

公司研究/公告点评

2019年11月25日

交运设备/汽车整车 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 9.28
合理价格区间(元): 9.60~10.20

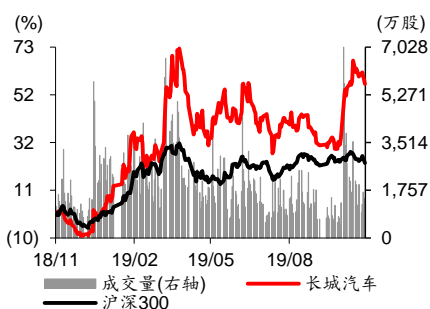
陈燕平 执业证书编号: S0570518080002
研究员 021-38476102
chenyanping@htsc.com

刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《长城汽车(601633 SH,增持): 盈利能力改善, Q3 业绩超预期》2019.10
- 2《长城汽车(601633 SH,增持): 毛利率趋稳, 单车净利环比提升》2019.08
- 3《长城汽车(601633,增持): 销量逆势增长, 产能渠道扩张显信心》2019.07

一年内股价走势图



资料来源: Wind

光束基地获批, 国产 Mini 有望出口

长城汽车(601633)

光束基地获发改委批准, 维持“增持”评级

11月22日, 公司公告, 与宝马合资的光束生产基地获江苏省发改委批准。长城与宝马合资的光束汽车生产基地项目总投资约51亿元, 产能16万辆, 拟开工时间2020年, 建成时间2022年, 该项目主要针对燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制, 纯电动乘用车生产销售前, 还需获得纯电动汽车整车项目审批。我们认为光束汽车获得发改委批准, 宝马Mini国产化更进一步, 未来光束基地生产的宝马Mini有望出口, 销量值得期待。泰州工厂11月已开工, 承南起北布局华东。维持公司2019-21年EPS分别为0.49/0.60/0.77元, 维持“增持”评级。

光束基地获得批准, 宝马Mini国产化稳步推进

光束基地拟开工时间为2020年, 拟建成时间为2022年, 建设周期为24个月, 地点江苏省苏州市张家港市。光束基地项目占地约930亩, 新增建筑面积约27.5万平方米, 购置生产及检测设备约460台。建成后该工厂将负责出口部分燃油车以及纯电动车的生产(目前尚未获得纯电动车生产资质)。18年7月, 长城和宝马成立合资公司光束汽车, 各持股50%, 该公司主要负责宝马Mini的新能源汽车和燃油车的研发和生产。我们认为光束汽车获得发改委批准, 宝马Mini国产化更进一步, 未来光束基地生产的宝马Mini有望出口, 销量值得期待。

泰州工厂已正式开工, 承南起北布局华东

根据公司官网, 11月泰州工厂已经开工建设, 这是长城汽车国内第八个整车项目, 将建设汽车整车、内外饰及底盘制造等项目。总投资80亿元, 占地1173亩, 建成后主要生产哈弗品牌新平台产品及新能源汽车, 计划于2020年12月整车批量下线。泰州工厂是长城承南起北的重要战略布局, 是未来发展华东地区市场的核心。公司国内现有保定、徐水、天津三大基地, 永川基地将于2019年底建成投产, 另外还规划有张家港、日照和平湖等基地, 未来公司国内将形成八大整车生产基地, 覆盖SUV、皮卡和新能源等多种产品。我们认为公司产能持续扩张, 彰显公司长远发展的信心。

光束基地进展顺利, 未来发展值得期待

我们认为光束汽车基地获得发改委批准, 宝马Mini国产化更进一步, 未来光束基地生产的宝马Mini有望出口, 销量值得期待, 公司也可通过与宝马合作获得更先进的生产管理经验; 在国内行业销量下滑的背景下, 公司产能持续扩张, 持续发力海外市场, 彰显公司长远发展的信心。我们预计公司归母净利分别约44.88/55.08/69.99亿元, 对应EPS分别为0.49/0.60/0.77元, 同行业可比公司2020年平均估值约为12X PE, 公司是SUV龙头, 销量增速持续高于行业, 给予公司2020年16~17X PE估值, 目标价区间9.6~10.2元, 维持“增持”评级。

风险提示: SUV市场竞争加剧, 公司新车型推出进度低于预期, 汽车行业发展低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	9,127
流通A股(百万股)	6,028
52周内股价区间(元)	5.56-10.55
总市值(百万元)	84,701
总资产(百万元)	98,861
每股净资产(元)	5.81

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,169	99,230	105,080	115,080	124,120
+/-%	2.59	(1.92)	5.90	9.52	7.86
归属母公司净利润(百万元)	5,027	5,207	4,488	5,508	6,999
+/-%	(52.35)	3.58	(13.81)	22.74	27.06
EPS(元, 最新摊薄)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77
PE(倍)	16.85	16.27	18.87	15.38	12.10

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

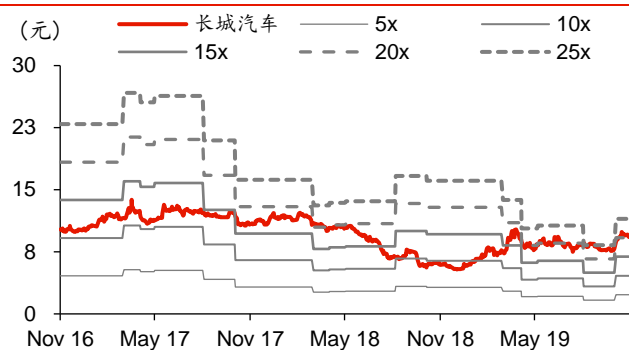
图表1：可比公司估值（截至 20191124）

证券代码	公司	收盘价 (元)	EPS(元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
601238.SH	广汽集团	11.23	0.81	0.99	1.13	13.80	11.32	9.90
600104.SH	上汽集团	22.50	2.61	2.87	3.11	8.63	7.84	7.23
000550.Sz	江铃汽车	13.89	0.40	1.02	2.14	34.33	13.67	6.50
000625.SZ	长安汽车	8.52	-0.07	0.60	1.01	(122.06)	14.18	8.42
	平均					-16.33	11.75	8.01

资料来源：Wind 一致预期，华泰证券研究所

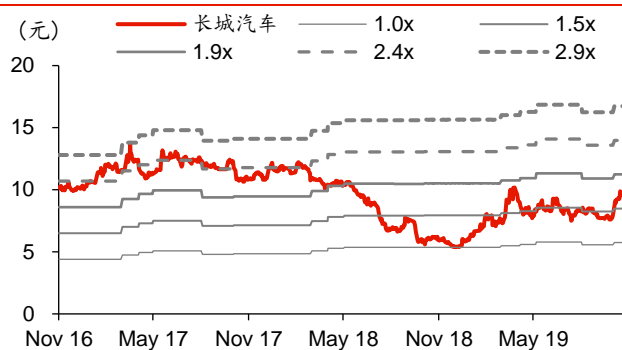
PE/PB - Bands

图表2：长城汽车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：长城汽车历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	69,293	66,126	75,122	84,315	92,650
现金	4,831	7,682	13,483	19,714	26,469
应收账款	873.45	3,343	2,420	3,010	3,307
其他应收账款	326.25	651.74	505.32	593.27	655.25
预付账款	579.54	440.80	656.55	645.15	690.23
存货	5,575	4,445	5,619	5,907	6,254
其他流动资产	57,108	49,563	52,439	54,445	55,274
非流动资产	41,254	45,674	41,037	38,773	36,125
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	27,718	28,994	28,671	27,024	24,705
无形资产	3,269	3,391	3,349	3,302	3,253
其他非流动资产	10,267	13,289	9,017	8,447	8,167
资产总计	110,547	111,800	116,159	123,088	128,775
流动负债	58,881	54,618	56,570	60,850	63,705
短期借款	13,038	12,800	10,788	11,833	11,646
应付账款	0.00	0.00	4,952	2,700	3,355
其他流动负债	45,843	41,818	40,831	46,317	48,705
非流动负债	2,408	4,493	5,049	6,267	7,461
长期借款	423.75	2,158	3,149	4,286	5,473
其他非流动负债	1,984	2,336	1,899	1,982	1,988
负债合计	61,289	59,112	61,619	67,117	71,166
少数股东权益	123.43	163.76	185.93	216.67	256.74
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
资本公积	1,411	1,411	1,411	1,411	1,411
留存公积	38,593	42,249	43,827	45,251	46,888
归属母公司股东权益	49,135	52,525	54,354	55,754	57,352
负债和股东权益	110,547	111,800	116,159	123,088	128,775

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(1,059)	19,698	4,944	10,791	12,708
净利润	5,043	5,248	4,510	5,539	7,039
折旧摊销	3,200	3,882	3,367	3,621	3,787
财务费用	138.60	(493.88)	669.54	584.06	549.66
投资损失	(124.22)	(219.27)	(156.10)	(171.84)	(174.50)
营运资金变动	(9,601)	9,625	(4,020)	1,758	1,654
其他经营现金	283.92	1,656	572.88	(539.32)	(147.32)
投资活动现金	(3,073)	(10,040)	5,230	(2,084)	(1,042)
资本支出	5,822	6,662	750.00	750.00	750.00
长期投资	(2,547)	4,224	(24.64)	3.99	2.11
其他投资现金	201.99	845.60	5,955	(1,330)	(289.99)
筹资活动现金	6,089	(6,501)	(4,373)	(2,476)	(4,911)
短期借款	12,788	(238.01)	(2,012)	1,046	(187.53)
长期借款	373.95	1,734	991.64	1,136	1,188
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,073)	(7,997)	(3,352)	(4,658)	(5,911)
现金净增加额	1,952	2,771	5,801	6,231	6,755

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169	99,230	105,080	115,080	124,120
营业成本	81,967	81,481	88,350	96,330	102,600
营业税金及附加	3,906	3,627	3,954	4,308	4,636
营业费用	4,406	4,575	4,512	5,075	5,467
管理费用	1,598	1,676	2,253	2,185	2,415
财务费用	138.60	(493.88)	669.54	584.06	549.66
资产减值损失	317.08	136.53	242.82	219.76	213.58
公允价值变动收益	175.40	(140.35)	(11.71)	(23.41)	(39.00)
投资净收益	124.22	219.27	156.10	171.84	174.50
营业利润	5,854	6,232	5,243	6,527	8,374
营业外收入	390.69	252.88	297.93	298.37	290.64
营业外支出	11.88	7.85	12.08	10.64	10.65
利润总额	6,233	6,477	5,529	6,815	8,654
所得税	1,190	1,229	1,019	1,276	1,616
净利润	5,043	5,248	4,510	5,539	7,039
少数股东损益	16.09	40.33	22.17	30.74	40.07
归属母公司净利润	5,027	5,207	4,488	5,508	6,999
EBITDA	9,193	9,620	9,280	10,733	12,711
EPS (亿元, 基本)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.59	(1.92)	5.90	9.52	7.86
营业利润	(52.25)	6.45	(15.87)	24.49	28.30
归属母公司净利润	(52.35)	3.58	(13.81)	22.74	27.06
获利能力 (%)					
毛利率	18.98	17.89	15.92	16.29	17.34
净利率	4.97	5.25	4.27	4.79	5.64
ROE	10.23	9.91	8.26	9.88	12.20
ROIC	10.32	11.61	11.76	15.70	22.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.44	52.87	53.05	54.53	55.26
净负债比率 (%)	22.20	25.71	22.92	24.31	24.34
流动比率	1.18	1.21	1.33	1.39	1.45
速动比率	1.08	1.13	1.23	1.29	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.89	0.92	0.96	0.99
应收账款周转率	143.34	51.23	38.54	49.40	45.54
应付账款周转率	6.56	0.00	35.68	25.18	33.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.57	0.49	0.60	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.12)	2.16	0.54	1.18	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.38	5.75	5.96	6.11	6.28
估值比率					
PE (倍)	16.85	16.27	18.87	15.38	12.10
PB (倍)	1.72	1.61	1.56	1.52	1.48
EV_EBITDA (倍)	9.68	9.25	9.59	8.29	7.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com