

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

长城汽车（601633）

买入

汽车零部件 II

重大事件快评

（维持评级）

2021年10月18日

9月销量环比改善明显，主力车型持续热销

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

证券分析师：戴仕远

daishiyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521060004

事项：

- 1) 2021年9月，长城汽车总销量为10.0万辆，同比-15%，环比+35%。其中哈弗/WEY/长城皮卡/欧拉/坦克分别售出5.5/0.5/2.0/1.3/0.8万辆，同比-31%/-48/-13%/93%/-，环比+35%/+3%/+82%/+5%/+34%。9月海外销售新车1.1万辆，同比增长47%，前三季度累计销量9.8万辆，同比增长136%，海外销售占比持续走高，第三季度占比已达13.6%。
- 2) 分品牌看：哈弗品牌9月销售54,561辆，前三季度累计销售543,858辆，同比增长22.2%。“国民神车”哈弗H6月销25,409辆。哈弗大狗月销10,055辆，同比增长230.2%。哈弗品牌全球累计销量已突破700万辆。9月，欧拉品牌销售12,770辆，同比增长92.9%，前三季度累计销量84,731辆，同比增长254.3%。其中，欧拉好猫9月销售5,085辆，环比增长27%，创历史新高，前三季度累计销量23,546辆。坦克300热度居高不下，9月交付8,021辆，创单月交付量新高，前三季度累计交付52,572辆。魏牌9月销售4,662辆，前三季度累计销售36,158辆。长城皮卡9月销售20,008辆，前三季度全球累计销售166,726辆，其中海外累计销售32,566辆，同比增长187%。长城炮9月销售10,005辆，累计15个月销量破万。

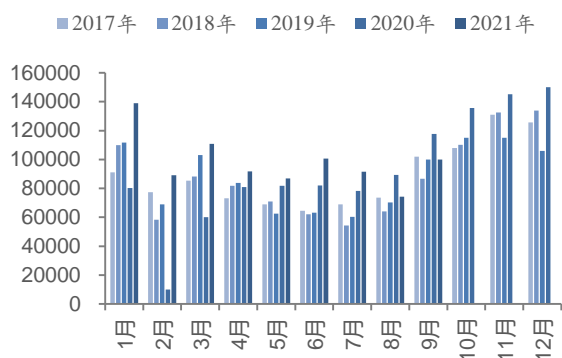
国信汽车观点：在哈佛、坦克、欧拉、皮卡等品牌的强势表现下，哈弗H6、哈弗M6、哈弗赤兔、哈弗初恋、坦克300、黑猫、好猫等主力车型持续热销。在九月整体缺芯的背景下，公司销量持续恢复。考虑到长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，我们维持公司盈利预测，预计2021-2023年实现归母净利润88/141/170亿元，对应PE为65/41/34x。公司作为自主车企龙头，盈利弹性大，有望显著受益行业复苏和全新平台布局，参考可比公司估值，维持一年期（2022年）目标股价69-77元，对应2022年PE为45-50倍，当前股价距目标估值最高仍有23%的提升空间，维持“买入”评级。

评论：

■ 9月销量同比-15%、环比+35%，主力车型持续热销。

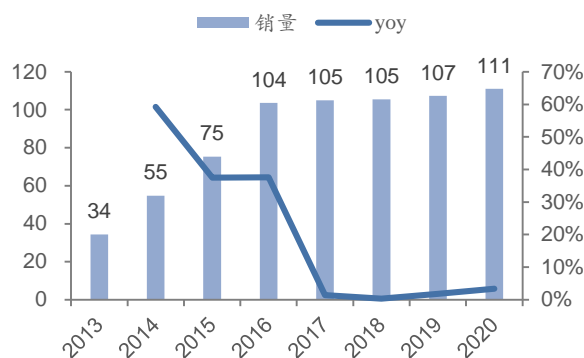
2021年9月，长城汽车总销量为10.0万辆，同比-15%，环比+35%。其中，海外销售新车1.1万辆，同比增长47%。其中哈弗/WEY/长城皮卡/欧拉/坦克分别售出5.5/0.5/2.0/1.3/0.8万辆，同比-31%/-48/-13%/93%/-，环比+35%/+3%/+82%/+5%/+34%。哈弗H6、哈弗M6、哈弗赤兔、哈弗初恋、坦克300、黑猫、好猫等主力车型持续热销。在九月整体缺芯的背景下，公司销量持续恢复。

图 1: 2020-2021 长城汽车单月销量 (辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

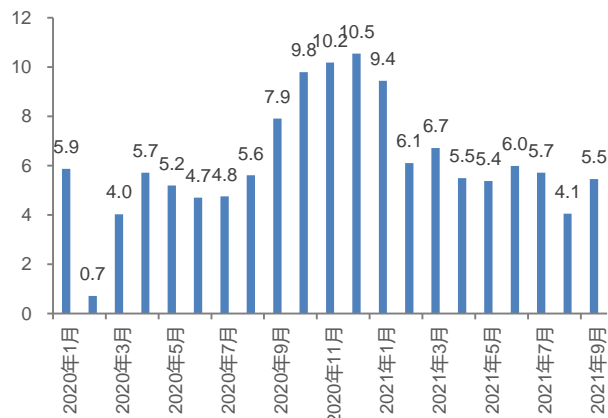
图 2: 2015-2020 长城汽车年度销量及同 (万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

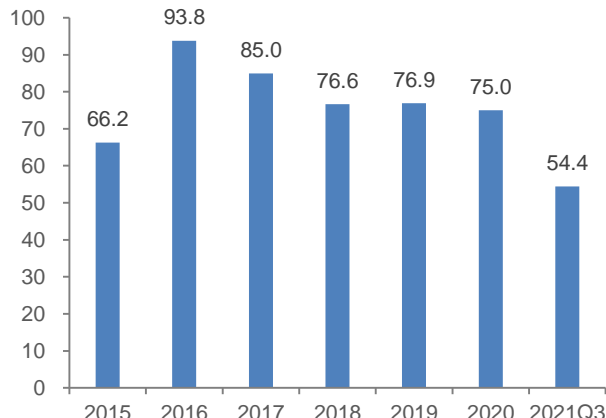
哈弗品牌是长城销量的主力 (长期销量占比 70% 以上), 2016 年售出 93.80 万辆车, 同比增长 41.59%; 2017-2018 年, 受车市景气度下行影响, 哈弗的销量以大约 10% 的速度持续下降; 2019 年增速转正, 同比微增 0.44%; 受疫情影响, 2020 年哈弗的销量持续同比下降 2%。销量从去年 5 月开始反弹, 今年 Q3 受芯片短缺影响销量承压。

图 3: 2020-2021 哈弗单月销量 (万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

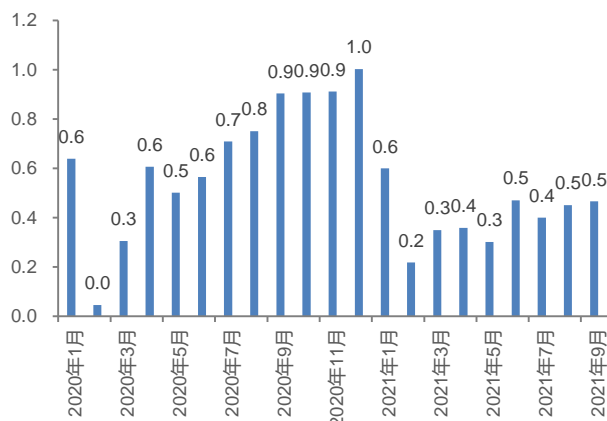
图 4: 2015-2020 哈弗年度销量 (万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

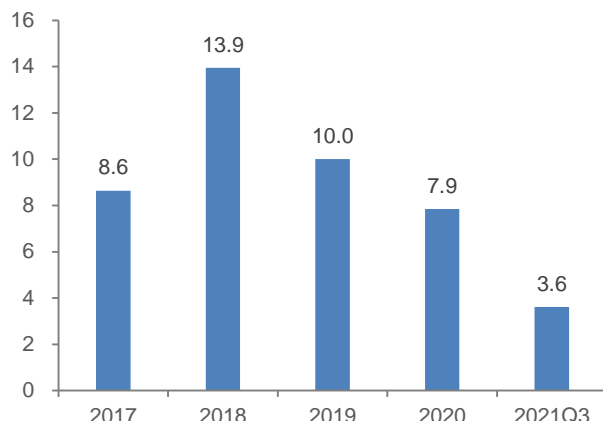
WEY 品牌成立于 2016 年, 2017 年 6 月开设首家 4S 店, 并于当年销售汽车 8.64 万辆。2018 年 WEY 品牌销量为 13.95 万辆, 同比增长 61.39%。此后, WEY 的销量开始回落, 2019 年和 2020 年, 降幅超过 20%, 表现不及长城汽车的平均水平。2021 前三季度, WEY 的销量走势不及长城汽车平均水平。

图 5: 2020-2021WEY 单月销量 (万辆)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

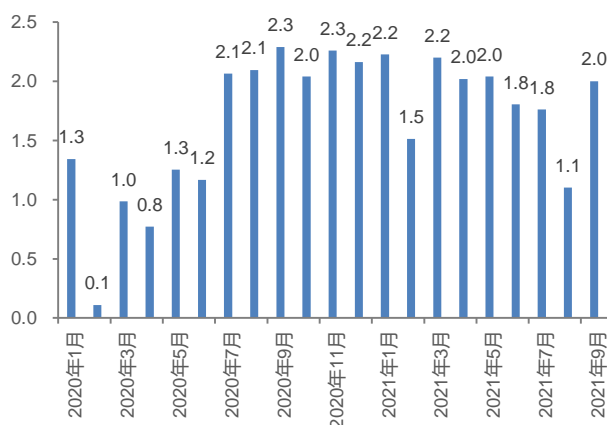
图 6: 2017-2021WEY 年度销量 (万辆)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

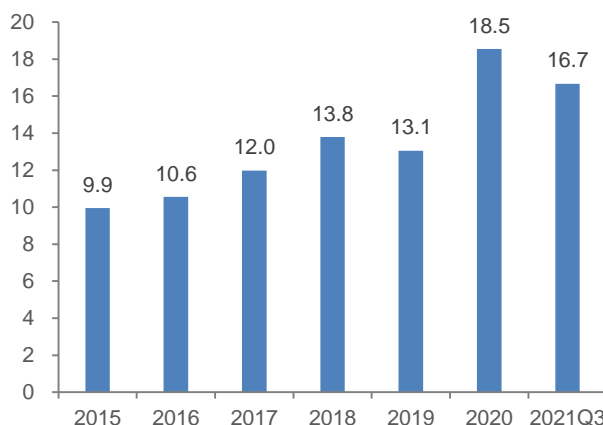
长城皮卡自 2020 年 5 月开始, 长城皮卡月销量基本保持在 2 万辆以上。皮卡销量的强劲增长与国家政策密切相关。2016 年以来地方政府陆续放开皮卡进城限制, 今年重庆、江西、湖北、山东等地都出台了皮卡解禁政策, 国内皮卡市场有望迎来快速发展。受益于消费升级, 皮卡有望在商用车领域可以进一步替代微客、轻客、微卡和轻卡的需求; 乘用车需求来看, 政策端不断解禁, 用车环境大幅改善, 皮卡有望成为多用途乘用车, 拓展到一至三线城市消费人群, 满足城市中收入较高人群的户外活动需求, 使皮卡市场大幅扩容。

图 7: 2020-2021 皮卡单月销量 (万辆)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2015-2021 皮卡年度销量 (万辆)



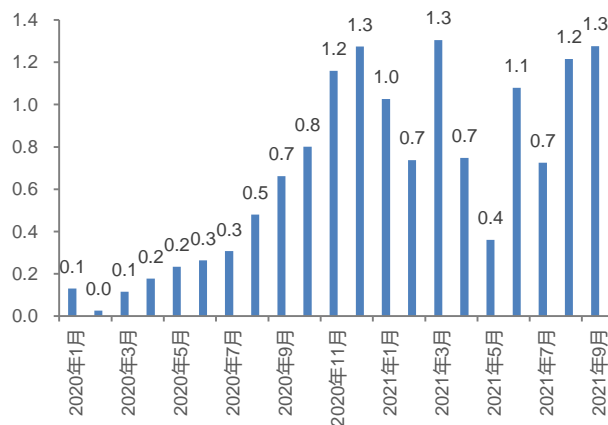
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 1: 皮卡解禁相关政策

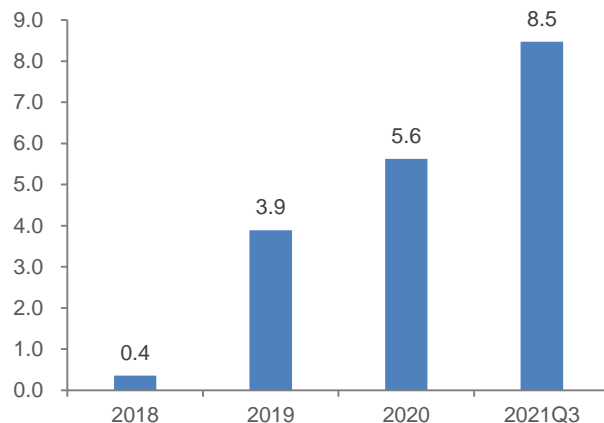
时间	部门	政策	内容
2019.01	发改委、工信部等部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》	稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡车进城限制试点政策效果基础上,稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。
2019.06	发改委等	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》	鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制,充分发挥皮卡客货两用功能。
2019.12	吉林省人民政府办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的若干举措》	取消皮卡车车辆进城和通行限制。
2020.03	商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家卫生健康委办公厅	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	稳住汽车消费,各地商务主管部门要积极推动出台新车购置税补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施,组织开展汽车促销活动,实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施,稳定和扩大汽车消费。
2020.04	商务部	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	取消皮卡进城限制。
2020.07	上海市政府	-	进一步放宽“轻型多用途货车”(俗称“皮卡”)的注册登记条件,届时,“轻型多用途货车”不仅可以沿用原小货车额度申请注册、登记上牌,也可参照当前“沪C”小客车的管理模式进行登记上牌(车辆性质只限于“非营运”)。

资料来源:公开资料,国信证券经济研究所整理

欧拉品牌创立于 2018 年,专注于纯电动车的设计研发。2019 年 9-12 月,欧拉的销量持续保持 100% 以上的同比增长。2020 年上半年,受疫情影响,欧拉销量持续下滑,自 2020 年 7 月开始反弹。2021 年 9 月,欧拉售出 1.3 万辆,恢复至历史高点水平。

图 9: 2020-2021 欧拉单月销量(万辆)


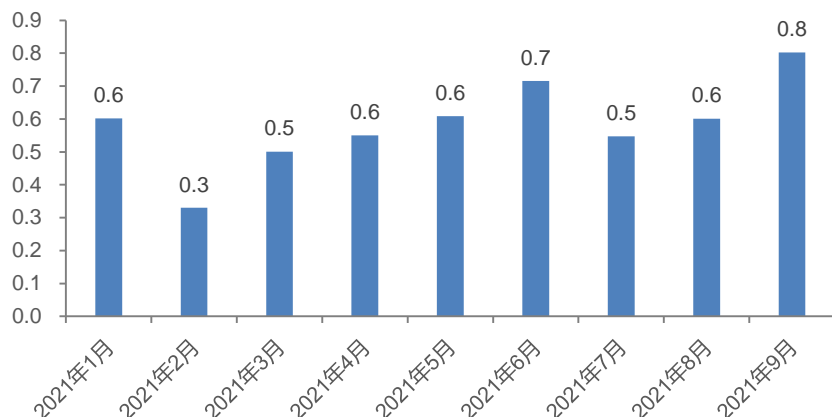
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 10: 2018-2021 欧拉年度销量(万辆)


资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

坦克品牌:在以哈弗为代表的城市型 SUV 和以牧马人为代表的硬派越野 SUV 之外,市场份额更大的是城市型 SUV。在城市出行的场景之下,从“对立面”的方向可以推出一个更加硬派的、更具个性的、潮流的,同时又延续越野风的 SUV 品牌。在此背景下,2021 年 4 月坦克品牌独立运营。坦克 300 热度居高不下,9 月交付 8,021 辆,创单月交付量新高,前三季度累计交付 52572 辆。

图 11: 2021 坦克单月销量 (万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ “四大战略定位” 领跑智能电动新赛道，长城汽车转型 “全球化科技出行公司”

长城汽车向“全球化科技出行公司转型”。长城汽车将基于“全球大布局”、“研发大投入”、“企业大变革”和“用户大运营”的新定位，进行全面、彻底的创新变革，持续打造竞争力，领跑新赛道，推动长城汽车向全球化科技出行公司转型。

图 12: “四大战略定位” 领跑，长城汽车向全球科技出行公司转型



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“绿智潮玩” 战略品类创新，六大品牌矩阵助力 2025 年 400 万销量目标。在 2025 年，长城汽车计划实现全球年销量 400 万辆的目标，其中 80% 将是新能源汽车，营业收入超 6000 亿元。为实现 2025 全新销量与营收目标，长城发布“绿智潮玩”战略，绿色碳中和、认知智能化、全球潮牌潮品、共玩众智众创四大方向。

图 13: 长城汽车 2025 战略——“绿智潮玩”



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 14: 长城汽车 2025 战略目标发布



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

基于品类创新、以品类建品牌，形成六大品牌矩阵。(1)长城皮卡定位“皮卡领导者”，目标是打造全球前三的皮卡品牌。(2)哈弗品牌定位“中国 SUV 全球领导者”，将持续深耕经济型 SUV 市场。(3)WEY 品牌定位“新一代智能汽车”，致力于为用户提供智能化的用车体验。(4)欧拉品牌定位“全球最爱女人的汽车品牌”，将更加关注城市精品出行。(5)坦克品牌定位“潮玩越野 SUV”，致力于打造全球第一越野品牌。(6)沙龙品牌定位“豪华智能 BEV 品牌”，将以极致豪华、极致科技、极致舒适为理念，打造极致驾乘体验。

图 15: 长城汽车六大品牌矩阵



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

投资建议：考虑到长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，我们维持公司盈利预测，预计 2021-2023 年实现归母净利 88/141/170 亿元，对应 PE 为 65/41/34x。公司作为自主车企龙头，盈利弹性大，有望显著受益行业复苏和全新平台布局，参考可比公司估值，维持一年期（2022 年）目标股价 69-77 元，对应 2022 年 PE 为 45-50 倍，当前股价距目标估值最高仍有 23%的提升空间，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表（20211015）

证券简称	最近收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率			投资评级
			20	21E	22E	20	21E	22E	
000625 长安汽车	18.23	1,209	0.68	0.61	0.75	26	30	24	买入
601238 广汽集团	17.94	1,498	0.58	0.80	1.03	24	22	17	无
002594 比亚迪	283.33	7,505	1.47	1.76	2.75	132	161	103	增持
平均			0.91	1.06	1.51	61	71	48	
601633 长城汽车	62.95	4,718	0.58	0.97	1.54	53	65	41	买入
按照均值测算合理估值								69-77 元	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■ 风险提示：疫情拖累汽车销量，新车型销量不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14588	17964	14618	20481
应收款项	4963	5999	7967	8687
存货净额	7498	9260	10872	11759
其他流动资产	65638	58389	67854	63415
流动资产合计	99399	98323	108022	111053
固定资产	31546	35127	38526	41541
无形资产及其他	5543	5322	5100	4878
投资性房地产	9108	9108	9108	9108
长期股权投资	8415	8415	8415	8415
资产总计	154011	156295	169172	174996
短期借款及交易性金融负债	8793	6000	6000	6000
应付款项	49841	46302	52184	47038
其他流动负债	22531	26421	26019	28068
流动负债合计	81166	78723	84202	81105
长期借款及应付债券	10777	10777	10777	10777
其他长期负债	4727	5027	5377	5777
长期负债合计	15504	15804	16154	16554
负债合计	96670	94527	100356	97659
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	57342	61768	68815	77337
负债和股东权益总计	154011	156295	169172	174996

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.58	0.97	1.54	1.87
每股红利	0.28	0.48	0.77	0.93
每股净资产	6.25	6.77	7.54	8.47
ROIC	13%	16%	24%	26%
ROE	9%	14%	20%	22%
毛利率	17%	18%	19%	20%
EBIT Margin	8%	7%	9%	9%
EBITDA Margin	12%	10%	11%	11%
收入增长	7%	41%	33%	9%
净利润增长率	19%	65%	59%	21%
资产负债率	63%	60%	59%	56%
息率	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%
P/E	107.7	64.9	40.8	33.7
P/B	10.1	9.3	8.3	7.4
EV/EBITDA	53.1	48.2	33.1	27.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	103308	145972	193869	211383
营业成本	85531	119513	156577	169508
营业税金及附加	3192	4379	5816	6342
销售费用	4103	5547	7367	8033
管理费用	2553	6061	7589	7620
财务费用	397	528	469	442
投资收益	956	150	150	150
资产减值及公允价值变动	842	(150)	(150)	(150)
其他收入	(3578)	0	0	0
营业利润	5752	9944	16052	19439
营业外净收支	476	230	150	150
利润总额	6227	10174	16202	19589
所得税费用	865	1323	2106	2547
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	5362	8852	14095	17043

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5362	8852	14095	17043
资产减值准备	173	94	82	72
折旧摊销	4782	3397	3890	4384
公允价值变动损失	(842)	150	150	150
财务费用	397	528	469	442
营运资本变动	(4678)	5196	(7133)	207
其它	(173)	(94)	(82)	(72)
经营活动现金流	4625	17594	11002	21784
资本开支	(4429)	(7000)	(7300)	(7400)
其它投资现金流	(1541)	0	0	0
投资活动现金流	(11272)	(7000)	(7300)	(7400)
权益性融资	215	0	0	0
负债净变化	9572	0	0	0
支付股利、利息	(2538)	(4426)	(7048)	(8521)
其它融资现金流	(2769)	(2793)	0	0
融资活动现金流	11512	(7219)	(7048)	(8521)
现金净变动	4865	3375	(3345)	5862
货币资金的期初余额	9723	14588	17964	14618
货币资金的期末余额	14588	17964	14618	20481
企业自由现金流	2503	10704	3830	14488
权益自由现金流	9305	7451	3422	14103

相关研究报告

- 《国信证券-长城汽车-601633-深度报告之二：自主龙头领跑智能汽车赛道》 ——2021-08-26
- 《长城汽车-601633-2021 年中期业绩快报点评：销售均价上移，Q2 业绩超预期》 ——2021-07-26
- 《长城汽车-601633-重大事件快评：转型全球科技出行公司，领跑智能电动赛道》 ——2021-06-30
- 《长城汽车-601633-重大事件快评：1 月销量同比+73%，投资地平线深度布局汽车智能化》 ——2021-02-10
- 《长城汽车-601633-2020 年三季报点评：Q3 营收+24%，全新平台带来新一轮产品强势周期》 ——2020-10-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市

场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行
为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032