东兴证券 DONGXING SECURITIES

长城汽车（601633）：新组织架构与新平台的效果渐显

2021 年 04 月 07 日

推荐/维持

长城汽车 | 公司报告

事件：公司发布 2020 年报：2020 年实现营收约 1033.1 亿元，增长 7.38%，实现归母净利润 53.6 亿元，增长 18.36%。点评如下：

组织机制、文化与人才的底层变革驱动长城汽车全面转型科技出行公司：2020 年公司提出向全球化科技出行公司转型的目标，随之在组织机制、企业文化和人才等底层架构上进行相应的变革。公司组建了“一车一品牌一公司”的组织结构，强调以用户为中心，围绕市场需求，激发公司的创新源动力。我们认为，这种底层架构的变革影响深远，更加有利于提升公司挖掘蓝海市场的能力和满足市场需求的执行力，以构建公司的长期核心竞争力。

长城炮、哈弗大狗、坦克 300 等车型的推出再次彰显了长城汽车挖掘蓝海市场的敏锐力和执行力：从 1996 年进入皮卡市场，2002 年开拓经济型 SUV 市场，2011 年以哈弗 H6 开拓经济型城市 SUV 市场，长城推出的相应产品长期占据细分市场前列。以用户为中心，围绕市场需求，并迅速满足市场需求已经成为长城汽车基因。2019 年至今推出新一代产品中，长城炮成功引领乘用皮卡市场，月销稳定过万，坦克 300 成功开拓了中高端越野车市场。

新车效应逐渐显现，盈利能力逐步回升：2020 年下半年公司推出全新柠檬平台，公司进入平台化造车新阶段，平台化造车有利于提升各车型间零件通用化率，以降低单车成本，实现规模效应。2020Q3-Q4 综合毛利率分别为 19.0%和 18.3%，较 2019 年同期有明显回升。我们预计，随着平台化车型占比提升，公司盈利能力有望进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 92.8、117.2 和 135.9 亿元，对应 EPS 分别为 1.01、1.28 和 1.48 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 值分别为 34、27 和 23 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：行业需求低迷、公司新车型不及预期、新能源汽车发展不及预期。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	96,210.69	103,307.61	152,256.64	174,934.99	195,560.37
增长率（%）	-3.04%	7.38%	47.38%	14.89%	11.79%
归母净利润（百万元）	4,530.73	5,362.49	9,280.88	11,719.62	13,587.60
增长率（%）	-13.66%	18.36%	73.07%	26.28%	15.94%
净资产收益率（%）	8.27%	9.35%	13.99%	15.16%	15.07%
每股收益(元)	0.49	0.59	1.01	1.28	1.48
PE	70.24	58.34	34.10	26.98	23.28
PB	5.78	5.51	4.77	4.09	3.51

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司是全球知名的 SUV 制造企业，秉承“每天进步一点点”的企业理念，拥有先进的企业文化和管理团队，创建了独具特色的经营和管理模式，经营质量在国内汽车行业首屈一指。*（资料来源：Wind、东兴证券研究所）*

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

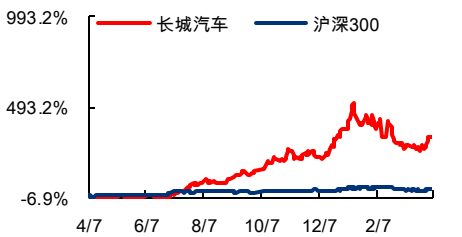
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	49.33-7.43
总市值（亿元）	3,154.69
流通市值（亿元）	2,072.33
总股本/流通 A 股（万股）	917,595/602,773
流通 B 股/H 股（万股）	/309,954
52 周日均换手率	0.54

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：李金锦

lijj-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480521030003

研究助理：张觉尹

021-25102897 zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070035

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	68502	99399	110618	122341	138986
货币资金	9723	14588	18271	26240	39112
应收账款	3193	3936	5631	6326	7072
其他应收款	947	1027	1514	1740	1945
预付款项	441	571	756	967	1202
存货	6237	7498	10826	12316	13742
其他流动资产	11344	11580	13049	13729	14348
非流动资产合计	44594	54613	57748	60413	64195
长期股权投资	3113	8415	9677	11129	12242
固定资产	29743	28609	29873	30586	30749
无形资产	4710	5543	5401	5283	5185
其他非流动资产	0	982	0	0	0
资产总计	113096	154011	168366	182753	203181
流动负债合计	54600	81166	86658	90019	97609
其中：短期借款	1180	7901	6774	7842	7668
应付账款	25440	33185	37216	38487	42943
一年内到期的非流动负债	3180	892	892	892	892
非流动负债合计	4097	15504	15504	15504	15504
长期借款	1206	10777	10777	10777	10777
应付债券					
负债合计	58697	96670	102162	105523	113113
少数股东权益	0	0	20	35	55
实收资本（或股本）	9127	9176	9176	9176	9176
资本公积	1411	1779	1779	1779	1779
未分配利润	38346	40995	49237	59654	71729
归属母公司股东权益合计	54399	57342	66184	77195	90014
负债和所有者权益	113096	154011	168366	182753	203181

现金流量表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13972	5181	15044	17483	25334
净利润	4531	5362	9281	11720	13588
折旧摊销	4556.30	4781.47	3736.72	4286.72	4836.72
财务费用	-351	397	1030	970	893
应收帐款减少	150	-743	-1695	-695	-746
投资活动现金流	-15802	-11588	-9126	-9261	-10988
公允价值变动收益	-73	165	0	0	0
长期投资减少	0	0	-1639	-1904	-1656
投资收益	16	956	120	120	130
筹资活动现金流	3944	11368	-2235	-253	-1475
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	0	0	0	0	0
普通股增加	0	49	0	0	0
资本公积增加	0	368	0	0	0
现金净增加额	2115	4960	3682	7969	12872

利润表					单位:百万元
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	96211	103308	152257	174935	195560
营业成本	79684	85531	123489	140478	156744
营业税金及附加	3169	3192	4720	5423	6062
营业费用	3897	4103	5938	7347	8214
管理费用	1955	2553	3806	4373	4889
财务费用	-351	397	1030	970	893
研发费用	2716	3067	3806	4373	4889
资产及信用减值	-503.6	-676.40	-700.00	-700.00	-700.00
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	120.00	120.00	130.00
加：其他收益	542.70	886.63	886.63	886.63	886.63
营业利润	4777	5752	9764	12267	14177
营业外收入	342.12	493.87	20.00	20.00	21.00
营业外支出	18.41	18.19	15.00	15.00	15.00
利润总额	5101	6227	9769	12272	14183
所得税	570	865	488	552	596
净利润	4531	5362	9281	11720	13588
少数股东损益	34	0	20	15	20
归属母公司净利润	4497	5362	9261	11705	13568

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	-3.04%	7.38%	47.38%	14.89%	11.79%
营业利润增长	-23.35	20.41%	69.77%	25.63%	15.57%
归属于母公司净利润增长	-13.64	19.25%	72.70%	26.39%	15.92%
获利能力					
毛利率(%)	17.18%	17.21%	18.89%	19.70%	19.85%
净利率(%)	4.71%	5.19%	6.10%	6.70%	6.95%
总资产净利润（%）	3.98%	3.48%	5.50%	6.40%	6.68%
ROE(%)	8.27%	9.35%	13.99%	15.16%	15.07%
偿债能力					
资产负债率(%)	52%	63%	61%	58%	56%
流动比率	1.25	1.22	1.28	1.36	1.42
速动比率	1.14	1.13	1.15	1.22	1.28
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.77	0.94	1.00	1.01
应收账款周转率	29	29	32	29	29
应付账款周转率	3.80	3.52	4.33	4.62	4.80
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	1.01	1.28	1.48
每股净现金流(最新摊薄)	0.23	0.54	0.40	0.87	1.40
每股净资产(最新摊薄)	5.96	6.25	7.21	8.41	9.81
估值比率					
P/E	70.24	58.34	34.10	26.98	23.28
P/B	5.78	5.51	4.77	4.09	3.51
EV/EBITDA	34.51	29.35	13.53	16.76	14.23

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	长城汽车（601633）：高瞻远瞩，新平台打开向上空间	2020-12-23
行业深度报告	汽车行业：OTA 催化乘用车消费大变革	2021-01-13
行业普通报告	汽车行业：如何看五菱宏光 MINIEV 月销量破 3 万辆？	2020-12-06
行业普通报告	汽车行业：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环	2020-11-18
行业普通报告	汽车行业：站在新能源车《规划》（至 35 年）上看造车“新势力”发展	2020-11-04
行业普通报告	汽车行业：增值业务谁与争锋，且看经销商的突围	2020-09-25
行业深度报告	从小鹏汽车看全栈开发，能否撑到春暖花开？	2020-09-08
行业普通报告	汽车行业：下半年新能源车型看点有哪些？	2020-08-10
行业普通报告	特斯拉逐步摆脱补贴拐杖，产能瓶颈或持续至 21 年底	2020-07-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

李金锦

南开大学管理学硕士，多年汽车及零部件研究经验，2009 年至今曾就职于国家信息中心，长城证券，方正证券从事汽车行业研究。2021 年加入东兴证券研究所，负责汽车及零部件行业研究。

研究助理简介

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526