

主力车型销售超预期，成长特性亟待再发掘

公司简报

◆事件:

公司发布10月份销量数据，其中H6单月销售30372辆，连续三个月大幅提升，主力新车型H2销售11678辆，月度销售超预期，C30轿车销售如期提升，单月销售5309辆。

◆点评:

主力新车H2销售大超预期，单月销售突破1.1万台。H2自7月份上市之后，月度销量连续大幅提升，7、8、9、10月分别销售1260、3859、8288、11678辆，成功替代9.5-11.5万元轿车市场。我们判断，年底上市的自动挡1.5T将继续带动H2销售向上微幅攀升，预计明年H2月均10000-12000台，H2将成为继H6之后第二款支撑企业盈利的SUV畅销车型。

轿车板块仍在改善，H6销售如期创出新高。10月轿车总体销售8645台，近三个月持续改善，轿车板块对销售和估值的负面影响已经出现转折。受升级版车型降价及产能提升的带动，10月份H6单月销量如期突破3万台，创出新高，预计年底自动挡车型的推出将继续带动H6销量上行。

新车上市周期已经启动，重拾成长股特征。11月3日，长城官网发布H1、H9新车价格。H1同步推出5速手动、6速手自一体车型，价格区间6.89-8.29万元，我们预计H1单月稳态销量5000台以上。全地形、全尺寸7座超豪华SUV哈弗H9采用非承载式车身，价格区间22.98-27.28万元，预计短期内月均销量3000台左右，因3季度小批量生产H9时成本全部计入费用，我们判断随着4季度销售逐渐释放，费用压力将显著下降。预计后续上市车型包括COUPE C、H8、H7等，新车将提升2015、16年收入和业绩向上确定性，公司成长股特征将重新受到市场关注，估值存在向上提升空间。

◆估值与评级:

预计2014到2016年EPS分别为2.83、3.92、5.26元。公司作为一流自主乘用车品牌，近期新品SUV密集上市，明后年业绩成长性较今年显著提升，给予2015年PE12倍估值，对应目标价45元，维持“买入”评级。

◆风险提示:

(1) 紧凑型SUV新品大量推出，H6竞争格局恶化；(2) H8上市期限持续晚于预期。(3) 新产品上市时间出现拖延。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	43,160	56,784	62,628	83,062	97,445
营业收入增长率	43.44%	31.57%	10.29%	32.63%	17.31%
净利润(百万元)	5,692	8,224	8,619	11,916	16,011
净利润增长率	66.14%	44.47%	4.80%	38.26%	34.36%
EPS(元)	1.87	2.70	2.83	3.92	5.26
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.46%	29.37%	25.25%	27.42%	28.65%
P/E	16	11	11	8	6
P/B	4	3	3	2	2

敬请参阅最后一页特别声明

买入(维持)

当前价/目标价: 30.45/45.00元

目标期限: 6个月

分析师

王浩(执业证书编号: S0930514090001)

021-22169108

wanghai1@ebsecn.com

市场数据

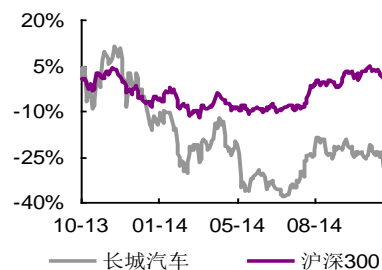
总股本(亿股): 30.42

总市值(亿元): 926.42

一年最低/最高(元): 24.86/48.00

近3月换手率: 10.88%

股价表现(一年)



收益表现

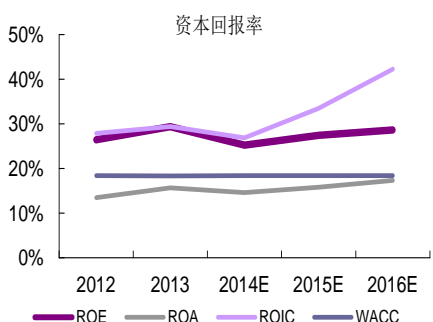
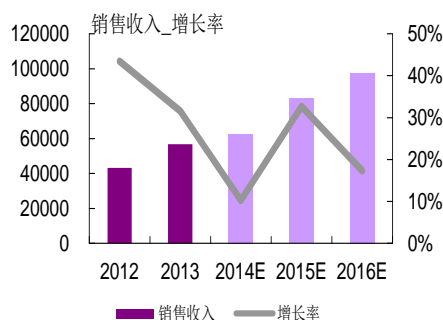
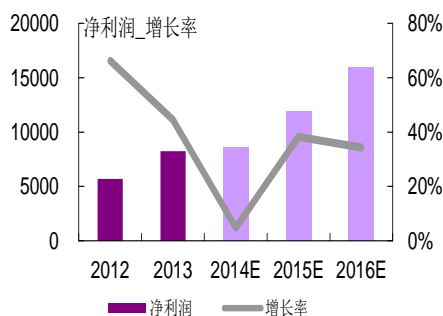
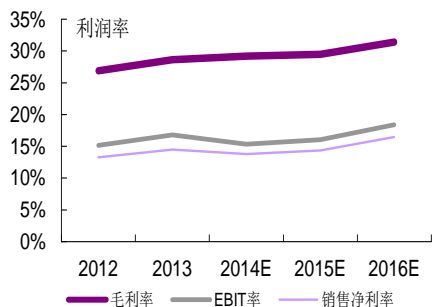
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.39	-11.05	-33.58
绝对	0.12	-3.19	-28.23

相关研报

新车即将密集投放，企业重拾成长特征
.....2014-10-23

H2销售或超预期，新车即将密集上市
.....2014-08-24

H8延期，产品力弥补品牌力
.....2014-05-11



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	43,160	56,784	62,628	83,062	97,445
营业成本	31,562	40,538	44,361	58,598	66,866
折旧和摊销	949	1,165	1,795	2,000	2,132
营业税费	1,595	2,057	2,192	2,907	3,411
销售费用	1,656	1,895	2,129	2,990	3,411
管理费用	1,744	2,747	4,384	5,233	5,847
财务费用	-105	-84	-357	-481	-711
公允价值变动损益	10	-7	0	0	0
投资收益	19	59	20	20	20
营业利润	6,663	9,668	9,974	13,833	18,641
利润总额	6,841	9,920	10,157	14,037	18,854
少数股东损益	30	8	15	15	15
归属母公司净利润	5,692.45	8,223.65	8,618.62	11,916.49	16,010.79

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	42,569	52,605	59,210	75,579	92,281
流动资产	25,848	31,026	34,732	50,813	68,030
货币资金	6,337	6,991	9,965	17,920	29,619
交易型金融资产	12	4	0	0	0
应收帐款	691	656	682	987	1,158
应收票据	14,791	17,548	18,789	24,919	29,233
其他应收款	854	2,559	1,253	1,661	1,949
存货	2,695	2,764	3,542	4,682	5,344
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	42	53	53	53	53
固定资产	9,019	14,657	17,201	17,908	17,904
无形资产	2,214	2,443	2,614	2,604	2,546
总负债	20,926	24,597	25,056	32,084	36,340
无息负债	20,874	24,345	25,056	32,084	36,340
有息负债	52	251	0	0	0
股东权益	21,643	28,008	34,154	43,495	55,941
股本	3,042	3,042	3,042	3,042	3,042
公积金	6,679	6,736	6,736	6,736	6,736
未分配利润	11,799	18,225	24,348	33,675	46,106
少数股东权益	129	12	27	42	57

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	4,337	9,039	9,993	12,333	16,166
净利润	5,692	8,224	8,619	11,916	16,011
折旧摊销	949	1,165	1,795	2,000	2,132
净营运资金增加	2,960	2,574	609	3,142	2,700
其他	-5,265	-2,924	-1,030	-4,726	-4,677
投资活动产生现金流	-3,936	-6,696	-4,636	-2,269	-1,600
净资本支出	-4,266	-7,057	-4,666	-2,289	-1,620
长期投资变化	42	53	0	0	0
其他资产变化	288	308	30	20	20
融资活动现金流	-1,104	-2,405	-2,382	-2,109	-2,868
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	25	200	-251	0	0
无息负债变化	4,787	3,471	711	7,027	4,256
净现金流	-711	-73	2,975	7,955	11,698

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	43.44%	31.57%	10.29%	32.63%	17.31%
净利润增长率	66.14%	44.47%	4.80%	38.26%	34.36%
EBITDA/EBITDA 增长率	60.35%	43.05%	6.50%	34.58%	30.72%
EBIT/EBIT 增长率	64.80%	46.02%	0.68%	38.91%	34.34%
估值指标					
PE	16	11	11	8	6
PB	4	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	9	8	5	4
EV/EBIT	14	10	9	6	4
EV/NOPLAT	17	12	11	7	5
EV/Sales	2	2	1	1	1
EV/IC	5	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	26.87%	28.61%	29.17%	29.45%	31.38%
EBITDA 率	17.33%	18.84%	18.19%	18.46%	20.57%
EBIT 率	15.13%	16.79%	15.32%	16.05%	18.38%
税前净利润率	15.85%	17.47%	16.22%	16.90%	19.35%
税后净利润率 (归属母公司)	13.19%	14.48%	13.76%	14.35%	16.43%
ROA	13.44%	15.65%	14.58%	15.79%	17.37%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.46%	29.37%	25.25%	27.42%	28.65%
经营性 ROIC	27.84%	29.43%	26.84%	33.50%	42.27%
偿债能力					
流动比率	1.34	1.36	1.49	1.68	1.97
速动比率	1.20	1.24	1.34	1.52	1.81
归属母公司权益/有息债务	416.10	111.33	-	-	-
有形资产/有息债务	772.22	197.77	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.87	2.70	2.83	3.92	5.26
每股红利	0.57	0.82	0.85	1.18	1.58
每股经营现金流	1.43	2.97	3.28	4.05	5.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.24	-0.18	1.53	2.60	4.29
每股净资产	7.07	9.20	11.22	14.28	18.37
每股销售收入	14.19	18.66	20.59	27.30	32.03

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

王浩，南京大学经济学硕士，西安交通大学经济学学士，2012年加入东方证券研究所，从事汽车行业研究，2014年加盟光大证券研究所，重点覆盖长期具有核心竞争力的汽车整车、零部件及服务类企业，重点跟踪公司：京威股份、精锻科技、长城汽车、比亚迪、均胜电子。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
上海	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
机构客户业务部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
上海	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com