

2021年05月11日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

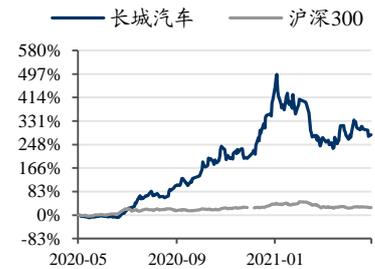
4月批发同比+13.55%，坦克恢复正常交付 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	156,408	196,135	233,009
同比（%）	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
归母净利润（百万元）	5,362	9,381	13,353	17,045
同比（%）	19.2%	74.9%	42.3%	27.6%
每股收益（元/股）	0.58	1.02	1.46	1.86
P/E（倍）	54.24	31.01	21.78	17.07

投资要点

- **公告要点：**长城汽车4月产量89,843辆，同比+10.28%，环比-18.37%；批发91,784辆，同比+13.55%，环比-17.11%。哈弗系列产量54,669辆，同比-4.61%，环比-18.99%，销量55,018辆，同比-3.64%，环比-18.11%。WEY系列产量3567辆，同比-40.79%，销量3590辆，同比-40.86%。坦克品牌4月产量5496辆，环比+8.17%，销量5500辆，环比+9.89%。长城皮卡产量19266辆，同比+16.89%，销量20200辆，同比+28.43%。欧拉产量6845辆，环比-46.24%，销量7476辆，同比-42.71%。长城汽车4月出口9081辆，环比+12.78%。
- **4月产批整体同比继续增长，环比下滑，坦克300恢复生产交付：受芯片短缺影响，长城汽车各品牌销量总体环比下滑。**1) 哈弗系列产销同比分别-4.61%/-3.64%，其中哈弗H6月销2.8万辆，同比+16.66%，环比-19.64%，下滑幅度较大；哈弗大狗月销0.6万辆，环比+1.26%，微增。2) 长城皮卡产销同比为+16.89%/+28.43%，环比分别-9.36%/-8.19%。3) 芯片短缺叠加电池供应紧张双重因素作用，欧拉品牌产批分别环比-46.34%/-42.71%，其中欧拉黑猫月销4613辆，环比-45.9%，下滑较大，但仍居5-10万元电动车细分市场龙头地位。4) 坦克品牌独立进一步打通上升通道（4月8号恢复正常交付），坦克300车型月销环比+10%。5) WEY品牌产销同比-40.79%/-40.86%，预计随摩卡预售逐步放量以及玛奇朵+拿铁陆续上市，WEY品牌在终端市场将发挥更大势能，销量实现突破。
- **长城4月小幅去库：**根据我们自建库存体系显示，4月长城汽车企业库存当月-1941辆，企业库存累计-31002辆（2017年1月开始），小幅去库。哈弗、皮卡、欧拉、坦克、WEY五大品牌企业当月库存分别为-349/-934/-631/-4/-23辆。
- **长城4月下折扣率微幅增加：**根据我们价格数据库显示，4月下长城总体算术平均折扣率为8.34%，环比+0.40pct。重点车型来看，第三代哈弗H6折扣率4.41%，环比+0.66pct，成交价环比降低889元；第二代H6折扣率14.39%，环比-0.24pct，成交价环比上升298元。哈弗大狗折扣率4.06%，环比+0.35pct。
- **盈利预测与投资评级：**看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。我们维持长城汽车2021-2023年归母净利润94/134/170亿的预测，分别同比+74.9%/+42.3%/+27.6%，对应EPS分别为1.02/1.46/1.86元，对应PE为31/22/17倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主SUV价格战超出预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.70
一年最低/最高价	7.51/51.22
市净率(倍)	5.14
流通A股市值(百万元)	191079.01

基础数据

每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	61.27
总股本(百万股)	9175.34
流通A股(百万股)	6051.72

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：2021年一季报点评：原材料上涨&芯片短缺拖累Q1业绩》2021-04-22
- 2、《长城汽车（601633）：3月批发同比+84%，业绩表现靓丽》2021-04-09
- 3、《长城汽车（601633）：2020年年报点评：Q4业绩靓丽，继续重点推荐》2021-03-31

长城汽车三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	99,399	102,945	121,533	123,055	营业收入	103,308	156,408	196,135	233,009
现金	14,588	8,137	27,798	19,983	减:营业成本	85,531	129,349	160,635	189,669
应收账款	3,936	6,835	6,686	9,369	营业税金及附加	3,192	4,849	7,159	8,738
存货	7,498	13,274	12,522	17,936	营业费用	4,103	6,256	7,845	9,320
其他流动资产	73,377	74,699	74,527	75,767	管理费用	2,553	3,597	3,923	4,660
非流动资产	54,613	74,692	89,372	102,105	研发费用	3,067	3,128	3,923	4,660
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	-236	-860	-1,312
固定资产	28,609	40,952	48,439	53,999	资产减值损失	676	545	1,002	1,176
在建工程	2,936	4,273	4,817	5,051	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,076	11,057	12,248	其他收益	887	443	512	596
其他非流动资产	5,385	5,370	5,355	5,325	资产处置收益	-9	22	29	21
资产总计	154,011	177,637	210,904	225,161	营业利润	5,752	10,835	15,429	19,516
流动负债	81,166	96,718	119,953	120,702	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	7,901	7,901	7,901	利润总额	6,227	11,190	15,779	19,892
应付账款	49,841	62,184	84,601	83,644	减:所得税费用	865	1,766	2,360	2,775
其他流动负债	23,423	26,633	27,451	29,157	少数股东损益	0	43	66	73
非流动负债	15,504	14,153	12,395	10,430	归属母公司净利润	5,362	9,381	13,353	17,045
长期借款	10,777	9,426	7,668	5,704	EBIT	6,980	11,662	16,001	19,875
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	15,850	21,717	26,921
负债合计	96,670	110,871	132,348	131,133	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	43	109	182	每股收益(元)	0.58	1.02	1.46	1.86
归属母公司股东权益	57,342	66,723	78,447	93,846	每股净资产(元)	6.25	7.27	8.55	10.23
负债和股东权益	154,011	177,637	210,904	225,161	发行在外股份(百万股)	9176	9175	9175	9175
					ROIC(%)	11.6%	15.8%	29.1%	27.4%
					ROE(%)	9.4%	14.1%	17.1%	18.2%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	17.2%	17.3%	18.1%	18.6%
经营活动现金流	5,181	17,083	42,030	13,657	销售净利率(%)	5.2%	6.0%	6.8%	7.3%
投资活动现金流	-11,588	-23,885	-19,991	-19,309	资产负债率(%)	62.8%	62.4%	62.8%	58.2%
筹资活动现金流	11,368	350	-2,378	-2,163	收入增长率(%)	8.6%	51.4%	25.4%	18.8%
现金净增加额	4,814	-6,452	19,661	-7,815	净利润增长率(%)	18.4%	75.7%	42.4%	27.6%
折旧和摊销	4,752	4,188	5,716	7,046	P/E	54.24	31.01	21.78	17.07
资本开支	8,062	14,473	8,997	6,956	P/B	5.07	4.36	3.71	3.10
营运资本变动	-4,138	4,089	24,159	-8,723	EV/EBITDA	25.16	19.04	12.92	10.65

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>