

# 长城汽车 (601633.SH)

## 单季度净利润创历史新高

### ● 事件：公司 14 年净利润同比微降 2.1%，基本符合预期

公司发布 14 年业绩快报，公司 14 年实现营业收入 625.9 亿元，同比增长 10.2%；实现归母净利润 80.5 亿元，同比微降 2.1%；实现全面摊薄后 EPS2.65 元，基本符合我们预期。公司营业收入同比增长、净利润同比下降，主要由于研发费用（包括 H8 两次延期导致的研发费用）大幅增加所致。公司 4 季度净利润约为 24.7 亿元，创单季度历史新高，与 H2、H9 稳定上量以及公司 4 季度确认了较多营业外收入有关。

### ● 产品结构提升，公司高端化战略初见成效

公司 14 年销量同比下滑 3.1%，营业收入同比增长 10.2%，主要由于 SUV 销量提升、公司产品结构上移抵消了销量下降带来的负面影响。公司高端化战略初见成效，H2、H9 稳定上量为公司 4 季度净利润环比大幅提升提供助力。

### ● SUV 新品驱动公司进入新一轮成长期

公司 14 年推出的三款全新 SUV 预计 15 年有望持续放量，15 年公司有望相继推出 H8、COUPE C、H7 等高端 SUV 及一些重要的变型车型，新一轮产品周期有望打开公司成长空间。

### ● 投资建议

公司高端化转型初见成效，我们认为 H1、H2、H6、皮卡仍是公司 15 年业绩的主要来源，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 2.65 元、3.85 元、4.71 元，维持“买入”评级。高端 SUV 如能获得成功，有望成为公司业绩与估值双升的催化剂。

### ● 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	62,599.00	91,067.84	107,707.24
增长率(%)	43.44%	31.57%	10.24%	45.48%	18.27%
EBITDA(百万元)	7,553.04	10,711.29	10,882.79	15,795.92	19,308.95
净利润(百万元)	5,692.45	8,223.65	8,052.00	11,710.43	14,316.92
增长率(%)	66.14%	44.47%	-2.09%	45.43%	22.26%
EPS(元/股)	1.871	2.703	2.647	3.849	4.706
市盈率(P/E)	12.67	15.23	16.66	11.46	9.37
市净率(P/B)	3.35	4.47	3.72	2.81	2.16
EV/EBITDA	8.71	11.06	11.22	7.21	5.30

### 公司评级

买入

当前价格

44.10 元

前次评级

买入

报告日期

2015-01-27

### 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 12 月销量点评： 2015-01-08

SUV 新品驱动公司进入新一

轮成长期

长城汽车 11 月销量点评：H1、 2014-12-05

H9 上市首月销量超预期

长城汽车：H2 打响公司中高 2014-09-10

端战略前哨战

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 14 年净利润同比微降 2.1%，基本符合预期

公司发布14年业绩快报，公司14年实现营业收入625.9亿元，同比增长10.2%；实现归母净利润80.5亿元，同比微降2.1%；实现全面摊薄后EPS2.65元，基本符合我们预期。

公司营业收入同比增长、净利润同比下降，主要由于研发费用（包括H8两次延期导致的研发费用）大幅增加所致。公司4季度净利润约为24.7亿元，创单季度历史新高，与H2、H9稳定上量以及公司4季度确认了较多营业外收入有关

## 产品结构提升，公司高端化战略初见成效

公司14年销量同比下滑3.1%，营业收入同比增长10.2%，主要由于SUV销量提升、公司产品结构上移抵消了销量下降带来的负面影响。公司高端化战略初见成效，H2、H9稳定上量为公司4季度净利润环比大幅提升提供助力。

## SUV 新品驱动公司进入新一轮成长期

公司14年推出的三款全新SUV预计15年有望持续放量，15年公司有望相继推出H8、COUPE C、H7等高端SUV及一些重要的变型车型，新一轮产品周期有望打开公司成长空间。

## 投资建议

公司高端化转型初见成效，我们认为H1、H2、H6、皮卡仍是公司15年业绩的主要来源，我们预计公司14-16年EPS分别为2.65元、3.85元、4.71元，维持“买入”评级。高端SUV如能获得成功，有望成为公司业绩与估值双升的催化剂。

## 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	38690	58892	77285
货币资金	6337	6991	12096	20310	31944
应收及预付	16728	21210	22910	33417	39342
存货	2695	2764	3621	5100	5935
其他流动资产	87	62	64	64	64
<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	62935	85519	105943
<b>流动负债</b>	19319	22839	25176	36047	42151
短期借款	0	182	0	0	0
应付及预收	18727	21954	24521	35392	41496
其他流动负债	592	703	655	655	655
<b>非流动负债</b>	1607	1757	1700	1700	1700
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	1700	1700	1700
<b>负债合计</b>	20926	24597	26876	37747	43851
股本	3042	3042	3042	3042	3042
资本公积	4461	4454	4454	4454	4454
留存收益	14017	20506	28558	40269	54586
归属母公司股东权	21514	27996	36049	47759	62076
少数股东权益	129	12	11	13	16
<b>负债和股东权益</b>	42569	52605	62935	85519	105943

**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	62599	91068	107707
营业成本	31562	40538	44847	65946	77264
营业税金及附加	1595	2057	2316	3187	3770
销售费用	1656	1895	2504	3124	3694
管理费用	1744	2747	3762	5100	6146
财务费用	-105	-84	-60	-99	-116
资产减值损失	75	14	1	2	9
公允价值变动收益	10	-7	10	10	10
投资净收益	19	59	15	15	15
<b>营业利润</b>	6663	9668	9254	13834	16965
营业外收入	221	279	436	348	366
营业外支出	43	27	40	36	36
<b>利润总额</b>	6841	9920	9650	14146	17294
所得税	1119	1688	1599	2433	2975
<b>净利润</b>	5722	8232	8051	11713	14320
少数股东损益	30	8	-1	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	5692	8224	8052	11710	14317
EBITDA	7553	10711	10883	15796	19309
EPS (元)	1.87	2.70	2.65	3.85	4.71

**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	9322	12345	15785
净利润	5722	8232	8051	11713	14320
折旧摊销	949	1165	1713	2084	2476
营运资金变动	-2319	-346	-27	-1117	-665
其它	-15	-12	-415	-335	-346
<b>投资活动现金流</b>	-3936	-6696	-3959	-4131	-4151
资本支出	-4266	-7057	-3984	-4156	-4176
投资变动	5274	12493	15	15	15
其他	-4945	-12132	10	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	-1112	-2416	-257	0	0
银行借款	282	182	-182	0	0
债券融资	-281	0	-72	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1113	-2598	-4	0	0
<b>现金净增加额</b>	-711	-73	5106	8214	11633
<b>期初现金余额</b>	7107	6337	6991	12096	20310
<b>期末现金余额</b>	6396	6264	12096	20310	31944

**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	10.2	45.5	18.3
营业利润增长	66.1	45.1	-4.3	49.5	22.6
归属母公司净利润增长	66.1	44.5	-2.1	45.4	22.3
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	26.9	28.6	28.4	27.6	28.3
净利率	13.3	14.5	12.9	12.9	13.3
ROE	26.5	29.4	22.3	24.5	23.1
ROIC	36.2	37.4	31.9	41.4	46.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.2	46.8	42.7	44.1	41.4
净负债比率	-0.3	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5
流动比率	1.34	1.36	1.54	1.63	1.83
速动比率	1.18	1.22	1.37	1.47	1.67
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.14	1.19	1.08	1.23	1.13
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	2.65	3.85	4.71
每股经营现金流	1.43	2.97	3.06	4.06	5.19
每股净资产	7.07	9.20	11.85	15.70	20.40
<b>估值比率</b>					
P/E	12.7	15.2	16.7	11.5	9.4
P/B	3.4	4.5	3.7	2.8	2.2
EV/EBITDA	8.7	11.1	11.2	7.2	5.3

## 广发汽车行业研究小组

- 张乐：首席分析师，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企业管理专业硕士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验。2014年新财富最佳汽车行业分析师第五名，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年、2014年第五名、2013年第四名；2013年、2014年金牛奖第三名；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，CPA，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。