

2021年12月08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

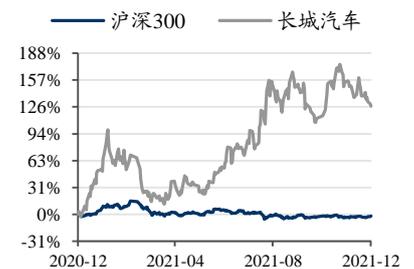
## 11月批发环比+9%，坦克品牌交付破万 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	103,308	138,122	230,664	301,017
同比（%）	8.6%	33.7%	67.0%	30.5%
归母净利润（百万元）	5,362	7,162	12,652	17,803
同比（%）	19.2%	33.6%	76.7%	40.7%
每股收益（元/股）	0.58	0.78	1.37	1.93
P/E（倍）	95.93	71.83	40.66	28.90

### 投资要点

- **公告要点：**长城汽车11月产批分别实现124516/122510辆，同比分别-14.83%/-15.65%，环比分别+11.78%/+9.32%。分品牌来看，哈弗品牌产批71093/69170辆，同比-30.46%/-32.06%，环比+14.32%/+10.51%；WEY品牌产批分别6323/6286辆，同比-33.15%/-31.09%，环比+6.32%/+7.38%；长城皮卡产批分别20598/20810辆，同比-6.43%/-7.96%，环比+1.31%/+1.83%；欧拉品牌产批分别16215/16136辆，同比+30.40%/+39.20%，环比+23.49%/+21.92%；坦克产批分别10287/10108辆，环比+5.01%/+1.59%。11月长城海外出口实现15006台，环比+6.62%。
- **11月批发环比+9%，欧拉品牌环比明显改善，坦克交付首次破万：**1) 根据乘联会数据，11月乘用车日均批发销量7.2万辆，全月214.9万辆，环比10月份+8.6%，长城汽车11月批发环比提升9.3%，略微好于行业整体。2) 重点车型来看，哈弗品牌主力车型哈弗H6本月批发32443辆，同比-41.01%，环比+18.66%，环比涨幅好于公司整体；哈弗大狗月销继续破万。欧拉品牌以及重点车型欧拉好猫11月整体批发销量均创历史新高，好猫11月批发8855辆，环比+12.87%。坦克品牌坦克300单月交付首次破万，根据坦克APP数据，截至2021.12.06，坦克300累计最大订单21.96万辆，累计发车交付7.68万辆，累计未交付14.29万辆；坦克500累计订单3.23万辆，持续火爆。3) 长城汽车11月出口市场再创新高，海外销量15006辆，海外规划再进一步：欧洲总部正式设立，首批WEY Coffee 01和ORA Cat将于2022H1交付；泰国市场欧拉好猫和哈弗JOLION HEV先后上市，并同步揭牌全球首座光储充一体超级充电站，长城自身新能源全球化进程加快。另外，哈弗H6 PHEV、坦克500 HEV以及哈弗大狗海外版本也正式亮相海外，海外市场产品矩阵不断丰富。4) 累计来看，2021年前11个月长城累计批发实现111.86万辆，同比+16.3%，随芯片短缺逐步恢复，生产端环比逐步改善。5) 新车周期表现持续强势，未来随欧拉品牌芭蕾猫/闪电猫/朋克猫、WEY品牌摩卡NOH/摩卡PHEV/玛奇朵PHEV/拿铁DHT、坦克500等重磅、沙龙机甲龙车型上市，批发销量有望持续增加。
- **长城汽车11月小幅补库。**长城汽车11月当月库存+2006辆，其中哈弗/WEY/皮卡/欧拉/坦克当月库存分别+1923/+37/-212/+79/+179辆。
- **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。**我们维持长城汽车2021~2023年归母净利润为72/127/178亿元，对应EPS分别为0.78/1.37/1.93元，对应PE为72/41/29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)	55.90
一年最低/最高价	24.07/69.80
市净率(倍)	9.24
流通A股市值(百万元)	339849.89

### 基础数据

每股净资产(元)	6.39
资产负债率(%)	64.63
总股本(百万股)	9235.47
流通A股(百万股)	6079.60

### 相关研究

- 1、《长城汽车（601633）：广州车展6大品牌全面向上，沙龙重磅亮相》2021-11-22
- 2、《长城汽车（601633）：10月批发环比+12%，坦克交付量创新高》2021-11-08
- 3、《长城汽车（601633）：2021三季度报点评：剔除股权激励费用依旧稳健，Q4改善可期》2021-10-30

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
<b>流动资产</b>	<b>99,399</b>	<b>101,549</b>	<b>133,306</b>	<b>114,709</b>	<b>营业收入</b>	<b>103,308</b>	<b>138,122</b>	<b>230,664</b>	<b>301,017</b>
现金	14,588	11,335	27,574	8,766	减:营业成本	85,531	111,879	185,685	240,813
应收账款	3,936	5,576	10,326	10,415	营业税金及附加	3,192	4,282	7,381	9,633
存货	7,498	10,468	19,350	19,321	营业费用	4,103	6,077	10,149	13,245
其他流动资产	73,377	74,170	76,056	76,207	管理费用	2,553	4,268	8,073	10,837
<b>非流动资产</b>	<b>54,613</b>	<b>68,342</b>	<b>97,693</b>	<b>117,297</b>	研发费用	3,067	4,365	7,381	9,934
长期股权投资	8,415	14,022	19,704	25,481	财务费用	397	370	-511	-1,259
固定资产	28,609	35,314	56,346	68,757	资产减值损失	676	481	1,178	1,519
在建工程	2,936	3,447	5,209	6,056	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
<b>资产总计</b>	<b>154,011</b>	<b>169,891</b>	<b>230,999</b>	<b>232,007</b>	<b>营业利润</b>	<b>5,752</b>	<b>8,188</b>	<b>14,601</b>	<b>20,401</b>
<b>流动负债</b>	<b>81,166</b>	<b>91,527</b>	<b>142,249</b>	<b>128,613</b>	加:营业外净收支	476	356	350	376
短期借款	7,901	26,969	7,901	15,471	<b>利润总额</b>	<b>6,227</b>	<b>8,543</b>	<b>14,951</b>	<b>20,777</b>
应付账款	49,841	39,361	103,461	83,030	减:所得税费用	865	1,348	2,236	2,898
其他流动负债	23,423	25,197	30,887	30,112	少数股东损益	0	33	63	76
<b>非流动负债</b>	<b>15,504</b>	<b>13,800</b>	<b>13,105</b>	<b>11,520</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,362</b>	<b>7,162</b>	<b>12,652</b>	<b>17,803</b>
长期借款	10,777	9,073	8,378	6,794	EBIT	6,980	9,539	15,711	21,191
其他非流动负债	4,727	4,727	4,727	4,727	EBITDA	11,732	14,465	22,954	31,328
<b>负债合计</b>	<b>96,670</b>	<b>105,327</b>	<b>155,354</b>	<b>140,133</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	0	33	96	172	每股收益(元)	0.58	0.78	1.37	1.93
归属母公司股东权益	57,342	64,531	75,549	91,702	每股净资产(元)	6.23	7.01	8.21	9.96
<b>负债和股东权益</b>	<b>154,011</b>	<b>169,891</b>	<b>230,999</b>	<b>232,007</b>	发行在外股份(百万股)	9176	9235	9235	9235
					ROIC(%)	11.6%	10.7%	29.7%	22.7%
					ROE(%)	9.4%	11.1%	16.8%	19.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	毛利率(%)	17.2%	19.0%	19.5%	20.0%
经营活动现金流	5,181	-3,378	72,920	4,600	销售净利率(%)	5.2%	5.2%	5.5%	5.9%
投资活动现金流	-11,588	-18,273	-36,189	-29,270	资产负债率(%)	62.8%	62.0%	67.3%	60.4%
筹资活动现金流	11,368	-671	-1,424	-1,708	收入增长率(%)	8.6%	33.7%	67.0%	30.5%
现金净增加额	5,420	-3,254	16,239	-18,808	净利润增长率(%)	18.4%	34.2%	76.7%	40.6%
折旧和摊销	4,752	4,926	7,243	10,137	P/E	95.93	71.83	40.66	28.90
资本开支	8,062	8,123	23,669	13,827	P/B	8.97	7.98	6.81	5.61
营运资本变动	-4,138	-15,487	53,879	-21,686	EV/EBITDA	44.22	37.39	22.01	16.93

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>