

2021年02月08日

证券分析师 黄细里

执业证号：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

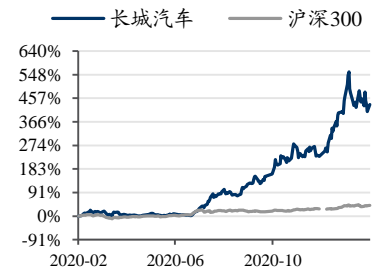
战投地平线，进军芯片产业 买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 96,211 | 103,280 | 143,091 | 173,768 |
| 同比（%） | -3.0% | 7.3% | 38.5% | 21.4% |
| 归母净利润（百万元） | 4,497 | 5,392 | 11,508 | 14,499 |
| 同比（%） | -13.6% | 19.9% | 113.4% | 26.0% |
| 每股收益（元/股） | 0.49 | 0.59 | 1.26 | 1.59 |
| P/E（倍） | 81.70 | 68.14 | 31.92 | 25.34 |

投资要点

- 事件要点:**根据长城和地平线官方公众号，近日，长城汽车完成对汽车智能芯片企业地平线的战略投资。自此，标志着长城汽车正式进军芯片产业。长城汽车将通过战略投资、战略合作及自主研发等方式，在芯片产业快速发展。同时，长城汽车与地平线签署战略合作框架协议，以高级辅助驾驶（ADAS）、高级别自动驾驶和智能座舱方向为重点，共同探索汽车智能科技，开发市场领先的智能汽车产品，快速布局自动驾驶、智能网联等智能化核心技术，加速智能汽车的研发与量产落地。
- 战投 AI 芯片地平线，共同构建全链条自动驾驶 AI 核心技术。在研发合作层面，**长城汽车发挥在汽车制造的领先技术与研发经验，而地平线则发挥在 AI 芯片、视觉感知、高精地图、语音技术等领域的雄厚实力，双方将在辅助驾驶（ADAS）、自动驾驶、智能座舱多模态交互等方面进行重点合作。**在产品合作层面，**地平线基于长城汽车需求，开放由“芯片+算法+工具链”构成的智能汽车基础技术平台，包括智能驾驶 AI 处理器、自动驾驶计算平台、视觉感知算法、多模态交互、地图众包和定位等，充分满足长城汽车对于智能网联汽车制造的多元化需求。
- 地平线作为汽车智能芯片领先企业，芯片设计和 AI 算法实力深厚。**地平线可为长城等车企提供智能计算开发平台，赋能汽车智能化产业升级。**芯片方面：**地平线征程 2 是中国首款车规级 AI 片，可支持 2 个摄像头感知计算，4TOPS/2W，且已实现大规模前装量产。此外在 2020 年，地平线已推出支持 6 个摄像头感知计算，5TOPS/2.5W 的征程 3。随着高级别智能驾驶快速演进，2021 年地平线将推出面向 L3/L4 级别智能驾驶的征程 5 芯片，支持 16 路摄像头感知计算，96 TOPS/15W。根据地平线规划，预计 2023 年还将推出 AI 算力超过 400TOPS、7nm 工艺的征程 6 芯片。**在算法和工具链方面：**2021 年地平线发布全新一代天工开物 AI 开发平台，涵盖了模型仓库（Model Zoo）、AI 芯片工具链（AI Toolchain）及 AI 用开发中间件（AI Express）三大功能模块。在模型仓库上，地平线开放了多套经典的产品算法模型和参考算法；在工具链上，地平线开放覆盖完整 AI 开发流程的全套工具。可视化调优调试工具、丰富的算法样例等实用性特征，可为客户基于自身需求高效敏捷、轻松灵活开展定制化开发提供了可能性。
- 投资建议:**我们预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元，对应 PE 为 68.14/31.92/25.34 倍。全面看多整车板块，首选长城汽车，维持“买入”评级。
- 风险提示:**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期；汇率波动超出预期。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 40.25 |
| 一年最低/最高价 | 7.33/51.72 |
| 市净率(倍) | 6.77 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 242616.09 |

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

- 《长城汽车（601633）：1月同比高增长，坦克300销量破6k》2021-02-08
- 《长城汽车（601633）：Q4业绩超预期！继续重点推荐》2021-01-26
- 《长城汽车（601633）：12月产销继续靓丽，全年超目标》2021-01-09

长城汽车三大财务预测表

| 资产负债表 (百万 元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 68,502 | 69,750 | 94,014 | 121,953 | 营业收入 | 96,211 | 103,280 | 143,091 | 173,768 |
| 现金 | 9,723 | 7,658 | 26,177 | 51,564 | 减:营业成本 | 79,684 | 86,243 | 115,486 | 139,560 |
| 应收账款 | 3,193 | 2,816 | 5,509 | 7,292 | 营业税金及附加 | 3,169 | 3,401 | 4,713 | 5,723 |
| 存货 | 6,237 | 5,774 | 7,690 | 9,853 | 营业费用 | 3,897 | 4,131 | 5,294 | 6,429 |
| 其他流动资产 | 43,598 | 49,699 | 49,509 | 47,602 | 管理费用 | 1,955 | 2,066 | 2,862 | 3,388 |
| 非流动资产 | 44,594 | 45,043 | 46,389 | 46,651 | 财务费用 | -351 | 109 | 11 | -374 |
| 长期股权投资 | 3,113 | 1,038 | 1,383 | 1,845 | 资产减值损失 | -504 | -516 | -1,002 | -1,216 |
| 固定资产 | 29,743 | 28,076 | 26,707 | 25,537 | 加:投资净收益 | 16 | 100 | 132 | 134 |
| 在建工程 | 2,247 | 4,198 | 5,758 | 7,007 | 其他收益 | 586 | 605 | 543 | 143 |
| 无形资产 | 4,710 | 5,425 | 5,913 | 6,378 | 营业利润 | 4,777 | 6,185 | 13,440 | 17,034 |
| 其他非流动资产 | 4,781 | 6,304 | 6,626 | 5,884 | 加:营业外净收支 | 324 | 282 | 281 | 254 |
| 资产总计 | 113,096 | 114,793 | 140,403 | 168,603 | 利润总额 | 5,101 | 6,467 | 13,721 | 17,288 |
| 流动负债 | 54,600 | 51,352 | 65,228 | 78,751 | 减:所得税费用 | 570 | 1,035 | 2,127 | 2,680 |
| 短期借款 | 1,180 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 少数股东损益 | 34 | 41 | 87 | 109 |
| 应付账款 | 35,460 | 34,334 | 46,347 | 57,891 | 归属母公司净利润 | 4,497 | 5,392 | 11,508 | 14,499 |
| 其他流动负债 | 17,959 | 13,161 | 16,024 | 17,471 | EBIT | 5,062 | 6,592 | 13,743 | 16,980 |
| 非流动负债 | 4,097 | 3,609 | 3,749 | 3,819 | EBITDA | 9,656 | 9,936 | 17,215 | 20,581 |
| 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 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 58,697 | 54,961 | 68,977 | 82,569 | 每股收益(元) | 0.49 | 0.59 | 1.26 | 1.59 |
| 少数股东权益 | 0 | 41 | 127 | 236 | 每股净资产(元) | 5.96 | 6.55 | 7.81 | 9.40 |
| 归属母公司股东权益 | 54,399 | 59,791 | 71,298 | 85,797 | 发行在外股份(百万 股) | 9127 | 9176 | 9176 | 9176 |
| 负债和股东权益 | 113,096 | 114,793 | 140,403 | 168,603 | ROIC(%) | 7.5% | 8.6% | 15.3% | 15.8% |
| | | | | | ROE(%) | 8.4% | 9.4% | 17.5% | 18.4% |
| | | | | | 毛利率(%) | 17.2% | 16.5% | 19.3% | 19.7% |
| 现金流量表 (百万 元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 销售净利率(%) | 4.7% | 5.3% | 8.1% | 8.4% |
| 经营活动现金流 | 13,972 | 4,775 | 23,614 | 27,211 | 资产负债率(%) | 51.9% | 47.9% | 49.1% | 49.0% |
| 投资活动现金流 | -15,802 | -5,576 | -5,420 | -2,632 | 收入增长率(%) | -3.0% | 7.3% | 38.5% | 21.4% |
| 筹资活动现金流 | 3,944 | -1,264 | 325 | 809 | 净利润增长率(%) | -13.6% | 19.9% | 113.4% | 26.0% |
| 现金净增加额 | 2,115 | -2,065 | 18,519 | 25,388 | P/E | 81.70 | 68.14 | 31.92 | 25.34 |
| 折旧和摊销 | 4,594 | 3,344 | 3,472 | 3,601 | P/B | 6.75 | 6.14 | 5.15 | 4.28 |
| 资本开支 | 1,408 | -3,300 | -3,300 | -3,300 | EV/EBITDA | 6.32 | 36.39 | 19.91 | 15.45 |
| 营运资本变动 | -1,370 | -594 | 11,070 | 11,726 | | | | | |

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>

