长城汽车（601633）

3 月产销降幅同比收窄明显

买入（维持）

2020 年 04 月 09 日

证券分析师 黄细里
执业证号：S0600520010001
021-60199793
huangxl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	99,189	96,373	98,696	106,944
同比（%）	-2.0%	-2.8%	2.4%	8.4%
归母净利润（百万元）	6,778	4,489	4,907	5,842
同比（%）	18.9%	-33.8%	9.3%	19.0%
每股收益（元/股）	0.74	0.49	0.54	0.64
P/E（倍）	11.14	16.82	15.38	12.92

投资要点

■ **公告要点：**

长城 3 月：产量 59219 辆，同比-43.3%，环比+492%；批发 60048 辆，同比-41.8%，环比+499%。哈弗系列产量 40741 辆同比-43.1%，销量 40337 辆，同比-42.8%。WEY 系列产量 3037 辆，同比-70.94%，销量 3055 辆，同比-70.19%。长城炮产量 5,627 辆，销量 5,503 辆。总计出口 5942 辆。

■ **长城 3 月产销同比降幅收窄，环比大幅提升，领先行业同期整体水平**

2 月长城汽车产量同比下滑 86.5%，环比下滑 87.4%；批发同比下滑 86.6%，环比下滑 88.2%。3 月产销较 2 月同比降幅收窄，环比大幅提升。3 月狭义乘用车产量 98.1 万辆（同比-51.2%，环比+370.3%），批发销量实现 100.0 万辆（同比-48.1%，环比+351.1%）。3 月长城产销降幅同比均低于行业整体水平，环比提升幅度领先行业同期整体恢复速度。

■ **长城 3 月企业库存微幅减少，渠道库存预计微幅减少**

根据我们自建库存体系显示，3 月长城汽车企业库存当月-829 辆，企业库存累计 19716 辆（2017 年 1 月开始）。根据我们终端经销商调研反馈，因部分地方政府刺激政策出台+2 月份延迟需求释放，长城实际终端零售下滑幅度预计略好于批发销量的概率较大，因此推测 3 月公司渠道库存或微幅减少，累计渠道库存约 5 万辆（从 2017 年 1 月开始）

■ **长城 3 月折扣率微幅增长，成交价微降**

根据我们自建价格体系显示：长城 3 月车型算术平均折扣率 9.09%，环比 2 月+0.12%。3 月份，哈弗 H6 经典版折扣率 7.06%，环比+0.17%。Coupe 折扣率 8.89%，环比+0.05%。运动版折扣率 23.93%，环比-0.03%。VV5 折扣率 6.55%，环比-0.03%。VV6 折扣率 6.93%，环比+0.05%。VV7 折扣率 7.59%，环比-0.06%。哈弗 H6 总体成交价小幅下滑，Wey VV 系列总体成交价小幅上升。

■ **盈利预测与投资评级：**

考虑到全球疫情扩散对汽车行业带来系统性影响，我们适度调整公司盈利预测。我们预计 2019-2021 年营业收入 96373/98696/106944 百万元，同比增长-2.8%/2.4%/8.4%，归母净利润 4489/4907/5842 百万元，同比增长-33.8%/9.3%/19.0%，对应 EPS 为 0.49/0.54/0.64 元，对应 PE 为 16.82/15.38/12.92 倍。考虑到未来汽车行业需求复苏，加上公司新平台带上市的催化，**我们依然看好长城汽车，给予“买入”评级。**

■ **风险提示：**疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	8.27
一年最低/最高价	7.40/10.74
市净率(倍)	1.42
流通 A 股市值(百万元)	49849.32

基础数据

每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	46.40
总股本(百万股)	9127.27
流通 A 股(百万股)	6027.73

相关研究

1、《长城汽车（601633）：新一轮改善周期开启》2020-03-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长城汽车三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	**66,126**	**62,546**	**67,051**	**74,226**
现金	7,682	11,990	13,752	18,782
应收账款	3,343	1,851	2,549	3,376
存货	4,445	5,451	5,232	5,496
其他流动资产	46,386	40,989	42,932	43,436
非流动资产	**45,674**	**44,524**	**45,593**	**46,704**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	28,994	27,820	26,834	25,961
在建工程	4,406	5,924	7,140	8,112
无形资产	3,391	4,172	4,723	5,247
其他非流动资产	8,884	6,603	6,892	7,382
资产总计	**111,800**	**107,070**	**112,644**	**120,930**
流动负债	**54,618**	**45,718**	**46,242**	**48,611**
短期借款	12,800	2,000	2,000	2,000
应付账款	29,402	30,493	31,019	33,015
其他流动负债	12,417	9,436	10,155	11,087
非流动负债	**4,493**	**4,149**	**4,261**	**4,301**
长期借款	2,158	2,158	2,158	2,158
其他非流动负债	2,336	1,991	2,104	2,143
负债合计	**59,112**	**49,867**	**50,504**	**52,913**
少数股东权益	164	190	220	254
归属母公司股东权益	52,525	57,013	61,921	67,763
负债和股东权益	**111,800**	**107,070**	**112,644**	**120,930**

现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19,698	11,129	8,348	10,279
投资活动现金流	-10,040	4,397	-6,551	-5,214
筹资活动现金流	-6,501	-11,218	-34	-35
现金净增加额	3,157	4,307	1,762	5,030
折旧和摊销	3,888	3,208	3,359	3,528
资本开支	-802	-3,300	-3,300	-3,300
营运资本变动	8,620	3,223	551	1,618

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	**99,189**	**96,373**	**98,696**	**106,944**
减:营业成本	81,481	80,130	82,362	88,591
营业税金及附加	3,627	3,664	3,724	4,004
营业费用	4,575	3,568	3,948	4,278
管理费用	1,676	1,970	1,974	2,139
财务费用	-494	360	59	37
资产减值损失	137	-311	-296	-321
加:投资净收益	219	51	132	134
其他收益	234	472	558	558
营业利润	**7,803**	**5,175**	**5,656**	**6,731**
加:营业外净收支	245	266	291	265
利润总额	**8,048**	**5,440**	**5,948**	**6,996**
减:所得税费用	1,229	925	1,011	1,119
少数股东损益	40	27	29	35
归属母公司净利润	**6,778**	**4,489**	**4,907**	**5,842**
EBIT	8,659	5,759	5,950	6,948
EBITDA	12,547	8,966	9,310	10,476

重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.74	0.49	0.54	0.64
每股净资产(元)	5.75	6.25	6.78	7.42
发行在外股份(百万股)	9127	9127	9127	9127
ROIC(%)	10.8%	7.8%	7.5%	8.1%
ROE(%)	13.3%	8.2%	8.2%	9.0%
毛利率(%)	17.9%	16.9%	16.6%	17.2%
销售净利率(%)	6.9%	4.7%	5.0%	5.5%
资产负债率(%)	52.9%	46.6%	44.8%	43.8%
收入增长率(%)	-2.0%	-2.8%	2.4%	8.4%
净利润增长率(%)	18.9%	-33.8%	9.3%	19.0%
P/E	11.14	16.82	15.38	12.92
P/B	1.44	1.32	1.22	1.11
EV/EBITDA	4.02	7.45	6.95	5.66

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn