长城汽车（601633）2019 年业绩快报点评

4Q19 单车营收及盈利超预期

强推（维持）

目标价 A 股/港股：12.5 元/8.4 港元

当前价 A 股/港股：8.86 元/5.92 港元

事项：

❖ 公司发布 2019 年业绩快报，总营收 965 亿元/-2.8%、净利 45 亿元/-14%、扣非归母净利 40 亿元/+2.4%。

评论：

❖ **4Q19 单车营收及盈利超预期。**公司年度业绩快报对应 4Q19 营收 339 亿元/+4%、净利 16 亿元/+22%，超市场预期。其中，销量结构优化带动单车营收大幅上升。4Q19 公司销量 34 万辆/-11%，单车营收 10.1 万元，同比+1.5 万元、环比+0.9 万元，同环比提升幅度都较大，主要在于炮、H9、F7x 以及全新 H6 等价格更高的车型占比的提升，以及 WEY 的折扣收回。与此同时，单车净利略降，但好于此前预期，4Q19 为 0.47 万元，同比+0.13 万元、环比-0.14 万元。从单季营业利润 15 亿同比-11%环比-7%，利润总额 16 亿同比-9%环比-4%，净利 16 亿同比+22%环比+12%来看，4 季度所得税/利润总额为 2.2%，较此前 16%水平下降较多，带来最终的净利增长。

❖ **1Q19 轻装上阵。公司 1 月主动批发减量，优化渠道库存，**乘用车批发 6.7 万辆/-33%，上险 9.8 万辆/-29%，考虑出口，估计 1 月渠道库存去化约 3.3 万辆，估计当期库存系数 1.0-1.5，为 2-3 月疫情冲击下的淡季打下较好基础。

❖ **2020 开年接连布局印度、泰国，加码全球化。**1 月 17 日，公司宣布收购通用印度塔里冈工厂，这是通用目前在印度唯一基地，整车产能 13 万，公司拟将该工厂用于生产 SUV 和 EV。2 月 17 日，再宣布收购通用泰国勇罗府工厂，皮卡和 SUV 产能各 10 万。近年，长城加码全球化布局，2019 年俄罗斯工厂已建成投产。至此，公司形成“7 国 10 地”的全球研发格局，“9+5”的全球化生产布局将进一升级为“9+7”。

❖ **不断调整，等待行业景气回归。**公司在过去一轮景气下行中，进行了关键战略、营销体系、商务政策、组织结构等多方位调整，全面提升经营能力，在 2H19 的经营数据中已经有所反映。2020 年公司将上市欧拉 R2，以及 2 款全新 SUV 等车型。我们预计行业景气回归时，公司销量、盈利能力将再上台阶。

❖ **投资建议：**虽然疫情对汽车销量有短期影响，我们对 2020-2021 景气回升趋势判断不变。公司作为自主车企排头兵，近年不断夯实全球化战略，并且进行了战略、营销、组织结构多方位调整。我们按业绩快报上调 2019 年净利预期至 45 亿元，考虑景气向上、2020 年新平台车型及海外进展，将 2020-2021 年归母净利预期由 55 亿、61 亿元调整至 55 亿、73 亿元，增速+23%、+32%，对应当前 A 股 PE 15、11 倍，PB 1.3、1.2 倍、H 股 PE 9、7 倍，PB 0.8、0.7 倍。维持 A 股目标价 12.5 元（20PB 1.8 倍），维持“强推”评级。维持 H 股目标价 8.4 港元（20PB 1.1 倍），维持“强推”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济不及预期、行业销量不及预期、新车销售不及预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	97,800	95,355	107,494	123,618
同比增速(%)	-2.7%	-2.5%	12.7%	15.0%
归母净利润(百万)	5,390	4,492	5,530	7,329
同比增速(%)	3.6%	-13.7%	23.1%	32.5%
每股盈利(元)	0.57	0.49	0.61	0.80
市盈率(倍)	15.5	18.0	14.6	11.0
市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

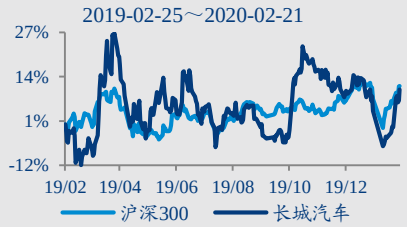
华创证券研究所

证券分析师：张程航
电话：021-20572543
邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com
执业编号：S0360519070003

公司基本数据

总股本(万股)	912,727
已上市流通股(万股)	912,727
总市值(亿元)	808.68
流通市值(亿元)	534.06
资产负债率(%)	46.4
每股净资产(元)	5.8
12 个月内最高/最低价	10.74/6.98

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《长城汽车（601633）12 月销量点评：12 月终端销量大增，批发减量主动去库》 2020-01-10

《长城汽车（601633）重大事项点评：更新股权激励方案，分享成长、释放活力》 2020-01-31

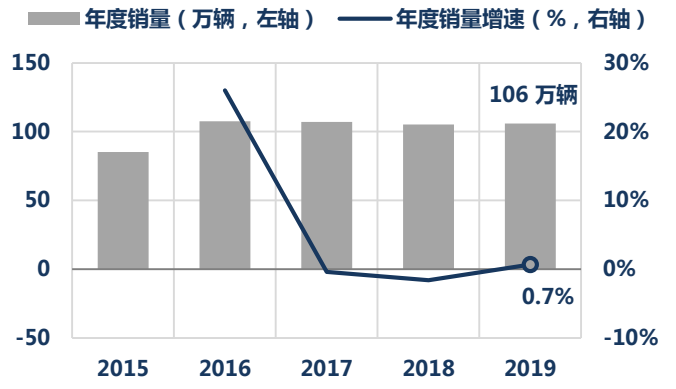
《长城汽车（601633）重大事项点评：1 月继续去库，进军印度加码全球化》 2020-02-13

未经许可，禁止转载

图表 1：长城汽车季度销量及增速

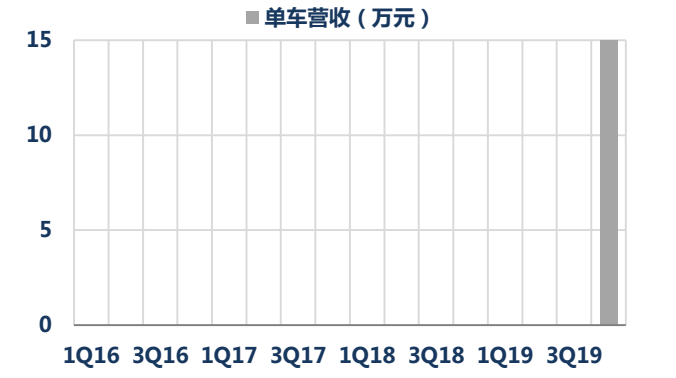
资料来源：公司公告、华创证券

图表 2：长城汽车年度销量及增速



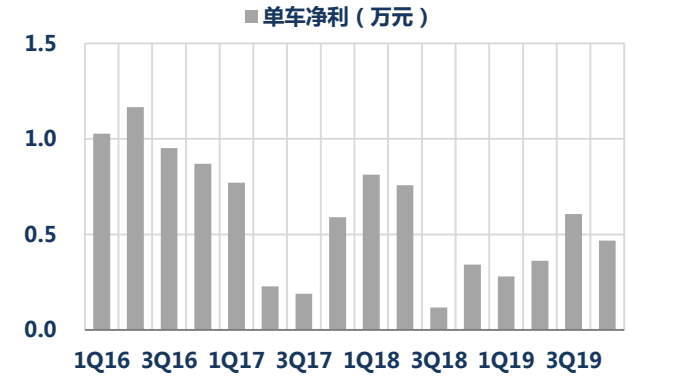
资料来源：公司公告、华创证券

图表 3：长城汽车季度单车营收



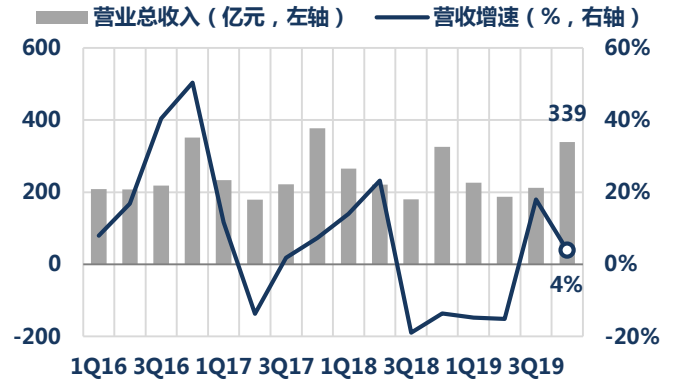
资料来源：公司公告、华创证券

图表 4：长城汽车季度单车净利润



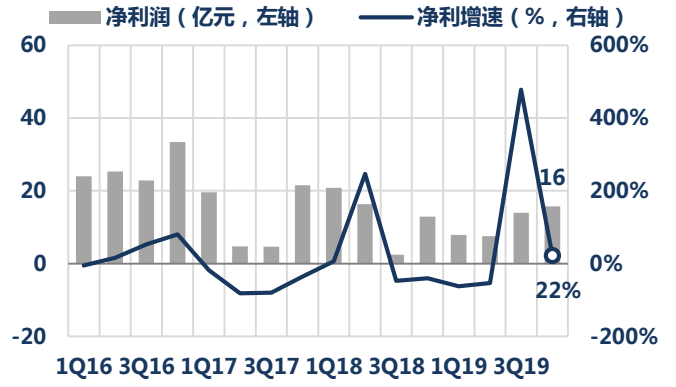
资料来源：公司公告、华创证券

图表 5：长城汽车季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 6：长城汽车季度净利润及增速



资料来源：公司公告、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,682	15,110	27,730	34,236
应收票据	0	0	0	0
应收账款	3,343	2,489	2,650	3,257
预付账款	441	434	483	552
存货	4,445	3,768	3,569	4,589
其他流动资产	50,215	44,658	45,640	47,066
流动资产合计	66,126	66,459	80,072	89,700
其他长期投资	330	326	344	368
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28,994	30,210	31,501	32,198
在建工程	4,406	4,406	4,406	4,906
无形资产	3,391	3,522	3,545	3,568
其他非流动资产	8,553	849	771	781
非流动资产合计	45,674	39,313	40,567	41,821
资产合计	**111,800**	**105,772**	**120,639**	**131,521**
短期借款	12,800	12,800	12,800	12,800
应付票据	4,205	4,008	8,922	10,198
应付账款	25,196	17,636	19,628	22,437
预收款项	0	0	0	0
其他应付款	2,917	2,500	2,500	2,500
一年内到期的非流动负债	239	239	239	239
其他流动负债	9,261	4,429	4,784	5,161
流动负债合计	54,618	41,612	48,873	53,335
长期借款	2,158.00	4,158.00	6,158.00	5,158.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2,335	2,692	2,722	2,755
非流动负债合计	4,493	6,850	8,880	7,913
负债合计	**59,111**	**48,462**	**57,753**	**61,248**
归属母公司所有者权益	52,525	57,115	62,646	69,974
少数股东权益	164	195	240	299
所有者权益合计	**52,689**	**57,310**	**62,886**	**70,273**
负债和股东权益	**111,800**	**105,772**	**120,639**	**131,521**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**19,392**	**6,982**	**14,285**	**10,238**
现金收益	7,776	8,079	9,206	10,564
存货影响	1,130	677	199	-1,021
经营性应收影响	46,608	1,062	-410	-777
经营性应付影响	-7,494	-8,174	6,906	4,085
其他影响	-28,628	5,338	-1,616	-2,613
投资活动现金流	**-10,040**	**-5,510**	**-5,420**	**-4,930**
资本支出	-4,813	-5,285	-5,425	-4,922
股权投资	206	0	0	0
其他长期资产变化	-5,433	-225	5	-8
融资活动现金流	**-6,501**	**5,956**	**3,755**	**1,198**
借款增加	1,593	2,000	2,000	-1,000
股利及利息支付	-2,042	-1,094	-557	-739
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-6,052	5,050	2,312	2,937

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**97,800**	**95,355**	**107,494**	**123,618**
营业成本	81,481	80,164	89,220	101,984
税金及附加	3,627	3,623	4,085	4,697
销售费用	4,575	3,433	3,440	3,709
管理费用	1,676	1,907	2,150	2,472
财务费用	-1,541	-383	-478	-526
资产减值损失	137	-200	200	100
公允价值变动收益	-140	-100	-100	200
投资收益	219	300	600	630
其他收益	176	450	200	100
营业利润	**6,414**	**4,981**	**6,782**	**9,021**
营业外收入	253	213	100	100
营业外支出	8	0	0	0
利润总额	**6,659**	**5,194**	**6,882**	**9,121**
所得税	1,229	670	1,307	1,733
净利润	**5,430**	**4,524**	**5,575**	**7,388**
少数股东损益	40	32	45	59
归属母公司净利润	**5,390**	**4,492**	**5,530**	**7,329**
NOPLAT	4,173	4,191	5,188	6,961
EPS(摊薄)（元）	0.57	0.49	0.61	0.80

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	-2.7%	-2.5%	12.7%	15.0%
EBIT 增长率	-11.4%	-6.0%	33.1%	34.2%
归母净利润增长率	3.6%	-13.7%	23.1%	32.5%
获利能力				
毛利率	16.7%	15.9%	17.0%	17.5%
净利率	5.6%	4.7%	5.2%	6.0%
ROE	10.2%	7.8%	8.8%	10.4%
ROIC	8.6%	7.0%	8.5%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	52.9%	45.8%	47.9%	46.6%
债务权益比	33.3%	34.7%	34.9%	29.8%
流动比率	121.1%	159.7%	163.8%	168.2%
速动比率	112.9%	150.7%	156.5%	159.6%
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	8	11	9	9
应付账款周转天数	117	96	75	74
存货周转天数	22	18	15	14
每股指标(元)				
每股收益	0.57	0.49	0.61	0.80
每股经营现金流	2.12	0.76	1.57	1.12
每股净资产	5.75	6.26	6.86	7.67
估值比率				
P/E	15.5	18.0	14.6	11.0
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	17	17	14	12

资料来源：公司公告，华创证券预测

汽车组团队介绍

组长、高级分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500