

长城汽车

601633

审慎增持 (维持)

新车周期后劲十足，三代 H6 订单充沛结构上移

——长城 20 年北京车展点评

2020 年 09 月 27 日

市场数据

市场数据日期	2020-09-25
收盘价(元)	17.31
总股本(百万股)	9175.95
流通股本(百万股)	9127.27
总市值(百万元)	158835.75
流通市值(百万元)	104339.99
净资产(百万元)	53276.39
总资产(百万元)	119363.22
每股净资产	5.81

相关报告

《长城汽车 8 月销量点评: 销量全面回暖, 仍处周期起点》
2020-09-08

《长城汽车深度报告: 新车强劲乘风再起, 换新长城剑指新高》
2020-09-07

《长城汽车 20H1 中报点评: 20Q2 业绩靓丽, 20Q3 开启新平台的新车周期》
2020-08-30

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

S0190520080001

研究助理:

刘洁

liujie20@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	96211	101880	141824	164870
同比增长	-2.8%	5.9%	39.2%	16.3%
净利润(百万元)	4497	5105	8506	11786
同比增长	-13.6%	13.5%	66.6%	38.6%
毛利率	17.2%	17.4%	18.8%	19.7%
净利润率	4.7%	5.0%	6.0%	7.1%
净资产收益率(%)	8.3%	8.9%	13.4%	16.6%
每股收益(元)	0.49	0.56	0.93	1.28
每股经营现金流(元)	1.52	1.81	2.16	2.82

投资要点

- **事件:** 9 月 26 日北京车展公司携多款新车亮相, 包括哈弗初恋、哈弗大狗 2.0T、欧拉白猫 GT 版、欧拉潮派概念车、电动炮等, 同时公布三代 H6 在手订单超 2 万台, 且订单结构顶配与次顶配车型占比分别 32% 和 40%, H6 结构升级趋势得到验证。
- **公司携多款新车亮相北京车展, 新车周期后劲充足, 值得期待。** 9 月 26 日公司携多款新车亮相年内唯一国际车展活动——北京车展, 包括: ①基于柠檬平台的入门级紧凑 SUV 哈弗初恋, 定位年轻人的第一款车; ②哈弗大狗 1.5T 版本官方指导价 11.99-14.29 万元, 价格实惠接地气, 同时将于年底推出 2.0T 车型; ③首发“中国首款性能版量产电动车型”欧拉好猫 GT 版; ④秉承“用未来科技唤醒经典”设计理念的复古欧拉电动概念轿车“潮派”; ⑤电装炮, 商用版指导价 25.18-26.68 万元, 乘用车版指导价 27.98 万元起。 **预计 2020 年是公司基于全新模块化平台的车型周期元年, 预计公司销量+单车 ASP+盈利能力有望同时开启上行周期。**
- **三代哈弗 H6 订单破 2 万台, 高端车型订单占比达到 70%+, H6 车型结构上移趋势确立。** 公司在北京车展发布会披露, 三代 H6 目前在手订单突破 2 万台, 且 Max 版(次顶配, 12.89 万元)占比 40%, Supreme 版(顶配、13.49 万元)占比 32%, 高配版车型订单占比达到 72%, H6 车型需求结构上移趋势确认, 也体现出消费者对智能主被动安全、智能驾驶配置的强劲需求。 **车型销量结构上移有望推动公司单车型 ASP 与盈利能力的上移。**
- **拥抱管理改革红利下的新平台+新车周期, 公司业绩进入快速上行期, 维持“审慎增持”评级。** 20Q3 乘用车销量持续复苏, 公司自 18 年以来管理与技术改革红利逐步释放, **向“新车周期+皮卡解禁+海外拓展”要销量弹性, 向“新平台降本+皮卡乘用车化”要利润率弹性。** 新车周期后劲十足且 H6 销量结构上移确认。远期转型科技出行公司, 有望重塑商业模式提升估值。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 51.1/85.1/117.9 亿元, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 乘用车销量大幅下滑; 公司新车销售低于预期; 价格战风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **北京车展公司亮相多款新车：**9月26日北京车展公司携多款新车亮相，包括哈弗初恋、哈弗大狗 2.0T、欧拉白猫 GT 版、欧拉潮派概念车、电动炮等，同时公布三代 H6 在手订单超 2 万台，且订单结构顶配与次顶配车型占比分别 32% 和 40%，H6 结构升级趋势得到验证。

点评

- **公司携多款新车亮相北京车展，新车周期后劲充足，值得期待。**9月26日公司携多款新车亮相年内唯一国际车展活动——北京车展，包括：①基于柠檬平台的入门级紧凑 SUV 哈弗初恋，定位年轻人的第一款车；②哈弗大狗 1.5T 版本官方指导价 11.99-14.29 万元，价格实惠接地气，同时将于年底推出 2.0T 车型；③首发“中国首款性能版量产电动车型”欧拉好猫 GT 版；④秉承“用未来科技唤醒经典”设计理念的复古欧拉电动概念轿车“潮派”；⑤电装炮，商用版指导价 25.18-26.68 万元，乘用车指导价 27.98 万元起。**预计 2020 年是公司基于全新模块化平台的车型周期元年，预计公司销量+单车 ASP+盈利能力有望同时开启上行周期。**
- **三代哈弗 H6 订单破 2 万台，高端车型订单占比达到 70%+，H6 车型结构上移趋势确立。**公司在北京车展发布会披露，三代 H6 目前在手订单突破 2 万台，且 Max 版(次顶配，12.89 万元)占比 40%，Supreme 版(顶配、13.49 万元)占比 32%，高配版车型订单占比达到 72%，H6 车型需求结构上移趋势确认，也体现出消费者对智能主被动安全、智能驾驶配置的强劲需求。车型销量结构上移有望推动公司单车型 ASP 与盈利能力的上移
- **拥抱管理改革红利下的新平台+新车周期，公司业绩进入快速上行期，维持“审慎增持”评级。**20Q3 乘用车销量持续复苏，公司自 18 年以来管理与技术改革红利逐步释放，向“新车周期+皮卡解禁+海外拓展”要销量弹性，向“新平台降本+皮卡乘用车化”要利润率弹性。新车周期后劲十足且 H6 销量结构上移确认。远期转型科技出行公司，有望重塑商业模式提升估值。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 51.1/85.1/117.9 亿元，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**乘用车销量大幅下滑；公司新车销售低于预期；价格战风险。

图 1、哈弗初恋车型外观



图 2、欧拉好猫 GT 版



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、欧拉“潮派”概念车



图 4、长城皮卡电装炮



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

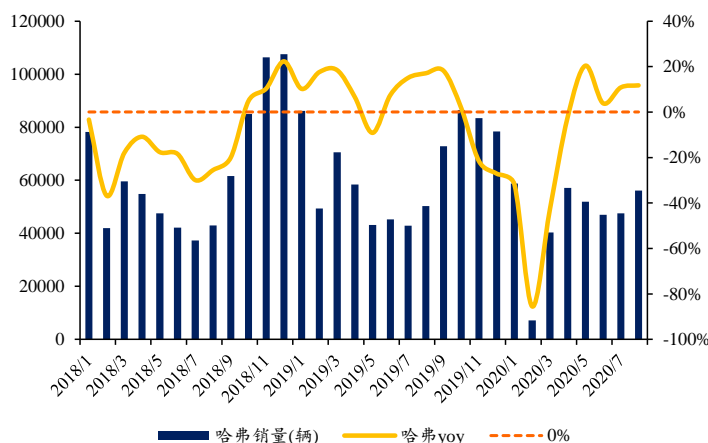
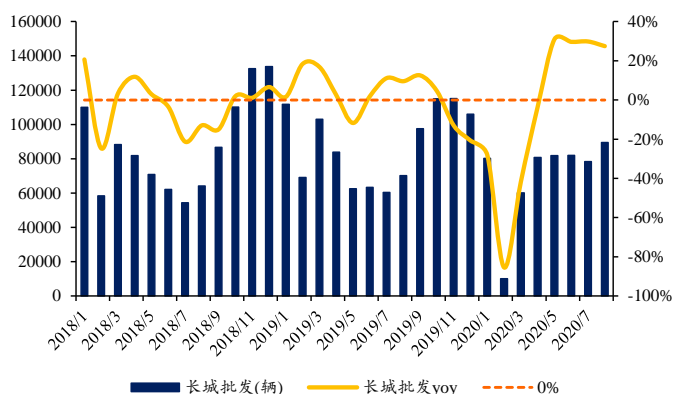
图 5、第三代哈弗 H6 订单超 2 万且高配车型占比多



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、18M1-20M8, 长城汽车整车月度销量(辆)及同比增速

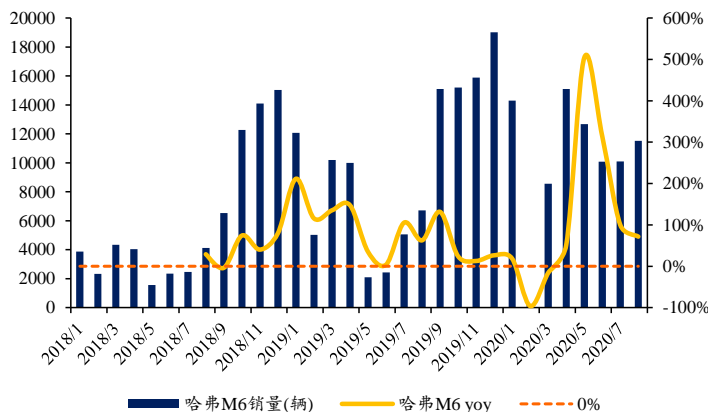
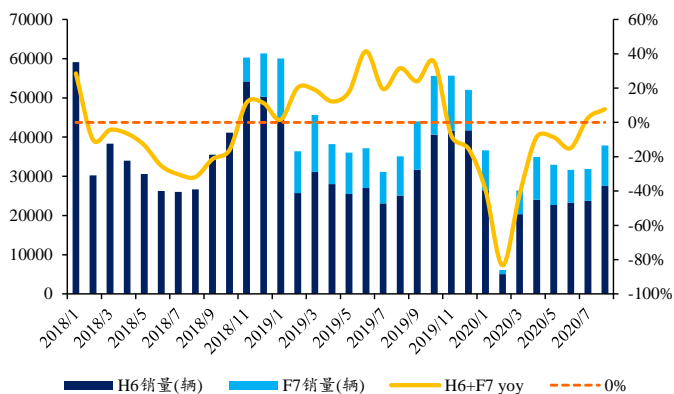
图 7、18M1-20M8, 哈弗车型月度销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、18M1-20M8, 哈弗 H6 与 F7 销量(辆)与合计同比增速

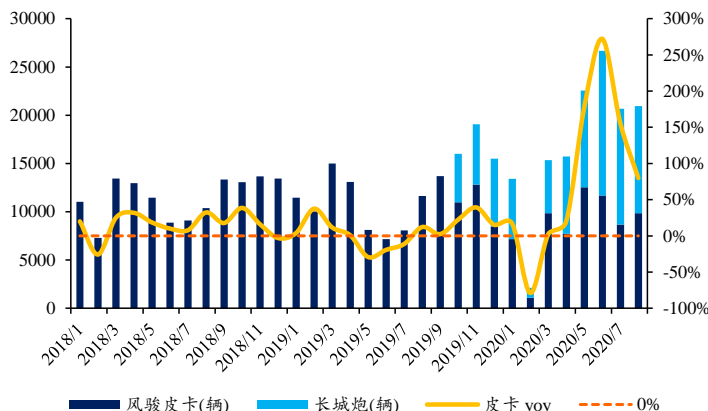
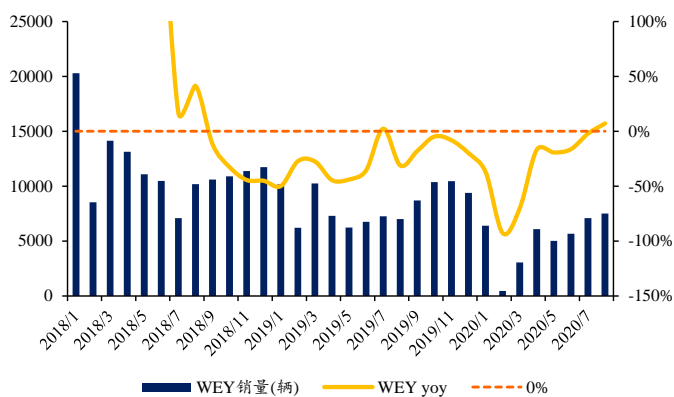
图 9、18M1-20M8, 哈弗 M6 销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、18M1-20M8, WEY 销量(辆)及同比增速

图 11、18M1-20M8, 公司皮卡销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、18M1-20M8, 风骏皮卡销量(辆)及同比增速

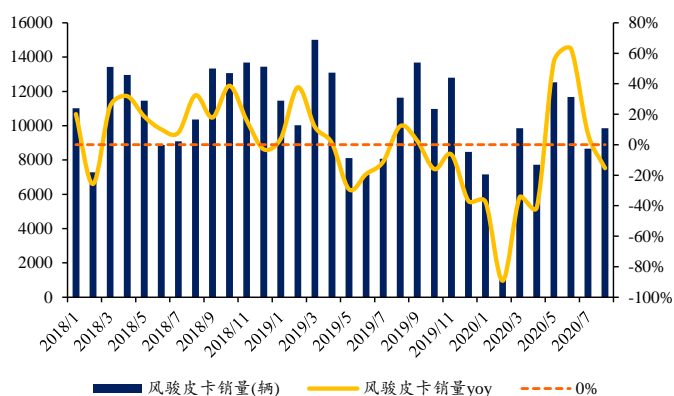
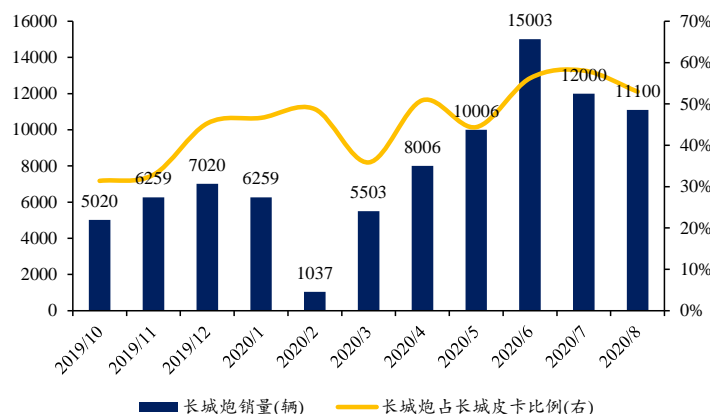


图 13、19M10-20M8, 长城炮销量(辆)及占公司皮卡比例



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、18M1-20M8, 欧拉销量(辆)及同比增速

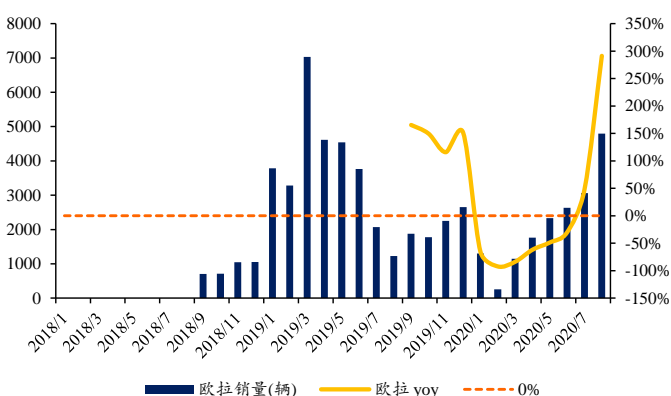
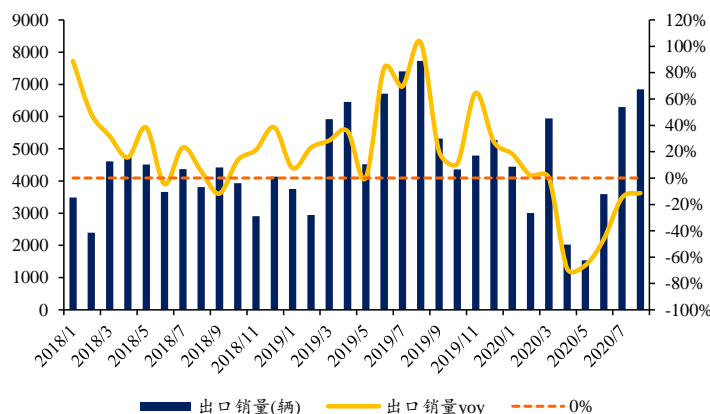


图 15、18M1-20M8, 长城出口销量(辆)及同比增速



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、17Q1-20Q2, 长城分季度单车收入(万元)及同比

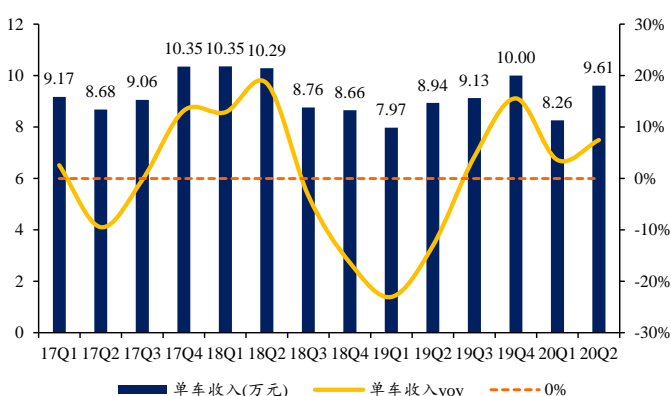
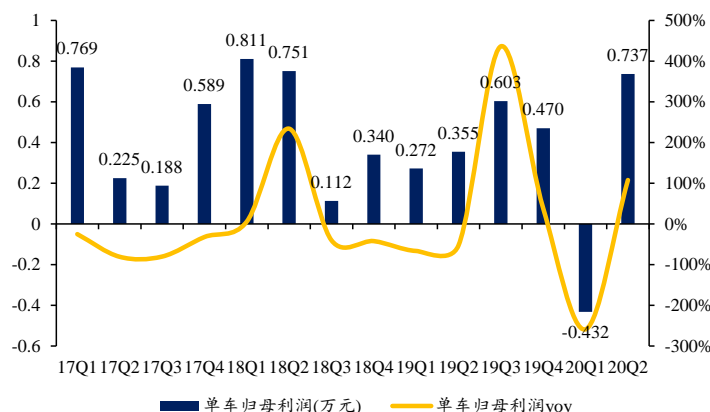


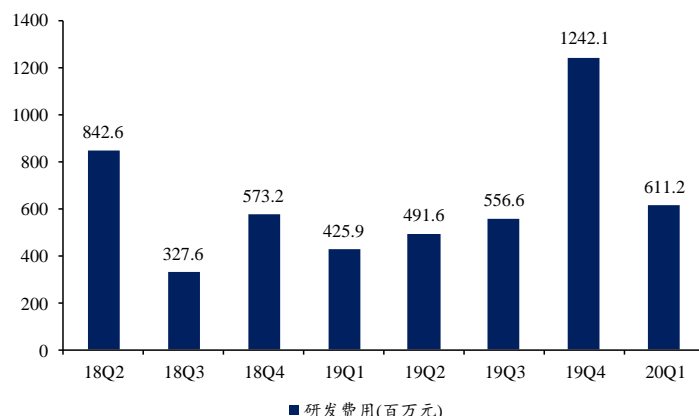
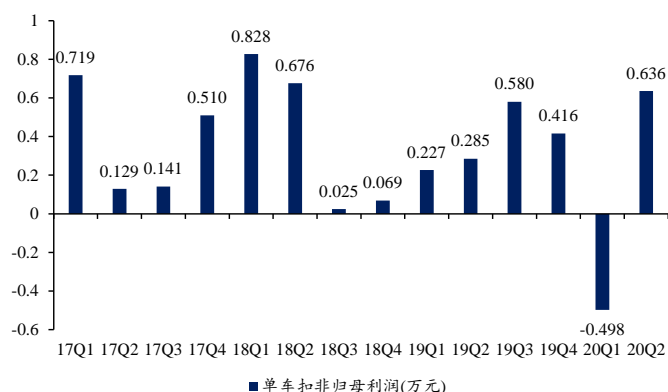
图 17、17Q1-20Q2, 长城分季度单车归母利润(万元)及同比



数据来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、17Q1-20Q2, 长城分季度单车扣非归母净利润(万元)及同比

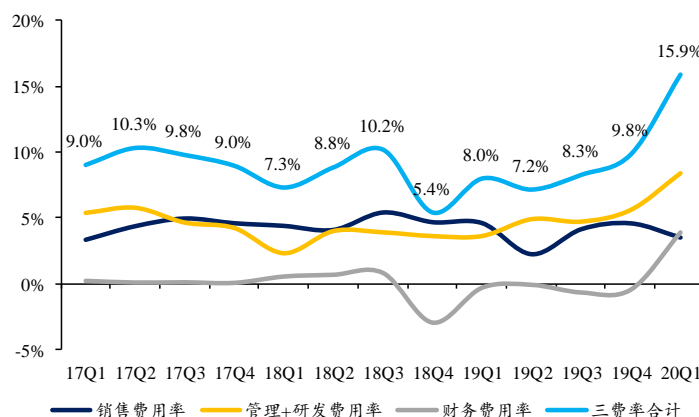
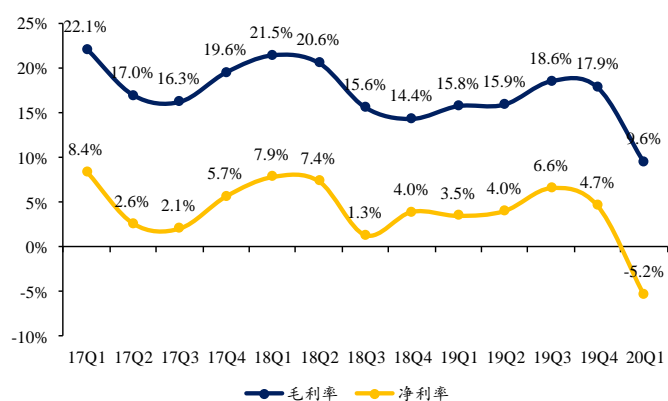
图 19、18Q2-20Q1, 长城分季度研发费用(百万元)



数据来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、17Q1-20Q1, 长城分季度毛利率与净利率

图 21、17Q1-20Q1, 长城分季度三费率情况



数据来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、长城汽车分季度销量及主要财务数据列表

长城汽车季度数据	19Q 1	19Q 2	19Q 3	19Q 4	20Q 1	20Q 2
汽车销量(万辆)	28.4	21.0	23.1	33.6	15.1	24.5
同比	10.6%	-2.4%	10.7%	-10.7%	-46.8%	16.7%
环比	-24.6%	-26.1%	10.0%	45.8%	-55.1%	62.0%
哈弗销量(万辆)	20.6	14.7	16.6	24.8	10.6	15.6
其中H6	10.2	8.1	8.0	12.4	5.2	7.0
WEY销量(万辆)	2.7	2.0	2.3	3.0	1.0	1.7
欧拉销量(万辆)	1.4	1.3	0.5	0.7	0.3	0.7
皮卡销量(万辆)	3.6	2.8	3.3	5.1	3.1	6.5
其中炮	0.0	0.0	0.0	1.8	1.3	3.3
哈弗占比	72.6%	70.0%	72.0%	73.8%	70.3%	63.8%
WEY占比	9.4%	9.7%	10.0%	9.0%	6.6%	6.8%
欧拉占比	5.0%	6.2%	2.2%	2.0%	1.8%	2.8%
皮卡占比	12.9%	13.5%	14.5%	15.0%	20.5%	26.5%
营业总收入(亿元)	226.3	187.5	212.0	336.3	124.2	235.1
同比	-14.8%	-15.2%	18.0%	3.2%	-45.1%	25.4%
环比	-30.6%	-17.1%	13.1%	58.6%	-63.1%	89.4%
营业收入(亿元)	220.9	182.3	211.8	336.1	123.8	234.8
营业利润(亿元)	9.4	8.4	16.0	14.0	-8.3	19.7
利润总额(亿元)	9.8	9.3	16.8	15.2	-7.8	20.8
净利润(亿元)	7.9	7.6	14.0	15.8	-6.5	18.0
归母净利润(亿元)	7.7	7.4	14.0	15.8	-6.5	18.0
同比	-62.9%	-53.9%	506.1%	23.3%	-184.1%	142.3%
环比	-39.7%	-3.8%	88.2%	12.8%	-141.2%	-377.4%
扣非归母净利润(亿元)	6.4	6.0	13.5	14.0	-7.5	15.6
同比	-69.7%	-58.8%	2543.1%	437.3%	-216.5%	160.4%
环比	147.3%	-7.0%	125.4%	3.6%	-153.6%	-307.9%
非经常损益(亿元)	1.3	1.5	0.5	1.8	1.0	2.5
单车ASP(万元)	7.97	8.94	9.20	10.00	8.22	9.61
同比	-23.0%	-13.1%	6.6%	15.6%	3.1%	7.5%
环比	-7.9%	12.2%	2.8%	8.8%	-17.8%	16.9%
单车归母利润(万元)	0.27	0.35	0.61	0.47	-0.43	0.74
单车扣非归母利润(万元)	0.23	0.29	0.58	0.42	-0.50	0.64

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	68502	63338	81005	96250
货币资金	9723	11291	18351	31844
交易性金融资产	4363	4104	4000	4000
应收账款	3193	3668	5106	5935
其他应收款	947	990	1379	1603
存货	6237	9902	11280	12967
非流动资产	44594	53678	58145	59079
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	3113	2965	3261	3587
投资性房地产	322	280	280	280
固定资产	29743	37053	42182	44367
在建工程	2247	2174	1852	1456
油气资产	0	0	0	0
无形资产	4710	4630	4330	4030
资产总计	113096	117016	139150	155329
流动负债	54600	54962	70580	78875
短期借款	1180	2000	2000	2000
应付票据	10021	14533	19866	22837
应付账款	25440	25260	34529	39694
其他	17959	13169	14185	14344
非流动负债	4097	4681	5257	5533
长期借款	1206	1956	2456	2756
其他	2892	2725	2801	2777
负债合计	58697	59643	75837	84408
股本	9127	9177	9177	9177
资本公积	1411	1411	1411	1411
未分配利润	38346	40659	45761	52116
少数股东权益	0	27	71	132
股东权益合计	54399	57373	63313	70921
负债及权益合计	113096	117016	139150	155329

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4497	5105	8506	11786
折旧和摊销	4583	4549	5737	6776
资产减值准备	504	-190	235	148
无形资产摊销	684	580	580	580
公允价值变动损失	73	-26	0	0
财务费用	335	434	93	-140
投资损失	-214	-456	-50	-100
少数股东损益	34	27	44	61
营运资金的变动	4541	10280	4804	6490
经营活动产生现金流量	13972	16587	19785	25899
投资活动产生现金流量	-15802	-10893	-10523	-8606
融资活动产生现金流量	3944	-4127	-2202	-3800
现金净变动	2163	1567	7060	13493
现金的期初余额	6615	9723	11291	18351
现金的期末余额	8777	11291	18351	31844

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96211	101880	141824	164870
营业成本	79684	84200	115098	132313
营业税金及附加	3169	3056	4255	4946
销售费用	3897	3260	4255	4946
管理费用	1955	3056	3829	4287
财务费用	-351	434	93	-140
资产减值损失	-504	-361	-400	-400
公允价值变动	-73	26	0	0
投资收益	16	456	50	100
营业利润	4777	5748	9647	13537
营业外收入	342	200	200	100
营业外支出	18	22	20	20
利润总额	5101	5926	9827	13617
所得税	570	794	1278	1770
净利润	4531	5132	8550	11847
少数股东损益	34	27	44	61
归属母公司净利润	4497	5105	8506	11786
EPS(元)	0.49	0.56	0.93	1.28

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-2.8%	5.9%	39.2%	16.3%
营业利润增长率	-23.4%	20.3%	67.9%	40.3%
净利润增长率	-13.6%	13.5%	66.6%	38.6%
盈利能力(%)				
毛利率	17.2%	17.4%	18.8%	19.7%
净利率	4.7%	5.0%	6.0%	7.1%
ROE	8.3%	8.9%	13.4%	16.6%

资产负债率	51.9%	51.0%	54.5%	54.3%
流动比率	1.25	1.15	1.15	1.22
速动比率	1.14	0.97	0.98	1.05
营运能力(次)				
资产周转率	0.86	0.89	1.11	1.12
应收帐款周转率	27.77	26.60	29.10	26.88
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.56	0.93	1.28
每股经营现金	1.52	1.81	2.16	2.82
每股净资产	5.93	6.25	6.89	7.71
估值比率(倍)				
PE	35.3	31.1	18.7	13.5
PB	2.9	2.8	2.5	2.2

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn