汽车 | 证券研究报告 -- 调整预测

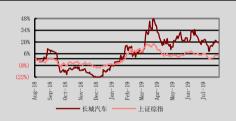
2019年10月28日

601633.SH

买入

原评级: 买入 市场价格:人民币 7.90 板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	45.8	(1.7)	(5.3)	33.2
相对上证指数	25.9	(1.7)	(5.9)	19.7

发行股数(百万)	9,127
流通股 (%)	66
总市值(人民币百万)	72,105
3个月日均交易额 (人民币 百万)	99
净负债比率 (%)(2019E)	净现金
主要股东(%)	
保定创新长城资产管理有限公司	56

资料来源:公司公告,聚源,中银国际证券以2019年10月25日收市价为标准

相关研究报告

《长城汽车——毛利率承压,下半年车市回暖业 绪有望改善》 20190828

《长城汽车——Q4 销量逆势增长,新能源与全球化打开新空间》 20190325

《长城汽车——2月销量回暖明显,新一轮成长起点》20190308

中银国际证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格

汽车:汽车整车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

长城汽车

销量逆势快速增长, Q3 业绩大幅改善

公司发布 2019 年三季报,前三季度实现营业总收入 625.8 亿元,同比下滑 6.1%;归属于上市公司股东净利润 29.2 亿元,同比下滑 25.7%,每股收益 0.32 元,业绩超出我们预期。Q3 公司销量同比与环比均实现快速增长,切换 国六产品折扣回收并加强成本控制,Q3 净利润大幅增长。预计随着行业回暖与新品推出,公司销量与业绩有望持续改善,市占率也有望进一步提升。预计公司 2019-2021 年每股收益为 0.53 元、0.72 元和 0.88 元,维持买入评级。专撑评级的要占

■ 公司销量逆势增长,表现显著优于行业。2019 前三季度公司实现销售 72.4 万辆,同比+7.0%,其中哈弗品牌 52.1 万辆,同比+11.6%,欧拉品牌 3.2 万辆表现优异;WEY品牌销售 7.0 万辆,同比-33.8%,表现不佳;皮卡 9.8 万辆,同比+0.5%。汽车行业受到经济增速放缓,中美贸易摩擦、国六标准切换等因素影响,整体需求较弱,受益哈弗 M6、F5、F7与新能源品牌欧拉贡献增量,公司销量远好于汽车行业 10.3%的 18040 - 1.4 克克比 只是

■ Q3 销量与毛利率提升较快,业绩大幅改善。公司 2019 前三季度收入同比-6.1%,毛利率 15.3%,同比-2.9pct;单车均价 8.5 万元,同比降 1.2 万元;单车盈利 4,029 元,同比下降 1,770 元。车市下行、去国五库存终端力加大与欧拉品牌销量占比提升,前三季度收入、单车均价与强利能力明显下滑。公司前三季度销售费用-22.9%,主要是费用相对加大与欧拉品牌销量占比提升,前三季度收入、单车均价与强利能力,10.0%,一个大多量,146.0%,146.0%主要是有用,142.4%主要是费用相对所有。公司持续投入新平台、新能源、智能驾驶等为创度,146.0%主要是由于汇兑收益以及银行管理费利,以少时,146.0%;要用大幅减少 146.0%主要是由于汇兑收益以及银行管理,以为是品种的支出则归,为有效。其中 Q3 销售 23.1 万辆,同比+12.5%,两比+10.0%;项项下滑。25.7%。其中 Q3 销售 23.1 万辆,同比+12.5%,同比+4.8pct,环比+4.9pct;销售、管理、研发、财务费用分别同比-9.4%、+19.0%、+69.9%、190.5%;四项费用率8.3%,同比-1.9pct;投资净收益1.7 亿,同比+157.6%,预计主要是由于子公司股权变动所致;Q3公司销量实现快速增长,切换图式产产品折扣回收,加强成本控制,Q3 归母净利润同比与环比分别。190.5%;每个190.5%;单车盈利 6,073 元,同比+4,948 元,环比+2,526 元。市占率有望提升,海外市场打开新成长空间。车市销量三季度 60.4%,市上率值销量市占率由 2016 年 58.5%提升至 2019 年前三季度 60.4%,市

■ 市占率有望提升,海外市场打升新成长空间。 年市销量下滑宽于加剧,前十车企销量市占率由 2016 年 58.5%提升至 2019 年前三季度 60.4%,市场集中度提升,弱势车企或逐渐退出市场。公司是国内 SUV 与皮卡龙头车企,销量表现显著优于行业,市占率有望进一步提升。 2019 年 9 月公司定位于中高端皮卡系列长城炮上市,并推出乘用车版、商用车版与新能源版,四季度欧拉 R2 有望上市; 2020 年公司计划推出全新产品 4 款,包括 2 款新平台 SUV,炮越野版与 1 款新能源。随着行业回暖与新品推出,公司销量与业绩有望持续改善。年产能 15 万辆的俄罗斯工厂 2019Q2投产,生产 H9 与 F7,面向俄罗斯与东欧市场,海外销量有望快速增长,公司加速推进全球化战略,打开新成长空间。

法值

公司销量表现显著优于行业,盈利能力修复超此前预期,上调公司盈利预测,预计公司2019-2021年每股收益分别为0.53元、0.72元和0.88元,维持
天入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 车市竞争加剧,销量及盈利能力低于预期;2) 新车销量低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币百万)	101,169	99,230	97,940	108,264	117,710
变动(%)	3	(2)	(1)	11	9
净利润 (人民币 百万)	5,027	5,207	4,802	6,590	8,003
全面摊薄每股收益(人民币)	0.551	0.571	0.526	0.722	0.877
变动(%)	(52.4)	3.6	(7.8)	37.2	21.4
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.479	0.666	0.820
调整幅度(%)			9.8	8.4	7.0
全面摊薄市盈率(倍)	14.3	13.8	15.0	10.9	9.0
价格/每股现金流量(倍)	(67.0)	3.7	17.4	7.4	21.3
每股现金流量(人民币)	(0.12)	2.16	0.45	1.07	0.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	8.3	7.7	5.9	5.2
每股股息(人民币)	0.170	0.290	0.210	0.289	0.351
股息率(%)	2.2	3.7	2.7	3.7	4.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1. 长城汽车单季度业绩

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q3 同比(%)	Q3 环比(%)
营业收入 (亿元)	175.6	322.9	220.9	182.3	211.8	20.7	16.2
销量 (万辆)	20.5	37.6	28.4	21.0	23.1	12.5	10.0
单车均价 (万元/辆)	8.6	8.6	7.8	8.7	9.2	7.3	5.7
净利润 (亿元)	2.3	12.8	7.7	7.4	14.0	506.8	88.2
单车净利 (元/辆)	1124.8	3402.9	2724.3	3547.4	6073.0	439.9	71.2
每股收益 (元)	0.03	0.14	80.0	0.08	0.15	506.8	88.2
						同比增加	环比增加
						百分点	百分点
毛利率(%)	13.7	13.6	13.7	13.6	18.5	4.8	4.9
销售费用率(%)	5.4	4.7	4.6	2.3	4.2	(1.2)	1.9
管理+研发费用率(%)	3.9	3.7	3.7	4.9	4.8	0.9	(0.1)
财务费用率(%)	8.0	(2.9)	(0.3)	(0.1)	(0.6)	(1.4)	(0.5)
四项费用率(%)	10.1	5.4	8.0	7.1	8.3	(1.8)	1.2
净利率(%)	1.4	4.0	3.6	4.2	6.6	5.2	2.4

资料来源:公司公告,中银国际证券

图表 2. 长城汽车 2019 前三季度业绩摘要

(人民币, 亿)	2018 前三季度	2019 前三季度	同比变动(%)
营业总收入	666.4	625.8	(6.1)
营业利润	45.6	33.8	(26.0)
净利润	39.6	29.5	(25.4)
归属于上市公司的净利润	39.3	29.2	(25.7)
扣非后净利润	36.3	25.9	(28.6)
销售成本	535.7	520.8	(2.8)
毛利润	119.4	94.2	(21.1)
销售费用	30.5	23.5	(22.9)
管理费用	10.6	12.9	22.4
研发费用	11.7	14.7	26.0
财务费用	4.5	(2.1)	(146.0)
资产+信用减值损失	1.9	(1.5)	(182.0)
销售费用率(%)	4.6	3.8	
管理费用率(%)	1.6	2.1	
研发费用率(%)	1.8	2.4	
财务费用率(%)	0.7	(0.3)	
毛利率(%)	18.2	15.3	
净利率(%)	6.0	4.7	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



图表 3. 长城汽车 2019 三季度业绩摘要

(人民币, 亿)	2018Q3	2019Q3	同比变动(%)
营业总收入	179.7	212.0	18.0
营业利润	2.1	16.0	664.8
净利润	2.4	14.0	478.0
归属于上市公司的净利润	2.3	14.0	506.8
扣非后净利润	0.5	13.5	2555.7
销售成本	151.6	172.7	13.9
毛利润	24.0	39.2	63.4
销售费用	9.7	8.8	(9.4)
管理费用	3.8	4.5	19.0
研发费用	3.3	5.6	69.9
财务费用	1.5	(1.4)	(190.5)
资产+信用减值损失	1.2	(0.5)	(141.1)
销售费用率(%)	5.4	4.2	
管理费用率(%)	2.1	2.1	
研发费用率(%)	1.8	2.6	
财务费用率(%)	0.8	(0.6)	
毛利率(%)	13.7	18.5	
净利率(%)	1.3	6.6	
			•

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



损益表(人民币 百万)

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	101,169	99,230	97,940	108,264	117,710	税前利润	6,233	6,477	5,811	7,966	9,662
销售成本	(85,873)	(85,108)	(84,883)	(92,364)	(99,794)	折旧与摊销	3,194	3,810	3,828	3,884	3,940
经营费用	(6,493)	(4,503)	(3,745)	(4,385)	(4,662)	净利息费用	218	(111)	200	230	250
息税折旧前利润	8,804	9,619	9,312	11,515	13,254	运营资本变动	(9,495)	9,228	(20,656	(517)	(1,537)
折旧及摊销	(3,194)	(3,810)	(3,828)	(3,884)	(3,940)	税金	(1,173)	(1,189)	(965)	(1,330)	(1,614)
经营利润 (息税前利润)	5,610	5,808	5,484	7,631	9,314	其他经营现金流	(53)	1,482	15,921	(489)	(7,318)
净利息收入/(费用)	(218)	111	(200)	(230)	(250)	经营活动产生的现金流	(1,077)	19,698	4,139	9,744	3,384
其他收益/(损失)	841	558	526	565	598	购买固定资产净值	58	1,976	1,100	900	900
税前利润	6,233	6,477	5,811	7,966	9,662	投资减少/增加	127	217	140	150	160
所得税	(1,190)	(1,229)	(965)	(1,330)	(1,614)	其他投资现金流	(3,241)	(12,233)	4,574	(4,287)	(2,556)
少数股东权益	(16)	(40)	(44)	(46)	(46)	投资活动产生的现金流	(3,056)	(10,040)	5,814	(3,237)	(1,496)
净利润	5,027	5,207	4,802	6,590	8,003	净增权益	(1,552)	(2,650)	(1,921)	(2,636)	(3,201)
核心净利润	5,100	5,254	4,831	6,621	8,034	净增债务	13,199	1,593	(13,823	(623)	(27)
每股收益(人民币)	0.551	0.571	0.526	0.722	0.877	支付股息	0	27	53	103	221
核心每股收益(人民币)	0.559	0.576	0.529	0.725	0.880	其他融资现金流	(5,558)	(5,470)	15	(334)	(472)
每股股息(人民币)	0.170	0.290	0.210	0.289	0.351	融资活动产生的现金流	6,089	(6,501)	(15,676	(3,489)	(3,479)
收入增长(%)	3	(2)	(1)	11	9	现金变动	1,957	3,157	(5,723)	3,018	(1,591)
息税前利润增长(%)	(54)	4	(6)	39	22	期初现金	2,154	4,831	7,682	1,959	4,976
息税折旧前利润增长(%)	(41)	9	(3)	24	15	公司自由现金流	(4,132)	9,657	9,953	6,507	1,888
每股收益增长(%)	(52)	4	(8)	37	21	权益自由现金流	9,206	10,756	(3,670)	6,114	2,111
核心每股收益增长(%)	(52)	3	(8)	37	21	资料来源:公司公告,中银	-			·	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

主要比率 (%)

资产负债表(人民币 百万	7)					年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	盈利能力	2011	20.0	20.02		
现金及现金等价物	4,831	7,682	1,959	4,976	3,386	息税折旧前利润率 (%)	8.7	9.7	9.5	10.6	11.3
应收帐款	50,246	3,994	41,625	26,762	50,569	息税前利润率(%)	5.5	5.9	5.6	7.0	7.9
库存	5,575	4,445	6,865	5,057	7,586	税前利润率(%)	6.2	6.5	5.9	7.4	8.2
其他流动资产	8,641	50,005	23,019	28,408	33,650	净利率(%)	5.0	5.2	4.9	6.1	6.8
流动资产总计	69,293	66,126	73,467	65,204	95,190	流动性					
固定资产	32,597	33,399	30,805	27,959	25,062	流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
无形资产	3,269	5,244	5,111	4,972	4,830	利息覆盖率(倍)	25.7	n.a.	27.4	33.2	37.3
其他长期资产	817	1,084	1,539	1,249	1,391	净权益负债率(%)	17.5	13.7	净现金	净现金	净现金
长期资产总计	36,683	39,727	37,455	34,181	31,283	速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
总资产	110,547	111,800	115,447	104,332	131,594	估值					
应付帐款	31,841	29,402	38,288	30,421	44,795	市盈率 (倍)	14.3	13.8	15.0	10.9	9.0
短期债务	13,038	12,800	992	380	350	核心业务市盈率(倍)	14.1	13.7	14.9	10.9	9.0
其他流动负债	14,002	12,417	18,075	11,357	19,398	市净率(倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
流动负债总计	58,881	54,618	57,354	42,158	64,543	价格/现金流 (倍)	(67.0)	3.7	17.4	7.4	21.3
长期借款	424	2,158	220	190	180	企业价值/息税折旧前利					
其他长期负债	1,984	2,336	1,991	2,104	2,143	润(倍)	9.2	8.3	7.7	5.9	5.2
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	周转率					
储备	40,004	43,660	46,546	50,499	55,300	存货周转天数	24.7	21.5	24.3	23.6	23.1
股东权益	49,131	52,787	55,674	59,627	64,427	应收帐款周转天数	163.8	99.8	85.0	115.3	119.9
少数股东权益	123	164	208	254	300	应付帐款周转天数	110.1	112.6	126.1	115.8	116.6
总负债及权益			115,447	104,332	131,594	回报率					
每股帐面价值(人民币)	5.38	5.78	6.10	6.53	7.06	股息支付率(%)	30.9	50.9	40.0	40.0	40.0
每股有形资产(人民币)	5.02	5.21	5.54	5.99	6.53	净资产收益率(%)	10.4	10.2	8.9	11.4	12.9
每股净负债/(现金)(人民币)	0.95	0.80	(80.0)	(0.48)	(0.31)	资产收益率 (%)	4.5	4.2	4.0	5.8	6.6
资料来源: 公司公告, 中银国	际证券预	页测				已运用资本收益率(%)	2.3	2.0	1.9	2.8	3.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明,本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务,没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员;也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益;本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明,将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告 有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的,请慎重使用所获得的研究报告,以 防止被误导,中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准:

公司投资评级:

买 入: 预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上;

增 持:预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%;

中 性: 预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间;

减 持:预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上;

未有评级:因无法获取必要的资料或者其他原因,未能给出明确的投资评级。

行业投资评级:

强于大市: 预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数;

中 性:预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平;

弱于大市:预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。

未有评级:因无法获取必要的资料或者其他原因,未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数; 新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数; 香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数; 美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告, 具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户; 2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队, 其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础,整合形成证券投资顾问服务建议或产品,提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的,亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策;需充分咨询证券投资顾问意见,独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息,仅供收件人使用。阁下作为收件人,不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人,或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的,中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司(统称"中银国际集团")的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用,并未考虑到任何特别的 投资目的、财务状况或特殊需要,不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据 的要约或邀请,亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报 告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议,阁下 不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何 报告中所指之投资产品之前,就该投资产品的适合性,包括阁下的特殊投资目的、财务状况 及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所裁资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到,但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外,中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告,亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问,本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料,中银国际集团未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的,纯粹为了阁下的方便及参考、连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状,不构成任何保证,可随时更改,毋须提前通知。 本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本 报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证,也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断,可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现,可能在出售或变现投资时存在难度。同样,阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述,阁下须在做出任何投资决策之前,包括买卖本报告涉及的任何证券,寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东 银城中路 200 号 中银大厦 39 楼 邮编 200121

电话: (8621) 6860 4866 传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号中银大厦二十楼电话:(852)39886333致电香港免费电话:

中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065 中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065

新加坡客户请拨打: 800 852 3392

传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号中银大厦二十楼电话:(852) 3988 6333 传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区 西单北大街110号8层

邮编:100032

电话: (8610) 8326 2000 传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury London EC2R 7DB United Kingdom 电话: (4420) 3651 8888

传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号 7 Bryant Park 15 楼 NY 10018

电话: (1) 212 259 0888 传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z 新加坡百得利路四号 中国银行大厦四楼(049908) 电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587 传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371