



运输设备业/可选消费品

长城汽车 (601633)

系列改革初显效，反攻号角已吹响

——长城汽车公司更新报告

 吴晓飞 (分析师)	 陈麟瓚 (研究助理)	 石金漫 (分析师)
 0755-23976003	 010-83939831	 010-59312859
 wuxiaofei@gtjas.com	 chenlinzan@gtjas.com	 shijinman@gtjas.com
证书编号 S0880517080003	S0880118080090	S0880517110001

本报告导读:

预计 2020 年 Q1 扣非归母净利润同比增长 15%，公司自 2018 年起进行了“品牌+产能+产品”改革，同时，优化内部激励机制和推行零部件市场化运营，已初显成效。

投资要点:

- 上调目标价至 11.96 元 (原为 11.66 元)，维持“增持”评级。维持公司 2019/20/21 年的 EPS 预测为 0.48/0.52/0.59 元，参考可比公司估值，考虑公司系列改革初显成效，给予 2020 年 23 倍的 PE，对应目标价 11.96 元。
- 2019Q4 单车扣非净利为 4143 元，预计 2020 年公司保持 4000-4500 元的单车盈利水平。2018Q3 车市景气度下滑以来，公司单车扣非净利为 247/691/2267/2850/5847/4143 元，呈逐步回升趋势，预计受益于新产品哈弗 F7 和长城炮的推出，其在提升单车收入的同时，也减缓了其他产品的销量压力，进而降低综合的折扣率水平。
- 皮卡乘用车长城炮立足中国，走向全球。长城炮上市首季度 (2019Q4) 销量达 1.8 万，公司通过收购泰国工厂拓展东南亚市场 (约 400 万销量/年)，其中皮卡占比至少达 35%，预计长城炮带动公司成功拓展。
- 反攻号角已吹响，展望公司未来的三阶段成长路径：(1) 第一阶段 (2019H2-2020H1)：依托哈弗 F7 和皮卡产品长城炮，在销量稳定的情况，优化公司销售结构，依靠单车净利实现同比增长 15% 以上；(2) 第二阶段 (2020H2-2021H1)：依托王牌车型哈弗 H6 的垂直改款，再保持单车净利润稳定的情况下，实现销量的进一步提升；(3) 第三阶段 (2021H2 以后)：与宝马合资品牌的 16 万工厂逐渐催化，海外市场的拓展初现规模。
- 风险提示：产能建设进度不及预期，海外投资面临的法律风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169	99,230	96,469	104,460	111,328
(+/-)%	3%	-2%	-3%	8%	7%
经营利润 (EBIT)	5,848	5,744	5,286	5,646	6,078
(+/-)%	-54%	-2%	-8%	7%	8%
净利润 (归母)	5,027	5,207	4,425	4,707	5,343
(+/-)%	-52%	4%	-15%	6%	14%
每股净收益 (元)	0.55	0.57	0.48	0.52	0.59
每股股利 (元)	0.17	0.29	0.22	0.22	0.27

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	5.8%	5.8%	5.5%	5.4%	5.5%
净资产收益率 (%)	10.2%	9.9%	8.0%	8.1%	8.8%
投入资本回报率 (%)	8.2%	8.2%	6.6%	7.2%	7.5%
EV/EBITDA	10.27	9.53	13.46	11.69	10.75
市盈率	16.76	16.18	19.04	17.90	15.77
股息率 (%)	1.8%	3.1%	2.4%	2.4%	3.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.96

上次预测: 11.66

当前价格: 9.23

2020.02.26

交易数据

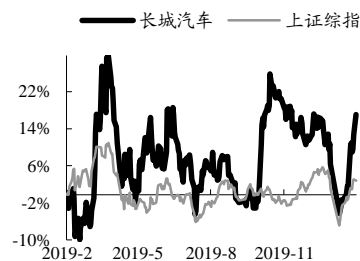
52 周内股价区间 (元)	7.23-11.12
总市值 (百万元)	84,245
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,127/6,028
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/3,100
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	19.63
日均成交值 (百万元)	171.51

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	52,992
每股净资产	5.81
市净率	1.6
净负债率	-16.34%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.23	0.08
Q2	0.17	0.09
Q3	0.03	0.15
Q4	0.14	0.16
全年	0.57	0.48

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	11%	-1%	21%
相对指数	10%	-4%	20%

相关报告

《业绩超出市场预期，单车收入驱动增长》
2020.02.22

《激励计划增内功，海外拓展扩空间》
2020.02.13

《业绩略超预期，盈利能力持续提升》
2019.10.27

《业绩符合预期，盈利能力稳中有升》
2019.08.27

《限制政策逐步取消，皮卡龙头一马当先》
2019.04.21

模型更新时间: 2020.02.26

股票研究

可选消费品
运输设备业

长城汽车 (601633)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.96**

上次预测: 11.66

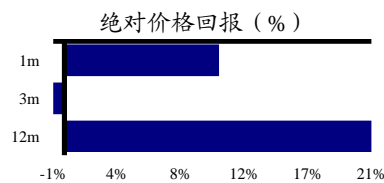
当前价格: 9.23

公司网址

www.gwm.com.cn

公司简介

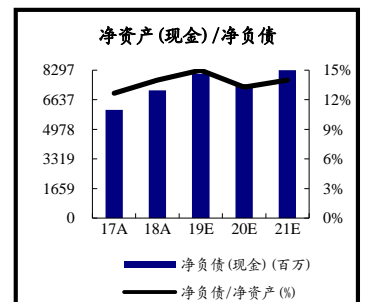
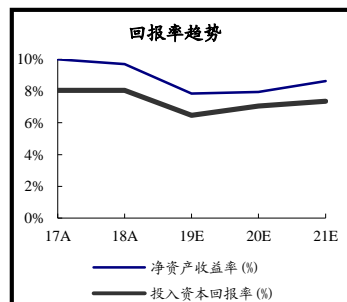
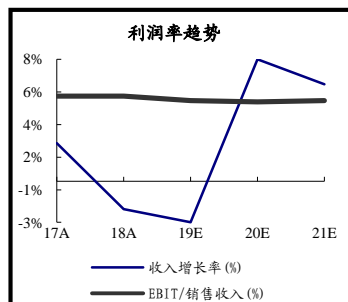
公司是全球知名的 SUV 制造企业, 秉承“每天进步一点点”的企业理念, 拥有先进的企业文化和管理团队, 创建了独具特色的经营和管理模式, 经营质量在国内汽车行业首屈一指。公司多次入选“中国企业 500 强”、“中国机械 500 强”、“中国制造 500 强”, 连续多年上榜“福布斯亚太最佳上市公司”、“福布斯 2000 强”、“《财富》中国 500 强”、“BrandZ 最具价值中国品牌 100 强”等, 并被评为中国机电进出口商会的“推荐出口品牌”, 也是商务部、发改委授予的“国家汽车整车出口基地企业”, 首家成为国际氢能委员会成员的中国汽车企业。



52 周价格范围 7.23-11.12
市值 (百万) 84,245

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	101,169	99,230	96,469	104,460	111,328
营业成本	82,047	81,864	80,551	86,911	92,425
税金及附加	3,906	3,627	3,511	3,808	4,056
销售费用	4,406	4,575	3,888	4,502	4,750
管理费用	1,598	1,676	1,785	1,818	1,837
EBIT	5,848	5,744	5,286	5,646	6,078
公允价值变动收益	175	-140	0	0	0
投资收益	124	219	300	300	600
财务费用	139	-494	389	388	296
营业利润	5,854	6,232	5,352	5,733	6,557
所得税	1,190	1,229	1,005	1,090	1,233
少数股东损益	16	40	22	26	31
归母净利润	5,027	5,207	4,425	4,707	5,343
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	5,149	10,860	6,760	9,705	12,359
其他流动资产	64,144	55,267	59,598	62,186	66,626
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	27,718	28,994	29,354	28,531	26,984
无形及其他资产	13,536	16,681	17,927	19,177	20,777
资产合计	110,547	111,800	113,639	119,599	126,746
流动负债	58,881	54,618	53,747	57,974	62,747
非流动负债	2,408	4,493	4,493	3,493	2,993
股东权益	49,258	52,689	55,398	58,131	61,005
投入资本(IC)	57,705	57,026	65,260	63,830	65,830
现金流量表					
NOPLAT	4732	4654	4312	4589	4944
折旧与摊销	3,205	3,888	1,905	2,293	2,507
流动资金增量	6,170	-43,865	3,128	-4,357	-553
资本支出	-5,757	-6,247	-3,437	-2,645	-2,535
自由现金流	8,349	-41,570	5,908	-121	4,362
经营现金流	-1,059	19,698	-22	9,151	5,978
投资现金流	-3,073	-10,040	-2,637	-2,545	-2,285
融资现金流	6,089	-6,501	-941	-3,861	-1,389
现金流净增加额	1,957	3,157	-3,600	2,745	2,304
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.6%	-1.9%	-2.8%	8.3%	6.6%
EBIT 增长率	-53.8%	-1.8%	-8.0%	6.8%	7.7%
净利润增长率	-52.4%	3.6%	-15.0%	6.4%	13.5%
利润率					
毛利率	18.9%	17.5%	16.5%	16.8%	17.0%
EBIT 率	5.8%	5.8%	5.5%	5.4%	5.5%
归母净利润率	5.0%	5.2%	4.6%	4.5%	4.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.2%	9.9%	8.0%	8.1%	8.8%
总资产收益率(ROA)	4.5%	4.7%	3.9%	3.9%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	8.2%	8.2%	6.6%	7.2%	7.5%
运营能力					
存货周转天数	26	22	22	23	23
应收账款周转天数	163	98	15	12	17
总资产周转天数	366	409	426	407	404
净利润现金含量	-21.1%	378.3%	-0.5%	194.4%	111.9%
资本支出/收入	5.7%	6.3%	3.6%	2.5%	2.3%
偿债能力					
资产负债率	55.4%	52.9%	51.3%	51.4%	51.9%
净负债率	12.3%	13.6%	14.6%	12.9%	13.6%
估值比率					
PE	16.76	16.18	19.04	17.90	15.77
PB	1.71	1.60	1.53	1.45	1.39
EV/EBITDA	10.27	9.53	13.46	11.69	10.75
P/S	0.83	0.85	0.87	0.81	0.76
股息率	1.8%	3.1%	2.4%	2.4%	3.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		