

长城汽车

601633

审慎增持 (维持)

19Q2 单车收入和单车盈利环比提升

2019年07月21日

市场数据

市场数据日期	2019-07-21
收盘价(元)	8.29
总股本(百万股)	9127.27
流通股本(百万股)	9127.27
总市值(百万元)	75665.06
流通市值(百万元)	49969.87
净资产(百万元)	53405.55
总资产(百万元)	111480.11
每股净资产	5.85

相关报告

《皮卡和F系列产品上量,公司业绩有望逐季改善》2019-04-30
《长城汽车:18年毛利率承压,19年静待F系列和欧拉放量》2019-03-23
《2月销量超预期,F系列成为新增长主力》2019-03-07

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

王冠桥

wangguanqiao@xyzq.com.cn

S0190515050004

翟伟

zhaiwei@xyzq.com.cn

S0190518060002

研究助理:

董晓彬

dongxiaobin@xyzq.com.cn

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	99230	109801	115627	114451
同比增长	-2.7%	10.7%	5.3%	-1.0%
净利润(百万元)	5207	5305	5635	5965
同比增长	3.6%	1.9%	6.2%	5.9%
毛利率	17.9%	17.4%	17.3%	17.4%
净利润率	5.2%	4.8%	4.9%	5.2%
净资产收益率(%)	14.2%	12.7%	11.8%	11.1%
每股收益(元)	0.57	0.58	0.62	0.65
每股经营现金流(元)	2.16	4.94	0.97	1.30

投资要点

- **公司发布2019年半年度业绩快报:** 预计19H1收入/归母净利/扣非净利分别为413.8/15.3/12.4亿, 同比-15%/-58.6%/-65.4%。
- **19Q2归母净利环比略下滑, 单车收入和单车盈利环比提升。** 公司19H1销量49.4万辆, 同比增4.7%, 表现优于行业。其中19Q2公司销量21.0万, 同比下滑2.4%, 环比下滑26%, 但公司Q2收入/归母净利为187.5亿/7.57亿, 环比下滑17%/2%, 19Q2收入利润环比下滑幅度远小于销量下滑幅度, 主要因公司Q2销售结构改善(高价的WEY系列和欧拉车型销售占比由Q1的14.3%提升至Q2的15.8%, 高毛利的皮卡销售占比由Q1的12.9%提升至13.5%)。公司19Q2单车收入/单车归母净利为8.94万/0.36万, 环比提升12%/32%。
- **19销售目标调整至107万辆, 预计公司19年全年销售及折扣控制均将好于行业。** 公司将2019年销售目标120万辆调整为107万。19H1行业需求的低迷, 以及国五国六切换冲击超出了年初业界对全年销售的预期。我们认为公司的新目标与整体市场环境更加贴合, 有利于公司在有序控制折扣的情况下完成新目标, 在保证市占率的同时拥有较好的盈利。我们预计乘用车行业销量2019年全年同比下滑6%左右, 公司完成107万销售意味着同比增长1.6%, 预计仍将大幅跑赢行业。
- **逆势“开放+变革”, 20/21年有望迎来新周期, 维持“审慎增持”评级。** 短期, 随F系列以及欧拉放量, 公司19年毛利率有望逐季提升。中长期, 公司2018-2019年逆势中更加开放, 加速变革(零部件体系市场化、产能布局全国化, 管理治理引入外部优秀人才, 大力发展氢能源)将进一步提升公司竞争实力。预计公司20年新平台新车型将推出, 21年有望量产与宝马合作车型, 公司有望进入新周期。暂不考虑20/21新品贡献, 我们预计公司2019-2021年归母净利为53.1/56.4/59.7亿。维持“审慎增持”评级

风险提示: 行业大幅下滑; 公司新车销售低于预期; 与宝马合作低于预期

报告正文

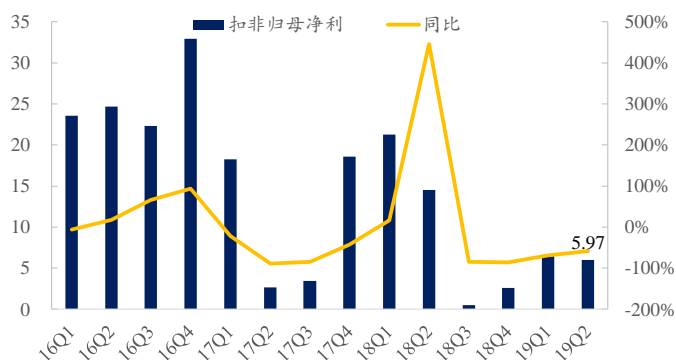
事件

- **公司发布 2019 年半年度业绩快报:** 预计 19H1 收入/归母净利/扣非净利分别为 413.8/15.3/12.4 亿, 同比-15%/-58.6%/-65.4%。

点评

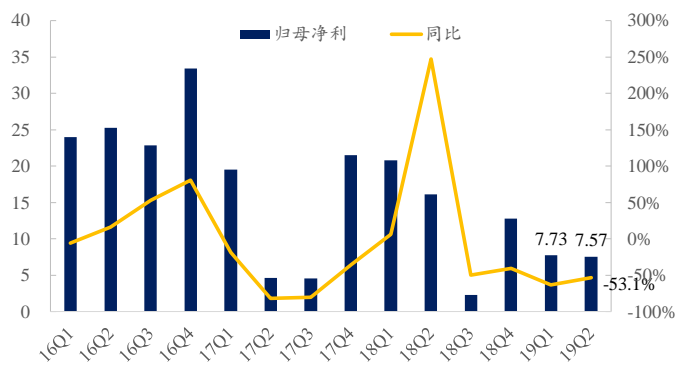
- **19Q2 归母净利环比略下滑, 单车收入和单车盈利环比提升。** 公司 19H1 销量 49.4 万辆, 同比增 4.7%, 表现优于行业。其中 19Q2 公司销量 21.0 万, 同比下滑 2.4%, 环比下滑 26%, 但公司 Q2 收入/归母净利为 187.5 亿/7.57 亿, 环比下滑 17%/2%, 19Q2 收入利润环比下滑幅度远小于销量下滑幅度, 主要因公司 Q2 销售结构改善(高价的 WEY 系列和欧拉车型销售占比由 Q1 的 14.3% 提升至 Q2 的 15.8%, 高毛利的皮卡销售占比由 Q1 的 12.9% 提升至 13.5%)。公司 19Q2 单车收入/单车归母净利为 8.94 万/0.36 万, 环比提升 12%/32%。
- **19 销售目标调整至 107 万辆, 预计公司 19 年全年销售及折扣控制均将显著好于行业。** 公司将 2019 年销售目标 120 万辆调整为 107 万。19H1 行业需求的低迷, 以及国五国六切换冲击超出了年初业界对全年销售的预期。我们认为公司的新目标与整体市场环境更加贴合, 有利于公司在有序控制折扣的情况下完成新目标, 在保证市占率的同时拥有较好的盈利。我们预计乘用车行业销量 2019 年全年同比下滑 6% 左右, 公司完成 107 万销售意味着同比增长 1.6%, 预计仍将大幅跑赢行业。
- **逆势“开放+变革”, 20/21 年有望迎来新周期, 维持“审慎增持”评级。** 短期, 随 F 系列以及欧拉放量, 公司 19 年毛利率有望逐季提升。中长期, 公司 2018-2019 年逆势中更加开放, 加速变革(零部件体系市场化、产能布局全国化, 管理治理引入外部优秀人才, 大力发展氢能源)将进一步提升公司竞争实力, 预计公司 20 年新平台新车型将推出, 21 年有望量产与宝马合作车型, 公司有望进入新周期。暂不考虑 20/21 新品贡献, 我们预计公司 2019-2021 年归母净利为 53.1/56.4/59.7 亿。维持“审慎增持”评级风险提示: 行业大幅下滑; 公司新车销售低于预期; 与宝马合作低于预期。
- **行风险提示:** 行业大幅下滑; 公司新车销售低于预期; 与宝马合作低于预期

图 1、长城分季度扣非归母净利及同比(单位: 亿元, %)



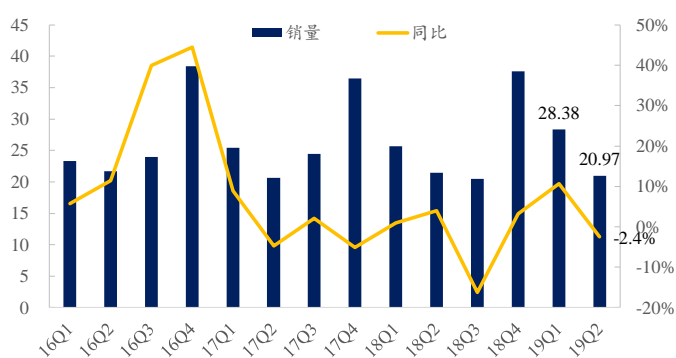
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、长城分季度归母净利润及同比增速(单位: 亿元, %)



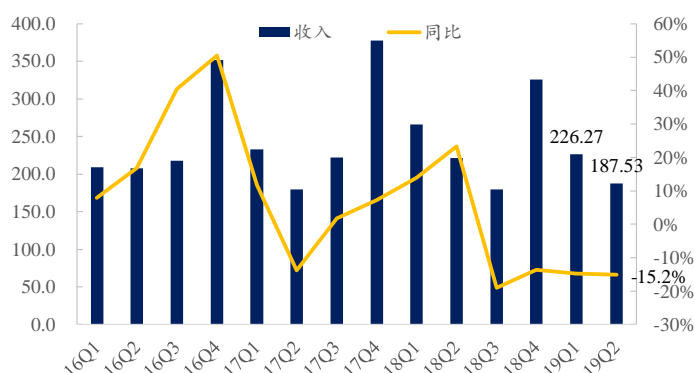
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、长城分季度销量及同比增速(单位: 万辆, %)



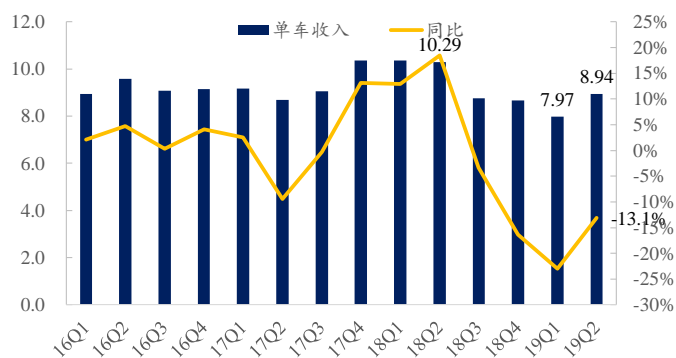
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、长城分季度收入与同比(单位: 亿元, %)



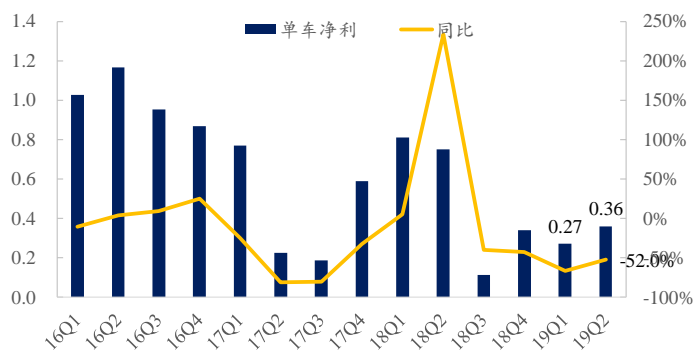
数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、长城分季度单车营收及同比增速(单位: 万, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

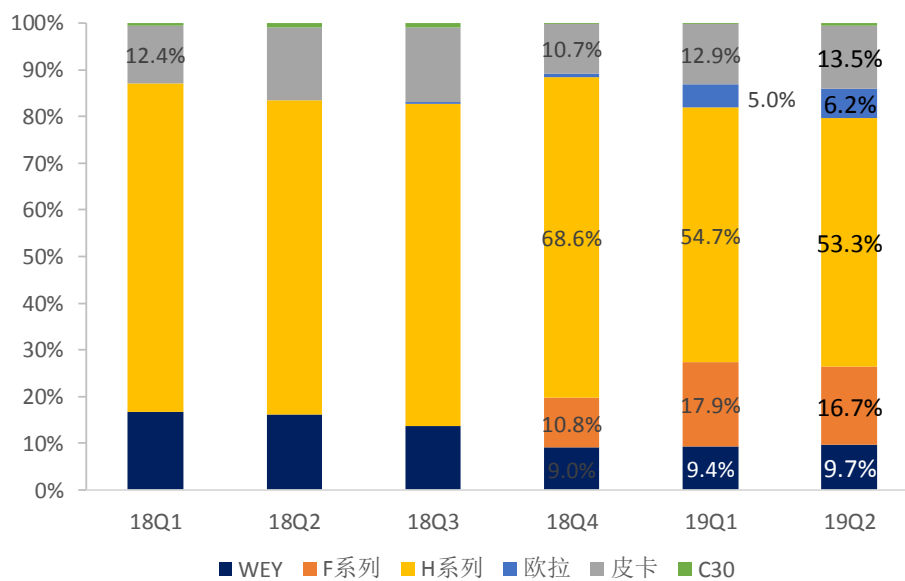
图 6、长城分季度单车归母净利及同比增速(单位: 万, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、长城汽车 2018 年以来分季度各系列车型销售占比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	66126	115942	123279	130528
货币资金	7682	53391	58763	67096
交易性金融资产	3178	1695	1960	2074
应收账款	3343	2529	3025	3050
其他应收款	652	528	596	604
存货	4445	5770	5861	5760
非流动资产	45674	39522	42994	42271
可供出售金融资产	0	4	3	3
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	184	155	160	162
固定资产	28994	30462	33344	33505
在建工程	4406	3486	622	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3391	3356	3318	3278
资产总计	111800	155463	166273	172799
流动负债	54618	57720	60379	59937
短期借款	12800	10788	11833	11646
应付票据	29402	28965	32937	32020
应付账款	0	5085	2678	3089
其他	12417	12883	12931	13182
非流动负债	4493	3283	5789	6781
长期借款	2158	3149	4286	5473
其他	2336	134	1503	1308
负债合计	59112	61004	66168	66718
股本	9127	9127	9127	9127
资本公积	1411	1411	1411	1411
未分配利润	164	25195	30237	35569
少数股东权益	52525	52535	52545	52555
股东权益合计	52689	94460	100105	106080
负债及权益合计	111800	155463	166273	172799

利润表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	99230	109801	115627	114451
营业成本	81481	90728	95567	94489
营业税金及附加	3627	4014	4200	4158
销售费用	4575	5063	5331	5277
管理费用	1676	1855	1839	1706
财务费用	-494	546	575	569
资产减值损失	137	0	101	102
公允价值变动	-140	0	0	0
投资收益	219	40	40	240
营业利润	6232	6308	6718	7125
营业外收入	253	300	300	300
营业外支出	8	48	50	50
利润总额	6477	6560	6968	7375
所得税	1229	1245	1323	1400
净利润	5248	5315	5645	5975
少数股东损益	40	10	10	10
归属母公司净利润	5207	5305	5635	5965
BPS(元)	0.57	0.58	0.62	0.65

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	-2.7%	10.7%	5.3%	-1.0%
营业利润增长率	6.5%	1.2%	6.5%	6.1%
净利润增长率	3.6%	1.9%	6.2%	5.9%
盈利能力				
毛利率	17.9%	17.4%	17.3%	17.4%
净利率	5.2%	4.8%	4.9%	5.2%
ROE	14.2%	12.7%	11.8%	11.1%

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5207	5305	5635	5965
折旧和摊销	3470	3273	3840	4393
资产减值准备	150	-333	-153	95
无形资产摊销	197	143	152	157
公允价值变动损失	-9	0	0	0
财务费用	460	546	575	569
投资损失	-927	-40	-40	-240
少数股东损益	40	10	10	10
营运资金的变动	11330	-3794	1085	944
经营活动产生现金流	19698	45096	8892	11867
投资活动产生现金流	-10040	2215	-5138	-3966
融资活动产生现金流	-6501	-1602	1619	432
现金净变动	2771	45708	5372	8333
现金的期初余额	8621	7682	53391	58763
现金的期末余额	11236	53391	58763	67096

偿债能力

资产负债率	52.9%	39.2%	39.8%	38.6%
流动比率	1.21	2.01	2.04	2.18
速动比率	1.13	1.91	1.95	2.08

营运能力

资产周转率	89.3%	82.2%	71.9%	67.5%
应收帐款周转率	5123.3%	3958.0%	4852.4%	4371.0%

每股资料(元)

每股收益	0.57	0.58	0.62	0.65
每股经营现金	2.16	4.94	0.97	1.30
每股净资产	4.01	4.59	5.21	5.86

估值比率(倍)

PE	14.5	14.3	13.4	12.7
PB	2.1	1.8	1.6	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn