



601633.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 8.74

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.0)	(4.4)	12.6	48.8
相对上证指数	(4.7)	(6.1)	9.3	28.7

发行股数(百万)	9,127
流通股(%)	66
总市值(人民币 百万)	79,772
3个月日均交易额(人民币 百万)	163
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
保定创新长城资产管理有限公司	56

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2020年1月17日收市价为标准

相关研究报告

《长城汽车——销量逆势快速增长, Q3 业绩大幅改善》 20191028

《长城汽车——毛利率承压, 下半年车市回暖业绩有望改善》 20190828

《长城汽车——Q4 销量逆势增长, 新能源与全球化打开新空间》 20190325

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

魏敏

(8621)20328306

min.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

长城汽车

拟收购通用印度工厂, 加速推进全球化战略

根据汽车之家报道, 近日长城汽车宣布与通用汽车就收购通用汽车印度塔里冈工厂达成协议, 包括将塔里冈工厂在内的通用汽车印度公司将移交给长城汽车, 预计将于2020年下半年完成, 公司开拓潜力巨大的印度市场, 并有望扩展至中东、非洲市场, 加速推进公司全球化战略。近日江西南昌、重庆、浙江宁波先后放宽皮卡进城限制, 未来或有更多城市跟进, 公司是皮卡龙头有望显著受益。预计随着行业回暖、新品推出、海外市场拓展, 公司销量与业绩有望持续改善, 市占率有望进一步提升。预计公司2019-2021年每股收益为0.53元、0.72元和0.88元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **拟收购通用印度工厂, 开拓印度新兴市场。**2020年1月17日长城汽车宣布与通用汽车就收购通用汽车印度塔里冈工厂达成协议, 包括塔里冈工厂在内的通用汽车印度公司将移交给长城汽车, 协议尚须获得政府与相关监管部门的批准, 预计将于2020年下半年完成。印度人口众多且年轻化, 经济保持快速增长, 2017、2018年汽车分别销售402、440万辆, 同比增长10%、9%, 目前千人保有量仅为22辆, 市场潜力巨大; 印度市场目前主要由铃木和现代小型车主导, 占据印度近80%的市场份额, 公司在2月将携哈弗品牌及长城EV车型正式亮相印度德里车展, 预计未来将导入SUV车型与欧拉品牌电动车, 有望丰富产品线, 带给消费者更多选择空间; 通过收购工厂而非自建也能够抓住机遇, 加速产品导入与销售; 印度地处印度洋北端, 布局印度既可以打开印度市场, 更可以西扩中东、非洲市场, 加速推进公司全球化战略。
- **多市放宽皮卡进城限制, 公司是皮卡龙头有望大幅受益。**根据中汽协数据, 2019年国内皮卡销售45.2万辆, 同比下降4.7%, 受进城限制以及SUV及微卡等车型替代因素影响, 皮卡渗透率仅有美国的十分之一。2020年1月, 江西南昌、重庆、浙江宁波先后放宽皮卡进城限制, 未来或有更多城市跟进, 随着进城范围的逐步扩大, 皮卡的销量有望迎来爆发, 渗透率有望逐步提升。2019年长城汽车皮卡销售14.9万辆, 同比增长7.9%, 市占率32.9%, 连续22年保持国内、出口销量第一, 有望大幅受益皮卡市场爆发。公司定位于中高端皮卡系列长城炮乘用车版、商用车版于2019年9月、10月先后上市, 销售火爆, 12月单月销售破7,000辆, 2019年累计销售18,299辆, 有望成为公司销量和盈利的新增长点。
- **销量逆势增长, 市占率有望持续提升。**2019年公司实现销售106.0万辆, 同比+0.7%, 远好于行业8.2%的降幅。车市销量下滑竞争加剧, 前十车企销量市占率由2016年58.5%提升至2019年59.4%, 市场集中度提升, 弱势车企或逐渐退出市场。公司是国内SUV与皮卡龙头车企, 销量表现显著优于行业, 根据公司公告, 2020年公司推出全新产品4款, 包括2款新平台SUV, 炮越野版与1款新能源, 市占率有望进一步提升。2019年公司出口6.5万辆, 同比增长38.7%, 海外市场也将成为公司重要增长点。随着行业回暖、新品推出与国际化拓展, 公司销量与业绩有望持续改善。

估值

- 公司销量表现显著优于行业并积极开拓印度等海外市场, 预计公司2019-2021年每股收益分别为0.53元、0.72元和0.88元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 车市竞争加剧, 销量及盈利能力低于预期; 2) 新车销量低于预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	101,169	99,230	97,940	108,264	117,710
变动(%)	3	(2)	(1)	11	9
净利润(人民币 百万)	5,027	5,207	4,802	6,590	8,003
全面摊薄每股收益(人民币)	0.551	0.571	0.526	0.722	0.877
变动(%)	(52.4)	3.6	(7.8)	37.2	21.4
全面摊薄市盈率(倍)	15.9	15.3	16.6	12.1	10.0
价格/每股现金流量(倍)	(74.1)	4.0	19.3	8.2	23.6
每股现金流量(人民币)	(0.12)	2.16	0.45	1.07	0.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	9.0	8.5	6.5	5.8
每股股息(人民币)	0.170	0.290	0.210	0.289	0.351
股息率(%)	1.9	3.3	2.4	3.3	4.0

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	101,169	99,230	97,940	108,264	117,710
销售成本	(85,873)	(85,108)	(84,883)	(92,364)	(99,794)
经营费用	(6,493)	(4,503)	(3,745)	(4,385)	(4,662)
息税折旧前利润	8,804	9,619	9,312	11,515	13,254
折旧及摊销	(3,194)	(3,810)	(3,828)	(3,884)	(3,940)
经营利润(息税前利润)	5,610	5,808	5,484	7,631	9,314
净利息收入/(费用)	(218)	111	(200)	(230)	(250)
其他收益/(损失)	841	558	526	565	598
税前利润	6,233	6,477	5,811	7,966	9,662
所得税	(1,190)	(1,229)	(965)	(1,330)	(1,614)
少数股东权益	(16)	(40)	(44)	(46)	(46)
净利润	5,027	5,207	4,802	6,590	8,003
核心净利润	5,100	5,254	4,831	6,621	8,034
每股收益(人民币)	0.551	0.571	0.526	0.722	0.877
核心每股收益(人民币)	0.559	0.576	0.529	0.725	0.880
每股股息(人民币)	0.170	0.290	0.210	0.289	0.351
收入增长(%)	3	(2)	(1)	11	9
息税前利润增长(%)	(54)	4	(6)	39	22
息税折旧前利润增长(%)	(41)	9	(3)	24	15
每股收益增长(%)	(52)	4	(8)	37	21
核心每股收益增长(%)	(52)	3	(8)	37	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	4,831	7,682	1,959	4,976	3,386
应收帐款	50,246	3,994	41,625	26,762	50,569
库存	5,575	4,445	6,865	5,057	7,586
其他流动资产	8,641	50,005	23,019	28,408	33,650
流动资产总计	69,293	66,126	73,467	65,204	95,190
固定资产	32,597	33,399	30,805	27,959	25,062
无形资产	3,269	5,244	5,111	4,972	4,830
其他长期资产	817	1,084	1,539	1,249	1,391
长期资产总计	36,683	39,727	37,455	34,181	31,283
总资产	110,547	111,800	115,447	104,332	131,594
应付帐款	31,841	29,402	38,288	30,421	44,795
短期债务	13,038	12,800	992	380	350
其他流动负债	14,002	12,417	18,075	11,357	19,398
流动负债总计	58,881	54,618	57,354	42,158	64,543
长期借款	424	2,158	220	190	180
其他长期负债	1,984	2,336	1,991	2,104	2,143
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
储备	40,004	43,660	46,546	50,499	55,300
股东权益	49,131	52,787	55,674	59,627	64,427
少数股东权益	123	164	208	254	300
总负债及权益	110,547	111,800	115,447	104,332	131,594
每股帐面价值(人民币)	5.38	5.78	6.10	6.53	7.06
每股有形资产(人民币)	5.02	5.21	5.54	5.99	6.53
每股净负债/(现金)(人民币)	0.95	0.80	(0.08)	(0.48)	(0.31)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	6,233	6,477	5,811	7,966	9,662
折旧与摊销	3,194	3,810	3,828	3,884	3,940
净利息费用	218	(111)	200	230	250
运营资本变动	(9,495)	9,228	(20,656)	(517)	(1,537)
税金	(1,173)	(1,189)	(965)	(1,330)	(1,614)
其他经营现金流	(53)	1,482	15,921	(489)	(7,318)
经营活动产生的现金流	(1,077)	19,698	4,139	9,744	3,384
购买固定资产净值	58	1,976	1,100	900	900
投资减少/增加	127	217	140	150	160
其他投资现金流	(3,241)	(12,233)	4,574	(4,287)	(2,556)
投资活动产生的现金流	(3,056)	(10,040)	5,814	(3,237)	(1,496)
净增权益	(1,552)	(2,650)	(1,921)	(2,636)	(3,201)
净增债务	13,199	1,593	(13,823)	(623)	(27)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(5,558)	(5,470)	15	(334)	(472)
融资活动产生的现金流	6,089	(6,501)	(15,676)	(3,489)	(3,479)
现金变动	1,957	3,157	(5,723)	3,018	(1,591)
期初现金	2,154	4,831	7,682	1,959	4,976
公司自由现金流	(4,132)	9,657	9,953	6,507	1,888
权益自由现金流	9,206	10,756	(3,670)	6,114	2,111

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.7	9.7	9.5	10.6	11.3
息税前利润率(%)	5.5	5.9	5.6	7.0	7.9
税前利润率(%)	6.2	6.5	5.9	7.4	8.2
净利率(%)	5.0	5.2	4.9	6.1	6.8
流动性					
流动比率(倍)	1.2	1.2	1.3	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	25.7	n.a.	27.4	33.2	37.3
净权益负债率(%)	17.5	13.7	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	15.9	15.3	16.6	12.1	10.0
核心业务市盈率(倍)	15.6	15.2	16.5	12.0	9.9
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
价格/现金流(倍)	(74.1)	4.0	19.3	8.2	23.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	9.0	8.5	6.5	5.8
周转率					
存货周转天数	24.7	21.5	24.3	23.6	23.1
应收帐款周转天数	163.8	99.8	85.0	115.3	119.9
应付帐款周转天数	110.1	112.6	126.1	115.8	116.6
回报率					
股息支付率(%)	30.9	50.9	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	10.4	10.2	8.9	11.4	12.9
资产收益率(%)	4.5	4.2	4.0	5.8	6.6
已运用资本收益率(%)	2.3	2.0	1.9	2.8	3.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371