

2019年02月15日

# 长城汽车 (601633.SH)

## 公司快报

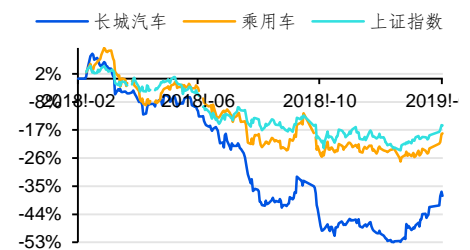
汽车 | 乘用车 III

 投资评级 **买入-B(维持)**  
 股价(2019-02-14) 7.30 元

### 交易数据

总市值(百万元)	66,629.06
流通市值(百万元)	44,002.42
总股本(百万股)	9,127.27
流通股本(百万股)	6,027.73
12个月价格区间	5.50/13.40 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.17	11.98	-23.13
绝对收益	20.66	14.42	-37.74

### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号: S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

### 报告联系人

 陆嘉敏  
 lujiamin@huajinsec.cn  
 021-20377038

### 相关报告

长城汽车: 中报大幅预增, 业绩拐点基本确立 2018-07-18

长城汽车: 强强联合, 长城与宝马合资重点发力新能源汽车 2018-07-11

长城汽车: 拨云见日, 中长期业绩增长拐点正在到来 2018-06-15

## 1月销量回暖超预期, 布局新能源成效初显

### 投资要点

- ◆ **事件:** 2月14日, 公司发布1月汽车产销快讯: 汽车销量 11.17 万辆, 同比增长 1.52%; 汽车产量 11.22 万辆, 同比增长 6.41%。分品牌看, 哈弗销量 8.62 万辆, 同比增长 9.81%; WEY 销量 1.02 万辆, 同比下降 49.89%; 长城销量 1.16 万辆, 同比增长 2.83%; 欧拉销量 3785 辆, 环比增长 258.77%。
- ◆ **哈弗 F 与 M 系列持续发力, 填补 H 系列下滑缺口。** 1月, 哈弗 H 系列中, 除 H6 销量表现相对较好 (销售 5.03 万辆, 同比下降 8.75%), 其余车型销量同比及环比均呈现较大幅度下滑。F 与 M 系列中, F7 持续发力, 销量爬坡迅速, 环比增长 36.35% 至 1.51 万辆; M6 同比增长 211.43% 至 1.6 万辆, 两款车型的出色表现填补了 H 系列销量下滑的缺口。2019 年, F 系列还将有一款新车 (F7x) 上市, 受益于 F 与 M 系列新车周期的持续发力, 哈弗品牌全年销量有望实现稳步增长。
- ◆ **WEY 销量同比大幅下滑, 高端化之路任重道远。** WEY 品牌中, 除 VV6 月销量超过 5000 辆外, VV5 及 VV7 月销量继续回落至 2000 辆左右, 同比下滑接近 80%。短期看, WEY 销量的低迷表现或许意味着公司高端化之路并不顺利; 但从中长期看, 公司通过加大营销力度, 并与宝马设立合资公司, 正努力提升品牌形象, 后续随新车型 VV7 GT 的推出, WEY 品牌月销量仍有望逐步走强。
- ◆ **布局新能源初显成效, 欧拉销量环比增长迅速。** 公司目前新能源汽车领域共有三款车型, 分别是 WEY P8、欧拉 R1 和欧拉 iQ。其中, 欧拉品牌 1 月销量 3785 辆, 环比大幅增长 258.77%。2019 年, 公司将继续推出 WEY P8 GT、欧拉 R2 两款新能源新车型, 以进一步完善新能源领域产品布局。公司新能源汽车销量的持续增长也将有助于缓解其双积分压力。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益为 0.59 元、0.66 元和 0.72 元, 净资产收益率分别为 10.2%、10.5% 和 10.7%。维持“买入-B”投资评级。
- ◆ **风险提示:** 宏观经济下行导致汽车销量增长不及预期; 公司新车型推广不及预期。

### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	98,615.7	101,169.5	99,469.0	110,105.1	120,294.1
同比增长(%)	29.7%	2.6%	-1.7%	10.7%	9.3%
营业利润(百万元)	12,276.5	5,854.2	6,107.2	6,845.7	7,524.9
同比增长(%)	32.3%	-52.3%	4.3%	12.1%	9.9%
净利润(百万元)	10,551.2	5,027.3	5,395.0	5,993.9	6,566.2
同比增长(%)	30.9%	-52.4%	7.3%	11.1%	9.5%
每股收益(元)	1.16	0.55	0.59	0.66	0.72
PE	6.3	13.3	12.4	11.1	10.1
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

### 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	98,615.7	101,169.5	99,469.0	110,105.1	120,294.1	年增长率					

减:营业成本	74,360.2	81,966.9	80,320.0	88,756.7	96,825.9
营业税费	3,832.8	3,905.7	3,827.3	4,255.5	4,640.6
销售费用	3,175.4	4,406.4	4,484.1	5,064.8	5,398.6
管理费用	4,574.7	4,963.0	4,446.3	4,954.7	5,292.9
财务费用	-3.9	138.6	365.0	168.7	180.9
资产减值损失	413.2	317.1	270.7	333.6	307.1
加:公允价值变动收益	-	175.4	267.3	195.1	-219.2
投资和汇兑收益	30.3	124.2	84.2	79.6	96.0
<b>营业利润</b>	<b>12,276.5</b>	<b>5,854.2</b>	<b>6,107.2</b>	<b>6,845.7</b>	<b>7,524.9</b>
加:营业外净收支	206.6	378.8	440.0	387.0	401.9
<b>利润总额</b>	<b>12,483.1</b>	<b>6,233.0</b>	<b>6,547.2</b>	<b>7,232.7</b>	<b>7,926.8</b>
减:所得税	1,929.1	1,189.6	1,145.8	1,229.6	1,347.6
<b>净利润</b>	<b>10,551.2</b>	<b>5,027.3</b>	<b>5,395.0</b>	<b>5,993.9</b>	<b>6,566.2</b>

**资产负债表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,153.6	4,831.3	11,798.8	11,010.5	18,719.7
交易性金融资产	1,438.0	318.0	585.3	780.4	561.3
应收帐款	769.0	1,171.3	762.8	1,439.3	1,033.4
应收票据	39,786.2	49,075.1	33,815.7	56,715.1	40,188.5
预付帐款	1,057.2	579.5	893.0	635.6	924.4
存货	6,061.1	5,574.8	6,027.0	7,286.5	7,775.3
其他流动资产	2,662.9	7,743.2	4,404.8	4,937.0	5,695.0
可供出售金融资产	7.7	7.7	7.5	7.6	7.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	128.1	126.0	136.0	146.0	156.0
固定资产	24,715.0	27,718.0	27,937.0	27,556.0	26,608.4
在建工程	4,859.2	4,878.8	4,878.8	4,878.8	4,878.8
无形资产	3,210.7	3,268.6	2,986.7	2,709.7	2,422.4
其他非流动资产	5,460.4	5,254.5	4,615.6	5,159.5	5,047.6
<b>资产总额</b>	<b>92,309.2</b>	<b>110,547.1</b>	<b>98,849.2</b>	<b>123,262.2</b>	<b>114,018.4</b>
短期债务	250.0	13,038.0	7,000.0	9,725.2	6,000.0
应付帐款	27,051.0	28,104.3	19,864.6	33,389.4	24,975.1
应付票据	4,165.0	3,879.6	2,813.7	4,336.2	3,194.7
其他流动负债	11,786.2	13,859.3	13,858.2	15,656.7	15,592.0
长期借款	49.8	423.8	500.0	1,130.5	600.0
其他非流动负债	1,653.5	1,984.1	1,775.0	1,804.2	1,854.4
<b>负债总额</b>	<b>44,955.5</b>	<b>61,289.1</b>	<b>45,811.5</b>	<b>66,042.2</b>	<b>52,216.3</b>
少数股东权益	58.8	123.4	129.9	139.2	152.2
股本	9,127.3	9,127.3	9,127.3	9,127.3	9,127.3
留存收益	38,169.0	40,004.2	43,780.5	47,953.5	52,522.6
<b>股东权益</b>	<b>47,353.6</b>	<b>49,258.0</b>	<b>53,037.7</b>	<b>57,220.0</b>	<b>61,802.1</b>

营业收入增长率	29.7%	2.6%	-1.7%	10.7%	9.3%
营业利润增长率	32.3%	-52.3%	4.3%	12.1%	9.9%
净利润增长率	30.9%	-52.4%	7.3%	11.1%	9.5%
EBITDA 增长率	30.2%	-38.7%	-5.6%	7.6%	8.3%
EBIT 增长率	30.4%	-51.9%	9.5%	8.4%	9.9%
NOPLAT 增长率	32.4%	-53.3%	10.1%	9.0%	9.9%
投资资本增长率	19.8%	19.7%	-9.9%	17.0%	-16.9%
净资产增长率	23.4%	4.0%	7.7%	7.9%	8.0%

**盈利能力**

毛利率	24.6%	19.0%	19.3%	19.4%	19.5%
营业利润率	12.4%	5.8%	6.1%	6.2%	6.3%
净利润率	10.7%	5.0%	5.4%	5.4%	5.5%
EBITDA/营业收入	15.0%	9.0%	8.6%	8.4%	8.3%
EBIT/营业收入	12.5%	5.8%	6.5%	6.4%	6.4%

**偿债能力**

资产负债率	48.7%	55.4%	46.3%	53.6%	45.8%
负债权益比	94.9%	124.4%	86.4%	115.4%	84.5%
流动比率	1.25	1.18	1.34	1.31	1.51
速动比率	1.11	1.08	1.20	1.20	1.35
利息保障倍数	-3,185.	42.64	17.73	41.59	42.60

**营运能力**

固定资产周转天数	80	93	101	91	81
流动营业资本周转天数	19	30	31	33	31
流动资产周转天数	172	219	231	231	236
应收帐款周转天数	3	3	4	4	4
存货周转天数	19	21	21	22	23
总资产周转天数	300	361	379	363	355
投资资本周转天数	125	146	154	143	129

**费用率**

销售费用率	3.2%	4.4%	4.5%	4.6%	4.5%
管理费用率	4.6%	4.9%	4.5%	4.5%	4.4%
财务费用率	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.2%
三费/营业收入	7.9%	9.4%	9.3%	9.3%	9.0%

**投资回报率**

ROE	22.3%	10.2%	10.2%	10.5%	10.7%
ROA	11.4%	4.6%	5.5%	4.9%	5.8%
ROIC	33.3%	13.0%	11.9%	14.4%	13.6%

**分红指标**

DPS(元)	0.35	0.17	0.18	0.20	0.22
分红比率	30.3%	30.9%	30.0%	30.4%	30.4%
股息收益率	4.8%	2.3%	2.4%	2.7%	3.0%

**现金流量表**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	10,554.0	5,043.4	5,395.0	5,993.9	6,566.2
加:折旧和摊销	2,561.8	3,199.9	2,112.9	2,219.0	2,291.2
资产减值准备	413.2	317.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-175.4	267.3	195.1	-219.2
财务费用	11.2	97.4	365.0	168.7	180.9
投资损失	-30.3	-124.2	-84.2	-79.6	-96.0
少数股东损益	2.8	16.1	6.5	9.3	13.0
营运资金的变动	-5,014.7	-7,320.6	4,933.2	-8,255.5	7,019.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>8,835.4</b>	<b>-1,076.7</b>	<b>12,995.6</b>	<b>250.7</b>	<b>15,756.0</b>
投资活动产生现金流量	-8,367.5	-3,055.6	1,713.2	-2,615.3	-1,450.6
融资活动产生现金流量	-1,116.3	6,089.3	-7,741.4	1,576.3	-6,596.1

**业绩和估值指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
EPS(元)	1.16	0.55	0.59	0.66	0.72
BVPS(元)	5.18	5.38	5.80	6.25	6.75
PE(X)	6.3	13.3	12.4	11.1	10.1
PB(X)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
P/FCF	15.4	6.2	16.7	26.6	6.5
P/S	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	3.8	6.8	6.3	6.1	4.4
CAGR(%)	-17.1%	9.3%	-12.5%	-17.1%	9.3%
PEG	-0.4	1.4	-1.0	-0.6	1.1
ROIC/WACC	3.4	1.3	1.2	1.5	1.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 分析师声明

林帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)