

中期业绩预告符合预期，重申市场弹性最大标的之一

——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 2019 年中期业绩预告点评

跨市场公司简报

◆中期业绩预告披露

公司披露 1H19 业绩预告，预计 1H19 总收入同比下降 15.0% 至人民币 413.8 亿元，扣非后归母净利润同比下降 65.4% 至人民币 12.4 亿元；公司下调全年销量目标 10.8% 至 107 万辆。

◆国 V 去库影响相对有限，2Q19 业绩表现稳健

2Q19 公司销量同比下降 2.6%/环比下降 26.1% 至 21.0 万辆，2Q19 扣非后单车盈利同比下降 57.8%/环比上升 25.7% 至约人民币 2,850 元。我们判断，1) 2019E 公司推出的新车型包括 F7x/WEY VV7 GT/欧拉 R2、以及主力车型改款版，预计全年销量约 105.8 万辆；2) 持续看好皮卡/F 对销量与毛利率的正向拉动；3) 皮卡需求稳健/解禁或带来较强增长空间，新皮卡车型或切入均价位于人民币 10-15 万元的中高端领域，预计毛利率提振前景可期。

◆重申公司为市场弹性最大标的之一

我们判断，1) 市场关注度或逐步从 5-6 月终端数据改善切换至中期业绩风险。2) 鉴于 5-6 月国 V 车型大力去库/需求前置、以及部分经销商国 VI 车型陆续到店，预计 7-8 月终端数据回落。3) 主机厂或优先排产主力车型的国 VI 配置车型、叠加 7-8 月淡季影响，预计 7-8 月或谨慎压库带动批发数据略有改善；但可持续性仍有待 9-10 月终端零售数据支撑，预计行业实际需求拐点仍有待观望（预计全年行业销量同比下降 5%-10%）。4) 受益于今年长城的库存管理、产品结构优化（皮卡/F 系列的毛利率贡献）、以及 2H18 较低基数（3Q18/4Q18 扣非后单车盈利分别约人民币 248 元/649 元），预计市场对 2H19E 经济/行业预期修复或带动公司估值扩张，重申公司为市场弹性最大标的之一。

◆维持 H 股“中性”评级，维持 A 股“增持”评级

我们下调 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别至人民币 44.9 亿元/48.1 亿元/48.7 亿元。鉴于 AH 市场投资者结构/风险偏好的差异，我们下调 H 股目标价至 HK\$5.89（对应约 10.2x/9.5x 2019E/2020E PE），维持“中性”评级；下调 A 股目标价至 RMB9.11（对应约 18.5x/17.3x 2019E/2020E PE），维持“增持”评级。

◆核心风险提示 车型销量/毛利率承压风险；新车上市不及预期；国 VI 等。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (人民币, 百万元)	101,169	99,230	100,402	102,846	107,133
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	1.2%	2.4%	4.2%
归母净利润 (人民币, 百万元)	5,027	5,207	4,492	4,814	4,867
归母净利润增长率	-52.4%	3.6%	-13.7%	7.2%	1.1%
EPS (人民币) (摊薄)	0.55	0.57	0.49	0.53	0.53
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.2%	9.9%	8.1%	8.2%	7.9%
P/E (H 股)	9.8	9.5	11.0	10.3	10.2
P/E (A 股)	15.1	14.5	16.8	15.7	15.5

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 7 月 19 日

H 股：中性（维持）

当前价/目标价：5.69/5.89 港币

A 股：增持（维持）

当前价/目标价：8.29/9.11 元

分析师

倪昱婧, CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

nijy@ebsecn.com

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

市场数据

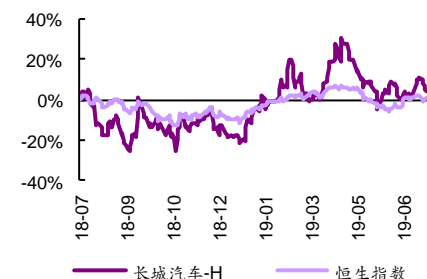
总股本(亿股)：91.27

总市值(亿港元)：745.21

一年最低/最高(港币)：3.96-7.26

近 3 月换手率 (%)：111.43

股价表现(一年)



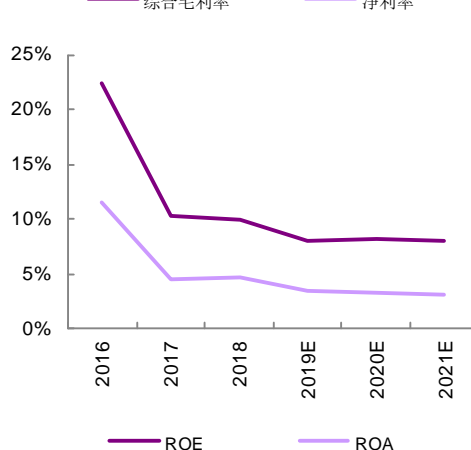
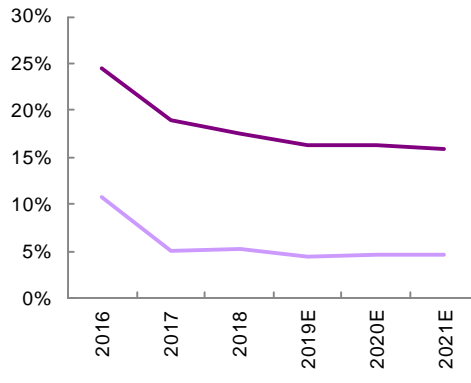
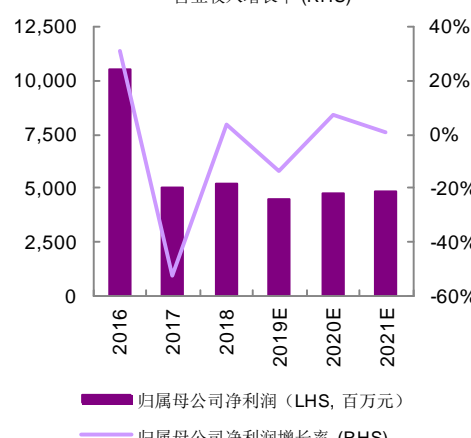
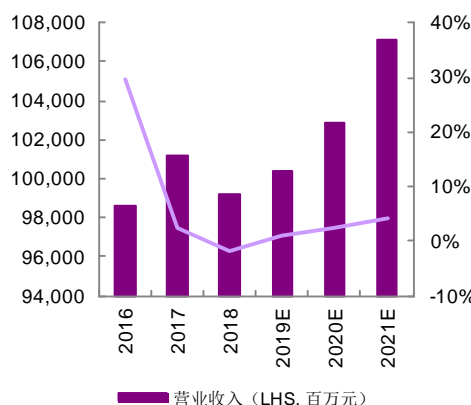
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.9	-75.3	9.2
绝对	2.0	-61.5	11.1

资料来源: Wind

相关研报

《4Q17E 基本面改善，股价短期上涨催化剂——长城汽车 (2333.HK) 首次覆盖深度报告》
2017-11-03
《整车弹性最大标的之一，回调或带来投资机会——长城汽车 (2333.HK、601633.SH) 2019 年一季度业绩点评》
2019-05-05



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	101,169	99,230	100,402	102,846	107,133
营业成本	-81,967	-81,481	-84,012	-86,093	-90,080
税金及附加	-3,906	-3,627	-3,522	-3,536	-3,557
销售及经销费用	-4,406	-4,575	-4,304	-4,321	-4,347
行政及管理费用	-4,963	-3,420	-3,424	-3,437	-3,458
利息及财务费用	-218	123	306	284	216
资产减值损失/投资收益/公允	145	-6	-200	-200	-200
经营性利润	5,854	6,232	5,245	5,543	5,708
净利润	5,043	5,248	4,495	4,817	4,870
少数股东损益	16	40	3	3	3
归属母公司净利润	5,027	5,207	4,492	4,814	4,867

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	110,547	111,800	127,644	144,396	158,465
流动资产	69,293	66,126	82,050	95,448	109,328
库存	5,575	4,445	4,398	5,730	5,530
应收帐款及其他应收款项	50,275	3,995	5,052	6,967	8,463
现金及其等价物	4,831	7,682	5,117	4,972	6,100
其他流动资产	8,612	46,827	67,483	77,779	89,235
非流动资产	41,254	45,674	45,595	48,948	49,137
固定资产	27,718	28,994	29,552	30,259	30,681
在建工程	4,879	4,406	3,360	2,860	2,361
无形资产	3,269	3,391	3,674	3,775	3,870
其他非流动资产	5,388	6,960	6,509	8,554	7,226
总负债	61,289	59,112	71,961	85,756	96,842
无息负债	43,948	44,154	41,961	46,256	46,842
有息负债	17,341	14,958	30,000	39,500	50,000
股东权益	49,258	52,689	55,683	58,640	61,623
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
盈余公积	5,062	5,629	6,179	6,729	7,279
未分配利润	33,531	36,620	38,866	41,272	43,706
归属本公司股权持有人权益	49,135	52,525	55,583	58,540	61,523
少数股东权益	123	164	100	100	100

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	-1,077	19,698	8,360	7,835	9,875
净利润	5,043	5,248	4,495	4,817	4,870
折旧及摊销	3,088	3,795	3,816	4,204	4,585
净营运资金增加	-9,618	9,625	1,436	-813	708
其他	410	849	-1,388	-373	-288
投资活动产生现金流	-3,056	-10,040	-10,253	-10,233	-10,340
净资本支出	-34,437	-33,920	-25,253	-25,233	-25,340
其他资产变化	31,382	23,880	15,000	15,000	15,000
融资活动现金流	6,089	-6,501	395	2,254	1,593
分配股利/利润或支付利息支付	-3,362	-2,042	-2,647	-2,246	-2,407
期末现金及其等价物	3,844	6,615	5,117	4,972	6,100

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼