

# 长城汽车 (601633.SH)

## 公司快报

汽车 | 乘用车 III

投资评级

**买入-A(维持)**

股价(2019-11-07)

9.35 元

### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 85,339.97    |
| 流通市值(百万元) | 56,359.27    |
| 总股本(百万股)  | 9,127.27     |
| 流通股本(百万股) | 6,027.73     |
| 12个月价格区间  | 5.50/11.12 元 |

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 18.43 | 16.43 | 41.86 |
| 绝对收益 | 20.96 | 23.68 | 53.87 |

分析师

林帆

SAC 执业证书编号: S0910516040001

linfan@huajinsec.cn

021-20377188

### 相关报告

长城汽车: 三季报业绩超预期, 产销量逆势增长效果显现 2019-10-27

长城汽车: 8月销量逆势上扬, 股权激励彰显发展信心 2019-09-10

长城汽车: 业绩底部已现, 盈利有望逐季改善 2019-08-27

长城汽车: 7月产销重回两位数增长, 或将开启量利双升通道 2019-08-09

长城汽车: 中报业绩预告低于预期, 静待拐点的来临 2019-07-22

### 投资要点

◆ **10月销量11.50万辆, 环比增长15.00%, 同比增长4.48%, 延续了较高增长。全年销量目标有望超额完成。**公司11月7日发布公告, 10月份汽车销量11.50万辆, 环比增长15.00%, 同比增长4.48%。其中SUV销量9.68万辆(哈弗+WEY品牌), 环比劲增36.90%, 同比增长1.00%; 长城品牌销量1.60万辆, 环比增长12.51%; 欧拉品牌销量1774辆, 环比下滑5.49%; 出口销量4363量, 环比下滑17.96%, 同比增长10.90%。1~10月汽车累计销量83.91万辆, 同比增长6.66%, 较前9个月增速回落0.35个百分点。10月销量同比增速有所回落, 主要是去年同期基数较高所致, 但环比仍实现了两位数以上的较高增长, 说明公司销量增长恢复良好。我们预计公司全年销量超过目标值107万辆是大概率事件。

◆ **单车平均售价及盈利已经开始提升, 第四季度业绩值得期待。**根据前三季度报表, 可知公司单车平均售价逐季提升(2019Q1-Q3单车均价【营收/销量】分别约7.97万元、8.94万元和9.19万元, 环比分别提升12.17%和2.80%), 单车净利润也逐季提升(2019Q1-Q3单车净利润【净利润/销量】分别约0.28万元、0.36万元和0.61万元, 环比分别提升28.57%和69.44%)。如按全年销量完成目标值107万辆测算, 则第四季度销售车辆达34.59万辆, 假设单车净利润与第三季度基本持平, 则Q4单季度净利润有望达到约21.10亿元, 同比增长63.69%。

◆ **投资建议:** 在行业整体景气仍较为低迷的大环境下, 公司销量延续了较高增长, 龙头地位依旧稳固。在年底冲量效应的刺激下, 公司销量有望保持稳步增长, 并有望超额完成全年目标。我们预测公司2019年至2021年每股收益分别为0.49元、0.59元和0.66元, 净资产收益率分别为8.1%、9.3%和9.9%。维持公司“买入-A”的投资评级。

◆ **风险提示:** 公司汽车销量不及预期; 公司单车盈利低于预期。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2017      | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     |
|-----------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 101,169.5 | 99,230.0 | 99,600.1 | 112,323.5 | 122,583.6 |
| 同比增长(%)   | 2.6%      | -1.9%    | 0.4%     | 12.8%     | 9.1%      |
| 营业利润(百万元) | 5,854.2   | 6,232.0  | 5,025.6  | 6,082.6   | 6,927.4   |
| 同比增长(%)   | -52.3%    | 6.5%     | -19.4%   | 21.0%     | 13.9%     |
| 净利润(百万元)  | 5,027.3   | 5,207.3  | 4,465.2  | 5,346.1   | 6,040.5   |
| 同比增长(%)   | -52.4%    | 3.6%     | -14.3%   | 19.7%     | 13.0%     |
| 每股收益(元)   | 0.55      | 0.57     | 0.49     | 0.59      | 0.66      |
| PE        | 14.3      | 13.8     | 16.1     | 13.5      | 11.9      |
| PB        | 1.5       | 1.4      | 1.3      | 1.2       | 1.2       |

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表        |           |          |          |           |           | 财务指标        |          |           |          |          |          |
|------------|-----------|----------|----------|-----------|-----------|-------------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| (百万元)      | 2017      | 2018     | 2019E    | 2020E     | 2021E     | (百万元)       | 2017     | 2018      | 2019E    | 2020E    | 2021E    |
| 营业收入       | 101,169.5 | 99,230.0 | 99,600.1 | 112,323.5 | 122,583.6 | 年增长率        |          |           |          |          |          |
| 减:营业成本     | 81,966.9  | 81,480.9 | 82,284.6 | 91,956.3  | 99,860.3  | 营业收入增长率     | 2.6%     | -1.9%     | 0.4%     | 12.8%    | 9.1%     |
| 营业税费       | 3,905.7   | 3,627.4  | 3,785.7  | 4,237.2   | 4,588.2   | 营业利润增长率     | -52.3%   | 6.5%      | -19.4%   | 21.0%    | 13.9%    |
| 销售费用       | 4,406.4   | 4,575.2  | 4,482.0  | 5,166.9   | 5,602.4   | 净利润增长率      | -52.4%   | 3.6%      | -14.3%   | 19.7%    | 13.0%    |
| 管理费用       | 4,963.0   | 1,676.3  | 4,581.6  | 5,054.6   | 5,393.7   | EBITDA 增长率  | -38.7%   | 27.7%     | -39.1%   | 18.9%    | 11.8%    |
| 财务费用       | 138.6     | -493.9   | -262.4   | -58.0     | 36.1      | EBIT 增长率    | -51.9%   | 32.2%     | -39.0%   | 26.5%    | 15.6%    |
| 资产减值损失     | 317.1     | 136.5    | 150.0    | 140.0     | 142.2     | NOPLAT 增长率  | -53.3%   | -4.1%     | -16.0%   | 28.0%    | 15.6%    |
| 加:公允价值变动收益 | 175.4     | -140.4   | 322.4    | 100.0     | -200.0    | 投资资本增长率     | 19.7%    | -20.2%    | 4.8%     | -30.2%   | -14.9%   |
| 投资和汇兑收益    | 124.2     | 219.3    | 124.6    | 156.0     | 166.6     | 净资产增长率      | 4.0%     | 7.0%      | 4.8%     | 4.9%     | 5.3%     |
| 营业利润       | 5,854.2   | 6,232.0  | 5,025.6  | 6,082.6   | 6,927.4   | 盈利能力        |          |           |          |          |          |
| 加:营业外净收支   | 378.8     | 245.0    | 440.0    | 390.0     | 390.0     | 毛利率         | 19.0%    | 17.9%     | 17.4%    | 18.1%    | 18.5%    |
| 利润总额       | 6,233.0   | 6,477.1  | 5,465.6  | 6,472.6   | 7,317.4   | 营业利润率       | 5.8%     | 6.3%      | 5.0%     | 5.4%     | 5.7%     |
| 减:所得税      | 1,189.6   | 1,229.4  | 983.8    | 1,100.3   | 1,244.0   | 净利润率        | 5.0%     | 5.2%      | 4.5%     | 4.8%     | 4.9%     |
| 净利润        | 5,027.3   | 5,207.3  | 4,465.2  | 5,346.1   | 6,040.5   | EBITDA/营业收入 | 9.0%     | 11.7%     | 7.1%     | 7.5%     | 7.7%     |
|            |           |          |          |           |           | EBIT/营业收入   | 5.8%     | 7.9%      | 4.8%     | 5.4%     | 5.7%     |
|            |           |          |          |           |           | 偿债能力        |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | 资产负债率       | 55.4%    | 52.9%     | 53.0%    | 52.5%    | 52.3%    |
|            |           |          |          |           |           | 负债权益比       | 124.4%   | 112.2%    | 112.9%   | 110.4%   | 109.6%   |
|            |           |          |          |           |           | 流动比率        | 1.18     | 1.21      | 1.26     | 1.33     | 1.39     |
|            |           |          |          |           |           | 速动比率        | 1.08     | 1.13      | 1.19     | 1.24     | 1.32     |
|            |           |          |          |           |           | 利息保障倍数      | 42.64    | -15.82    | -18.15   | -103.82  | 192.82   |
|            |           |          |          |           |           | 营运能力        |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | 固定资产周转天数    | 93       | 103       | 104      | 91       | 79       |
|            |           |          |          |           |           | 流动营业资本周转天数  | 30       | 22        | 9        | -2       | -17      |
|            |           |          |          |           |           | 流动资产周转天数    | 219      | 246       | 256      | 251      | 251      |
|            |           |          |          |           |           | 应收帐款周转天数    | 3        | 8         | 8        | 7        | 7        |
|            |           |          |          |           |           | 存货周转天数      | 21       | 18        | 16       | 16       | 16       |
|            |           |          |          |           |           | 总资产周转天数     | 361      | 403       | 415      | 384      | 367      |
|            |           |          |          |           |           | 投资资本周转天数    | 146      | 146       | 132      | 102      | 71       |
|            |           |          |          |           |           | 费用率         |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | 销售费用率       | 4.4%     | 4.6%      | 4.5%     | 4.6%     | 4.6%     |
|            |           |          |          |           |           | 管理费用率       | 4.9%     | 1.7%      | 4.6%     | 4.5%     | 4.4%     |
|            |           |          |          |           |           | 财务费用率       | 0.1%     | -0.5%     | -0.3%    | -0.1%    | 0.0%     |
|            |           |          |          |           |           | 三费/营业收入     | 9.4%     | 5.8%      | 8.8%     | 9.0%     | 9.0%     |
|            |           |          |          |           |           | 投资回报率       |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | ROE         | 10.2%    | 9.9%      | 8.1%     | 9.3%     | 9.9%     |
|            |           |          |          |           |           | ROA         | 4.6%     | 4.7%      | 3.8%     | 4.4%     | 4.7%     |
|            |           |          |          |           |           | ROIC        | 13.0%    | 10.4%     | 10.9%    | 13.4%    | 22.1%    |
|            |           |          |          |           |           | 分红指标        |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | DPS(元)      | 0.17     | 0.29      | 0.24     | 0.29     | 0.33     |
|            |           |          |          |           |           | 分红比率        | 30.9%    | 50.8%     | 50.0%    | 50.0%    | 50.0%    |
|            |           |          |          |           |           | 股息收益率       | 2.2%     | 3.7%      | 3.1%     | 3.7%     | 4.2%     |
|            |           |          |          |           |           | 现金流量表       |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | 净利润         | 5,043.4  | 5,247.6   | 4,465.2  | 5,346.1  | 6,040.5  |
|            |           |          |          |           |           | 加:折旧和摊销     | 3,199.9  | 3,882.1   | 2,306.7  | 2,384.9  | 2,437.5  |
|            |           |          |          |           |           | 资产减值准备      | 317.1    | 136.5     | 150.0    | 140.0    | 142.2    |
|            |           |          |          |           |           | 公允价值变动损失    | -175.4   | 140.4     | 322.4    | 100.0    | -200.0   |
|            |           |          |          |           |           | 财务费用        | 97.4     | 577.0     | -262.4   | -58.0    | 36.1     |
|            |           |          |          |           |           | 投资损失        | -124.2   | -219.3    | -124.6   | -156.0   | -166.6   |
|            |           |          |          |           |           | 少数股东损益      | 16.1     | 40.3      | 16.6     | 26.1     | 32.9     |
|            |           |          |          |           |           | 营运资金的变动     | -7,320.6 | -24,403.1 | -3,507.9 | 8,708.9  | 1,974.6  |
|            |           |          |          |           |           | 经营活动产生现金流量  | -1,076.7 | 19,697.8  | 3,366.0  | 16,491.9 | 10,297.3 |
|            |           |          |          |           |           | 投资活动产生现金流量  | -3,055.6 | -10,040.4 | 3,825.3  | -2,472.7 | -133.6   |
|            |           |          |          |           |           | 融资活动产生现金流量  | 6,089.3  | -6,500.8  | -4,913.4 | -4,472.0 | -4,657.5 |
|            |           |          |          |           |           | 业绩和估值指标     |          |           |          |          |          |
|            |           |          |          |           |           | EPS(元)      | 0.55     | 0.57      | 0.49     | 0.59     | 0.66     |
|            |           |          |          |           |           | BVPS(元)     | 5.38     | 5.75      | 6.03     | 6.32     | 6.65     |
|            |           |          |          |           |           | PE(X)       | 14.3     | 13.8      | 16.1     | 13.5     | 11.9     |
|            |           |          |          |           |           | PB(X)       | 1.5      | 1.4       | 1.3      | 1.2      | 1.2      |
|            |           |          |          |           |           | P/FCF       | 6.7      | 4.5       | -22.6    | 5.0      | 7.8      |
|            |           |          |          |           |           | P/S         | 0.7      | 0.7       | 0.7      | 0.6      | 0.6      |
|            |           |          |          |           |           | EV/EBITDA   | 7.4      | 4.8       | 7.7      | 4.8      | 3.6      |
|            |           |          |          |           |           | CAGR(%)     | 2.1%     | 5.0%      | -24.8%   | 2.1%     | 5.0%     |
|            |           |          |          |           |           | PEG         | 6.7      | 2.8       | -0.7     | 6.3      | 2.4      |
|            |           |          |          |           |           | ROIC/WACC   | 1.3      | 1.1       | 1.1      | 1.4      | 2.3      |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)