

长城汽车

601633

审慎增持 (维持)

皮卡月销再破 2 万，新平台新车周期 Q3 来临

——长城 7 月销量点评

2020 年 08 月 10 日

市场数据

市场数据日期	2020-08-09
收盘价(元)	14.60
总股本(百万股)	9176.57
流通股本(百万股)	9127.27
总市值(百万元)	133977.96
流通市值(百万元)	88004.84
净资产(百万元)	53517.15
总资产(百万元)	104804.76
每股净资产	5.83

相关报告

《长城汽车深度报告：逆转重生，夯实未来-20200727》
2020-07-27

《长城汽车 20H1 业绩快报点评：20Q2 盈利超预期，期待新平台+新车周期-20200724》
2020-07-23

《长城汽车 6 月销量点评：皮卡 6 月再创新高，H6 换代有望开启上行周期 -20200709》
2020-07-09

分析师：

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

研究助理

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

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	101453	134695	157206
同比增长	-2.8%	5.4%	32.8%	16.7%
净利润(百万元)	4497	4240	7341	9199
同比增长	-13.6%	-5.7%	73.1%	25.3%
毛利率	17.2%	17.2%	18.8%	18.8%
净利率	4.7%	4.2%	5.4%	5.9%
净资产收益率(%)	8.3%	7.5%	11.9%	13.7%
每股收益(元)	0.49	0.46	0.80	1.00
每股经营现金流(元)	1.52	1.73	1.85	2.60

投资要点

- **事件：**公司发布 7 月产销快报，7 月批售汽车 7.8 万辆，同比+29.8%，环比-4.5%，生产汽车 7.4 万辆，同比+23.0%。1-7 月累计批售汽车 47.3 万辆，同比-14.5%。
- **7 月皮卡销量再破 2 万，高盈利长城炮销量 1.2 万辆。**7 月公司皮卡/乘用车批售分别 2.07/5.77 万辆，同比分别+155.9%/+10.3%，皮卡是驱动公司整体批售增长的主要原因。20 年 5-7 月，公司皮卡连续 3 个月月销突破 2 万辆，长城炮也连续 3 个月突破 1 万辆，高盈利能力皮卡占比提升有望结构性推动公司盈利能力恢复。7 月哈弗/WEY/欧拉分别批售 4.8/0.7/0.3 万辆，同比分别+10.8/-2.1%/+48.0%。7 月哈弗 H6 在换代前夕依然保持 2.4 万辆较高的销量水平，哈弗 M6 销售 1 万辆，受益低基数同比+100%。欧拉增速较快预计系 19 年 7 月补贴退坡带来的低基数效应。
- **基于全新模块化平台的全新车型周期将于 20Q3 拉开帷幕，第三代 H6 预计 8 月底上市。**7 月 20 日公司战略发布“柠檬+坦克”整车模块化平台，在提升产品力和研发效率的同时，有望通过模块化设计与零部件通用化降低成本。基于全新“柠檬”平台打造的全新哈弗 H6(第三代)有望于 8 月上市销售，同时 20H2 哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉白猫、欧拉好猫等车型预计陆续上市。我们预计 2020 年是公司基于全新模块化平台的车型周期元年，公司销量、单车 ASP、盈利能力有望同时开启上行周期。
- **皮卡热销持续验证，SUV 新平台+新车周期 8 月开启，维持“审慎增持”评级。**全年乘用车在政策护航下销量并不悲观，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。8 月基于全新平台的全新 H6 上市，后续哈弗大狗、坦克 300、欧拉白猫、欧拉好猫陆续上市，有望开启全新车型周期。远期全球化战略打开海外空间，享受海外发展中国家汽车行业成长红利。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 42.4/73.4/92.0 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

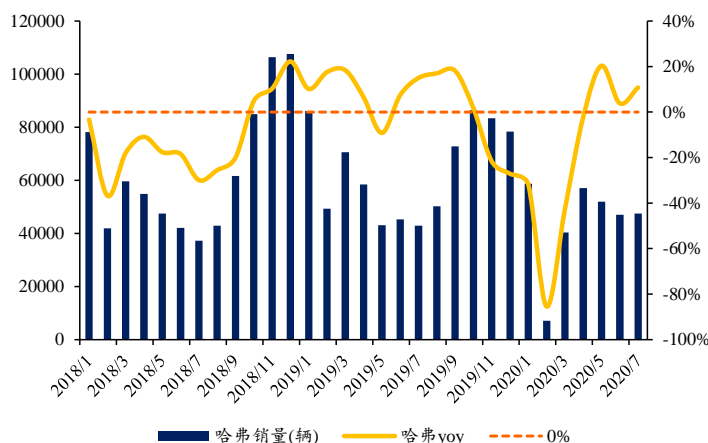
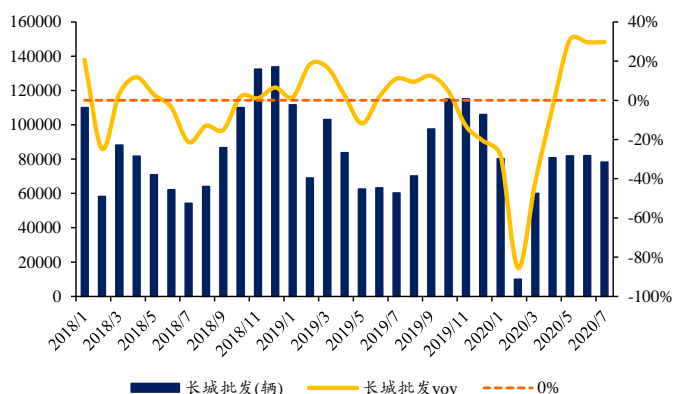
- **公司发布 20 年 7 月产销快报:** 公司发布 7 月产销快报, 7 月批售汽车 7.8 万辆, 同比+29.8%, 环比-4.5%, 生产汽车 7.4 万辆, 同比+23.0%。1-7 月累计批售汽车 47.3 万辆, 同比-14.5%。

点评

- **7 月皮卡销量再破 2 万, 高盈利长城炮销量 1.2 万辆。** 7 月公司皮卡/乘用车批售分别 2.07/5.77 万辆, 同比分别+155.9%/+10.3%, 皮卡是驱动公司整体批售增长的主要原因。20 年 5-7 月, 公司皮卡连续 3 个月月销突破 2 万辆, 长城炮也连续 3 个月突破 1 万辆, 高盈利能力皮卡占比提升有望结构性推动公司盈利能力恢复。7 月哈弗/WEY/欧拉分别批售 4.8/0.7/0.3 万辆, 同比分别+10.8/-2.1%/+48.0%。7 月哈弗 H6 在换代前夕依然保持 2.4 万辆较高的销量水平, 哈弗 M6 销售 1 万辆, 受益低基数同比+100%。欧拉增速较快预计系 19 年 7 月补贴退坡带来的低基数效应。
- **基于全新模块化平台的全新车型周期将于 20Q3 拉开帷幕, 第三代 H6 预计 8 月底上市。** 7 月 20 日公司战略发布“柠檬+坦克”整车模块化平台, 在提升产品力和研发效率的同时, 有望通过模块化设计与零部件通用化降低成本。基于全新“柠檬”平台打造的全新哈弗 H6(第三代)有望于 8 月上市销售, 同时 20H2 哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉白猫、欧拉好猫等车型预计陆续上市。我们预计 2020 年是公司基于全新模块化平台的车型周期元年, 公司销量、单车 ASP、盈利能力有望同时开启上行周期。
- **皮卡热销持续验证, SUV 新平台+新车周期 8 月开启, 维持“审慎增持”评级。** 全年乘用车在政策护航下销量并不悲观, 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。 8 月基于全新平台的全新 H6 上市, 后续哈弗大狗、坦克 300、欧拉白猫、欧拉好猫陆续上市, 有望开启全新车型周期。远期全球化战略打开海外空间, 享受海外发展中国家汽车行业成长红利。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 42.4/73.4/92.0 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、18M1-20M7, 长城汽车整车月度销量(辆)及同比增速

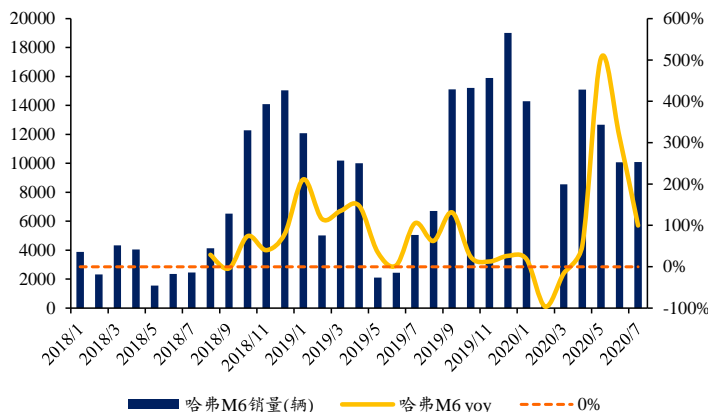
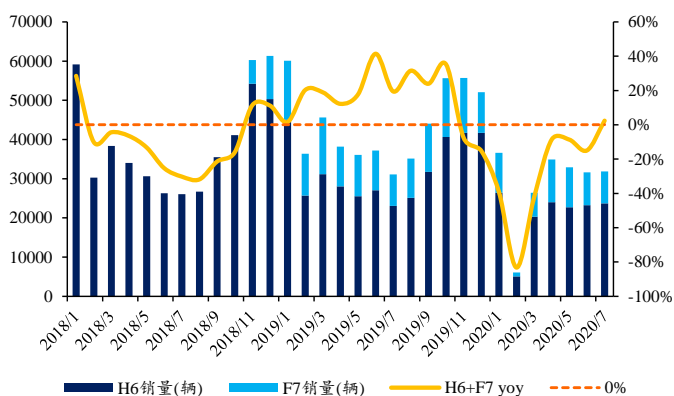
图 2、18M1-20M7, 哈弗车型月度销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、18M1-20M7, 哈弗 H6 与 F7 销量(辆)与合计同比增速

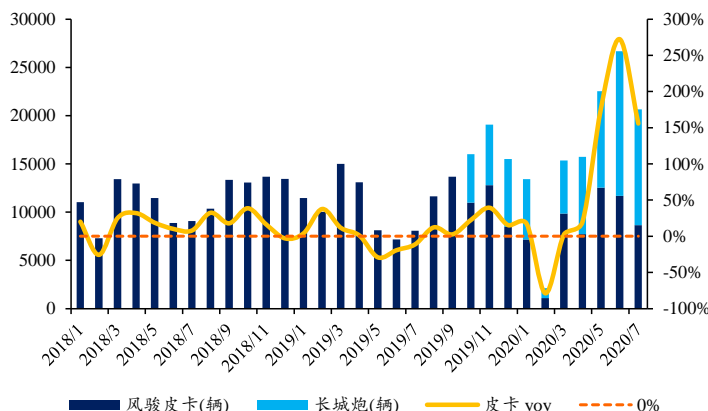
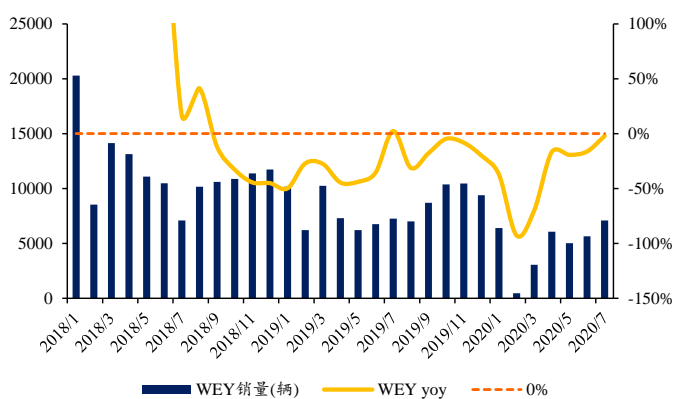
图 4、18M1-20M7, 哈弗 M6 销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、18M1-20M7, WEY 销量(辆)及同比增速

图 6、18M1-20M7, 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 7、18M1-20M7, 风骏皮卡销量(辆)及同比增速

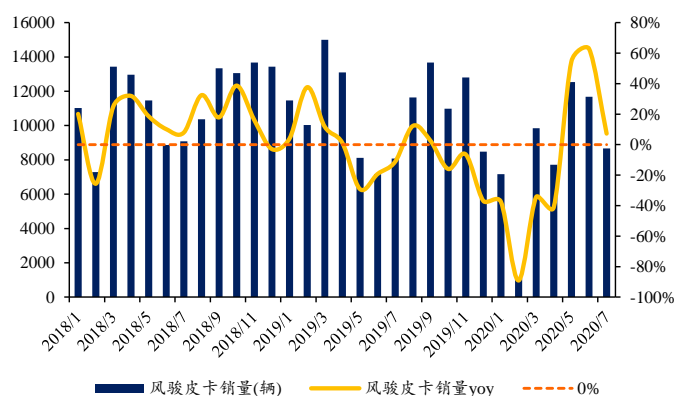
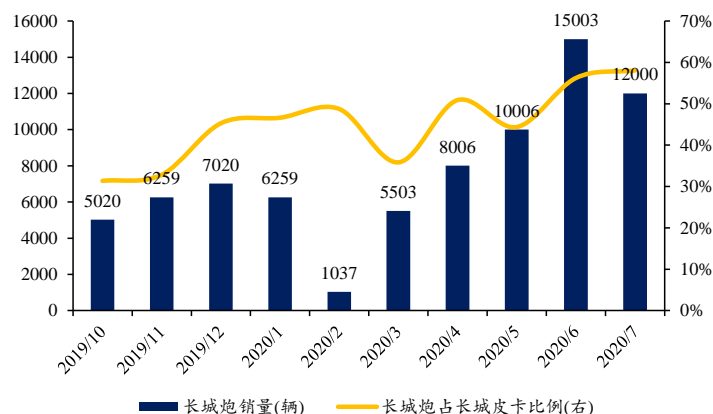


图 8、19M10-20M7, 长城炮销量(辆)及占公司皮卡比例



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、18M1-20M7, 欧拉销量(辆)及同比增速

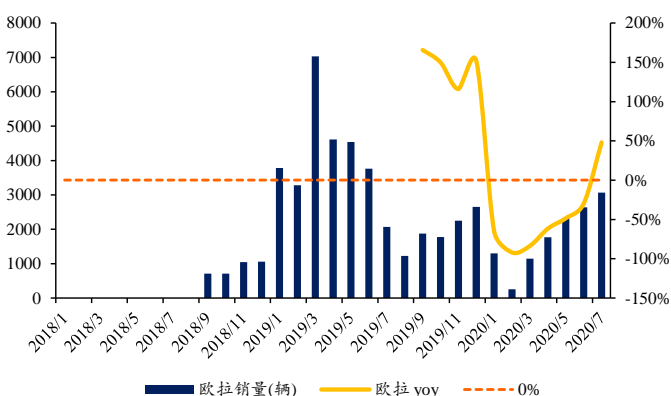
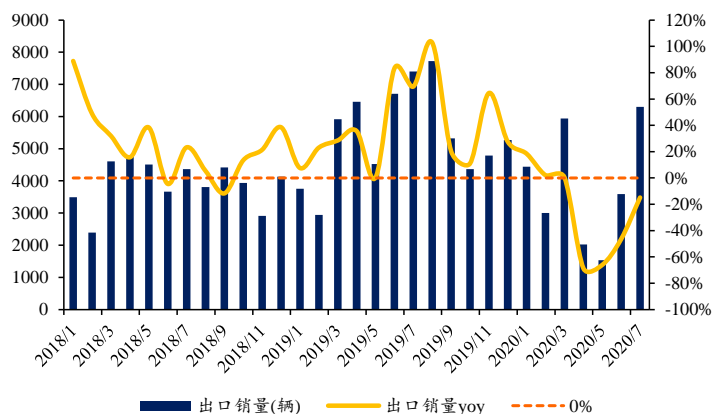


图 10、18M1-20M7, 长城出口销量(辆)及同比增速



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、17Q1-20Q2, 长城分季度单车收入(万元)及同比

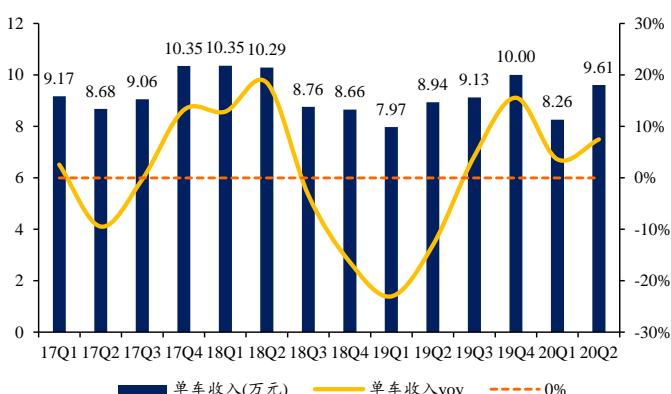
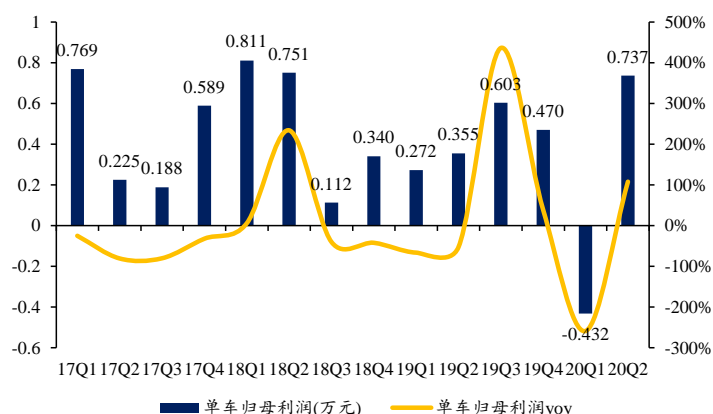


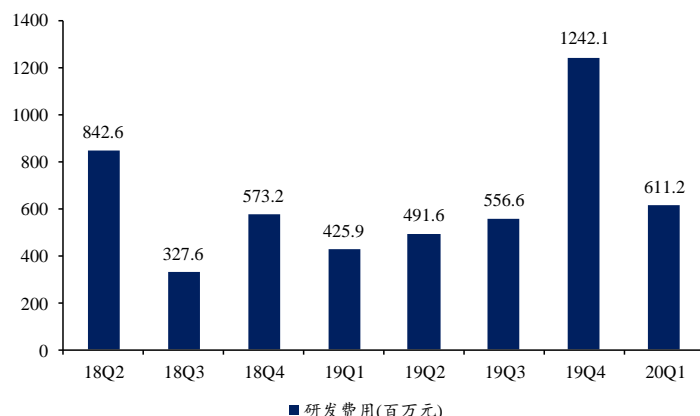
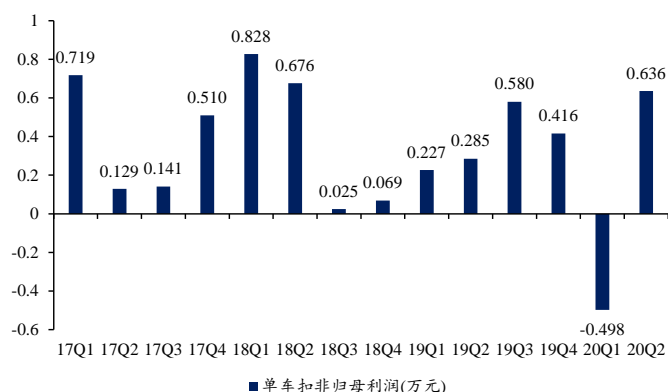
图 12、17Q1-20Q2, 长城分季度单车归母利润(万元)及同比



数据来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、17Q1-20Q2, 长城分季度单车扣非归母净利润(万元)及同比

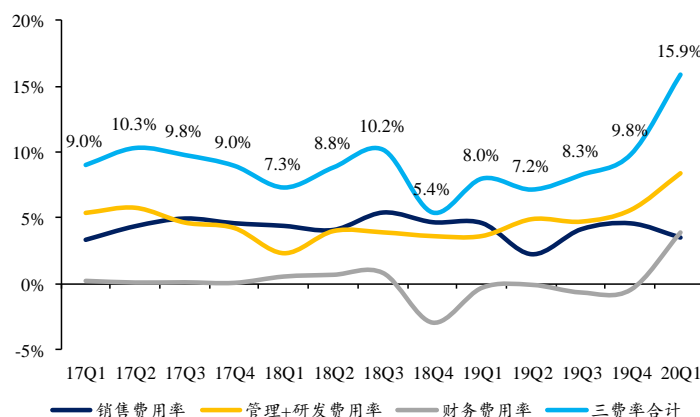
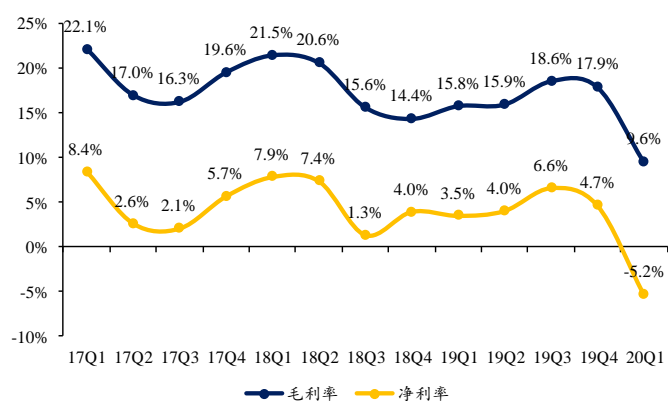
图 14、18Q2-20Q1, 长城分季度研发费用(百万元)



数据来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、17Q1-20Q1, 长城分季度毛利率与净利率

图 16、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	62384	76719	90432
货币资金	9723	10381	15032	26901
交易性金融资产	4363	4104	4000	4000
应收账款	3193	3652	4849	5659
其他应收款	947	986	1309	1528
存货	6237	9881	10724	12512
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	116063	134865	149511
流动负债	54600	54879	67901	76682
短期借款	1180	2000	2000	2000
应付票据	10021	14502	18888	22036
应付账款	25440	25207	32829	38301
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	59559	73158	82215
股本	9127	9177	9177	9177
资本公积	1411	1411	1411	1411
未分配利润	38346	39880	44367	48975
少数股东权益	0	22	61	109
股东权益合计	54399	56503	61707	67296
负债及权益合计	113096	116063	134865	149511

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4497	4240	7341	9199
折旧和摊销	4583	4549	5737	6776
资产减值准备	504	-193	196	148
无形资产摊销	684	580	580	580
公允价值变动损失	73	45	0	0
财务费用	335	446	145	-37
投资损失	-214	-300	-50	-50
少数股东损益	34	22	39	48
营运资金的变动	4541	10242	3172	6884
经营活动产生现金流量	13972	15915	16996	23845
投资活动产生现金流量	-15802	-11120	-10523	-8656
融资活动产生现金流量	3944	-4139	-1822	-3321
现金净变动	2163	657	4651	11869
现金的期初余额	6615	9723	10381	15032
现金的期末余额	8777	10381	15032	26901

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	96211	101453	134695	157206
营业成本	79684	84023	109430	127671
营业税金及附加	3169	3094	4176	4716
销售费用	3897	4058	5388	6288
管理费用	1955	2617	3704	4245
财务费用	-351	446	145	-37
资产减值损失	-504	-200	-200	-200
公允价值变动	-73	-45	0	0
投资收益	16	300	50	50
营业利润	4777	4781	8401	10572
营业外收入	342	200	200	200
营业外支出	18	25	20	20
利润总额	5101	4956	8581	10752
所得税	570	694	1201	1505
净利润	4531	4263	7380	9247
少数股东损益	34	22	39	48
归属母公司净利润	4497	4240	7341	9199
EPS(元)	0.49	0.46	0.80	1.00

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-2.8%	5.4%	32.8%	16.7%
营业利润增长率	-23.4%	0.1%	75.7%	25.8%
净利润增长率	-13.6%	-5.7%	73.1%	25.3%
盈利能力(%)				
毛利率	17.2%	17.2%	18.8%	18.8%
净利率	4.7%	4.2%	5.5%	5.9%
ROE	8.3%	7.5%	11.9%	13.7%

资产负债率	51.9%	51.3%	54.2%	55.0%
流动比率	1.25	1.14	1.13	1.18
速动比率	1.14	0.95	0.97	1.01
营运能力(次)				
资产周转率	0.86	0.89	1.07	1.11
应收帐款周转率	27.77	26.55	28.52	26.93
每股资料(元)				
每股收益	0.49	0.46	0.80	1.00
每股经营现金	1.52	1.73	1.85	2.60
每股净资产	5.93	6.15	6.72	7.32
估值比率(倍)				
PE	29.8	31.6	18.2	14.6
PB	2.5	2.4	2.2	2.0

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