

2021年08月28日

2021中报点评：产品结构改善带来盈利能力大幅提升

买入（维持）

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

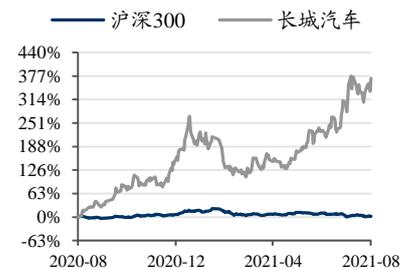
huangxl@dwzq.com.cn

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	8,479	12,386	16,059
同比（%）	19.2%	58.1%	46.1%	29.6%
每股收益（元/股）	0.58	0.92	1.35	1.74
P/E（倍）	108.07	68.34	46.79	36.09

投资要点

- **公告要点：**2021H1 实现营业收入 619.28 亿元，同比+72.36%；归母净利润 35.29 亿元，同比+207.87%；扣非归母净利润 28.42 亿元，同比+254.16%。2021Q2 实现营业收入 308.112 亿元，同比+31.04%，环比+0.98%；归母净利润 18.89 亿元，同比+5.17%，环比+15.23%；扣非归母净利润 15.07 亿元，同比-2.88%，环比+12.83%。2021Q2 单车收入 11.03 万元，同比+14.44%，环比+20.07%；单车净利 0.68 万元，同比-8.16%，环比+39.73%。2021Q2 业绩基本与业绩快报吻合。
- **2021Q2 归母净利润同比+5.17%，环比+15.23%，毛利率提升明显，主要系产品结构改善+折扣回收：**2021Q2 长城汽车合计销量 27.94 万辆，同比+14.31%，环比-17.53%；同比涨幅较大，主要系 2020H2 开启全新产品周期，销量涨势强劲。**2021Q2 净利润同比弱于营收，主要系期间费用率明显上升，**Q2 期间费用 11.70%，同比+2.12pct，环比+0.84pct，尤其是销售费用同比上升 1.5pct（去年同期基数较低所致），绝对值同比+103.47%；管理费用率、研发费用率和财务费用率分别同比上升 0.06/0.06/0.49pct。2021Q2 **净利润环比好于营收，主要系毛利率大幅改善+终端折扣逐步回收。**分品牌来看，2021Q2 哈弗/欧拉品牌销量占比环比分别下滑 5.32pct/1.22pct，皮卡/坦克/魏品牌销量占比上升，环比分别上升 3.47pct/2.48pct/0.60pct，坦克/皮卡等高盈利车型占比明显上升，产品结构改善；同时叠加 Q2 终端折扣逐步回收，整体毛利率环比明显改善。2021Q2 长城扣非前/后单车净利分别为 0.68/0.54 万元，分别环比+39.73%/+36.82%。
- **天时+地利人和背景下，长城汽车迎来大周期：**汽车行业电智能化行业变革，长城汽车凭借组织变革推动向全球科技出行公司转型+核心技术全栈自研+超强产品定义能力+营销模式持续创新四大核心竞争力，推动智能座舱/驾驶/线控底盘/EE 架构/电池/DHT 混动/氢能等技术全栈自研，哈弗/皮卡/魏派/欧拉/坦克/沙龙/光束七大品牌全面向上。我们预计 2021-2023 年短期长城销量核心增量来源于国内市场，全球分别实现 143/196/246 万辆。长期进军海外市场有望取得阶段性成果，2025 年/2030 年全球市场长城有望分别实现 311/405 万辆。
- **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 年归母净利润为 85/124/161 亿元的假设，分别同比+58.1%/+46.1%/+29.6%，对应 EPS 分别为 0.92/1.35/1.74 元，对应 PE 为 68/47/36 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)	62.97
一年最低/最高价	13.23/65.22
市净率(倍)	9.81
流通 A 股市值(百万元)	382743.69

基础数据

每股净资产(元)	6.42
资产负债率(%)	62.19
总股本(百万股)	9202.88
流通 A 股(百万股)	6078.19

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：7月批发同比+16.88%，摩卡环比涨幅较大》2021-08-10
- 2、《长城汽车（601633）：长城汽车 H1 业绩快报点评：Q2 业绩超预期，产品结构改善明显》2021-07-20
- 3、《长城汽车（601633）：6月批发同比+22.71%，表现超预期》2021-07-08

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	104,217	114,953	105,141	营业收入	103,308	145,974	192,379	221,235
现金	14,588	11,979	19,571	6,443	减:营业成本	85,531	119,698	157,173	179,864
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	11,724	13,515	15,368	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
非流动资产	54,613	70,629	86,289	95,000	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	261	-268	-916
固定资产	28,609	37,411	45,906	48,257	资产减值损失	676	508	983	1,116
在建工程	2,936	3,637	4,244	4,258	加:投资净收益	956	329	380	420
无形资产	9,267	10,190	11,080	11,678	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	174,846	201,242	200,141	营业利润	5,752	9,759	14,287	18,365
流动负债	81,166	95,032	112,250	98,910	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	24,769	7,901	8,275	利润总额	6,227	10,115	14,637	18,741
应付账款	49,841	44,431	76,460	62,830	减:所得税费用	865	1,596	2,189	2,614
其他流动负债	23,423	25,832	27,888	27,805	少数股东损益	0	39	61	69
非流动负债	15,504	13,927	12,290	10,053	归属母公司净利润	5,362	8,479	12,386	16,059
长期借款	10,777	9,201	7,564	5,326	EBIT	6,980	11,036	15,430	19,054
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	16,086	22,192	27,311
负债合计	96,670	108,959	124,540	108,963	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	39	101	169	每股收益(元)	0.58	0.92	1.35	1.74
归属母公司股东权益	57,342	65,848	76,601	91,009	每股净资产(元)	6.23	7.15	8.32	9.89
负债和股东权益	154,011	174,846	201,242	200,141	发行在外股份(百万股)	9176	9203	9203	9203
					ROIC(%)	11.6%	12.6%	24.8%	22.5%
					ROE(%)	9.4%	12.9%	16.2%	17.7%
现金流量表 (百万 元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	17.2%	18.0%	18.3%	18.7%
经营活动现金流	5,181	1,610	49,314	5,908	销售净利率(%)	5.2%	5.8%	6.4%	7.3%
投资活动现金流	-11,588	-20,685	-22,017	-16,496	资产负债率(%)	62.8%	62.3%	61.9%	54.4%
筹资活动现金流	11,368	-402	-2,837	-2,915	收入增长率(%)	8.6%	41.3%	31.8%	15.0%
现金净增加额	5,420	-2,610	7,592	-13,128	净利润增长率(%)	18.4%	58.8%	46.1%	29.6%
折旧和摊销	4,752	5,051	6,762	8,257	P/E	108.07	68.34	46.79	36.09
资本开支	8,062	10,410	9,977	2,934	P/B	10.11	8.80	7.57	6.37
营运资本变动	-4,138	-11,837	30,776	-17,088	EV/EBITDA	49.77	37.50	26.02	21.56

数据来源: wind 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>