

销量延续高增 智能电动向上

长城汽车(601633)

事件概述

公司发布2021年2月产销快报：2月批发销量8.9万辆，同比增长788.5%。其中，哈弗品牌销量6.1万辆，同比增长754.3%；WEY品牌销量0.5万辆，同比增长1115.5%；欧拉品牌销量0.7万辆，同比增长2780.5%；皮卡销量1.5万辆，同比增长611.2%。

分析判断：

▶ 销量延续高增 新品周期强劲

公司2月乘用车批发销量同比增长788.5%，对比乘用车行业销量同比增长377.0%，表现显著优于行业主因公司新车型坦克300(3,300辆)、哈弗大狗(6,318辆)、哈弗初恋(4,002辆)、第三代哈弗H6(31,710辆，同比+525%)等贡献净增量。分区域看，2月公司出口销量达1.0万辆，同比+226%。展望2021年，随着已上市的坦克300、欧拉好猫、中期改款哈弗M6 PLUS、哈弗初恋等销量爬坡，叠加即将上市的WEY摩卡以及哈弗H4、WEY VV5/VV6/VV7等换代上市，强劲新品周期驱动销量持续高增。

公司2月皮卡销量1.5万辆，同比增长611%，国内市占率达51%，其中长城炮销量0.8万辆，同比增长682%，已全面布局中东、非洲、美洲、澳洲等四大地区，随着全球化进程的持续推进，预计皮卡销量有望持续高增。

▶ 平台化助力新品周期 增量车型顺应消费升级

公司于2020年7月推出全新车型平台：长城柠檬和坦克WEY，兼容不同级别/类型/动力的新车型的研发与生产，新平台的推出将助力公司加速投放新品：

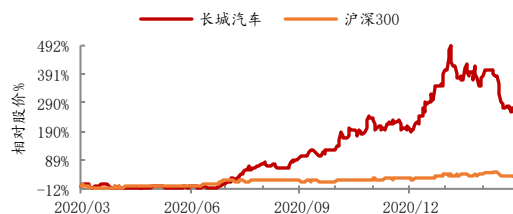
1) 现有车型密集迭代维持竞争力：2020年8月底上市的第三代哈弗H6、2021年1月11日上市的哈弗初恋均基于长城柠檬平台打造，其他车型如哈弗H4、WEY VV5/VV6/VV7等也将基于全新车型平台迎来换代，带动车型周期向上，叠加行业层面乘用车板块需求周期性复苏，公司整车销量有望持续改善；

2) 增量车型提升产销规模：硬派风格全新车型哈弗大狗9月底上市以来销量稳健爬坡，2月销量达6,318辆。WEY坦克300在同价位硬派SUV中性价比优势突出，外观极具辨识度，预售订单持续净增，预计后续销量将逐月爬坡，稳态月销有望达8,000辆以上。此前硬派SUV市场主要被外资品牌垄断，预计随着公司新车型投放，供给创造需求。WEY摩卡拥有智能架构水平、智能驾驶能力等全面产品力，实现智能领域道路的向上突破。

▶ 纯电+混动双轮驱动 新能源加速向上发展

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	52.15
最新收盘价：	38.13
股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	51.72/7.65
总市值(亿)	2,639.92
自由流通市值(亿)	2,639.92
自由流通股数(百万)	9,175.95



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

联系人：郑青青

邮箱：zhengqq@hx168.com.cn

相关研究

- 长城汽车(601633)1月销量点评：1月销量高增 新品周期强劲
2021.01.25
- 长城汽车(601633)业绩预告点评：业绩持续高增 单车净利亮眼
2021.01.25
- 长城汽车(601633)12月销量点评：2020超额完成 2021延续高增
2021.01.10

欧拉品牌 2 月销量达 0.7 万辆，同比增长 2780%，其中：欧拉黑猫改款后性价比提升（2021 年 351km 豪华型相比 2019 款 351km 灵睿版，售价提升 0.2 万元，配置增加定速巡航、遥控钥匙、导航、OTA 升级等），2 月销量达 4,561 辆，同比增长 1710%；欧拉好猫 2 月销量 1,534 辆，仍处于爬坡期，累计订单量破万辆，增量可期。此外柠檬混动 DHT 将在 4 月上海车展发布，首次搭载在 WEY 品牌全新紧凑级 SUV，综合油耗仅为 4.7L，产品力强劲。

除欧拉品牌外，公司与宝马合资的光束汽车进展顺利，光束汽车项目总投资为 51 亿元，年标准产能达 16 万台，新工厂预计将于 2022 年投产。光束汽车将生产包括 MINI 品牌纯电动汽车和公司旗下新产品，提升公司产品定位的同时加速电动化进程。

投资建议

维持盈利预测：预计公司 2020-2022 年营业收入为 1,032.8/1394.3/1603.5 亿元，归母净利润为 53.9/104.5/136.5 亿元，对应的 EPS 为 0.59/1.14/1.49 元，当前股价对应的 PE 为 65/33/26 倍。考虑到公司新产品大周期开启，中期业绩修复确定性高，叠加智能电动加速转型，给予 2022 年 35 倍 PE，目标价 52.15 元不变，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车板块销量低于预期；自主品牌 SUV 市占率下滑；新能源车销量低于预期；海外工厂合并整合、光束汽车项目进展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	99,230	96,211	103,283	139,432	160,347
YoY (%)	-1.9%	-3.0%	7.4%	35.0%	15.0%
归母净利润(百万元)	5,207	4,497	5,392	10,450	13,650
YoY (%)	3.6%	-13.6%	19.9%	93.8%	30.6%
毛利率 (%)	17.5%	17.2%	16.7%	17.9%	18.4%
每股收益 (元)	0.57	0.49	0.59	1.14	1.49
ROE	9.9%	8.3%	8.8%	14.2%	15.2%
市盈率	67.19	77.80	64.88	33.48	25.63

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	96,211	103,283	139,432	160,347	净利润	4,531	5,392	10,450	13,650
YoY (%)	-3.0%	7.4%	35.0%	15.0%	折旧和摊销	4,331	5,297	4,564	4,710
营业成本	79,684	86,074	114,458	130,765	营运资金变动	4,541	-4,548	3,788	-2,265
营业税金及附加	3,169	2,975	4,016	4,618	经营活动现金流	13,972	5,685	17,841	14,491
销售费用	3,897	3,408	4,322	4,810	资本开支	-6,785	-7,443	-7,490	-7,421
管理费用	1,955	2,688	2,789	3,047	投资	-8,586	-5,157	-4,157	-4,157
财务费用	-351	210	333	204	投资活动现金流	-15,802	-12,084	-10,531	-9,975
资产减值损失	-504	-163	-180	-175	股权募资	20	49	0	0
投资收益	16	516	1,115	1,603	债务募资	4,819	8,946	-3,026	-1,100
营业利润	4,777	5,748	11,445	15,035	筹资活动现金流	3,944	8,676	-3,493	-1,472
营业外收支	324	380	430	476	现金净流量	2,163	2,277	3,817	3,045
利润总额	5,101	6,128	11,875	15,511	主要财务指标				
所得税	570	735	1,425	1,861	成长能力 (%)				
净利润	4,531	5,392	10,450	13,650	营业收入增长率	-3.0%	7.4%	35.0%	15.0%
归属于母公司净利润	4,497	5,392	10,450	13,650	净利润增长率	-13.6%	19.9%	93.8%	30.6%
YoY (%)	-13.6%	19.9%	93.8%	30.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.49	0.59	1.14	1.49	毛利率	17.2%	16.7%	17.9%	18.4%
资产负债表 (百万元)					净利率	4.7%	5.2%	7.5%	8.5%
货币资金	9,723	12,000	15,817	18,861	总资产收益率 ROA	4.0%	4.1%	6.5%	7.3%
预付款项	441	494	642	738	净资产收益率 ROE	8.3%	8.8%	14.2%	15.2%
存货	6,237	5,901	7,946	9,233	偿债能力 (%)				
其他流动资产	52,100	64,309	79,875	94,745	流动比率	1.25	1.38	1.35	1.40
流动资产合计	68,502	82,705	104,280	123,578	速动比率	1.13	1.27	1.24	1.29
长期股权投资	3,113	4,113	4,113	4,113	现金比率	0.18	0.20	0.20	0.21
固定资产	29,743	30,375	32,393	34,849	资产负债率	51.9%	54.1%	54.4%	52.1%
无形资产	4,710	5,938	6,963	8,121	经营效率 (%)				
非流动资产合计	44,594	50,431	56,701	63,416	总资产周转率	0.85	0.78	0.87	0.86
资产合计	113,096	133,136	160,981	186,993	每股指标 (元)				
短期借款	1,180	2,126	1,100	1,000	每股收益	0.49	0.59	1.14	1.49
应付账款及票据	35,460	37,975	50,643	57,803	每股净资产	5.93	6.66	8.00	9.76
其他流动负债	17,959	19,823	25,701	29,529	每股经营现金流	1.52	0.62	1.94	1.58
流动负债合计	54,600	59,924	77,444	88,332	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,206	9,206	7,206	6,206	估值分析				
其他长期负债	2,892	2,892	2,892	2,892	PE	77.80	64.88	33.48	25.63
非流动负债合计	4,097	12,097	10,097	9,097	PB	1.49	5.68	4.72	3.87
负债合计	58,697	72,021	87,542	97,430					
股本	9,127	9,176	9,176	9,176					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	54,399	61,115	73,439	89,563					
负债和股东权益合计	113,096	133,136	160,981	186,993					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。