证券研究报告

乘用车

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

长城汽车

601633

审慎增持 （维持）

19Q4 盈利强劲，平台化+全球化可期

——长城 19 年业绩快报点评

2020 年 02 月 23 日

市场数据

市场数据日期	2020-02-23
收盘价（元）	8.86
总股本（百万股）	9127.27
流通股本(百万股)	9127.27
总市值（百万元）	80867.60
流通市值(百万元)	53405.68
净资产（百万元）	52991.61
总资产（百万元）	98860.9
每股净资产	5.81

相关报告

《长城汽车 1 月销量点评:短期销量下行，预计库存降低-20200213》2020-02-13

《长城汽车点评:股权激励草案发布,稳健发展可期-20200203》2020-02-03

《长城汽车 12 月销量点评：主动去库存，长城炮热销-20200110》2020-01-10

分析师:

戴畅

daichang@xyzq.com.cn

S0190517070005

赵季新

zhaojixin@xyzq.com.cn

S0190519110002

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	99230	96455	103992	121271
同比增长	-2.7%	-2.8%	7.8%	16.6%
净利润(百万元)	5207	4493	4746	6417
同比增长	3.6%	-13.7%	5.6%	35.2%
毛利率	17.9%	16.6%	17.1%	18.1%
净利润率	5.2%	4.7%	4.6%	5.3%
净资产收益率（%）	9.9%	8.2%	8.3%	10.5%
每股收益(元)	0.56	0.48	0.51	0.69
每股经营现金流(元)	2.12	3.87	1.49	1.82

投资要点

- **事件:**公司发布 2019 年业绩快报,全年实现总营收 964.6 亿元,同比-2.8%,实现归母净利润 44.9 亿元，同比-13.7%，业绩符合预期。
- **全年业绩符合预期，19Q4 盈利与单车收入环比提升。**19Q1-Q4 公司归母利润分别 7.7/7.4/14.0/15.8 亿元，同比分别-63%/-54%/+507%/+23%，呈前低后高走势，原因包括①19H1 行业下行，国五清库价格战激烈，单车利润率在 18Q3 官降后持续承压难修复；②19H2 行业企稳，国六发动机升级收复降价，带动 19Q3 毛利润环比+4.9pct，达到 18.5%。叠加 19Q4 高单价高毛利长城炮热销，公司盈利与单车 ASP 持续恢复。在计提年终奖费用情况下，19Q4 依然实现归母利润 15.8 亿，表现亮眼。同时单车 ASP 在 19Q4 提升至 10.1 万元，环比+0.95 万元，接近历史高位。
- **新平台提升产品竞争力，全球化拓展市场可期。**20 年公司将推出全新平台两款 SUV 车型，在动力、配置、智能网联等领域均得到升级。平台化发展有望在增强产品竞争力同时通过共用零部件降本，改善公司销量与盈利能力。目前公司坚定推进全球化发展战略，收购印度与泰国工厂后形成全球“11+5”产能布局。印度人口基数庞大，而汽车千人保有量仅 22 辆，公司于印度推出 SUV 与 EV 车型，未来有望充分享受印度汽车渗透率提升红利。俄罗斯市场销售良好，预计 20 年将为公司贡献正收益。
- **聚焦长期价值，迎接平台化与全球化红利，维持“审慎增持”评级。**公司管理改革+新平台+全球化红利预计逐步释放，19Q3 确认盈利拐点，19Q4 单车 ASP 与真实盈利能力预计环比持续改善。20 年伴随多款车型改款，2 款全新平台 SUV+1 款电车上市，皮卡炮热销，公司车型周期有望延续强劲。中期平台化降本增效持续推进，公司业绩有望稳健增长。远期全球化战略打开销量空间，享受海外发展中国家汽车成长红利。考虑短期承压以及中长期向好，同时预计股权激励产生的费用及股本摊薄影响，调整公司盈利预测,预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 44.9/47.5/64.2 亿元(原预测为 45.7/48.9/53.5 亿元)，维持“审慎增持”评级。

风险提示：乘用车销量大幅下滑；公司新车销售低于预期；价格战风险

报告正文

事件

- **公司发布 2019 年业绩快报：**全年实现总营收 964.6 亿元，同比-2.8%，实现归母净利润 44.9 亿元，同比-13.7%，业绩符合预期。

点评

- **全年业绩符合预期，19Q4 盈利与单车收入环比提升。**19Q1-Q4 公司归母利润分别 7.7/7.4/14.0/15.8 亿元，同比分别-63%/-54%/+507%/+23%，呈前低后高走势，原因包括①19H1 行业下行，国五清库价格战激烈，单车利润率在 18Q3 官降后持续承压难修复；②19H2 行业企稳，国六发动机升级收复降价，带动 19Q3 毛利润环比+4.9pct，达到 18.5%。叠加 19Q4 高单价高毛利长城炮热销，公司盈利与单车 ASP 持续恢复。在计提年终奖费用情况下，19Q4 依然实现归母利润 15.8 亿，表现亮眼。同时单车 ASP 在 19Q4 提升至 10.1 万元，环比+0.95 万元，接近历史高位。
- **新平台提升产品竞争力，全球化拓展市场可期。**20 年公司将推出全新平台两款 SUV 车型，在动力、配置、智能网联等领域均得到升级。平台化发展有望在增强产品竞争力同时通过共用零部件降本，改善公司销量与盈利能力。目前公司坚定推进全球化发展战略，收购印度与泰国工厂后形成全球“11+5”产能布局。印度人口基数庞大，而汽车千人保有量仅 22 辆，公司于印度推出 SUV 与 EV 车型，未来有望充分享受印度汽车渗透率提升红利。俄罗斯市场销售良好，预计 20 年将为公司贡献正收益。
- **聚焦长期价值，迎接平台化与全球化红利，维持“审慎增持”评级。**公司管理改革+新平台+全球化红利预计逐步释放，19Q3 确认盈利拐点，19Q4 单车 ASP 与真实盈利能力预计环比持续改善。20 年伴随多款车型改款，2 款全新平台 SUV+1 款电车上市，皮卡炮热销，公司车型周期有望延续强劲。中期平台化降本增效持续推进，公司业绩有望稳健增长。远期全球化战略打开销量空间，享受海外发展中国家汽车成长红利。考虑短期承压以及中长期向好，同时预计股权激励产生的费用及股本摊薄影响，调整公司盈利预测，预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 44.9/47.5/64.2 亿元(原预测为 45.7/48.9/53.5 亿元)，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**行业销量大幅下滑；公司新车销售低于预期；价格战风险

图 1、长城汽车整车月度销量(辆)及同比增速

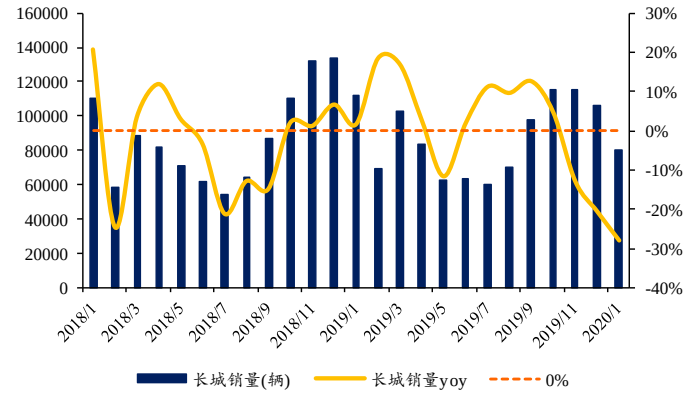
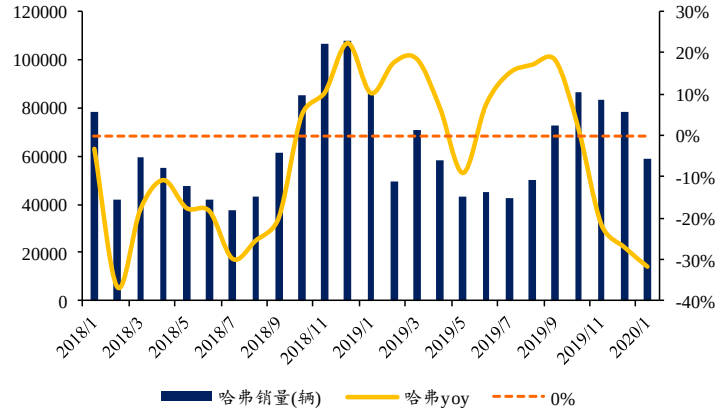


图 2、哈弗车型月度销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、WEY 销量(辆)及同比增速

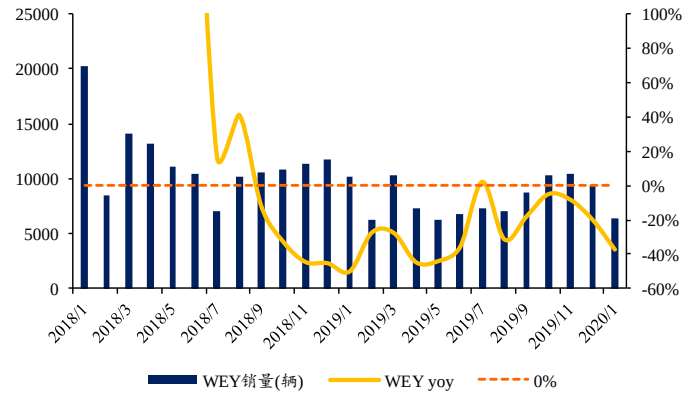
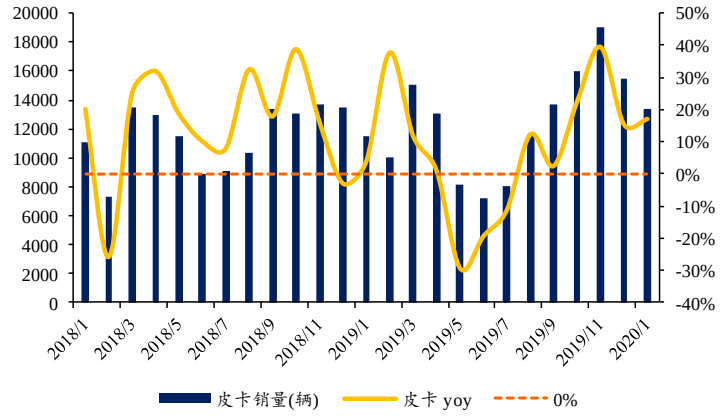


图 4、皮卡销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、欧拉销量(辆)及同比增速

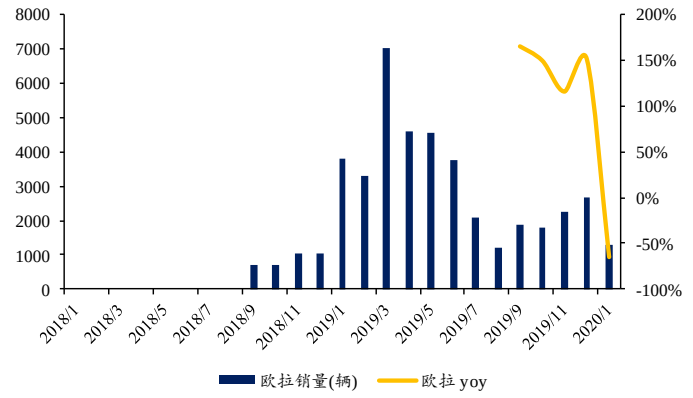
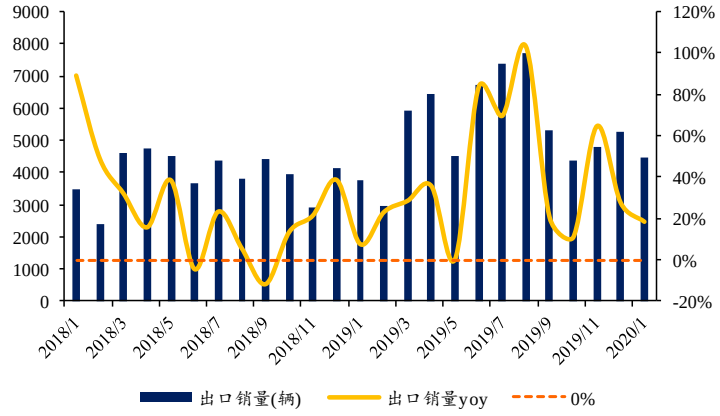


图 6、长城出口销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、哈弗 H6 与 F7 销量(辆)与合计同比增速

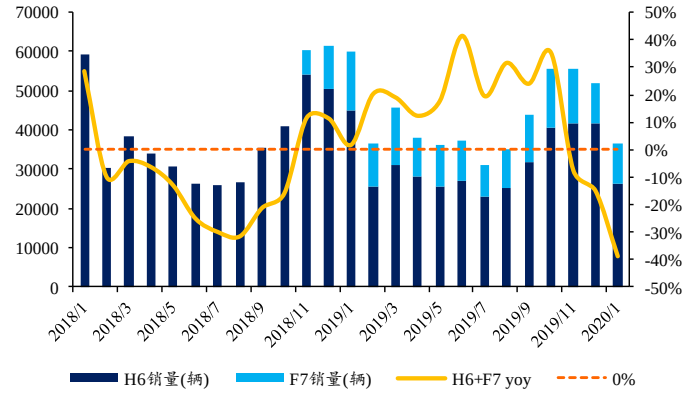
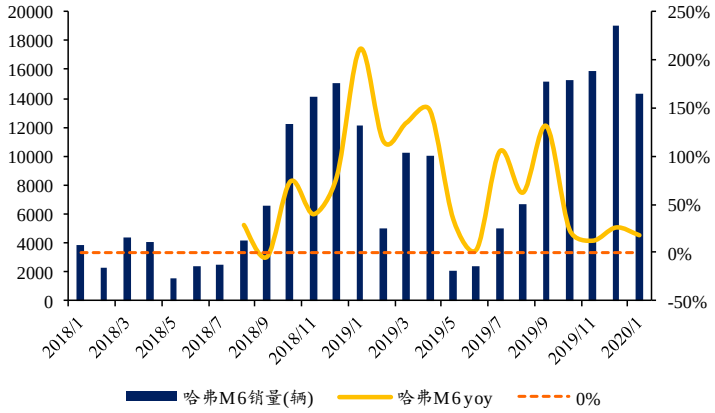


图 8、哈弗 M6 销量(辆)及同比增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、长城季度单车收入(万元)及同比

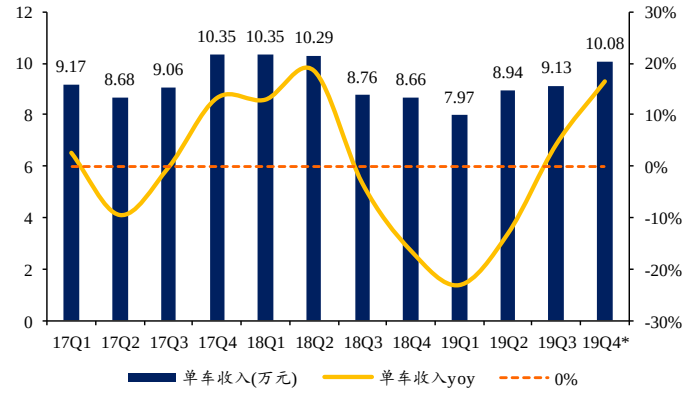
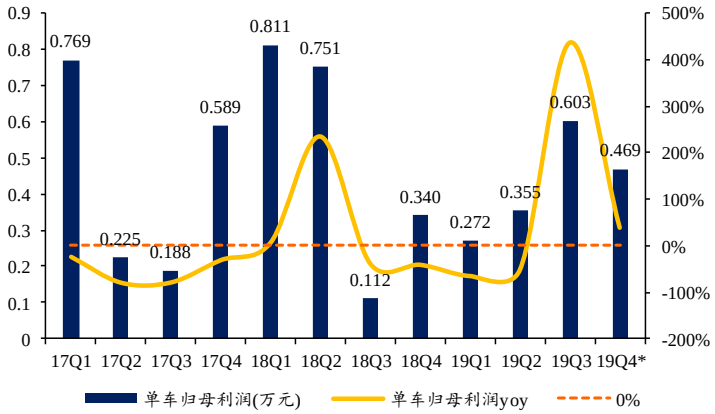


图 10、长城季度单车归母利润(万元)及同比



数据来源：公司年报，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：19Q4 单车收入与单车归母净利润根据业绩快报进行估算

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	66126	56920	57904	66763
货币资金	7682	26245	28237	34774
交易性金融资产	3178	4104	4000	4000
应收账款	3343	3472	3744	4366
其他应收款	652	938	1011	1179
存货	4445	9465	8452	9730
非流动资产	45674	54802	60285	62567
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	2965	3261	3587
投资性房地产	184	280	280	280
固定资产	28994	37869	43694	46295
在建工程	4406	2822	2047	1514
油气资产	0	0	0	0
无形资产	3391	3311	3011	2711
资产总计	111800	111722	118189	129330
流动负债	54618	51635	54842	61638
短期借款	12800	2000	2000	2000
应付票据	29402	13891	14886	17137
应付账款	0	24145	25873	29786
其他	12417	11600	12083	12716
非流动负债	4493	5353	5940	6246
长期借款	2158	2908	3408	3708
其他	2336	2445	2532	2538
负债合计	59112	56988	60782	67884
股本	9127	9127	9306	9306
资本公积	1411	1411	1411	1411
未分配利润	36620	38016	40041	43444
少数股东权益	164	187	212	245
股东权益合计	52689	54733	57408	61446
负债及权益合计	111800	111722	118189	129330

利润表

单位: 百万元

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	99230	96455	103992	121271
营业成本	81481	80482	86244	99286
营业税金及附加	3627	3183	3432	4123
销售费用	4575	3771	4056	4851
管理费用	1676	2218	2662	3153
财务费用	-494	260	-337	-420
资产减值损失	137	-101	-100	-200
公允价值变动	-140	-75	0	0
投资收益	219	38	0	0
营业利润	6232	4977	5335	7278
营业外收入	253	226	200	200
营业外支出	8	20	20	20
利润总额	6477	5183	5515	7458
所得税	1229	666	745	1007
净利润	5248	4516	4771	6451
少数股东损益	40	23	25	34
归属母公司净利润	5207	4493	4746	6417
EPS (元)	0.56	0.48	0.51	0.69

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5207	4493	4746	6417
折旧和摊销	3882	4275	5489	6493
资产减值准备	137	696	53	118
无形资产摊销	264	580	580	580
公允价值变动损失	140	75	0	0
财务费用	577	260	-337	-420
投资损失	-219	-38	0	0
少数股东损益	40	23	25	34
营运资金的变动	9625	24385	4195	4454
经营活动产生现金流量	19698	35990	13825	16935
投资活动产生现金流量	-10040	-4483	-10573	-8706
融资活动产生现金流量	-6501	-12945	-1259	-1693
现金净变动	2771	18562	1993	6536
现金的期初余额	3844	7682	26245	28237
现金的期末余额	6615	26245	28237	34774

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性 (%)				
营业收入增长率	-2.7%	-2.8%	7.8%	16.6%
营业利润增长率	6.5%	-20.1%	7.2%	36.4%
净利润增长率	3.6%	-13.7%	5.6%	35.2%
盈利能力 (%)				
毛利率	17.9%	16.6%	17.1%	18.1%
净利率	5.2%	4.7%	4.6%	5.3%
ROE	9.9%	8.2%	8.3%	10.5%
偿债能力 (%)				
资产负债率	52.9%	51.0%	51.4%	52.5%
流动比率	1.21	1.10	1.06	1.08
速动比率	1.13	0.92	0.90	0.92
营运能力 (次)				
资产周转率	0.89	0.86	0.90	0.98
应收帐款周转率	51.23	26.79	25.94	26.92
每股资料 (元)				
每股收益	0.56	0.48	0.51	0.69
每股经营现金	2.12	3.87	1.49	1.82
每股净资产	5.64	5.86	6.15	6.58
估值比率 (倍)				
PE	15.8	18.4	17.4	12.8
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn