

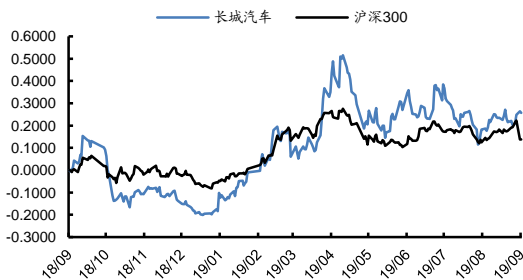
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：王炎太 S0350118050031  
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

## 8月销量再次大幅增长，股权激励计划给予前进动力

### ——长城汽车（601633）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长城汽车	6.3	-1.1	25.9
沪深300	1.2	1.8	13.8

市场数据 2019-09-10

当前价格（元）	8.45
52周价格区间（元）	5.31 - 10.74
总市值（百万）	77125.42
流通市值（百万）	50934.31
总股本（万股）	912726.90
流通股（万股）	912726.90
日均成交额（百万）	157.74
近一月换手（%）	5.35

相关报告

《长城汽车（601633）事件点评：低基数下7月增速重回两位数》——2019-08-10

《长城汽车（601633）2019中期业绩预告点评：单车利润环比逆势回升，产品结构持续优化中》——2019-07-22

《长城汽车（601633）事件点评：6月批发增速回正，国六产品矩阵迎接下半年》——2019-07-10

《长城汽车（601633）事件点评：受排放标准切换影响，5月批发出现下滑》——2019-06-12

事件：

公司发布8月产销快报，销售7.02万辆，同比+9.5%；生产6.98万辆，同比+6.5%。

投资要点：

- 增速远高于行业，主力车型销量环比回升** 公司8月销量合计7.02万辆，同比+9.5%，环比+16.3%；1-8月长城汽车累计销售62.41万辆，同比+5.8%，环比+12.7%。今年年初以来，公司销量增速始终领先行业，8月依旧保持了持续增长的势头。旗下主要SUV车型H6、F7、M6销量分别为2.51万辆、1.00万辆、0.67万辆，环比增速分别为+8.7%、+24.8%、+32.9%，在国六车型陆续备齐后，销量蓄势回升，为金九银十做好冲刺准备。值得一提，F7本月销量再次回升到一万辆以上，此前消费透支因素已经减弱，产品竞争力再度得到验证。
- 皮卡销量时隔四月再次过万，长城炮的上市将打开中高端市场** 8月皮卡销量1.16万辆，同比+12.3%，环比+44.1%。此前由于国五去库存以及国六车型尚未上市的原因，风骏皮卡销量一度跌落至7000-8000辆的水平，目前来看销量正在快速恢复，新款汽油版和柴油版的上市再次巩固了国内皮卡龙头的地位。此外9月成都车展上，公司高端皮卡长城炮乘用皮卡正式上市，售价区间为12.68-15.98万元，在国内市场再次抢占中高端皮卡高地。相较于海外，国内皮卡市场仍属于小众市场，但是近年来政策的逐步松绑为这一细分领域的崛起创立较好的环境，长城作为国内皮卡龙头开始布局中高端市场，有望获得份额和利润的双重增长，长期空间可期。
- 发布股权激励计划，弱市环境谋求持续增长** 公司9月6日晚发布2019年限制性股票与股票期权激励计划（草案），其业绩考核目标包括销量和净利润两方面，其中销量绩效权重占比为65%，净利润绩效权重占比为35%，具体来看2019-2021年销量不低于107万辆、115万辆、125万辆，2019-2021年净利润不低于42亿元、45亿元、50亿元。公司发布的股权激励计划涉及员工范围广，在当下行业降幅逐步收窄的趋势下，有望激励全体骨干及技术要员发动干劲，实现市占率和利润的双重目标。我们认为当前节点公司的一系列动作，从产品配备到人员激励，充分彰显了公司对于未来发展的信心，也给予了公司在行业底部位

《长城汽车（601633）事件点评：4月销量增速优于行业，符合预期》——2019-05-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

置向上反弹的动力，2019-2021 未来三年有望恢复昔日销量并创新高。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 50.2/60.5/71.8 亿元，对应当前股价 PE 分别为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增速低于预期的风险；乘用车市场增速持续下滑的风险；新车型销量爬坡不及预期的风险；单车盈利能力回升低于预期的风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	99230	102636	112427	123669
增长率(%)	-2%	3%	10%	10%
净利润（百万元）	5207	5019	6048	7181
增长率(%)	4%	-4%	21%	19%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.55	0.66	0.79
ROE(%)	9.88%	9.00%	10.16%	11.23%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 长城汽车盈利预测表

证券代码:	601633.SH				股价:	8.45	投资评级:	买入		日期:	2019-09-10	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值				2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>							
ROE	10%	9%	10%	11%	EPS	0.57	0.55	0.66				0.79
毛利率	18%	19%	19%	19%	BVPS	5.75	6.09	6.49				6.97
期间费率	9%	13%	13%	12%	<b>估值</b>							
销售净利率	5%	5%	5%	6%	P/E	14.90	15.46	12.83				10.80
<b>成长能力</b>					P/B	1.48	1.40	1.31				1.22
收入增长率	-2%	3%	10%	10%	P/S	0.78	0.76	0.69				0.63
利润增长率	4%	-4%	21%	19%	<b>利润表 (百万元)</b>							
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>99230</b>	<b>102636</b>	<b>112427</b>	<b>123669</b>			
总资产周转率	0.89	0.91	1.01	1.06	营业成本	81481	83637	91186	100048			
应收账款周转率	24.84	18.25	18.25	18.25	营业税金及附加	3627	3798	4160	4576			
存货周转率	18.33	18.33	18.33	18.33	销售费用	4575	4704	5048	5194			
<b>偿债能力</b>					管理费用	1676	4896	5284	5812			
资产负债率	53%	51%	47%	45%	财务费用	(494)	(163)	(236)	(290)			
流动比	1.21	1.32	1.41	1.54	其他费用/(-收入)	(58)	(100)	(100)	(100)			
速动比	1.13	1.22	1.30	1.42	<b>营业利润</b>	<b>6232</b>	<b>5665</b>	<b>6885</b>	<b>8229</b>			
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业外净收支	245	285	285	285			
现金及现金等价物	7682	9131	12588	15196	<b>利润总额</b>	<b>6477</b>	<b>5950</b>	<b>7170</b>	<b>8514</b>			
应收款项	3994	5624	6160	6776	所得税费用	1229	892	1075	1277			
存货净额	4445	4770	5201	5708	<b>净利润</b>	<b>5248</b>	<b>5057</b>	<b>6094</b>	<b>7237</b>			
其他流动资产	50005	46409	43725	46536	少数股东损益	40	39	47	56			
<b>流动资产合计</b>	<b>66126</b>	<b>65934</b>	<b>67675</b>	<b>74216</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5207</b>	<b>5019</b>	<b>6048</b>	<b>7181</b>			
固定资产	28994	26164	23618	21356	<b>现金流量表 (百万元)</b>							
在建工程	4406	4436	4466	4866	<b>经营活动现金流</b>	<b>19698</b>	<b>2108</b>	<b>8975</b>	<b>5980</b>			
无形资产及其他	3391	3052	2747	2472	净利润	5248	5057	6094	7237			
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	40	39	47	56			
<b>资产总计</b>	<b>111800</b>	<b>112886</b>	<b>111805</b>	<b>116210</b>	折旧摊销	3810	3238	2922	2636			
短期借款	12800	16000	16000	16000	公允价值变动	(140)	0	0	0			
应付款项	29402	31550	31346	31531	营运资金变动	10740	(6227)	(87)	(3949)			
预收帐款	0	0	0	0	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10040)</b>	<b>(1617)</b>	<b>2516</b>	<b>1862</b>			
其他流动负债	12417	2400	800	600	资本支出	(802)	2799	2516	1862			
<b>流动负债合计</b>	<b>54618</b>	<b>49950</b>	<b>48146</b>	<b>48131</b>	长期投资	0	0	0	0			
长期借款及应付债券	2158	2158	2158	2158	其他	(9238)	(4416)	0	0			
其他长期负债	2336	5000	2000	2000	<b>筹资活动现金流</b>	<b>(6501)</b>	<b>1232</b>	<b>(2372)</b>	<b>(2816)</b>			
<b>长期负债合计</b>	<b>4493</b>	<b>7158</b>	<b>4158</b>	<b>4158</b>	债务融资	1496	3200	0	0			
<b>负债合计</b>	<b>59112</b>	<b>57108</b>	<b>52304</b>	<b>52288</b>	权益融资	0	0	0	0			
股本	9127	9127	9127	9127	其它	(7997)	(1968)	(2372)	(2816)			
股东权益	52689	55778	59501	63921	<b>现金净增加额</b>	<b>2771</b>	<b>1723</b>	<b>9120</b>	<b>5026</b>			
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>111800</b>	<b>112886</b>	<b>111805</b>	<b>116210</b>								

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。