

2021年06月09日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

## 5月批发同比+6%，坦克品牌持续增长 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	145,974	192,379	221,235
同比（%）	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
归母净利润（百万元）	5,362	8,562	12,536	16,064
同比（%）	19.2%	59.7%	46.4%	28.1%
每股收益（元/股）	0.58	0.93	1.37	1.75
P/E（倍）	67.98	42.58	29.08	22.69

### 投资要点

- 公告要点：**长城汽车5月产量80,950辆，同比+0.76%，环比-9.90%；批发86,965辆，同比+6.18%，环比-5.25%。哈弗系列产量50,953辆，同比+0.32%，环比-6.80%，销量53,849辆，同比+3.73%，环比-2.12%。WEY系列产量2,940辆，同比-36.21%，环比-17.58%，销量3,011辆，同比-39.96%，环比-16.13%。坦克品牌产量6,012辆，环比+9.39%，销量6,090辆，环比+10.73%。长城皮卡产量17,674辆，同比-22.08%，环比-8.26%，销量20,418辆，同比-9.43%，环比+1.08%。欧拉产量3,371辆，同比+53.16%，环比-50.75%，销量3,597辆，同比+54.18%，环比-51.89%。长城汽车5月出口10,079辆，环比+10.99%。
- 5月长城产批整体同比表现优于行业，环比略低于预期，芯片影响依然存在：**5月乘用车行业整体产批分别同比-2.6%/-2.1%，环比-4.8%/-3.1%。长城整体表现优于行业，剔除皮卡后长城整体产批分别为63276/66547辆，同比分别为+9.75%/+12.11%；环比分别为-10.34%/-7.04%，略低于我们预期（之前预期与4月基本持平）。1）芯片短缺因素作用下（对整车以及电池供应均有影响），欧拉品牌产批同比大幅收窄，环比下滑幅度最大，预计随公司与宁德时代合作效应释放，电池供应有效缓解，下月产批数据将会回暖。2）坦克品牌继续保持增长态势，领先长城整体。3）WEY品牌产批环比-17.58%/-16.13%，核心原因在于WEY原有VV系列车型处于产品生命周期末端，预计随摩卡/拿铁/玛奇朵等上市销量有较大回升。4）哈弗以及皮卡产批环比均下滑，核心原因为芯片短缺因素作用，哈弗H6/大狗销量分别26059/7051辆，环比-7%/+16%，大狗表现较好；长城炮10045辆，环比持平微增。
- 长城5月小幅去库：**根据我们自建库存体系，4月长城企业库存当月-6015辆，企业库存累计-37017辆（2017年1月开始），小幅去库。哈弗、皮卡、欧拉、坦克、WEY企业当月库存-2896/-2744/-226/-78/-71辆。
- 长城5月下折扣率微幅增加：**根据我们价格数据库显示，5月下长城总体算术平均折扣率为8.74%，环比+0.52pct。重点车型来看，第三代哈弗H6折扣率5.14%，环比+0.71pct，成交价环比降低956元；第二代H6折扣率14.57%，环比+0.07pct，成交价环比下降91元。哈弗大狗折扣率3.68%，环比+0.58pct，成交价环比降低823元；坦克300无折扣。
- 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。考虑芯片短缺对公司上半年排产的影响，我们下调长城汽车2021-2023年归母净利润为86/125/161亿，分别同比+59.7%/+46.4%/+28.1%，对应EPS分别为0.93/1.37/1.75元，对应PE为43/29/23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。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	39.73
一年最低/最高价	7.56/51.22
市净率(倍)	6.45
流通A股市值(百万元)	241335.91

### 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)	9199.16
流通A股(百万股)	6074.40

### 相关研究

- 《长城汽车（601633）：股权激励销量目标超预期》2021-05-26
- 《长城汽车（601633）：4月批发同比+13.55%，坦克恢复正常交付》2021-05-10
- 《长城汽车（601633）：2021年一季度点评：原材料上涨&芯片短缺拖累Q1业绩》2021-04-22

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
<b>流动资产</b>	<b>99,399</b>	<b>96,299</b>	<b>126,527</b>	<b>108,417</b>	<b>营业收入</b>	<b>103,308</b>	<b>145,974</b>	<b>192,379</b>	<b>221,235</b>
现金	14,588	4,015	31,130	9,698	减:营业成本	85,531	119,990	157,558	180,086
应收账款	3,936	6,117	7,146	8,098	营业税金及附加	3,192	4,744	6,733	7,301
存货	7,498	11,771	13,530	15,388	营业费用	4,103	5,839	7,695	8,849
其他流动资产	73,377	74,397	74,720	75,233	管理费用	2,553	3,357	3,848	4,425
<b>非流动资产</b>	<b>54,613</b>	<b>71,488</b>	<b>88,552</b>	<b>98,905</b>	研发费用	3,067	3,649	4,809	5,531
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	-130	-830	-1,144
固定资产	28,609	38,076	47,686	51,076	资产减值损失	676	508	983	1,116
在建工程	2,936	3,945	4,750	4,774	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
<b>资产总计</b>	<b>154,011</b>	<b>167,787</b>	<b>215,079</b>	<b>207,322</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,752</b>	<b>9,858</b>	<b>14,464</b>	<b>18,372</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,166</b>	<b>87,846</b>	<b>125,727</b>	<b>105,632</b>	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	7,901	7,901	7,901	<b>利润总额</b>	<b>6,227</b>	<b>10,213</b>	<b>14,814</b>	<b>18,748</b>
应付账款	49,841	54,078	89,895	69,849	减:所得税费用	865	1,612	2,216	2,615
其他流动负债	23,423	25,866	27,931	27,882	少数股东损益	0	39	62	69
<b>非流动负债</b>	<b>15,504</b>	<b>13,975</b>	<b>12,420</b>	<b>10,275</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,362</b>	<b>8,562</b>	<b>12,536</b>	<b>16,064</b>
长期借款	10,777	9,248	7,693	5,548	EBIT	6,980	10,744	15,045	18,833
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	14,778	20,550	25,643
<b>负债合计</b>	<b>96,670</b>	<b>101,821</b>	<b>138,146</b>	<b>115,907</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	39	102	170	每股收益(元)	0.58	0.93	1.37	1.75
归属母公司股东权益	57,342	65,927	76,831	91,245	每股净资产(元)	6.25	7.18	8.37	9.94
<b>负债和股东权益</b>	<b>154,011</b>	<b>167,787</b>	<b>215,079</b>	<b>207,322</b>	发行在外股份(百万股)	9176	9199	9199	9199
					ROIC(%)	11.6%	13.9%	30.6%	23.2%
					ROE(%)	9.4%	13.0%	16.4%	17.7%
<b>现金流量表 (百万 元)</b>									
	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	17.2%	17.8%	18.1%	18.6%
经营活动现金流	5,181	9,908	51,449	-2,179	销售净利率(%)	5.2%	5.9%	6.5%	7.3%
投资活动现金流	-11,588	-20,527	-22,164	-16,692	资产负债率(%)	62.8%	60.7%	64.2%	55.9%
筹资活动现金流	11,368	45	-2,169	-2,562	收入增长率(%)	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
现金净增加额	4,814	-10,574	27,115	-21,433	净利润增长率(%)	18.4%	60.4%	46.5%	28.1%
折旧和摊销	4,752	4,034	5,505	6,810	P/E	67.98	42.58	29.08	22.69
资本开支	8,062	11,269	11,382	4,576	P/B	6.36	5.53	4.75	4.00
营运资本变动	-4,138	-2,214	34,580	-23,506	EV/EBITDA	31.52	25.74	17.12	14.48

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>