

2019年11月27日

沈嘉婕

H70455@capital.com.tw

目標價(元/港元)

11RMB/7.3HKD

公司基本資訊

產業別	汽車		
A 股價(2019/11/27)	9.27		
上证指数(2019/11/27)	2903.19		
股價 12 個月高/低	10.74/5.31		
總發行股數(百萬)	9127.27		
A 股數(百萬)	6027.73		
A 市值(億元)	558.77		
主要股東	保定創新長城資產管理有限公司(56.04%)		
每股淨值(元)	5.81		
股價/賬面淨值	1.60		
股價漲跌(%)	一個月	三個月	一年
	2.9	11.8	56.8

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2019-02-15	7.05	買入

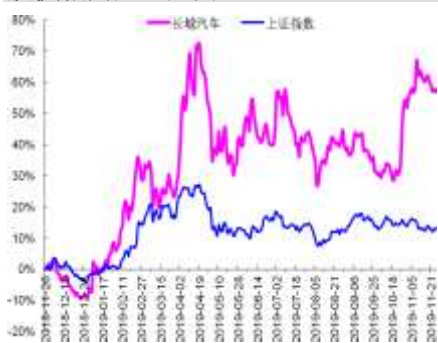
產品組合

整車業務	94.9%
零部件業務	3.6%
勞務及其他	1.1%
模具及其他	0.4%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	1.7%
一般法人	87.1%

股價相對大盤走勢



長城汽車(601633.SH/02333.HK)

BUY 買入

光東汽車生產基地獲批，國際化有序推進，建議“買入”

結論與建議：

11月23日，長城汽車發佈公告，長城汽車與寶馬控股合資公司光東汽車生產基地獲批，項目總投資51億元人民幣，規劃產能16萬輛，預計2022年建成，將用於製造全出口燃油乘用車和研製純電動乘用車（純電動汽車製造需要另行審批）。國際化是公司發展的重要策略之一，公司與寶馬的合作有望為公司的國際化進展提供助力。

公司持續保持較好的銷售增速，在市場低迷的情況下憑借較強的成本控制能力實現了市占率提升；此外，公司逆週期擴張產能，體現了對未來發展的信心。我們預計公司2019、2020年淨利潤分別為47.4億和53.5億元，YOY分別為-8.9%和+12.8%；EPS分別為0.52元和0.59元，當前股價對應A股2019、20年P/E為17.8倍和15.8倍，H股對應P/E為10.58倍和9.38倍，建議AH股“買入”。

■ **光東汽車生產基地獲批，國際化進展再下一程：**11月23日，長城汽車發佈公告，長城汽車與寶馬控股合資公司光東汽車位於張家港的生產基地獲批，項目總投資51億元人民幣，規劃產能16萬輛；項目預計2020年啟動，2022年建成；未來基地將用於製造全出口燃油乘用車和研製純電動乘用車（純電動製造需要另行審批）。此次生產基地的獲批，標志著公司國際化進展再下一程。公司目前將國際化作為公司發展的重要策略之一，多項布局有序推進。一方面，今年6月份公司俄羅斯整車工廠竣工投產，規劃產能8萬輛，這不僅將促進公司在俄羅斯的銷售，還將輻射東歐市場；另一方面，公司已經在日本、美國、印度、德國等6地設立了海外研發中心。隨著國際化的推進，公司出口量也有了明顯提升，今年1-10月公司累計出口整車5.5萬輛，同比增長38%。

■ **公司10月銷量增速穩健：**公司持續保持較好的銷售增速，體現了公司產品較強的市場競爭力。10月公司銷售整車11.5萬輛，MOM+15%，YOY+4.5%，明顯優於行業增速。1-10月公司累計銷售汽車83.9萬輛，YOY+6.7%；1-10月已完成銷售目標的78.4%。分車型看，本月皮卡增速亮眼，月銷1.6萬輛，YOY+22.5%，主要得益於新上市的高端皮卡長城炮的較好表現，本月長城炮銷售5020輛，後續銷量有望持續爬坡。SUV銷量保持穩健，哈弗品牌月銷8.6萬輛，MOM+14.9%，YOY+1.74%；其中哈弗H6、H7和M6均保持較好銷量，環比大幅增長。哈弗H6月銷4.1萬輛，MOM+28%，YOY-1.2%，持續保持SUV品類銷量第一；M6月銷15211輛，MOM+0.7%，YOY+24%；F7本月銷售15017輛，MOM+22%。

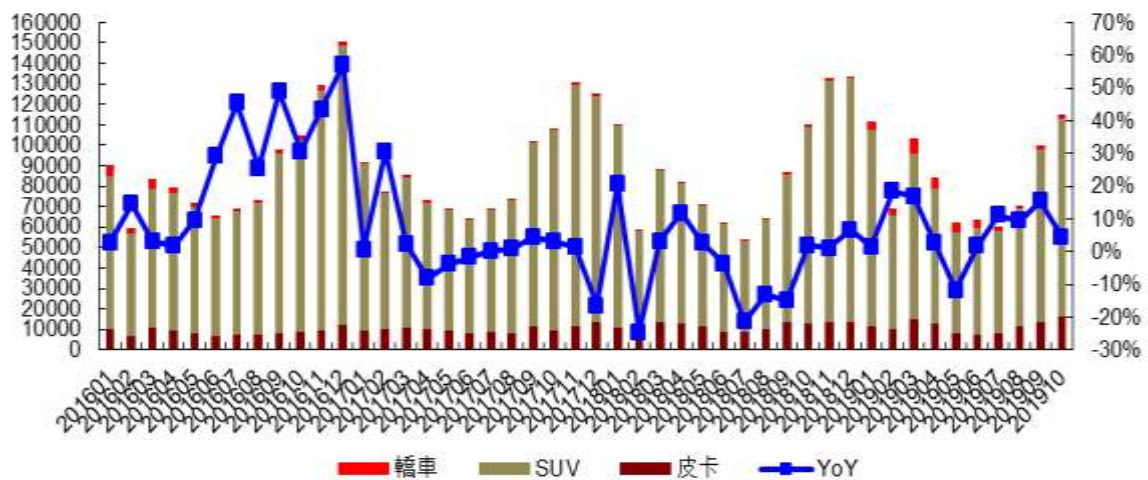
■ **盈利預期：**公司憑借較強的成本控制能力，在市場低迷的情況下取得了市占率的提升；此外，公司目前積極擴張產能，今年除了俄羅斯和重慶永川工廠建成投產，平湖、泰州、日照的生產和研發基地建設也在積極推進中，投產後公司的生產和研發能力有望再進一步；公司逆週期擴張產能，體現了對未來發展的信心。公司銷量增速較好，去年四季度業績基期較低，全年業績衰退幅度預計較三季報進一步收窄。我們預計公司2019、2020年淨利潤分別為47.4億和53.5億元，YOY分別為-8.9%和+12.8%；EPS分別為0.52元和0.59元，當前股價對應A股2019、20年P/E為17.8倍和15.8倍，H股對應P/E為10.58倍和9.38倍，建議AH股“買入”。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2016	2017	2018E	2019E	2020E
純利(Net profit)	RMB百萬元	10551	5027	5207	4743	5349
同比增減	%	30.92%	-52.35%	3.58%	-8.92%	12.79%
每股盈餘(EPS)	RMB元	1.156	0.551	0.571	0.520	0.586
同比增減	%	30.92%	-52.35%	3.58%	-8.92%	12.79%
A股市盈率(P/E)	X	6.76	14.18	13.69	15.03	13.33
H股市盈率(P/E)	X	4.85	10.18	9.83	10.79	9.57
股利(DPS)	RMB元	0.35	0.17	0.19	0.21	0.23
股息率(Yield)	%	4.48%	2.18%	2.39%	2.63%	2.90%

图表一： 長城汽車月度銷量及 YoY

單位：萬輛



資料來源：公司公告，群益證券

預期報酬(Expected Return: ER)為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
營業收入	98616	101169	99230	92865	103570
經營成本	74360	81967	81481	76717	85179
營業稅金及附加	3833	3906	3627	2972	3314
銷售費用	3175	4406	4575	3529	3832
管理費用	4575	4963	1676	2043	1864
財務費用	-4	139	-494	-464	518
資產減值損失	413	317	137	100	100
投資收益	30	124	219	150	100
營業利潤	12276	5854	6232	5739	6427
營業外收入	249	391	253	300	300
營業外支出	42	12	8	20	5
利潤總額	12483	6233	6477	6019	6722
所得稅	1929	1190	1229	1204	1264
少數股東損益	3	16	40	72	109
歸屬於母公司所有者的淨利潤	10551	5027	5207	4743	5349

附二：合并資產負債表

百萬元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
貨幣資金	2154	4831	7682	10048	14386
應收帳款	518	873	3343	3678	4045
存貨	6061	5575	4445	4667	4901
流動資產合計	53928	69293	66126	67449	68798
長期投資淨額	0	0	0	0	0
固定資產合計	24715	27718	28994	31893	35082
在建工程	4859	4879	4406	2203	1101
無形資產	3211	3269	3391	3323	3257
資產總計	92309	110547	111800	114062	116733
流動負債合計	43252	58881	54618	52980	51390
長期負債合計	1703	2408	4493	4179	3886
負債合計	44956	61289	59112	57159	55277
少數股東權益	59	123	164	177	191
股東權益合計	47354	49258	52689	56904	61456
負債和股東權益總計	92309	110547	111800	114062	116733

附三：合并現金流量表

百萬元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
經營活動產生的現金流量淨額	8835	-1077	19698	17728	20387
投資活動產生的現金流量淨額	-8367	-3056	-10040	-11044	-12149
籌資活動產生的現金流量淨額	-1116	6089	-6501	-3250	-3901
現金及現金等價物淨增加額	-567	1952	2771	3433	4338
貨幣資金的期末餘額	1892	3844	6615	10048	14386
貨幣資金的期初餘額	2458	1892	3844	6615	10048

1

¹ 此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事先通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。