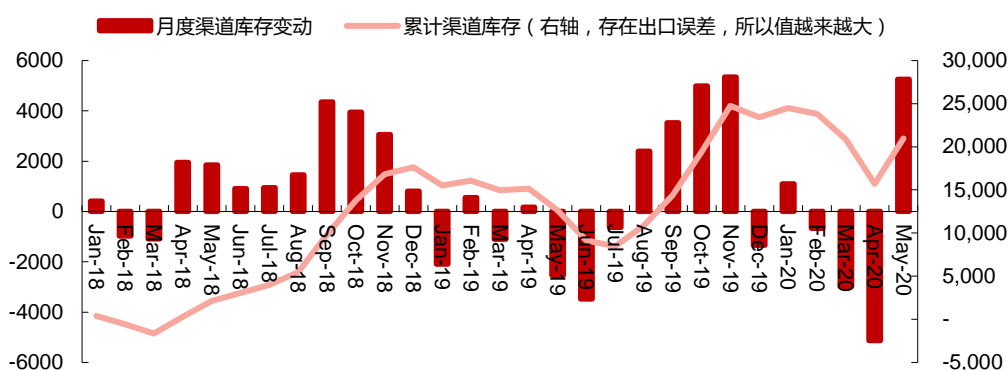
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 10：6 月炮销量环比+49.9%（单位：辆）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 11：皮卡库存整体处于低位（单位：辆）



资料来源：公司公告，上险量，西部证券研发中心

投资建议

皮卡继续强势，新平台车型为后续看点。长城炮品牌卡位乘商两用皮卡，产品力明显优于竞争对手，市占率持续提升，同时受益于皮卡解禁。2020年下半年长城将开启全新平台车型周期，主要产品都将陆续垂直换代，盈利能力和产品竞争力将明显提升。考虑疫情带来的影响，我们预计公司2020-2022年EPS为0.49/0.73/0.79元，按7月9日收盘价A股9.52元人民币，H股6.19港元，对应A股市盈19.4/13.0/11.4倍，对应H股市盈率11.5/7.7/7.0倍，维持A/H股“买入”评级。

风险提示

疫情影响超出预期，皮卡政策放开不及预期，新平台车型不及预期，海外战略进展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	7,682	9,723	12,879	24,104	34,003	营业收入	99,230	96,211	98,982	118,802	131,597
应收款项	4,436	4,581	5,259	6,023	6,446	营业成本	81,864	80,023	82,326	96,998	107,752
存货净额	4,445	6,237	6,417	7,560	8,398	营业税金及附加	3,627	3,169	3,260	3,913	4,334
其他流动资产	49,563	47,960	47,960	47,960	47,960	销售费用	4,575	3,897	4,058	4,990	5,527
流动资产合计	66,126	68,502	72,514	85,647	96,808	管理费用	3,420	4,672	4,831	5,969	6,632
固定资产及在建工程	33,399	31,991	30,796	28,833	26,724	财务费用	(494)	(351)	452	43	(115)
长期股权投资	0	3,113	3,113	3,911	4,868	其他费用/(-收入)	6	25	(699)	(720)	(886)
无形资产	5,244	6,899	7,572	7,555	7,539	营业利润	6,232	4,777	4,754	7,609	8,354
其他非流动资产	7,030	2,592	2,538	2,514	2,477	营业外净收支	245	324	324	324	324
非流动资产合计	45,674	44,594	44,019	42,813	41,609	利润总额	6,477	5,101	5,078	7,933	8,677
资产总计	111,800	113,096	116,533	128,460	138,417	所得税费用	1,229	570	609	1,269	1,388
短期借款	12,800	1,180	1,146	1,146	1,146	净利润	5,248	4,531	4,468	6,664	7,289
应付款项	40,604	46,851	50,617	58,984	65,003	少数股东损益	40	34	0	0	0
其他流动负债	1,215	6,569	4,088	4,088	4,088	归属于母公司净利润	5,207	4,497	4,468	6,664	7,289
流动负债合计	54,618	54,600	55,850	64,217	70,236						
长期借款及应付债券	2,158	1,206	1,206	1,206	1,206	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	2,336	2,892	2,892	2,982	3,282	盈利能力					
长期负债合计	4,493	4,097	4,097	4,188	4,488	ROE	10.2%	8.4%	8.1%	11.4%	11.8%
负债合计	59,112	58,697	59,947	68,405	74,724	毛利率	17.5%	16.8%	16.8%	18.4%	18.1%
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	营业利润率	6.3%	5.0%	4.8%	6.4%	6.3%
股东权益	52,689	54,399	56,586	60,055	63,693	销售净利率	5.3%	4.7%	4.5%	5.6%	5.5%
负债和股东权益总计	111,800	113,096	116,533	128,460	138,417	成长能力					
						营业收入增长率	-1.9%	-3.0%	2.9%	20.0%	10.8%
						营业利润增长率	6.5%	-23.4%	-0.5%	60.1%	9.8%
						归母净利润增长率	3.6%	-13.6%	-0.6%	49.1%	9.4%
						偿债能力					
						资产负债率	52.9%	51.9%	51.4%	53.3%	54.0%
						流动比	1.21	1.30	1.30	1.33	1.38
						速动比	1.13	1.14	1.18	1.22	1.26
						每股指标与估值	2017	2018	2020E	2021E	2022E
						每股指标					
						EPS	0.57	0.49	0.49	0.73	0.79
						BVPS	5.72	5.93	6.17	6.54	6.94
						估值					
						P/E	16.8	19.4	19.4	13.0	11.9
						P/B	1.7	1.6	1.5	1.4	1.4
						P/S	0.9	0.9	0.9	0.7	0.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
袁盼峰	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售助理	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。