

公司研究

2H21E 新车型周期延续，转型智能电动化稳步推进

——长城汽车（601633.SH、2333.HK）中报业绩点评

要点

1H21 业绩公布：1H21 营业总收入同比增长 72%至人民币 619.3 亿元，归母净利润同比增长 208%至人民币 35.3 亿元，扣非后归母净利润同比增长 254%至人民币 28.4 亿元（对应 2Q21 扣非后归母净利润环比增长 13%至人民币 15.1 亿元）。我们判断，2Q21 业绩修复（vs. 销量环比下降 18%至 27.9 万辆），主要得益于产品结构改善驱动的单车均价与单车盈利抬升、以及返利回收。

2Q21 业绩修复，2H21E 新车型周期延续：1H21 整车销售收入同比增长 73%至人民币 552.1 亿元（ASP 同比增长 10%至人民币 8.9 万元），毛利率同比增加 1.5pcts 至 16.3%（2Q21 环比增加 2.3pcts 至 17.4%），扣非后单车盈利同比增长 126%至人民币 4,579 元（其中，2Q21 环比增长 37%至人民币 5,392 元）。2021 前 7 月公司销量同比增长 50%至 71 万辆，1) 芯片恢复节奏或仍具不确定性，主机厂有望通过返利政策调整对冲供应链波动影响；其中，较强车型周期的车企或仍具有更高销量与单车盈利修复弹性。2) 2H21E 预计包括哈弗 H6S/神兽、WEY 玛奇朵/拿铁/摩卡激光雷达车型（IBEO 固态激光雷达，准 L3 级辅助驾驶系统）等有望陆续上市，持续看好新车型周期驱动的 2H21E 公司总销量稳步增长、以及全新平台的换代/新车型销量爬坡带动的单车盈利修复前景。

转型至智能电动化最有可能成功的传统车企之一：我们判断，自动辅助驾驶取决于人才/团队、以及使用场景与数据量积累，预计资金与销量规模或将为长期决定性因素。管理层指引，2025E 长城全球总销量达 400 万辆（海外销量达 100 万辆，新能源汽车占比 80%），2025E 高阶自动驾驶前装渗透率超过 40%。公司规划新车型与汽车数字化研发项目总投资约人民币 143 亿元（2021/7 公司成功发行 A 股可转债人民币 35 亿元）。我们看好，1) 长城全球化布局、自动驾驶全栈自研的定位、企业组织机制变革、以及以用户为核心（细分品类化精准定位）的转型模式；2) 预计用户细分品类的精准定位+智能电动化功能导入、以及车型迭代周期加快（2021E 10+款新车型，2023E 60+款新车型），有望驱动 ASP 稳步抬升，规模效应带动单车生产成本下降（vs. 研发投入持续扩大）。我们判断，长城在动力系统技术革新、以及自动驾驶推进方面，处于传统车企转型的头部阵营，预计长城或为转型至智能电动化最有可能成功的传统车企之一。

维持 H 股“增持”评级，维持 A 股“增持”评级：我们维持 2021E/2022E/2023E 归母净利润分别约人民币 84.8 亿元/125.3 亿元/153.6 亿元。维持 H 股“增持”评级，维持 A 股“增持”评级。

风险提示：芯片短缺缓解不及预期；原材料价格上涨；行业销量不及预期；新车型上市不及预期；换代/新车型毛利率爬坡不及预期；疫情波动与市场风险等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	95,108	103,308	138,488	195,206	234,580
营业收入增长率	-2.75%	8.62%	34.05%	40.96%	20.17%
净利润（百万元）	4,497	5,362	8,480	12,533	15,356
净利润增长率	-13.64%	19.25%	58.13%	47.81%	22.52%
EPS（元）	0.49	0.58	0.92	1.36	1.67
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.27%	9.35%	13.41%	17.52%	19.04%
P/E	128	108	68	46	38
P/E（H 股）	57	48	31	21	17

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27；汇率：按 1HKD=0.83284CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：62.97 元

H 股：增持（维持）

当前价：33.50 港元

作者

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijj@ebsecn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	92.03
总市值(亿元)	5795.05
一年最低/最高(元)	13.35/65.86
近 3 月换手率	24.74%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.52	14.20	5.27
绝对	4.92	4.92	4.92

资料来源：Wind

相关研报

2Q21 业绩修复，持续看好 2H21E 边际改善前景——长城汽车（601633.SH、2333.HK）业绩快报点评（2021-07-20）

2Q21 芯片短缺承压，看好电动智能化转型前景——长城汽车（601633.SH、2333.HK）跟踪报告（2021-07-11）

1Q21 业绩低于预期，芯片短缺或将持续发酵——长城汽车（601633.SH、2333.HK）跟踪报告（2021-04-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	95,108	103,308	138,488	195,206	234,580
营业成本	79,684	85,531	112,375	157,543	188,845
折旧和摊销	4,557	4,782	4,207	4,433	4,730
税金及附加	3,169	3,192	4,155	5,856	7,037
销售费用	3,897	4,103	5,540	7,808	9,383
管理费用	1,955	2,553	3,324	4,685	5,630
研发费用	2,716	3,067	4,155	6,637	8,445
财务费用	-351	397	456	46	-278
投资收益	16	956	0	0	0
营业利润	4,777	5,752	9,869	14,583	17,864
利润总额	5,101	6,227	9,860	14,574	17,855
所得税	570	865	1,380	2,040	2,500
净利润	4,531	5,362	8,480	12,533	15,356
少数股东损益	34	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,497	5,362	8,480	12,533	15,356
EPS(元)	0.49	0.58	0.92	1.36	1.67

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,972	5,181	14,216	17,218	20,864
净利润	4,497	5,362	8,480	12,533	15,356
折旧摊销	4,557	4,782	4,207	4,433	4,730
净营运资金增加	-9,780	3,758	-2,874	-3,042	-3,025
其他	14,699	-8,721	4,404	3,294	3,804
投资活动产生现金流	-15,802	-11,588	-14,582	-11,075	-12,050
净资本支出	-6,785	-7,780	-9,327	-11,050	-12,050
长期投资变化	3,113	8,415	0	0	0
其他资产变化	-12,129	-12,224	-5,255	-25	0
融资活动现金流	3,944	11,368	-374	3,541	1,887
股本变化	0	49	27	0	0
债务净变化	-9,631	14,004	-4,384	-3,517	0
无息负债变化	9,216	23,968	26,936	56,249	39,169
净现金流	2,163	4,814	-740	9,685	10,701

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.2%	17.2%	18.9%	19.3%	19.5%
EBITDA 率	9.8%	10.9%	10.5%	9.8%	9.5%
EBIT 率	5.0%	6.2%	7.5%	7.5%	7.5%
税前净利润率	5.4%	6.0%	7.1%	7.5%	7.6%
归母净利润率	4.7%	5.2%	6.1%	6.4%	6.5%
ROA	4.0%	3.5%	4.6%	5.1%	5.3%
ROE (摊薄)	8.3%	9.4%	13.4%	17.5%	19.0%
经营性 ROIC	8.1%	9.4%	13.7%	19.2%	22.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	52%	63%	65%	71%	72%
流动比率	1.25	1.22	1.15	1.14	1.14
速动比率	1.14	1.13	1.06	1.05	1.05
归母权益/有息债务	9.77	2.93	4.17	6.13	6.91
有形资产/有息债务	18.94	7.33	11.57	20.29	24.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	113,096	154,011	182,473	243,499	291,757
货币资金	9,723	14,588	13,849	23,533	34,234
交易性金融资产	4,363	4,826	4,826	4,826	4,826
应收帐款	3,193	3,936	5,540	7,808	9,383
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	947	1,032	1,385	1,952	2,346
存货	6,237	7,498	8,990	12,603	15,108
其他流动资产	42,790	64,565	75,119	104,613	124,300
流动资产合计	68,502	99,399	112,211	158,087	193,120
其他权益工具	8	8	8	8	8
长期股权投资	3,113	8,415	8,415	8,415	8,415
固定资产	29,743	28,609	27,523	27,382	27,997
在建工程	2,247	2,936	9,027	12,545	15,709
无形资产	4,710	5,543	5,482	5,422	5,363
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	100	1,220	6,498	6,498	6,498
非流动资产合计	44,594	54,613	70,262	85,412	98,638
总负债	58,697	96,670	119,221	171,953	211,123
短期借款	1,180	7,901	3,517	0	0
应付账款	25,440	33,185	39,331	55,140	66,096
应付票据	10,021	16,656	22,475	31,509	37,769
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	6,569	9,182	19,736	36,752	48,564
流动负债合计	54,600	81,166	97,223	138,611	169,906
长期借款	1,206	10,777	10,777	10,777	10,777
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2,402	4,183	11,219	22,563	30,438
非流动负债合计	4,097	15,504	21,998	33,342	41,217
股东权益	54,399	57,342	63,252	71,546	80,635
股本	9,127	9,176	9,203	9,203	9,203
公积金	7,167	7,955	7,928	7,928	7,928
未分配利润	38,346	40,995	46,905	55,199	64,288
归属母公司权益	54,399	57,342	63,252	71,546	80,635
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.10%	3.97%	4.00%	4.00%	4.00%
管理费用率	2.06%	2.47%	2.40%	2.40%	2.40%
财务费用率	-0.37%	0.38%	0.33%	0.02%	-0.12%
研发费用率	2.86%	2.97%	3.00%	3.40%	3.60%
所得税率	11%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.25	0.28	0.46	0.68	0.83
每股经营现金流	1.53	0.56	1.54	1.87	2.27
每股净资产	5.96	6.25	6.87	7.77	8.76
每股销售收入	10.42	11.26	15.05	21.21	25.49

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	128	108	68	46	38
PE (H 股)	57	48	31	21	17
EV/EBITDA	61.6	51.7	40.0	30.1	25.4
股息率	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE