

中信证券研究部


陈俊斌
 首席制造产业
 分析师
 S1010512070001



尹欣驰
 汽车分析师
 S1010519040002

核心观点

6月长城汽车批发总销量为8.20万辆，同比增长29.6%，环比增长+0.2%。皮卡产品合计销量2.68万辆，同比+272.3%，环比+18.7%，其中长城炮创造1.5万辆的销售新高。公司将基于全新B30平台推出车型，预计提升新车盈利能力，维持长城汽车（A）的“增持”评级；考虑港股估值具有更强吸引力，维持长城汽车（H）的“买入”评级。

6月批发总销量同比+29.6%，环比基本持平。6月长城汽车批发总销量达到8.20万辆，同比+29.6%，环比+0.2%。公司1~6月累计销量39.51万辆，同比-20%；其中SUV销量5.27万辆，同比+1.2%，环比-7.5%；1~6月累计SUV销量28.9万台，同比-27.74%。随着国际疫情事态逐渐平稳，长城6月出口3,592台，同比-46.48%（5月同比-66.08%），环比+134.3%。

长城炮月销创新高，带动皮卡销量环比+18.7%。6月长城皮卡合计销售2.68万辆，环比+18.7%。其中风骏销售1.17万辆，同比62.95%，环比-6.86%；长城炮销量创新高，销售突破1.5万辆，环比+50%。受此次疫情影响，“皮卡解禁”步伐加快，对于皮卡市场份额第一的长城汽车来说，料将继续贡献增量。

新车型平台三季度即将亮相，助力新车竞争力再上新台阶。自主品牌的竞争已经进入下半场：盈利提升的重点将不是单一畅销车型的贡献，而是平台化带来的整体提升。长城汽车将在今年三季度推出基于B30全新平台的新车型B01（第三代哈弗H6）和B06（哈弗大狗，紧凑级城市越野SUV）。新的B30平台在轻量化（B01减重约100kg+）、零部件通用化率（上车身80%，下车身60%）、电器架构（引入域控制器方案，降低25%的电子元件和线束用量）等方面均有明显的质量提升，预计将明显提升新车型的盈利能力，扩容公司新产品品类。

管理组织变革激发长期潜力。长城汽车过去2年在管理和人事上也发生了很大的良性变化。2020年4月，公司完成了上市17年以来的首次股权激励计划，共有1947名员工获得限制性股票或期权激励（总员工数3.3%）。公司还于2018年起逐步剥离了旗下的汽车零部件业务，成立四大零部件公司独立运营，提高采购体系的市场化竞争意识。此外，长城汽车还引入外部科技人才，并于今年年初设立了一级部门“数字化中心”，新设立的数字化中心在长城内部组织架构的地位非常高，负责包括智能驾驶、智能座舱、数字化营销平台、数据中台、用户运营平台等几乎所有和数字化相关的业务，助力公司补齐“智能”短板。

风险因素：新车型发布时间低于市场预期；新车销量不达预期；终端市场爆发价格战；与宝马合资的光束汽车合作进度不达预期。

投资建议：维持公司2020/21/22年EPS预测0.46/0.65/0.68元。当前A股价格对应20/21/22年20/14.1/13.4倍PE，对应2.5%的股息收益率；港股价格对应20/21/22年11.7/8.2/7.8倍PE，对应4.3%的股息收益率。考虑行业景气、盈利能力均触底回升，新车型周期即将开启，维持长城汽车（A）“买入”评级，维持长城汽车（H）“买入”评级。

| 长城汽车 | 601633 |
|-----------|-----------|
| 评级 | 买入（维持） |
| 当前价 | 9.15元 |
| 总股本 | 9,177百万股 |
| 流通股本 | 6,028百万股 |
| 52周最高/最低价 | 9.88/7.5元 |
| 近1月绝对涨幅 | 8.67% |
| 近6月绝对涨幅 | -0.24% |
| 近12月绝对涨幅 | -0.56% |

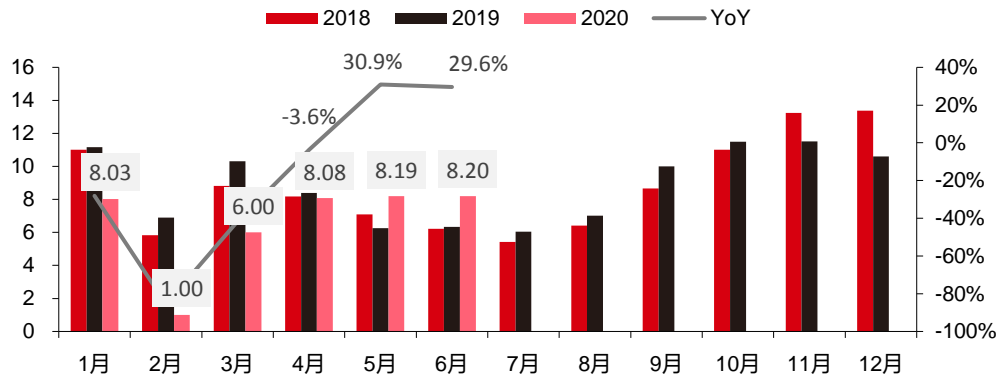
| 项目/年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 99,230 | 96,211 | 93,542 | 108,207 | 128,236 |
| 营业收入增长率 | -1.9% | -3.0% | -2.8% | 15.7% | 18.5% |
| 净利润(百万元) | 5,207 | 4,497 | 4,189 | 5,969 | 6,253 |
| 净利润增长率 | 3.6% | -13.6% | -6.8% | 42.5% | 4.8% |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.57 | 0.49 | 0.46 | 0.65 | 0.68 |
| 毛利率% | 17.9% | 17.2% | 16.8% | 19.0% | 18.5% |
| 净资产收益率 ROE% | 9.91% | 8.27% | 7.44% | 9.86% | 9.74% |
| 每股净资产 (元) | 5.72 | 5.93 | 6.14 | 6.60 | 7.00 |
| PE | 16.1 | 18.7 | 20.0 | 14.1 | 13.4 |
| PB | 1.60 | 1.54 | 1.49 | 1.39 | 1.31 |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 7 月 8 日收盘价

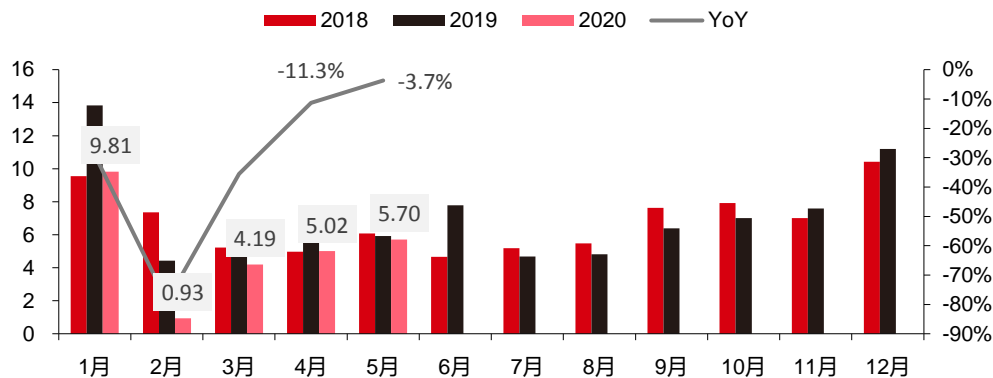
附录：长城汽车分月度销量变化

图 1：长城汽车月度批发销量（单位：万辆）



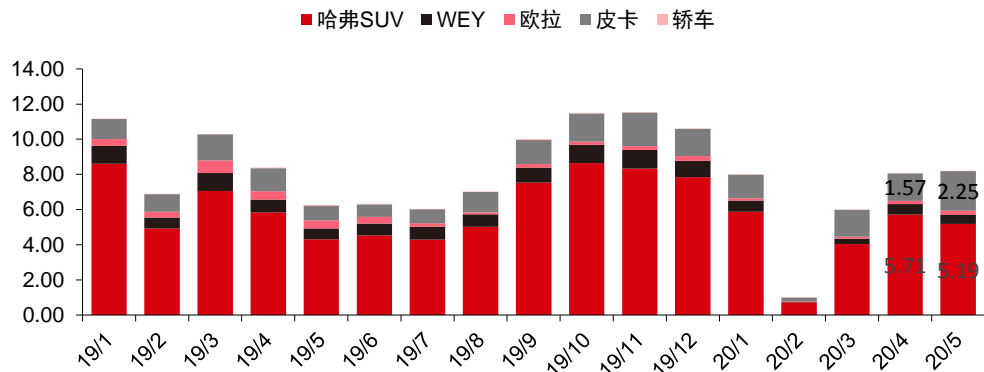
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：长城汽车月度零售销量（不含皮卡，单位：万辆）



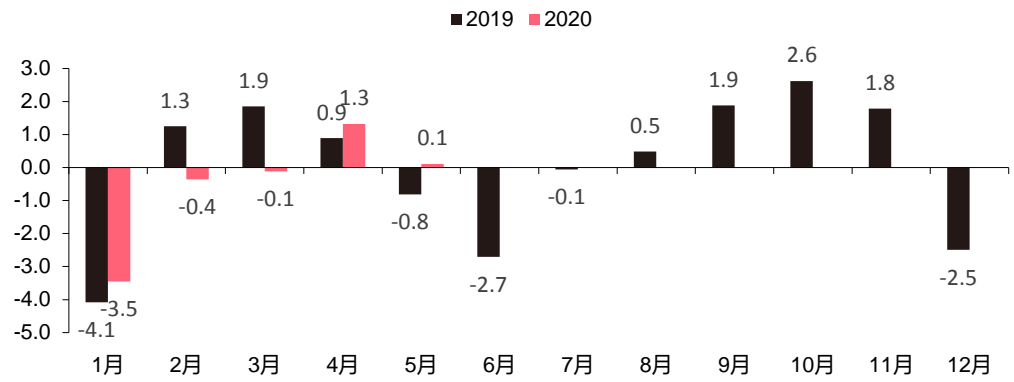
资料来源：交强险数据，中信证券研究部

图 3：长城汽车分品牌月度批发销量（单位：万辆）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：长城汽车绝对库存的变化（单位：万辆）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上 |

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义的“机构投资者”或“认可投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融行为管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。