

3Q19 业绩超预期，重申市场弹性最大标的之一

——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 2019 年三季度报点评

跨市场公司简报

◆3Q19 业绩超预期

3Q19 营业总收入同比增长 18.0%/环比增长 13.1%至人民币 212.0 亿元，毛利率同比/环比分别上升 3.5 个百分点至 18.5%，扣非后归母净利润同比增长 25.6x/环比增长 1.3x 至人民币 13.5 亿元（对应扣非后单车盈利环比增长 105.2%至人民币 5,847 元），超我们此前预期。国 VI 车型驱动的单车售价回升（同比增长 5%/环比增长 3%）、销量改善（同比增长 12.6%/环比增长 10%）、以及促销折扣企稳/成本控制等是导致 3Q19 业绩超预期的主要原因。

◆3Q19 销量同比增长 12.6%/环比增长 10%

3Q19 公司汽车总销量约 23.1 万辆（同比增长 12.6%/环比增长 10%）；其中，H 系列同比下降 6.9%/环比增长 18.1%至 13.2 万辆，F 系列环比增长 3.7%至 3.6 万辆，皮卡同比增长 1.8%/环比增长 17.7%至 3.3 万辆，WEY 品牌同比下降 17.6%/环比增长 13.3%至 2.3 万辆（H 系列/F 系列/皮卡/WEY 品牌的销量占比分别约 57.3%/15.8%/14.5%/10.0%）；受补贴政策波动，欧拉品牌环比下降 60.0%至 5,173 辆（销量占比约 2.2%）。管理层指引，2020E 主力车型换代、炮/欧拉新车型、以及全新研发平台的 2 款全新 SUV 车型有望上市，我们预计 2019E/2020E 销量分别约 108 万辆/118 万辆。

◆4Q19E 边际改善趋势有望延续，重申市场弹性最大标的之一

我们维持此前判断，1) 3Q19E 行业销量与单车盈利环比改善趋势确立；2) 鉴于年末旺季临近/国 VI 版改款上市提振，预计 4Q19E 终端折扣或维持现有水平，行业销量与单车盈利边际改善趋势有望延续；3) 受益于公司产品结构优化/成本控制、以及 2H18 较低基数（3Q18/4Q18 销量分别约 20.5 万辆/37.6 万辆，3Q18/4Q18 扣非后单车盈利分别约人民币 248 元/649 元），维持公司为 2H19E 行业边际改善驱动的估值扩张/盈利弹性最大标的之一。

◆上调 H 股至“买入”评级，维持 A 股“买入”评级

鉴于 2Q19 盈利修复超预期，上调 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别至人民币 61.2 亿元/68.0 亿元/81.7 亿元。鉴于盈利预测上修，上调 H 股目标价至 HK\$6.45（对应约 7.8x 2020E PE），上调至“买入”评级；上调 A 股目标价至 RMB9.53（对应约 12.8x 2020E PE），维持“买入”评级。

◆核心风险提示 2H19E 行业边际改善不及预期；新能源车型盈利拖累。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币, 百万元)	101,169	99,230	100,589	111,028	134,166
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	1.4%	10.4%	20.8%
归母净利润 (人民币, 百万元)	5,027	5,207	6,124	6,797	8,169
归母净利润增长率	-52.4%	3.6%	17.6%	11.0%	20.2%
EPS (人民币) (摊薄)	0.55	0.57	0.67	0.74	0.90
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.2%	9.9%	10.9%	11.3%	12.6%
P/E (H 股)	8.9	8.6	7.3	6.6	5.5
P/E (A 股)	14.3	13.8	11.8	10.6	8.8

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 25 日

H 股：买入（上调）

当前价/目标价：5.47/6.45 港币

A 股：买入（维持）

当前价/目标价：7.90/9.53 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

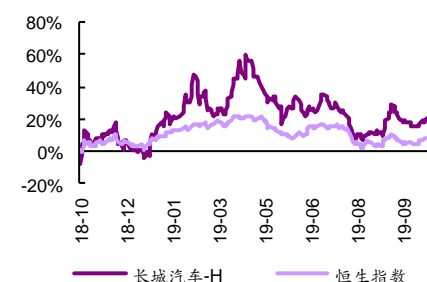
总股本(亿股)：91.27

总市值(亿港元)：697.04

一年最低/最高(港币)：4.02-7.26

近 3 月换手率 (%)：69.48

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.8	4.8	23.3
绝对	4.6	-2.0	28.5

资料来源: Wind

相关研报

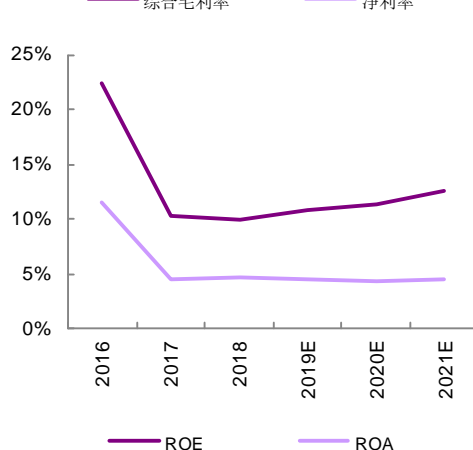
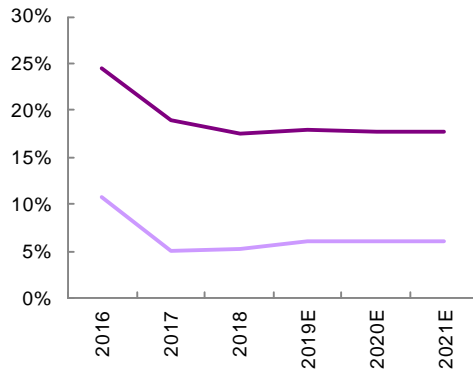
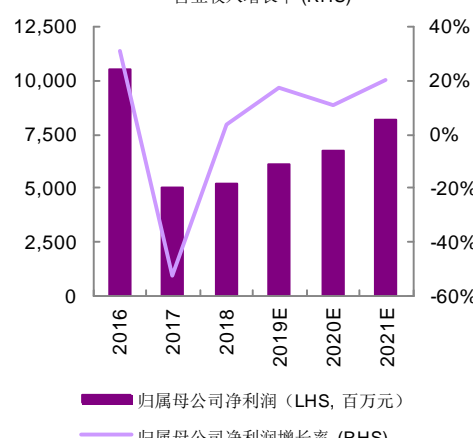
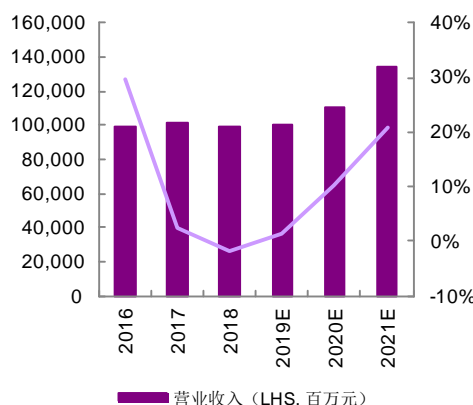
《4Q17E 基本面改善，股价短期上涨催化剂

——长城汽车 (2333.HK) 首次覆盖深度报告》

2017-11-03

《2H19E 边际改善趋势确立，维持市场弹性最大标的之一——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 9 月销量数据点评》

2019-10-14



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	101,169	99,230	100,589	111,028	134,166
营业成本	-81,967	-81,481	-82,530	-91,280	-110,380
税金及附加	-3,906	-3,627	-3,529	-3,830	-4,530
销售及经销费用	-4,406	-4,575	-3,921	-4,256	-5,033
行政及管理费用	-4,963	-3,420	-3,431	-3,724	-4,404
利息及财务费用	-218	123	306	284	216
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	7,286	8,022	9,836
净利润	5,043	5,248	6,127	6,800	8,172
少数股东损益	16	40	3	3	3
归属母公司净利润	5,027	5,207	6,124	6,797	8,169

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	110,547	111,800	136,117	156,248	179,372
流动资产	69,293	66,126	90,503	106,411	128,121
库存	5,575	4,445	4,242	6,497	7,301
应收帐款及其他应收款项	50,275	3,995	5,069	7,904	11,413
现金及其等价物	4,831	7,682	7,132	6,735	8,698
其他流动资产	8,612	46,827	74,060	85,275	100,708
非流动资产	41,254	45,674	45,615	49,837	51,252
固定资产	27,718	28,994	29,552	30,259	30,681
在建工程	4,879	4,406	3,360	2,860	2,361
无形资产	3,269	3,391	3,674	3,775	3,870
其他非流动资产	5,388	6,960	6,529	9,444	9,341
总负债	61,289	59,112	79,618	95,801	114,290
无息负债	43,948	44,154	49,618	56,301	64,290
有息负债	17,341	14,958	30,000	39,500	50,000
股东权益	49,258	52,689	56,499	60,448	65,082
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	39,682	43,080	47,165
归属本公司股权持有人权益	49,135	52,525	56,399	60,348	64,982
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	16,375	11,399	15,201
净利润	5,043	5,248	6,127	6,800	8,172
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	7,819	768	2,732
其他	410	849	-1,388	-373	-288
投资活动产生现金流	-3,056	-10,040	-10,253	-10,233	-10,340
净资本支出	-34,437	-33,920	-25,253	-25,233	-25,340
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	-1,562	-2,898
分配股利/利润或支付利息支付	-3,362	-2,042	-2,647	-3,062	-3,398
期末现金及其等价物	3,844	6,615	7,132	6,735	8,698

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与, 不与, 也将不会与本报告中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 2019 版权所有。

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