

2019年11月25日

公司研究

评级：买入（维持）

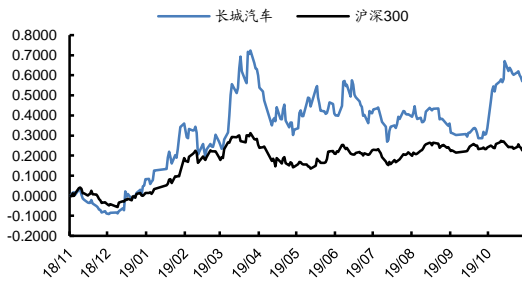
研究所

证券分析师： 潮浩 S0350519100002  
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn  
联系人： 王炎太 S0350118050031  
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

## 光束项目获批，Mini 国产进程加速

### ——长城汽车（601633）动态点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
长城汽车	20.1	11.7	55.9
沪深 300	-1.2	0.8	22.5

市场数据 2019-11-22

当前价格（元）	9.28
52 周价格区间（元）	5.31 - 10.74
总市值（百万）	84701.06
流通市值（百万）	55937.33
总股本（万股）	912726.90
流通股（万股）	912726.90
日均成交额（百万）	161.77
近一月换手（%）	8.39

相关报告

- 《长城汽车（601633）深度报告：10月销量结构改善，ASP持续上行》——2019-11-08
- 《长城汽车（601633）2019年三季度报点评：销量与ASP齐升，毛利率带动单车盈利共振》——2019-10-28
- 《长城汽车（601633）事件点评：金九销量如虹，高弹性产品谱系持续扩容》——2019-10-14
- 《长城汽车（601633）事件点评：8月销量再次大幅增长，股权激励计划给予前进动力》——2019-09-10
- 《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

投资要点：

- **光束项目终落地** 公司11月22日晚间公告称，光束汽车生产基地项目已获江苏省发改委批复，且本次审批仅针对燃油乘用车全出口制造及纯电动乘用车研制。我们回头看长城宝马合资进程中的两次历史公告，第一次公告提及Mini品牌在华制造业务外包，第二次公告提及合资公司专注Mini品牌纯电动及新一代纯电动平台车型的研发生产，本次公告正式明确了合资项目的建设周期及产品投放路径，有利于打消市场顾虑。此外，公告同时表示，光束汽车的纯电动乘用车生产销售前，需获得纯电动汽车整车项目审批，这样也给Mini品牌乃至合资新品牌的国内电动化留下了运作余地。
- **产销保障第二极** Mini品牌在中国的主销车型包括hatchback（经典两厢/3门&5门&敞篷）、CLUBMAN（旅行车）和COUNTRYMAN（SUV），主销车型经销商报价从21万到28万人民币不等，均为进口方式。Mini品牌全球最大销售市场为原产地英国，主销车型与中国市场雷同，售价区间为1.8万英镑-2.9万英镑。产能方面，我们统计的全球Mini整车工厂共有5个，名义产能55.4万/年，其中英国Oxford Plant的产能最大（26万/年），荷兰的VDL Born Plant产能其次（20万/年），但属于和BMW品牌共用，能用于生产Hatchback、Convertible和Countryman的实际产能有限，位于亚洲的印尼&印度&马来西亚三家工厂合计9.4万/年产能，投产车型均为COUNTRYMAN。考虑到目前Mini全球不到40万的销量，我们预计光束汽车有望晋级为Mini全球第二大生产基地，16万产能或定位出口亚太和美国市场，投产车型以SUV和旅行车为主。
- **电动化带动Mini** 继德国官方上调补贴金额，大众提高2025年电动车目标至BEV占比20%后，宝马集团近期也通过向CATL大幅追加电池订单的形式，加码电动化布局。宝马2018年电动车销量14.3万，整体渗透率为5.7%，2019年1-10月销量11.1万，渗透率下滑为5.3%。我们预计，为应对大众集团竞争压力，Mini品牌或将是宝马全球电动化加速的重要推手，2019年9月7日，Mini首款BEV产品Cooper SE下线，2016年Mini首款PHEV产品Countryman ALL-4已积累一定口碑。同时，我们考虑到，中国区Mini的销量在宝马集团内部占比为主要市场中最低，2018年仅为5%，远低于全球整体的14.5%，且燃油Mini中国销量已滞涨多年。光束汽车未来若拿到纯电动整车生产资质（不排除二期扩产可能性），即可全面依托蜂巢能源和长城汽车的供应链优势，后程发力带动Mini中国销量恢复增长，同时助力宝马全球电

## 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%。

动化目标的实现。

- **盈利预测和投资评级:** 预计公司 2019/2020/2021 年盈利为 48/65/85 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 18/13/10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速低于预期; 乘用车市场增速回升无力; 新车型销量爬坡不及预期; 单车盈利能力回升低于预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	99230	98069	126100	154500
增长率(%)	-2%	-1%	29%	23%
净利润(百万元)	5207	4784	6537	8536
增长率(%)	4%	-8%	37%	31%
摊薄每股收益(元)	0.57	0.52	0.72	0.94
ROE(%)	9.88%	8.60%	10.96%	13.15%

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:	9.28	投资评级:	买入	日期:	2019-11-22
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%	11%	13%	EPS	0.57	0.52	0.72	0.94	
毛利率	18%	17%	18%	18%	BVPS	5.75	6.07	6.51	7.08	
期间费率	9%	10%	12%	12%	<b>估值</b>					
销售净利率	5%	5%	5%	6%	P/E	16.27	17.70	12.96	9.92	
<b>成长能力</b>					P/B	1.61	1.53	1.43	1.31	
收入增长率	-2%	-1%	29%	23%	P/S	0.85	0.86	0.67	0.55	
利润增长率	4%	-8%	37%	31%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.89	0.98	1.16	1.30	营业收入	99230	98069	126100	154500	
应收账款周转率	24.84	24.84	24.84	24.84	营业成本	81481	81005	103528	126149	
存货周转率	18.33	18.33	18.33	18.33	营业税金及附加	3627	3585	4610	5648	
<b>偿债能力</b>					销售费用	4575	3922	5043	6178	
资产负债率	53%	44%	45%	45%	管理费用	1676	4057	5316	6514	
流动比	1.21	1.45	1.55	1.66	财务费用	(494)	(300)	(268)	(336)	
速动比	1.13	1.33	1.42	1.51	其他费用 / (-收入)	(58)	(100)	0	0	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	营业利润	6232	5701	7871	10347	
现金及现金等价物	7682	9864	12917	16184	营业外净收支	245	250	260	270	
应收款项	3994	3947	5076	6219	利润总额	6477	5951	8131	10617	
存货净额	4445	4615	5899	7190	所得税费用	1229	1130	1543	2015	
其他流动资产	50005	38619	45193	51854	净利润	5248	4821	6588	8602	
<b>流动资产合计</b>	<b>66126</b>	<b>57045</b>	<b>69085</b>	<b>81447</b>	少数股东损益	40	37	51	66	
固定资产	28994	26094	23485	21136	归属于母公司净利润	5207	4784	6537	8536	
在建工程	4406	4406	4406	4406	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
无形资产及其他	3391	3052	2747	2472	经营活动现金流	19698	15911	5668	6681	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	5248	4821	6588	8602	
<b>资产总计</b>	<b>111800</b>	<b>99596</b>	<b>108723</b>	<b>118461</b>	少数股东权益	40	37	51	66	
短期借款	12800	1000	1000	1000	折旧摊销	3810	3238	2915	2623	
应付款项	29402	25888	31614	34920	公允价值变动	(140)	(100)	0	0	
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	10740	7914	(3885)	(4611)	
其他流动负债	12417	12581	11958	13136	投资活动现金流	(10040)	2783	2609	2348	
<b>流动负债合计</b>	<b>54618</b>	<b>39469</b>	<b>44571</b>	<b>49055</b>	资本支出	(802)	2899	2609	2348	
长期借款及应付债券	2158	2158	2158	2158	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	2336	2336	2336	2336	其他	(9238)	(116)	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>4493</b>	<b>4493</b>	<b>4493</b>	<b>4493</b>	筹资活动现金流	(6501)	(13676)	(2564)	(3348)	
<b>负债合计</b>	<b>59112</b>	<b>43963</b>	<b>49065</b>	<b>53549</b>	债务融资	1496	(11800)	0	0	
股本	9127	9127	9127	9127	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	52689	55634	59658	64912	其它	(7997)	(1876)	(2564)	(3348)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>111800</b>	<b>99596</b>	<b>108723</b>	<b>118461</b>	现金净增加额	2771	5018	5714	5682	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。  
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】

潮浩，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】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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。