

盈利大幅改善 看好中长期业绩爆发

长城汽车 (601633)

事件概述

公司发布 2019 年三季报, 2019 年 Q1~Q3 实现营收 625.8 亿元, 同比下滑 6.1%; 归母净利润 29.2 亿元, 同比下滑 25.7%; 扣非归母净利润 25.9 亿元, 同比下滑 28.7%。其中 2019Q3 实现营收 212.0 亿元, 同比增长 18.0%; 归母净利润 14.0 亿元, 同比增长 507%; 扣非归母净利润 13.5 亿元, 同比增长 2556%。

分析判断:

► 销量增速、单车均价提升, 三季度营收恢复正增长

2019Q1~Q3 公司整车销量 72.4 万辆, 同比增长 7.0%, 明显好于同期乘用车行业同比下滑 11.7% 的销量表现; 其中 Q3 公司整车销量 23.1 万辆, 同比增长 12.4%, 重回双位数增长。2019Q3 公司的单车均价达到 9.19 万元, 环比 Q2 提升 0.25 万元, 同比提升 0.43 万元, 单价均价回升的原因包括: 1) Q3 排放升级至国六后产品售价提升, 折扣力度较国五车型有所收窄; 2) 售价较高的 F 系列销量占比提升。销量恢复双位数增长叠加单车均价提升, 公司三季度营收恢复正增长。

► 毛利率同环比大幅提升, 费用率下降, 三季度净利润超市场预期

2019Q3 公司毛利率 18.49%, 环比 Q2 提升 4.93pct, 同比提升 4.84pct, 毛利率提升一方面是因为排放升级至国六后产品售价提升、折扣收窄, 另一方面前期降本的效果也逐步显现。公司在 2019Q3 期间费用率总体下降, 其中: 销售费用率同比下降 1.25pct 至 4.16%, 主要是因为排放升级后折扣收窄, 给经销商的返利减少; 管理费用率同比微增 0.02pct 至 2.14%; 研发费用率同比提升 0.81pct 至 2.63%, 主要是因为公司针对新能源汽车、新平台等研发投入力度加大; 财务费用率同比下降 1.47pct 至 -0.64%, 主要是因为汇兑收益及利息收入增加; 四项费用率合计 8.29%, 同比下降 1.89pct。毛利率提升的同时期间费用率下降, 公司三季度净利率大幅改善, 同比提升 5.23pct 至 6.61%, Q3 归母净利润 14.0 亿元超市场预期。

► 各产品条线看点较多, 看好中长期业绩弹性爆发

公司在 SUV 产品条线在短中长期均有看点: 1) 短期: F 系列销量爬坡有效对冲 H 系列产品老化问题, 支撑哈弗量价; 2) 中期: 顺应汽车行业模块化、平台化的发展趋势, 公司新平台即将落地, 首款车型将于 2020 年实现量产, 对降本增效意义重大; 3) 长期: 目前 WEY 月度销量已经企稳, 长期有望形成突破, 实现品牌升华。其他产品条线: 1) 新能源汽车: 公司转

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 12.97
最新收盘价: 7.9

股票代码: 601633
52 周最高价/最低价: 10.55/5.56
总市值(亿) 721.05
自由流通市值(亿) 476.19
自由流通股数(百万) 6,027.73



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远

邮箱: liujy1@hx168.com.cn

相关研究

1. 长城汽车 (601633) 9 月销量数据点评: 销量增速领先行业 期待下游需求改善
2019.10.13
2. 长城汽车 (601633) 股权激励草案点评: 首次股权激励方案落地 看好公司业绩反转
2019.9.8
3. 长城汽车 (601633) 2019H1 中报点评: 促销加大业绩承压 看好未来盈利弹性
2019.8.28

型态度坚决，下游整车多个条线共同推进，同时积极布局中上游资源和核心零部件；2) 皮卡：公司是皮卡行业隐形冠军，国内市占率高达 30%，近期推出“长城炮”，顺应皮卡高端化、乘用化的发展趋势；3) 零部件：4 个零部件平台公司积极拓展外部客户，同时增加对第三方零部件供应商的采购比例，取长补短，提高规模效应。综上，我们看好行业需求转暖时公司业绩弹性的爆发。

投资建议

维持公司 2019-21 年归母净利润 43.1/58.4/72.5 亿元的盈利预测不变，对应 EPS 为 0.47/0.64/0.79 元，当前股价对应的 PE 为 16.7/12.4/10.0x，公司目前处于盈利低点，参考公司过去 5 年 PB 水平维持公司 2.3x PB 估值，对应目标价 12.97 元，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车板块销量低于预期；自主品牌 SUV 市占率下滑；新能源车销量低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101169.49	99229.99	98981.91	112245.49	123750.65
YoY (%)	2.59	-1.92	-0.25	13.40	10.25
归母净利润(百万元)	5027.30	5207.31	4312.62	5837.75	7247.68
YoY (%)	-52.35	3.58	-17.18	35.36	24.15
毛利率 (%)	18.90	17.50	17.02	17.87	18.41
每股收益(元)	0.55	0.57	0.47	0.64	0.79
ROE (%)	10.23	9.91	7.55	9.28	10.33
市盈率	14.34	13.85	16.72	12.35	9.95

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	99229.99	98981.91	112245.49	123750.65	净利润	5247.64	4346.02	5882.96	7303.80
YoY (%)	-1.92%	-0.25%	13.40%	10.25%	折旧和摊销	3887.87	3947.43	4397.56	4889.79
营业成本	81863.86	82131.43	92181.62	100966.62	营运资金变动	9531.47	-147.22	3933.57	3395.31
营业税金及附加	3627.38	3618.31	4103.17	4523.74	经营活动现金流	19515.95	8565.80	14496.73	15552.08
销售费用	4575.20	4563.76	5175.30	5705.77	资本开支	-6246.73	-5107.61	-5435.04	-6416.66
管理费用	1676.30	1672.11	1896.18	2090.53	投资	-4154.43	0.00	0.00	0.00
财务费用	-493.88	424.99	200.56	-180.16	投资活动现金流	-10040.44	-4935.86	-5254.71	-6227.31
资产减值损失	136.53	195.10	237.39	284.44	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	219.27	171.75	180.33	189.35	债务募资	-4378.49	2160.89	-8651.54	-6301.31
营业利润	6232.04	5020.61	6881.83	8608.24	筹资活动现金流	-6500.84	1687.98	-9242.09	-6552.72
营业外收支	245.03	311.92	336.52	353.48	现金净流量	2974.67	5317.92	-0.06	2772.04
利润总额	6477.07	5332.53	7218.35	8961.72	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	1229.43	986.52	1335.40	1657.92	成长能力 (%)				
净利润	5247.64	4346.02	5882.96	7303.80	营业收入增长率	-1.92%	-0.25%	13.40%	10.25%
归属于母公司净利润	5207.31	4312.62	5837.75	7247.68	净利润增长率	3.58%	-17.18%	35.36%	24.15%
YoY (%)	3.58%	-17.18%	35.36%	24.15%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	0.47	0.64	0.79	毛利率	17.50%	17.02%	17.87%	18.41%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	5.29%	4.39%	5.24%	5.90%
货币资金	7682.08	13000.00	12999.94	15771.98	总资产收益率 ROA	4.66%	3.61%	4.78%	5.68%
预付款项	440.80	442.24	496.36	543.66	净资产收益率 ROE	9.91%	7.55%	9.28%	10.33%
存货	4445.10	5026.31	5641.37	6179.00	偿债能力 (%)				
其他流动资产	53558.30	54118.87	54729.31	55258.82	流动比率	1.21	1.28	1.37	1.48
流动资产合计	66126.29	72587.42	73866.97	77753.45	速动比率	1.12	1.18	1.26	1.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.14	0.23	0.24	0.30
固定资产	28993.55	29000.62	29534.34	30544.40	资产负债率	52.87%	52.08%	48.22%	44.73%
无形资产	3391.10	3541.51	3672.83	3788.54	经营效率 (%)				
非流动资产合计	45674.12	46978.21	48143.27	49769.03	总资产周转率	0.89	0.86	0.93	0.99
资产合计	111800.41	119565.63	122010.23	127522.48	每股指标 (元)				
短期借款	12799.97	13873.94	5761.86	0.00	每股收益	0.57	0.47	0.64	0.79
应付账款及票据	29401.64	30721.60	34480.92	37766.98	每股净资产	5.75	6.26	6.90	7.69
其他流动负债	12416.81	12092.85	13546.72	14770.40	每股经营现金流	2.14	0.94	1.59	1.70
流动负债合计	54618.42	56688.40	53789.49	52537.39	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2157.81	3244.72	2705.27	2165.82	估值分析				
其他长期负债	2335.60	2335.60	2335.60	2335.60	PE	13.85	16.72	12.35	9.95
非流动负债合计	4493.40	5580.31	5040.86	4501.41	PB	0.97	1.26	1.15	1.03
负债合计	59111.82	62268.71	58830.35	57038.80					
股本	9127.27	9127.27	9127.27	9127.27					
少数股东权益	163.76	197.15	242.36	298.49					
股东权益合计	52688.59	57296.92	63179.88	70483.68					
负债和股东权益合计	111800.41	119565.63	122010.23	127522.48					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。