长城汽车（601633）

打破合资技术垄断，助力混动产业突破

买入（维持）

2020 年 12 月 15 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	101,366	137,597	156,965
同比（%）	-3.0%	5.4%	35.7%	14.1%
归母净利润（百万元）	4,497	4,994	8,427	11,008
同比（%）	-13.6%	11.0%	68.7%	30.6%
每股收益（元/股）	0.49	0.55	0.92	1.21
P/E（倍）	55.74	50.19	29.74	22.77

投资要点

- **事件要点：**2020 年 12 月 15 日，长城汽车在保定哈弗技术中心全球首发“柠檬混动 DHT”技术，通过高度集成、高效能的双电机混联混动技术，实现全速域、全场景下的经济性和动力性的完美平衡，打破合资品牌技术垄断。以“1-2-3”动力组合的前瞻性技术组合理念，搭建多样化动力组合，突破产品矩阵天花板，积极践行国家发展新能源战略。

- **打破合资品牌技术垄断，实现自主创新突破。**混动市场目前主流方案代表为 1）日产 e-power 串联架构；2）本田 i-MMD 串并联混合架构；3）丰田 THS 动力分流架构。“柠檬混动 DHT”是由长城汽车完全独立自主设计、研发，具备完全自主知识产权的全新架构，打破了合资品牌在该领域的技术垄断，实现了自主品牌创新的突破，是自主崛起的重要力量。

- **全场景覆盖带来更佳体验，“1-2-3”混动组合满足多元化要求。**“柠檬 DHT”系统采用**一个**双电机混联拓扑结构，拥有纯电、混联、串联、能量回收等多种工作模式，实现了城市/郊区/高速工况的全场景覆盖，并以该系统为基础，构建 HEV 和 PHEV **两种**动力架构以及**三套**动力总成，对应不同级别产品，满足用户的多元化选择。

- **三高一低技术路线，经济性及动力性全面占优。**“柠檬 DHT”技术路线满足 1）**高效率**，系统最高效率达到 50%；2）**高集成度**，优于传统方案的“七合一”小型高效动力系统；3）**高续航**，PHEV 车型搭载全球最大动力电池，续航里程达到 200km；4）**低油耗**，城市工况下可以做到 5L/100km。全新双电机拓扑架构的经济性和动力性能测试结果均优于市场主流的串联、串并联及动力分流架构。

- **契合行业技术方向，完善自身产品能源布局。**长城以哈弗+长城炮主攻传统能源 SUV 和皮卡市场，以欧拉+光束 mini（宝马合资）提前布局纯电市场。近期发布的《新能源汽车技术路线图 2.0》强调“扩大混动市场”，混动作为传统燃油车向电动化转型必经之路，兼具前期开发成本低+车企转型压力小+能源环境友好三大特征，长城以自研混动技术突破产品矩阵天花板，未来混动车型量产后有望拓宽产品覆盖面，完善能源布局，多线驱动自身销量提升。

- **投资建议：**预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 PE 为 50.19/29.74/22.77。全面看多整车板块，首推燃油+纯电+混动技术布局全面的长城汽车，维持“买入”评级。

- **风险提示：**乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期.

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.46
一年最低/最高价	7.17/29.90
市净率(倍)	4.21
流通 A 股市值(百万元)	150934.33

基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	57.19
总股本(百万股)	9175.95
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

1、《长城汽车（601633）：H6+大狗+欧拉+炮齐上量，11 月产销靓丽》2020-12-08

2、《长城汽车（601633）：10 月产销超预期，80 亿可转债助力智能化》2020-11-07

3、《长城汽车（601633）：剔除汇兑影响，Q3 依然靓丽》2020-10-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长城汽车三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**68,502**	**69,129**	**89,632**	**109,662**
现金	9,723	7,000	22,080	40,830
应收账款	3,193	2,961	5,395	6,730
存货	6,237	5,687	7,571	9,057
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602
非流动资产	**44,594**	**45,041**	**46,382**	**46,630**
长期股权投资	3,113	1,038	1,383	1,845
固定资产	29,743	28,076	26,707	25,537
在建工程	2,247	4,198	5,758	7,007
无形资产	4,710	5,425	5,913	6,378
其他非流动资产	4,781	6,301	6,619	5,863
资产总计	**113,096**	**114,170**	**136,015**	**156,292**
流动负债	**54,600**	**51,130**	**64,345**	**73,462**
短期借款	1,180	2,398	2,000	2,000
应付账款	35,460	33,816	45,629	53,214
其他流动负债	17,959	13,094	15,891	16,993
非流动负债	**4,097**	**3,609**	**3,749**	**3,819**
长期借款	1,206	1,206	1,206	1,206
其他非流动负债	2,892	2,404	2,544	2,613
负债合计	**58,697**	**54,739**	**68,094**	**77,281**
少数股东权益	0	38	101	184
归属母公司股东权益	54,399	59,393	67,819	78,827
负债和股东权益	**113,096**	**114,170**	**136,015**	**156,292**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,972	3,783	20,619	20,684
投资活动现金流	-15,802	-5,625	-5,420	-2,632
筹资活动现金流	3,944	-881	-119	697
现金净增加额	2,115	-2,723	15,080	18,750
折旧和摊销	4,594	3,344	3,472	3,601
资本开支	1,408	-3,300	-3,300	-3,300
营运资本变动	-1,370	-1,146	10,958	7,797

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**96,211**	**101,366**	**137,597**	**156,965**
减:营业成本	79,684	84,941	113,697	128,285
营业税金及附加	3,169	3,338	4,532	5,169
营业费用	3,897	4,055	5,297	6,357
管理费用	1,955	2,078	2,752	3,061
财务费用	-351	124	57	-263
资产减值损失	-504	-710	-963	-1,099
加:投资净收益	16	51	132	134
其他收益	586	543	543	543
营业利润	**4,777**	**5,807**	**9,948**	**12,949**
加:营业外净收支	324	255	281	254
利润总额	**5,101**	**6,062**	**10,229**	**13,203**
减:所得税费用	570	1,030	1,739	2,112
少数股东损益	34	38	63	83
归属母公司净利润	**4,497**	**4,994**	**8,427**	**11,008**
EBIT	5,062	6,201	10,296	13,007
EBITDA	9,656	9,545	13,769	16,608

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.49	0.55	0.92	1.21
每股净资产(元)	5.96	6.51	7.43	8.64
发行在外股份(百万股)	9127	9176	9176	9176
ROIC(%)	7.5%	8.0%	11.8%	13.0%
ROE(%)	8.4%	8.8%	13.2%	15.0%
毛利率(%)	17.2%	16.2%	17.4%	18.3%
销售净利率(%)	4.7%	5.0%	6.2%	7.1%
资产负债率(%)	51.9%	47.9%	50.1%	49.4%
收入增长率(%)	-3.0%	5.4%	35.7%	14.1%
净利润增长率(%)	-13.6%	11.0%	68.7%	30.6%
P/E	55.74	50.19	29.74	22.77
P/B	4.61	4.22	3.70	3.18
EV/EBITDA	6.32	25.76	16.71	12.75

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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