

长城汽车 (601633.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.90 元

目标价格 (人民币): 11.35 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	91.27
已上市流通 A 股(亿股)	60.28
流通港股(亿股)	31.00
总市值(亿元)	721.05
年内股价最高最低(元)	7.91/7.61
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955



相关报告

1. 《产品结构调整初见成效, 新能源汽车厚积薄发 - 长城汽车公司报告》, 2019.10.23

陈晓 联系人
chenxiaoj@gjzq.com.cn

何凯易 分析师 SAC 执业编号: S1130519100002
hekaiyi@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130519100002
zhangshuai@gjzq.com.cn

三季度盈利超预期, 有望持续改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.551	0.571	0.479	0.652	0.755
每股净资产(元)	5.38	5.75	6.05	6.46	6.91
每股经营性现金流(元)	-0.11	2.15	1.48	1.53	1.47
市盈率(倍)	20.86	9.82	16.26	11.96	10.32
净利润增长率(%)	-52.35%	3.58%	-16.04%	36.02%	15.84%
净资产收益率(%)	10.23%	9.91%	7.91%	10.09%	10.92%
总股本(百万股)	9,127.27	9,127.27	9,127.27	9,127.27	9,127.27

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 长城汽车 2019 年前三季度实现营收、归母净利润及扣非归母净利润分别为 625.78 亿元、29.17 亿元、25.89 亿元, 分别同比下降 6.1%、25.7%、28.65%。
- 2019Q3 实现营收、归母净利润分别为 212.02 亿元、14 亿元, 分别同比增长 18.01%、507%。

经营分析

- **销量表现优于行业:** 前三季度累计销量 72.4 万, 同比增长 7.01% (市场 10.3%), 市占率有所提升。哈弗品牌销量合计 52.1 万, 同比增长 11.58%, 其中 F 系列超过 12 万, 与 H 系形成互补; WEY 销售 6.98 万, 同比下滑 33.8%, 反映合资品牌价格下探对其的压力; 欧拉品牌销售 3.2 万辆, R1 排名新能源车前十; 风骏皮卡销量 9.8 万, 同比增长 0.45%, 龙头地位稳固。
- **促销收窄和费用降低, 利润同比大增 507%:** (1) 2018Q3 基数低, 该季度促销幅度大, 销售费用高 (占营收 5.5%), 毛利率低 (15.6%), 单车净利仅 1125 元, 季度净利同比下降 49.8%; (2) 2019Q3 销量同比增长 12.4%; (3) 随着多款新车上市, 清库后促销幅度有所收窄, 单车营收从 2018Q3 的 8.6 万逐步上升到 2019Q3 的 9.2 万, 同比增长 7%; 单车净利从 1125 元提升至 6072 元, 同比大幅增长 440%; (4) 费用率降低, 减税降费帮助营业税金及附加下降 1.04pct; 广告费用下降使得营销费用下降 1.38pct; 汇兑损益和利息费用降低使得财务费用下降 1.49pct; 研发费用增长 0.76pct 达到 5.6 亿, 四项费用率合计由 2018Q3 的 15% 降低到 2019Q3 的 11.7%。

盈利调整与投资建议

- 公司 Q3 盈利增长超预期, 前三季度销量逆势增长, 销量、单车营收、净利改善有望持续, 盈利弹性较强。预测 Q4 销量与上年持平为 37.6 万, 全年销量 110 万, 同比增长 4.5%。长期看, 公司电动化、皮卡和海外业务增长潜力较大, 预测 2019/2020/2021 公司 EPS 分别 0.48/0.65/0.76 元, 对应当前股价 PE 为 17/12/10 倍。给予公司 2020 年 18 倍 PE, 目标价 11.35 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济放缓购车需求下降; 行业政策落地不确定性; 新能源车补贴退坡超预期; 公司产品不被认可; 公司产品过于单一风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	98,614	101,165	99,177	95,603	106,990	116,749	货币资金	2,154	4,831	7,682	9,588	11,650	13,748
增长率		2.6%	-2.0%	-3.6%	11.9%	9.1%	应收账款	40,568	50,275	3,995	3,798	4,104	4,158
主营业务成本	-74,377	-82,047	-81,864	-79,087	-87,684	-95,475	存货	6,061	5,575	4,445	4,117	4,805	5,493
%销售收入	75.4%	81.1%	82.5%	82.7%	82.0%	81.8%	其他流动资产	5,146	13,041	55,821	56,338	56,389	56,436
毛利	24,237	19,118	17,313	16,516	19,306	21,275	流动资产	53,928	73,722	71,943	73,840	76,948	79,835
%销售收入	24.6%	18.9%	17.5%	17.3%	18.0%	18.2%	%总资产	58.4%	66.7%	64.3%	63.9%	64.4%	64.4%
营业税金及附加	-3,833	-3,906	-3,627	-3,059	-3,424	-3,736	长期投资	1,497	134	407	437	387	337
%销售收入	3.9%	3.9%	3.7%	3.2%	3.2%	3.2%	固定资产	32,650	32,597	33,399	32,530	32,838	34,195
销售费用	-3,175	-4,406	-4,575	-3,824	-4,280	-4,670	%总资产	35.4%	29.5%	29.9%	28.1%	27.5%	27.6%
%销售收入	3.2%	4.4%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	3,270	3,403	5,375	7,985	8,431	8,860
管理费用	-4,575	-4,963	-1,676	-1,912	-2,140	-2,335	非流动资产	38,381	36,825	39,858	41,753	42,457	44,192
%销售收入	4.6%	4.9%	1.7%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	41.6%	33.3%	35.7%	36.1%	35.6%	35.6%
研发费用	0	0	-1,743	-2,294	-2,568	-2,802	资产总计	92,309	110,547	111,800	115,593	119,405	124,027
%销售收入	0.0%	0.0%	1.8%	2.4%	2.4%	2.4%	短期借款	355	13,181	13,039	8,868	4,451	2,282
息税前利润 (EBIT)	12,654	5,843	5,691	5,426	6,895	7,732	应付款项	37,529	39,867	32,318	37,120	40,465	42,237
%销售收入	12.8%	5.8%	5.7%	5.7%	6.4%	6.6%	其他流动负债	5,368	5,833	9,261	9,181	10,543	11,541
财务费用	4	-139	494	-676	-346	-73	流动负债	43,252	58,881	54,618	55,169	55,458	56,060
%销售收入	0.0%	0.1%	-0.5%	0.7%	0.3%	0.1%	长期贷款	50	424	2,158	1,958	1,758	1,558
资产减值损失	-413	-317	-137	-200	-200	-200	其他长期负债	1,653	1,984	2,336	3,000	3,000	3,000
公允价值变动收益	0	175	-140	90	180	180	负债	44,956	61,289	59,112	60,127	60,216	60,618
投资收益	30	124	219	220	264	317	普通股股东权益	47,295	49,135	52,525	55,254	58,919	63,069
%税前利润	0.2%	2.0%	3.4%	4.1%	3.6%	3.7%	其中：股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
营业利润	12,276	5,854	6,232	5,091	7,023	8,186	未分配利润	32,183	33,531	36,620	39,349	43,014	47,164
营业利润率	12.4%	5.8%	6.3%	5.3%	6.6%	7.0%	少数股东权益	59	123	164	212	270	340
营业外收支	207	379	245	300	300	300	负债股东权益合计	92,309	110,547	111,800	115,593	119,405	124,027
税前利润	12,483	6,233	6,477	5,391	7,323	8,486	比率分析						
利润率	12.7%	6.2%	6.5%	5.6%	6.8%	7.3%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-1,929	-1,190	-1,229	-970	-1,318	-1,527	每股指标						
所得税率	15.5%	19.1%	19.0%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	1.156	0.551	0.571	0.479	0.652	0.755
净利润	10,554	5,043	5,248	4,420	6,005	6,958	每股净资产	5.182	5.383	5.755	6.054	6.455	6.910
少数股东损益	3	16	40	48	58	70	每股经营现金净流	0.978	-0.106	2.148	1.476	1.532	1.473
归属于母公司的净利润	10,551	5,027	5,207	4,372	5,947	6,889	每股股利	0.350	0.170	0.290	0.180	0.250	0.300
净利率	10.7%	5.0%	5.3%	4.6%	5.6%	5.9%	回报率						
							净资产收益率	22.31%	10.23%	9.91%	7.91%	10.09%	10.92%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.43%	4.55%	4.66%	3.78%	4.98%	5.55%
净利润	10,554	5,043	5,248	4,420	6,005	6,958	投入资本收益率	22.40%	7.52%	6.77%	6.66%	8.58%	9.36%
少数股东损益	3	16	40	48	58	70	增长率						
非现金支出	2,975	3,517	4,019	4,185	4,526	4,995	主营业务收入增长率	29.70%	2.59%	-1.96%	-3.60%	11.91%	9.12%
非经营收益	-256	93	712	338	-208	-491	EBIT 增长率	34.56%	-53.82%	-2.60%	-4.65%	27.07%	12.14%
营运资金变动	-4,342	-9,618	9,625	4,530	3,661	1,981	净利润增长率	30.92%	-52.35%	3.58%	-16.04%	36.02%	15.84%
经营活动现金净流	8,930	-965	19,603	13,474	13,984	13,443	总资产增长率	28.37%	19.76%	1.13%	3.39%	3.30%	3.87%
资本开支	-6,679	-5,757	-6,247	-5,397	-4,750	-6,250	资产管理能力						
投资	-1,701	2,547	-4,154	260	130	130	应收账款周转天数	2.2	2.5	7.8	11.0	11.0	10.0
其他	12	154	361	20	164	217	存货周转天数	25.0	25.9	22.3	19.0	20.0	21.0
投资活动现金净流	-8,367	-3,056	-10,040	-5,117	-4,456	-5,903	应付账款周转天数	99.6	117.8	118.5	125.0	122.0	115.0
股权募资	0	65	0	0	0	0	固定资产周转天数	91.5	100.0	106.7	103.6	88.5	79.1
债权募资	-300	10,112	-4,378	-3,954	-4,617	-2,368	偿债能力						
其他	-734	-4,092	-2,508	-2,497	-2,848	-3,074	净负债/股东权益	-3.69%	17.16%	8.23%	-3.50%	-14.56%	-20.64%
筹资活动现金净流	-1,034	6,085	-6,887	-3,186	-7,935	-7,697	EBIT 利息保障倍数	-3,279.4	42.2	-11.5	6.9	12.3	36.8
现金净流量	-472	2,064	2,676	1,848	2,067	2,105	资产负债率	48.70%	55.44%	52.87%	52.89%	51.04%	49.37%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	30	40	82
增持	0	2	14	19	37
中性	0	1	4	6	10
减持	0	0	1	1	2
评分	1.00	1.40	1.51	1.52	1.48

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-10-23	买入	7.79	11.79~11.79

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

北京**深圳**

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH