

投资评级：增持(维持)

长城汽车(601633)

业绩逐季度改善，全年扣非正增长

市场数据 2020-02-23

收盘价(元)	8.86
一年内最低/最高(元)	7.23/11.12
市盈率	19.5
市净率	1.43

基础数据

净资产收益率(%)	10.27
资产负债率(%)	52.9
总股本(亿股)	91.27

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

相关报告

- 《长城汽车(601633):量价齐升, Q3 业绩超预期》 2019-10-28
- 《长城汽车(601633):股权激励提振士气, 迎接市场挑战》 2019-09-09

事件: 公司发布 2019 年业绩快报, 全年总营收 964.5 亿元, 同比下滑 2.8%, 归母净利润 44.9 亿元, 同比下滑 13.7%, 扣非归母净利润 39.8 亿元, 同比增长 2.4%。其中 Q4 总营收 338.7 亿元, 同比增长 3.9%, 归母净利润 15.8 亿元, 同比增长 23.7%, 扣非归母净利润 13.9 亿元, 同比增长 435.4%。

● 业绩逐季度改善, 盈利能力逐步恢复

下半年开始公司业绩逐季度改善, Q3, Q4 营收分别环比增长 13.1%/59.8%, 扣非归母净利润分别环比增长 125%/3.1%, 盈利能力已经逐步恢复, 这主要受益于国五国六切换完成, 公司终端价格逐步回升, 结合降本工作卓有成效, 毛利率不断改善, 同时公司产品结构向上, 新车型利润率高于老车型。全年来看, 公司实现销量 106 万, 同比增长 0.7%, 大幅跑赢行业平均水平, 在行业下行的大背景下, 公司销量和扣非业绩均取得正增长实属不易, 2018 年公司获得了 10.2 亿元的履约保证金收入并计入了非经常性损益, 使得同期归母净利润的基数较高, 导致了 2019 年归母净利润同比下滑。

● 新车型保持竞争力, 股权激励稳固军心

预计 2020 年公司将推出基于全新平台的一大一小两款全新 SUV 车型, 同时现有主力车型 H2、H6、F5、F7 均将有序推出改款保持竞争力, 长城炮将打开乘用车皮卡细分市场, 进一步稳固长城皮卡领域的优势地位, 高利润车型比例不断提升有望带动公司毛利率继续提高。1 月 31 日公司发布了 2020 年股权激励计划草案, 激励对象涉及高管、核心骨干人员等 1966 人, 股权激励有望调动员工积极性, 达标甚至超额完成股权激励计划中对 2020-2022 年销量的考核目标(+4.7%/+9.0%/+11.6%)以及业绩的考核目标(+4.6%/+6.4%/+10.0%)。

盈利预测与投资建议

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49 元、0.53 元、0.56 元, 对应 2019-2021 年 PE 分别为 18.0 倍、16.9 倍、15.8 倍。维持公司“增持”评级。

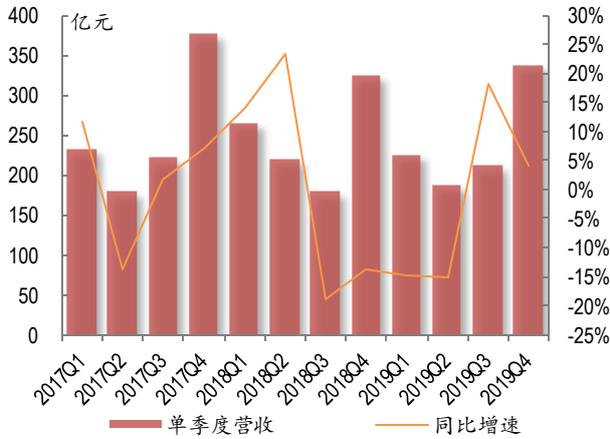
风险提示: 国内汽车行业景气度不及预期; 公司产品销量不及预期。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	101,169	99,230	96,455	104,268	111,358
增长率	2.6%	-1.9%	-2.8%	8.1%	6.8%
归属母公司股东净利润(百万)	5,027	5,207	4,493	4,793	5,112
增长率	-52.4%	3.6%	-13.7%	6.7%	6.7%
每股收益(元)	0.55	0.57	0.49	0.53	0.56
市盈率(倍)	16.1	15.5	18.0	16.9	15.8

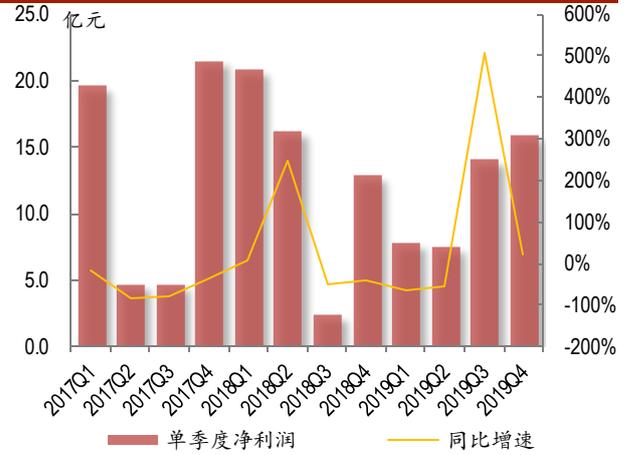
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图 1：公司营业收入及同比增速



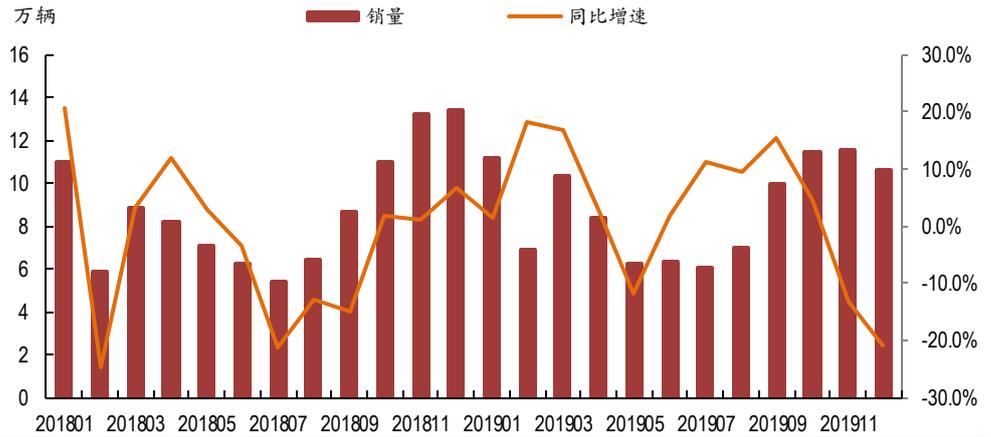
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：长城汽车销量及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						财务指标					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169	99,230	96,455	104,268	111,358	成长性					
减:营业成本	81,967	81,481	81,199	88,002	93,875	营业收入增长率	2.6%	-1.9%	-2.8%	8.1%	6.8%
营业税费	3,906	3,627	3,482	3,858	4,009	营业利润增长率	-52.3%	6.5%	-18.8%	6.5%	6.7%
销售费用	4,406	4,575	3,955	4,431	4,844	净利润增长率	-52.4%	3.6%	-13.7%	6.7%	6.7%
管理费用	4,963	1,676	3,164	3,420	3,786	EBITDA 增长率	-38.7%	27.7%	-26.9%	0.9%	5.4%
财务费用	139	-494	-475	-903	-978	EBIT 增长率	-51.9%	32.2%	-41.3%	-2.2%	6.4%
资产减值损失	317	137	30	30	30	NOPLAT 增长率	-53.3%	-4.1%	-17.1%	-2.2%	6.4%
加:公允价值变动收益	175	-140	-140	-140	-140	投资资本增长率	19.7%	-20.2%	-8.1%	-36.0%	-12.5%
投资和汇兑收益	124	219	100	100	100	净资产增长率	4.0%	7.0%	6.5%	6.8%	6.0%
营业利润	5,854	6,232	5,061	5,389	5,751	利润率					
加:营业外净收支	379	245	290	318	336	毛利率	19.0%	17.9%	15.8%	15.6%	15.7%
利润总额	6,233	6,477	5,351	5,707	6,087	营业利润率	5.8%	6.3%	5.2%	5.2%	5.2%
减:所得税	1,190	1,229	856	913	974	净利润率	5.0%	5.2%	4.7%	4.6%	4.6%
净利润	5,027	5,207	4,493	4,793	5,112	EBITDA/营业收入	9.0%	11.7%	8.8%	8.2%	8.1%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	5.8%	7.9%	4.8%	4.3%	4.3%
货币资金	4,831	7,682	6,752	14,723	20,902	运营效率					
交易性金融资产	318	3,178	3,178	3,178	3,178	固定资产周转天数	93	103	104	87	73
应收帐款	1,171	3,343	1,045	3,699	1,368	流动营业资本周转天数	30	22	4	-13	-27
应收票据	49,075	-	5,359	434	5,753	流动资产周转天数	219	246	253	249	259
预付帐款	580	441	576	526	650	应收帐款周转天数	3	8	8	8	8
存货	5,575	4,445	5,540	5,282	6,262	存货周转天数	21	18	19	19	19
其他流动资产	7,743	47,037	47,037	47,037	47,037	总资产周转天数	361	403	419	394	386
可供出售金融资产	8	-	-	-	-	投资资本周转天数	146	146	128	93	64
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROE	10.2%	9.9%	8.0%	8.0%	8.1%
投资性房地产	126	184	214	244	274	ROA	4.6%	4.7%	4.0%	4.2%	4.2%
固定资产	27,718	28,994	26,561	23,962	21,197	ROIC	13.0%	10.4%	10.8%	11.5%	19.1%
在建工程	4,879	4,406	4,461	4,528	4,611	费用率					
无形资产	3,269	3,391	3,343	3,287	3,222	销售费用率	4.4%	4.6%	4.1%	4.3%	4.4%
其他非流动资产	5,255	8,700	8,551	8,418	8,323	管理费用率	4.9%	1.7%	3.3%	3.3%	3.4%
资产总额	110,547	111,800	112,690	115,473	123,027	财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.9%	-0.9%
短期债务	13,038	12,800	7,690	-	-	三费/营业收入	9.4%	5.8%	6.9%	6.7%	6.9%
应付帐款	28,104	32,318	27,895	37,363	32,250	偿债能力					
应付票据	3,880	-	3,866	5,912	9,734	资产负债率	55.4%	52.9%	50.2%	48.1%	48.4%
其他流动负债	13,859	9,500	14,805	9,930	15,195	负债权益比	124.4%	112.2%	100.9%	92.7%	93.7%
长期借款	424	2,158	-	-	-	流动比率	1.18	1.21	1.28	1.41	1.49
其他非流动负债	1,984	2,336	2,336	2,336	2,336	速动比率	1.08	1.13	1.18	1.31	1.38
负债总额	61,289	59,112	56,592	55,541	59,515	利息保障倍数	42.64	-15.82	-9.65	-4.97	-4.88
少数股东权益	123	164	165	166	167	分红指标					
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	DPS(元)	0.17	0.29	0.15	0.11	0.17
留存收益	40,004	43,660	46,805	50,639	54,218	分红比率	30.9%	50.8%	30.0%	20.0%	30.0%
股东权益	49,258	52,689	56,097	59,933	63,512	股息收益率	1.9%	3.3%	1.7%	1.2%	1.9%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	5,043	5,248	4,493	4,793	5,112	EPS(元)	0.55	0.57	0.49	0.53	0.56
加:折旧和摊销	3,200	3,882	3,901	4,075	4,250	BVPS(元)	5.38	5.75	6.13	6.55	6.94
资产减值准备	317	137	30	30	30	PE(X)	16.1	15.5	18.0	16.9	15.8
公允价值变动损失	-175	140	-140	-140	-140	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
财务费用	97	577	-475	-903	-978	P/FCF	7.5	5.1	742.5	9.1	10.4
投资收益	-124	-219	-100	-100	-100	P/S	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
少数股东损益	16	40	1	1	1	EV/EBITDA	8.4	5.5	6.8	4.9	4.0
营运资金的变动	-7,321	-24,403	533	9,268	-117	CAGR(%)	-1.7%	-0.9%	-24.8%	-1.7%	-0.9%
经营活动产生现金流量	-1,077	19,698	8,243	17,024	8,058	PEG	-9.6	-18.1	-0.7	-10.1	-18.4
投资活动产生现金流量	-3,056	-10,040	-1,295	-1,307	-1,323	ROIC/WACC	1.3	1.1	1.1	1.2	1.9
融资活动产生现金流量	6,089	-6,501	-7,878	-7,746	-556	REP	1.3	1.7	1.6	1.7	1.0

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。