

## 长城汽车 (601633.SH) 股权激励费用影响净利率, Q4 有望迎量价双升

2021年10月31日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

邓健全 (分析师)

dengjianquan@kysec.cn

证书编号: S0790521040001

日期	2021/10/29
当前股价(元)	68.00
一年最高最低(元)	69.80/23.58
总市值(亿元)	6,280.95
流通市值(亿元)	4,133.96
总股本(亿股)	92.37
流通股本(亿股)	60.79
近3个月换手率(%)	26.81

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-9月销量环比大增 34.7%, 多品牌持续发力》- 2021.10.12

《公司首次覆盖报告-自主龙头布局混动赛道, 产品力锦上添花》- 2021.9.16

### ● 公司 2021 年 Q3 单季度营收同比+10.13%

公司发布 2021 年第三季度报告, 2021 年前三季度实现营业收入 907.97 亿元, 同比+46.11%; 前三季度实现归母净利润 49.45 亿元, 同比+91.13%。2021 年单三季度, 公司实现营业收入 288.69 亿元, 同比+10.13%; 单三季度实现归母净利润 14.16 亿元, 同比-1.72%。Q3 单季度公司汽车销量 26.6 万辆, 同比-6.9%, 环比-4.9%, 由于公司产品结构变化, 单车售价同比提升 12.5%至 10.27 万元, 导致三季度销量同比下滑的情况下公司营收仍实现同比正增长。考虑到股权激励费用影响, 我们下调公司 2021-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润分别为 70.8 (-2.0) /91.6 (-9.5) /122.5 (-6.2) 亿元, EPS 为 0.77 (-0.02) /0.99 (-0.11) /1.33 (-0.06) 元/股, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 88.7/68.6/51.3 倍, 强产品力加持下公司长期成长性不改, 维持“买入”评级。

### ● Q3 博世 ESP 芯片短缺影响销量, Q4 有望迎来量价双升

博世 ESP 芯片短缺, 公司 Q3 销量受到较大影响, Q3 单季度销量虽环比下滑, 但是哈弗大狗、坦克等高价车型持续热销带动单车售价同比提升, 因此营收同比仍然保持正增长。盈利能力方面, 公司 Q3 毛利率 17.3%环比 Q2 基本持平, 受股权激励费用影响, 三费率环比大幅提高, 销售费用率环比+0.85%, 管理费用率环比+1.9%, 销售净利率环比降低 1.22pcts 至 4.91%。考虑到 2021Q4 公司缺芯状况有望缓解, 且坦克、大狗以及长城炮等车型下游需求旺盛, 公司 2021Q4 有望迎来量价双升。

### ● 海外市场多款车热销, 提出 2025 年海外销售 100 万辆的目标

公司 2021 年前三季度海外累计销量 9.8 万辆, 同比+136.3%, 整体销量占比 11.1%。泰国市场哈弗 H6 HEV 为 2021 年 8-9 月 C 级 SUV 销量冠军, 俄罗斯市场长城汽车进入 9 月 SUV+皮卡品类销量市场前六。此外, 公司正式进入欧洲市场, 未来海外市场有望持续贡献新的增长动力。

### ● 风险提示: 海内外汽车需求不及预期、新车型销量不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	95,108	103,308	129,074	176,932	219,101
YOY(%)	-2.8	8.6	24.9	37.1	23.8
归母净利润(百万元)	4,497	5,362	7,082	9,155	12,245
YOY(%)	-13.6	19.2	32.1	29.3	33.8
毛利率(%)	16.2	17.2	18.5	18.7	19.1
净利率(%)	4.7	5.2	5.5	5.2	5.6
ROE(%)	8.3	9.4	11.0	12.8	14.9
EPS(摊薄/元)	0.49	0.58	0.77	0.99	1.33
P/E(倍)	139.7	117.1	88.7	68.6	51.3
P/B(倍)	11.5	11.0	9.7	8.7	7.6

数据来源: 聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	68502	99399	110551	123551	138142
现金	9723	14588	21178	24226	32393
应收票据及应收账款	3193	3936	4966	7237	7874
其他应收款	947	1032	1279	1996	1992
预付账款	441	571	659	1050	1052
存货	6237	7498	7875	14131	12379
其他流动资产	47960	71774	74594	74910	82452
<b>非流动资产</b>	44594	54613	60102	67647	74825
长期投资	3113	8415	9023	9783	10467
固定资产	29743	28609	32407	36719	40930
无形资产	6899	9267	10722	12287	14105
其他非流动资产	4839	8321	7951	8859	9324
<b>资产总计</b>	113096	154011	170654	191198	212967
<b>流动负债</b>	54600	81166	91278	104823	116859
短期借款	1180	7901	14000	20000	26000
应付票据及应付账款	35460	49841	50351	54242	60165
其他流动负债	17959	23423	26927	30581	30694
<b>非流动负债</b>	4097	15504	14920	14347	13429
长期借款	1206	10777	10193	9620	8702
其他非流动负债	2892	4727	4727	4727	4727
<b>负债合计</b>	58697	96670	106198	119171	130288
少数股东权益	0	0	33	78	130
股本	9127	9176	9176	9176	9176
资本公积	1411	1779	1779	1779	1779
留存收益	44102	47170	51929	58031	66716
<b>归属母公司股东权益</b>	54399	57342	64423	71949	82549
负债和股东权益	113096	154011	170654	191198	212967

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	13972	5181	8368	11104	17849
净利润	4531	5362	7114	9200	12298
折旧摊销	4583	4752	4649	5835	7311
财务费用	-351	397	-271	-363	-100
投资损失	-16	-956	-633	-760	-629
营运资金变动	4541	-4138	-2437	-2783	-978
其他经营现金流	683	-236	-54	-24	-51
<b>投资活动现金流</b>	-15802	-11588	-9221	-12712	-13750
资本支出	6940	8062	5457	6498	6638
长期投资	-3768	-5175	-608	-722	-684
其他投资现金流	-12629	-8702	-4371	-6936	-7796
<b>筹资活动现金流</b>	3944	11368	7442	4655	4067
短期借款	-11619	6721	6099	6000	6000
长期借款	-952	9572	-584	-573	-918
普通股增加	0	49	0	0	0
资本公积增加	0	368	0	0	0
其他筹资现金流	16516	-5342	1927	-772	-1015
<b>现金净增加额</b>	2163	4814	6590	3048	8167

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	95108	103308	129074	176932	219101
营业成本	79684	85531	105201	143815	177332
营业税金及附加	3169	3192	4523	6031	7304
营业费用	3897	4103	5550	8139	9640
管理费用	1955	2553	3743	5662	6792
研发费用	2716	3067	3872	5308	6573
财务费用	-351	397	-271	-363	-100
资产减值损失	-504	-676	-235	-543	-917
其他收益	543	887	715	801	758
公允价值变动收益	-73	165	32	-4	30
投资净收益	16	956	633	760	629
资产处置收益	43	-9	22	29	21
<b>营业利润</b>	4777	5752	8091	10468	13915
营业外收入	342	494	370	365	393
营业外支出	18	18	14	15	16
<b>利润总额</b>	5101	6227	8447	10818	14291
所得税	570	865	1333	1618	1993
<b>净利润</b>	4531	5362	7114	9200	12298
少数股东损益	34	0	33	45	52
<b>归母净利润</b>	4497	5362	7082	9155	12245
EBITDA	9543	11732	13569	17329	22448
EPS(元)	0.49	0.58	0.77	0.99	1.33

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-2.8	8.6	24.9	37.1	23.8
营业利润(%)	-23.4	20.4	40.7	29.4	32.9
归属于母公司净利润(%)	-13.6	19.2	32.1	29.3	33.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	16.2	17.2	18.5	18.7	19.1
净利率(%)	4.7	5.2	5.5	5.2	5.6
ROE(%)	8.3	9.4	11.0	12.8	14.9
ROIC(%)	7.1	7.4	7.9	9.0	10.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	51.9	62.8	62.2	62.3	61.2
净负债比率(%)	-3.2	16.0	15.1	17.5	12.2
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	29.1	29.0	29.0	29.0	29.0
应付账款周转率	2.5	2.0	2.1	2.8	3.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.58	0.77	0.99	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.51	0.56	0.91	1.20	1.93
每股净资产(最新摊薄)	5.89	6.21	6.97	7.79	8.94
<b>估值比率</b>					
P/E	139.7	117.1	88.7	68.6	51.3
P/B	11.5	11.0	9.7	8.7	7.6
EV/EBITDA	64.7	53.6	46.4	36.5	28.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn