

长城汽车(601633): “马太效应”加剧, 哈弗吸收尾部份额

2019年11月08日

推荐/维持

长城汽车 公司报告

报告摘要:

中国汽车行业的“马太效应”正在逐步加剧。汽车制造业近年利润增幅远低于营收增幅, 存量竞争背景下盈利能力减弱对边缘车企造成了极大的压力。

随着市场竞争的加剧, 尾部车企淘汰出清已成定局。原因主要有两点: 一是, 国六排放标准升级增大了整车厂管控成本和开发周期的难度。二是, 开发新平台的必要性与现阶段低迷销量无法分摊成本的矛盾。

根据我们对非一、二线车企(非合资车企且非自主主力车企)的销量分析, 尾部车企19M1-9的销量为66.8万辆, 去年同期销量为129.1万辆, 同比大幅下滑48%, 市占率从6%进一步下跌至4%。

与竞品相比, 长城哈弗在吸收尾部企业份额方面优势很大。一是因为尾部企业的目标客户对价格敏感度高, 更关注汽车的外观和内饰, 那么年轻化且定价接地气的哈弗很有吸引力。二是因为尾部企业的目标客户主要分布在中低收入地区, 长城的定位与其重叠度较高。

长城汽车旗下的高端SUV品牌WEY在2019年前第三季度的销量同比大跌34%。可见WEY并没有享受到边缘企业退出的红利, 反而是定位平价的哈弗品牌从中获益。

盈利预测: 预计公司2019/2020/2021年营收分别为921/1,107/1,222亿元, 略微提升盈利预测至41/50/57亿元, EPS分别为0.45/0.54/0.63元, 分别同比增长-21%/20%/16%, 对应PE为20.8/17.2/14.8x。维持“推荐”评级。

风险提示: 乘用车消费不及预期; 原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,169	99,230	92,112	110,741	122,186
增长率(%)	2.6%	-1.9%	-7.2%	20.2%	10.3%
净利润(百万元)	5,027	5,207	4,113	4,953	5,749
增长率(%)	-52.2%	4.0%	-20.8%	20.2%	15.9%
净资产收益率(%)	10.2%	9.9%	7.3%	8.1%	8.7%
每股收益(元)	0.55	0.57	0.45	0.54	0.63
PE	17.00	16.40	20.75	17.23	14.84
PB	1.74	1.62	1.52	1.40	1.29

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

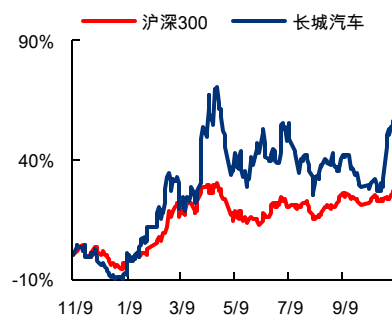
公司简介:

长城汽车是中国最大的SUV制造企业和国产皮卡龙头企业, 旗下拥有哈弗、长城、WEY和欧拉四个品牌, 产品涵盖皮卡、轿车和SUV三大品类, 拥有保定、徐水、天津三大生产基地。公司业务以整车制造和销售为主, 还包括零部件制造、金融服务等。

交易数据

52周股价区间(元)	9.35-6.21
总市值(亿元)	853.4
流通市值(亿元)	563.59
总股本/流通A股(万股)	912727/602773
流通B股/H股(万股)	0/309954
52周日均换手率	0.33%

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理:

刘一鸣

021-25102862

liu_ym@dxzq.net.cn

目 录

1. 尾部车企加速出局.....	3
2. 长城哈弗吸收部分尾部分额，销量提振.....	3
3. 预测与估值.....	5
4. 风险提示.....	5
相关报告汇总.....	7

插图目录

图 1: 中国汽车整车制造业利润率.....	3
图 2: 非一线车企销量锐减（单位：辆）.....	3
图 3: 哈弗 F7.....	4
图 4: 哈弗 F5.....	4
图 5: 2019H1 居民人均可支配收入（单位：元）.....	4
图 6: 哈弗及其竞品销量分布比较.....	5
图 7: 哈弗经销商分布（截至 2019Q3）.....	5

1. 尾部车企加速出局

中国汽车行业的“马太效应”正在逐步加剧。2018年中国车市出现28年来的首次负增长，并且截至今年9月，汽车销量下跌已持续15个月。目前车市稍有回暖，但销量方面依旧承压。根据国家统计局数据，汽车制造业近年利润增幅远低于其营收增幅，存量竞争背景下盈利能力的减弱对边缘车企造成了极大的压力。

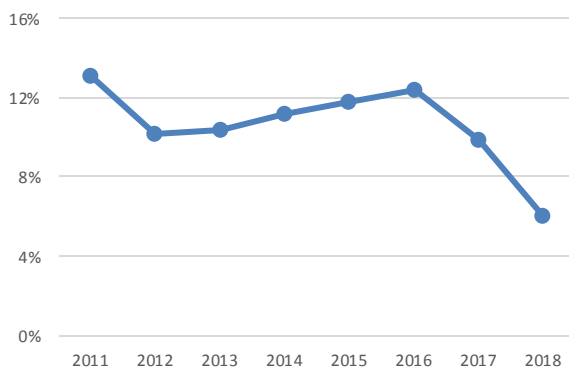
随着市场竞争的加剧，尾部车企淘汰出清已成定局。原因主要有两点：

一是，国六排放标准升级增大了整车厂管控成本和开发周期的难度。具体原因包括：国六阶段价值提升的机内净化和后处理系统都被跨国巨头所把持，下游整车厂的议价能力比较弱；国六b标准将是全球史上最严，对应系统的制造成本也将是史上最高；后处理系统中大量特种原材料来自于国外，价格波动大且下游对上游供应情况缺乏把控能力。

二是，企业在行业结构调整期的生存关键是迎合消费者需求，多方位铺设产品矩阵。已知新平台的研发费用至少需要5亿，即使实现单车盈利5千元，企业仍然需要销售10万辆才能回本。但是，现阶段整体销量低迷，更不用说尾部车企了。新平台无法形成规模效应来分摊较高的固定成本，叠加融资困难，企业研发难以为继，这个恶性循环让尾部车企的生存更加艰难。

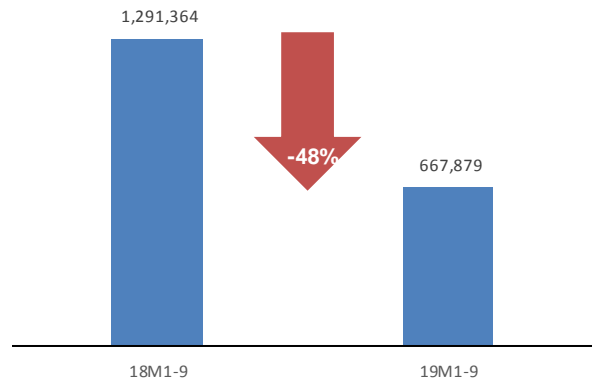
根据我们对非一、二线车企（非合资车企且非自主主力车企）的销量分析，这些尾部车企19M1-9的销量为66.8万辆，去年同期销量为129.1万辆，同比大幅下滑48%，市占率从6%进一步下跌至4%。

图 1：中国汽车整车制造业利润率



资料来源：国资委；东兴证券研究所

图 2：非一线车企销量锐减（单位：辆）



资料来源：Marklines；东兴证券研究所

2. 长城哈弗吸收部分尾部份额，销量提振

与竞品相比，长城哈弗在吸收尾部企业份额方面优势很大。哈弗近年表现强劲，在大部分自主品牌销量出现滑落的背景下，其凭借独特的产品滚动更新模式走出了自主行情。哈弗2019年9月销量7.5万辆，同比上涨22%，前三季度销量52万辆，同比上涨12%。我们认为有以下两点原因：

原因 1：尾部企业的目标客户对价格敏感度高，相比于动力系统和配置更关注汽车的外观和内饰。随着边缘车企逐渐被淘汰，我们认为产品布局全面、致力于打造年轻化且定价接地气的哈弗将很有可能吸引这部分客户，提升其市场份额。

图 3: 哈弗 F7



资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

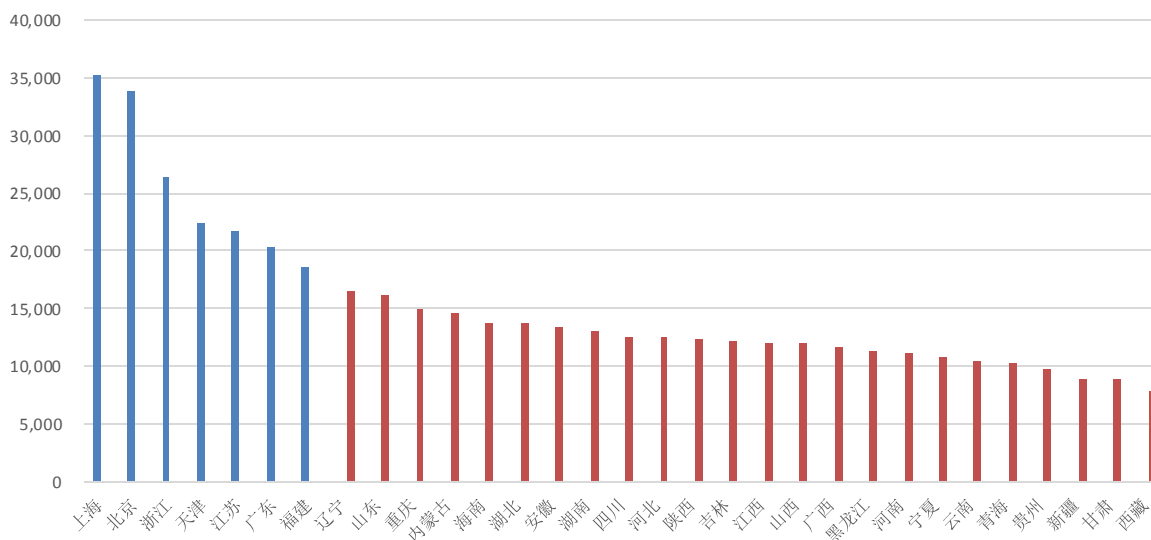
图 4: 哈弗 F5



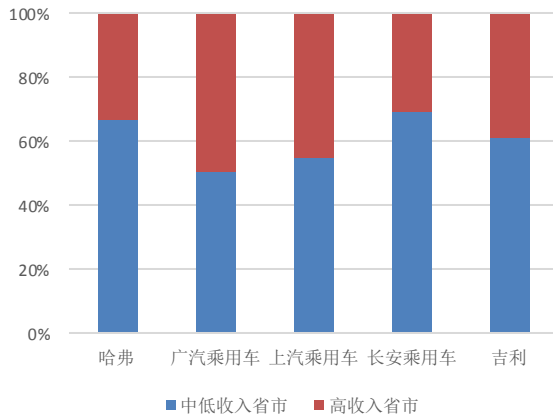
资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

原因 2：尾部企业的目标客户主要分布在中低收入地区，长城的定位与其重叠度较高。与其竞品相比，哈弗在中低收入省市（除港澳台外 2019H1 居民人均可支配收入低于 1.8 万元的省市，主要指京津沪及东南沿海四省以外的地区）的销量占 67%，远超广汽乘用车和上汽乘用车。与之对应的是，哈弗在中低收入省市的经销商布局达 75%。

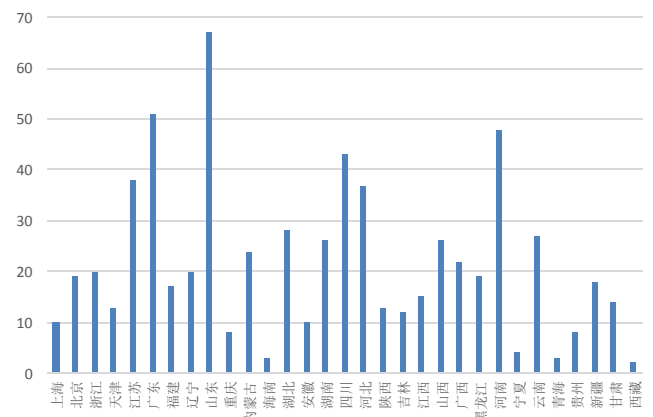
图 5: 2019H1 居民人均可支配收入（单位：元）



资料来源：wind；东兴证券研究所

图 6: 哈弗及其竞品销量分布比较


资料来源：小熊油耗；东兴证券研究所

图 7: 哈弗经销商分布 (截至 2019Q3)


资料来源：汽车之家；东兴证券研究所

另一方面，长城汽车旗下的高端 SUV 品牌 WEY 在 2019 年前三季度的销量同比大跌 34%。可见 WEY 并没有享受到边缘企业退出的红利，反而是定位平价的哈弗品牌从中获益。

3. 预测与估值

从边缘车企的境况可以看出，进入存量竞争后的中国车市已经不再一味追求粗放发展了，只有产品力过硬、定位准确的企业才能在大浪淘沙中生存下来，并且有能力去抢占更多的市场份额。长城汽车旗下的哈弗一直是国产 SUV 的领头羊，以 H6、F7 和 M6 三种车型不断衍生、滚动更新的产品周期模式逐渐成熟，细分且完备的 SUV 产品矩阵也已铺设。在车市结构调整中，哈弗成功吸收部分尾部车企份额，这是市场对其品牌力的认可。随着车市“马太效应”的加剧，我们认为哈弗将为长城汽车进一步贡献业绩增量。

我们预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 921/1,107/1,222 亿元，略微提升盈利预测至 41/50/57 亿元，EPS 分别为 0.45/0.54/0.63 元，分别同比增长-21%/20%/16%，对应 PE 为 20.8/17.2/14.8x。维持“推荐”评级。

4. 风险提示

乘用车消费不及预期；

原材料价格大幅上涨。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	69293	66126	48740	51796	53670	营业收入	101169	99230	92112	110741	122186
货币资金	4831	7682	7131	8573	9459	营业成本	81967	81481	77359	92218	101297
应收账款	873	3343	1949	2344	2586	营业税金及附加	3906	3627	3367	4048	4467
其他应收款	298	651	604	727	802	营业费用	4406	4575	3463	4164	4594
预付款项	580	441	441	441	441	管理费用	4963	1676	1907	2292	2529
存货	5575	4445	4741	5651	6208	研发费用	139	-494	-279	123	163
其他流动资产	267	33945	33874	34060	34175	财务费用	0	1743	2174	2613	2884
非流动资产合计	41254	45674	53269	59467	68998	资产减值损失	317	137	-100	-100	-100
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	175	-140	15	15	15
固定资产	27718	28994	36854	43032	49994	投资净收益	124	219	0	0	0
无形资产	3269	3391	3744	4050	4316	加:其他收益	166	176	415	415	415
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	5854	6232	4775	5812	6781
资产总计	110547	111800	102009	111263	122668	营业外收入	391	253	295	295	295
流动负债合计	58881	54618	41286	45926	51940	营业外支出	11.87	7.85	23.00	23.00	23.00
短期借款	13038	12800	1281	388	3022	利润总额	6233	6477	5046	6084	7053
应付账款	27962	25196	24811	29577	32489	所得税	1190	1229	888	1085	1258
预收款项	5458	0	0	0	0	净利润	5043	5248	4158	4998	5795
一年内到期的非流	143	239	239	239	239	少数股东损益	16	40	45	45	45
非流动负债合计	2408	4493	4240	4240	4240	归属母公司净利润	5027	5207	4113	4953	5749
长期借款	424	2158	2158	2158	2158	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	61289	59112	45527	50167	56181	成长能力					
少数股东权益	123	164	209	254	300	营业收入增长	2.59%	-1.92%	-7.17%	20.22%	10.33%
实收资本(或股本)	9127	9127	9127	9127	9127	营业利润增长	-52.31%	6.45%	-23.39%	21.73%	16.68%
资本公积	1411	1411	1411	1411	1411	归属于母公司净利润	-52.35%	3.58%	-21.02%	20.43%	16.08%
未分配利润	33531	36620	40210	44535	49554	获利能力					
归属母公司股东权	49135	52525	56273	60842	66187	毛利率(%)	18.98%	17.89%	16.02%	16.73%	17.10%
负债和所有者权益	110547	111800	102009	111263	122668	净利率(%)	4.99%	5.29%	4.51%	4.51%	4.74%
现金流量表						总资产净利润(%)	3.59%	4.55%	4.66%	4.03%	4.45%
						ROE(%)	10.23%	9.91%	7.31%	8.14%	8.69%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	-1077	19698	7174	14634	15512	资产负债率(%)	55%	53%	45%	45%	46%
净利润	5043	5248	4158	4998	5795	流动比率	1.18	1.21	1.18	1.13	1.03
折旧摊销	3205	3888	4259	5709	7276	速动比率	1.08	1.13	1.07	1.00	0.91
财务费用	139	-494	-279	123	163	营运能力					
应付帐款的变化	-355	-2470	1394	-394	-242	总资产周转率	1.00	0.89	0.86	1.04	1.04
预收帐款的变化	-854	-5458	0	0	0	应收账款周转率	145	47	35	52	50
投资活动现金流	-3056	-10040	3615	-12057	-16957	应付账款周转率	3.82	3.73	3.68	4.07	3.94
公允价值变动收益	175	-140	15	15	15	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	12441	0	0	每股收益	0.55	0.57	0.45	0.54	0.63
投资收益	124	219	0	0	0	每股净现金流	0.21	0.35	-0.06	0.16	0.10
筹资活动现金流	6089	-6501	-11340	-1134	2332	每股净资产	5.38	5.75	6.17	6.67	7.25
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	374	1734	0	0	0	P/E	17.00	16.40	20.75	17.23	14.84
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	1.74	1.62	1.52	1.40	1.29
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.24	9.72	6.06	6.84	5.72
现金净增加额	1957	3157	-551	1442	886						

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	长城汽车（601633）2019 年三季度报点评：业绩大超预期，哈弗模式获认可	2019-10-28
公司	长城汽车（601633）2019 年中报点评：让利占份额，欧拉避外资	2019-08-27

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车零部件行业研发、管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。