

长城汽车 (601633)

控制库存备战2020、高端皮卡为国产正名

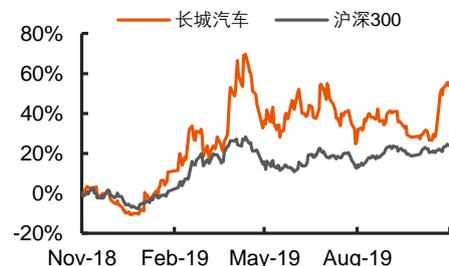
推荐 (维持)

现价: 8.94 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司/56.04%
实际控制人	魏建军
总股本(百万股)	9,127
流通 A 股(百万股)	6,028
流通 B/H 股(百万股)	3,100
总市值 (亿元)	700.24
流通 A 股市值(亿元)	538.88
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	46.4

行情走势图



相关研究报告

《长城汽车*601633*业绩符合预期、毛利率环比提高》 2019-04-30
《长城汽车*601633*业绩符合预期、份额预计回归》 2019-03-24

证券分析师

曹群海 投资咨询资格编号
S1060518100001
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

李鹤 一般从业资格编号
S1060119070028
LIYAO157@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项:

公司发布产销快报, 11月销售11.52万辆, 环比增长0.13%, 1-11月累计销售95.43万辆, 同比增3.81%。11月哈弗销售8.34万辆, 其中H6销售4.17万辆, M6销售1.59万辆, F7销售1.4万辆。WEY销售1.05万辆, 欧拉销售2,252辆。公司皮卡销售1.9万辆, 其中风骏1.3万辆, 长城炮0.6万辆。

平安观点:

- **11月销量同比负增长源于保守库存策略, 终端销量估计继续跑赢行业:** 公司11月销量同比-13.1%, 表现预计差于行业, 主要是由于公司控制库存, 提前备战2020年淡季及为车型改款换代做准备, 其中哈弗H2、哈弗H4等车型都实施了较为保守的库存策略, 而哈弗H6销量环比基本持平, 与过去几年哈弗H6年末大幅冲量表现大相径庭, 有意控制终端高盈利车型库存余量。预计公司11月终端销量(不含出口)增速约为+10~20%, 2018年同期加库存4.7万, 估计2019年库存增加值大幅减少, 目前库存水平低于行业, 预计再经历12月旺季库存去化, 公司的库销比有望继续降低, 2020年轻装上阵。
- **高盈利高端皮卡蝉联月销冠军, 高盈利SUV销量稳健:** 11月皮卡销量同比大幅增加39.4%, 其中高端皮卡炮销量突破6000台, 蝉联高端皮卡销量冠军, 其打开乘用车皮卡蓝海市场, 拥有极高的盈利能力, 公司皮卡2020年销量剑指20万台, 炮将贡献绝大部分增量。高盈利车型F7月销量依然稳定在1.4万台以上, 哈弗H6销量稳定在4万台以上, 两款车型由于F+H系列渠道改革, 形成1+1大于2的效果。
- **短期看产品线继续梳理, 长期看龙头潜力显著。** 针对目前市场担忧的2020上半年公司产品不足问题, 我们认为无须悲观, 短期公司产品线将会继续梳理, 紧凑型产品线之下的2~5系列产品相比其竞品1万+的月销潜力巨大, 伴随进一步渠道分裂式扩张和产品内饰更改, 行业3-4线城市消费复苏, 其2020年月销会进一步提高, 不乏出现月销1万车型的可能。长期看高盈利车型皮卡炮新车上市打开皮卡份额提升之路, 2020年全新平台

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	100,492	97,800	101,319	147,254	178,023
YoY(%)	2.1	-2.7	3.6	45.3	20.9
净利润(百万元)	5,027	5,207	5,054	8,605	11,611
YoY(%)	-52.4	3.6	-2.9	70.2	34.9
毛利率(%)	18.4	16.7	18.5	19.0	19.9
净利率(%)	5.0	5.3	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.2	10.0	9.2	14.0	16.5
EPS(摊薄/元)	0.55	0.57	0.55	0.94	1.27
P/E(倍)	16.2	15.7	16.1	9.5	7.0
P/B(倍)	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2

使得 SUV 产品力再上台阶，WEY 品牌价值凸显，规模效应增强后公司产品品类有望从 SUV 进一步扩张，乘用车自主龙头潜力显著。

- **盈利预测与投资建议：**公司多品类策略+新品周期正在逐步兑现，看好未来发展。维持业绩预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55、0.94、1.27 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 乘用车市场不及预期风险，乘用车行业由于行业透支效应仍然存在，行业增速存在不及预期的风险。2) SUV 竞争格局恶化风险，合资品牌 SUV 价格下探，车型密集推出，恐对自主品牌 10-15 万价格区间 SUV 造成压力。3) 双积分不达标风险，公司新能源起步较晚，由于产品结构原因油耗积分达标压力较大，双积分存在不达标风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	66126	78053	96044	95701
现金	7682	17455	29837	28605
应收票据及应收账款	3343	4346	5650	7345
其他应收款	652	361	1111	669
预付账款	441	616	920	937
存货	4445	5711	8963	8581
其他流动资产	49563	49563	49563	49563
非流动资产	45674	44589	56636	62644
长期投资	0	2	2	3
固定资产	28994	28161	38385	43641
无形资产	5244	5653	6085	6554
其他非流动资产	11436	10773	12164	12445
资产总计	111800	122642	152680	158344
流动负债	54618	63483	87457	84262
短期借款	12800	12800	12800	12800
应付票据及应付账款	29402	32672	57014	50218
其他流动负债	12417	18012	17643	21244
非流动负债	4493	4048	3760	3377
长期借款	2158	1713	1424	1041
其他非流动负债	2336	2336	2336	2336
负债合计	59112	67532	91217	87638
少数股东权益	164	178	208	258
股本	9127	9127	9127	9127
资本公积	1411	1411	1411	1411
留存收益	42249	45626	51123	58370
归属母公司股东权益	52525	54932	61256	70448
负债和股东权益	111800	122642	152680	158344

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19698	14694	30835	12716
净利润	5248	5069	8635	11661
折旧摊销	3882	2899	3625	4709
财务费用	-494	334	381	610
投资损失	-219	-118	-123	-146
营运资金变动	9625	6519	18328	-4105
其他经营现金流	1656	-9	-11	-14
投资活动现金流	-10040	-1688	-15537	-10557
资本支出	6662	-1087	12046	6007
长期投资	-4224	-2	-1	-1
其他投资现金流	-7601	-2777	-3492	-4551
筹资活动现金流	-6501	-3233	-2915	-3391
短期借款	-238	0	0	0
长期借款	1734	-445	-288	-383
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-7997	-2788	-2627	-3008
现金净增加额	2771	9773	12383	-1233

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	97800	101319	147254	178023
营业成本	81481	82586	119322	142666
营业税金及附加	3627	3704	5383	6508
营业费用	4575	5066	6774	8189
管理费用	1676	1925	2503	3026
研发费用	1743	1722	2503	3026
财务费用	-494	334	381	610
资产减值损失	137	237	276	242
其他收益	176	0	0	0
公允价值变动收益	-140	9	11	14
投资净收益	219	118	123	146
资产处置收益	58	0	0	0
营业利润	6232	5872	10246	13916
营业外收入	253	340	308	323
营业外支出	8	30	23	18
利润总额	6477	6181	10531	14221
所得税	1229	1113	1896	2560
净利润	5248	5069	8635	11661
少数股东损益	40	14	30	50
归属母公司净利润	5207	5054	8605	11611
EBITDA	11047	9543	14274	18870
EPS (元)	0.57	0.55	0.94	1.27

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-2.7	3.6	45.3	20.9
营业利润(%)	6.5	-5.8	74.5	35.8
归属于母公司净利润(%)	3.6	-2.9	70.2	34.9
获利能力				
毛利率(%)	16.7	18.5	19.0	19.9
净利率(%)	5.3	5.0	5.8	6.5
ROE(%)	10.0	9.2	14.0	16.5
ROIC(%)	8.3	7.6	11.2	13.4
偿债能力				
资产负债率(%)	52.9	55.1	59.7	55.3
净负债比率(%)	18.2	-0.8	-21.3	-17.2
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.1
应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.55	0.94	1.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.61	3.38	1.39
每股净资产(最新摊薄)	5.75	6.02	6.71	7.72
估值比率				
P/E	15.7	16.1	9.5	7.0
P/B	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	8.0	8.2	4.6	3.5

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 B 座 25 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033