

## 缺芯短期扰动 新品周期向上

### 长城汽车(601633)

#### 事件概述

公司发布2021年4月产销快报：4月批发销量9.2万辆，同比增长13.6%；1-4月累计销量43.1万辆，同比增长86.3%。其中，哈弗品牌销量5.5万辆，同比下降3.6%；WEY品牌销量0.4万辆，同比下降40.9%；欧拉品牌销量0.7万辆，同比增长323.6%；皮卡销量2.0万辆，同比增长28.4%；坦克品牌销量0.6万辆。

#### 分析判断：

##### ▶ 缺芯致销量增速放缓 新品周期向上

公司4月乘用车批发销量同比19/20年分别+9.5%/+13.6%，预计增速放缓主因芯片短缺的影响。其中部分新车型表现如下：

- ✓ 哈弗H6：4月销量2.8万辆，同比+16.7%，环比-19.6%；1-4月累计销量14.1万辆。
- ✓ 坦克300：4月销量0.6万辆，环比+9.9%；1-4月累计销量2.0万辆。
- ✓ 哈弗大狗：4月销量0.6万辆，环比+1.3%；1-4月累计销量2.9万辆。
- ✓ 哈弗初恋：4月销量0.5万辆，环比+1.3%；1-4月累计销量2.0万辆。
- ✓ 哈弗M6：4月销量1.0万辆；1-4月累计销量4.7万辆，同比+24%。

分区域看，4月公司出口销量达0.9万辆，同比+348.7%，海外市场持续开拓。应对未来消费新趋势，4月公司将旗下坦克品牌独立运营，打造五大品牌群并完善用户生态。而展望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、WEY玛奇朵等，强劲新品周期驱动销量持续高增。

公司4月皮卡销量2.0万辆，同比增长28.4%，国内市占率近50%，其中长城炮销量1.0万辆，同比增长25%，保持皮卡销量冠军地位。作为长城“炮弹计划”的又一潜在爆款新品，长城火炮将在五月中旬开启限量发售，预售价17.98万元，皮卡产品矩阵持续完善。

##### ▶ 平台化助力新品周期 增量车型顺应消费升级

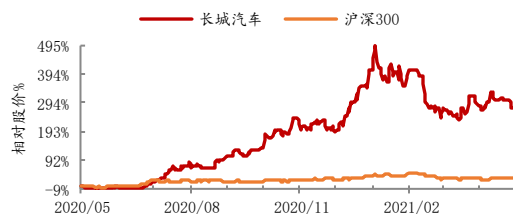
公司于2020年7月推出全新车型平台：长城柠檬和坦克WEY，兼容不同级别/类型/动力的新车型的研发与生产，新平台的推出将助力公司加速投放新品：

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

#### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	52.5
最新收盘价：	31.7

股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	51.72/7.67
总市值(亿)	2,908.58
自由流通市值(亿)	1,918.40
自由流通股数(百万)	6,051.73



#### 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

1. 长城汽车(601633)3月销量点评：销量表现亮眼 新品周期强劲  
2021.04.09
2. 长城汽车(601633)2020年报点评：2020逆势增长 2021再创佳绩  
2021.03.30
3. 长城汽车(601633)2月销量点评：销量延续高增 智能电动向上  
2021.03.08
4. 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

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，月销稳定在 6000 辆以上。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，目前月销 6,000 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，后续销量还望继续爬坡。WEY 摩卡拥有智能架构水平、智能驾驶能力等全面产品力，目前已经开启预售，预售价格 17.98-22.08 万元，随后玛奇朵和拿铁也将陆续面世。

► **纯电+混动双轮驱动 新能源加速向上**

欧拉品牌 4 月销量达 0.7 万辆，同比+323.6%，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），4 月销量达 4,613 辆，同比+162.1%；欧拉好猫累计订单量破万辆，增量可期。搭载柠檬混动 DHT 的新品哈弗赤兔开启预售，预售价 10.98-12.68 万元，于 5 月下旬正式上市。

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 2021-2023 年营业收入为 1420.5/1673.3/1860.7 亿元，归母净利润为 105.3/137.6/165.3 亿元，对应的 EPS 为 1.15/1.50/1.80 元，对应 PE 为 26/21/18 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 52.50 元不变，维持“买入”评级。

**风险提示**

缺芯影响超预期；竞争加剧；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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,211	103,308	142,048	167,332	186,074
YoY (%)	-3.0%	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%
归母净利润(百万元)	4,497	5,362	10,534	13,756	16,531
YoY (%)	-13.6%	19.2%	96.4%	30.6%	20.2%
毛利率 (%)	17.2%	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
每股收益 (元)	0.49	0.58	1.15	1.50	1.80
ROE	8.3%	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
市盈率	64.69	54.66	25.57	21.13	17.61

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	103,308	142,048	167,332	186,074	净利润	5,362	10,534	13,756	16,531
YoY (%)	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%	折旧和摊销	4,878	4,011	2,640	2,702
营业成本	85,531	115,527	135,154	149,218	营运资金变动	-4,463	6,182	3,503	-864
营业税金及附加	3,192	4,389	5,170	5,749	经营活动现金流	5,181	20,460	19,062	16,914
销售费用	4,103	4,972	5,857	6,513	资本开支	-7,780	-3,520	-3,892	-3,383
管理费用	2,553	2,983	3,514	4,023	投资	-4,470	-5,094	-4,094	-4,094
财务费用	397	652	572	410	投资活动现金流	-11,588	-7,903	-6,647	-5,616
资产减值损失	-676	-71	-47	-55	股权募资	215	-1	0	0
投资收益	956	710	1,339	1,861	债务募资	20,105	99	-900	-1,100
营业利润	5,752	11,494	15,202	18,309	筹资活动现金流	11,368	-779	-1,808	-1,951
营业外收支	476	476	430	476	现金净流量	4,814	11,778	10,607	9,348
利润总额	6,227	11,970	15,632	18,785	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	865	1,436	1,876	2,254	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	5,362	10,534	13,756	16,531	营业收入增长率	7.4%	37.5%	17.8%	11.2%
归属于母公司净利润	5,362	10,534	13,756	16,531	净利润增长率	19.2%	96.4%	30.6%	20.2%
YoY (%)	19.2%	96.4%	30.6%	20.2%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.58	1.15	1.50	1.80	毛利率	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率	5.2%	7.4%	8.2%	8.9%
货币资金	14,588	26,367	36,973	46,321	总资产收益率 ROA	3.5%	5.7%	6.3%	6.7%
预付款项	571	702	836	930	净资产收益率 ROE	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
存货	7,498	9,123	11,049	12,207	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	76,742	90,551	105,940	120,875	流动比率	<b>1.22</b>	<b>1.38</b>	<b>1.39</b>	<b>1.46</b>
流动资产合计	99,399	126,744	154,799	180,334	速动比率	1.12	1.26	1.28	1.35
长期股权投资	8,415	9,415	9,415	9,415	现金比率	0.18	0.29	0.33	0.38
固定资产	28,609	27,721	28,279	29,563	资产负债率	62.8%	62.5%	60.9%	57.9%
无形资产	5,543	6,664	7,513	8,289	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	54,613	58,129	62,963	67,863	总资产周转率	0.67	0.77	0.77	0.75
资产合计	154,011	184,873	217,761	248,196	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	7,901	0	1,100	1,000	每股收益	0.58	1.15	1.50	1.80
应付账款及票据	49,841	64,674	76,693	84,294	每股净资产	6.25	7.56	9.28	11.38
其他流动负债	23,423	27,339	33,271	37,994	每股经营现金流	0.56	2.23	2.08	1.84
流动负债合计	81,166	92,013	111,064	123,288	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,777	18,777	16,777	15,777	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	4,727	4,727	4,727	4,727	PE	54.66	25.57	21.13	17.61
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	5.07	4.19	3.4	2.79
负债合计	96,670	115,517	132,568	143,792					
股本	9,176	9,175	9,175	9,175					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	57,342	69,356	85,193	104,405					
负债和股东权益合计	154,011	184,873	217,761	248,196					

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。