

# 长城汽车 (601633.SH)

## 11月销量点评: H1、H9上市首月销量超预期

### 核心观点:

- **事件: 公司11月SUV销量同比增长49.5%**

公司发布11月产销快报,11月共销售车辆7.46万辆,同比增长7.6%。其中,公司11月销售SUV 5.90万辆,同比增长49.5%;销售轿车0.68万辆,同比下降62.9%;销售皮卡0.88万辆,同比下降24.0%。

- **H1、H9上市首月销量超预期**

公司11月SUV销量大幅增长,与H2顺利爬坡及H1、H9上市首月销量超预期有关。根据我们草根调研,H1、H9在手订单数表现良好。我们认为,从现在到明年2月份仍然处于铺货推广阶段,后续H1还会进一步爬坡。11月H2爬坡至1.2万台/月,我们估计短期内将保持稳定。H6库销比健康,后续表现将受益于旺季效应、客户开拓及新车型储备的逐步释放,预计销量环比仍会向上。

- **轿车销量企稳,皮卡受公司海外战略调整销量短期下滑**

从近3个月的销量来看,公司轿车销量基本在6千到9千台每月,销量企稳,根据我们草根调研,公司轿车价格策略比较稳定。11月公司皮卡销量下降幅度较大,主要受到公司海外市场战略调整影响,随着明年公司出口市场调整逐步到位,公司皮卡销量有望增长。

- **投资建议**

公司高端化转型初见成效,业绩增速低点已现。基于对公司管理团队的信心,我们看好公司的中高端战略。我们预计公司14-16年EPS分别为2.55元、3.33元、4.56元。随着公司新产品顺利爬坡,产品结构上移,公司盈利能力有望持续提升,维持“买入”评级。

- **风险提示**

汽车行业竞争加剧超预期;公司SUV销量低于预期。

### 盈利预测:

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	43,159.97	56,784.31	59,145.70	75,081.60	96,151.95
增长率(%)	43.44%	31.57%	4.16%	26.94%	28.06%
EBITDA(百万元)	7,553.04	10,711.29	10,725.64	13,884.06	18,639.84
净利润(百万元)	5,692.45	8,223.65	7,747.99	10,129.02	13,863.42
增长率(%)	66.14%	44.47%	-5.78%	30.73%	36.87%
EPS(元/股)	1.871	2.703	2.547	3.329	4.557
市盈率(P/E)	12.67	15.23	15.16	11.59	8.47
市净率(P/B)	3.35	4.47	3.28	2.56	1.97
EV/EBITDA	8.71	11.06	10.02	7.25	4.83

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

38.60元

前次评级

买入

报告日期

2014-12-05

### 相对市场表现



分析师: 张乐 S0260512030010



021-60750618



gfzhangle@gf.com.cn

### 相关研究:

长城汽车10月产销点评:销量增速转正 2014-11-04

长城汽车3季报点评:业绩增速低点已现,公司高端化转型初见成效 2014-10-24

长城汽车9月产销点评:H2大幅增长,继续看好公司中高端战略 2014-10-09

联系人: 闫俊刚 021-60750621  
yanjungang@gf.com.cn

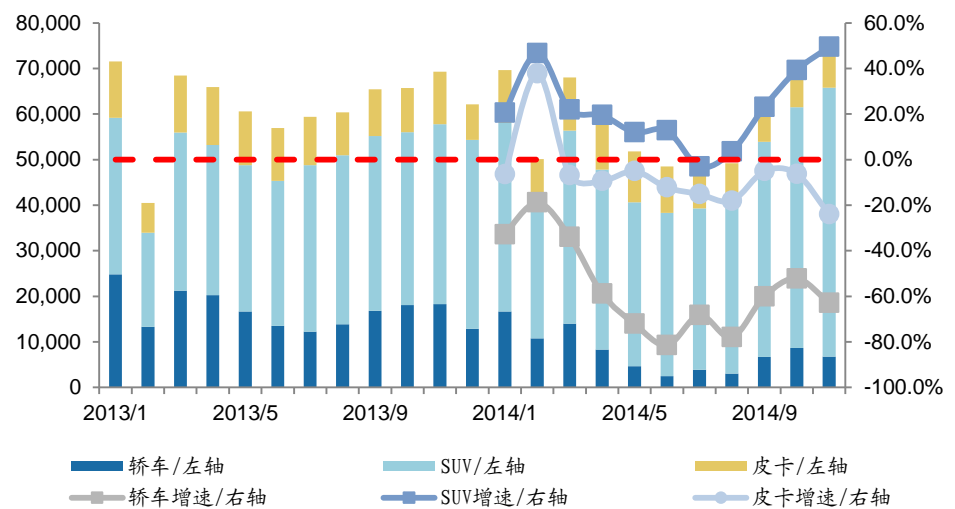
联系人: 唐哲 021-60750618  
tangzhe@gf.com.cn

## 事件：公司 11 月 SUV 销量同比增长 49.5%

公司发布11月产销快报，11月共销售车辆7.46万辆，同比增长7.6%。其中，公司11月销售SUV5.90万辆，同比增长49.5%；销售轿车0.68万辆，同比下降62.9%；销售皮卡0.88万辆，同比下降24.0%。

对此我们有如下点评：

图1：公司分类别销量（辆）及增速情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

## H1、H9 上市首月销量超预期

公司11月SUV销量大幅增长，与H2顺利爬坡及H1、H9上市首月销量超预期有关。根据我们草根调研，H1、H9在手订单数表现良好。我们认为，从现在到明年2月份仍然处于铺货推广阶段，后续H1还会进一步爬坡。11月H2爬坡至1.2万台/月，我们估计短期内将保持稳定。

H6库销比健康，后续表现将受益于旺季效应、客户开拓及新车型储备的逐步释放，预计销量环比仍会向上。

## 轿车销量企稳，皮卡受公司海外战略调整销量短期下滑

从近3个月的销量来看，公司轿车销量基本在6千到9千台每月，销量企稳，根据我们草根调研，公司轿车价格策略比较稳定。

11月公司皮卡销量下降幅度较大，主要受到公司海外市场战略调整影响，随着明年公司出口市场调整逐步到位，公司皮卡销量有望增长。

## 投资建议

公司高端化转型初见成效，业绩增速低点已现。基于对公司管理团队的信心，我们看好公司的中高端战略。我们预计公司14-16年EPS分别为2.55元、3.33元、4.56元。随着公司新产品顺利爬坡，产品结构上移，公司盈利能力有望持续提升，维持“买入”评级。

## 风险提示

汽车行业竞争加剧超预期；公司SUV销量低于预期。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	25848	31026	35025	48512	67688
货币资金	6337	6991	9960	16828	27389
应收及预付	16728	21210	21645	27541	35104
存货	2695	2764	3415	4139	5190
其他流动资产	87	62	4	4	4
<b>非流动资产</b>	16722	21579	24245	26628	28658
长期股权投资	42	53	53	53	53
固定资产	9019	14657	16710	18699	20475
在建工程	4990	3989	4318	4473	4493
无形资产	2234	2473	2757	2996	3230
其他长期资产	437	407	406	406	406
<b>资产总计</b>	42569	52605	59270	75140	96346
<b>流动负债</b>	19319	22839	23458	29155	36436
短期借款	0	182	0	0	0
应付及预收	18727	21954	23128	28825	36436
其他流动负债	592	703	330	330	0
<b>非流动负债</b>	1607	1757	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1607	1757	0	0	0
<b>负债合计</b>	20926	24597	23458	29155	36436
股本	3042	3042	3042	3042	3042
资本公积	4461	4454	4454	4454	4454
留存收益	14017	20506	28254	38383	52247
归属母公司股东权	21514	27996	35751	45880	59743
少数股东权益	129	12	61	105	166
<b>负债和股东权益</b>	42569	52605	59270	75140	96346

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	43160	56784	59146	75082	96152
营业成本	31562	40538	42305	53527	67562
营业税金及附加	1595	2057	2145	2730	3538
销售费用	1656	1895	2134	2670	3401
管理费用	1744	2747	3549	4355	5487
财务费用	-105	-84	-87	-149	-244
资产减值损失	75	14	12	6	-33
公允价值变动收益	10	-7	0	0	0
投资净收益	19	59	40	43	45
<b>营业利润</b>	6663	9668	9128	11986	16486
营业外收入	221	279	234	247	248
营业外支出	43	27	29	31	30
<b>利润总额</b>	6841	9920	9333	12202	16704
所得税	1119	1688	1536	2029	2779
<b>净利润</b>	5722	8232	7797	10173	13925
少数股东损益	30	8	49	44	62
<b>归属母公司净利润</b>	5692	8224	7748	10129	13863
EBITDA	7553	10711	10726	13884	18640
EPS (元)	1.87	2.70	2.55	3.33	4.56

**现金流量表**

单位: 百万元

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	4337	9039	9081	11075	14835
净利润	5722	8232	7797	10173	13925
折旧摊销	949	1165	1713	2084	2476
营运资金变动	-2319	-346	-200	-929	-1270
其它	-15	-12	-228	-253	-296
<b>投资活动现金流</b>	-3936	-6696	-4135	-4208	-4243
资本支出	-4266	-7057	-4175	-4251	-4288
投资变动	5274	12493	40	43	45
其他	-4945	-12132	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1112	-2416	-1976	0	-30
银行借款	282	182	-182	0	0
债券融资	-281	0	-1797	0	-30
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1113	-2598	2	0	0
<b>现金净增加额</b>	-711	-73	2970	6867	10562
<b>期初现金余额</b>	7107	6337	6991	9960	16828
<b>期末现金余额</b>	6396	6264	9960	16828	27389

**主要财务比率**

至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	43.4	31.6	4.2	26.9	28.1
营业利润增长	66.1	45.1	-5.6	31.3	37.5
归属母公司净利润增长	66.1	44.5	-5.8	30.7	36.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	26.9	28.6	28.5	28.7	29.7
净利率	13.3	14.5	13.2	13.5	14.5
ROE	26.5	29.4	21.7	22.1	23.2
ROIC	-	-	-	-	-
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.2	46.8	39.6	38.8	37.8
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	1.34	1.36	1.49	1.66	1.86
速动比率	1.18	1.22	1.33	1.50	1.69
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.14	1.19	1.06	1.12	1.12
应收账款周转率	61.88	83.01	70.24	72.32	73.17
存货周转率	11.51	14.82	12.39	12.93	13.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.87	2.70	2.55	3.33	4.56
每股经营现金流	1.43	2.97	2.98	3.64	4.88
每股净资产	7.07	9.20	11.75	15.08	19.64
<b>估值比率</b>					
P/E	12.7	15.2	15.2	11.6	8.5
P/B	3.4	4.5	3.3	2.6	2.0
EV/EBITDA	8.7	11.1	10.0	7.2	4.8

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车相关产业工作经历，2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚：联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲：联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，2014年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。