



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-09-07

公司研究报告

买入/维持

长城汽车 (601633)

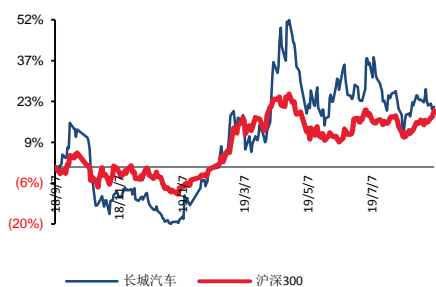
目标价: 13.32

昨收盘: 8.39

可选消费 汽车与汽车零部件

破天荒，股权激励打开新增长引擎（太平洋汽车 2019 年战略推荐）

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	9,127/9,127
总市值/流通(百万元)	76,578/76,578
12 个月最高/最低(元)	10.55/5.56

相关研究报告:

长城汽车 (601633)《单车利润环比改善，破除疑虑拾级而上(太平洋汽车 2019 年战略推荐)》—2019/08/26

长城汽车 (601633)《三季度将是长城单季利润重回高速增长之时(太平洋汽车 2019 年战略推荐)》—2019/08/19

长城汽车 (601633)《持续超越行业，7 月销量实现双位数增长(太平洋汽车 2019 年战略推荐)》—2019/08/08

证券分析师: 白宇

电话: 010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020004

助理分析师: 赵水平

电话: 15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

事件: 公司发布股权激励计划草案，本激励计划拟授予激励对象权益总计 18,509.13 万份，约占股份总数的 2.03%，其中首次授予股份占比 80%，本激励计划授予的限制性股票的授予价格为 4.12 元/股，股票期权行权价格为 8.23 元/股。

人性化的业绩考核，颇具诚意的人才激励。 本次股权激励业绩考核涉及未来三年的销量与净利润进行双重考核。其中 2019-2021 年销量考核目标分别为 107 万、115 万、125 万，净利润考核目标分别为 42 亿、45 亿、50 亿元，销量与利润权重分别占 65%与 35%。此次股权激励业绩考核目标更注重销量及市场份额的维持达成，目标也极具人性化，达成概率极大，诚意十足。未来三年业绩有托底支撑，但实质上如果行业逐步复苏变好，未来业绩有望超额完成，

近两千人受益，激励范围广泛有效。 首次授予的激励对象人数共计 1928 人，近两千人受益，囊括了董事、高管、以及核心的技术与管理人员。广泛而有效的激励范围有助于更多人受益，也能有效促进更多核心人才为公司发展出力，并享受公司未来成长带来的成果。首次授予股票及期权满十二个月后分三期解禁、行权，对核心员工进行有效的利益绑定，利于长期发展。

破天荒的理念转变，留住人才共创未来。 此次股权激励计划的推出对公司来说属于破天荒的理念转变，具有极大的战略意义，近年来公司不断引进各类核心技术专家及高级管理人才，通过股权激励可有效留住人才并绑定利益，健全的激励机制同时也有助于公司未来吸引更多优秀人才。公司新的平台产品有望在明年下半年逐步推出，未来三年将迎来新的产品周期，强有力的人才支撑，叠加行业逐步回暖，未来销量及业绩改善预期成效也将进一步加强。

投资建议: 公司股权激励事件属于破天荒事件，对于公司来说属于重大的管理理念转变与提升，通过股权激励留住更多优秀人才，打开未来增长新的引擎，当前乘用车复苏预期不断增强时，长城上半年销量高增之后，市占率逆势提升，三季度单季盈利增速可期！太平洋汽车持续战略推荐长城汽车，我们预计公司 19 年/20 年归母净利润分别为 45 亿元/55 亿，维持“买入”评级。

风险提示: 汽车行业销量低于预期，降价促销幅度大于预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	99230	94378	106071	123350
(+/-%)	(1.92)	(4.89)	12.39	16.29
净利润(百万元)	5207	4469	5546	6857
(+/-%)	3.58	(14.17)	24.09	23.63
摊薄每股收益(元)	0.57	0.49	0.61	0.75
市盈率(PE)	14.74	17.18	13.84	11.20

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,831	7,682	7,550	25,552	9,868	营业收入	101,169	99,230	94,378	106,071	123,350
应收和预付款项	50,826	4,435	67,302	10,582	72,602	营业成本	81,967	81,481	77,324	86,395	100,111
存货	5,575	4,445	5,912	5,575	7,815	营业税金及附加	3,906	3,627	3,587	4,001	4,798
其他流动资产	295	33,946	12,380	15,540	20,622	销售费用	4,406	4,575	4,558	4,932	5,489
流动资产合计	69,293	66,126	103,325	69,344	123,538	管理费用	4,963	1,676	3,586	3,925	4,539
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	139	(494)	(93)	106	140
投资性房地产	126	184	184	184	184	资产减值损失	317	137	289	248	224
固定资产	27,718	28,994	27,608	26,222	24,836	投资收益	124	219	84	113	108
在建工程	4,879	4,406	4,406	4,406	4,406	公允价值变动	175	(140)	(28)	(28)	28
无形资产	3,269	5,244	5,015	4,786	4,556	营业利润	5,854	6,232	5,183	6,549	8,183
长期待摊费用	133	126	50	0	0	其他非经营损益	379	245	277	300	274
其他非流动资产	691	900	1,305	966	1,057	利润总额	6,233	6,477	5,460	6,849	8,457
资产总计	110,547	111,800	146,337	110,806	163,631	所得税	1,190	1,229	974	1,276	1,563
短期借款	13,038	12,800	36,112	0	32,266	净利润	5,043	5,248	4,486	5,573	6,894
应付和预收款项	39,812	32,318	37,075	41,450	50,199	少数股东损益	16	40	17	27	37
长期借款	424	2,158	7,789	0	7,304	归母股东净利润	5,027	5,207	4,469	5,546	6,857
其他负债	7,873	11,597	8,831	9,433	9,954						
负债合计	61,289	59,112	89,969	51,064	99,918						
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127						
资本公积	1,411	1,411	2,011	2,011	2,011						
留存收益	38,593	42,249	45,050	48,395	52,331						
归母公司股东权益	49,135	52,525	56,188	59,534	63,469						
少数股东权益	123	164	180	208	245						
股东权益合计	49,258	52,689	56,369	59,741	63,714						
负债和股东权益	110,547	111,800	146,337	110,806	163,631						

预测指标					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	18.98%	17.89%	18.07%	18.55%	18.84%
销售净利率	5.79%	6.28%	5.49%	6.17%	6.63%
销售收入增长率	2.59%	-1.92%	-4.89%	12.39%	16.29%
EBIT 增长率	-51.91%	32.19%	-34.85%	30.75%	25.07%
净利润增长率	-52.35%	3.58%	-14.17%	24.09%	23.63%
ROE	10.23%	9.91%	7.95%	9.32%	10.80%
ROA	4.56%	4.69%	3.07%	5.03%	4.21%
ROIC	12.49%	10.36%	11.13%	7.06%	41.80%
EPS (X)	0.55	0.57	0.49	0.61	0.75
PE (X)	15.27	14.74	17.18	13.84	11.20
PB (X)	1.56	1.46	1.37	1.29	1.21
PS (X)	0.76	0.77	0.81	0.72	0.62
EV/EBITDA (X)	11.05	3.11	14.51	4.05	8.85

现金流量表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	(1,077)	19,698	(35,212)	66,419	(51,594)
投资性现金流	(3,056)	(10,040)	6,926	(2,229)	(612)
融资性现金流	6,089	(6,501)	28,154	(46,188)	36,521
现金增加额	1,966	3,140	(132)	18,002	(15,684)

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。