

2021年11月02日

沈嘉婕

H70455@capital.com.tw

目标价(元/港元)

72RMB/37HKD

公司基本信息

产业别	汽车
A 股价(2021/11/2)	65.00
上证指数(2021/11/2)	3505.63
股价 12 个月高/低	69.8/23.24
总发行股数(百万)	9236.69
A 股数(百万)	6079.35
A 市值(亿元)	3951.58
主要股东	保定创新长城资产管理有限 公司(55.38%)
每股净值(元)	6.35
股价/账面净值	10.24
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	22.0 10.5 178.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-07-21	45.52	买进

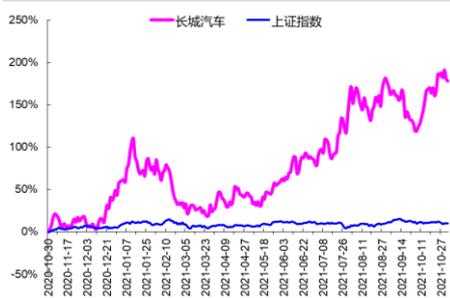
产品组合

整车业务	91.06%
零部件业务	5.07%
劳务及其他	2.65%
模具及其他	1.22%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.4%
一般法人	89.1%

股价相对大盘走势



长城汽车

(601633.SH/02333.HK) Trading Buy 区间操作

公司前三季度净利润 YOY+91%，积极拓展海外市场，建议“区间操作”  
结论与建议：

公司发布 2021 年三季报，实现营业收入 908 亿元，YOY+46%，公司实现净利润 49.5 亿元，YOY+91% (扣非后净利润 36.5 亿元，YOY+94.6%)，折合 EPS 为 0.54 元，业绩不及预期。

公司目前在品牌和技术方面双重发力。公司一方面结合不同品牌的定位加强营销活动，另一方面在自动驾驶、智能座舱、混动技术等方面加大投入，提升产品竞争力。同时，公司积极拓展海外市场，海外销量稳步提升。由于公司销量受到零部件供应紧张的影响，我们下调公司 2021 和 2022 年净利润分别为 68 亿和 101 亿元，YOY 分别为+28%和+48%；EPS 分别为 0.74 元和 1.1 元，当前股价对应 A 股 2021 和 2022 年 P/E 为 87 倍和 59 倍，H 股对应 P/E 为 40 倍和 27 倍，目前估值较高，建议 AH 股“区间操作”。

■ **2021-3Q 净利润 YOY+91%，毛利率环比持平：**公司 2021-3Q 实现营业收入 908 亿元，YOY+46.1%，实现净利润 49.5 亿元，YOY+91.1% (扣非后净利润 36.5 亿元，YOY+94.6%)，折合 EPS 为 0.54 元。分季度来看，公司 2021Q3 实现营业收入 288.7 亿元，YOY+10.1%，实现净利润 14.2 亿元，YOY-1.7% (扣非后净利润 8.1 亿元，YOY-24.6%)，折合 EPS 为 0.15 元，业绩不及预期。公司 Q3 营收增速放缓，净利润同比下滑，主要是因为受到零部件短缺的影响，公司三季度汽车批发量同比下滑 6.8%，环比下降 4.9%。但公司终端销售处于供不应求的状态，热门产品坦克 300、欧拉好猫等车型均有大量在手订单。

由于销售规模下降，公司录得 Q3 毛利率为 17.3%，同比下降 1.7 个百分点；但毛利率环比基本持平，主要原因是公司调整了产品结构，以及回收经销商折扣。费用方面，Q3 公司三项费用率同比基本持平，其中管理费用率上升 1.5pct，主要是由于计入了股权激励费用；财务费用率下降 2.13pct；销售费用率增加 0.46pct。

■ **公司前三季度销量优于行业，积极拓展海外市场：**1-9 月，公司累计销售整车 88.4 万辆，YOY+29.9%，表现优于行业。公司哈弗品牌累计销量达 54.4 万辆，YOY+22.2%。长城皮卡累计销量为 16.7 万辆，YOY+4%。欧拉品牌累计销量 8.5 万辆，YOY+241%。坦克品牌月销 5.26 万辆。WEY 品牌累计销量 3.6 万辆，YOY-28%。公司加速全球化布局，1-9 月公司累计海外销售汽车 97946 辆，其中 9 月海外销售 11437 辆，占总销量比重达到 11.4%。除了早先进入的俄罗斯和泰国市场外，三季度公司进入埃及、文莱和欧洲市场，并且收购戴姆勒巴西工厂，布局南美。

■ **盈利预期：**由于公司销量受到零部件供应紧张的影响，我们下调公司 2021 和 2022 年净利润分别为 68 亿和 101 亿元，YOY 分别为+28%和+48%；EPS 分别为 0.74 元和 1.1 元，当前股价对应 A 股 2021 和 2022 年 P/E 为 87 倍和 59 倍，H 股对应 P/E 为 40 倍和 27 倍，目前估值较高，建议 AH 股“区间操作”。

..... 接续下页 .....

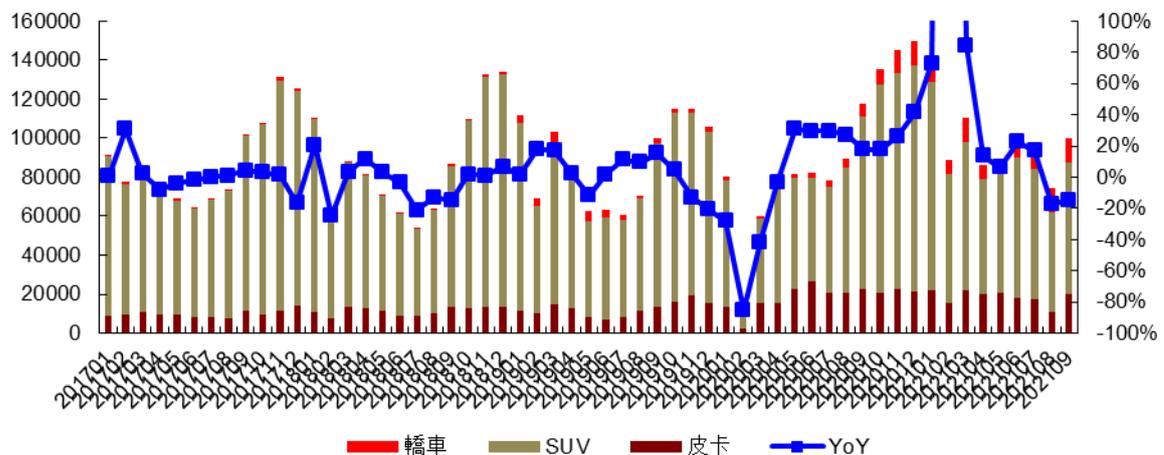
年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021E	2022E
纯利(Net profit)	RMB百万元	5207	4497	5362	6845	10135
同比增减	%	3.58%	-13.64%	19.25%	27.65%	48.07%
每股盈余(EPS)	RMB元	0.571	0.493	0.584	0.744	1.102
同比增减	%	3.58%	-13.64%	18.62%	27.33%	48.07%
A股市盈率(P/E)	X	114.09	132.11	111.38	87.47	59.08
H股市盈率(P/E)	X	51.82	60.01	50.59	39.73	26.83
股利(DPS)	RMB元	0.29	0.25	0.30	0.39	0.51
股息率(Yield)	%	0.45%	0.38%	0.46%	0.60%	0.78%

### 【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq$ 35%
买进 (Buy)	15% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% $\leq$ 潜在上涨空间 $<$ 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

图表一：长城汽车月度销量及 YoY

单位：万辆



数据源：公司公告，群益证券

**附一：合并损益表**

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
营业收入	99230	96211	103308	126051	169790
经营成本	81481	79684	85531	104956	140738
营业税金及附加	3627	3169	3192	3782	5094
销售费用	4575	3897	4103	5042	6282
管理费用	1676	1955	2553	3529	3905
财务费用	-494	-351	397	-378	0
资产减值损失	137	504	-676	-260	-149
投资收益	219	16	956	1400	1500
营业利润	6232	4777	5752	7608	11370
营业外收入	253	342	494	300	300
营业外支出	8	18	18	40	20
利润总额	6477	5101	6227	7868	11650
所得税	1229	570	865	1023	1514
少数股东损益	40	34	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5207	4497	5362	6845	10135

**附二：合并资产负债表**

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
货币资金	7682	9723	14588	22072	37897
应收帐款	3343	3193	3936	4330	4763
存货	4445	6237	7498	7873	8266
流动资产合计	66126	68502	99399	101387	103415
长期投资净额	0	3113	8415	8836	9278
固定资产合计	28994	29743	28609	31470	34617
在建工程	4406	2247	2936	1468	734
无形资产	3391	4710	5543	5433	5324
资产总计	111800	113096	154011	155079	156662
流动负债合计	54618	54600	81166	78731	76369
长期负债合计	4493	4097	15504	14419	13409
负债合计	59112	58697	96670	93149	89778
少数股东权益	164	0	0	0	0
股东权益合计	52689	54399	57342	61929	66884
负债和股东权益总计	111800	113096	154011	155079	156662

**附三：合并现金流量表**

百万元	2018	2019	2020	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	19698	13972	5181	15544	24870
投资活动产生的现金流量净额	-10040	-15802	-11588	-12747	-15297
筹资活动产生的现金流量净额	-6501	3944	11368	5684	6252
现金及现金等价物净增加额	2771	2163	4814	8480	15825
货币资金的期末余额	6615	8777	13591	22072	37897
货币资金的期初余额	3844	6615	8777	13591	22072

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。