

缺芯压制订单释放 平台化加速新车周期

长城汽车(601633)

事件概述

公司发布2021年8月产销快报：8月批发销量7.43万辆，同比-17.0%，环比-18.9%；1-8月累计销量78.4万辆，同比+39.3%。分品牌看，8月哈弗品牌批发销量4.06万辆，同比-40.0%，环比-29.1%；WEY品牌批发销量0.45万辆，同比-43.51%，环比+12.48%；欧拉品牌批发销量1.22万辆，同比+153.7%，环比+67.7%；皮卡批发销量1.10万辆，同比-47.4%，环比-37.5%；坦克品牌批发销量0.60万辆，环比+9.8%。

分析判断：

▶ 缺芯压制订单释放 成都车展表现亮眼

公司8月乘用车批发销量环比下滑较大，且低于行业表现（乘联会数据显示8月乘用车批发销量环比+0.4%），主要系受东南亚的新冠疫情疫情影响，博世ESP（车身电子稳定系统）等零部件供应量锐减，大幅影响长城汽车8月的产销。但同时，长城汽车8月的终端需求量持续增长，哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡旗下众多车型订单仍较饱满。

车型方面，公司于成都车展上市多款重磅车型，其中多款具备爆款潜力。本届成都车展已于8月29日正式启幕，公司携旗下哈弗、长城皮卡、魏牌、欧拉及坦克五大整车品牌联袂登场，推出重磅人气新车、潮流共创玩法，倾力展示长城汽车“全球化科技出行公司”转型新成果。**其中，坦克品牌：**公司全球首发具备“纵置3.0T+9AT”巅峰动力的坦克500，在1500rpm的低转平台即可实现最大扭矩500Nm，该车预计售价30~40万元区间，同级别竞争力显著。此外，定位“中大型机甲越野SUV”的坦克400，外观造型相比500更为年轻时尚，定价预计25~35万元区间，在年轻人及潮玩大叔市场有望热销。**欧拉品牌：**公司发布了外观酷似2代甲壳虫的芭蕾猫，整车预计售价14~18万元区间，有望在女性市场取得较好表现，带动欧拉品牌价格带上探。此外，首款搭载无钴电池的樱桃猫、充满野性驾驶体验的好猫GT木兰版（定价13.5万）也于本届车展联袂上市。**哈弗品牌：**哈弗家族全新一代旗舰车型-哈弗神兽于成都车展首发上市，新车具备4800mm轴距的准中型SUV尺寸，也是哈弗品牌首款搭载咖啡智能系统（搭载高通骁龙8155芯片、同价格带领先）、以及首款柠檬高阶DHT动力系统的车型，定价或在12~15万元，具备月销破万的爆款潜力，并将快速提升公司新能源、智能化车型占比，加速价值链向后端转移。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	61.33
股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	67.77/15.81
总市值(亿)	5,644.19
自由流通市值(亿)	5,644.19
自由流通股数(百万)	9,202.98

分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】长城汽车(601633)2021中报点评：重磅新车密集上市 电动智能周期起航-20210829
2021.08.30
- 【华西汽车】长城汽车(601633)7月销量点评：短期缺芯扰动产销 新车周期即将加速-20210810
2021.08.10

我们预计，随着公司全系新产品的发布，公司有望以高性价比比哈弗品牌连续卫冕紧凑 SUV 销冠、以动力域高壁垒的潮玩坦克快速挖掘越野蓝海，以精准定位女性用户并逆向开发准确把握 C 端需求的欧拉品牌把握女性市场蓝海，进而推动公司在 ASP、智能化、电动化的快速升级。叠加供给侧缺芯影响有望从 2021Q3 开始逐步缓解，公司有望于 2021H3 更强劲的销量增长，公司新能源车型占比将快速提升，公司智能化、电动化转型有望显著加速，迎来估值和业绩的共振。

► 平台化、模块化布局完成 智能电动大周期即将开启

公司计划 2025 年之前推出 50 余款新能源车型，并在 2025 年实现高阶自动驾驶前装渗透率达到 40% 以上。

作为实现这一目标的基础，在电动化方面，公司拥有 2 款全新动力平台，即横置 P2+P4 四驱极致性能混动平台，以及 3.0T+P2+纵置 9HAT 的强悍越野混动平台。在智能化方面，公司全新一代咖啡智能 2.0 生态：1) 智能座舱 (GC-OS: 自研软件中间层，可向下兼容不同硬件)；2) 智能驾驶 (ICU3.0 平台：全球首款搭载高通 Ride 芯片域控制器+自研 360 度前融合冗余感知算法)；3) EE 架构 (GEEP4.0 架构：包含 3 个域控制器，兼容各种动力平台和底盘平台，预计 22Q3 推出) 的全面升级和模块化能力。

我们认为，公司目前已完成了 4 大平台及底盘平台 (柠檬+坦克)，动力平台 (柠檬 DHT+柠檬极致性能+坦克混动)，EE 架构平台 (GEEP3.X+)，以及软件系统平台 (ICU3.0 智能驾驶平台，GC-OS 智能座舱平台)，具备整车模块化快速迭代的扎实能力，同时依托于现代化的组织架构和积极的人才激励体系，公司新能源、智能化转型有望取得快速发展。

投资建议

公司新老产品迭代进展顺利，新能源车型占比快速提升，新产品大周期开启在即，中期业绩修复确定性高，我们维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年营业收入为 1,420.5/1,673.3/1,860.7 亿元，归母净利润为 105.2/137.3/165.1 亿元，EPS 为 1.14/1.49/1.79 元 (股权激励限售股上市流通摊薄)，对应 2021 年 9 月 8 日收盘价 61.33 元/股 PE 为 54/41/34 倍，维持“买入”评级。

风险提示

缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

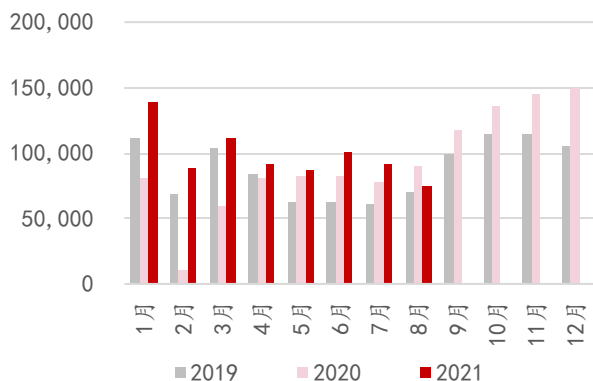
盈利预测与估值

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	10,516	13,735	16,506

YoY (%)	-13.6%	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%
毛利率 (%)	16.8%	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
每股收益 (元)	0.49	0.58	1.14	1.49	1.79
ROE (%)	8.3%	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
市盈率	125.51	105.25	53.67	41.09	34.19

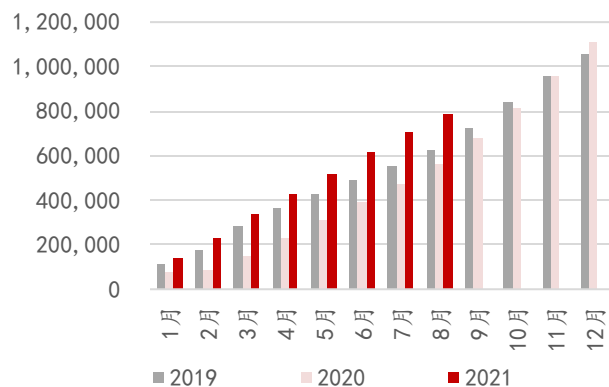
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 19-21 年长城汽车单月销量 (辆)



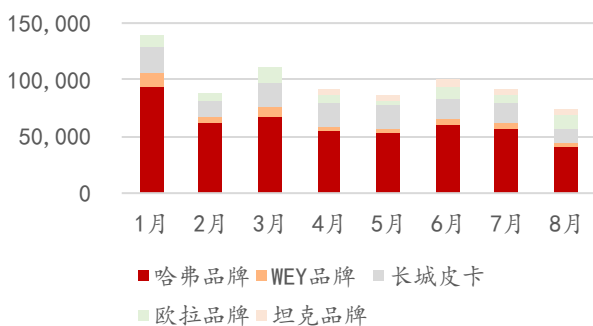
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年长城汽车累计销量 (辆)



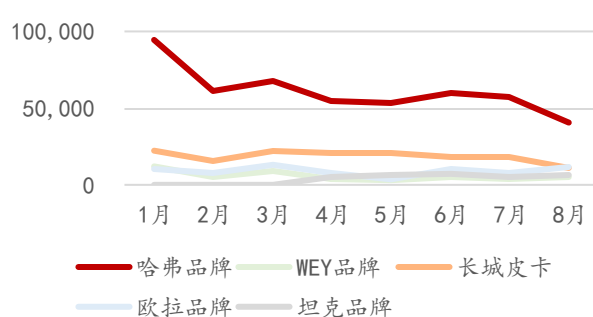
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 21 年公司重点车型销量结构 (辆)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 21 年公司重点车型销量趋势 (辆)



资料来源：公司公告，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	10,516	13,735	16,506
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	6,125	3,513	-875
营业税金及附加	3,192	4,389	5,170	5,749	经营活动现金流	5,181	20,385	19,051	16,878
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	672	597	439	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	27	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	11,474	15,178	18,281	筹资活动现金流	11,368	-751	-1,808	-1,951
营业外收支	476	476	430	476	现金净流量	4,814	11,731	10,596	9,311
利润总额	6,227	11,950	15,608	18,757	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	865	1,434	1,873	2,251	成长能力				
净利润	5,362	10,516	13,735	16,506	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	10,516	13,735	16,506	净利润增长率	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%
YoY(%)	19.2%	96.1%	30.6%	20.2%	盈利能力				
每股收益	0.58	1.14	1.49	1.79	毛利率	17.2%	18.7%	19.2%	19.8%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	5.2%	7.4%	8.2%	8.9%
货币资金	14,588	26,319	36,915	46,227	总资产收益率 ROA	3.5%	5.7%	6.3%	6.7%
预付款项	571	702	835	929	净资产收益率 ROE	9.4%	15.2%	16.1%	15.8%
存货	7,498	9,111	11,034	12,194	偿债能力				
其他流动资产	76,742	90,551	105,940	120,875	流动比率	1.22	1.38	1.39	1.46
流动资产合计	99,399	126,683	154,724	180,224	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	经营效率				
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	184,812	217,687	248,087	每股指标 (元)				
短期借款	7,901	0	1,100	1,000	每股收益	0.58	1.14	1.49	1.79
应付账款及票据	49,841	64,622	76,653	84,242	每股净资产	6.23	7.54	9.26	11.34
其他流动负债	23,423	27,321	33,249	37,974	每股经营现金流	0.56	2.22	2.07	1.83
流动负债合计	81,166	91,943	111,002	123,215	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10,777	18,777	16,777	15,777	估值分析				
其他长期负债	4,727	4,727	4,727	4,727	PE	105.25	53.67	41.09	34.19
非流动负债合计	15,504	23,504	21,504	20,504	PB	6.07	8.14	6.63	5.41
负债合计	96,670	115,446	132,506	143,719					
股本	9,176	9,203	9,203	9,203					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	57,342	69,365	85,181	104,368					
负债和股东权益合计	154,011	184,812	217,687	248,087					

资料来源: Wind, 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。