

投资评级 优于大市 维持

6月批发微增，深化电动化布局

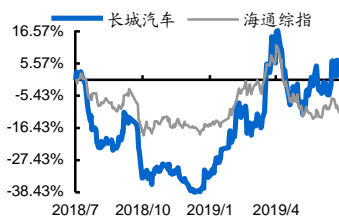
股票数据

07月15日收盘价(元)	8.69
52周股价波动(元)	5.50-11.12
总股本/流通A股(百万股)	9127/6028
总市值/流通市值(百万元)	79316/79316

相关研究

《5月批发-12%，优于行业平均水平》
 2019.06.14
 《长城汽车：增长重启》2019.05.09

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.2	2.7	-6.4
相对涨幅(%)	-1.4	0.1	-2.6

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:cqyq12265@htsec.com

投资要点:

- 长城汽车 1-6月累计销量超49万台，同比增幅接近5%，行业寒冬下表现亮眼。**长城汽车6月汽车销量6.3万辆，同比+1.8%，而狭义乘用车批发同比-7.9%，长城总体表现明显优于行业平均水平。我们认为，行业淡季下F系列的持续强势为哈弗品牌提供最强有力支撑。其中，哈弗H6同比+2.9%，F7持续7个月销量破万，而WEY品牌下滑幅度持续扩大，我们认为原因在于，一方面自主品牌向上突破15万元区间仍需时间验证，另一方面F7科技感、年轻化的定位与VV5等WEY品牌车型形成重叠。
- 长城欧拉 R1 女神车定位精准，电动车销量表现优异。**上市仅6个月的欧拉R1稳居国内品牌电动车月度及累计销量前十名。欧拉R1主打城市代步，瞄准年轻女性的细分市场，设计灵巧，销量逆势增长。长城汽车凭借欧拉R1的优秀表现，跃居6月及1-6月国内品牌新能源乘用车销量前十名。
- 长城汽车旗下蜂巢易创发布“1纪元”动力总成技术。**6月20日，“2019蜂巢易创新一代动力总成技术发布会”在长城汽车哈弗技术中心举办。长城汽车旗下蜂巢易创公司正式发布包括4N20发动机、9DCT变速器、6001系列电驱动在内的“1纪元”动力总成技术产品，技术研发阶段性成果初见。
- 长城旗下蜂巢能源发布动力电池新规划。**发布全球首款无钴四元正极材料，预计2020Q4实现SOP；并将斥资20亿欧元在欧洲建设24GWh动力电池工厂，配套正极材料工厂和电池技术中心，一期2020年启动建设，2022年投产。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2019-2021年对应EPS为0.62元、0.80元、1.00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2019年PEG 0.87-0.96水平，对应18-20倍PE，合理价值区间为11.16-12.40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低于预期。

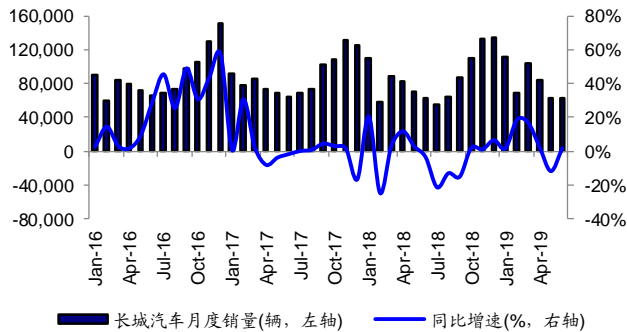
主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101169	99230	114130	128428	139672
(+/-)YoY(%)	2.6%	-1.9%	15.0%	12.5%	8.8%
净利润(百万元)	5027	5207	5634	7289	9102
(+/-)YoY(%)	-52.4%	3.6%	8.2%	29.4%	24.9%
全面摊薄EPS(元)	0.55	0.57	0.62	0.80	1.00
毛利率(%)	18.9%	17.5%	18.1%	19.0%	20.0%
净资产收益率(%)	10.2%	9.9%	10.1%	12.1%	13.8%

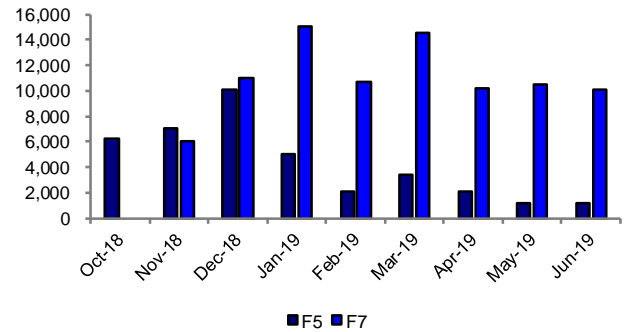
 资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

长城汽车 1-6 月累计销量超 49 万台，同比增幅接近 5%，行业寒冬下表现亮眼。长城汽车 6 月汽车销量 6.3 万辆，同比 +1.8%，而根据乘联会数据，6 月狭义乘用车批发同比 -7.9%，长城总体表现明显优于行业平均水平。我们认为，行业淡季下 F 系列的持续强势为哈弗品牌提供最强有力支撑。

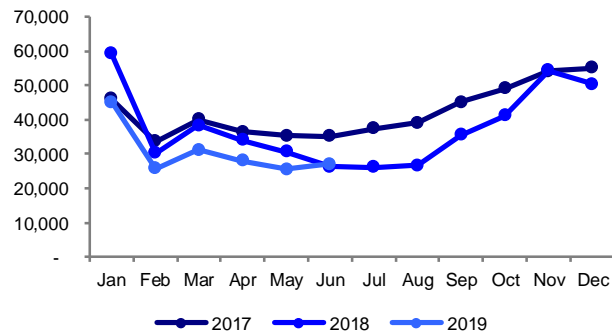
长城各子品牌中，哈弗品牌仍然贡献最主要销量，其中：H6 月销 2.7 万辆，同比 +2.9%；F 系列销量自上市以来销量表现优异，尤其 F7 持续 7 个月销量破万。WEY 品牌共销 6755 辆，同比下滑 -35.6%，下滑幅度持续扩大，其中 VV6 销 4691 辆。我们认为原因在于，一方面自主品牌向上突破 15 万元区间仍需时间验证，另一方面 F7 科技感、年轻化的定位与 VV5 等 WEY 品牌车型形成重叠。

图1 长城汽车月度销量(辆)


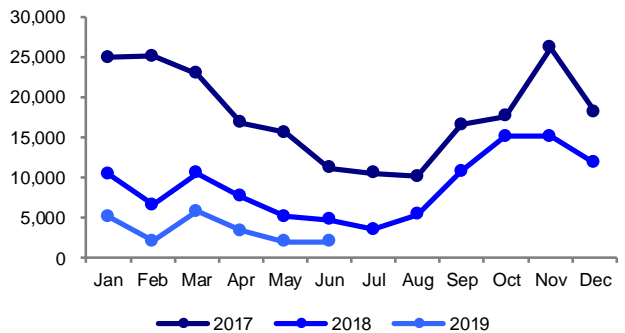
资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 哈弗 F 系列销量(辆)


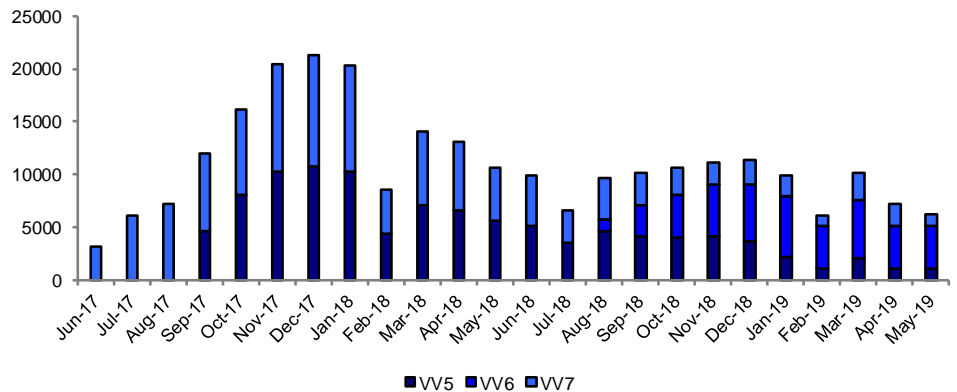
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 哈弗 H6 销量(辆)


资料来源：Wind，海通证券研究所

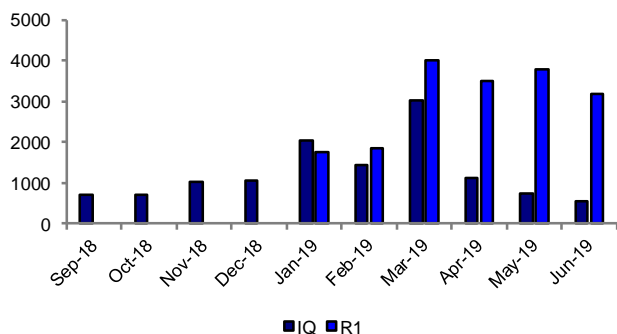
图4 哈弗 H2 销量(辆)


资料来源：Wind，海通证券研究所

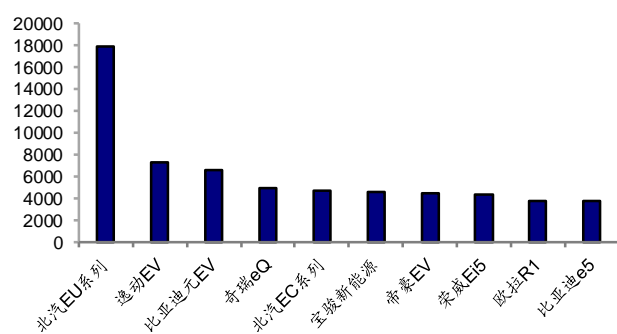
图5 长城汽车：WEY 月销量(辆)


资料来源：Wind，海通证券研究所

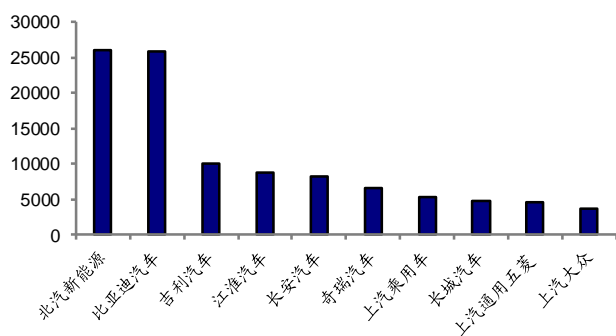
长城欧拉 R1 女神车定位精准，电动车销量表现优异。根据乘联会数据，上市仅 6 个月的欧拉 R1 已经稳居国内品牌电动车月度及 1-6 月累计销量前十名。欧拉 R1 主打城市代步，瞄准年轻女性的细分市场，设计灵巧，销量逆势增长。长城汽车凭借欧拉 R1 的优秀表现，跃居 6 月及 1-6 月国内品牌新能源乘用车销量前十名。

图6 欧拉汽车月销量 (辆)


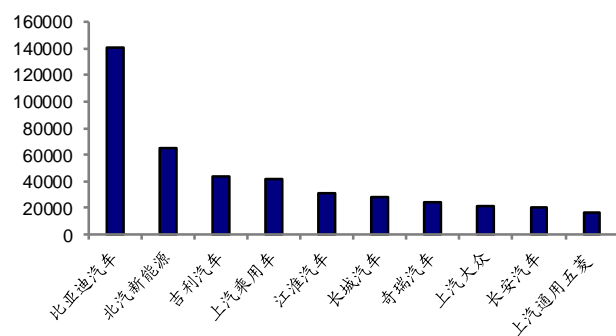
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 6月前十大热销新能源车型销量 (辆)


资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

图8 6月国内品牌新能源乘用车销量前十名 (辆)


资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

图9 1-6月国内品牌新能源乘用车销量前十名 (辆)


资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

长城汽车旗下蜂巢易创发布“1纪元”动力总成技术。6月20日,“2019蜂巢易创新一代动力总成技术发布会”在长城汽车哈弗技术中心举办。长城汽车旗下蜂巢易创公司正式发布包括 4N20 发动机、9DCT 变速器、6001 系列电驱动在内的“1纪元”动力总成技术产品。

4N20 新一代环保型 2.0T 发动机实现了油耗、排放、动力性等多项指标的全面优化,低负荷工况下油耗最多降低 15%,搭载 4N20 发动机的首款产品最大效率可达 38.3%,最大功率可达 180kW,扭矩 385Nm; 9DCT 综合效率提升 3.5%,重量降低接近 10%,搭载长度也缩短了接近 10%; 6001 系列三合一电驱动系统采用永磁同步电机、H-Pin 绕组、薄硅钢板等新技术和新材料,控制器采用定制化的 IGBT 和薄膜电容,减速箱采用行星系结构,使系统具备了高功率密度、小型化、NVH 性能优良等特点,其中电机有效功率密度高达 5.6kW/kg,电控软件满足 ISO26262 ASIL-C 功能安全等级。

图10 4N20 发动机+9DCT 变速器动力总成



资料来源：蜂巢传动公众号，海通证券研究所

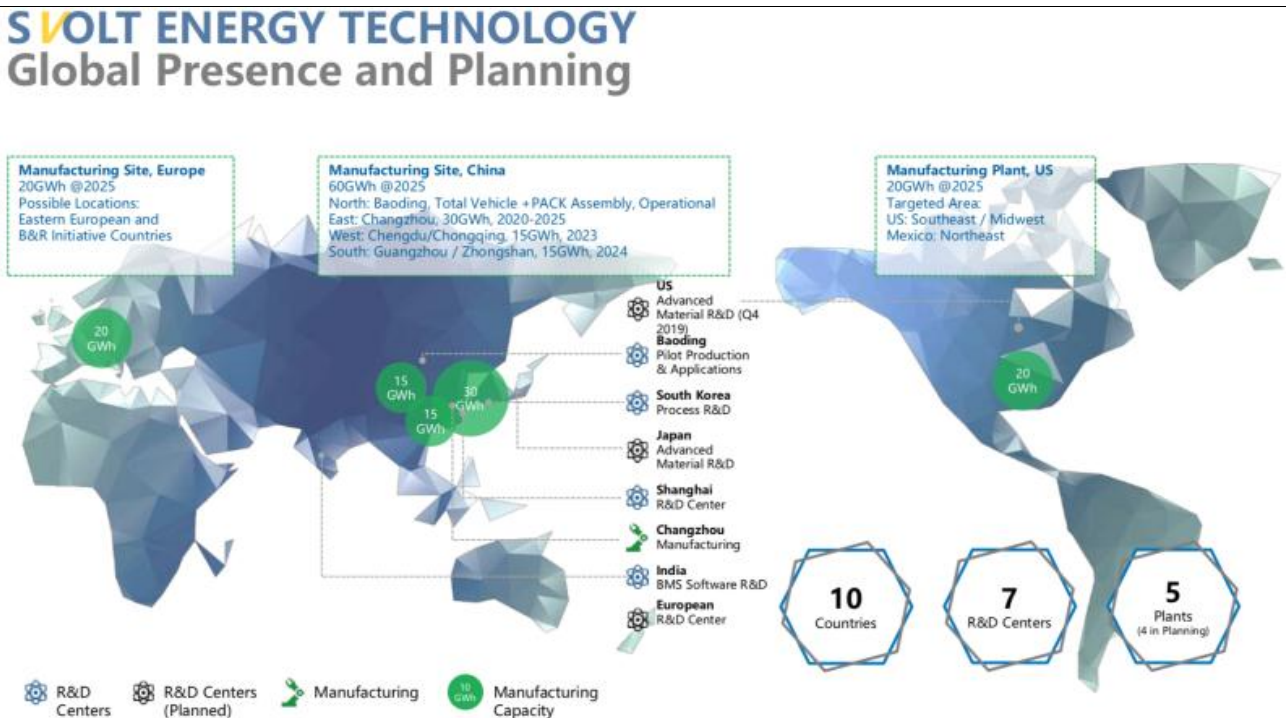
图11 6001 系列电驱动总成



资料来源：蜂巢传动公众号，海通证券研究所

长城旗下蜂巢能源发布全球首款无钴四元正极材料，预计 2020Q4 实现 SOP；并将斥资 20 亿欧元在欧洲建设 24GWh 动力电池工厂，配套正极材料工厂和电池技术中心，一期 2020 年启动建设，2022 年投产。四元材料电芯项目已经于 2018 年 9 月立项，将在今年年底前完成材料开发，预计将于 2020 年 Q4 实现四元材料电芯的 SOP。四元材料在 NCM 体系的基础上掺杂 Mx，Mx 掺杂会使一次颗粒之间的边界强度增强，因此会减少在有害的相转变过程中微隙的形成，循环性能优于 NCM811 材料，具有耐热更好、产气少、安全性更高的特点；而且电压平台达 3.87V，比 811 高出 0.04V (3.83V)，最终呈现在动力电池上就是容量更高、寿命更长、安全性更好。

图12 蜂巢能源全球动力电池布局



资料来源：GreencarCongress，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 0.62 元、0.80 元、1.00 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 2019 年 PEG 0.87-0.96 水平，对应 18-20 倍 PE，合理价值区间为 11.16-12.40 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	19 年 PEG
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E		
000625.SZ	长安汽车	0.14	0.20	0.88	50	36	8	113.59%	0.32
600104.SH	上汽集团	3.08	3.15	3.37	8	8	7	5.23%	1.47
601238.SH	广汽集团	1.07	1.11	1.27	10	10	9	9.24%	1.08
0175.HK	吉利汽车	1.37	1.26	1.53	8	9	8	7.58%	1.22
平均值		1.41	1.43	1.76	19	16	8	33.91%	1.02
601633.SH	长城汽车	0.57	0.62	0.80	15	14	11	20.76%	0.67

注：收盘价为 2019 年 7 月 15 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
 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低于预期。

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
每股指标 (元)					营业总收入	99230	114130	128428	139672
每股收益	0.57	0.62	0.80	1.00	营业成本	81864	93471	104078	111736
每股净资产	5.75	6.10	6.57	7.21	毛利率%	17.5%	18.1%	19.0%	20.0%
每股经营现金流	2.16	0.41	1.24	1.25	营业税金及附加	3627	4223	4723	5098
每股股利	0.29	0.30	0.33	0.36	营业税金率%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
价值评估 (倍)					营业费用	4575	5113	5810	6298
P/E	15.23	14.08	10.88	8.71	营业费用率%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
P/B	1.51	1.42	1.32	1.21	管理费用	1676	1860	2119	2295
P/S	0.80	0.69	0.62	0.57	管理费用率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
EV/EBITDA	9.02	8.16	6.35	5.23	EBIT	5744	6884	9011	11245
股息率%	3.3%	3.4%	3.8%	4.2%	财务费用	-494	478	461	388
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
毛利率	17.5%	18.1%	19.0%	20.0%	资产减值损失	137	90	167	203
净利润率	5.2%	4.9%	5.7%	6.5%	投资收益	219	172	196	184
净资产收益率	9.9%	10.1%	12.1%	13.8%	营业利润	6232	6722	8794	11045
资产回报率	4.7%	4.9%	6.0%	7.1%	营业外收支	245	290	275	280
投资回报率	8.2%	8.8%	11.5%	13.3%	利润总额	6477	7011	9069	11325
盈利增长 (%)					EBITDA	9632	10987	13526	16234
营业收入增长率	-1.9%	15.0%	12.5%	8.8%	所得税	1229	1333	1724	2153
EBIT 增长率	-1.8%	19.8%	30.9%	24.8%	有效所得税率%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润增长率	3.6%	8.2%	29.4%	24.9%	少数股东损益	40	44	56	70
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5207	5634	7289	9102
资产负债率	52.9%	51.3%	50.0%	48.6%	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	货币资金	7682	6140	6994	6880
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3	应收账款及应收票据	3343	3877	4433	4975
现金比率	0.1	0.1	0.1	0.1	存货	4445	5122	5703	6123
经营效率指标					其它流动资产	50656	54057	58042	63170
应收帐款周转天数	98.0	12.4	12.6	13.0	流动资产合计	66126	69196	75173	81147
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	1.0	1.1	1.1	固定资产	28994	29760	29919	30973
固定资产周转率	3.5	3.9	4.3	4.6	在建工程	4406	5006	4706	5706
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	无形资产	3391	3473	3550	3615
净利润	5207	5634	7289	9102	非流动资产合计	45674	45559	45495	47615
少数股东损益	40	44	56	70	资产总计	111800	114755	120668	128762
非现金支出	4024	4192	4682	5192	短期借款	12800	11800	11300	11300
非经营收益	712	12	-6	-58	应付票据及应付账款	29402	26889	29940	32143
营运资金变动	9713	-6154	-711	-2921	预收账款	0	0	0	0
经营活动现金流	19698	3728	11311	11385	其它流动负债	12417	13393	14810	15829
资产	-6247	-3465	-4244	-6943	流动负债合计	54618	52082	56050	59272
投资	-4154	-290	0	0	长期借款	2158	2808	2008	1008
其他	361	207	196	184	其它长期负债	2336	3937	2336	2336
投资活动现金流	-10040	-3548	-4049	-6759	非流动负债合计	4493	6744	4343	3343
债权募资	-4378	601	-2101	-1000	负债总计	59112	58826	60393	62615
股权募资	0	0	0	0	实收资本	9127	9127	9127	9127
其他	-2122	-2323	-4307	-3740	普通股股东权益	52525	55722	60011	65812
融资活动现金流	-6501	-1722	-6408	-4740	少数股东权益	164	207	264	334
现金净流量	3157	-1542	854	-115	负债和所有者权益合计	111800	114755	120668	128762

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 15 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： 长城汽车,福耀玻璃,星宇股份,拓普集团,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汽汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 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。
2. 市场基准指数的比较标准: 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。