

长城汽车（601633）：业绩大超预期，哈弗模式获认可

——2019 年三季度报点评

2019 年 10 月 28 日

推荐/维持

长城汽车 公司报告

报告摘要：

三季度报摘要：长城汽车 2019 年前三季度营收 626 亿元，同比下滑 6%，其中第三季度营收 212 亿元，同比上涨 18%；前三季度归母净利润 29 亿元，同比下滑 26%，其中第三季度归母净利润 14 亿元，同比大幅上涨 507%。公司前三季度毛利率 15.3%，同比上涨 1.7%，其中第三季度毛利率 18.5%，同比增加 4.9%；前三季度净利率 4.8%，同比上涨 1.0%，其中第三季度净利率 6.6%，同比增加 2.5%。

Q3 利润率大幅提升，财务水平向好。我们认为，公司利润率提升主要是因为整车毛利率回升了。7 月国五库存消化完毕之后，公司作为自主品牌头部，它的 SUV 产品较全，产品竞争力、消费者认可度和公司议价能力都不错，所以财务水平回暖。

哈弗产品更新模式获市场认证，多项业务贡献增量。哈弗的产品更新模式是，H6、F7 和 M6 三种车型不断衍生、滚动更新。这种模式已经被中国车市证明是有效的，哈弗在低迷车市中保持稳定增长。展望 19Q4 和 20 年，我们认为其销量回暖速度将快于市场。此外，纯电动欧拉、皮卡业务和海外业务将带来长期的成长性，能够削弱周期影响。

盈利预测：预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 894.6/1,078.5/1,199.9 亿元，归母净利润分别为 40.9/48.8/56.8 亿元，EPS 分别为 0.45/0.53/0.62 元，分别同比增长-21.1%/19.1%/16.3%，对应 PE 为 17.6/14.8/12.7x。维持“推荐”评级。

风险提示：乘用车消费不及预期；原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,169	99,230	89,460	107,852	119,993
增长率(%)	2.6%	-1.9%	-9.8%	20.6%	11.3%
净利润(百万元)	5,027	5,207	4,093	4,882	5,684
增长率(%)	-52.2%	4.0%	-21.1%	19.1%	16.3%
净资产收益率(%)	10.2%	9.9%	7.3%	8.0%	8.6%
每股收益(元)	0.55	0.57	0.45	0.53	0.62
PE	14.36	13.86	17.62	14.77	12.69
PB	1.47	1.37	1.28	1.19	1.09

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

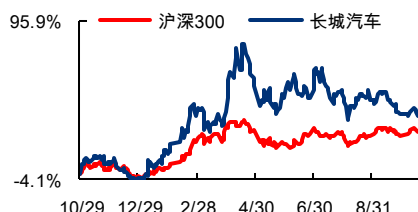
长城汽车是中国最大的 SUV 制造企业和国产皮卡龙头企业，旗下拥有哈弗、长城、WEY 和欧拉四个品牌，产品涵盖皮卡、轿车和 SUV 三大品类，拥有保定、徐水、天津三大生产基地。公司业务以整车制造和销售为主，还包括零部件制造、金融服务等。

未来 3-6 个月重大事项提示：

交易数据

52 周股价区间(元)	7.9-6.14
总市值(亿元)	721.05
流通市值(亿元)	476.19
总股本/流通 A 股(万股)	912727/602773
流通 B 股/H 股(万股)	/309954
52 周日均换手率	0.32

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

研究助理：

刘一鸣

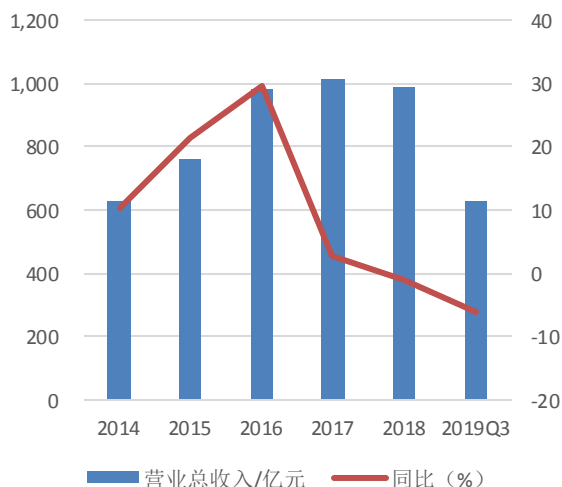
021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

1. 业绩大超预期, 销量有望完成 107 万辆目标

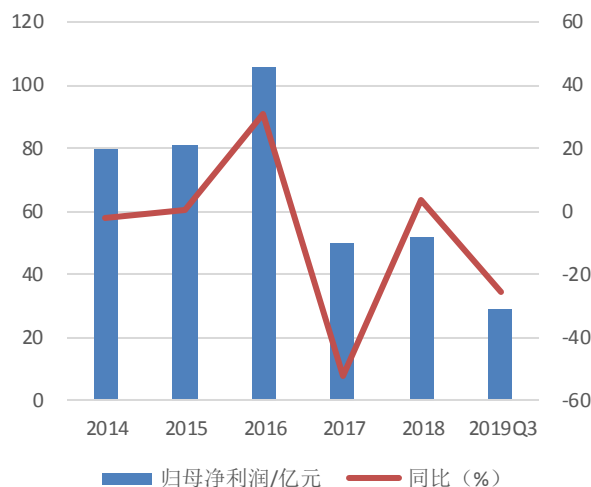
长城汽车 2019 年前三季度营收 626 亿元, 同比下滑 6%; 归母净利润 29 亿元, 同比下滑 26%, 扣非归母净利润 26 亿元, 同比大幅下滑 29%。

图 1: 长城汽车营收及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 长城汽车归母净利润及同比增速

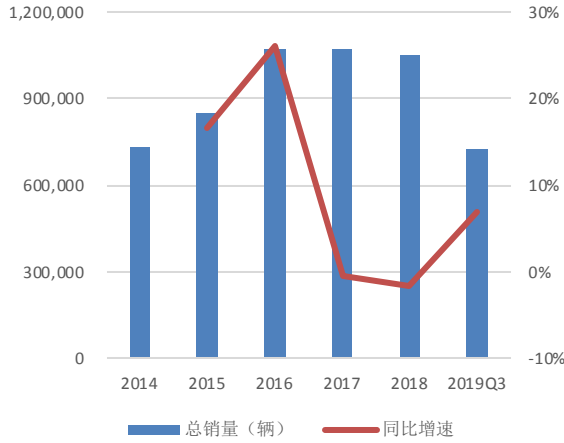


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

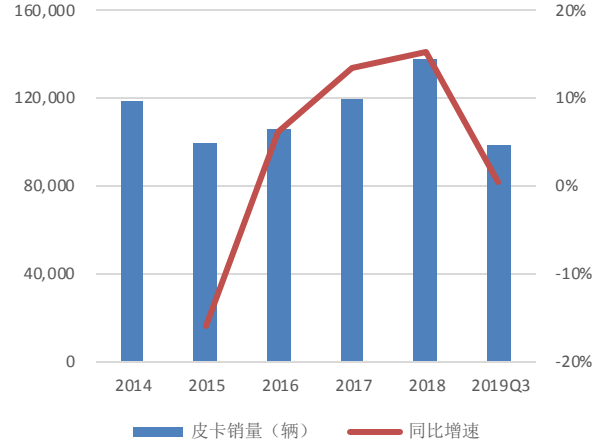
9 月销量表现抢眼, 有望完成 107 万辆年度目标。公司 9 月销量 8.6 万辆, 同比大增 18%, 2019Q3 销量 72.4 万辆, 同比增 7%, 年度销量目标完成率 68%。皮卡销量稳中略升, 2019Q3 销量 9.8 万辆, 龙头地位不可撼动, 10 月底上市的乘用车皮卡“长城炮”预计将为其增光添彩。公司旗下高端品牌 WEY 今年销量进一步下滑, 但我们认为其进军欧洲市场的计划将有助其提升品牌力, 网点布局向南优化也与其销售重心契合, 有望扭转颓势。

图 3: 长城汽车销量及同比增速

图 4: 长城汽车皮卡销量及同比增速



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

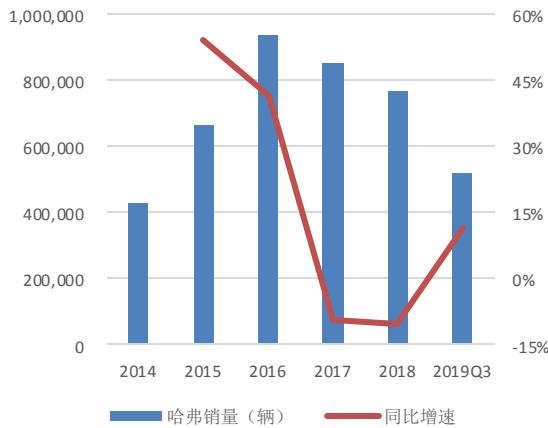


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

哈弗 H6 稳坐 SUV 销量第一, 扛住了合资 SUV 的下探。合资企业加快向下布局低端车型, 大部分自主品牌因竞争力弱受到挤压。根据乘联会数据, 9 月长城汽车旗下拳头产品哈弗 H6 依旧坚挺在 SUV 市场榜首, 超第二名大众探岳近一万辆。同时, 长城汽车以 1.4 万辆的优势赢得 SUV 销量第一, 增量主要来自哈弗 F5 与哈弗 F7。

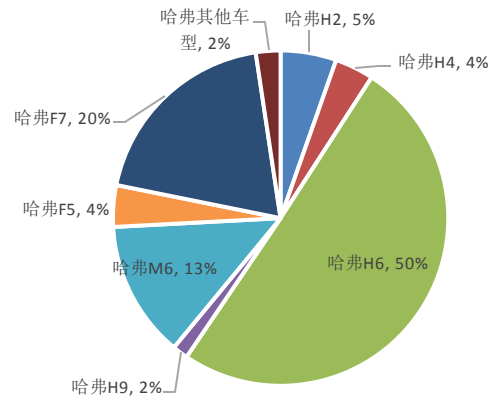
图 5: 哈弗销量及同比增速

图 6: 哈弗 2019Q3 各车型销量分布



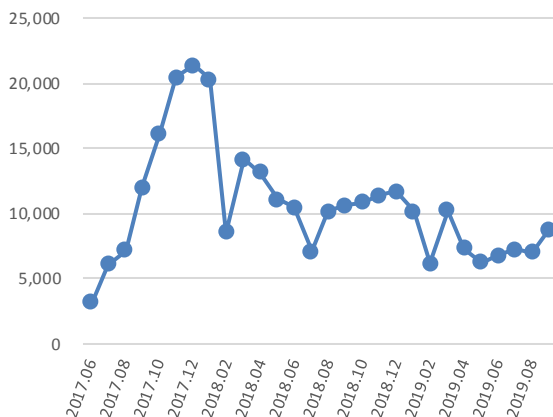
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: WEY 上市至今销量 (单位: 辆)

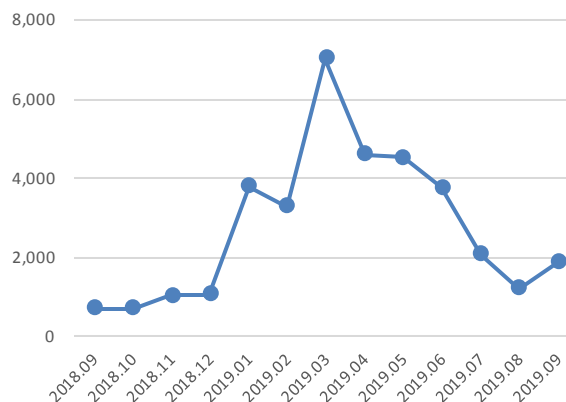


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 欧拉上市至今销量 (单位: 辆)



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



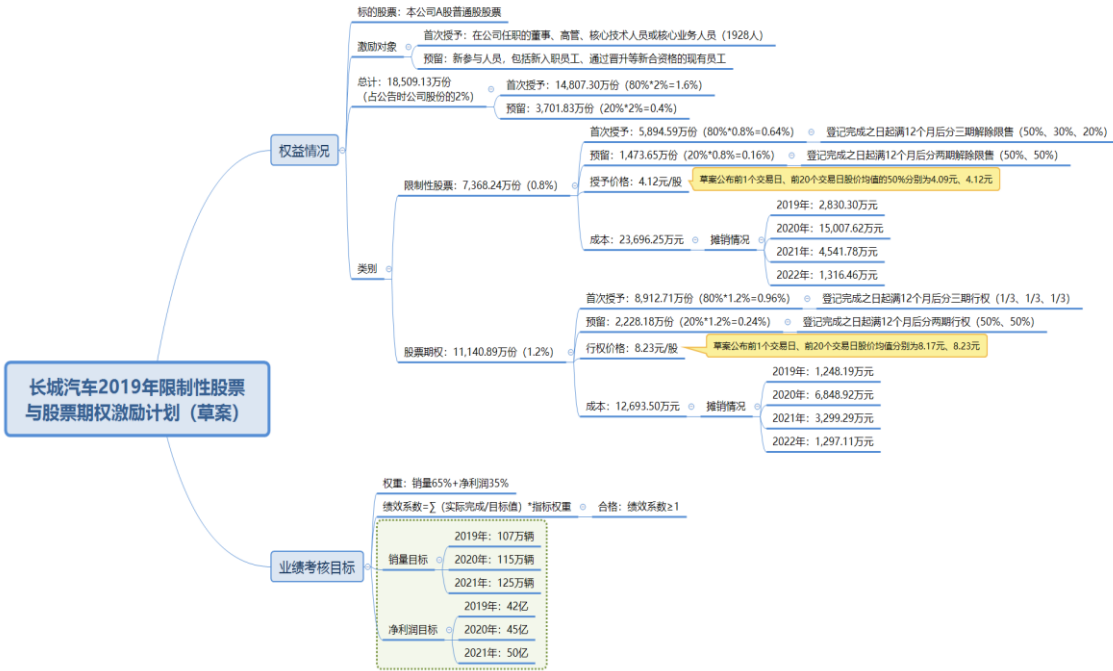
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

全方位布局新能源，多管齐下添增量。长城汽车旗下的纯电动品牌欧拉先后于18年9月和19年1月推欧拉iQ和欧拉R1，2019Q3实现销量3.2万辆，其中欧拉R1前三季度累计销量22,576辆。为了实现快速上量，公司为此单独打造了“欧拉出行”平台。此外，公司今年还推出了纯电皮卡风骏7EV，旗下高端品牌WEY也将于11月底推出VV7 PHEV版，这都彰显了长城汽车多角度布局电动化、在行业变动期迅速占坑的决心。氢燃料电池方面，公司的氢能技术中心已于去年建成，有望在2022年正式推出首款燃料电池汽车，并且投资了德国加氢站运行商H2M。

2. 股权激励强劲实施，给予公司新动力

低迷大环境中发布股权激励，提振士气拉业绩。公司在草案中，不仅创新性地将销量和净利润一同作为考核指标，而且给予了销量指标65%的权重。这与公司今年以来的经营理念是一致的，即通过让利来抢占市场份额。而且在低迷车市中，拉动员工积极性和保护股东利益都是至关重要的。

图 9:长城汽车 2019 年限制性股票与股票期权激励计划



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 894.6/1,078.5/1,199.9 亿元, 归母净利润分别为 40.9/48.8/56.8 亿元, EPS 分别为 0.45/0.53/0.62 元, 分别同比增长-21.1%/19.1%/16.3%, 对应 PE 为 17.6/14.8/12.7x。维持“推荐”评级。

3. 风险提示

乘用车消费不及预期; 原材料价格大幅上涨。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	69293	66126	48293	51310	53302	营业收入	101169	99230	89460	107852	119993
货币资金	4831	7682	6926	8350	9290	营业成本	81967	81481	75045	89727	99412
应收账款	873	3343	1893	2282	2539	营业税金及附加	3906	3627	3270	3943	4386
其他应收款	298	651	587	708	787	营业费用	4406	4575	3364	4055	4512
预付款项	580	441	441	441	441	管理费用	4963	1676	1852	2233	2484
存货	5575	4445	4599	5499	6092	财务费用	139	-494	-279	154	196
其他流动资产	267	33945	33847	34031	34153	研发费用	0	1743	2111	2545	2832
非流动资产合计	41254	45674	53269	59467	68998	资产减值损失	317	137	-100	-100	-100
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	175	-140	15	15	15
固定资产	27718	28994	36854	43032	49994	投资净收益	124	219	0	0	0
无形资产	3269	3391	3744	4050	4316	加: 其他收益	166	176	415	415	415
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	5854	6232	4751	5726	6701
资产总计	110547	111800	101562	110778	122300	营业外收入	391	253	295	295	295
流动负债合计	58881	54618	40858	45529	51725	营业外支出	12	8	23	23	23
短期借款	13038	12800	1714	919	3508	利润总额	6233	6477	5022	5998	6973
应付账款	27962	25196	24069	28778	31884	所得税	1190	1229	884	1070	1244
预收款项	5458	0	0	0	0	净利润	5043	5248	4138	4928	5729
一年内到期的非流	143	239	239	239	239	少数股东损益	16	40	45	45	45
非流动负债合计	2408	4493	4240	4240	4240	归属母公司净利润	5027	5207	4093	4882	5684
长期借款	424	2158	2158	2158	2158	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	61289	59112	45099	49770	55965	成长能力					
少数股东权益	123	164	209	254	300	营业收入增长	2.59%	-1.92%	-9.85%	20.56%	11.26%
实收资本(或股本)	9127	9127	9127	9127	9127	营业利润增长	-52.31%	6.45%	-23.77%	20.53%	17.04%
资本公积	1411	1411	1411	1411	1411	归属于母公司净利	-52.35%	3.58%	-21.40%	19.28%	16.42%
未分配利润	33531	36620	40193	44456	49418	获利能力					
归属母公司股东权	49135	52525	56254	60753	66035	毛利率(%)	18.98%	17.89%	16.11%	16.81%	17.15%
负债和所有者权益	110547	111800	101562	110778	122300	净利率(%)	4.99%	5.29%	4.63%	4.57%	4.77%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.87%	4.55%	4.66%	4.03%	4.41%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.23%	9.91%	7.28%	8.04%	8.61%
经营活动现金流	-1077	19698	6534	14548	15641	偿债能力					
净利润	5043	5248	4138	4928	5729	资产负债率(%)	55%	53%	44%	45%	46%
折旧摊销	3205	3888	4259	5709	7276	流动比率	1.18	1.21	1.18	1.13	1.03
财务费用	139	-494	-279	154	196	速动比率	1.08	1.13	1.07	1.01	0.91
应付帐款的变化	-355	-2470	1450	-389	-257	营运能力					
预收帐款的变化	-854	-5458	0	0	0	总资产周转率	1.00	0.89	0.84	1.02	1.03
投资活动现金流	-3056	-10040	3615	-12057	-16957	应收账款周转率	145	47	34	52	50
公允价值变动收益	175	-140	15	15	15	应付账款周转率	3.82	3.73	3.63	4.08	3.96
长期股权投资减少	0	0	12441	0	0	每股指标(元)					
投资收益	124	219	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.55	0.57	0.45	0.53	0.62
筹资活动现金流	6089	-6501	-10905	-1067	2257	每股净现金流(最)	0.21	0.35	-0.08	0.16	0.10
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	5.38	5.75	6.16	6.66	7.23
长期借款增加	374	1734	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	14.36	13.86	17.62	14.77	12.69
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	1.47	1.37	1.28	1.19	1.09
现金净增加额	1957	3157	-756	1424	940	EV/EBITDA	8.80	8.34	5.14	5.80	4.85

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。