

9月批发环比+35%，销量表现超预期
买入（维持）

2021年10月12日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 杨惠冰

yanghb@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	139,465	199,435	279,209
同比（%）	8.6%	35.0%	43.0%	40.0%
归母净利润（百万元）	5,362	8,034	13,020	16,295
同比（%）	19.2%	49.8%	62.1%	25.2%
每股收益（元/股）	0.58	0.87	1.41	1.77
P/E（倍）	94.70	63.21	39.00	31.16

投资要点

- **公告要点：**长城汽车9月产量99730辆，同比-16.18%，环比+36.37%；批发100022辆，同比-14.99%，环比+34.70%。哈弗品牌产量54517辆，同比-31.94%，环比+34.81%，销量54561辆，同比-31.04%，环比+34.52%。WEY系列产量4687辆，同比-51.97%，环比+2.99%，销量4662辆，同比-48.41%，环比+3.46%。坦克品牌产量8099辆，环比+32.68%，销量8021辆，环比+33.51%。长城皮卡产量19900辆，同比-15.09%，环比+100.30%，销量20008辆，同比-12.57%，环比+81.56%。欧拉产量12517辆，同比+120.16%，环比+3.49%，销量12770辆，同比+92.93%，环比+4.99%。长城汽车9月出口11437辆，环比+7.76%。
- **9月批发销量超预期，环比高增长核心系芯片短缺情况缓解，皮卡+哈弗贡献主要增量：**1) 长城汽车9月批发销量环比实现增长35%，核心系9月芯片短缺对生产的负面影响逐步缓解。2021Q3批发26.58万辆，环比-4.87%，同比-6.83%。2) 分品牌来看，9月哈弗/皮卡两大销量主力品牌环比上升幅度较大，绝对值分别环比增加14001/8988辆，主力车型哈弗H6/大狗的批发25409/10055辆，环比+26.88%/+98.40%，长城炮批发10005辆，环比+99.90%。欧拉/WEY品牌批发销量环比微幅上涨，分别+3.46%/+4.99%。坦克300批发销量环比继续提升，终端热度持续。根据坦克品牌官方数据，截至10.10，本月订单累计增加11675辆，累计交付2885台，累计未交付订单高达130843辆，未来随芯片短缺情况改善，交付量增长确定性较强。分品牌批发销量占比来看，皮卡品牌9月占比环比提升5.16pct至20%，欧拉品牌9月占比环比下降3.61pct至12.77%，变化幅度较大。3) 海外市场表现靓丽。9月6日摩卡PHEV与欧拉好猫登录慕尼黑车展，2022年起陆续交付，开启长城欧洲新征程。9月长城海外销量占比11.4%，泰国市场H6 HEV成为对应细分市场龙头，市占率超1/3，并且在沙特、南非、澳新等海外市场增速较快。
- **长城9月整体小幅去库，重点车型坦克300/摩卡折扣维持为0。**根据我们自己按库存体系，9月长城整体企业库存当月为-292辆，小幅去库。哈弗/WEY/皮卡/欧拉/坦克品牌企业库存分别为-44/+25/-108/-243/+78辆。价格端来看，坦克300/摩卡终端售价依然坚挺，折扣保持为0。
- **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。考虑三季度芯片短缺对销量影响以及自身股权激励费用指出，我们将长城汽车2021年归母净利润由85亿元下调为80亿元，2022~2023年净利润为130/163亿元，对应EPS分别为0.87/1.41/1.77元，对应PE为63/39/31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)	55.18
一年最低/最高价	20.10/67.77
市净率(倍)	8.54
流通A股市值(百万元)	335458.74

基础数据

每股净资产(元)	6.46
资产负债率(%)	62.19
总股本(百万股)	9236.69
流通A股(百万股)	6079.35

相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：全栈自研NOH即将发布，长城智能驾驶落地提速》2021-09-29
- 2、《长城汽车（601633）：芯片短缺影响销量，欧拉/摩卡表现靓丽》2021-09-09
- 3、《长城汽车（601633）：智能混动SUV玛奇朵上市预售，爆款可期》2021-08-29

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	102,189	121,703	121,009	营业收入	103,308	139,465	199,435	279,209
现金	14,588	11,445	23,243	12,237	减:营业成本	85,531	114,362	162,739	226,439
应收账款	3,936	5,669	8,080	11,158	营业税金及附加	3,192	4,602	6,980	9,772
存货	7,498	10,867	15,266	21,096	营业费用	4,103	5,579	7,977	12,006
其他流动资产	73,377	74,209	75,113	76,519	管理费用	2,553	3,208	3,989	6,980
非流动资产	54,613	68,733	88,551	111,884	研发费用	3,067	3,487	4,986	9,214
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	312	-336	-1,367
固定资产	28,609	35,673	47,968	63,739	资产减值损失	676	486	1,019	1,409
在建工程	2,936	3,479	4,445	5,661	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	170,922	210,254	232,893	营业利润	5,752	9,227	15,035	18,641
流动负债	81,166	91,661	120,875	129,942	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	25,296	7,901	7,901	利润总额	6,227	9,583	15,385	19,018
应付账款	49,841	40,971	84,202	91,156	减:所得税费用	865	1,512	2,301	2,653
其他流动负债	23,423	25,394	28,772	30,884	少数股东损益	0	37	65	70
非流动负债	15,504	13,822	12,488	11,346	归属母公司净利润	5,362	8,034	13,020	16,295
长期借款	10,777	9,095	7,761	6,620	EBIT	6,980	10,526	16,149	19,202
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	15,474	22,918	28,489
负债合计	96,670	105,483	133,363	141,289	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	37	102	171	每股收益(元)	0.58	0.87	1.41	1.77
归属母公司股东权益	57,342	65,403	76,789	91,433	每股净资产(元)	6.23	7.10	8.34	9.93
负债和股东权益	154,011	170,922	210,254	232,893	发行在外股份(百万股)	9176	9237	9237	9237
					ROIC(%)	11.6%	11.9%	27.6%	24.0%
					ROE(%)	9.4%	12.3%	17.0%	17.9%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	17.2%	18.0%	18.4%	18.9%
经营活动现金流	5,181	-1,268	57,772	22,226	销售净利率(%)	5.2%	5.8%	6.5%	5.8%
投资活动现金流	-11,588	-18,686	-26,182	-32,149	资产负债率(%)	62.8%	61.7%	63.4%	60.7%
筹资活动现金流	11,368	-586	-2,396	-1,083	收入增长率(%)	8.6%	35.0%	43.0%	40.0%
现金净增加额	5,420	-3,144	11,798	-11,006	净利润增长率(%)	18.4%	50.5%	62.1%	25.1%
折旧和摊销	4,752	4,947	6,769	9,288	P/E	94.70	63.21	39.00	31.16
资本开支	8,062	8,514	14,135	17,555	P/B	8.86	7.77	6.62	5.56
营运资本变动	-4,138	-14,216	38,659	-1,588	EV/EBITDA	43.66	34.41	21.91	17.99

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>