CMS 招商证券

审慎推荐-A

长城汽车 601633.SH

当前股价：5.9 元
2018 年 12 月 12 日

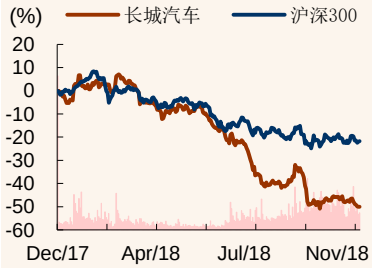
11月销量领先行业水平，新品提供动力

基础数据

上证综指	2602
总股本（万股）	912727
已上市流通股（万股）	602773
总市值（亿元）	539
流通市值（亿元）	356
每股净资产（MRQ）	5.6
ROE（TTM）	11.8
资产负债率	51.8%
主要股东	保定创新长城资产管
主要股东持股比例	56.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-45	-50
相对表现	-5	-29	-27



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《长城汽车（601633）—与宝马签署合作备忘录，加速布局新能源汽车》2018-02-26

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理
杨献宇
yangxianyu@cmschina.com.cn

研究助理
李懿洋
liyiyang@cmschina.com.cn

事件：

公司发布 11 月份产销数据，11 月份公司销售汽车 13.2 万辆（+1.1%），1~11 月累计销售汽车 91.9 万辆（-2.7%）。

评论：

1、11 月公司销量领先行业水平，新产品提供增量。

11 月份公司共销售汽车 13.2 万辆（+1.1%），哈弗品牌 10.6 万辆（+9.4%），其中 H2 为 1.5 万辆(-42.4%),H6 为 5.4 万辆(+0.2%),M6 为 1.4 万辆(+40.2%)，新产品 F 系列提供增量，F5 和 F7 分别销售 7065 辆和 6067 辆。WEY 品牌销售 1.1 万辆（-44.4%），其中新品 VV6 销量为 5001 辆。9 月底公司推出哈弗 F 系列首款产品 F5，F5 搭载 1.5T+7DCT 动力总成，F7 于 11 月份上市，与 H 系列相比，F 系列拥有更多的智能和科技属性，定位偏向于年轻人，未来 F 系列车型将主要在原来蓝标网络销售，H 系列将主要在原红标网络销售。

2、WEY 产品价格下探有望提高销量，或分流哈佛品牌客户

12 月 10 日 VV5 推出终结版，其官方指导价仅为 12.98 万元，此前 VV5 的官方指导价在 15 万元~16.3 万元之间。相比于 VV5 两驱的低配版本，VV5 终结版主要减少了辅助驾驶等配置。VV5 近几个月的销量在 4000 台左右，我们认为 VV5 终结版的推出，有望提升其销量，不过 WEY 品牌价格带下探到 13 万元左右，有可能会分流 H6 和 F7 的部分客户。

3、携手京东，构建智能网联汽车新形态

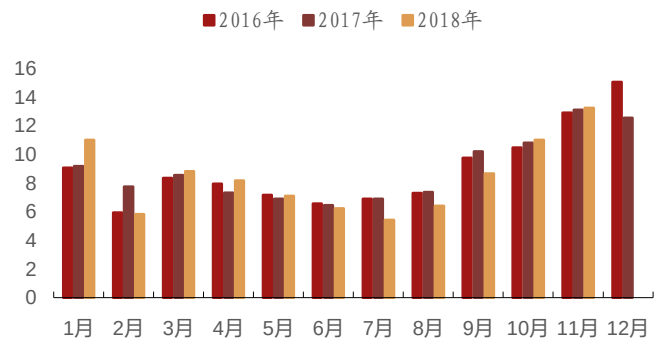
长城与京东达成共识，将在智能家居和快递到车两块业务中展开深度合作。智能家居的功能将首先应用在 WEY 品牌车型，随后应用到哈弗和欧拉品牌的车型。通过智能家居，用户可以通过京东智能音箱控制车辆并查询状态，同时可以将智能家居设备接入汽车内，车主可以在回家的途中可以对家中的智能设备进行控制。“快递到车”是将长城汽车智能网联平台与京东快递服务平台打通，平台打通后，京东快递员可以直接打开具备该功能的长城汽车的后备箱进行货物配送，无需车主到场。通过与京东的合作，将拓展长城在智能网联领域的布局。

4、盈利预测与投资建议

公司通过推出 F 系列产品，完善产品布局，推出新能源车改善新能源积分的状态，预计四季度公司销量和毛利率将环比继续改善。考虑到行业增速放缓和 SUV 领域竞争加剧，未来仍有一定压力。预计 18 年~20 年净利润为 52.1 亿、53.6 亿、57.5 亿。

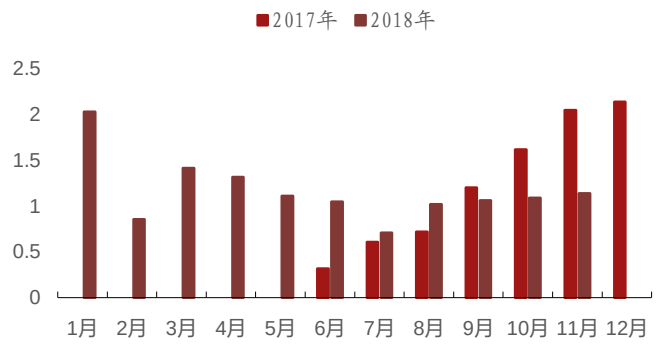
5、风险提示：行业出现价格战，加大促销力度；新车销售不达预期

图 1 长城汽车月度销量（万辆）



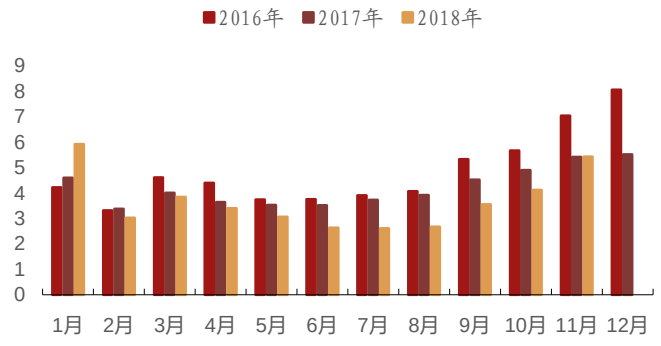
资料来源：公司公告，招商证券

图 2 WEY 品牌月度销量（万辆）



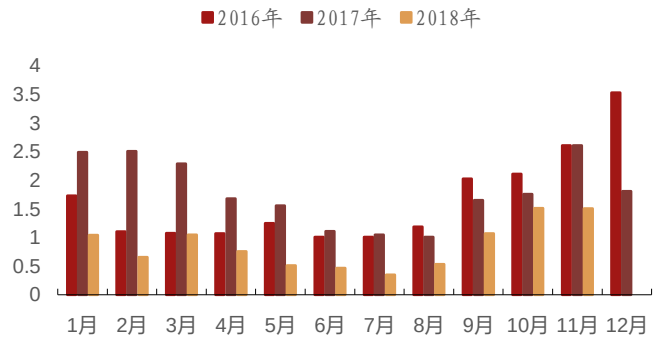
资料来源：公司公告，招商证券

图 3 H6 月度销量（万辆）



资料来源：公司公告，招商证券

图 4 H2 月度销量（万辆）



资料来源：公司公告，招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	53928	69293	68596	74655	79620
现金	2154	4831	0	0	0
交易性投资	0	318	318	318	318
应收票据	39786	49075	52245	56875	60674
应收款项	518	873	914	995	1061
其它应收款	251	298	317	345	368
存货	6061	5575	5940	6474	6906
其他	5158	8323	8862	9648	10292
非流动资产	38381	41254	44336	47722	51442
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	24715	27718	31154	34855	38857
无形资产	3211	3269	2942	2648	2383
其他	10455	10267	10241	10219	10202
资产总计	**92309**	**110547**	**112933**	**122377**	**131062**
流动负债	43252	58881	57135	62294	66309
短期借款	250	13038	8819	10237	11221
应付账款	25007	27962	29837	32518	34690
预收账款	6312	5458	5824	6347	6771
其他	11683	12424	12656	13192	13626
长期负债	1703	2408	2408	2408	2408
长期借款	50	424	424	424	424
其他	1653	1984	1984	1984	1984
负债合计	**44956**	**61289**	**59543**	**64702**	**68716**
股本	9127	9127	9127	9127	9127
资本公积金	1411	1414	1414	1414	1414
留存收益	36758	38593	42707	46976	51628
少数股东权益	59	123	140	158	177
归属于母公司所有者权益	47295	49134	53249	57517	62169
负债及权益合计	**92309**	**110547**	**112933**	**122377**	**131062**

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	8835	(1077)	7236	6931	8078
净利润	10568	4945	5210	5364	5747
折旧摊销	2565	3205	3634	4003	4408
财务费用	11	97	139	139	139
投资收益	(30)	(124)	(246)	(275)	(300)
营运资金变动	(4032)	(9510)	(1520)	(2320)	(1937)
其它	(247)	311	19	21	22
投资活动现金流	(8367)	(3056)	(6718)	(7390)	(8129)
资本支出	(6684)	(5822)	(6718)	(7390)	(8129)
其他投资	(1683)	2767	0	0	0
筹资活动现金流	(1116)	6089	(5349)	459	51
借款变动	(19)	6708	(4362)	1418	985
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	3	0	0	0
股利分配	(1095)	(1095)	(1095)	(1095)	(1095)
其他	(2)	473	108	137	161
现金净增加额	(648)	1957	(4831)	0	0

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	98616	101169	107705	117249	125081
营业成本	74360	81967	87463	95324	101691
营业税金及附加	3833	3906	4158	4526	4829
营业费用	3175	4406	4954	5511	6004
管理费用	4575	4963	5062	5628	6004
财务费用	(4)	139	139	139	139
资产减值损失	413	317	221	258	100
公允价值变动收益	0	175	175	175	200
投资收益	30	124	71	100	100
营业利润	12294	5771	5954	6139	6615
营业外收入	249	391	365	382	371
营业外支出	42	12	37	38	39
利润总额	12500	6150	6282	6483	6947
所得税	1929	1190	1055	1102	1181
净利润	10571	4961	5227	5381	5766
少数股东损益	3	16	17	17	19
归属于母公司净利润	10568	4945	5210	5364	5747
EPS（元）	1.16	0.54	0.57	0.59	0.63

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	30%	3%	6%	9%	7%
营业利润	32%	-53%	3%	3%	8%
净利润	31.02%	-53.21%	5.36%	2.96%	7.15%
获利能力					
毛利率	24.6%	19.0%	18.8%	18.7%	18.7%
净利率	10.7%	4.9%	4.8%	4.6%	4.6%
ROE	22.3%	10.1%	9.8%	9.3%	9.2%
ROIC	21.8%	7.6%	8.1%	7.6%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	55.4%	52.7%	52.9%	52.4%
净负债比率	0.4%	12.3%	8.2%	8.7%	8.9%
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	14.6	14.1	15.2	15.4	15.2
应收帐款周转率	165.2	145.4	120.5	122.9	121.7
应付帐款周转率	3.7	3.1	3.0	3.1	3.0
每股资料（元）					
每股收益	1.16	0.54	0.57	0.59	0.63
每股经营现金	0.97	-0.12	0.79	0.76	0.89
每股净资产	5.18	5.38	5.83	6.30	6.81
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	5.1	10.9	10.3	10.0	9.4
PB	1.1	1.1	1.0	.9	.9
EV/EBITDA	0.6	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

汪刘胜，1998 年毕业于上海同济大学机械系，7 年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究 10 年。2008 年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009 年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010 年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011 年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012 年入围新财富最佳分析师评选，2013 年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014 年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015 年水晶球公募第一名，新财富最佳分析师第三名。2016 年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。