



行业名称 (汽车)

长城汽车 (2333)

评级: **增持**

当前价格 (港元): 58.05

2015.04.09

## 全谱系出击的 SUV 龙头

### ——长城汽车首次覆盖

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	26.1-60.0
当前股本 (百万股)	3,042
当前市值 (十亿港元)	200.30

	王炎学 (分析师)	孙柏蔚 (研究助理)	崔书田 (分析师)
	010-59312757	021-38674924	021-38674703
	wangyanxue@gtjas.com	sunbaiwei@gtjas.com	cuishutian@gtjas.com
证书编号	S0880514040001	S0880114080008	S0880512080004

#### 本报告导读:

H8 确定与 4 月 20 日上市销售, 成功切入中高端领域。高中低全谱系 SUV 产品支撑销量高增长。首次覆盖, 给予“增持”评级。

#### 摘要:

- **首次覆盖, 给予“增持”评级。**H8 确定于 4 月 20 日上市, 公司完成高中低全谱系 SUV 产品布局, 2015 年重回高增长周期。预测未来三年复合增速 35%, 2015-17 年 EPS 分别为 3.8/5.1/6.5 RMB。H 股现价对应 2015 年 PE 为 13 倍, AH 股折价率在 16%。
- **H8 上市打开公司产品上升通道, 提升公司估值。**H8 的一再推迟影响了市场对于公司成长空间预期。我们认为, 重新打磨升级后的 H8 竞争力更强, 预计产能稳定后月销量在 5000 辆以上。
- **2015 年新产品密集上市, 公司重回高增长周期, 预计全年销量 90 万台, 同增 23%, 好于市场一般预期 85 万辆。**预计 2015 年上半年推出 H8、H6 及 H2 自动挡、CoupeC, 下半年 H7, 以及 2014 年下半年上市的 H2、H1、H9 等次新车, 是增长的动力。
- **催化剂:** H8 上市热卖; 新车型准时推出。
- **风险提示:** H8 销量不及预期; 新产品推迟上市。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	30,089	43,195.97	56,784	62,591	87,013	109,636	131,563
(+/-)%	31	43	32	10	39	26	20
营业利润	4,012	6,663	9,668	9,244	13,451	18,210	23,318
净利润	3,426	5,692	8,224	8,042	11,554	15,524	19,785
(+/-)%	27	66	44	-2	44	34	27
PE	41.24	24.82	17.18	17.57	1.222	9.11	7.14
PB	8.44	6.57	5.05	4.22	3.34	2.58	1.98

注: 财务摘要货币为 RMB

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1. 首次覆盖，给予“增持”评级

H8 确定于 4 月 20 日上市，公司完成高中低全谱系 SUV 产品布局，2015 年重回高增长周期。预测 2015-17 年 EPS 分别为 3.8/5.1/6.5RMB，未来三年复合增速 35%。

## 2. H8 确定上市，补齐 SUV 产品谱系，提升公司估值

公司公告，因故两次推迟上市的高端 SUV H8 将于 4 月 20 日上海车展正式上市。H8 的重新上市，打破了市场对于公司进军高端产品能力的担忧。以高配高性价比直接挑战合资品牌，显著提升公司估值。预计产能稳定后月销量在 5000 辆以上。

表 1: H8 核心供应商都为海外一流配套厂商

零部件	配套
变速箱	采埃孚
主动安全系统	德尔福
组合仪表	大陆
中控导航	歌乐、哈曼
后桥减速器	采埃孚
车身电子	科世达

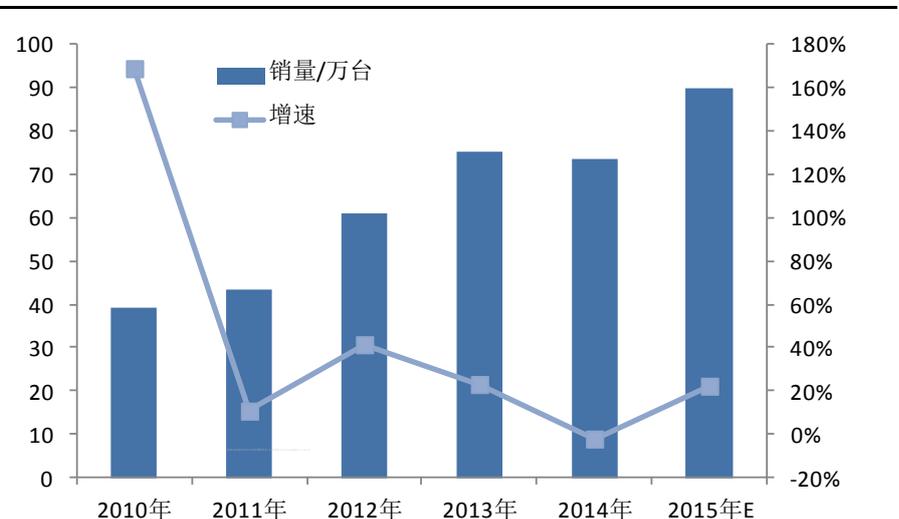
数据来源：供应链调研，国泰君安证券研究

我们认为，H8 的回炉再造对公司研发能力、资源整合都有极大的促进作用，对公司后续新车型的按时推出意义重大。

## 3. 2015 全谱系 SUV 出击，重回高增长周期

2015 年新产品密集上市，公司重回高增长周期，预计全年销量 90 万台，同增 23%，好于市场一般预期 85 万辆。预计 2015 年上半年推出 H8、H6 及 H2 自动挡、CoupeC，下半年 H7，以及 2014 年下半年上市的 H2、H1、H9 等次新车，是增长的动力。

图 1: 预计 2015 年销量在 90 万台

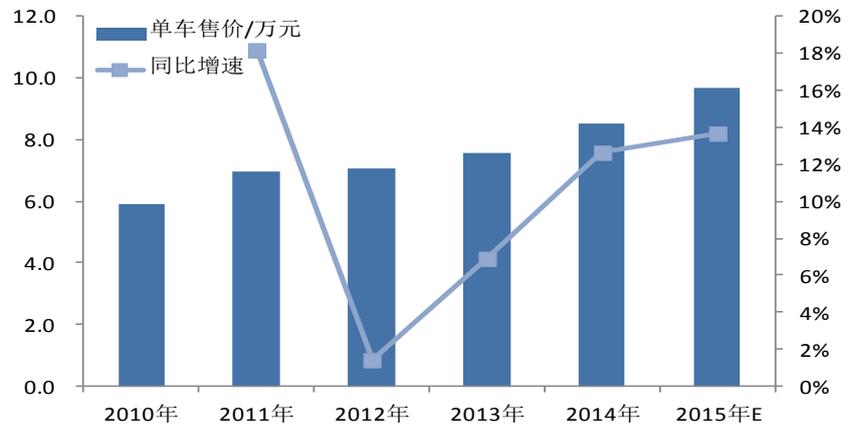


数据来源：中汽协，国泰君安证券研究

#### 4. 公司掌握 SUV 产品定价权，高毛利率持续

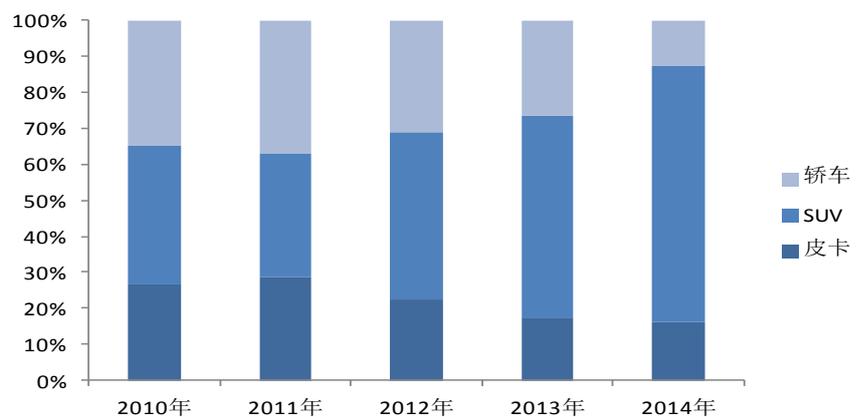
受益 SUV 占比持续提升与产品持续高端化趋势，公司单车售价持续增长

图 2: 受益公司产品结构改善，单车售价持续提升 (RMB)



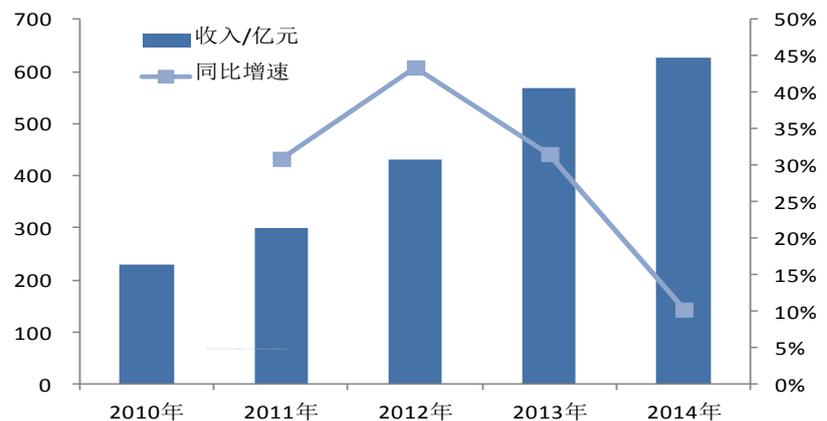
数据来源: 中汽协, wind, 国泰君安证券研究

图 3: 公司 SUV 产品占比持续提升



数据来源: 中汽协, 国泰君安证券研究

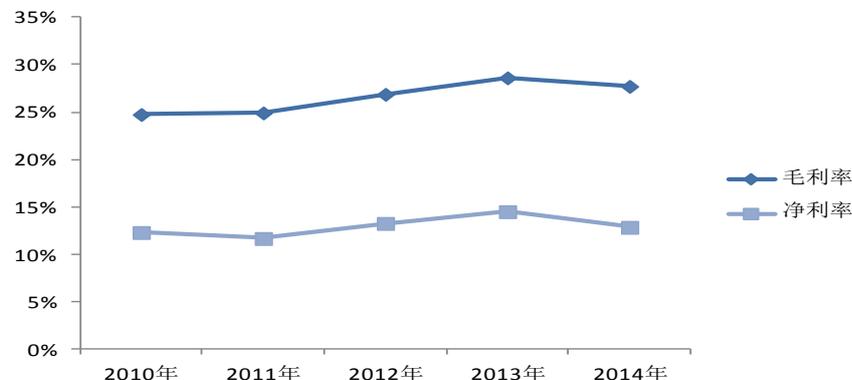
图 4: 2014 年公司收入增速放缓 (RMB)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

公司是 SUV 龙头，相比自主品牌同类产品，拥有更高的定价权，SUV 产品的批量优势显著降低采购成本，结合公司的优质管理体系，公司持续实现高毛利率。2014 年毛利率略下降的原因为 H2 毛利率低于预期。预测 H2 毛利率随着定制版与自动挡比例的提升，将有显著改善。

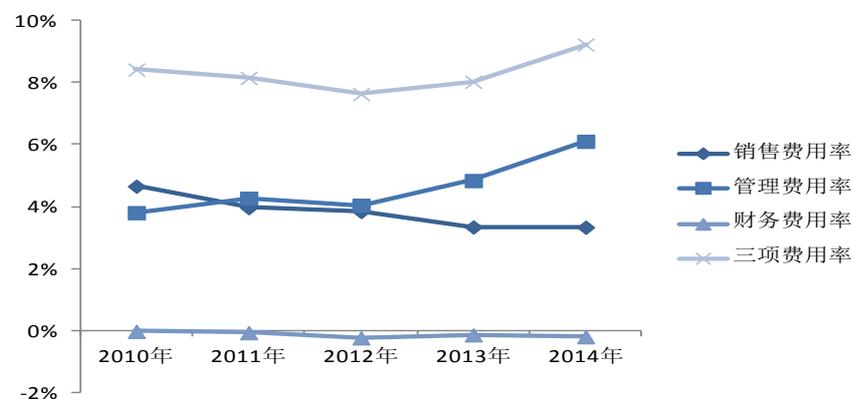
**图 5: 公司毛利率持续维持高位**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

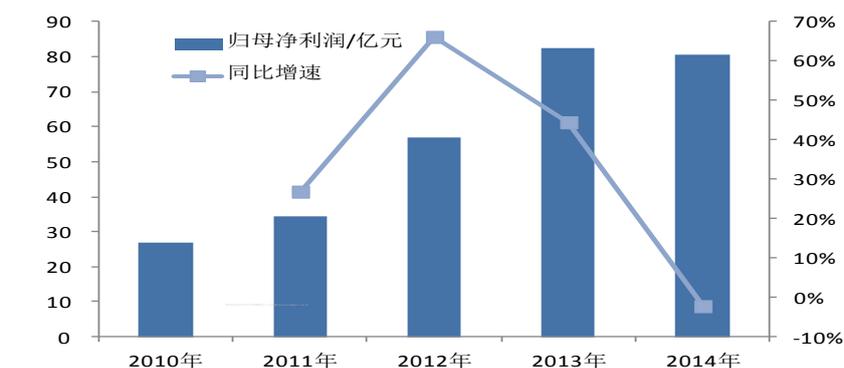
公司严控广告投入，更多依靠网络与口碑营销，销售费用维持低位。2014 年 H8 的高额研发费用致管理费用率增加 1.3 个百分点。

**图 6: 2014 年管理费用率因研发支出增加而升高**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 7: 2014 年归母净利润略降 (RMB)**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 8: 公司 ROE、ROA 维持高水准



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 5. 风险提示

### 1. H8 销量不及预期

H8 两度推迟上市, 存在损失部分潜在客户的风险; 同时合资品牌密集投放 SUV 新产品, 存在市场竞争激烈销量不及预期的风险。

### 2. 新 SUV 产品推迟上市

2015 年密集投放新产品, 对公司研发、生产、物流等各个方面都是极大考验, 存在某新产品推迟上市的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的比较标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		