

## 汽车

2014 年 10 月 24 日

# 长城汽车 (601633)

——毛利低点已现，迎接新一轮产品上行周期

报告原因：有业绩公布需要点评

## 增持

维持

|                    |                  |
|--------------------|------------------|
| 市场数据：              | 2014 年 10 月 23 日 |
| 收盘价（元）             | 31.27            |
| 一年内最高/最低（元）        | 48/24.86         |
| 上证指数/深证成指          | 2302/7969        |
| 市净率                | 3.1              |
| 息率（分红/股价）          | 2.62             |
| 流通 A 股市值（百万元）      | 62829            |
| 注：“息率”以最近一年已公布分红计算 |                  |

|                |                  |
|----------------|------------------|
| 基础数据：          | 2014 年 09 月 30 日 |
| 每股净资产（元）       | 10.21            |
| 资产负债率%         | 42.67            |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 3042/2009        |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/1033           |

### 一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《长城汽车(601633):业绩符合市场预期，下半年产品周期步入上升通道》 2014/08/25

《长城汽车(601633)业绩快报点评：结构上移利润率抬升，新品放量将拉动盈利重回升势》 2014/07/24

### 证券分析师

常璐 A0230513070007  
[changlu@swsresearch.com](mailto:changlu@swsresearch.com)  
陈建翔 A0230512060001  
[chenjx@swsresearch.com](mailto:chenjx@swsresearch.com)

### 联系人

郭腾飞  
(8621)23297818\*7722  
[quott@swsresearch.com](mailto:quott@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|         | 营业收入   | 增长率  | 净利润    | 增长率   | 每股收益 | 毛利率  | 净资产收益率 | 市盈率 | EV/EBITDA |
|---------|--------|------|--------|-------|------|------|--------|-----|-----------|
| 2013    | 56,784 | 32   | 8,224  | 45    | 2.70 | 28.6 | 29.4   | 12  | 14        |
| 14Q1-Q3 | 42,586 | 4    | 5,586  | -10   | 1.84 | 28.3 | 18.0   |     |           |
| 2014E   | 57,568 | 0.8  | 8,064  | (8.8) | 2.65 | 28.5 | 21.0   | 12  | 15.2      |
| 2015E   | 75,420 | 31.0 | 12,132 | 50.4  | 3.99 | 30.7 | 24.0   | 8   | 10.2      |
| 2016E   | 95,627 | 26.8 | 15,844 | 30.6  | 5.21 | 31.2 | 23.9   | 6   | 8.0       |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

### 投资要点：

- **三季度业绩低于市场预期。**2014 年三季度单季度实现销售收入 140.6 亿元，同比下滑 2.1%，环比增长 1.9%，实现归属母公司净利润为 16.3 亿元，相比去年同期下滑 21.7%，环比下滑 16.3%。2014 年前三季度公司实现销售收入 425.9 亿元，同比增长 4.44%。实现归属母公司净利润为 55.86 亿元，相比去年同期下滑 9.49%，实现每股收益 1.84 元。业绩表现低于市场预期。
- **三季度 SUV 销量实现环比增长，H2 表现不俗。**前三季度公司整体销量下滑 9.5%，其中轿车大幅下滑 54%，皮卡小幅下滑 11%；三季度 H2 上市迅速爬坡，单季度贡献销量 1.3 万台，加之 H6 量能进一步提升，拉动公司三季度 SUV 销量突破 12 万台，同比增长 8.1%，环比增长 8.7%。
- **毛利率下行是业绩低于预期的主因。**虽然整体销量实现环比增长，但由于 H2 刚刚上市处于爬坡阶段，毛利贡献不能充分体现，同时 M4 及皮卡分别环比下滑 11.8%和 19.6%、轿车业务大幅萎缩导致整体毛利率环比下滑 1.4 个百分点，同比下降 1.3%。加之年内管理费用维持高位，三季度公司销售净利率下滑至 11.6%，同比下降近 3 个百分点。
- **预计四季度毛利率改善拐头向上，新一轮产品周期开始启动。**四季度旺季到来，推动公司整体销量实现提升。9 月份开始启动第三轮节能补贴，公司轿车业务销量有望恢复，H2 四季度爬坡过万，H6 挺近 3 万台区间，同时 H1 上市对轿车业务实现有效弥补。以上因素均能推动公司四季度毛利率实现改善。公司从下半年到明年上半年，H2、H1、H9 及 H8 将相继上市，公司引来新一轮产品周期启动，预计业绩及毛利率拐点将现。
- **下调盈利预测，维持“增持”评级。**我们下调公司盈利预测，预计公司 2014-2016 年 EPS 为 2.65、3.99 和 5.21 元（调整前盈利预测：2014-2016 年 EPS 分别为 3.02、3.86 和 4.64 元），当前股价相当于 14-16 年 PE 分别为 12 倍、8 倍、6 倍。当前公司毛利率低点已现，多因素推动公司四季度毛利率改善，伴随后续产品周期启动，预计业绩重拾升势，维持“增持”评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

表 1：公司分季度财务数据（单位：百万元）

|                | 2013Q1  | 2013Q2  | 2013Q3  | 2013Q4  | 2014Q1  | 2014Q2  | 2014Q3  | YoY     | QoQ    |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 总销量            | 182,668 | 185,189 | 193,805 | 199,044 | 187,758 | 159,643 | 161,103 | -16.9%  | 0.9%   |
| MPV(腾翼 V80)    | 1,944   | 2,108   | 1,942   | 1,867   | 266     | 0       | 0       | -100.0% |        |
| SUV ( H、M 系列 ) | 89,687  | 96,940  | 111,908 | 118,872 | 114,007 | 111,277 | 121,000 | 8.1%    | 8.7%   |
| 轿车             | 59,609  | 50,054  | 44,523  | 49,269  | 41,244  | 15,486  | 13,671  | -69.3%  | -11.7% |
| 皮卡 ( 轻卡 )      | 31,428  | 36,087  | 35,432  | 29,036  | 32,241  | 32,880  | 26,432  | -25.4%  | -19.6% |
| 销售收入           | 12,755  | 13,662  | 14,358  | 16,009  | 14,735  | 13,792  | 14,059  | -2.1%   | 1.9%   |
| 毛利率            | 28.1%   | 29.8%   | 29.0%   | 27.7%   | 28.0%   | 29.1%   | 27.7%   | -1.3%   | -1.4%  |
| 销售费用率          | 3.2%    | 3.3%    | 3.4%    | 3.5%    | 3.0%    | 3.3%    | 3.3%    | -0.1%   | 0.0%   |
| 管理费用率          | 3.8%    | 4.0%    | 4.5%    | 6.7%    | 5.3%    | 6.0%    | 6.4%    | 1.9%    | 0.4%   |
| 财务费用率          | -0.1%   | -0.1%   | -0.1%   | -0.2%   | -0.2%   | -0.2%   | 0.0%    | 0.1%    | 0.2%   |
| 减值费用           | -5      | 5       | 9       | 6       | -1      | 1       | 1       | -89.6%  | -2.9%  |
| 投资收益           | 17      | 14      | 14      | 15      | 4       | 3       | 6       | -59.3%  | 100.2% |
| 营业利润           | 2,269   | 2,604   | 2,531   | 2,264   | 2,409   | 2,290   | 2,029   | -19.8%  | -11.4% |
| 销售净利率          | 14.9%   | 16.1%   | 14.5%   | 12.8%   | 13.6%   | 14.1%   | 11.6%   | -2.9%   | -2.5%  |
| 归属母公司股东的净利润    | 1,896   | 2,191   | 2,085   | 2,051   | 2,005   | 1,949   | 1,632   | -21.7%  | -16.3% |
| 扣非后归属母公司净利润    | 1,854   | 2,160   | 2,063   | 1,911   | 1,991   | 1,911   | 1,600   | -22.4%  | -16.3% |
| 最新股本摊薄 EPS     | 0.62    | 0.72    | 0.69    | 0.67    | 0.66    | 0.64    | 0.54    | -21.7%  | -16.3% |

资料来源：申万研究

**表 2:合并损益表**

| 百万元               | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入              | 30,089 | 43,160 | 57,132 | 57,568 | 75,420 | 95,627 |
| 营业总成本             | 26,105 | 36,526 | 46,659 | 48,041 | 61,010 | 76,747 |
| 营业成本              | 22,594 | 31,562 | 40,557 | 41,145 | 52,235 | 65,819 |
| 营业税金及附加           | 1,052  | 1,595  | 2,111  | 2,127  | 2,787  | 3,533  |
| 销售费用              | 1,193  | 1,656  | 1,828  | 1,842  | 2,413  | 3,060  |
| 管理费用              | 1,284  | 1,744  | 2,285  | 3,224  | 3,997  | 5,068  |
| 财务费用              | (23)   | (105)  | (127)  | (297)  | (432)  | (744)  |
| 资产减值损失            | 5      | 75     | 3      | 0      | 9      | 10     |
| 公允价值变动损益          | 3      | 10     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益              | 24     | 19     | 33     | 25     | 26     | 28     |
| 营业利润              | 4,012  | 6,663  | 10,507 | 9,552  | 14,436 | 18,909 |
| 营业外收支             | 119    | 178    | 123    | 140    | 147    | 137    |
| 利润总额              | 4,131  | 6,841  | 10,630 | 9,692  | 14,583 | 19,045 |
| 所得税               | 620    | 1,119  | 1,738  | 1,586  | 2,388  | 3,119  |
| 净利润               | 3,511  | 5,722  | 8,892  | 8,106  | 12,195 | 15,926 |
| 少数股东损益            | 84     | 30     | 46     | 42     | 63     | 82     |
| 归属于母公司所有者的<br>净利润 | 3,426  | 5,692  | 8,846  | 8,064  | 12,132 | 15,844 |

**资料来源：申万研究**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                   |                        |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；      |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5%~20%；      |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。       |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为

本公司的商标、服务标记及标记。