

投资评级：中性(维持)

长城汽车(601633)

促销致短期业绩承压，看好公司长期发展

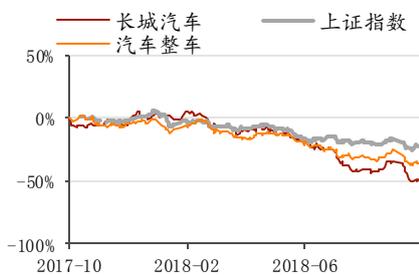
市场数据 2018-10-25

收盘价(元)	6.14
一年内最低/最高(元)	5.65/13.40
市盈率	8.9
市净率	1.10

基础数据

净资产收益率(%)	10.48
资产负债率(%)	55.4
总股本(亿股)	60.28

最近12月股价走势



联系信息

彭勇	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
李渤	联系人
libo@ctsec.com	

相关报告

- 《601633-中报点评:盈利能力逐步恢复,产品线调整可期》 2018-08-31
- 《601633-季报点评:Q1业绩小幅回暖,结构改善助力业绩回升》 2018-04-25
- 《601633-年报点评:产品结构向上突破,助力业绩触底反弹》 2018-03-26

● 事件:

公司发布三季报, Q3 实现营收 179.6 亿元 (YOY: -19.0%), Q3 实现归母净利润 2.3 亿元 (YOY: -49.8%); 前三季度实现营收 666.4 亿元 (YOY: 5.1%), 前三季度实现归母净利润 39.3 亿元 (YOY: 36.4%)。

● Q3 销量同比下滑叠加 9 月开始官降促销, Q3 毛利率下滑明显

Q3 公司毛利率 15.6%, 同比下滑 0.6pct。毛利率下滑的原因为: (1) 公司 Q3 销量同比下滑 16.2%, 销量下滑导致单车成本摊销增长; (2) 公司今年 9 月启动了降价促销活动, 10 万元左右的产品价格降幅在 1-2 万元不等, 导致营收有所下滑。

● 费用率有所提升, 研发费用资本化致研发费用率降低

Q3 公司费用率 10.2%, 同比增长 0.4pct。其中销售费用率 5.4%, 同比增长 0.4pct, 主要原因为公司在世界杯期间一次性投放约 2.0 亿元的广宣费用所致, 此外公司为应对 2016-2017 年的约 39 万 CAFC 负积分而在 Q1 计提了 3.9 亿元的购买积分费用, 此次费用的剩余金额在 Q3 冲回, 减少了 Q3 的销售费用。Q3 的管理费用+研发费用率为 3.9%, 同比下滑了 0.7pct, 主要原因为 Q3 有 4.3 亿元的研发费用资本化, 若不考虑资本化则 Q3 的管理+研发费用率为 6.3%, 同比增长 1.6pct。Q3 财务费用率 0.8%, 同比增加 0.7pct, 系借款利息支出增加所致。

● 后续新车上市有望提升毛利率, 看好公司长期发展

哈弗品牌 F 系列的新车 F5 已于 9 月底上市, F7 将于 11 月上市, F 系列新车型上市以及 H 系列各车型年款的上市都将改善终端价格, 提升毛利率。WEY 品牌车型将在 2019 年上市一款跨界车型, 有望带动销量提升。随着后续新车上市带动价格回升, 公司业绩有望持续改善。

● 盈利预测及投资建议

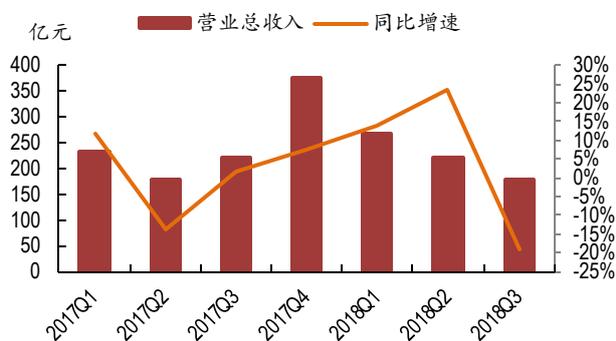
预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.56 元、0.63 元、0.72 元, 对应 PE 为 11.0 倍、9.7 倍、8.6 倍, 维持“中性”评级。

风险提示: 汽车行业景气度不及预期, 新产品销量不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	98,616	101,169	106,299	111,614	117,194
增长率	29.7%	2.6%	5.1%	5.0%	5.0%
归属母公司股东净利润(百万)	10,551	5,027	5,083	5,781	6,538
增长率	30.9%	-52.4%	1.1%	13.7%	13.1%
每股收益(元)	1.16	0.55	0.56	0.63	0.72
市盈率(倍)	5.3	11.1	11.0	9.7	8.6

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图 1：分季度营收及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 2：分季度归母净利润及同比增速



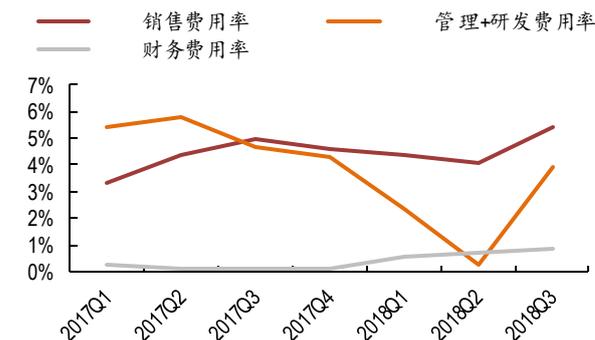
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 3：分季度毛利率和净利率



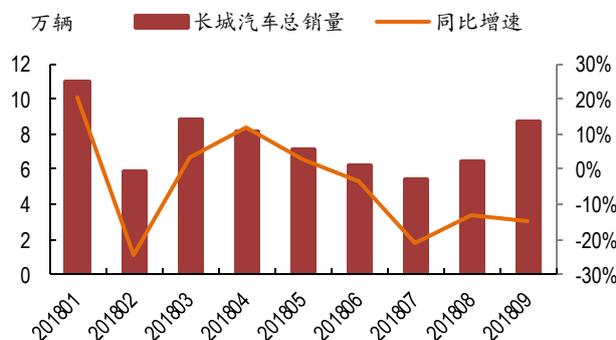
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 4：分季度费用率



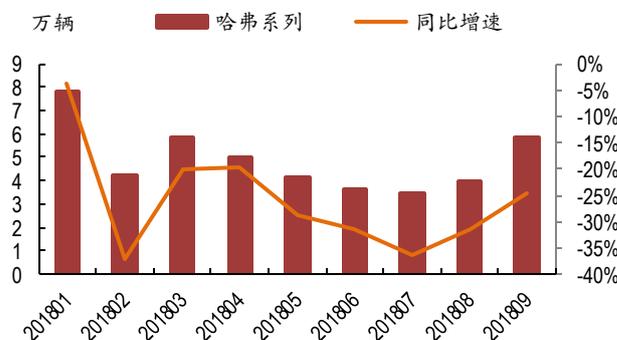
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 5：公司总销量及同比增速



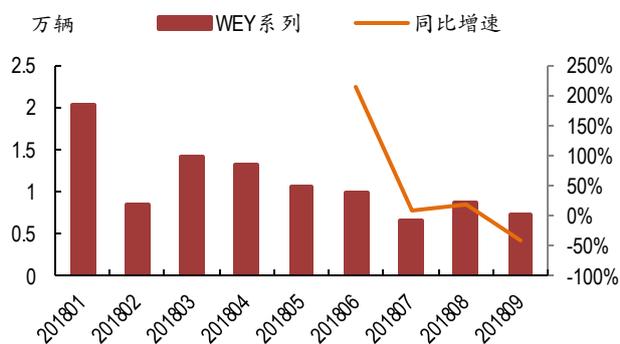
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 6：哈弗系列销量及同比增速



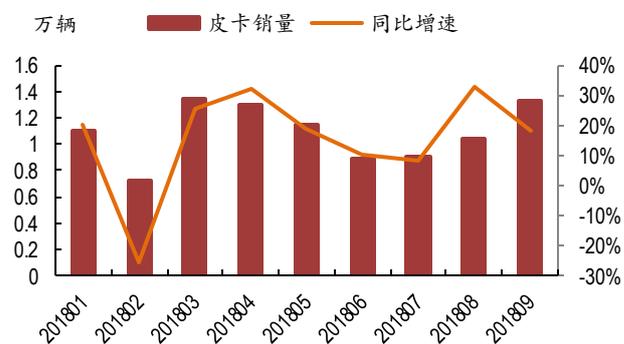
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 7：WEY 系列销量及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 8：皮卡销量及同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						财务指标					
利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	98,616	101,169	106,299	111,614	117,194	成长性					
减:营业成本	74,360	81,967	87,505	91,497	95,513	营业收入增长率	29.7%	2.6%	5.1%	5.0%	5.0%
营业税费	3,833	3,906	4,093	4,297	4,512	营业利润增长率	32.3%	-52.3%	0.0%	15.0%	13.5%
销售费用	3,175	4,406	4,783	4,911	5,157	净利润增长率	30.9%	-52.4%	1.1%	13.7%	13.1%
管理费用	4,575	4,963	3,508	3,683	3,867	EBITDA 增长率	30.2%	-38.7%	4.7%	8.8%	9.1%
财务费用	-4	139	634	571	583	EBIT 增长率	30.4%	-51.9%	9.8%	12.6%	12.6%
资产减值损失	413	317	30	30	30	NOPLAT 增长率	32.4%	-53.3%	12.6%	11.8%	12.6%
加:公允价值变动收益	-	175	10	10	10	投资资本增长率	19.8%	19.7%	-34.9%	-39.1%	-102.9%
投资和汇兑收益	30	124	100	100	100	净资产增长率	23.4%	4.0%	7.2%	8.8%	8.0%
营业利润	12,276	5,854	5,856	6,735	7,642	利润率					
加:营业外净收支	207	379	190	190	190	毛利率	24.6%	19.0%	17.7%	18.0%	18.5%
利润总额	12,483	6,233	6,046	6,925	7,832	营业利润率	12.4%	5.8%	5.5%	6.0%	6.5%
减:所得税	1,929	1,190	961	1,143	1,292	净利润率	10.7%	5.0%	4.8%	5.2%	5.6%
净利润	10,551	5,027	5,083	5,781	6,538	EBITDA/营业收入	15.0%	9.0%	9.0%	9.3%	9.7%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	12.5%	5.8%	6.1%	6.5%	7.0%
货币资金	2,154	4,831	28,103	47,212	77,773	运营效率					
交易性金融资产	1,438	318	318	691	442	固定资产周转天数	80	93	89	76	64
应收帐款	769	1,171	1,191	669	1,609	流动营业资本周转天数	19	30	15	-20	-55
应收票据	39,786	49,075	36,554	37,855	33,764	流动资产周转天数	172	219	261	305	368
预付帐款	1,057	580	1,851	182	1,940	应收帐款周转天数	3	3	4	3	4
存货	6,061	5,575	6,579	6,129	6,075	存货周转天数	19	21	21	20	19
其他流动资产	2,663	7,743	10,500	11,500	13,500	总资产周转天数	300	361	398	429	479
可供出售金融资产	8	8	8	8	8	投资资本周转天数	125	146	125	76	26
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROE	22.3%	10.2%	9.6%	10.1%	10.6%
投资性房地产	128	126	156	186	216	ROA	11.4%	4.6%	4.1%	4.1%	3.8%
固定资产	24,715	27,718	24,939	22,136	19,309	ROIC	33.3%	13.0%	12.2%	21.0%	38.7%
在建工程	4,859	4,879	4,934	5,001	5,084	费用率					
无形资产	3,211	3,269	3,329	3,385	3,437	销售费用率	3.2%	4.4%	4.5%	4.4%	4.4%
其他非流动资产	5,460	5,255	6,045	6,447	6,835	管理费用率	4.6%	4.9%	3.3%	3.3%	3.3%
资产总额	92,309	110,547	124,581	141,558	170,247	财务费用率	0.0%	0.1%	0.6%	0.5%	0.5%
短期债务	250	13,038	15,000	20,000	30,000	三费/营业收入	7.9%	9.4%	8.4%	8.2%	8.2%
应付帐款	27,051	28,104	30,232	30,766	43,523	偿债能力					
应付票据	4,165	3,880	5,843	9,406	9,166	资产负债率	48.7%	55.4%	57.6%	59.4%	63.6%
其他流动负债	11,786	13,859	13,491	16,445	17,740	负债权益比	94.9%	124.4%	135.9%	146.4%	174.5%
长期借款	50	424	5,000	5,000	5,000	流动比率	1.25	1.18	1.32	1.36	1.35
其他非流动负债	1,653	1,984	2,200	2,500	2,800	速动比率	1.11	1.08	1.22	1.28	1.28
负债总额	44,956	61,289	71,766	84,117	108,228	利息保障倍数	-3,185.06	42.64	10.23	12.79	14.10
少数股东权益	59	123	125	126	128	分红指标					
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127	DPS(元)	0.35	0.17	0.17	0.13	0.21
留存收益	38,169	40,004	43,562	48,187	52,763	分红比率	30.3%	30.9%	30.0%	20.0%	30.0%
股东权益	47,354	49,258	52,814	57,440	62,019	股息收益率	5.7%	2.8%	2.7%	2.1%	3.5%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	10,554	5,043	5,083	5,781	6,538	EPS(元)	1.16	0.55	0.56	0.63	0.72
加:折旧和摊销	2,562	3,200	3,039	3,067	3,094	BVPS(元)	5.18	5.38	5.77	6.28	6.78
资产减值准备	413	317	30	30	30	PE(X)	5.3	11.1	11.0	9.7	8.6
公允价值变动损失	-	-175	10	10	10	PB(X)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
财务费用	11	97	634	571	583	P/FCF	12.9	5.2	2.1	2.5	1.6
投资收益	-30	-124	-100	-100	-100	P/S	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
少数股东损益	3	16	1	1	2	EV/EBITDA	3.1	5.7	3.4	1.6	-0.6
营运资金的变动	-5,015	-7,321	13,771	7,928	14,701	CAGR(%)	-18.2%	9.0%	-14.2%	-18.2%	9.0%
经营活动产生现金流量	8,835	-1,077	22,469	17,288	24,858	PEG	-0.3	1.2	-0.8	-0.5	0.9
投资活动产生现金流量	-8,367	-3,056	-1,897	-1,731	-2,124	ROIC/WACC	4.0	1.6	1.5	2.5	4.6
融资活动产生现金流量	-1,116	6,089	2,701	3,552	7,828	REP	0.3	0.7	0.8	0.4	2.7

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。