



环比表现稳健 产品结构优化

长城汽车 (601633)

事件概述

公司发布2019年11月产销快报：单月批发销量11.5万辆，同比减少13.1%，环比增长0.1%。其中，哈弗品牌销量8.3万辆，同比减少21.6%；WEY品牌销量10,450辆，同比减少8.2%；欧拉品牌销量2,252辆，同比增长115.9%。2019年1-11月公司累计实现汽车销量95.4万辆，同比增长3.8%。

分析判断

► 哈弗：H6 环比表现稳健，整体产品结构优化

哈弗品牌11月批发销量同比减少21.6%（10月同比增长1.7%），产品分化，整体结构优化：1）部分老产品竞争力削弱，哈弗H1、H2、H4、H5、H7、H8单月销量同比减少1.7万辆。2）主力车型H6表现稳健，单月销量4.2万辆，环比增长2.6%，彰显集团销量冠军风采。3）新车系M系列和F系列仍然贡献增量，其中M6销量1.6万辆，同比增长12.7%；F7销量1.4万辆，同比增长131.0%；F5销量2,470辆，同比下滑60.6%，主要是因为F7上市后销量被分流。我们认为，哈弗品牌低价位车型销量占比降低，高价位车型M6、F7销量占比提升，产品结构优化的过程中，平均单车盈利能力有望向上。

► WEY：总体销量企稳，经营情况改善

WEY品牌11月销量环比增长0.8%，经营情况逐步改善。分车型来看：1）老车型VV5和VV7分别实现销量3,083辆、2,060辆，同比减少24.3%、1.1%，但环比增长0.4%、2.0%，销量企稳；2）次新车型VV6实现销量5,307辆，同比增长6.1%，环比增长0.6%，继续保持微增趋势。

► 新能源汽车&皮卡：欧拉销量承压，长城炮爬坡上量

1）新能源汽车欧拉品牌11月销量同比增长115.9%，环比增长26.9%，较过渡期末4,000-5,000辆的月销量下滑较多。根据中汽协数据，新能源乘用车销量在7-10月连续4个月同比下滑，过渡期后销量短期承压。公司电动化转型态度坚决，欧拉、光束、御捷多条线布局，欧拉第三款基于专用平台开发的车型R2即将上市，静待补贴退坡消化后需求转暖。
2）皮卡长城炮上市两月，销量持续爬坡。长城炮10-11月销量分别为5,020、6,259辆。长城炮将陆续在全球市场全面上市，与国际主流皮卡品牌展开正面竞争；长期来看，长城炮将进一步助力长城皮卡达成“1-2-3”战略，在保持国内、出口销量第一的同时，力争于2020年实现年销量突破20万辆，2025年全球累计销量突破300万辆的目标。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	12.97
最新收盘价：	8.94
股票代码：	601633
52周最高价/最低价：	10.55/5.56
总市值(亿)	816
自由流通市值(亿)	539
自由流通股数(百万)	6,027.73



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090004

相关研究

1. 长城汽车 (601633) 10月销量数据点评：销量领跑 量利双收
2019.11.07
2. 长城汽车 (601633) 2019 三季度报点评：盈利大幅改善 看好中长期业绩爆发
2019.10.28
3. 长城汽车 (601633) 9月销量数据点评：销量增速领先行业 期待下游需求改善
2019.10.13

► 三季度盈利大幅改善，看好中长期业绩弹性

公司 2019Q3 实现归母净利润 14.0 亿元，较 Q1/Q2 的 7.7/7.4 亿元环比明显改善，主要是因为毛利率明显回升，2019Q3 公司毛利率 18.49%，环比 Q2 提升 4.93pct，同比提升 4.84pct，原因：1) Q2 国五去库存较彻底，Q3 排放升级至国六后产品终端折扣收窄，给经销商的返利减少；2) 前期坚持降本的效果逐步显现。考虑到：1) 公司平台化战略正在稳步推进，2020 年首款车型量产，提振销量的同时降本增效更加明显；2) SUV、皮卡和新能源汽车多点布局，各板块中长期看点较多；3) 零部件业务整合，规模效应有望进一步提升，我们看好公司中长期的业绩弹性。

投资建议

维持公司 2019-21 年归母净利润 43.1/58.4/72.5 亿元的盈利预测不变，对应 EPS 为 0.47/0.64/0.79 元，当前股价对应的 PE 为 18.9/14.0/11.3 倍，公司目前处于盈利低点，参考公司过去 5 年 PB 水平维持公司 2.3 倍 PB 估值，对应目标价 12.97 元，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车板块销量低于预期；自主品牌 SUV 市占率下滑；新能源车销量低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101169.49	99229.99	98981.91	112245.49	123750.65
YoY (%)	2.59	-1.92	-0.25	13.40	10.25
归母净利润(百万元)	5027.30	5207.31	4312.62	5837.75	7247.68
YoY (%)	-52.35	3.58	-17.18	35.36	24.15
毛利率 (%)	18.90	17.50	17.02	17.87	18.41
每股收益 (元)	0.55	0.57	0.47	0.64	0.79
ROE (%)	10.23	9.91	7.55	9.28	10.33
市盈率	16.23	15.67	18.92	13.98	11.26

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	99229.99	98981.91	112245.49	123750.65	净利润	5247.64	4346.02	5882.96	7303.80
YoY (%)	-1.92%	-0.25%	13.40%	10.25%	折旧和摊销	3887.87	3947.43	4397.56	4889.79
营业成本	81863.86	82131.43	92181.62	100966.62	营运资金变动	9531.47	-147.22	3933.57	3395.31
营业税金及附加	3627.38	3618.31	4103.17	4523.74	经营活动现金流	19515.95	8565.80	14496.73	15552.08
销售费用	4575.20	4563.76	5175.30	5705.77	资本开支	-6246.73	-5107.61	-5435.04	-6416.66
管理费用	1676.30	1672.11	1896.18	2090.53	投资	-4154.43	0.00	0.00	0.00
财务费用	-493.88	424.99	200.56	-180.16	投资活动现金流	-10040.44	-4935.86	-5254.71	-6227.31
资产减值损失	136.53	195.10	237.39	284.44	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	219.27	171.75	180.33	189.35	债务募资	-4378.49	2160.89	-8651.54	-6301.31
营业利润	6232.04	5020.61	6881.83	8608.24	筹资活动现金流	-6500.84	1687.98	-9242.09	-6552.72
营业外收支	245.03	311.92	336.52	353.48	现金净流量	2974.67	5317.92	-0.06	2772.04
利润总额	6477.07	5332.53	7218.35	8961.72	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	1229.43	986.52	1335.40	1657.92	成长能力 (%)				
净利润	5247.64	4346.02	5882.96	7303.80	营业收入增长率	-1.92%	-0.25%	13.40%	10.25%
归属于母公司净利润	5207.31	4312.62	5837.75	7247.68	净利润增长率	3.58%	-17.18%	35.36%	24.15%
YoY (%)	3.58%	-17.18%	35.36%	24.15%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.57	0.47	0.64	0.79	毛利率	17.50%	17.02%	17.87%	18.41%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	5.29%	4.39%	5.24%	5.90%
货币资金	7682.08	13000.00	12999.94	15771.98	总资产收益率 ROA	4.66%	3.61%	4.78%	5.68%
预付款项	440.80	442.24	496.36	543.66	净资产收益率 ROE	9.91%	7.55%	9.28%	10.33%
存货	4445.10	5026.31	5641.37	6179.00	偿债能力 (%)				
其他流动资产	53558.30	54118.87	54729.31	55258.82	流动比率	1.21	1.28	1.37	1.48
流动资产合计	66126.29	72587.42	73866.97	77753.45	速动比率	1.12	1.18	1.26	1.35
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.14	0.23	0.24	0.30
固定资产	28993.55	29000.62	29534.34	30544.40	资产负债率	52.87%	52.08%	48.22%	44.73%
无形资产	3391.10	3541.51	3672.83	3788.54	经营效率 (%)				
非流动资产合计	45674.12	46978.21	48143.27	49769.03	总资产周转率	0.89	0.86	0.93	0.99
资产合计	111800.41	119565.63	122010.23	127522.48	每股指标 (元)				
短期借款	12799.97	13873.94	5761.86	0.00	每股收益	0.57	0.47	0.64	0.79
应付账款及票据	29401.64	30721.60	34480.92	37766.98	每股净资产	5.75	6.26	6.90	7.69
其他流动负债	12416.81	12092.85	13546.72	14770.40	每股经营现金流	2.14	0.94	1.59	1.70
流动负债合计	54618.42	56688.40	53789.49	52537.39	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	2157.81	3244.72	2705.27	2165.82	估值分析				
其他长期负债	2335.60	2335.60	2335.60	2335.60	PE	15.67	18.92	13.98	11.26
非流动负债合计	4493.40	5580.31	5040.86	4501.41	PB	0.97	1.43	1.30	1.16
负债合计	59111.82	62268.71	58830.35	57038.80					
股本	9127.27	9127.27	9127.27	9127.27					
少数股东权益	163.76	197.15	242.36	298.49					
股东权益合计	52688.59	57296.92	63179.88	70483.68					
负债和股东权益合计	111800.41	119565.63	122010.23	127522.48					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。