



运输设备业/可选消费品

长城汽车 (601633)

销量持续提升，高端化稳步推进

长城汽车 12 月销量点评

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

本报告导读:

在新产品 H1/H9 带动下，长城汽车 12 月销量再创历史新高。2015 年在多款新车带动下，销量有望持续提升，产品结构向高端化发展。维持“增持”评级。

投资要点:

- 维持“增持”评级。公司是低估值 SUV 龙头汽车股，符合增量资金偏好，H8 上市时间是资本市场的下一个主要关注点。由于 2014 年产能不足致 H2 销量低于我们预期，下调 2014 盈利预测至 2.60 元(原 2.7 元)，维持 2015 年 3.80 元的预测。公司产品高端化稳步推进，汽车行业整体估值中枢提高，我们将公司估值从 13 倍提高到 14 倍，给予 53 元的目标价(原为 49 元)。
- 我们估算，12 月份 H6 终端销量在 3.7 万台以上，公布的批发销量为 3.1 万台，终端库存显著下降。公司公告 12 月 H2 批发销售 1.2 万台，环比微增，终端订单充足，供不应求。2014 年 H2 累计销售近 5 万台，前期费用逐步完成摊销，毛利率还有提升空间。
- 我们认为公司公告的 2015 年 85 万辆销量预测偏保守，我们预测销量为 89 万。我们认为 2014 年下半年上市的 H2、H1、H9，以及 2015 年将要上市的 H8、Coupe C 是主要的拉动力量。

风险提示：新产品毛利率显著下降，SUV 行业增速下滑。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	43,160	56,784	58,757	86,384	108,033
(+/-)%	43%	32%	3%	47%	25%
经营利润 (EBIT)	6,604	9,547	9,317	13,698	16,852
(+/-)%	66%	45%	-2%	47%	23%
净利润	5,692	8,224	7,908	11,569	14,256
(+/-)%	66%	44%	-4%	46%	23%
每股净收益 (元)	1.87	2.70	2.60	3.80	4.69
每股股利 (元)	0.57	0.82	0.90	1.00	1.10

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	15.3%	16.8%	15.9%	15.9%	15.6%
净资产收益率 (%)	26.5%	29.4%	23.8%	27.7%	27.1%
投入资本回报率 (%)	25.5%	28.0%	23.3%	27.2%	26.5%
EV/EBITDA	14.7	10.3	9.8	6.3	4.9
市盈率	20.6	14.3	14.9	10.2	8.2
股息率 (%)	1.5%	2.1%	2.3%	2.6%	2.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **53.00**

上次预测: 49.00

当前价格: 42.93

2015.01.08

交易数据

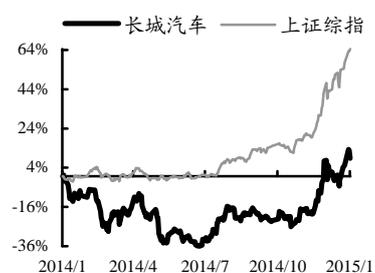
52 周内股价区间 (元)	24.86-48.55
总市值 (百万元)	130,611
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,042/2,009
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/1,033
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	6.74
日均成交值 (百万元)	244.27

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	31,067
每股净资产	10.21
市净率	4.2
净负债率	-18.29%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.62	0.66
Q2	0.72	0.64
Q3	0.69	0.54
Q4	0.67	0.76
全年	2.70	2.60

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	1%	41%	8%
相对指数	-14%	-2%	-57%

相关报告

《调整结束，H9 引领月销量进入主升浪》
2014.12.04

《产品销量上涨引导股价上涨》2014.11.03

《再次接受市场的考验》2014.10.24

《H1 新 SUV 上市继续驱动股价上涨》
2014.10.22

《H2 销量超越对手，再造一个新的 H6》

模型更新时间: 2015.01.07

股票研究

可选消费品
运输设备业

长城汽车 (601633)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 53.00

上次预测: 49.00

当前价格: 42.93

公司网址

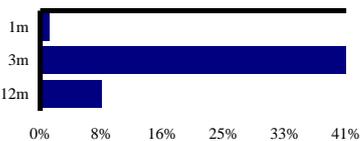
www.gwm.com.cn

公司简介

公司是中国规模最大的民营汽车制造企业,国内首家在香港上市并融资17亿港元的民营汽车企业,最优秀的民族汽车品牌之一。

长城SUV系列连续4年保持全国销量冠军;在国际市场,长城汽车成为中国汽车企业出口金额和出口量最大的品牌。

绝对价格回报 (%)

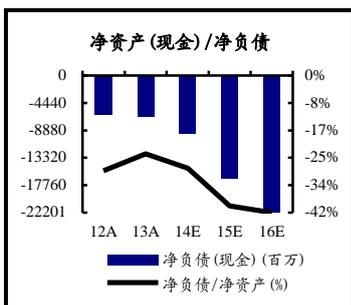
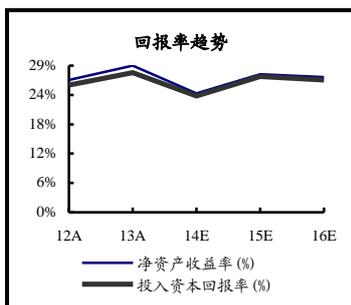
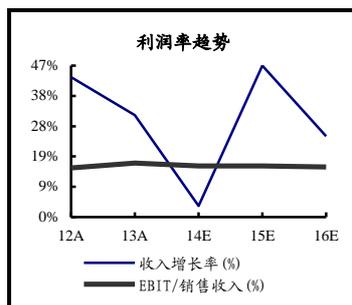


52周价格范围 24.86-48.55

市值(百万) 130,611

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	43,160	56,784	58,757	86,384	108,033
营业成本	31,562	40,538	41,988	61,473	76,401
税金及附加	1,595	2,057	2,062	3,339	4,279
销售费用	1,656	1,895	1,836	2,781	3,608
管理费用	1,744	2,747	3,555	5,092	6,893
EBIT	6,604	9,547	9,317	13,698	16,852
公允价值变动收益	10	-7	0	0	0
投资收益	19	59	59	59	59
财务费用	-105	-84	-61	-105	-156
营业利润	6,663	9,668	9,407	13,822	17,067
所得税	1,119	1,688	1,629	2,375	2,927
少数股东损益	30	8	19	28	34
净利润	5,692	8,224	7,908	11,569	14,256
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	6,349	6,995	9,461	16,728	22,217
其他流动资产	76	58	0	0	0
长期投资	71	59	59	59	59
固定资产合计	14,009	18,646	21,637	24,095	26,072
无形及其他资产	2,234	2,473	2,626	2,776	2,921
资产合计	42,569	52,605	57,005	81,950	93,924
流动负债	19,319	22,839	23,801	40,191	41,222
非流动负债	1,607	1,757	0	0	0
股东权益	21,514	27,996	33,173	41,699	52,608
投入资本(IC)	21,695	28,259	33,204	41,758	52,702
现金流量表					
NOPLAT	5,524	7,922	7,728	11,370	13,987
折旧与摊销	949	1,165	1,692	2,218	2,744
流动资金增量	-1,887	-1,323	-141	1,016	-3,636
资本支出	-4,266	-7,057	-4,716	-4,716	-4,716
自由现金流	320	706	4,564	9,888	8,379
经营现金流	4,337	9,039	9,129	14,662	13,189
投资现金流	-3,936	-6,696	-4,657	-4,657	-4,657
融资现金流	-1,104	-2,405	-2,006	-2,738	-3,042
现金流净增加额	-703	-62	2,466	7,267	5,490
财务指标					
成长性					
收入增长率	43.4%	31.6%	3.5%	47.0%	25.1%
EBIT增长率	66.5%	44.6%	-2.4%	47.0%	23.0%
净利润增长率	66.1%	44.5%	-3.8%	46.3%	23.2%
利润率					
毛利率	26.9%	28.6%	28.5%	28.8%	29.3%
EBIT率	15.3%	16.8%	15.9%	15.9%	15.6%
净利润率	13.2%	14.5%	13.5%	13.4%	13.2%
收益率					
净资产收益率(ROE)	26.5%	29.4%	23.8%	27.7%	27.1%
总资产收益率(ROA)	13.4%	15.6%	13.9%	14.1%	15.2%
投入资本回报率(ROIC)	25.5%	28.0%	23.3%	27.2%	26.5%
运营能力					
存货周转天数	32	25	25	25	25
应收账款周转天数	6	4	4	4	4
总资产周转天数	320	306	340	294	297
净利润现金含量	0.76	1.10	1.15	1.27	0.93
资本支出/收入	10%	12%	8%	5%	4%
偿债能力					
资产负债率	49.2%	46.8%	41.8%	49.0%	43.9%
净负债率	-29.3%	-24.1%	-28.5%	-40.1%	-42.2%
估值比率					
PE	20.6	14.3	14.9	10.2	8.2
PB	5.5	4.2	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	14.7	10.3	9.8	6.3	4.9
P/S	2.7	2.1	2.0	1.4	1.1
股息率	1.5%	2.1%	2.3%	2.6%	2.8%



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
1. 投资建议的比较标准 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沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 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沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 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		