

2019年12月10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

守先攻后，结构为王

——长城汽车（601633）11月销量点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
长城汽车	-9.5	5.2	54.2
沪深300	-2.0	-1.6	23.9

市场数据

	2019-12-09
当前价格(元)	8.94
52周价格区间(元)	5.31 - 10.74
总市值(百万)	81597.78
流通市值(百万)	53887.90
总股本(万股)	912726.90
流通股(万股)	912726.90
日均成交额(百万)	163.65
近一月换手(%)	5.32

相关报告

- 《长城汽车（601633）动态点评：光束项目获批，Mini国产进程加速》——2019-11-25
- 《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

投资要点：

- 同比下滑，低价区间车型退出** 公司11月销量合计11.52万辆，同比-13.1%；1-11月累计销售95.43万辆，同比+3.8%。批发同比减少1.73万辆，出现双位数下滑，主要是部分低价位区间车型老化，同时对渠道进一步减压。按产品价格区间分拆，11万元以下车型同比减少2.30万辆，11万元以上车型同比增加0.57万辆。参看11万元以下主力车型，H2、H6运动/H6 Coupe、H4、F5与上年同期相比分别减少1.19、0.46、0.26、0.46万辆，同比分别-79.3%、-31.0%、-50.6%、-65.3%。
- 环比持平，产品结构持续升级** 公司11月销量环比基本持平，微增0.1%，但结构在持续改善。自9月份开始，公司低价产品比例不断降低，9至11月长城汽车11万元以下车型占比依次为52.7%、45.9%、43.2%，降至近两年的低点，仅次于2018年1月和2019年5月、6月。具体划分价格区间：1）8万元以下低端市场M6销量1.59万辆，环比+4.5%；2）8-11万元中低端市场（H2、H6运动/H6 Coupe、H4、F5、欧拉、风骏5/7）销量合计3.13万辆，环比-16.8%；3）11-14万元中端市场（全新H6、F7/x、VV5）销量合计4.84万辆，环比+3.9%；4）12万元以上中高端市场（炮系列、VV6、VV7、H9、其他）销量合计1.71万辆，环比+8.9%。
- 亮点依旧，焦点车型符合预期** 炮系列销量6259辆，环比+24.7%，上市第三个月稳步爬坡；WEY系列销量10450辆，同比-8.2%，环比+0.8%，预计年末实现转正；硬派越野H9月销量突破2000，达到2028辆，同比+101.6%，环比+29.3%，符合我们之前的预期，预计未来稳态维持该水平之上。
- 平稳过度，Q4业绩将保持增长** 根据目前产品现状，我们预计2019M12销量为12.1万辆，同比-9%；2019Q4销量35.1万辆，同比-7%；2019全年销量107.5万辆，同比+2%。由此预测2019Q4归母净利润15亿元附近，对应单车名义盈利6000元，考虑费用计提、金融贡献及增量返点。
- 盈利预测和投资评级：** 下调公司2019年盈利至44.2亿元，维持2020/2021年盈利为65/85亿元，对应当前股价PE分别为18/12/10倍，下调今年业绩主要是由于11月批发销量有所减少，系公司主动去

库存，短中期看渠道结构优化，因此维持“买入”评级。

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%。

■ **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	96625	126100	154500
增长率(%)	-2%	-3%	31%	23%
净利润（百万元）	5207	4422	6537	8536
增长率(%)	4%	-15%	48%	31%
摊薄每股收益（元）	0.57	0.48	0.72	0.94
ROE(%)	9.88%	7.98%	11.00%	13.20%

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:	8.94	投资评级:	买入		日期:	2019-12-09
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E		
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	8%	11%	13%	EPS	0.57	0.48	0.72	0.94		
毛利率	18%	17%	18%	18%	BVPS	5.75	6.05	6.48	7.05		
期间费率	9%	10%	12%	12%	估值						
销售净利率	5%	5%	5%	6%	P/E	15.67	18.45	12.48	9.56		
成长能力					P/B	1.55	1.48	1.38	1.27		
收入增长率	-2%	-3%	31%	23%	P/S	0.82	0.84	0.65	0.53		
利润增长率	4%	-15%	48%	31%							
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
总资产周转率	0.89	0.98	1.16	1.31	营业收入	99230	96625	126100	154500		
应收账款周转率	24.84	24.84	24.84	24.84	营业成本	81481	80150	103528	126149		
存货周转率	18.33	18.33	18.33	18.33	营业税金及附加	3627	3532	4610	5648		
偿债能力					销售费用	4575	3855	5031	6164		
资产负债率	53%	44%	45%	45%	管理费用	1676	4032	5362	6570		
流动比	1.21	1.44	1.54	1.66	财务费用	(494)	(300)	(263)	(332)		
速动比	1.13	1.33	1.41	1.51	其他费用 / (-收入)	(58)	(105)	39	47		
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	6232	5250	7871	10347		
现金及现金等价物	7682	9674	12697	15965	营业外净收支	245	250	260	270		
应收款项	3994	3889	5076	6219	利润总额	6477	5500	8131	10617		
存货净额	4445	4565	5899	7190	所得税费用	1229	1044	1543	2015		
其他流动资产	50005	38280	45193	51854	净利润	5248	4456	6588	8602		
流动资产合计	66126	56408	68866	81228	少数股东损益	40	34	51	66		
固定资产	28994	26094	23485	21136	归属于母公司净利润	5207	4422	6537	8536		
在建工程	4406	4406	4406	4406	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		
无形资产及其他	3391	3052	2747	2472	经营活动现金流	19698	15576	5638	6681		
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	5248	4456	6588	8602		
资产总计	111800	98960	108503	118242	少数股东权益	40	34	51	66		
短期借款	12800	1000	1000	1000	折旧摊销	3810	3238	2915	2623		
应付款项	29402	25611	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	7947	(3915)	(4610)		
其他流动负债	12417	12445	11961	13139	投资活动现金流	(10040)	2783	2609	2348		
流动负债合计	54618	39056	44575	49059	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		
长期负债合计	4493	4493	4493	4493	筹资活动现金流	(6501)	(13534)	(2564)	(3348)		
负债合计	59112	43550	49068	53553	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	55411	59435	64689	其它	(7997)	(1734)	(2564)	(3348)		
负债和股东权益总计	111800	98960	108503	118242	现金净增加额	2771	4825	5684	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。