

2019年09月09日

销量领先行业 业绩拐点将至

长城汽车(601633)

事件概述

公司发布2019年8月产销快报：单月批发销量7.0万辆，同比增长9.5%，环比增长16.3%。其中，哈弗品牌销量5.0万辆，同比增长17.0%；WEY品牌销量0.7万辆，同比下滑31.2%；欧拉品牌销量1,225辆，环比减少40.8%。2019年1-8月公司累计销量62.4万辆，同比增长5.8%。

分析判断：

► 哈弗品牌：细分领域带来全新增长动力

哈弗品牌8月销量同比增长17.0%，大幅跑赢SUV板块批发销量同比下滑0.9%（乘联会数据）的表现，分车型来看，主力车型H6实现销量2.5万辆，同比减少6.0%，表现依然稳健；M系列和F系列是主要增量来源，其中M6实现销量6,712辆，同比增长62.6%；F5和F7分别实现1,689辆和1.0万辆，环比增长16.6%和24.8%。我们认为当前F系列是哈弗品牌主要看点，相比H系列成本增加可控，售价中枢显著提升，对哈弗品牌销量和盈利均有支撑。

► WEY品牌：销量企稳，长期有望向上突破

WEY品牌8月销量同比下滑31.2%，环比小幅下滑3.3%，分车型来看，老车型VV5和VV7同比下滑较多，分别实现销量1,450辆（同比下滑68.6%）和1,244辆（同比下滑68.9%）；VV6实现销量4,310辆，同比增长315.2%。目前WEY品牌月度销量稳定在7000-8000辆左右的水平，WEY作为豪华品牌推出至今只有2年时间，完成豪华品牌必须经历的历史积淀后长期有望真正实现向上突破。

► 欧拉品牌：过渡期后销量短期承压

欧拉品牌8月销量1,225辆，环比下滑40.8%，新能源车受过渡期结束前抢装影响，短期销量压力较大，但我们认为公司转型新能源车的态度坚决，欧拉新车型R2有望Q4量产，与宝马合资的光束汽车正在有序推进，看点较多。

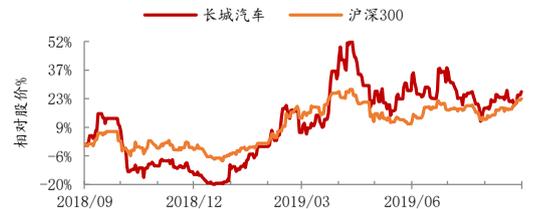
► 股权激励范围广力度强，拐点过后业绩有望爆发

公司9月7日首次发布限制性股票与股票期权激励计划草案，激励对象包括董事、核心管理层、技术骨干1,928人，约占公司管理及技术人员的9.0%，覆盖范围较广；其中限制性股票激励计划核心人员人均16.2万股，总计对应当前股价市值137.7万元；股票期权激励人均5.5万股，对应当前股价市值46.8万元，激励性强。我们认为此次股权激励方案能够有效的帮助公司吸引和保留人才，并调动核心团队的工作积极性。业务方面，我们认为乘用车需求的拐点有望在三季度末出现，公司主要产品条线都存在积极变化，看好业绩弹性的爆发。

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：8.50

股票代码：601633
52周最高价/最低价：10.55/5.56
总市值(亿)：775.82
自由流通市值(亿)：512.36
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

联系电话：

联系人：刘静远

邮箱：liujy1@hx168.com.cn

联系电话：18515669038

相关研究

1. 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

2019.09.08

2. 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

2019.08.28

投资建议

预计公司 2019-21 年的 EPS 为 0.47/0.64/0.79 元，对应 PE 为 17.8/13.1/10.6x，公司目前处于盈利低点，参考公司过去 5 年 PB 水平给予公司 2.3x PB 估值，对应目标价 12.97 元，维持“买入”评级。

风险提示

经济不景气导致乘用车销量低于预期；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 | 15.23 | 14.71 | 17.76 | 13.12 | 10.57 |

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 | 9713.34 | -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 | 19697.83 | 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 | 3156.55 | 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 | 2.16 | 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 | 14.71 | 17.76 | 13.12 | 10.57 |
| 非流动负债合计 | 4493.40 | 5580.31 | 5040.86 | 4501.41 | PB | 0.97 | 1.34 | 1.22 | 1.09 |
| 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。