

长城汽车 (601633)

证券研究报告

2022年08月10日

7月产销稳健增长，供应链持续修复，金九银十可期

7月产销量同比均延续正增长，淡季表现超预期，海外销量创本年新高。

2022年8月8日，长城汽车公布7月产销快报。公司7月实现销量101920辆，同比+11.32%，环比+0.73%；7月实现产量102226辆，同比+15.02%，环比-0.13%。

2022年1-7月累计实现销量620445辆，同比-12.58%。五个子品牌中坦克、欧拉品牌的7月销量同比增幅居前，哈弗、WEY品牌7月销量环比正增长。具体来看，**哈弗品牌**7月销量为61279辆，同比+7.14%，环比+19.51%，其中哈弗H6销售27,638辆，同比增长7.35%，哈弗大狗销售10,610辆，同比增长45.36%；**WEY品牌**7月销量为3034辆，同比-24.26%，环比+5.09%；**长城皮卡**7月销量为16305辆，同比-7.53%，环比-23.27%，其中，长城炮销售10,490辆，同比增长4.84%，累计24个月销量过万，继续领跑中国皮卡市场；**欧拉品牌**7月销量为8829辆，同比+21.76%，环比-23.33%；**坦克品牌**7月销量达12473辆，同比+128.03%，环比-12.52%，其中，坦克300销售9,955辆，同比增长81.99%，坦克500销售2,518辆。**海外方面**，7月公司海外销量达14,710辆，同比增长18.27%，创今年新高。7月为汽车行业的产销淡季，我们认为考虑到季节性因素的影响，公司7月产销表现超预期。

智能化、电动化稳步推进，销量伴随产能修复持续爬坡。

2022年7月，公司20万元以上车型销售占比达15.17%，智能化车型销量占比达88.32%，基于柠檬、坦克和咖啡智能三大技术品牌打造的车型销售占比达75.8%。**坦克品牌**加速放量，高端越野品类有望推动公司产品及利润结构不断优化。**WEY品牌**坚定电动化转型，旗下的“咖啡系列”车型作为长城汽车智能化成果的载体，我们认为WEY牌“0焦虑智能电动”的品类战略有望伴随拿铁DHT-PHEV车型的上市持续被验证，销量亦有进一步提升空间。**欧拉品牌**精准定位女性用户群体，深耕细分市场，独树一帜的品牌及产品定位有望助力长城汽车形成差异化竞争优势，在国内新能源汽车市场的激烈竞争中占据一席之地。我们认为，7月产销数据可以体现出公司的产能及物料供应情况自4月上海疫情后稳步修复，芯片等关键物料的供应情况在四季度或将不再对公司产销量形成较大扰动。

哈弗H6 DHT版本即将上市，新车型发布周期开启，金九银十可期。

近日，哈弗品牌旗下的明星车型哈弗H6 DHT版本实车曝光，新车预计搭载由1.5T发动机和电机组成的混动系统，并且支持L2级自动驾驶系统，提供综合自动泊车(IAP)、自动倒车辅助系统(ARA)、智能闪避系统(WDS)等多项功能。作为公司燃油车的销量担当，在电动化浪潮中，哈弗H6的销量有所下滑。根据乘联会数据，22H1哈弗H6累计销量为12.35万辆，同比-34.6%。哈弗H6 DHT版本或将于三季度上市，由此哈弗品牌混动化进程开启。我们认为，公司在混动领域技术储备充足，此次明星车型混动化有望加速推进公司电动化进程，具有重要的战略意义。

下半年公司开启新车发布周期。哈弗品牌的另一款重磅产品哈弗酷狗已于7月18日开启预售，并将于8月10日正式上市；7月25日WEY牌旗下的拿铁DHT-PHEV正式上市，拥有“智能DHT串并联+咖啡智能”两大核心科技，定位家庭用户，儿童友好；下半年欧拉旗下的闪电猫、朋克猫、坦克700、WEY牌圆梦、沙龙机甲龙等新车型也有望陆续发布上市。我们认为，下半年新车储备丰富，新车发布有助于维持品牌热度和影响力，供应链及产能修复有望支撑下半年销量增长，即将进入的旺季公司表现值得期待。

投资建议：根据公司22年累计销量及净利润率情况，考虑芯片短缺及原材料价格上涨等因素，考虑公司疫后产销修复情况及后续车型规划，我们预测公司22-24年净利润为90.74亿元、112.03亿元、148.87亿元；22-24年PE对应为32.09倍、25.99

投资评级

行业	汽车/乘用车
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	31.63元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	6,167.55
流通A股股本(百万股)	6,130.88
A股总市值(百万元)	195,079.56
流通A股市值(百万元)	193,919.89
每股净资产(元)	6.98
资产负债率(%)	62.94
一年内最高/最低(元)	69.80/21.35

作者

于特	分析师
SAC执业证书编号: S1110521050003	
yute@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《长城汽车-公司点评:Q2 归母净利润大幅改善，产品结构持续优化带动智能化电动化转型》 2022-07-16
- 2 《长城汽车-公司点评:6月产销破十万，同比正增长，新车发布+政策利好有望共振向上》 2022-07-13
- 3 《长城汽车-公司点评:5月产销环比大幅改善，疫后修复+两项新政，下半年销量可期》 2022-06-10

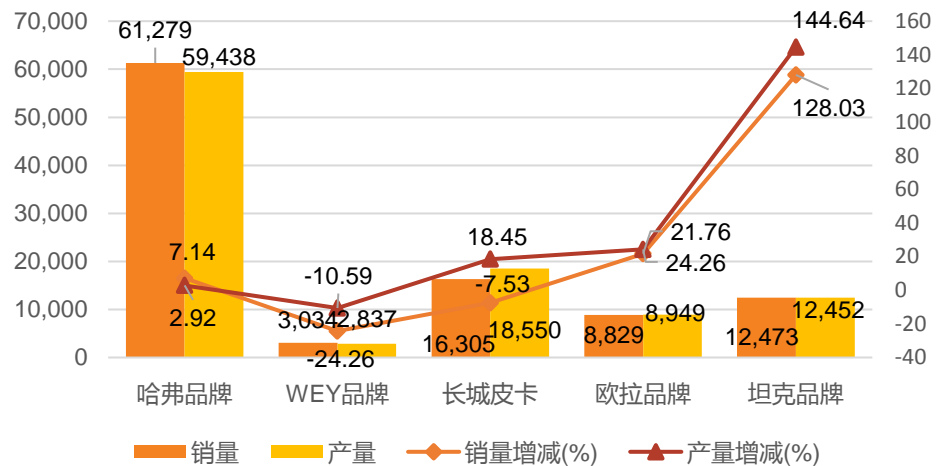
倍、19.56 倍。我们看好公司在细分市场的定位能力，看好“品类定义品牌”策略；看好公司在智能化领域的布局；看好品牌向上转型；公司的混动 DHT 方案、高端智能电动沙龙品牌、坚定加大智能化、电动化领域研发投入，均助力公司长远发展。

风险提示：公司新车交付量不及预期、新能源汽车渗透率增长不及预期、芯片及动力电池等零部件供应不稳定、原材料价格上涨幅度过大、疫情影响车辆销售、新产品推出不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	103,307.61	136,404.66	174,597.97	219,993.44	272,791.87
增长率(%)	7.38	32.04	28.00	26.00	24.00
EBITDA(百万元)	14,508.21	15,766.14	15,528.52	17,340.38	20,439.14
净利润(百万元)	5,362.49	6,726.09	9,074.18	11,203.46	14,887.46
增长率(%)	19.25	25.43	34.91	23.47	32.88
EPS(元/股)	0.58	0.73	0.99	1.22	1.62
市盈率(P/E)	54.30	43.29	32.09	25.99	19.56
市净率(P/B)	5.08	4.69	4.22	3.77	3.29
市销率(P/S)	2.82	2.13	1.67	1.32	1.07
EV/EBITDA	23.42	26.43	15.46	12.28	8.69

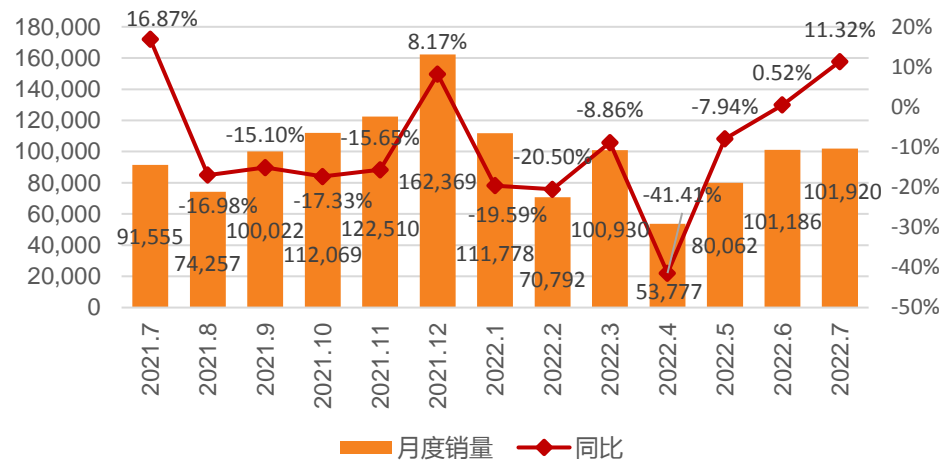
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：长城汽车各子品牌 7 月产销量（单位：辆）及同比增速（%）



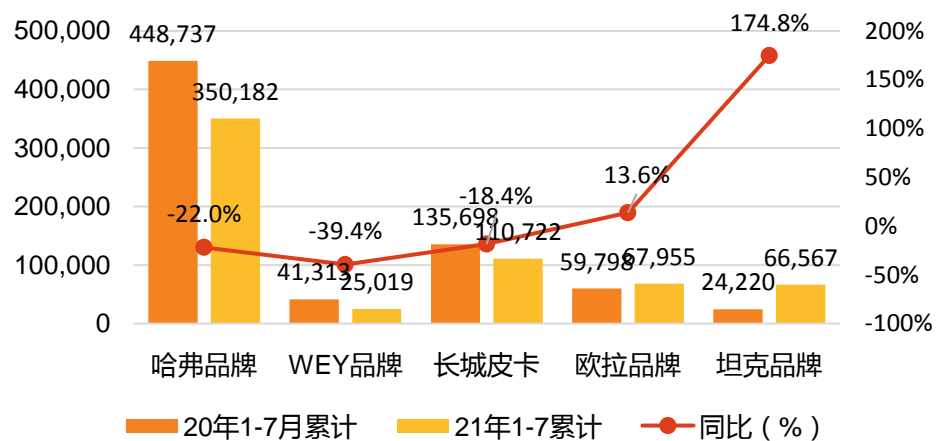
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：长城汽车月销量（单位：辆）及同比增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：长城汽车各子品牌 2022 年 1-7 月累计销量（单位：辆）及同比增速（%）



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,588.46	33,047.56	42,300.88	67,725.63	103,313.40
应收票据及应收账款	3,936.16	8,603.93	7,447.38	12,777.27	12,301.30
预付账款	570.92	1,748.90	332.15	2,491.96	1,272.64
存货	7,497.64	13,966.42	9,275.96	21,631.51	17,237.12
其他	72,310.49	50,726.77	59,462.90	62,412.77	58,745.37
流动资产合计	98,903.67	108,093.57	118,819.27	167,039.14	192,869.82
长期股权投资	8,415.18	9,524.31	12,699.09	15,894.56	18,387.69
固定资产	28,609.22	27,441.39	24,808.97	21,313.05	17,625.17
在建工程	2,936.38	4,467.24	2,692.67	2,063.68	1,697.85
无形资产	9,266.85	14,235.54	15,406.03	16,851.81	18,466.30
其他	5,384.89	11,373.93	3,328.99	1,363.35	(394.95)
非流动资产合计	54,612.52	67,042.41	58,935.75	57,486.46	55,782.06
资产总计	154,011.49	175,408.02	177,755.01	224,525.60	248,651.88
短期借款	7,901.30	5,204.46	484.85	200.00	100.00
应付票据及应付账款	49,841.14	63,892.39	71,314.54	106,409.34	111,546.29
其他	15,395.34	19,112.23	30,377.11	33,146.03	40,448.32
流动负债合计	73,137.78	88,209.08	102,176.50	139,755.37	152,094.61
长期借款	10,777.21	8,656.16	1,100.00	1,100.00	1,100.00
应付债券	0.00	3,476.28	1,158.76	1,545.01	2,060.02
其他	4,726.73	5,550.12	4,389.52	4,888.79	4,942.81
非流动负债合计	15,503.93	17,682.55	6,648.28	7,533.80	8,102.82
负债合计	96,669.64	113,279.54	108,824.78	147,289.17	160,197.43
少数股东权益	0.00	4.10	3.01	1.66	(0.13)
股本	9,175.95	9,235.71	9,205.44	9,205.44	9,205.44
资本公积	1,779.31	4,871.91	4,871.91	4,871.91	4,871.91
留存收益	47,170.22	48,570.21	55,375.85	63,778.44	74,944.04
其他	(783.64)	(553.45)	(525.97)	(621.02)	(566.81)
股东权益合计	57,341.85	62,128.48	68,930.24	77,236.44	88,454.44
负债和股东权益总计	154,011.49	175,408.02	177,755.01	224,525.60	248,651.88

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,362.49	6,725.01	9,074.18	11,203.46	14,887.46
折旧摊销	4,826.01	5,377.37	5,736.67	5,930.70	6,133.72
财务费用	405.64	148.74	(1,017.89)	(1,771.40)	(2,782.45)
投资损失	(1,105.22)	(1,230.62)	(693.67)	(919.72)	(907.50)
营运资金变动	(24,111.12)	42,480.98	14,347.64	14,834.11	21,054.11
其它	19,803.43	(18,185.81)	(1.46)	(1.80)	(2.39)
经营活动现金流	5,181.23	35,315.67	27,445.47	29,275.36	38,382.94
资本支出	10,171.88	10,957.39	3,660.77	2,752.31	3,640.47
长期投资	5,302.53	1,109.13	3,174.77	3,195.48	2,493.13
其他	(27,062.74)	(23,241.27)	(8,093.39)	(8,575.72)	(8,955.15)
投资活动现金流	(11,588.32)	(11,174.75)	(1,257.85)	(2,627.93)	(2,821.55)
债权融资	13,607.36	1,882.63	(14,663.34)	1,672.79	3,693.44
股权融资	(2,695.35)	(36.08)	(2,270.96)	(2,895.47)	(3,667.06)
其他	455.51	(11,478.66)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	11,367.52	(9,632.11)	(16,934.30)	(1,222.68)	26.38
汇率变动影响	0.00	0.00	800.00	266.67	355.56
现金净增加额	4,960.44	14,508.82	10,053.32	25,691.42	35,943.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	103,307.61	136,404.66	174,597.97	219,993.44	272,791.87
营业成本	85,530.96	114,367.47	144,567.12	182,154.57	225,053.29
营业税金及附加	3,191.88	4,234.12	5,521.47	6,860.98	8,534.01
销售费用	4,103.39	5,192.18	5,936.33	8,197.29	9,941.08
管理费用	2,552.67	4,043.07	5,587.13	6,332.12	8,222.26
研发费用	3,067.48	4,489.57	5,237.94	6,790.92	8,527.69
财务费用	396.96	(448.31)	(1,017.89)	(1,771.40)	(2,782.45)
资产/信用减值损失	(711.68)	(593.00)	(619.22)	(641.30)	(617.84)
公允价值变动收益	165.21	306.44	0.00	0.00	0.00
投资净收益	956.39	1,109.11	1,493.67	1,186.39	1,263.05
其他	(1,697.25)	(2,664.75)	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,751.61	6,368.77	9,640.32	11,974.05	15,941.20
营业外收入	493.87	1,160.80	665.60	773.42	866.60
营业外支出	18.19	47.46	28.02	31.22	35.57
利润总额	6,227.29	7,482.10	10,277.89	12,716.24	16,772.23
所得税	864.80	757.09	1,205.17	1,514.58	1,887.16
净利润	5,362.49	6,725.01	9,072.72	11,201.66	14,885.07
少数股东损益	0.00	(1.08)	(1.46)	(1.80)	(2.39)
归属于母公司净利润	5,362.49	6,726.09	9,074.18	11,203.46	14,887.46
每股收益(元)	0.58	0.73	0.99	1.22	1.62

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.38%	32.04%	28.00%	26.00%	24.00%
营业利润	20.41%	10.73%	51.37%	24.21%	33.13%
归属于母公司净利润	19.25%	25.43%	34.91%	23.47%	32.88%
获利能力					
毛利率	17.21%	16.16%	17.20%	17.20%	17.50%
净利率	5.19%	4.93%	5.20%	5.09%	5.46%
ROE	9.35%	10.83%	13.16%	14.51%	16.83%
ROIC	12.46%	10.59%	24.99%	50.53%	-1242.73%
偿债能力					
资产负债率	62.77%	64.58%	61.22%	65.60%	64.43%
净负债率	8.69%	-19.38%	-53.64%	-80.92%	-109.86%
流动比率	1.22	1.13	1.16	1.20	1.27
速动比率	1.13	0.99	1.07	1.04	1.15
营运能力					
应收账款周转率	28.98	21.75	21.75	21.75	21.75
存货周转率	15.04	12.71	15.02	14.24	14.04
总资产周转率	0.77	0.83	0.99	1.09	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.73	0.99	1.22	1.62
每股经营现金流	0.56	3.84	2.98	3.18	4.17
每股净资产	6.23	6.75	7.49	8.39	9.61
估值比率					
市盈率	54.30	43.29	32.09	25.99	19.56
市净率	5.08	4.69	4.22	3.77	3.29
EV/EBITDA	23.42	26.43	15.46	12.28	8.69
EV/EBIT	34.94	39.85	24.51	18.67	12.41

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com