

**投资评级 优于大市 维持**

## 皮卡蝉联龙头，进军印度市场

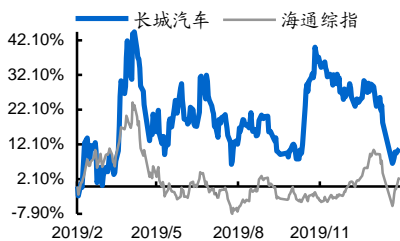
### 股票数据

02月13日收盘价(元)	7.98
52周股价波动(元)	7.03-11.12
总股本/流通A股(百万股)	9127/6028
总市值/流通市值(百万元)	72836/72836

### 相关研究

《主力车型出新，产能加速布局》2019.11.15  
 《“金九”表现强劲，深化智能布局》  
 2019.10.14  
 《产品力助力增长重启》2019.08.29

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.1	-10.3	-17.0
相对涨幅(%)	-6.3	-10.1	-18.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyy12265@htsec.com

联系人:郑蕾

Tel:075523617756

Email:zll12742@htsec.com

### 投资要点:

- **长城汽车1月批发销量8万辆，同比下滑28%，我们判断受2020年春节提前因素所致。**分车型来看，传统主力车型哈弗H6销2.6万辆，F7和M6月销持续破万，为哈弗系列贡献核心支撑；WEY系列累计销量超6千台，表现平淡。新皮卡车型长城炮批发表现亮眼，连续4月批发销量超5千辆，蝉联国内10万元以上皮卡龙头，而长城炮、风骏7及风骏5三款再次包揽国内皮卡热销车型前三名。
- **1月17日，长城与通用汽车签署收购印度塔里冈工厂协议，正式开启进军印度市场的征程。**预计2020年下半年完成交易，收购完成后塔里冈工厂将成为长城汽车海外第二个、全球第十个全工艺整车工厂。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年对应EPS为0.54元、0.77元、1.11元，综合参考整车相关标的，考虑公司是SUV细分领域龙头、新增F系列具备较大销量及利润弹性、且作为纯自主品牌具备较大估值弹性，给予公司2020年PEG 0.56-0.68水平，对应14-17倍PE，合理价值区间为10.78-13.09元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**汽车行业景气度波动。F系列销量爬坡低于预期。公司加大产品优惠幅度以致毛利率大幅下降。

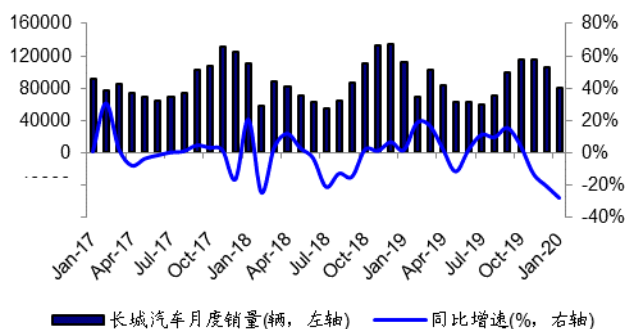
### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101169	99230	104992	123304	137119
(+/-)YoY(%)	2.6%	-1.9%	5.8%	17.4%	11.2%
净利润(百万元)	5027	5207	4888	7009	10168
(+/-)YoY(%)	-52.4%	3.6%	-6.1%	43.4%	45.1%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.57	0.54	0.77	1.11
毛利率(%)	18.9%	17.5%	16.4%	18.5%	20.2%
净资产收益率(%)	10.2%	9.9%	8.9%	11.9%	15.4%

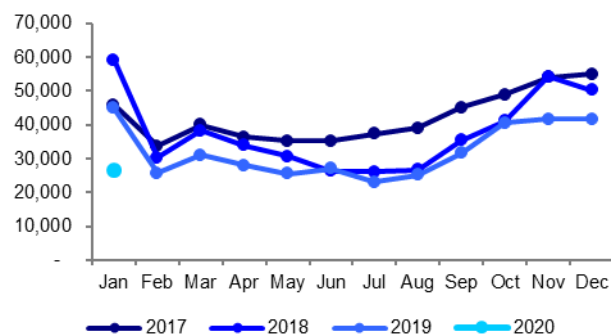
资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

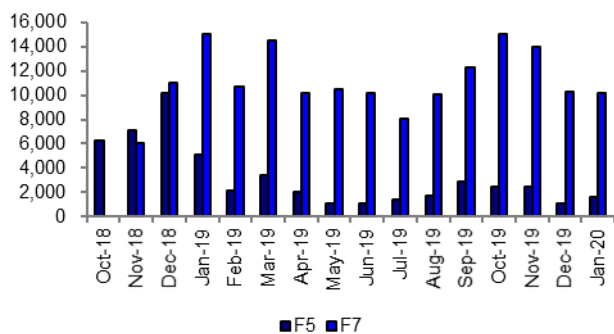
长城汽车 1 月批发销量 8 万辆，同比下滑 28%，我们判断受 2020 年春节提前因素所致。分车型来看，传统主力车型哈弗 H6 销 2.6 万辆，F7 和 M6 月销持续破万，为哈弗系列贡献核心支撑；WEY 系列累计销量超 6 千台，表现平淡。新皮卡车型长城炮批发表现亮眼，连续 4 月批发销量超 5 千辆，蝉联国内 10 万元以上皮卡龙头，而长城炮、风骏 7 及风骏 5 三款再次包揽国内皮卡热销车型前三名，市占率 45%。

**图1 长城汽车月度销量(辆)**


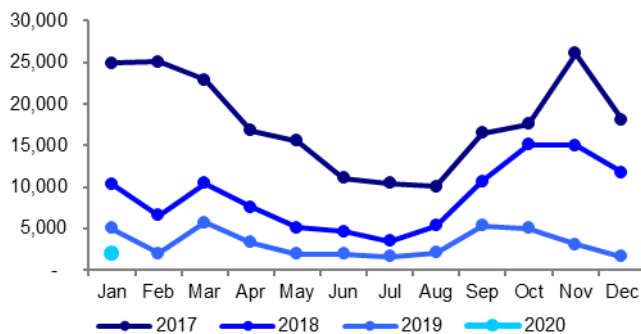
资料来源：长城月度产销快报，海通证券研究所

**图2 哈弗 H6 销量(辆)**


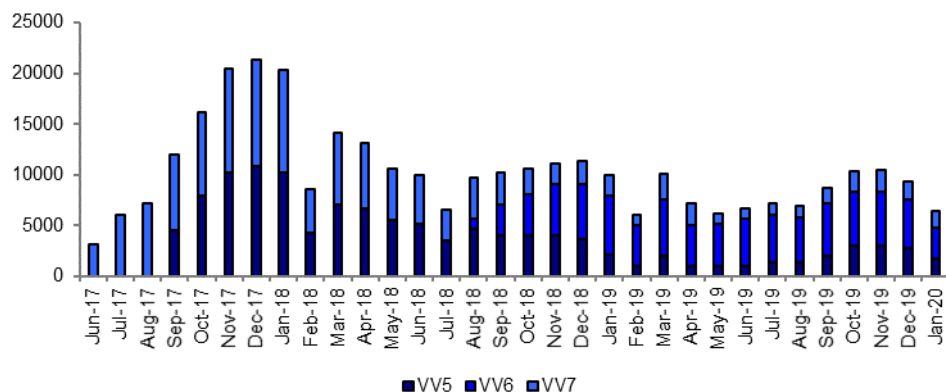
资料来源：长城月度产销快报，海通证券研究所

**图3 哈弗 F 系列销量(辆)**


资料来源：长城月度产销快报，海通证券研究所

**图4 哈弗 H2 销量(辆)**


资料来源：长城月度产销快报，海通证券研究所

**图5 长城汽车：WEY 月销量(辆)**


资料来源：长城月度产销快报，海通证券研究所

根据长城汽车官方微信公众号，1月17日，长城与通用汽车签署收购印度塔里冈工厂协议。预计2020年下半年完成交易，待收购完成后塔里冈工厂将成为长城汽车海外第二个、全球第十个全工艺整车工厂，正式开启进军印度市场的征程。

图6 长城汽车全球化布局



保定	总部
上海	研发中心
韩国	新能源项目研发
日本	整车造型及内外饰设计
印度	研发及生产基地
德国	新能源项目研发
奥地利	新能源驱动电机控制器产品的研发
美国	自动驾驶及传统技术模块工程开发
徐水	国内生产基地
天津	国内生产基地
日照	国内生产基地
泰州	国内生产基地
张家港	国内生产基地
平湖	国内生产基地
永川	国内生产基地
俄罗斯	(图拉工厂)中国汽车首个海外全工艺独资制造工厂
马来西亚	(KD组装厂)开拓东盟市场的起点
保加利亚	(KD组装厂)年产能5万台/年,对长城汽车在欧盟市场的战略布局具备深远的意义
突尼斯	(KD组装厂)年产能1万辆/年
厄瓜多尔	(KD组装厂)年产能3万辆/年,可辐射哥伦比亚,哥斯达黎加等南美市场

资料来源:长城汽车官方微信公众号,海通证券研究所

**盈利预测与投资建议。**长城汽车开始迈入发展的第三阶段,我们认为公司在 10-15 万元 SUV 领域有品牌优势,新增的 F 系列定位于 H 系有明显区分,有望挖掘细分潜在需求,销量弹性较大;而且我们认为 F 系列,尤其是 F7 产能爬坡至月销超过 1 万台,与 H6 成本相当,但终端折扣小,因此盈利能力最强,是公司未来三年量价齐升的核心支撑。另外,WEY 系列逐步站稳 15 万元车型区间市场,销量有望稳步爬升。

我们预计公司 2019-2021 年对应 EPS 为 0.54 元、0.77 元、1.11 元,综合参考整车相关标的,考虑公司是 SUV 细分领域龙头、新增 F 系列具备较大销量及利润弹性、且作为纯自主品牌具备较大估值弹性,给予公司 2020 年 PEG 0.56-0.68 水平,对应 14-17 倍 PE,合理价值区间为 10.78-13.09 元,维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

股票代码	公司简称	EPS (元)			PE (倍)			18-21 年业绩复合增长率	2020 年 PEG
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
000625.SZ	长安汽车	0.14	-0.27	0.67	69	-37	15	93.22%	0.16
600104.SH	上汽集团	3.08	2.43	2.72	7	9	8	-1.57%	-5.04
601238.SH	广汽集团	1.07	0.80	1.01	10	13	10	2.61%	3.96
0175.HK	吉利汽车	1.37	0.98	1.20	11	15	12	-0.52%	-23.55
	平均值	1.84	1.40	1.65	9	12	10	47.91%	2.06
601633.SH	长城汽车	0.57	0.54	0.77	14	15	10	25.00%	0.42

注：收盘价为 2020 年 2 月 13 日价格，长城汽车 EPS 为海通预测，其余上市公司 EPS 为 wind 一致预期，取 2018-2021 年复合增速计算 PEG  
 长安汽车 19 年 EPS 一致预期<0，因此在计算 EPS 及 PE 平均值时不包含  
 上汽集团、吉利汽车 18-21 年 PEG 一致预期<0，因此计算 18-21 年复合增速及 PEG 平均值时不包含  
 资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示。**汽车行业景气度波动。F 系列销量爬坡低于预期。公司加大产品优惠幅度以致毛利率大幅下降。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>99230</b>	<b>104992</b>	<b>123304</b>	<b>137119</b>
每股收益	0.57	0.54	0.77	1.11	营业成本	81864	87802	100549	109470
每股净资产	5.75	6.02	6.46	7.21	毛利率%	17.5%	16.4%	18.5%	20.2%
每股经营现金流	2.14	0.53	1.68	1.92	营业税金及附加	3627	3570	4316	4799
每股股利	0.29	0.30	0.33	0.36	营业税金率%	3.7%	3.4%	3.5%	3.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4575	3990	5055	5485
P/E	13.99	14.90	10.39	7.16	营业费用率%	4.6%	3.8%	4.1%	4.0%
P/B	1.39	1.32	1.23	1.11	管理费用	1676	1890	2219	2194
P/S	0.73	0.69	0.59	0.53	管理费用率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.6%
EV/EBITDA	8.34	9.20	6.20	4.35	EBIT	5744	5641	8698	12429
股息率%	<b>3.6%</b>	<b>3.7%</b>	<b>4.1%</b>	<b>4.5%</b>	财务费用	-494	513	494	290
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	-0.5%	0.5%	0.4%	0.2%
毛利率	17.5%	16.4%	18.5%	20.2%	资产减值损失	137	-11	196	228
净利润率	5.2%	4.7%	5.7%	7.4%	投资收益	219	0	100	100
净资产收益率	9.9%	8.9%	11.9%	15.4%	<b>营业利润</b>	<b>6232</b>	<b>5774</b>	<b>8458</b>	<b>12386</b>
资产回报率	4.7%	4.3%	6.0%	8.1%	营业外收支	245	270	262	264
投资回报率	8.2%	7.0%	11.6%	16.7%	<b>利润总额</b>	<b>6477</b>	<b>6044</b>	<b>8720</b>	<b>12650</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	9632	9744	13213	17418
营业收入增长率	-1.9%	5.8%	17.4%	11.2%	所得税	1229	1118	1657	2404
EBIT 增长率	-1.8%	-1.8%	54.2%	42.9%	有效所得税率%	19.0%	18.5%	19.0%	19.0%
净利润增长率	3.6%	-6.1%	43.4%	45.1%	少数股东损益	40	38	54	79
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>5207</b>	<b>4888</b>	<b>7009</b>	<b>10168</b>
资产负债率	52.9%	52.0%	49.2%	47.0%	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
流动比率	1.2	1.4	1.4	1.5	货币资金	7682	3000	3000	6545
速动比率	1.1	1.3	1.3	1.3	应收账款及应收票据	3343	2877	3716	4508
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1	存货	4445	4811	5510	5998
<b>经营效率指标</b>					其它流动资产	50656	51729	51981	52166
应收帐款周转天数	98.0	10.0	11.0	12.0	流动资产合计	66126	62416	64207	69217
存货周转天数	22.3	20.0	20.0	20.0	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1	固定资产	28994	29760	29919	30973
固定资产周转率	3.5	3.6	4.1	4.5	在建工程	4406	5006	4706	5706
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	无形资产	3391	3473	3550	3615
净利润	5207	4888	7009	10168	非流动资产合计	45674	52559	52495	55615
少数股东损益	40	38	54	79	<b>资产总计</b>	<b>111800</b>	<b>114976</b>	<b>116702</b>	<b>124832</b>
非现金支出	4024	4092	4711	5217	短期借款	12800	6918	1590	0
非经营收益	712	88	27	-178	应付票据及应付账款	29402	25258	28925	31491
营运资金变动	9531	-4226	3517	2228	预收账款	0	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>19516</b>	<b>4880</b>	<b>15318</b>	<b>17514</b>	其它流动负债	12417	12612	14337	15544
资产	-6247	-7311	-3150	-6818	流动负债合计	54618	44788	44852	47036
投资	-4154	-3890	-1000	-1000	长期借款	2158	4158	3358	2358
其他	361	35	100	100	其它长期负债	2336	10853	9252	9252
<b>投资活动现金流</b>	<b>-10040</b>	<b>-11166</b>	<b>-4050</b>	<b>-7718</b>	非流动负债合计	4493	15010	12609	11609
债权募资	-4378	2635	-6929	-2590	<b>负债总计</b>	<b>59112</b>	<b>59799</b>	<b>57461</b>	<b>58645</b>
股权募资	0	0	0	0	实收资本	9127	9127	9127	9127
其他	-2122	-1031	-4339	-3662	普通股股东权益	52525	54975	58984	65852
<b>融资活动现金流</b>	<b>-6501</b>	<b>1605</b>	<b>-11268</b>	<b>-6252</b>	少数股东权益	164	202	256	335
<b>现金净流量</b>	<b>2975</b>	<b>-4682</b>	<b>0</b>	<b>3545</b>	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>111800</b>	<b>114976</b>	<b>116702</b>	<b>124832</b>

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 13 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露 分析师声明

王猛 汽车行业  
杜威 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 伯特利,均胜电子,岱美股份,华域汽车,长城汽车,拓普集团,福耀玻璃,德赛西威,星宇股份,长安汽车,科博达,宁波高发,上汽集团,爱柯迪,精锻科技,广汽集团,广汇汽车

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。