长城汽车（601633）

“柠檬+坦克+咖啡”助力转型全球科技出行公司

买入（维持）

2020 年 07 月 21 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	91,310	103,012	114,857
同比（%）	-3.0%	-5.1%	12.8%	11.5%
归母净利润（百万元）	4,497	4,427	5,363	7,055
同比（%）	-13.6%	-1.5%	21.1%	31.5%
每股收益（元/股）	0.49	0.48	0.58	0.77
P/E（倍）	22.43	22.78	18.81	14.30

投资要点

- **事件要点：**2020 年 7 月 20 日，长城汽车召开“新技术品牌发布会”，宣布长城向全球化科技出行公司转型，同时发布“柠檬、坦克、咖啡智能”三大技术品牌，建立涵盖汽车研发、设计、生产以及汽车生活的全产业链价值创新技术体系。

- **机制创新+组织变革+文化再造，转型全球科技出行公司。长城秉持“研发过渡投入”原则，致力于打造企业技术核心竞争力，不断驱动品牌价值攀升。1）加快机制创新。**持续提高机制的质量和竞争力，以高质量管理解决动力和活力问题。**2）加速组织变革。**核心是以用户为中心，实现商品和品牌与研发打通+作战流程打通，以数字化方式，形成用户-车企-经销商的联合。**3）持续文化再造。**发布“诚信责任，开放，持续创新，生态共赢”的文化理念，保持开放与包容的团队氛围，吸引科技人才，致力打造核心技术。

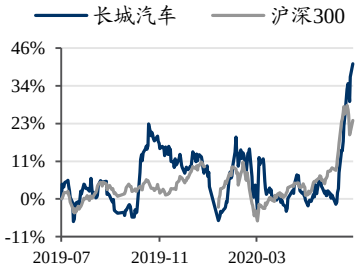
- **打造柠檬+坦克智能模块化车型平台，构建长城产品差异化竞争力。“柠檬”是全球化高智能模块化技术平台，**具有高性能、高安全性、轻量化等特点。涵盖 A0-D 级别车型开发，适配燃油、混动、电动、氢燃料四种动力方案，2025 年**发动机热效率将达 51.5%，领先全球。**以用户为中心，从“乘员安全”、“行人安全”、“车辆安全”三个维度，建立**“全面安全”**理念，有效提高安全系数。**“坦克”是全球化智能专业越野平台，**拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。动力系统采用 2.0T、3.0T 两款 GDIT 发动机和中国首款纵置 9AT 变速器，配备全面的越野配置以及可靠的硬派智能四驱系统，同级别前列，拥有强悍动力、智能化越野模式和极致的越野能力。

- **“交互+AI+生态”为核心变量，“咖啡智能”形成长城未来竞争力。咖啡智能是长城汽车整车智能化品牌，面向未来出行，是驱动长城科技化转型的数字引擎，打造长城未来竞争力。**在智能驾驶领域，基于咖啡智能系统的 L3 级别的自动驾驶采用可拓展架构，将在明年开始不断迭代，未来将成长为 L4 甚至更高级别的自动驾驶。**在智能座舱领域，**智能座舱以多元化移动空间、“端云一体”计算平台、跨系统开放架构形成内核。围绕人、车、路、环境，提供车内 360 度加车外 360 度的 720 度感知，借助“端云一体”超远程感知技术，让单车融入城市大交通智能中。**在电子电器架构方面，**咖啡智能将赋能长城汽车 3.5 及 4.0 代全新电子电器架构，支持千兆以太网、5G、V2X 等。

- **投资建议：**预计 20-22 年营业收入 913.10/1030.12/1148.57 亿元，同比-5.1%/+12.8%/+11.5%，归母净利润 44.27/53.63/70.55 亿元，同比-1.5%/+21.1%/+31.5%，对应 PE 为 22.78/18.81/14.30 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新平台上市的催化，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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.99
一年最低/最高价	7.17/11.10
市净率(倍)	1.88
流通 A 股市值(百万元)	66244.74

基础数据

每股净资产(元)	5.83
资产负债率(%)	48.94
总股本(百万股)	9176.57
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

1、《长城汽车（601633）：6 月产销同比领先行业，长城炮超预期》2020-07-09
2、《长城汽车（601633）：5 月产销同比大幅增长，长城炮超预期》2020-06-10
3、《长城汽车（601633）：4 月国内批发同比转正》2020-05-08

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**	**68,434**	**73,589**	**86,712**
现金	9,723	7,000	9,246	22,046
应收账款	3,193	2,925	4,433	5,431
存货	6,237	5,141	5,742	6,717
其他流动资产	43,598	49,699	49,509	47,602
非流动资产	**44,594**	**45,028**	**46,340**	**46,578**
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	6,289	6,577	5,811
资产总计	**113,096**	**113,462**	**119,929**	**133,291**
流动负债	**54,600**	**50,943**	**51,866**	**58,051**
短期借款	1,180	6,017	2,000	2,000
应付账款	35,460	30,574	34,604	39,462
其他流动负债	17,959	12,710	14,645	15,671
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**	**54,553**	**55,616**	**61,870**
少数股东权益	0	33	74	127
归属母公司股东权益	54,399	58,876	64,239	71,294
负债和股东权益	**113,096**	**113,462**	**119,929**	**133,291**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13,972	204	11,591	14,971
投资活动现金流	-15,802	-5,625	-5,420	-2,632
筹资活动现金流	3,944	2,698	-3,924	460
现金净增加额	2,115	-2,723	2,246	12,799
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	-4,585	3,399	5,161

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**96,211**	**91,310**	**103,012**	**114,857**
减:营业成本	79,684	76,799	86,226	95,132
营业税金及附加	3,169	3,007	3,393	3,783
营业费用	3,897	3,652	4,120	4,594
管理费用	1,955	1,826	2,060	2,297
财务费用	-351	214	243	-26
资产减值损失	-504	-639	-721	-804
加:投资净收益	16	51	132	134
其他收益	586	458	543	543
营业利润	**4,777**	**5,119**	**6,230**	**8,208**
加:营业外净收支	324	255	281	254
利润总额	**5,101**	**5,374**	**6,510**	**8,462**
减:所得税费用	570	914	1,107	1,354
少数股东损益	34	33	40	53
归属母公司净利润	**4,497**	**4,427**	**5,363**	**7,055**
EBIT	5,062	5,604	6,764	8,502
EBITDA	9,656	8,948	10,237	12,104

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.49	0.48	0.58	0.77
每股净资产(元)	5.96	6.42	7.00	7.77
发行在外股份(百万股)	9177	9177	9177	9177
ROIC(%)	7.5%	6.9%	8.1%	9.3%
ROE(%)	8.4%	7.8%	8.7%	10.4%
毛利率(%)	17.2%	15.9%	16.3%	17.2%
销售净利率(%)	4.7%	4.9%	5.2%	6.2%
资产负债率(%)	51.9%	48.1%	46.4%	46.4%
收入增长率(%)	-3.0%	-5.1%	12.8%	11.5%
净利润增长率(%)	-13.6%	-1.5%	21.1%	31.5%
P/E	22.43	22.78	18.81	14.30
P/B	1.84	1.71	1.57	1.41
EV/EBITDA	6.32	11.15	9.10	6.67

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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