

# 长城汽车 (601633)

## 自主SUV升级典范、2015年再迎高增长

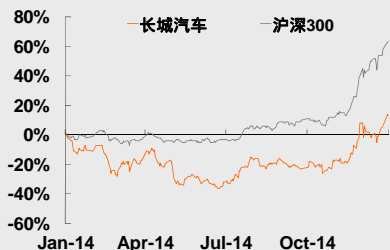
### 强烈推荐 (维持)

现价：42.93 元

#### 主要数据

行业	平安汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城/56.04%
实际控制人/持股	魏建军/34.94%
总股本(百万股)	3,042
流通 A 股(百万股)	2,009
流通 B/H 股(百万股)	1,033
总市值 (亿元)	1306.11
流通 A 股市值(亿元)	862.57
每股净资产(元)	10.21
资产负债率(%)	42.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 1、长城汽车销量点评《哈弗 H9 表现惊喜、长城汽车王者归来雄风更足》(2014.12.5)
- 2、长城汽车销量点评《哈弗 H6 首破 3 万台、一大一小两全新 SUV 上市》(2014.11.4)
- 3、长城汽车三季报点评《3Q 业绩现谷底、进入新一轮新品投放周期》(2014.10.24)

#### 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号 S1060511010006  
021-38638428  
wangdean002@pingan.com.cn

**余兵** 投资咨询资格编号 S1060511010004  
021-38636729  
yubing006@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 坚定看好 SUV 升级需求、长城汽车率先布局

2010 年开始我国 SUV 登上百万辆年销量级别,到 2014 年已达 400 万辆规模,但一直以紧凑型 SUV 为主,SUV 销量高增长到现在,存在迫切升级需求,原有紧凑型 SUV 车主换车后大概率会升级至更大型 SUV,目前该领域有效供给较少,此前 SUV 升级需求部分靠进口 SUV 释放(我国进口车 70%以上为 SUV),2015 年开始自主领先企业及合资品牌开始布局大型 SUV 领域,我们认为早布局者早受益,长城汽车乃自主升级典范,SUV 高端化胜利曙光初现。

#### ■ 2014 年上半年——哈弗升级之路多崎岖

2014 年长城汽车发布了 3 个关于哈弗 H8 的公告,在第一个公告发布之前,市场对这款车寄予了极高的期待,其时长城汽车也做足了哈弗 H8 的上市热身功夫,2013 年广州车展上长城汽车的展台做成哈弗 H8 的专场,当时市场对哈弗 H8 2014 年月预期为 3000-5000 台。

2014 年 5 月公司公告哈弗 H8 上市再度延迟。从 3Q13 开始公司进入新品上市前的准备期,加上哈弗 H8 的推迟及整改,徐水基地一期投产,公司的费用率处于较高位,尤其是管理费用率较高。

#### ■ 2014 年下半年——开启新一轮新品投放周期

2014 年 7 月以时尚及百搭为卖点的哈弗 H2 刚一上市就销售火爆,10 月突破 1.1 万台,11 月突破 1.2 万台,我们估计 2015 年其月销量将超过 2 万台。

2014 年 11 月公司上市了目前哈弗家族中最大的一款车哈弗 H9 及哈弗家族最小的一款车哈弗 H1。

哈弗 H1 外观内饰时尚动感,配置档次领先同款车型,上市 2 个月月销量已接近 7000 台,预计哈弗 H1 与长城 M 的月销量之和在 1 万辆以上。

哈弗 H9 为公司目前售价最高的 SUV,7 座,属全地形硬派越野车。产品符合我国 SUV 消费正向个性化、大型化升级的趋势,在北京、上海等一线城市的订单尤为火爆,且所订车型几乎均为高配版。我们判断其有望在 2015 年达到月销 4000 台。

此外公司高管于 2014 长城科技节上表示已经找到哈弗 H8 问题所在,整改完毕后将尽快上市。

我们判断哈弗 H8 有望于 2015 年内上市,在哈弗 H9 上市获得成功以后,我们对哈弗 H8 上市后的销量预期更有信心。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	43,160	56,784	60,917	103,488	134,738
YoY(%)	43.4	31.6	7.3	69.9	30.2
净利润(百万元)	5,692	8,224	7,957	14,684	19,782
YoY(%)	66.1	44.5	-3.2	84.5	34.7
毛利率(%)	26.9	28.6	28.2	29.6	30.1
净利率(%)	13.2	14.5	13.1	14.2	14.7
ROE(%)	26.5	29.4	23.8	32.2	31.4
EPS(摊薄/元)	1.87	2.70	2.62	4.83	6.50
P/E(倍)	22.9	15.9	16.4	8.9	6.6
P/B(倍)	6.1	4.7	3.9	2.9	2.1

### ■ 2014 年销量少于 2013 年，SUV 继续保持较高增长

2014年公司完成整车销量73万辆，同比减少4万台，与2014年初制定的89万辆目标相去甚远。其中轿车下滑幅度较大，销量不及2013年的一半；皮卡受到出口低迷影响销量也有所下滑；SUV在下半年多款新品上市及哈弗H6持续创造月销量新高的支撑下，销量同比增长24%。

### ■ 盈利预测与投资建议

公司进入新一轮产品投放周期，同时新的生产设施投产也将新增折旧摊销费用。新品上市之初对盈利能力有所拖累，但目前看公司推出的新品都能快速爬坡，新品月销量均有超预期表现，我们判断公司费用率将呈逐季下降态势，尤其是管理费用率有较大下降可能。

考虑到公司下半年上市的几款新品( 哈弗H1、哈弗H2、哈弗H9 )销量超预期，2015年还将上市哈弗COUPE C ( 该车目标月销量1万台 )，此外哈弗H8有望在2015年上市。我们估计2015年长城汽车SUV销量将有超过70%的同比增幅。

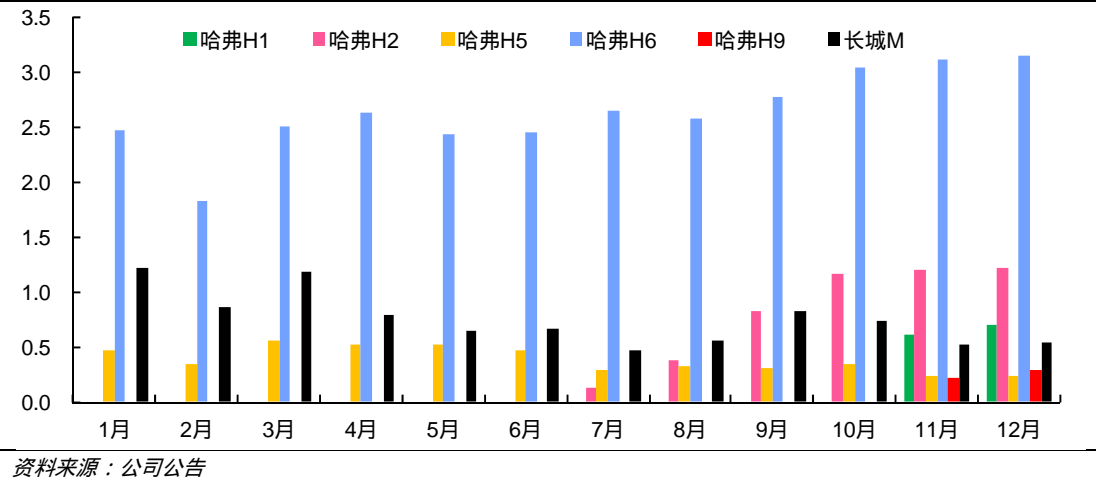
根据最新情况，我们对公司2015年各车型销量预测做了修改，据此上调了公司2015年盈利预测，即：2014年、2015年、2016年每股收益为2.62元、4.83元、6.50元（原预测值为2014/2015年每股收益2.62元/3.77元），维持“强烈推荐”评级，目标价60元。

### ■ 风险提示

新品上市销量不达预期；轿车低迷态势持续；皮卡出口持续低迷。

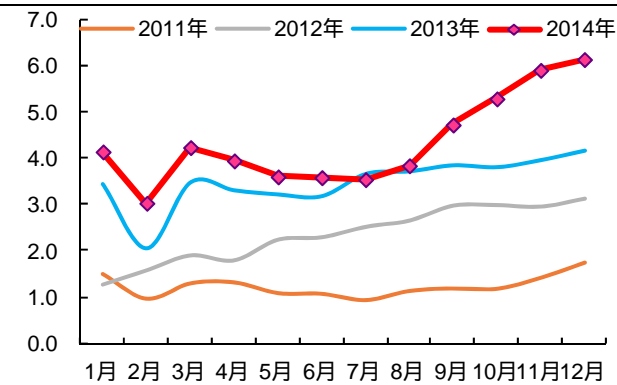
图表 1 长城汽车 2014 年 SUV 销量结构

单位：万辆



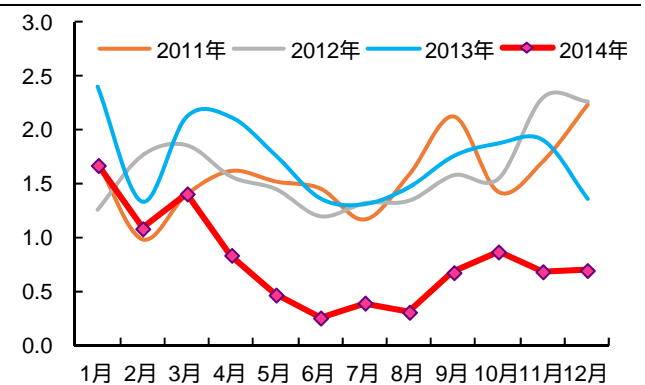
图表 2 长城汽车 SUV 月度销量

单位：万辆



图表 3 长城汽车轿车销量下滑较大

单位：万辆



**图表 4 长城汽车 2014 年关于哈弗 H8 的三个公告**

日期	公告内容
2014 年 1 月 14	<p>哈弗 H8 车型于 2013 年 11 月 21 日在广州车展上市。但仍存在 8 点问题：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 发动机调校偏保守，运动模式不明显，与经济模式差别不大；</li> <li>2. 车辆启动时安全带未系提示报警过早；</li> <li>3. 方向盘操控偏轻；</li> <li>4. 制动操作行程较长；</li> <li>5. 车门限位器档位感不清晰；</li> <li>6. 部分功能操作繁琐；</li> <li>7. 发动机噪音、路噪、风噪控制有待提升；</li> <li>8. 中控面板纹理单一等。</li> </ol> <p>为进一步提高公司产品质量，公司决定继续对哈弗 H8 进行完善整改，自本公告日起推迟 3 个月上市，并暂停接受预订，对已经订车的用户，公司将根据客户的意愿，协商订车相关事宜。</p>
2014 年 4 年 11	<p>长城汽车于 2014 年 1 月 13 日发布《关于哈弗 H8 推迟上市的公告》，公司对哈弗 H8 车型进行完善整改，自 2014 年 1 月 13 日起推迟 3 个月上市。</p> <p>目前，公司已对哈弗 H8 进行了优化、改进和提升，哈弗 H8 将于 2014 年 4 月 20 日在北京车展上市，市场铺货仍秉承前期原则，首批供应北京、西安、成都、广州、昆明、哈尔滨 6 个城市并首先交付已订车客户。首批上市 6 个城市将于 2014 年 4 月 12 日起接受预订，其他市场铺货及预订将逐步展开，其他市场具体铺货信息以咨询当地 4S 店所得信息为准。</p>
2014 年 5 月 8	<p>在北京车展期间，哈弗 H8 得到业界及用户朋友的极大关注，经过三个月的整改，长城汽车对哈弗 H8 的精致感知及品位进行了大幅提升，但是通过近期交付后，客户反映车辆在高速工况下，传动系统存在敲击音，影响了整车品质，达不到商品车交付的条件，也证明公司在高端产品的研发、技术管理上存在不足，公司决定哈弗 H8 将继续整改，达不到高端品位决不上市。</p>

资料来源：公司公告

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	31026	36211	59704	85687	<b>营业收入</b>	56784	60917	103488	134738
现金	6991	9867	15426	27984	营业成本	40538	43757	72873	94211
应收账款	656	796	1301	1716	营业税金及附加	2057	2205	3746	4878
其他应收款	2559	2232	4083	5189	营业费用	1895	2004	3456	4514
预付账款	446	502	825	1071	管理费用	2747	3442	5692	7141
存货	2764	3234	5247	6843	财务费用	-84	-61	-83	-27
其他流动资产	17610	19579	32823	42883	资产减值损失	14	15	12	14
<b>非流动资产</b>	21579	23591	25681	27188	公允价值变动收益	-7	10	10	12
长期投资	53	49	100	105	投资净收益	59	18	20	25
固定资产	14657	17747	19823	21244	<b>营业利润</b>	9668	9583	17821	24045
无形资产	2443	2877	3264	3666	营业外收入	279	157	160	165
其他非流动资产	4426	2918	2495	2172	营业外支出	27	56	56	61
<b>资产总计</b>	52605	59802	85386	112875	<b>利润总额</b>	9920	9684	17925	24149
<b>流动负债</b>	22839	24606	37960	48074	所得税	1688	1719	3226	4347
短期借款	182	0	0	0	<b>净利润</b>	8232	7965	14698	19802
应付账款	10712	11728	19440	25172	少数股东损益	8	8	15	20
其他流动负债	11945	12878	18519	22902	<b>归属母公司净利润</b>	8224	7957	14684	19782
<b>非流动负债</b>	1757	1707	1724	1718	EBITDA	10749	11077	19725	26392
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.70	2.62	4.83	6.50
其他非流动负债	1757	1707	1724	1718					
<b>负债合计</b>	24597	26313	39683	49792					
少数股东权益	12	20	35	55	<b>主要财务比率</b>				
股本	3042	3042	3042	3042	<b>会计年度</b>	<b>2013 A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
资本公积	4454	4454	4454	4454	<b>成长能力</b>				
留存收益	20506	25969	38158	55506	营业收入(%)	31.6	7.3	69.9	30.2
归属母公司股东权益	27996	33469	45667	63028	营业利润(%)	45.1	-0.9	86.0	34.9
<b>负债和股东权益</b>	52605	59802	85386	112875	归属于母公司净利润(%)	44.5	-3.2	84.5	34.7
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	28.6	28.2	29.6	30.1
					净利率(%)	14.5	13.1	14.2	14.7
					ROE(%)	29.4	23.8	32.2	31.4
					ROIC(%)	28.2	23.4	31.9	31.2
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	46.8	44.0	46.5	44.1
					净负债比率(%)	1.0	0.2	0.2	0.1
					流动比率	1.4	1.5	1.6	1.8
					速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.2	1.1	1.4	1.4
					应收账款周转率	82.6	82.8	97.3	88.0
					应付账款周转率	4.2	3.9	4.7	4.2
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.70	2.62	4.83	6.50
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.97	3.09	3.92	6.20
					每股净资产(最新摊薄)	9.20	11.00	15.01	20.72
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.9	16.4	8.9	6.6
					P/B	4.7	3.9	2.9	2.1
					EV/EBITDA	11.5	11.2	6.3	4.7

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：(0755) 82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室 邮编：100031