

公司研究/季报点评

2019年10月27日

交运设备/汽车整车 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 7.90  
合理价格区间(元): 9.00~9.30

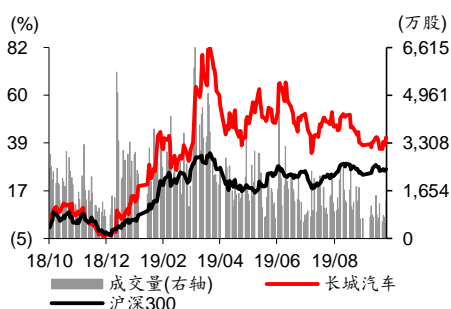
**陈燕平** 执业证书编号: S0570518080002  
研究员 021-38476102  
chenyanping@htsc.com

**刘千琳** 执业证书编号: S0570518060004  
研究员 021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1 《长城汽车(601633 SH,增持): 毛利率趋稳, 单车净利环比提升》2019.08
- 2 《长城汽车(601633,增持): 销量逆势增长, 产能渠道扩张显信心》2019.07
- 3 《长城汽车(601633,增持): 年报符合预期, 期待F系列车型继续发力》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 盈利能力改善, Q3 业绩超预期

## 长城汽车(601633)

### 19Q3 业绩超预期, 维持“增持”评级

10月26日, 公司发布2019年三季报, 19Q3公司实现营收约212亿元, 同比+18%; 实现归母净利润约14亿元, 同比+507%; 扣非归母净利润约13.48亿元, 同比+2557%; 19Q1-3实现营收约625.8亿元, 同比-6.1%; 净利润约29.17亿元, 同比-25.7%。公司Q3累计实现汽车销量约23.05万辆, 同比+12.4%, 受益公司销量增长和国六车型上市, 公司Q3业绩超我们预期。我们认为随着公司哈弗F系列和皮卡系列车型带来的增量贡献, 公司2019-20年销量表现有望继续超越行业, 实现营收和市场份额双提升, 我们维持公司2019-21年EPS分别为0.49/0.60/0.77元, 维持“增持”评级。

### 2019Q3 毛利率改善, 单车净利持续回升

2019Q3公司毛利率为18.49%, 同比+4.84pct, 我们主要得益于公司销量增长、国六车型上市和财务费用降低等因素影响。分季度(19Q1-3)看, 公司毛利率分别为13.72%、13.56%和18.49%, Q3环比显著提升; 单车净利方面, 分别约为2723、3548和6071元, Q3环比+71.13%。考虑需求韧性和基数因素, 我们认为19Q4起行业销量将逐步企稳, 行业企稳有望助力公司盈利能力持续回升。费用率方面, 公司19Q3费用率约为8.28%, 同比-1.91pct, 其中销售费用率2.14%, 同比+0.02pct; 管理费用率(含研发)4.76%, 同比+0.82pct; 财务费用率为-0.64%, 同比-1.91pct。

### 国内产能逆势扩张, 海外市场持续发力

根据公司官网, 2月20日长城控股集团与江苏省泰州市签署合作协议, 长城汽车国内第八个整车项目落地泰州, 将建设汽车整车、内外饰及底盘制造等项目。公司国内现有保定、徐水、天津三大基地, 永川基地将于2019年底建成投产, 另外还规划有张家港、日照和平湖等基地, 未来公司国内将形成八大整车生产基地, 覆盖SUV、皮卡和新能源等多种产品。6月5日, 公司规划年产15万辆的俄罗斯图拉工厂正式竣工投产, 标志公司全球化战略进入全新阶段。我们认为, 在国内行业销量下滑的背景下, 公司产能持续扩张, 持续发力海外市场, 彰显公司长远发展的信心。

### 行业竞争加剧, 全年业绩增长仍有压力

2019年9月, 公司实现销量10万辆, 同比+15.33%, 1-9月累计约72.4万辆, 同比+7%。据中汽协数据, 1-9月乘用车批发销量同比-11.7%, 行业销量下行背景下, 我们预计市场激烈的竞争态势将持续, 我们维持公司2019-21年盈利预测, 预计公司归母净利润分别约44.88/55.08/69.99亿元, 对应EPS分别为0.49/0.60/0.77元, 同行业可比公司2020年平均估值约为10.6X PE, 公司是SUV龙头, 销量增速持续高于行业, 给予公司2020年15-15.5X PE估值, 目标价区间9~9.3元, 维持“增持”评级。

风险提示: SUV市场竞争加剧, 公司新车型推出进度低于预期, 汽车行业发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,127
流通A股(百万股)	6,028
52周内股价区间(元)	5.56-10.55
总市值(百万元)	72,105
总资产(百万元)	98,861
每股净资产(元)	5.81

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,169	99,230	105,080	115,080	124,120
+/-%	2.59	(1.92)	5.90	9.52	7.86
归属母公司净利润(百万元)	5,027	5,207	4,488	5,508	6,999
+/-%	(52.35)	3.58	(13.81)	22.74	27.06
EPS(元, 最新摊薄)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77
PE(倍)	14.34	13.85	16.07	13.09	10.30

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司单季度财务数据

图表1: 公司 2018 年至 2019Q3 单季度财务数据

项目	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业收入 (亿元)	265.73	221.06	179.66	325.85	226.27	187.49	212.02
营业收入 YoY (%)	13.95	23.24	-18.97	-13.66	-14.85	-15.18	18.01
归母净利润 (亿元)	20.81	16.15	2.31	12.81	7.73	7.44	14.00
归母净利润 YoY (%)	6.46	247.22	-49.81	-40.37	-62.84	-53.93	506.82
扣非后归母净利润 (亿元)	21.25	14.53	0.51	2.60	6.43	5.98	13.48
扣非后归母净利润 YoY (%)	16.32	445.81	-85.28	-86.04	-69.72	-58.88	2,555.66
ROE (%)	4.15	3.16	0.45	2.47	1.46	1.42	2.68
扣非后 ROE (%)	4.24	2.84	0.10	0.50	1.21	1.14	2.58
销售毛利率 (%)	20.44	19.24	13.65	13.56	13.72	13.56	18.49
销售净利率 (%)	7.96	7.50	1.38	3.99	3.59	4.16	6.61
经营活动现金净流量 (亿元)	-15.78	157.24	23.13	32.39	-17.36	78.48	37.94
投资活动现金净流量 (亿元)	-28.18	-81.94	1.43	8.28	-25.09	-67.65	-21.98
筹资活动现金净流量 (亿元)	53.94	-40.91	-7.55	-70.48	42.14	-1.27	-2.97

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值 (基于 2019/10/27 收盘价)

股票代码	股票简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601238.SH	广汽集团	12.45	0.90	1.06	1.20	13.83	11.75	10.38
600104.SH	上汽集团	23.07	2.71	2.97	3.21	8.51	7.77	7.19
000625.SZ	长安汽车	7.32	-0.05	0.60	1.02	(146.40)	12.20	7.18
	平均					-41.35	10.57	8.25

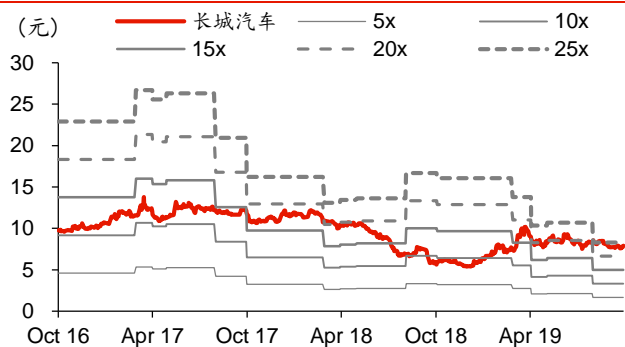
资料来源: Wind 一致预期, 华泰证券研究所

## 风险提示

SUV 市场竞争加剧, 公司新车型推出进度低于预期, 汽车行业发展低于预期。

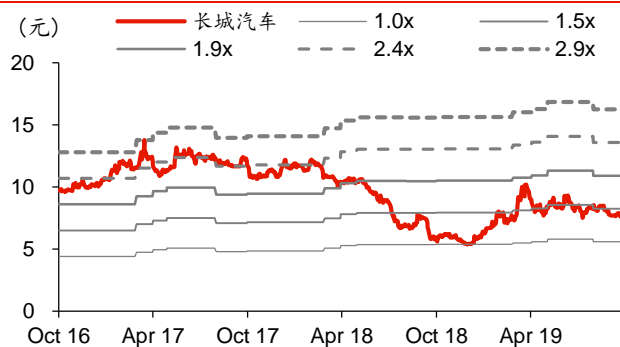
## PE/PB - Bands

图表3: 长城汽车历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 长城汽车历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	69,293	66,126	75,122	84,315	92,650
现金	4,831	7,682	13,483	19,714	26,469
应收账款	873.45	3,343	2,420	3,010	3,307
其他应收账款	326.25	651.74	505.32	593.27	655.25
预付账款	579.54	440.80	656.55	645.15	690.23
存货	5,575	4,445	5,619	5,907	6,254
其他流动资产	57,108	49,563	52,439	54,445	55,274
非流动资产	41,254	45,674	41,037	38,773	36,125
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	27,718	28,994	28,671	27,024	24,705
无形资产	3,269	3,391	3,349	3,302	3,253
其他非流动资产	10,267	13,289	9,017	8,447	8,167
资产总计	110,547	111,800	116,159	123,088	128,775
流动负债	58,881	54,618	56,570	60,850	63,705
短期借款	13,038	12,800	10,788	11,833	11,646
应付账款	0.00	0.00	4,952	2,700	3,355
其他流动负债	45,843	41,818	40,831	46,317	48,705
非流动负债	2,408	4,493	5,049	6,267	7,461
长期借款	423.75	2,158	3,149	4,286	5,473
其他非流动负债	1,984	2,336	1,899	1,982	1,988
负债合计	61,289	59,112	61,619	67,117	71,166
少数股东权益	123.43	163.76	185.93	216.67	256.74
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
留存公积	38,593	42,249	43,827	45,251	46,888
归属母公司股东权益	49,135	52,525	54,354	55,754	57,352
负债和股东权益	110,547	111,800	116,159	123,088	128,775

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,059)	19,698	4,944	10,791	12,708
净利润	5,043	5,248	4,510	5,539	7,039
折旧摊销	3,200	3,882	3,367	3,621	3,787
财务费用	138.60	(493.88)	669.54	584.06	549.66
投资损失	(124.22)	(219.27)	(156.10)	(171.84)	(174.50)
营运资金变动	(9,601)	9,625	(4,020)	1,758	1,654
其他经营现金	283.92	1,656	572.88	(539.32)	(147.32)
投资活动现金	(3,073)	(10,040)	5,230	(2,084)	(1,042)
资本支出	5,822	6,662	750.00	750.00	750.00
长期投资	(2,547)	4,224	(24.64)	3.99	2.11
其他投资现金	201.99	845.60	5,955	(1,330)	(289.99)
筹资活动现金	6,089	(6,501)	(4,373)	(2,476)	(4,911)
短期借款	12,788	(238.01)	(2,012)	1,046	(187.53)
长期借款	373.95	1,734	991.64	1,136	1,188
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,073)	(7,997)	(3,352)	(4,658)	(5,911)
现金净增加额	1,952	2,771	5,801	6,231	6,755

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169	99,230	105,080	115,080	124,120
营业成本	81,967	81,481	88,350	96,330	102,600
营业税金及附加	3,906	3,627	3,954	4,308	4,636
营业费用	4,406	4,575	4,512	5,075	5,467
管理费用	1,598	1,676	2,253	2,185	2,415
财务费用	138.60	(493.88)	669.54	584.06	549.66
资产减值损失	317.08	136.53	242.82	219.76	213.58
公允价值变动收益	175.40	(140.35)	(11.71)	(23.41)	(39.00)
投资净收益	124.22	219.27	156.10	171.84	174.50
营业利润	5,854	6,232	5,243	6,527	8,374
营业外收入	390.69	252.88	297.93	298.37	290.64
营业外支出	11.88	7.85	12.08	10.64	10.65
利润总额	6,233	6,477	5,529	6,815	8,654
所得税	1,190	1,229	1,019	1,276	1,616
净利润	5,043	5,248	4,510	5,539	7,039
少数股东损益	16.09	40.33	22.17	30.74	40.07
归属母公司净利润	5,027	5,207	4,488	5,508	6,999
EBITDA	9,193	9,620	9,280	10,733	12,711
EPS (元, 基本)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.59	(1.92)	5.90	9.52	7.86
营业利润	(52.25)	6.45	(15.87)	24.49	28.30
归属母公司净利润	(52.35)	3.58	(13.81)	22.74	27.06
获利能力 (%)					
毛利率	18.98	17.89	15.92	16.29	17.34
净利率	4.97	5.25	4.27	4.79	5.64
ROE	10.23	9.91	8.26	9.88	12.20
ROIC	10.32	11.61	11.76	15.70	22.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.44	52.87	53.05	54.53	55.26
净负债比率 (%)	22.20	25.71	22.92	24.31	24.34
流动比率	1.18	1.21	1.33	1.39	1.45
速动比率	1.08	1.13	1.23	1.29	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.89	0.92	0.96	0.99
应收账款周转率	143.34	51.23	38.54	49.40	45.54
应付账款周转率	6.56	0.00	35.68	25.18	33.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.12)	2.16	0.54	1.18	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.75	5.96	6.11	6.28
估值比率					
PE (倍)	14.34	13.85	16.07	13.09	10.30
PB (倍)	1.47	1.37	1.33	1.29	1.26
EV_EBITDA (倍)	8.31	7.94	8.24	7.12	6.01

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com