

长城汽车 (601633)

凭借细分赛道爆款 半年报业绩超出预期

事件: 公司公布 2021H1 业绩快报, 实现营收 621.59 亿元, 同比增长 73%; 归母净利润 34.98 亿元, 同比增长 205.19%; 扣非归母净利润 28.31 亿元, 同比增长 252.78%。

2021H1 营收大增 73% 源于销量增长、车型销售结构改善。 公司 H1 实现销量 61.8 万辆, 同比增长 56%, 同时车型结构有很大改善: 今年新增车型坦克 300 销量为 3.3 万辆, 且价格 17.58 万元起, 明显高于公司上半年 10.05 万元的车型均价; 均价较高的长城皮卡炮, 保持月销 1 万辆上下。新车型哈弗大狗、初恋及赤兔针对细分市场, H1 合计贡献 8.2 万辆新增销量。

Q2 销售 28 万辆, 环比 Q1 下降 18%, 但单车售价提升, 营收 310 亿, 环比持平。 由于缺芯影响, 公司产能不能完全释放, 影响终端销量。但均价较高的坦克 300 车型及 Wey 品牌车型销量占比 Q2 环比 Q1 分别提升 2.5% 及 0.6%, 销量结构改善提升单车售价从 Q1 9.18 万元提升至 Q2 11.11 万元。

2021Q2 环比 Q1 盈利能力明显提升。 2021H1 净利润大增 205%, 单车扣非净利润从去年同期 2030 元, 提升至 4579 元, 其中单车扣非净利润 Q2 为 5354 元, 高于 Q1 的 3940 元, 我们认为主要是由于销量的规模效应、销售车辆结构改善、以及缺芯导致供给不足, 终端促销价格回收的原因。

公司车型储备丰富, 中长期发展势头向好。 在向智能电动化转型过程中, 根据需求对产品的定义能力将成为目前阶段车企的核心竞争力, 公司新推出的坦克、欧拉等车型销量增长迅速, 证明了公司的该项能力。21H2 公司将会推出玛奇朵、拿铁、闪电猫、朋克猫等多款产品, 后续还将有坦克 600、坦克 800 以及高端电动沙龙品牌等产品推出, 或将会推动公司品牌上探, 有望带来新的销售增长点。

总体长城汽车的业绩预告利润超出预期。 考虑到二季度为淡季, 叠加芯片短缺、原材料上涨等因素, 投资者对汽车公司二季度业绩预期较低, 而预告为 14.96 亿元, 高于市场预期。前期 7 月 14 日长安业绩公告低于预期导致股价有所调整, 但长城汽车二季度业绩超预期, 给予市场投资者信心。

投资建议: 根据公司上半年销量及净利润率情况, 考虑芯片及原材料价格上涨因素, 我们调整公司 2021 年收入由 1447 亿元增长至 1494 亿元, 归母净利润由 96.4 亿元调至 89.9 亿元, 对应 2021-2022 年 PE 52.2 倍、37.1 倍。我们看好公司在细分市场定位能力, 看好“品类定义品牌”策略; 看好公司在智能化领域的布局; 同时, 公司在新能源领域将推出混动 DHT 方案、高端智能电动沙龙平台, 助力公司长远发展。

风险提示: 汽车芯片供应恢复不及预期、新车型推广及销售不及预期、部分地区由于疫情影响终端销量、业绩预告是初步测算结果, 具体财务数据以公司披露为准。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	96,210.69	103,307.61	149,413.82	205,522.28	242,007.17
增长率(%)	(3.04)	7.38	44.63	37.55	17.75
EBITDA(百万元)	12,507.90	14,508.21	13,350.06	17,904.28	21,624.77
净利润(百万元)	4,496.87	5,362.49	8,992.82	12,673.61	15,721.93
增长率(%)	(13.64)	19.25	67.70	40.93	24.05
EPS(元/股)	0.49	0.58	0.98	1.38	1.71
市盈率(P/E)	104.43	87.58	52.22	37.06	29.87
市净率(P/B)	8.63	8.19	7.50	6.81	6.11
市销率(P/S)	4.88	4.55	3.14	2.29	1.94
EV/EBITDA	5.51	23.42	33.15	22.64	18.85

资料来源: wind, 天风证券研究所

证券研究报告
2021 年 07 月 23 日

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	51.03 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	9,202.88
流通 A 股股本(百万股)	6,078.19
A 股总市值(百万元)	469,622.91
流通 A 股市值(百万元)	310,170.09
每股净资产(元)	6.16
资产负债率(%)	61.27
一年内最高/最低(元)	51.78/11.70

作者

于特	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521050003	
yute@tfzq.com	
陆嘉敏	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520080001	
lujiamin@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《长城汽车-季报点评:Q1 净利同比增 3.5 倍, 迎新一轮强产品周期》 2021-04-22
- 《长城汽车-公司点评:新品周期赋能, Q1 产销创历史新高》 2021-04-09
- 《长城汽车-公司点评:新车周期继续强化, 全车冗余 L3 级自动驾驶发布》 2021-01-10

表 1：长城汽车历年收入及利润（单位：亿元）

	2021H1	2020H1	同比%	2021Q2	2021Q1	2020Q1
营业收入	621.59	359.29	73%	310.42	311.17	124.16
归母净利润	34.98	11.46	205%	18.59	16.39	-6.5
扣非归母净利润	28.3	8.0	253%	15.0	13.4	-7.5

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：长城汽车分品牌历史销量（单位：辆）

	2021H1	2020H1	同比%	2021Q2	2021Q1	2020Q1
哈弗品牌	391,541	262,216	49%	168,813	222,728	106,205
WEY 品牌	22,984	26,639	-14%	11,308	11,676	9,901
长城皮卡	118,066	95,854	23%	58,678	59,388	30,902
欧拉品牌	52,547	9,436	457%	21,864	30,683	2,703
坦克品牌	33,073			18,750	14,323	
总计	618,211	395,097	56%	279,413	338,798	150,332

资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：长城汽车历史单车均价及单车利润

	2021H1	2020H1	2021Q2	2021Q1	2020Q1
单车销售均价（万元）	10.05	9.09	11.11	9.18	8.26
扣非单车净利润（元）	4579	2030	5,354	3,940	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	9,723.31	14,588.46	21,099.30	57,191.88	53,512.64
应收票据及应收账款	3,193.19	3,936.16	6,375.02	7,808.25	8,892.87
预付账款	441.16	570.92	875.77	1,069.29	1,245.63
存货	6,237.19	7,497.64	9,557.57	14,754.69	14,462.66
其他	48,099.74	70,921.05	53,332.50	58,784.90	61,395.42
流动资产合计	67,694.60	97,514.23	91,240.16	139,609.01	139,509.23
长期股权投资	3,112.65	8,415.18	11,415.18	15,220.24	19,256.11
固定资产	29,743.31	28,609.22	28,634.10	27,891.61	26,632.36
在建工程	2,247.37	2,936.38	1,941.83	1,345.10	987.06
无形资产	6,898.93	9,266.85	9,981.08	10,474.19	10,842.50
其他	2,591.98	5,384.89	105.90	(3,160.73)	(6,831.84)
非流动资产合计	44,594.25	54,612.52	52,078.09	51,770.42	50,886.18
资产总计	113,096.41	154,011.49	148,362.56	193,958.30	193,564.72
短期借款	1,180.47	7,901.30	4,417.46	1,000.00	1,000.00
应付票据及应付账款	35,460.43	49,841.14	54,828.28	94,550.24	85,602.70
其他	17,958.90	23,423.27	22,049.99	24,676.94	25,118.69
流动负债合计	54,599.80	81,165.71	81,295.73	120,227.18	111,721.38
长期借款	1,205.66	10,777.21	1,100.00	1,100.00	1,100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,891.72	4,726.73	3,318.01	3,645.49	3,896.74
非流动负债合计	4,097.38	15,503.93	4,418.01	4,745.49	4,996.74
负债合计	58,697.18	96,669.64	85,713.74	124,972.67	116,718.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	9,127.27	9,175.95	9,202.88	9,202.88	9,202.88
资本公积	1,411.25	1,779.31	1,779.31	1,779.31	1,779.31
留存收益	45,512.78	48,949.53	53,445.94	59,782.75	67,643.71
其他	(1,652.07)	(2,562.95)	(1,779.31)	(1,779.31)	(1,779.31)
股东权益合计	54,399.23	57,341.85	62,648.82	68,985.63	76,846.59
负债和股东权益总计	113,096.41	154,011.49	148,362.56	193,958.30	193,564.72

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	4,530.73	5,362.49	8,992.82	12,673.61	15,721.93
折旧摊销	4,593.90	4,826.01	2,851.93	3,124.29	3,385.14
财务费用	335.06	405.64	363.52	284.72	188.48
投资损失	(214.40)	(1,105.22)	(850.00)	(860.00)	(888.80)
营运资金变动	(1,968.39)	(21,182.32)	16,724.00	29,462.36	(11,700.86)
其它	6,695.40	16,874.62	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	13,972.30	5,181.23	28,082.27	44,684.98	6,705.90
资本支出	7,354.71	10,171.88	4,005.20	1,950.70	1,884.91
长期投资	3,112.65	5,302.53	3,000.00	3,805.06	4,035.86
其他	(26,269.05)	(27,062.74)	(11,911.26)	(4,708.50)	(7,808.58)
投资活动现金流	(15,801.68)	(11,588.32)	(4,906.06)	1,047.27	(1,887.81)
债权融资	5,566.12	19,570.44	6,954.44	3,936.30	3,488.41
股权融资	372.56	(523.04)	447.04	(284.72)	(188.48)
其他	(1,994.73)	(7,679.88)	(24,066.85)	(13,291.25)	(11,797.27)
筹资活动现金流	3,943.95	11,367.52	(16,665.38)	(9,639.66)	(8,497.34)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,114.57	4,960.44	6,510.84	36,092.58	(3,679.24)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	96,210.69	103,307.61	149,413.82	205,522.28	242,007.17
营业成本	79,684.49	85,530.96	122,519.33	168,117.22	197,235.84
营业税金及附加	3,168.60	3,191.88	4,631.83	6,371.19	7,493.90
营业费用	3,896.67	4,103.39	5,528.31	7,604.32	8,954.27
管理费用	1,955.45	2,552.67	3,003.22	3,699.40	4,114.12
研发费用	2,716.22	3,067.48	4,333.00	5,960.15	7,018.21
财务费用	(351.03)	396.96	363.52	284.72	188.48
资产减值损失	(503.62)	(676.40)	(250.00)	(150.00)	(160.00)
公允价值变动收益	(73.30)	165.21	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.51	956.39	850.00	860.00	888.80
其他	924.86	(1,732.54)	(1,700.00)	(1,720.00)	(1,777.59)
营业利润	4,776.84	5,751.61	10,134.61	14,495.27	18,051.15
营业外收入	342.12	493.87	460.00	432.00	461.96
营业外支出	18.41	18.19	14.82	17.14	16.72
利润总额	5,100.56	6,227.29	10,579.79	14,910.13	18,496.39
所得税	569.82	864.80	1,586.97	2,236.52	2,774.46
净利润	4,530.73	5,362.49	8,992.82	12,673.61	15,721.93
少数股东损益	33.86	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	4,496.87	5,362.49	8,992.82	12,673.61	15,721.93
每股收益(元)	0.49	0.58	0.98	1.38	1.71

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-3.04%	7.38%	44.63%	37.55%	17.75%
营业利润	-23.35%	20.41%	76.20%	43.03%	24.53%
归属于母公司净利润	-13.64%	19.25%	67.70%	40.93%	24.05%
获利能力					
毛利率	17.18%	17.21%	18.00%	18.20%	18.50%
净利率	4.67%	5.19%	6.02%	6.17%	6.50%
ROE	8.27%	9.35%	14.35%	18.37%	20.46%
ROIC	10.47%	12.46%	17.77%	35.36%	331.23%
偿债能力					
资产负债率	51.90%	62.77%	57.77%	64.43%	60.30%
净负债率	-7.64%	8.69%	-22.58%	-77.20%	-65.10%
流动比率	1.25	1.22	1.18	1.18	1.28
速动比率	1.14	1.13	1.07	1.06	1.15
营运能力					
应收账款周转率	29.44	28.98	28.98	28.98	28.98
存货周转率	18.01	15.04	17.52	16.91	16.57
总资产周转率	0.86	0.77	0.99	1.20	1.25
每股指标(元)					
每股收益	0.49	0.58	0.98	1.38	1.71
每股经营现金流	1.52	0.56	3.05	4.86	0.73
每股净资产	5.91	6.23	6.81	7.50	8.35
估值比率					
市盈率	104.43	87.58	52.22	37.06	29.87
市净率	8.63	8.19	7.50	6.81	6.11
EV/EBITDA	5.51	23.42	33.15	22.64	18.85
EV/EBIT	8.66	34.94	42.15	27.42	22.35

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com