

# 长城汽车 (601633.SH)

## 公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级

**买入-A(上调)**

股价(2019-10-25)

7.90 元

### 交易数据

总市值(百万元)	72,105.43
流通市值(百万元)	47,619.06
总股本(百万股)	9,127.27
流通股本(百万股)	6,027.73
12个月价格区间	5.50/11.12 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.62	-5.63	23.04
绝对收益	-1.74	-5.28	36.75

### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

### 报告联系人

 陆嘉敏  
 lujiamin@huajinsec.cn  
 021-20377038

### 相关报告

长城汽车: 8月销量逆势上扬, 股权激励彰显发展信心 2019-09-10

长城汽车: 业绩底部已现, 盈利有望逐季改善 2019-08-27

长城汽车: 7月产销重回两位数增长, 或将开启量利双升通道 2019-08-09

长城汽车: 中报业绩预告低于预期, 静待拐点的来临 2019-07-22

长城汽车: 销量逆势而上, 龙头优势尽显 2019-07-10

## 三季度报业绩超预期, 产销量逆势增长效果显现

### 投资要点

◆ **公司前三季度净利润-25.70%, 超市场预期。**公司发布 2019 年第三季度报告, Q3 单季营收 212.02 亿元, 环比增长 13.08%, 同比增长 18.01%; 归母净利润 14.00 亿元, 环比增长 84.70%, 同比增长 506.82%; 毛利率 18.49%, 环比上季度提升 4.93 个百分点; 净利率 6.61%, 环比上季度提升 2.45 个百分点。2019 年前三季度, 公司实现营收 625.78 亿元, 同比下滑 6.10%; 归母净利润 29.17 亿元, 同比下滑 25.70%; 毛利率 15.32%, 净利率 4.80%。Q3 单季度及前三季度业绩增速均超预期, 主要原因有: 1) 产销量逆势增长, 市场份额提升; 2) 终端销售价格优惠幅度收窄。

◆ **产销量逆势增长, 市场份额的提升在终端价格优惠幅度收窄后有利于盈利高增长。**在乘用车行业 1-9 月产销量分别同比下滑 13.1% 和 11.7% 的不利局面下, 公司产销量分别完成 72.69 万辆和 72.41 万辆, 同比分别增长 7.76% 和 7.01%; 销量市场份额达到 4.75%, 较去年全年提升 0.31 个百分点, 为自主品牌唯一份额提升主流车企。随着今年春节前后大幅促销及 7 月 1 日国六排放标准实施前的大幅降价清库存的完成, 公司车型终端优惠幅度逐季收窄 (2019Q1-Q3 单车均价【营收/销量】分别约 7.97 万元、8.94 万元和 9.19 万元, 环比分别提升 12.17% 和 2.80%), 单车净利润逐季提升 (2019Q1-Q3 单车净利润【净利润/销量】分别约 0.28 万元、0.36 万元和 0.61 万元, 环比分别提升 28.57% 和 69.44%)。第四季度, 随年底汽车消费旺季的来临, 考虑到促进消费相关政策效果逐步显现以及去年同期基数较低等因素, 行业产销量增速有望继续好转。公司新车型方面, 第四季度计划推出哈弗新 H9 和欧拉 R2 等多款新车。我们判断在行业回暖周期与新车周期的共振下, 公司销量与利润有望继续好转。

◆ **投资建议:** 在 2019 年前三季度行业整体景气较为低迷的大环境下, 公司产销量逆势增长, 市场占有率持续提升, 龙头地位凸显。在促进汽车消费、减税降费等政策的刺激下, 年底汽车行业有望逐步回暖; 凭借龙头优势, 公司产销量有望保持稳步增长, 同时利润率亦或能持续提升。我们调整预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.49 元、0.59 元和 0.66 元, 净资产收益率分别为 8.1%、9.3% 和 9.9%。因前三季度业绩增长超出我们先前的预期, 故上调公司的投资评级至“买入-A”。

◆ **风险提示:** 汽车行业景气度回暖不及预期; 公司新车型销量不及预期。

### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	101,169.5	99,230.0	99,600.1	112,323.5	122,583.6
同比增长(%)	2.6%	-1.9%	0.4%	12.8%	9.1%
营业利润(百万元)	5,854.2	6,232.0	5,025.6	6,082.6	6,927.4
同比增长(%)	-52.3%	6.5%	-19.4%	21.0%	13.9%
净利润(百万元)	5,027.3	5,207.3	4,465.2	5,346.1	6,040.5
同比增长(%)	-52.4%	3.6%	-14.3%	19.7%	13.0%

每股收益(元)	0.55	0.57	0.49	0.59	0.66
PE	14.3	13.8	16.1	13.5	11.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

**利润表**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169.5	99,230.0	99,600.1	112,323.5	122,583.6
减:营业成本	81,966.9	81,480.9	82,284.6	91,956.3	99,860.3
营业税费	3,905.7	3,627.4	3,785.7	4,237.2	4,588.2
销售费用	4,406.4	4,575.2	4,482.0	5,166.9	5,602.4
管理费用	4,963.0	1,676.3	4,581.6	5,054.6	5,393.7
财务费用	138.6	-493.9	-262.4	-58.0	36.1
资产减值损失	317.1	136.5	150.0	140.0	142.2
加:公允价值变动收益	175.4	-140.4	322.4	100.0	-200.0
投资和汇兑收益	124.2	219.3	124.6	156.0	166.6
<b>营业利润</b>	<b>5,854.2</b>	<b>6,232.0</b>	<b>5,025.6</b>	<b>6,082.6</b>	<b>6,927.4</b>
加:营业外净收支	378.8	245.0	440.0	390.0	390.0
<b>利润总额</b>	<b>6,233.0</b>	<b>6,477.1</b>	<b>5,465.6</b>	<b>6,472.6</b>	<b>7,317.4</b>
减:所得税	1,189.6	1,229.4	983.8	1,100.3	1,244.0
<b>净利润</b>	<b>5,027.3</b>	<b>5,207.3</b>	<b>4,465.2</b>	<b>5,346.1</b>	<b>6,040.5</b>

**资产负债表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,831.3	7,682.1	9,960.0	19,507.3	25,013.3
交易性金融资产	318.0	3,177.6	3,500.0	3,600.0	3,400.0
应收帐款	1,171.3	3,343.2	806.8	3,748.6	1,018.6
应收票据	49,075.1	-	13,833.3	4,263.2	9,357.2
预付帐款	579.5	440.8	1,067.7	515.9	1,092.9
存货	5,574.8	4,445.1	4,240.5	5,823.6	4,994.6
其他流动资产	7,743.2	47,037.4	42,030.1	43,972.9	44,346.8
可供出售金融资产	7.7	-	5.1	4.3	3.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	126.0	183.7	193.7	203.7	213.7
固定资产	27,718.0	28,993.6	28,752.1	27,775.9	26,364.0
在建工程	4,878.8	4,405.6	3,684.5	3,027.6	2,462.1
无形资产	3,268.6	3,391.1	3,097.0	2,822.0	2,545.0
其他非流动资产	5,254.5	8,700.1	6,502.6	6,837.1	7,355.1
<b>资产总额</b>	<b>110,547.1</b>	<b>111,800.4</b>	<b>117,673.5</b>	<b>122,102.0</b>	<b>128,166.4</b>
短期债务	13,038.0	12,800.0	8,766.1	6,500.0	6,000.0
应付帐款	28,104.3	32,318.3	30,309.4	41,825.3	37,563.7
应付票据	3,879.6	-	3,885.7	354.5	4,139.2
其他流动负债	13,859.3	9,500.1	16,866.0	12,425.0	16,332.3
长期借款	423.8	2,157.8	500.0	700.0	600.0
其他非流动负债	1,984.1	2,335.6	1,991.1	2,103.6	2,143.4
<b>负债总额</b>	<b>61,289.1</b>	<b>59,111.8</b>	<b>62,318.2</b>	<b>63,908.4</b>	<b>66,778.6</b>
少数股东权益	123.4	163.8	180.4	206.5	239.4
股本	9,127.3	9,127.3	9,127.3	9,127.3	9,127.3
留存收益	40,004.2	43,659.9	45,897.6	48,569.8	51,588.9
<b>股东权益</b>	<b>49,258.0</b>	<b>52,688.6</b>	<b>55,205.3</b>	<b>57,903.6</b>	<b>60,955.6</b>

**现金流量表**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5,043.4	5,247.6	4,465.2	5,346.1	6,040.5
加:折旧和摊销	3,199.9	3,882.1	2,306.7	2,384.9	2,437.5
资产减值准备	317.1	136.5	150.0	140.0	142.2
公允价值变动损失	-175.4	140.4	322.4	100.0	-200.0
财务费用	97.4	577.0	-262.4	-58.0	36.1
投资损失	-124.2	-219.3	-124.6	-156.0	-166.6
少数股东损益	16.1	40.3	16.6	26.1	32.9
营运资金的变动	-7,320.6	-24,403.1	-3,507.9	8,708.9	1,974.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,076.7</b>	<b>19,697.8</b>	<b>3,366.0</b>	<b>16,491.9</b>	<b>10,297.3</b>
投资活动产生现金流量	-3,055.6	-10,040.4	3,825.3	-2,472.7	-133.6
融资活动产生现金流量	6,089.3	-6,500.8	-4,913.4	-4,472.0	-4,657.5

**财务指标**

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年增长率</b>					
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	0.4%	12.8%	9.1%
营业利润增长率	-52.3%	6.5%	-19.4%	21.0%	13.9%
净利润增长率	-52.4%	3.6%	-14.3%	19.7%	13.0%
EBITDA 增长率	-38.7%	27.7%	-39.1%	18.9%	11.8%
EBIT 增长率	-51.9%	32.2%	-39.0%	26.5%	15.6%
NOPLAT 增长率	-53.3%	-4.1%	-16.0%	28.0%	15.6%
投资资本增长率	19.7%	-20.2%	4.8%	-30.2%	-14.9%
净资产增长率	4.0%	7.0%	4.8%	4.9%	5.3%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	19.0%	17.9%	17.4%	18.1%	18.5%
营业利润率	5.8%	6.3%	5.0%	5.4%	5.7%
净利润率	5.0%	5.2%	4.5%	4.8%	4.9%
EBITDA/营业收入	9.0%	11.7%	7.1%	7.5%	7.7%
EBIT/营业收入	5.8%	7.9%	4.8%	5.4%	5.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.4%	52.9%	53.0%	52.5%	52.3%
负债权益比	124.4%	112.2%	112.9%	110.4%	109.6%
流动比率	1.18	1.21	1.26	1.33	1.39
速动比率	1.08	1.13	1.19	1.24	1.32
利息保障倍数	42.64	-15.82	-18.15	-103.82	192.82
<b>营运能力</b>					
固定资产周转天数	93	103	104	91	79
流动营业资本周转天数	30	22	9	-2	-17
流动资产周转天数	219	246	256	251	251
应收帐款周转天数	3	8	8	7	7
存货周转天数	21	18	16	16	16
总资产周转天数	361	403	415	384	367
投资资本周转天数	146	146	132	102	71
<b>费用率</b>					
销售费用率	4.4%	4.6%	4.5%	4.6%	4.6%
管理费用率	4.9%	1.7%	4.6%	4.5%	4.4%
财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	0.0%
三费/营业收入	9.4%	5.8%	8.8%	9.0%	9.0%
<b>投资回报率</b>					
ROE	10.2%	9.9%	8.1%	9.3%	9.9%
ROA	4.6%	4.7%	3.8%	4.4%	4.7%
ROIC	13.0%	10.4%	10.9%	13.4%	22.1%
<b>分红指标</b>					
DPS(元)	0.17	0.29	0.24	0.29	0.33
分红比率	30.9%	50.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	2.2%	3.7%	3.1%	3.7%	4.2%

**业绩和估值指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.55	0.57	0.49	0.59	0.66
BVPS(元)	5.38	5.75	6.03	6.32	6.65
PE(X)	14.3	13.8	16.1	13.5	11.9
PB(X)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
P/FCF	6.7	4.5	-22.6	5.0	7.8
P/S	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	7.4	4.8	7.7	4.8	3.6
CAGR(%)	2.1%	5.0%	-24.8%	2.1%	5.0%
PEG	6.7	2.8	-0.7	6.3	2.4
ROIC/WACC	1.3	1.1	1.1	1.4	2.3

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 分析师声明

林帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)