

投资评级：增持(维持)

长城汽车(601633)

量价齐升，Q3 业绩超预期

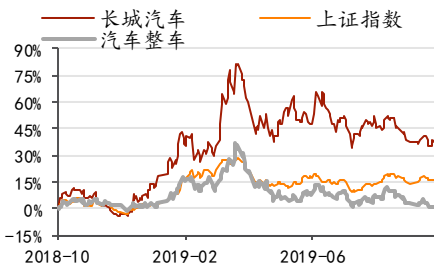
## 市场数据 2019-10-25

收盘价(元)	7.90
一年内最低/最高(元)	5.50/11.12
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

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

## 相关报告

- 《长城汽车(601633):股权激励提振士气,迎接市场挑战》 2019-09-09
- 《长城汽车(601633):产品结构下移+价格压力,致业绩大幅下行》 2019-08-27
- 《长城汽车(601633):业绩环比改善,期待销售结构改善》 2019-04-30

## 事件:

公司发布2019年三季报:Q3实现营业收入212.0亿元,同比增长18.0%;实现归母净利润14.0亿元,同比增长506.8%;实现扣非归母净利润13.5亿元,同比增长2555.7%。前三季度共实现营业收入625.8亿元,同比下滑6.1%;实现归母净利润29.2亿元,同比下滑25.7%;实现扣非归母净利润25.9亿元,同比下滑28.7%。

## ● 销量提升+单车利润增加, Q3 业绩超预期

我们认为公司Q3业绩也大超预期的原因为量价齐升:公司Q3实现销量23.1万,同比增长12.4%,环比增长10.0%,受益于国内大部分地区国五国六切换完成,公司国六产品的盈利能力大于国五车型,单车提价约2000元,此外公司从2018年开始的降本工作也逐渐体现效果。销量规模扩大+价格提升+成本降低共同导致了公司Q3季度业绩大超预期。展望Q4,由于今年春节提前,渠道会增加备货,预计Q4季度公司有望维持较高的销量增速以及较好的单车盈利水平。

## ● 毛利率提升明显,费用率有所降低

公司Q3毛利率18.5%,同比提升4.8pct,环比提升4.9pct。毛利率大幅改善是公司单季度业绩提升的重要原因。预计2020年公司将推出基于新平台的一大一小两款SUV新车型,高利润车型比例不断提升有望带动公司毛利率继续维持高位。Q3公司总费用率8.3%,同比下滑2.1pct,其中销售费用率4.2%,下降1.4pct,系报表调整,运输费用移至成本栏目所致。管理费用率2.1%,同比无变化。研发费用率2.6%,同比提升0.8pct, Q3公司研发资本化的比例约为55%,后续也都将维持在50%-60%的水平。财务费用率-0.6%,同比下滑1.5pct,系汇兑收益以及银行借款利息支出减少所致。

## ● 盈利预测与投资建议

预计公司2019-2021年EPS分别为0.47元、0.52元、0.57元,对应2019-2021年PE分别为17.7倍、16.0倍、14.7倍。维持公司“增持”评级。

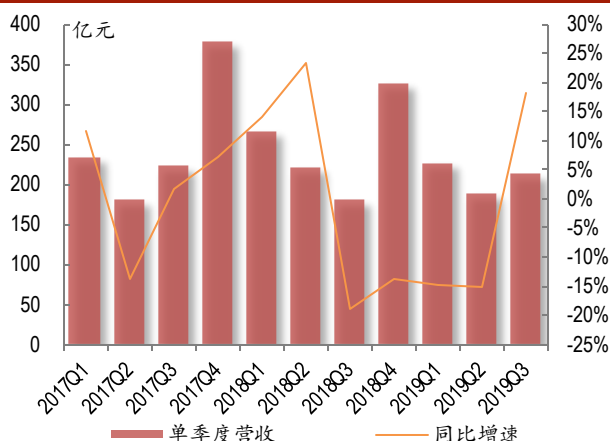
● **风险提示:**国内汽车行业景气度不及预期;公司产品销量不及预期。

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	102,207	110,486	117,999
增长率	2.6%	-1.9%	3.0%	8.1%	6.8%
归属母公司股东净利润(百万)	5,027	5,207	4,323	4,786	5,192
增长率	-52.4%	3.6%	-17.0%	10.7%	8.5%
每股收益(元)	0.55	0.57	0.47	0.52	0.57
市盈率(倍)	15.2	14.7	17.7	16.0	14.7

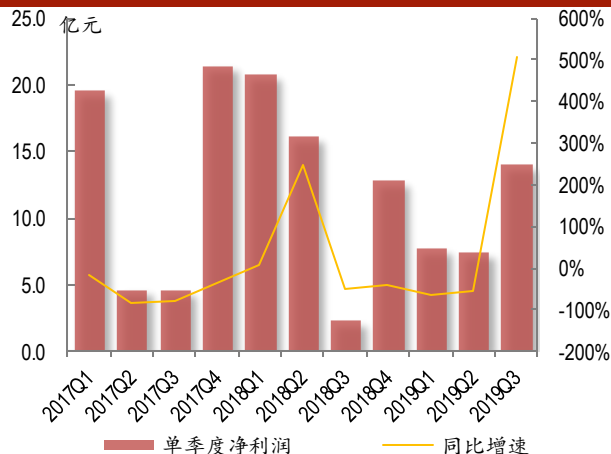
数据来源:贝格数据,财通证券研究所

图 1：公司营业收入及同比增速



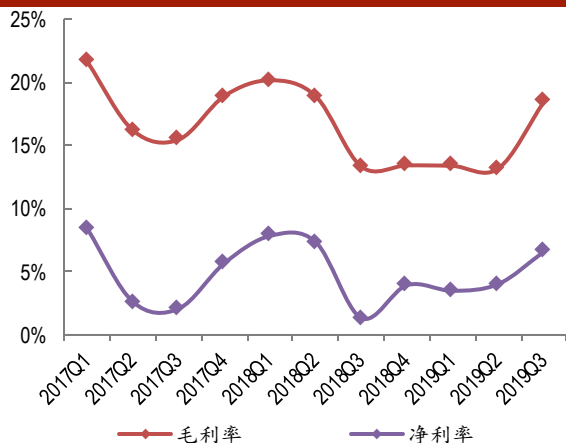
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：公司归母净利润及同比增速



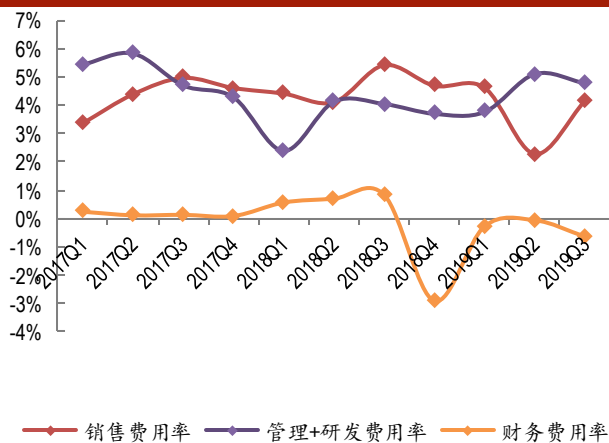
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：公司单季度毛利率与净利率



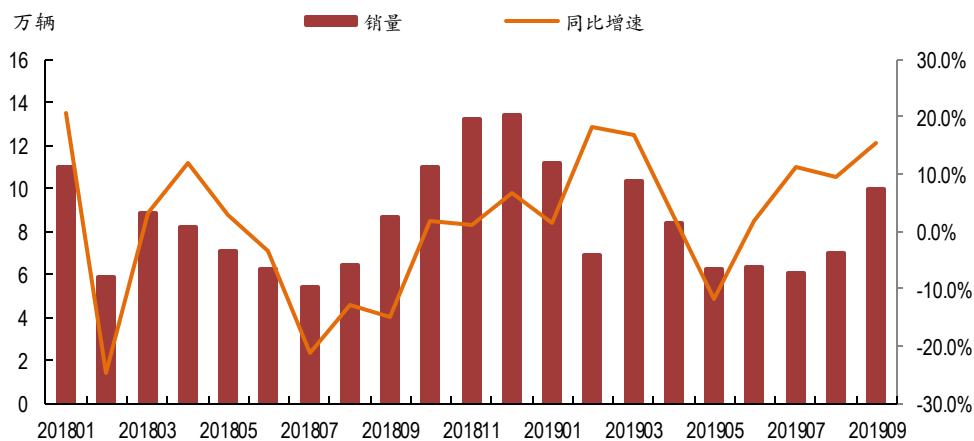
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：公司单季度费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：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
<b>营业收入</b>	<b>101,169</b>	<b>99,230</b>	<b>102,207</b>	<b>110,486</b>	<b>117,999</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	81,967	81,481	86,569	93,581	99,709	营业收入增长率	2.6%	-1.9%	3.0%	8.1%	6.8%
营业税费	3,906	3,627	3,690	4,088	4,248	营业利润增长率	-52.3%	6.5%	-22.0%	10.8%	8.6%
销售费用	4,406	4,575	4,190	4,696	5,133	净利润增长率	-52.4%	3.6%	-17.0%	10.7%	8.5%
管理费用	4,963	1,676	3,352	3,624	4,012	EBITDA 增长率	-38.7%	27.7%	-29.1%	3.2%	6.8%
财务费用	139	-494	-524	-955	-1,020	EBIT 增长率	-51.9%	32.2%	-44.5%	2.1%	9.0%
资产减值损失	317	137	30	30	30	NOPLAT 增长率	-53.3%	-4.1%	-21.7%	2.1%	9.0%
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%	-17.2%	-30.5%	-28.7%
投资和汇兑收益	124	219	100	100	100	净资产增长率	4.0%	7.0%	6.2%	6.8%	6.1%
<b>营业利润</b>	<b>5,854</b>	<b>6,232</b>	<b>4,858</b>	<b>5,381</b>	<b>5,847</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	379	245	290	318	336	毛利率	19.0%	17.9%	15.3%	15.3%	15.5%
<b>利润总额</b>	<b>6,233</b>	<b>6,477</b>	<b>5,148</b>	<b>5,699</b>	<b>6,183</b>	营业利润率	5.8%	6.3%	4.8%	4.9%	5.0%
减:所得税	1,190	1,229	824	912	989	净利润率	5.0%	5.2%	4.2%	4.3%	4.4%
<b>净利润</b>	<b>5,027</b>	<b>5,207</b>	<b>4,323</b>	<b>4,786</b>	<b>5,192</b>	EBITDA/营业收入	9.0%	11.7%	8.1%	7.7%	7.7%
						EBIT/营业收入	5.8%	7.9%	4.2%	4.0%	4.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	4,831	7,682	7,154	15,068	24,567	固定资产周转天数	93	103	98	82	69
交易性金融资产	318	3,178	3,178	3,178	3,178	<b>流动营业资本周转天数</b>	30	22	-2	-18	-32
应收帐款	1,171	3,343	1,307	3,720	1,649	流动资产周转天数	219	246	242	239	252
应收票据	49,075	-	5,678	460	6,096	应收帐款周转天数	3	8	8	8	8
预付帐款	580	441	643	529	720	存货周转天数	21	18	19	19	19
存货	5,575	4,445	6,200	5,307	6,954	总资产周转天数	361	403	398	375	372
其他流动资产	7,743	47,037	47,037	47,037	47,037	投资资本周转天数	146	146	115	82	54
可供出售金融资产	8	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	10.2%	9.9%	7.7%	8.0%	8.2%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	4.6%	4.7%	3.8%	4.1%	4.1%
投资性房地产	126	184	214	244	274	ROIC	13.0%	10.4%	10.2%	12.6%	19.7%
固定资产	27,718	28,994	26,561	23,962	21,197	<b>费用率</b>					
在建工程	4,879	4,406	4,461	4,528	4,611	销售费用率	4.4%	4.6%	4.1%	4.3%	4.4%
无形资产	3,269	3,391	3,343	3,287	3,222	管理费用率	4.9%	1.7%	3.3%	3.3%	3.4%
其他非流动资产	5,255	8,700	8,551	8,418	8,323	财务费用率	0.1%	-0.5%	-0.5%	-0.9%	-0.9%
<b>资产总额</b>	<b>110,547</b>	<b>111,800</b>	<b>114,401</b>	<b>115,894</b>	<b>128,079</b>	三费/营业收入	9.4%	5.8%	6.9%	6.7%	6.9%
短期债务	13,038	12,800	4,966	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	28,104	32,318	31,878	37,518	36,421	资产负债率	55.4%	52.9%	51.1%	48.4%	50.5%
应付票据	3,880	-	4,122	6,276	10,342	负债权益比	124.4%	112.2%	104.4%	93.8%	101.9%
其他流动负债	13,859	9,500	15,122	9,955	15,535	流动比率	1.18	1.21	1.27	1.40	1.45
长期借款	424	2,158	-	-	-	速动比率	1.08	1.13	1.16	1.30	1.34
其他非流动负债	1,984	2,336	2,336	2,336	2,336	利息保障倍数	42.64	-15.82	-8.28	-4.64	-4.73
<b>负债总额</b>	<b>61,289</b>	<b>59,112</b>	<b>58,423</b>	<b>56,085</b>	<b>64,634</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	123	164	165	166	167	DPS(元)	0.17	0.29	0.14	0.10	0.17
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	分红比率	30.9%	50.8%	30.0%	20.0%	30.0%
留存收益	40,004	43,660	46,686	50,515	54,150	股息收益率	2.0%	3.5%	1.7%	1.3%	2.0%
<b>股东权益</b>	<b>49,258</b>	<b>52,689</b>	<b>55,979</b>	<b>59,809</b>	<b>63,445</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.55	0.57	0.47	0.52	0.57
净利润	5,043	5,248	4,323	4,786	5,192	BVPS(元)	5.38	5.75	6.12	6.53	6.93
加:折旧和摊销	3,200	3,882	3,901	4,075	4,250	PE(X)	15.2	14.7	17.7	16.0	14.7
资产减值准备	317	137	30	30	30	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
公允价值变动损失	-175	140	-140	-140	-140	P/FCF	7.1	4.8	166.2	8.7	6.9
财务费用	97	577	-524	-955	-1,020	P/S	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
投资收益	-124	-219	-100	-100	-100	EV/EBITDA	7.9	5.1	6.1	4.4	3.1
少数股东损益	16	40	1	1	1	CAGR(%)	-1.7%	-0.3%	-25.7%	-1.7%	-0.3%
营运资金的变动	-7,321	-24,403	3,778	6,492	3,146	PEG	-8.9	-42.6	-0.7	-9.3	-42.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-1,077</b>	<b>19,698</b>	<b>11,270</b>	<b>14,189</b>	<b>11,359</b>	ROIC/WACC	1.3	1.0	1.0	1.3	2.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-3,056</b>	<b>-10,040</b>	<b>-1,295</b>	<b>-1,307</b>	<b>-1,323</b>	REP	1.2	1.6	1.7	1.5	1.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>6,089</b>	<b>-6,501</b>	<b>-10,503</b>	<b>-4,969</b>	<b>-538</b>						

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。