

2020年2月23日

长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 汽车与汽车零部件



2019 业绩快报符合预期，看好 2Q20E 拐点向上趋势

——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 跟踪报告

跨市场公司简报

◆2019 业绩快报公布

长城汽车公布 2019 业绩快报，预计公司营业总收入同比下降 2.8%至人民币 964.6 亿元，归母净利润同比下降 13.8%至人民币 44.9 亿元。其中，预计 4Q19E 扣非后单车盈利约人民币 4,143 元(vs. 1Q19/2Q19/3Q19 分别约人民币 2,267 元/2,850 元/5,847 元/4,143 元)，4Q19E 扣非后单车盈利的环比回落主要由于年终奖费用计提等因素影响。

◆1-2 月销量受春节与疫情影响，预计全年销量仍有望平稳增长

受春节假期的因素影响，1 月长城批发销量同比下降 28.2%至 8.0 万辆 (vs. 汽车行业同比下降 18.0%)；其中，H 系列同比下降 29.0%至 4.7 万辆 (销量占比约 58.4%)，F 系列同比下降 41.3%至 1.2 万辆 (销量占比约 14.7%)，皮卡系列同比增长 17.1%至 1.3 万辆 (销量占比约 16.7%)。当前长城库存约 1.0M-1.5M；从复工节奏来看，预计 2 月中下旬开始有望逐步恢复正常生产。我们认为疫情或带来全年需求错位影响，看好皮卡销量表现稳健、以及 2H20E 新平台 2 款全新 SUV 车型上市的销量提振影响，维持 2020E 销量预测约 108 万辆 (同比增长 1.9%)。

◆看好 2Q20E 拐点向上趋势，市场对利好政策预期或提振估值

我们判断，1) 预计批发销量或先于终端销量有所恢复 (3 月厂商或压库以减轻 1-2 月批发销量拖累影响)；2) 预计 2Q20E-3Q20E 需求有望逐步回暖 (其中，2Q20E 销量与单车盈利改善空间或最大)；3) 2020/2/20 商务部表示将考虑出台进一步稳定汽车消费的相关政策措施，预计市场对车市边际利好政策的预期或提振估值。

◆维持 H 股至“增持”评级，维持 A 股至“增持”评级

我们维持 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别约人民币 41.6 亿元/44.5 亿元/52.0 亿元。维持 H 股目标价 HK\$6.01 (对应约 11.1x 2020E PE)，维持“增持”评级；维持 A 股目标价至 RMB9.18 (对应约 18.8x 2020E PE)，维持“增持”评级。

◆核心风险提示 受疫情影响的短期销量回落 (1Q20E 销量与盈利下修)；车市边际利好政策不及预期；行业需求恢复不及预期；新车上市不及预期；销量/毛利率承压。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币, 百万元)	101,169	99,230	98,922	101,978	108,701
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	-0.3%	3.1%	6.6%
归母净利润 (人民币, 百万元)	5,027	5,207	4,155	4,448	5,201
归母净利润增长率	-52.4%	3.6%	-20.2%	7.1%	16.9%
EPS (人民币) (摊薄)	0.55	0.57	0.46	0.49	0.57
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.2%	9.9%	7.5%	7.6%	8.5%
P/E (H 股)	9.7	9.3	11.7	10.9	9.4
P/E (A 股)	16.1	15.5	19.5	18.2	15.5

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 2 月 21 日

H 股：增持 (维持)

当前价/目标价：5.92/6.01 港币

A 股：增持 (维持)

当前价/目标价：8.86/9.18 元

分析师

倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nivy@ebsecn.com

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

市场数据

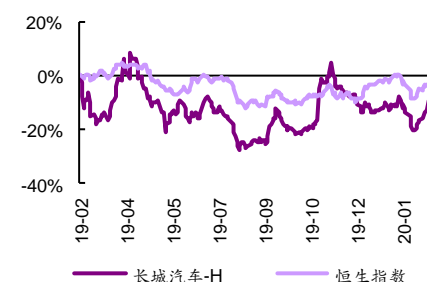
总股本(亿股)：91.27

总市值(亿港元)：775.50

一年最低/最高(港币)：4.64-7.26

近 3 月换手率 (%)：81.74

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.9	-6.6	9.4
绝对	2.8	-3.9	5.1

资料来源: Wind (数据截止至 2020/2/21)

相关研报

《4Q17E 基本面改善，股价短期上涨催化剂

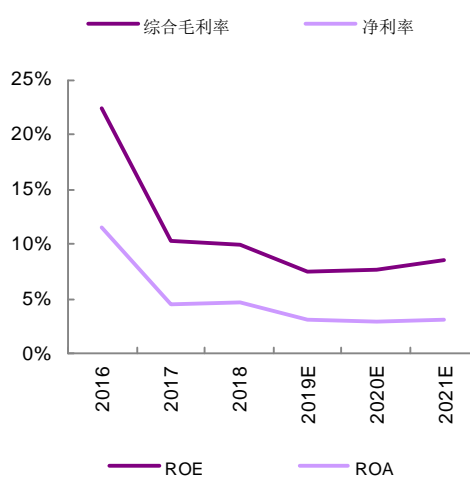
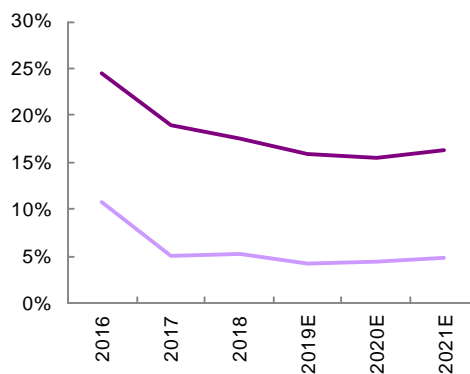
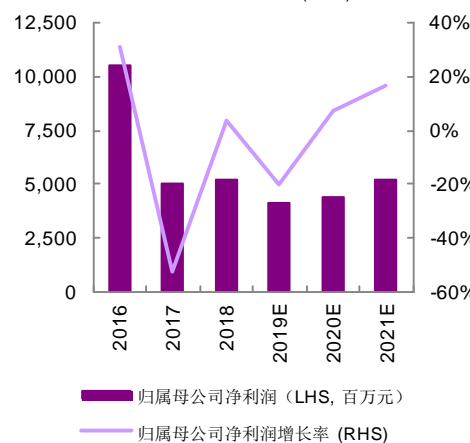
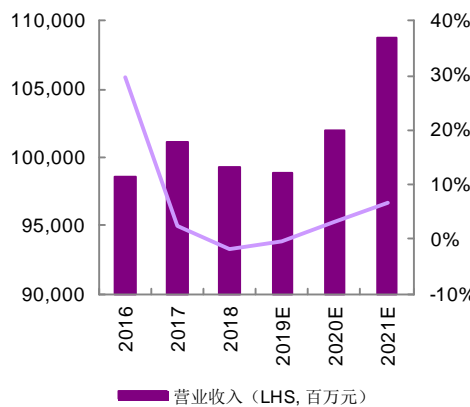
——长城汽车 (2333.HK) 首次覆盖深度报告》

2017-11-03

《2019 年销量数据公布，1H20E 或存去库压力

——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 跟踪报告》

2020-01-10



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	101,169	99,230	98,922	101,978	108,701
营业成本	-81,967	-81,481	-83,199	-86,162	-91,072
税金及附加	-3,906	-3,627	-3,372	-3,434	-3,622
销售及经销费用	-4,406	-4,575	-4,239	-3,925	-4,553
行政及管理费用	-4,963	-3,420	-3,372	-3,434	-3,622
利息及财务费用	-218	123	306	284	516
资产减值损失/投资收益/公允	145	-6	-200	-200	-200
经营性利润	5,854	6,232	4,845	5,107	6,147
净利润	5,043	5,248	4,175	4,468	5,221
少数股东损益	16	40	20	20	20
归属母公司净利润	5,027	5,207	4,155	4,448	5,201

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	110,547	111,800	132,437	153,482	172,634
流动资产	69,293	66,126	86,998	104,473	123,373
库存	5,575	4,445	3,479	4,354	3,925
应收帐款及其他应收款项	50,275	3,995	4,919	6,999	8,656
现金及其等价物	4,831	7,682	5,099	6,271	5,762
其他流动资产	8,612	46,827	73,502	86,850	105,029
非流动资产	41,254	45,674	45,439	49,009	49,261
固定资产	27,718	28,994	29,552	30,261	30,691
在建工程	4,879	4,406	3,360	2,860	2,361
无形资产	3,269	3,391	3,674	3,774	3,869
其他非流动资产	5,388	6,960	6,354	8,614	7,341
总负债	61,289	59,112	76,923	95,194	111,195
无息负债	43,948	44,154	46,923	55,694	61,195
有息负债	17,341	14,958	30,000	39,500	50,000
股东权益	49,258	52,689	55,515	58,288	61,439
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
资本公积	1,411	1,411	1,411	1,411	1,411
盈余公积	5,062	5,629	6,179	6,729	7,279
未分配利润	33,531	36,620	38,697	40,921	43,521
归属本公司股权持有人权益	49,135	52,525	55,415	58,188	61,339
少数股东权益	123	164	100	100	100

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,077	19,698	14,342	11,981	14,559
净利润	5,043	5,248	4,175	4,468	5,221
折旧及摊销	3,088	3,795	3,816	4,204	4,585
净营运资金增加	-9,618	9,625	7,444	3,634	5,291
其他	410	849	-1,093	-325	-538
投资活动产生现金流	-3,056	-10,040	-10,253	-10,232	-10,343
净资本支出	-34,437	-33,920	-25,253	-25,232	-25,343
其他资产变化	31,382	23,880	15,000	15,000	15,000
融资活动现金流	6,089	-6,501	-5,605	-577	-4,724
分配股利/利润或支付利息支付	-3,362	-2,042	-2,647	-2,077	-2,224
期末现金及其等价物	3,844	6,615	5,099	6,271	5,762

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼