

汽车

报告原因：产销点评

2021年10月25日

长城汽车（601633.SH）

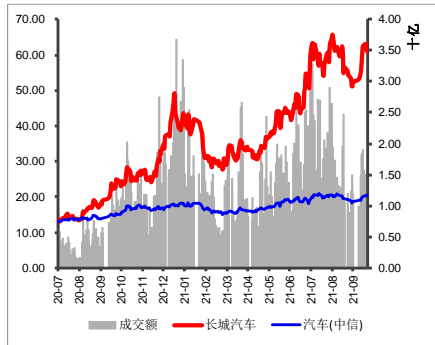
产销受限，同比下降，环比有所提升

维持评级

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021-10-25

收盘价(元):	66.88
年内最高/最低(元):	67.77/27.11
流通A股/总股本(亿):	60.79/92.37
流通A股市值(亿):	4,065.87
总市值(亿):	4,104.53

基础数据：2021-6-30

基本每股收益(元/股):	0.39
每股净资产(元):	6.42
净资产收益率(%):	6.04

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

分析师：李召麒

执业登记编码：S0760521050001

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

产销点评

➢ 芯片供应不足，9月产销下滑，与整体乘用车市场持平。2021年9月，当月产销量分别为9.97万辆和10.00万辆，环比分别+36.37%、+34.70%，同比分别-16.18%、-15.10%，同比分别较乘用车行业整体-2.56pct、+1.07pct，分别较2019年同期-0.35%、+0.00%，同比销量有所下滑，与2019年销量持平。全年累计产销分别为86.64万辆和88.40万辆，同比分别+29.01%和+29.87%，分别较2019年同期+19.20%、+22.09%。

➢ 哈弗系列销量同比下降，坦克品牌销量稳定，欧拉系列保持高速增长。子品牌来看，2021年9月，哈弗销量54561辆，同比-44.30%；WEY系列销量12683辆，同比+39.74%；长城皮卡销量20008辆，同比-1.95%；欧拉系列销量12770辆，同比+59.41%；坦克品牌销8021辆。

➢ 哈弗品牌累计销量543,858辆，同比+22.22%；WEY品牌累计销量36,158辆，同比-28.07%；长城皮卡累计销量166,726辆，同比+3.98%；欧拉品牌累计销量84,731辆，同比+254.33%；坦克品牌累计销量52572辆。

➢ 热销车型产能受限，哈弗M6、H6同比降幅明显，受“金九银十”影响，环比有所增长。销量排名靠前的车型分别为，1、哈弗H6月销25410辆；2、哈弗大狗月销10055辆；3、坦克300月销8021辆；4、哈弗M6月销7206辆；5、哈弗初恋月销5335辆。

➢ 行业层面，受东南亚的新冠疫情疫情影响，9月大部分车企产能受到限制。长城汽车因博世ESP（车身电子稳定系统）等零部件供应量锐减，大幅影响9月的产销，特别是热销车型供应不足，导致销量下降。目前随着东南亚疫情好转，工厂已复工，预计积压消费将会在年底有所释放。

投资建议：

长城汽车通过不断推出新品保持了较好的销量，且产品普遍口碑较好，性价比突出，爆款出现频率超过行业其他公司。随着新车型品质的逐步提升，毛利率已高于其他国内整车企业，进一步提升公司竞争力。此外，公司逐步开拓海外市场，增长潜力较大。后续随着疫情与供应的好转，积压的消费需求或将于年底有所释放。在此基础上，预计公司2021年、2022年EPS为0.945元、1.178元，对应公司2021-10-25收盘价66.88元/股，公司2021年、2022年PE为70.75倍、56.79倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业景气度下行；汽车销量不及预期；行业政策大幅调整。



目录

1.产销数据分析.....	4
2.子品牌销售分析.....	6
3.车型销售分析.....	8
4.盈利预测及投资建议.....	9
5.风险提示.....	10

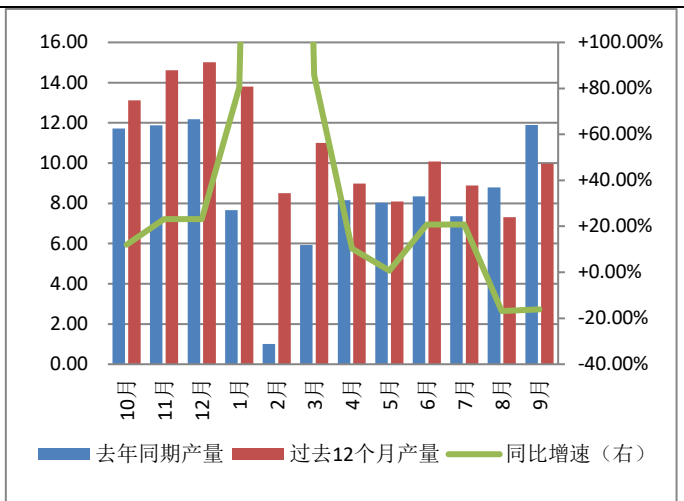
图表目录

图 1：公司汽车月产量（万辆，%）	4
图 2：公司与行业月产量同比增速对比（%）	4
图 3：公司汽车月销量（万辆，%）	4
图 4：公司与行业月销量同比增速对比（%）	4
图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）	5
图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）	5
图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）	5
图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）	5
图 9：月产销比情况（倍）	5
图 10：本年累计产销比情况（倍）	5
图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）	6
图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）	6
图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）	6
图 14：子公司口径累计销量情况（辆，%）	7
图 15：子品牌销量情况（辆，%）	7
图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）	8
图 17：哈弗月度销量变化（辆）	8
图 18：WEY 月度销量变化（辆）	8
图 19：欧拉月度销量变化（辆）	9
表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）	9

1.产销数据分析

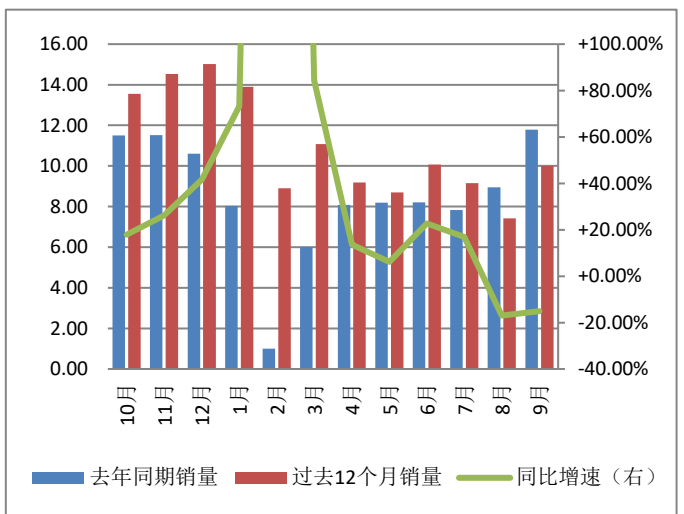
芯片供应不足，9月产销下滑，与整体乘用车市场持平。2021年9月，当月产销量分别为9.97万辆和10.00万辆，环比分别+36.37%、+34.70%，同比分别-16.18%、-15.10%，同比分别较乘用车行业整体-2.56pct、+1.07pct，分别较2019年同期-0.35%、+0.00%，同比销量有所下滑，与2019年销量持平。全年累计产销分别为86.64万辆和88.40万辆，同比分别+29.01%和+29.87%，分别较2019年同期+19.20%、+22.09%。

图1：公司汽车月产量（万辆，%）



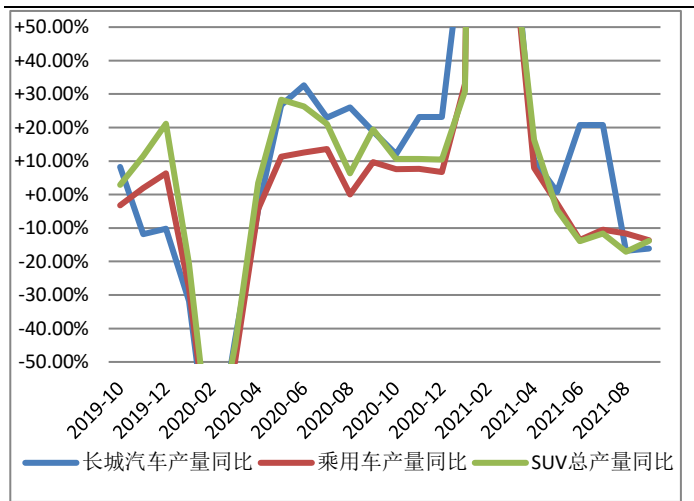
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图3：公司汽车月销量（万辆，%）



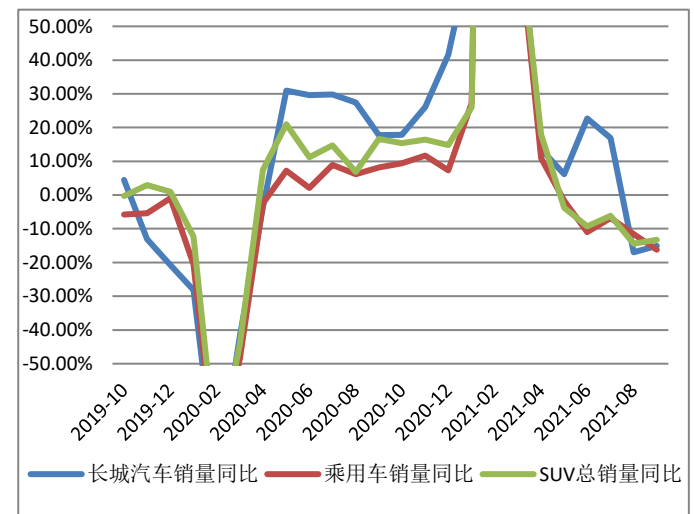
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图2：公司与行业月产量同比增速对比（%）



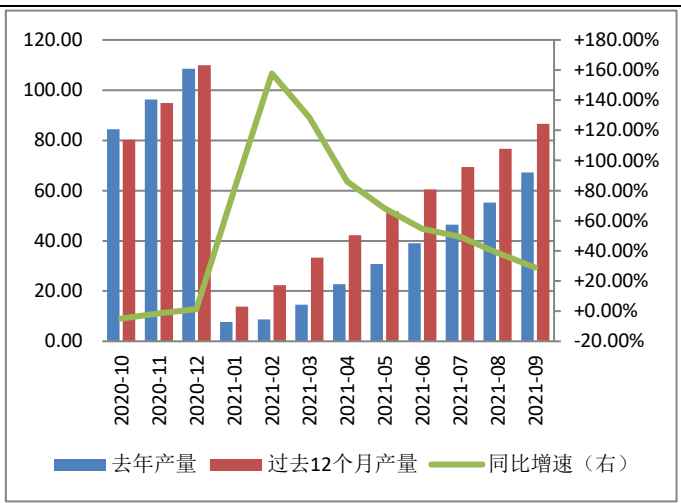
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图4：公司与行业月销量同比增速对比（%）



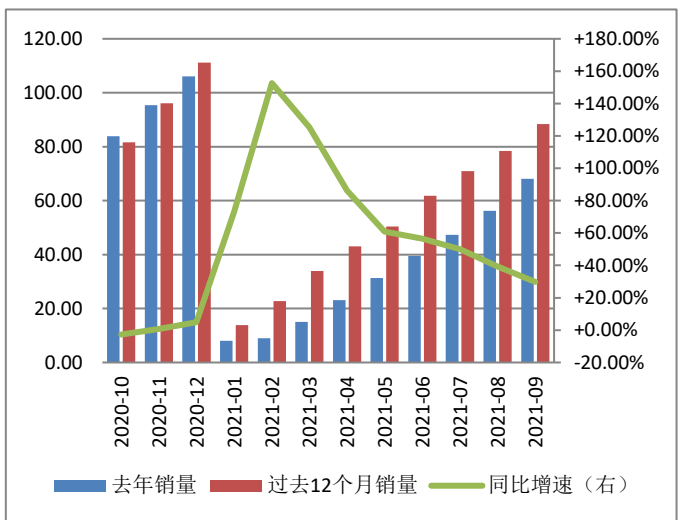
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 5：公司汽车累计产量（万辆，%）



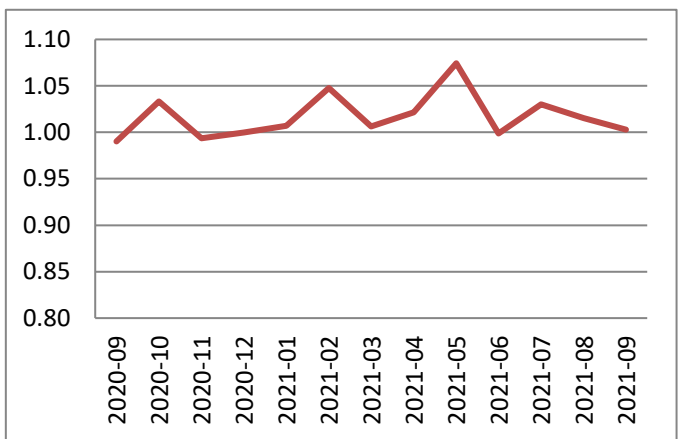
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 7：公司汽车累计销量（万辆，%）



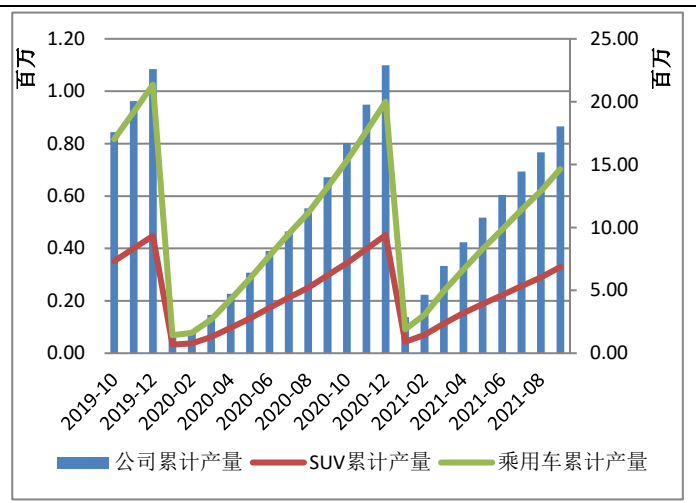
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 9：月产销比情况（倍）



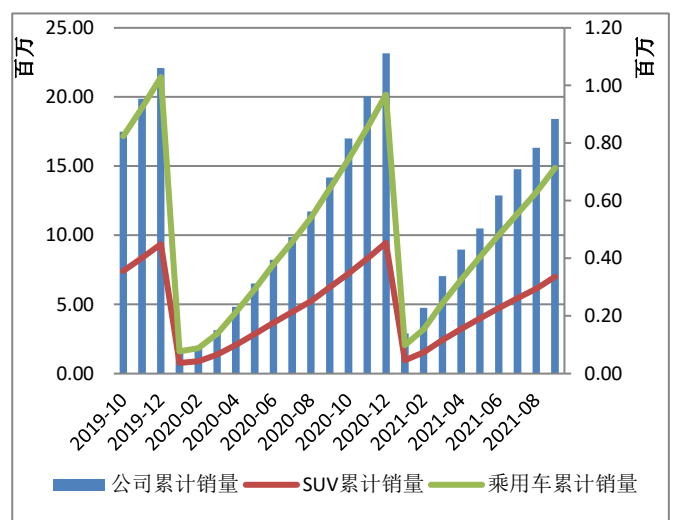
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 6：公司与行业累计产量同比增速对比（百万辆）



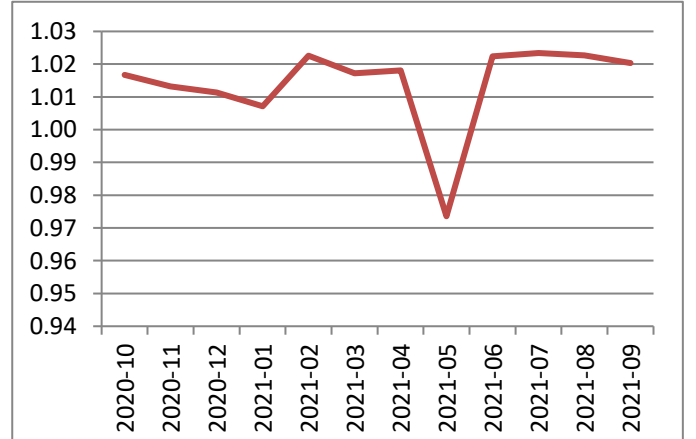
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 8：公司与行业累计销量同比增速对比（百万辆）



数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

图 10：本年累计产销比情况（倍）



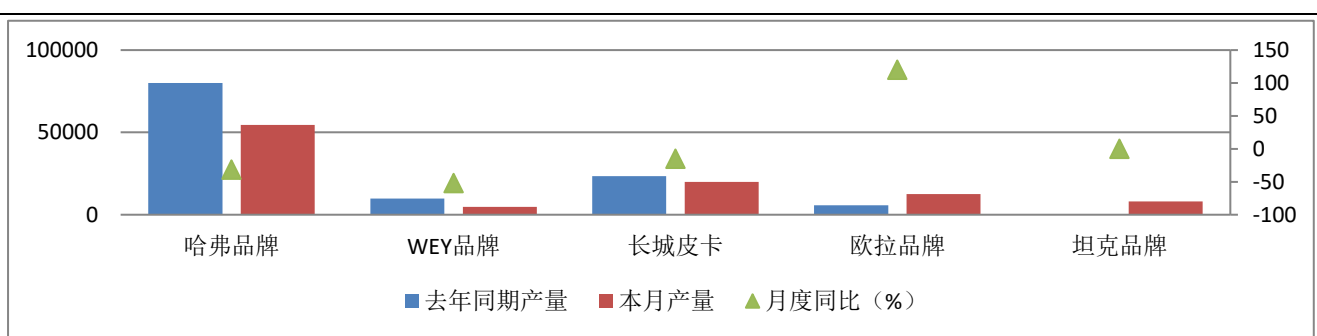
数据来源：公司公告，wind，山西证券研究所

2.子品牌销售分析

哈弗系列销量同比下降，坦克品牌销量稳定，欧拉系列保持高速增长。子品牌来看，2021年9月，哈弗销量54561辆，同比-44.30%；WEY系列销量12683辆，同比+39.74%；长城皮卡销量20008辆，同比-1.95%；欧拉系列销量12770辆，同比+59.41%；坦克品牌销8021辆。

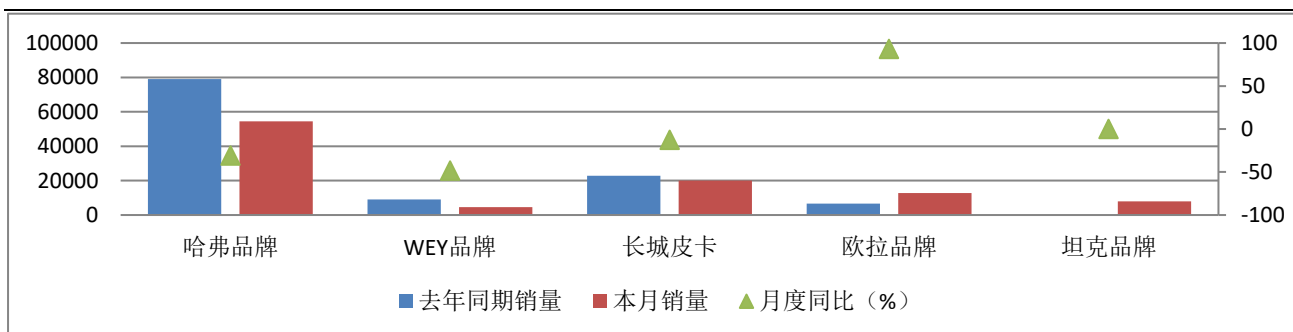
哈弗品牌累计销量543,858辆，同比+22.22%；WEY品牌累计销量36,158辆，同比-28.07%；长城皮卡累计销量166,726辆，同比+3.98%；欧拉品牌累计销量84,731辆，同比+254.33%；坦克品牌累计销量52572辆。

图 11：子公司口径月产量情况（辆，%）



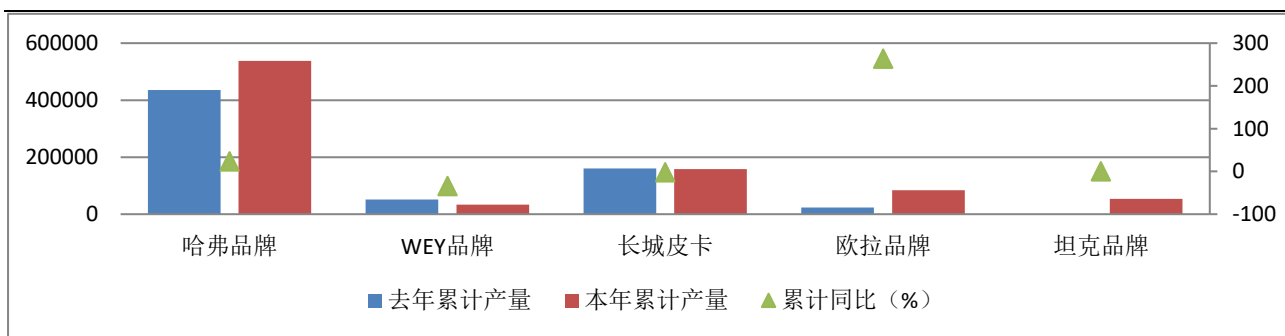
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 12：子公司口径月销量情况（辆，%）



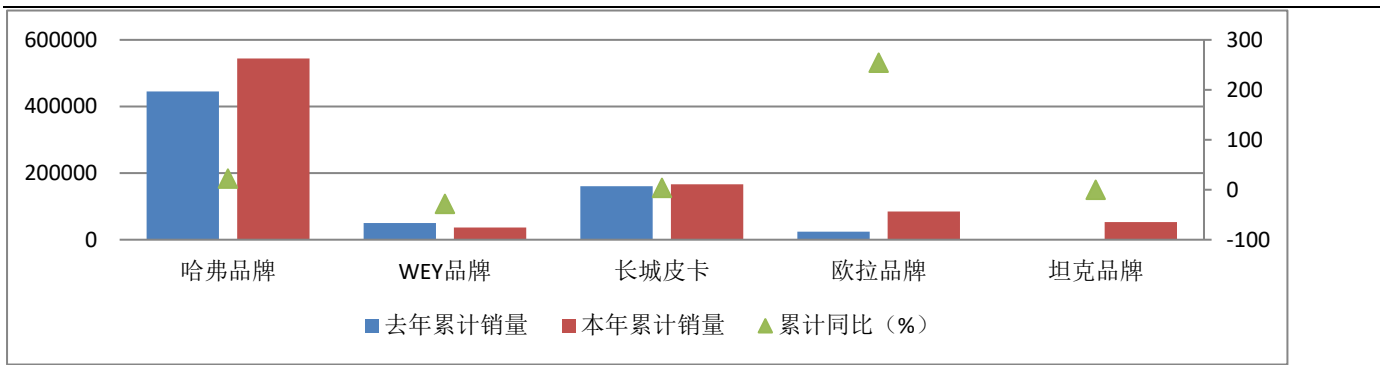
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 13：子公司口径累计产量情况（辆，%）



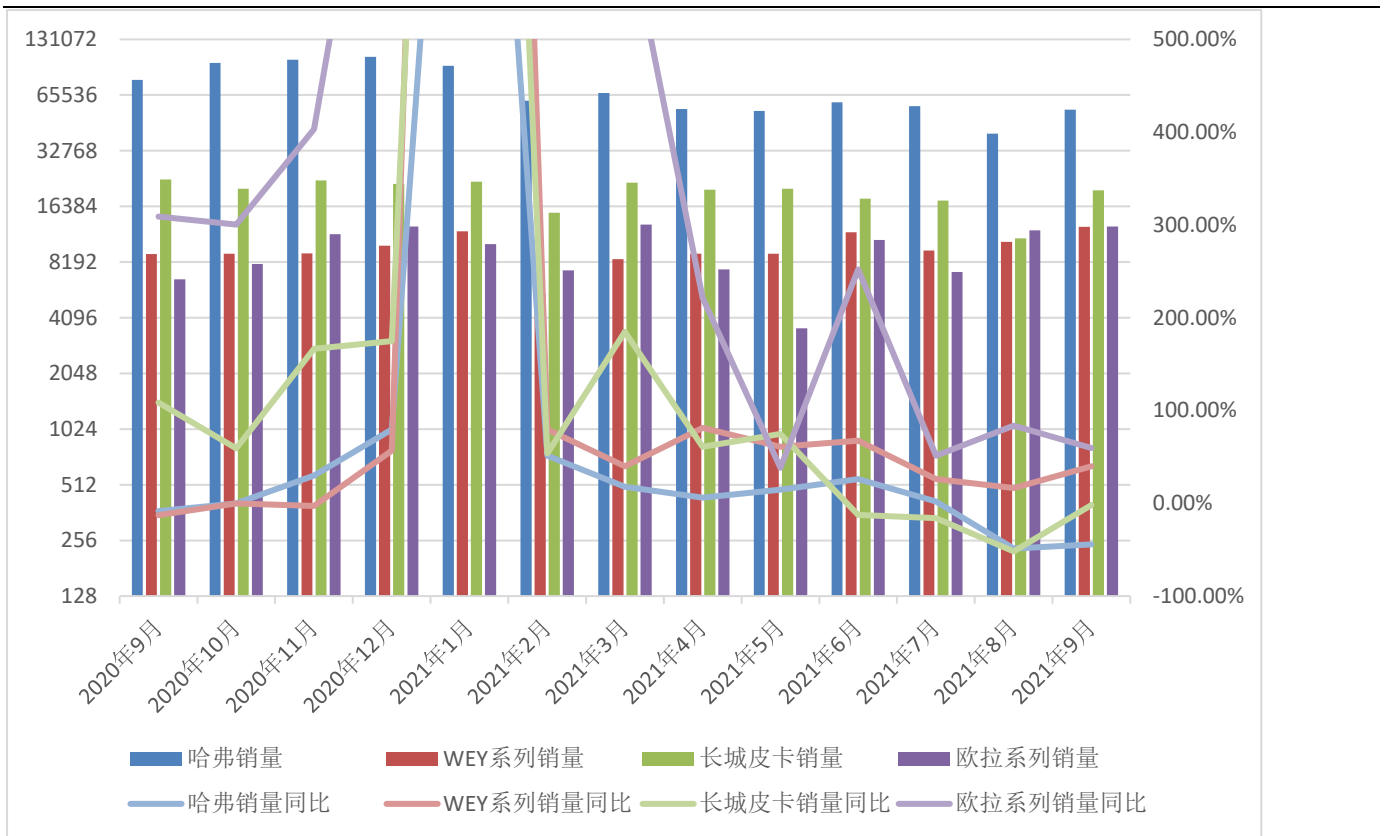
资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 14：子公司口径累计销量情况（辆，%）



资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

图 15：子品牌销量情况（辆，%）

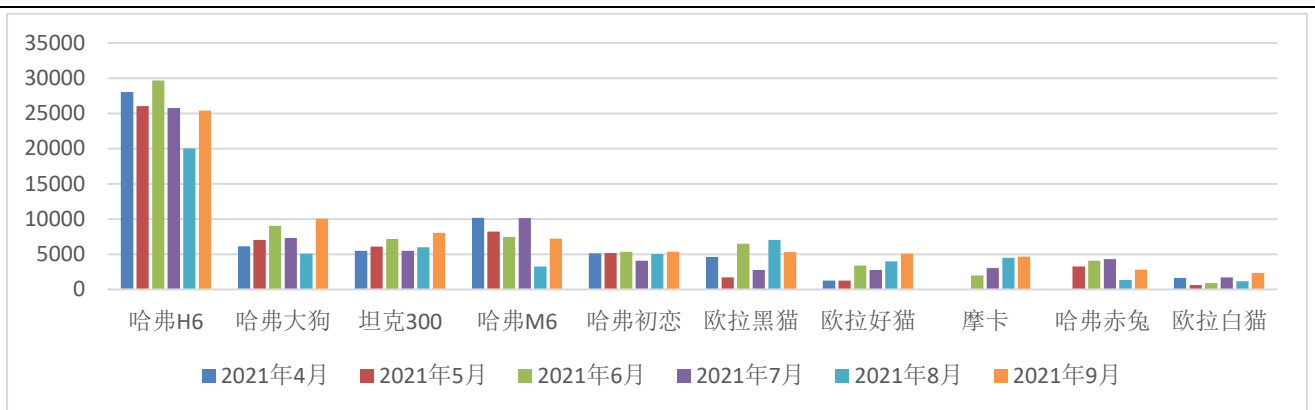


资料来源：wind，公司公告，山西证券研究所

3.车型销售分析

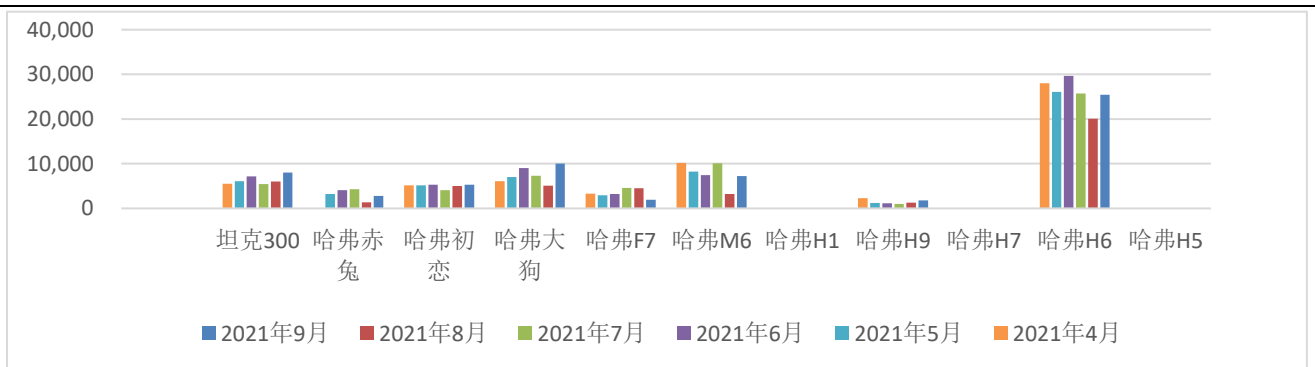
热销车型产能受限，哈弗 M6、H6 同比降幅明显，受“金九银十”影响，环比有所增长。销量排名靠前车型分别为，1、哈弗 H6 月销 25410 辆；2、哈弗大狗月销 10055 辆；3、坦克 300 月销 8021 辆；4、哈弗 M6 月销 7206 辆；5、哈弗初恋月销 5335 辆。

图 16：销量排名前十车型月度销量变化（辆）



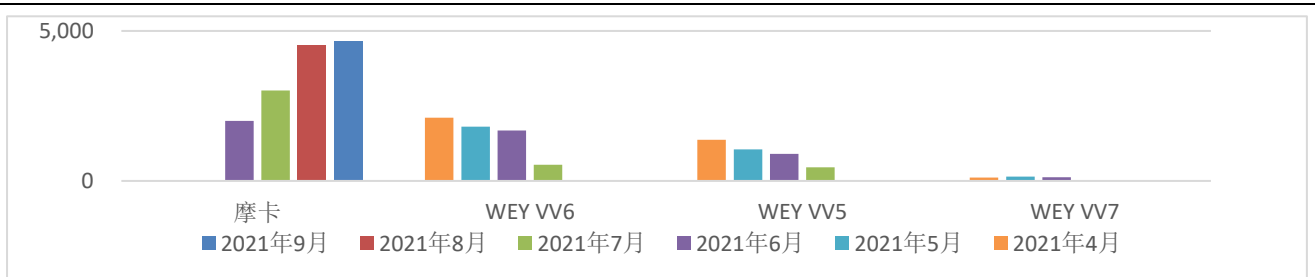
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 17：哈弗月度销量变化（辆）



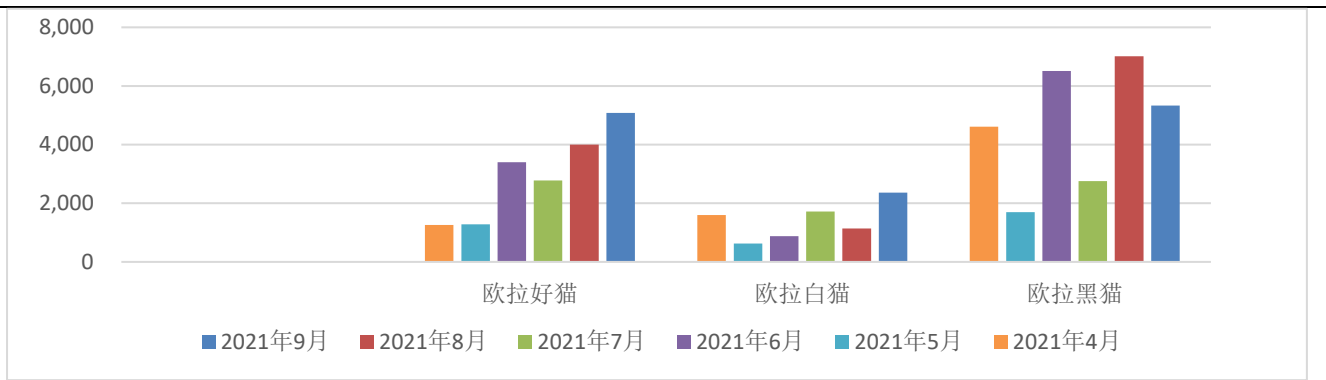
数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 18：WEY 月度销量变化（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

图 19：欧拉月度销量变化（辆）



数据来源：太平洋汽车网，山西证券研究所

行业层面，受东南亚的新冠疫情影响，9月大部分车企产能受到限制。长城汽车因博世ESP（车身电子稳定系统）等零部件供应量锐减，大幅影响9月的产销，特别是热销车型供应不足，导致销量下降。目前随着东南亚疫情好转，工厂已复工，预计积压消费将会在年底有所释放。

4.盈利预测及投资建议

长城汽车通过不断推出新品保持了较好的销量，且产品普遍口碑较好，性价比突出，爆款出现频率超过行业其他公司。随着新车型品质的逐步提升，毛利率已高于其他国内整车企业，进一步提升公司竞争力。此外，公司逐步开拓海外市场，增长潜力较大。后续随着疫情与供应的好转，积压的消费需求或将于年底有所释放。在此基础上，预计公司2021年、2022年EPS为0.945元、1.178元，对应公司2021-10-25收盘价66.88元/股，公司2021年、2022年PE为70.75倍、56.79倍，维持“买入”评级。

表 1：重要财务数据预测（单位：百万元）

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97799.86	95108.08	103307.61	142564.50	185048.72	224834.19
增长率(%)	-2.68%	-2.75%	8.62%	38.00%	29.80%	21.50%
归属母公司股东净利润	5207.31	4496.87	5362.49	8731.98	10878.33	13508.48
增长率(%)	3.58%	-13.64%	19.25%	62.83%	24.58%	24.18%
每股收益(EPS)	0.564	0.487	0.581	0.945	1.178	1.462
销售毛利率	16.69%	16.22%	17.21%	17.90%	18.00%	18.20%
销售净利率	5.37%	3.90%	3.54%	6.12%	5.88%	6.01%
净资产收益率(ROE)	9.91%	8.27%	9.35%	13.04%	13.73%	14.37%
投入资本回报率(ROIC)	8.43%	5.21%	6.15%	13.71%	15.20%	44.46%
市盈率(P/E)	118.63	137.37	115.20	70.75	56.79	45.73
市净率(P/B)	11.76	11.36	10.77	9.23	7.80	6.57

数据来源：wind，山西证券研究所



5.风险提示

- 1) 行业景气度下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 行业政策大幅调整。

2021-10-25 收盘价

报表预测					财务分析和估值指标汇总				
利润表	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	103307.61	142564.50	185048.72	224834.19	收益率				
减: 营业成本	85530.96	117045.45	151739.95	183914.37	毛利率	17.21%	17.90%	18.00%	18.20%
营业税金及附加	3191.88	4404.79	5717.42	6946.66	三费/销售收入	9.41%	8.98%	8.98%	8.98%
营业费用	4103.39	5662.67	7350.15	8930.43	EBIT/销售收入	4.13%	7.07%	6.90%	7.09%
管理费用	2552.67	3522.69	4572.45	5555.53	EBITDA/销售收入	8.80%	11.81%	10.92%	10.68%
研发费用	3067.48	3615.34	4692.71	5701.64	销售净利率	3.54%	6.12%	5.88%	6.01%
财务费用	396.96	547.81	711.05	863.93	资产获利率				
资产减值损失	-676.40	-676.40	-676.40	-676.40	ROE	9.35%	13.04%	13.73%	14.37%
加: 投资收益	956.39	1849.00	1803.00	2143.00	ROA	2.77%	10.07%	8.21%	9.27%
公允价值变动损益	165.21	145.00	213.00	245.00	ROIC	6.15%	13.71%	15.20%	44.46%
其他经营损益	-3743.88	-2253.11	-2253.11	-2253.11	增长率				
营业利润	5585.86	11608.74	14083.98	17452.63	销售收入增长率	8.62%	38.00%	29.80%	21.50%
加: 其他非经营损益	1353.11	1353.11	1353.11	1353.11	EBIT 增长率	15.71%	136.24%	26.62%	24.92%
利润总额	6938.97	12961.86	15437.10	18805.74	EBITDA 增长率	9.80%	85.16%	19.95%	18.85%
减: 所得税	210.49	804.17	1179.05	1577.55	净利润增长率	-1.24%	138.51%	24.58%	24.18%
净利润	6728.48	12157.69	14258.04	17228.19	总资产增长率	36.18%	-34.95%	55.23%	10.66%
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股东权益增长率	5.41%	16.76%	18.36%	18.60%
归属母公司股东净利润	5362.49	8731.98	10878.33	13508.48	经营营运资本增长率	298.23%	-507.18%	-106.49%	19.53%
资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	资本结构				
货币资金	14588.46	9373.97	61404.07	70502.34	资产负债率	62.77%	77.32%	74.44%	64.65%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本/总资产	37.43%	66.47%	18.58%	21.02%
应收和预付款项	5539.32	11711.52	10677.89	16519.94	带息债务/总负债	19.32%	16.02%	12.12%	13.72%
其他应收款(合计)	651.00	251.01	297.89	651.00	流动比率	1.22	0.71	0.99	1.22
存货	7497.64	8595.71	12268.01	13019.59	速动比率	0.99	0.40	0.76	0.96
其他流动资产	11580.49	11580.49	11580.49	11580.49	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
长期股权投资	8415.18	9349.18	10291.18	11203.18	收益留存率	1.00	1.00	1.00	1.00
金融资产投资	5816.52	3083.95	4436.39	5816.52	资产管理效率				
投资性房地产	325.63	280.32	235.01	189.70	总资产周转率	0.67	1.42	1.19	1.31
固定资产和在建工程	31545.60	28975.25	26114.90	22964.55	固定资产周转率	3.61	5.47	7.97	11.21
无形资产和开发支出	9266.85	11969.59	14687.04	17849.18	应收账款周转率	26.25	14.38	22.95	16.31
其他非流动资产	7657.92	24313.77	20317.32	19179.12	存货周转率	11.41	13.62	12.37	14.13
资产总计	154011.49	100180.32	155513.82	172084.20	业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
短期借款	7901.30	0.00	0.00	0.00	EBIT	4268.45	10083.96	12768.44	15949.96
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	9094.47	16838.92	20198.71	24006.47
应付和预收款项	63185.51	59827.17	96518.82	90776.73	NOPLAT	2683.07	7902.47	10119.58	12847.67
长期借款	10777.21	12409.21	14030.21	15261.21	净利润	5362.49	8731.98	10878.33	13508.48
其他负债	22706.93	5219.09	5219.09	5219.09	EPS	0.581	0.945	1.178	1.462
负债合计	96669.64	77455.46	115768.12	111257.02	BPS	6.208	7.249	8.580	10.175
股本	9175.95	9175.95	9175.95	9175.95	PE	115.20	70.75	56.79	45.73
资本公积	1578.54	2459.54	3874.54	5105.54	PEG	3.19 N/A	N/A	N/A	N/A
留存收益	46587.36	55319.34	66197.67	79706.15	PB	10.77	9.23	7.80	6.57
归属母公司股东权益	57341.85	66954.83	79248.16	93987.64	PS	5.98	4.33	3.34	2.75
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	PCF	119.23	123.49	11.53	55.83
股东权益合计	57341.85	66954.83	79248.16	93987.64	EV/EBIT	143.84	60.82	44.12	34.85
负债和股东权益合计	154011.49	144410.29	195016.28	205244.66	EV/EBITDA	67.51	36.42	27.89	23.15
现金流量表	2020A	2021E	2022E	2023E	EV/NOPLAT	228.84	77.61	55.67	43.27
经营性现金净流量	5181.23	5002.36	53561.00	11065.61	EV/IC	10.65	9.21	19.50	15.37
投资性现金净流量	-11588.32	-4220.58	-4601.70	-5069.70	ROIC-WACC	6.15%	13.71%	15.20%	44.46%
筹资性现金净流量	11367.52	-5996.27	3070.80	3102.35	股息率	0.000	0.000	0.000	0.000
现金流量净额	4814.26	-5214.49	52030.10	9098.27					

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层



