

结构持续改善 高端化稳步推进

长城汽车(601633)系列点评五十八

事件概述

公司发布 2022 年半年度业绩预增公告：预计 2022H1 归母净利润为 53-59 亿元，同比增长 50.2%-67.2%；扣非归母净利润为 18-23 亿元，同比降低 19.1%-36.7%；其中，预计 2022Q2 归母净利润为 36.7-42.7 亿元，同比+94.1%-125.8%；扣非归母净利润为 5.0-10.0 亿元，同比-33.8%-67.0%。

分析判断：

► 多重因素干扰 扣非业绩承压

汇兑损益提升，单季度归母净利润同比增长。受俄罗斯卢布升值，公司 2022Q2 汇兑损益有所提升。经营层面，公司产销在 2022Q2 受疫情、芯片短缺等因素影响较大，叠加股权激励摊销，盈利有所承压，2022Q2 扣非归母净利润为 5.0-10.0 亿元，同比-33.8%-67.0%，环比-23.5%-61.9%。2022Q2 公司批发销量为 23.5 万辆，同比-15.9%，环比-17.1%。其中哈弗批发 12.2 万辆，同比-27.6%，环比-26.8%；WEY 批发 0.8 万辆，同比-31.9%，环比-46.1%；欧拉批发 2.5 万辆，同比+16.0%，环比-24.8%；皮卡批发 5.1 万辆，同比-12.3%，环比+19.8%；坦克批发 2.8 万辆，同比+51.2%，环比+10.0%。

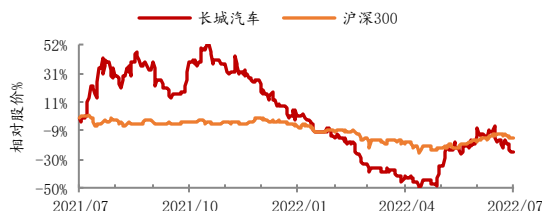
► 新品高端化提速 结构持续改善

公司新品全面向上，盈利结构加速改善。6 月哈弗品牌发布性能进阶的哈弗大狗追猎版以及新车哈弗神兽混动 DHT，高端化再度升级。WEY 牌车型混动版本快速推出，摩卡 DHT-PHEV 已于今年 3 月正式上市；拿铁 DHT-PHEV 亮相重庆车展，预计在 7 月上市，有望成为 WEY 牌混动主力走量车型。欧拉品牌加速升级，芭蕾猫售价为 19.3-22.3 万元，迈入高端纯电市场，已于本月正式上市。闪电猫、朋克猫预计将在年内陆续上市，进一步丰富高端产品矩阵。

结构转型期，看好坦克品牌下半年加速盈利释放。2022Q2 坦克品牌销量占比为 11.9%，同比+5.1pct，下半年随着产销恢复+高盈利品牌占比提升，公司盈利弹性有望加速释放。坦克爆款车型热度持续，坦克 300 边境限定版开售仅 6 分钟，3,000 台订单即全部售罄；根据坦克 APP 订单号推算，坦克 500 累计订单超 5.5 万台，6 月新增订单超 3,100 台，在手订单旺盛推动交付增长，高端化快速提升。预计下半年产能快速爬坡，将驱动 ASP 及利润快速提升。坦克 300 满足 2.0L 且 30 万元以内要求，预计将进一步受益于政策刺激。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	33.77
股票代码：	601633
52 周最高价/最低价：	69.8/21.35
总市值(亿)	3,130.25
自由流通市值(亿)	3,130.25
自由流通股数(百万)	9,269.32



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006
联系电话：

研究助理：胡惠民
邮箱：huhm@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)6月销量点评：销量稳步改善 静待供给提升
2022.07.09
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)5月销量点评：产销改善明显 新品密集推出
2022.06.09
- 【华西汽车】长城汽车(601633.SH)4月销量点评：结构持续改善 高端智能提速
2022.05.10

► 高端智能化引领 硬核技术加速输出

三大平台加速高端化升级，结构持续改善。2022 年上半年，柠檬、坦克及咖啡智能三大平台车型占比达 69%，智能化车型占比提升至 85%，20 万元以上车型销售占比达 14%。公司依托于三大核心技术平台，实现了在动力性能及全速域效率的突破，同时咖啡智能平台在智能驾驶及智能座舱全面赋能，加速车型向智能电动化迈进。

投资建议

公司新产品国内外推广进展顺利，智能电动化新周期开启，新能源智能化车型占比快速提升，豪华化领跑地位愈发清晰，非车业务收入有望加速释放。维持公司盈利预测不变，预计 2022-2024 营业收入为 1,920.5/2,513.3/3,221.8 亿元，归母净利润为 100.6/141.9/180.2 亿元，对应 EPS 为 1.08/1.53/1.94 元，对应 2022 年 7 月 14 日收盘价 33.77 元/股 PE 为 31/22/17 倍，维持“买入”评级。

风险提示

缺芯影响超预期；车市下行风险；WEY、沙龙、哈弗等品牌所在市场竞争加剧，销量不及预期；出海进度不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	103,308	136,405	192,052	251,333	322,176
YoY (%)	7.4%	32.0%	40.8%	30.9%	28.2%
归母净利润(百万元)	5,362	6,726	10,056	14,189	18,019
YoY (%)	19.2%	25.4%	49.5%	41.1%	27.0%
毛利率 (%)	17.2%	16.2%	15.5%	16.6%	17.1%
每股收益 (元)	0.58	0.73	1.08	1.53	1.94
ROE	9.4%	10.8%	13.6%	15.6%	16.1%
市盈率	58.37	46.54	31.13	22.06	17.37

资料来源: Wind, 华西证券

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	136,405	192,052	251,333	322,176	净利润	6,725	10,056	14,189	18,019
YoY (%)	32.0%	40.8%	30.9%	28.2%	折旧和摊销	5,594	2,374	298	293
营业成本	114,367	162,196	209,528	266,980	营运资金变动	24,734	25,351	14,639	21,080
营业税金及附加	4,234	5,741	8,016	10,276	经营活动现金流	35,316	36,627	26,988	36,506
销售费用	5,192	7,152	9,237	11,758	资本开支	-12,473	262	-1,069	116
管理费用	4,043	4,289	5,932	8,438	投资	402	-5,035	-4,035	-4,035
财务费用	-448	391	171	-178	投资活动现金流	-11,175	-3,236	-2,590	-698
研发费用	4,490	4,747	6,947	10,163	股权募资	807	34	0	0
资产减值损失	-471	56	94	82	债务募资	9,215	2,796	-900	-1,100
投资收益	1,109	1,536	2,513	3,222	筹资活动现金流	-9,632	1,931	-1,876	-2,018
营业利润	6,369	10,310	15,648	20,000	现金净流量	14,316	35,323	22,522	33,790
营业外收支	1,113	430	476	476					
利润总额	7,482	10,740	16,124	20,476	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
所得税	757	684	1,935	2,457	成长能力				
净利润	6,725	10,056	14,189	18,019	营业收入增长率	32.0%	40.8%	30.9%	28.2%
归属于母公司净利润	6,726	10,056	14,189	18,019	净利润增长率	25.4%	49.5%	41.1%	27.0%
YoY (%)	25.4%	49.5%	41.1%	27.0%	盈利能力				
每股收益	0.73	1.08	1.53	1.94	毛利率	16.2%	15.5%	16.6%	17.1%
					净利率	4.9%	5.2%	5.6%	5.6%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	3.8%	4.3%	5.0%	5.2%
货币资金	33,048	68,370	90,892	124,682	净资产收益率 ROE	10.8%	13.6%	15.6%	16.1%
预付款项	1,749	1,750	2,432	3,190	偿债能力				
存货	13,966	16,750	22,409	28,901	流动比率	1.13	1.24	1.24	1.26
其他流动资产	59,603	75,689	94,033	113,229	速动比率	0.97	1.09	1.09	1.11
流动资产合计	108,366	162,559	209,765	270,001	现金比率	0.35	0.52	0.54	0.58
长期股权投资	9,524	10,524	10,524	10,524	资产负债率	64.6%	68.0%	68.0%	67.8%
固定资产	27,441	26,006	26,548	27,919	经营效率				
无形资产	7,091	8,109	8,684	9,104	总资产周转率	0.78	0.83	0.89	0.93
非流动资产合计	67,042	68,896	73,843	78,193	每股指标 (元)				
资产合计	175,408	231,455	283,609	348,194	每股收益	0.73	1.08	1.53	1.94
短期借款	5,204	0	1,100	1,000	每股净资产	6.70	8.00	9.80	12.09
应付账款及票据	63,892	94,058	120,023	153,563	每股经营现金流	3.81	3.95	2.91	3.94
其他流动负债	26,500	37,556	47,916	58,902	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	95,597	131,614	169,039	213,464	估值分析				
长期借款	8,656	16,656	14,656	13,656	PE	46.54	31.13	22.06	17.37
其他长期负债	9,026	9,026	9,026	9,026	PB	7.24	4.22	3.44	2.79
非流动负债合计	17,683	25,683	23,683	22,683					
负债合计	113,280	157,297	192,721	236,147					
股本	9,236	9,269	9,269	9,269					
少数股东权益	4	4	4	4					
股东权益合计	62,128	74,158	90,888	112,047					
负债和股东权益合计	175,408	231,455	283,609	348,194					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。