

2014年08月25日

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

报告原因：有业绩公布需要点评

增持

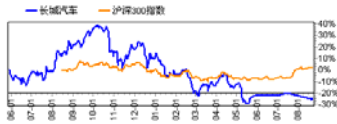
维持

市场数据:	2014年08月22日
收盘价(元)	31.05
一年内最高/最低(元)	52.85/24.86
上证指数/深证成指	2241/8059
市净率	3.2
息率(分红/股价)	2.64
流通A股市值(百万元)	9447

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年06月30日
每股净资产(元)	9.68
资产负债率%	42.03
总股本/流通A股(百万)	3042/304
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

《长城汽车(601633):利润率已走过低点,未来新车释放推动业绩增速回升》 2014/04/18

证券分析师

常璐 A0230513070007
changlu@swsresearch.com

联系人

郭腾飞
(8621)23297818x7722
guotf@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	7
2014H1	28,527	8	3,954	-3	1.30	28.6	13.4		
2014E	61,530	8.4	9,174	11.6	3.02	28.9	24.7	10	7.2
2015E	75,387	22.5	11,748	28.1	3.86	29.3	24.0	8	5.8
2016E	88,311	17.1	14,124	20.2	4.64	29.5	22.4	6.7	4.9

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:

- **业绩符合市场预期。**2014年二季度单季度实现销售收入138亿元,同比增长1%,环比下滑6.4%,实现归属母公司净利润为19.5亿元,相比去年同期下滑11%,环比下滑2.8%。2014年上半年公司实现销售收入285.27亿元,同比增长7.99%,实现归属母公司净利润为39.6亿元,相比去年同期下滑3.25%,实现每股收益1.3元。业绩表现符合市场预期。
- **上半年整体销量小幅下滑, SUV保持高增长。**上半年公司整体销量下滑5.6%,其中轿车大幅下滑50%,皮卡小幅下滑3.5%。在H6放量带动下上半年SUV销量增长21%,占比升至65%。
- **毛利率下滑及管理费用率上行是拖累利润的主要原因。**虽然销量结构有所上升,但由于轿车业务的萎缩导致新产能的释放使得上半年的整体毛利率小幅下行,但从季度来看二季度已出现改观。14年上半年公司研发费用相比去年同期接近翻番,带动公司管理费用率上升1.7个百分点至5.6%。
- **下半年产品周期步入上升通道, 业绩增速迎来拐点。**SUV方面, H2已于7月11日正式上市, 目前订单充实爬坡顺利, 三四季度贡献量能客观, 同时H1、H9逐步上市进一步完善SUV产品谱系, H8亦有望年内上市; 轿车方面新版C30及C50将带动公司轿车业务底部回升, 我们判断产品周期的拐点将推动公司业绩增速出现回升。
- **维持盈利预测, 维持“增持”评级。**我们维持公司盈利预测, 预计公司2014-2016年EPS为3.02、3.87、4.64元, 当前股价相当于14-16年PE分别为10倍、8倍、6.7倍。13年四季度至14年二季度公司一方面销量缺乏新车催动, 同时处于储备阶段, 费用相对刚性, 业绩增速持续间歇性回落, 伴随后续新品的逐步释放, 预计基本面将迎来向上拐点, 维持“增持”评级。

表 1：合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	43,160	56,784	61,530	75,387	88,311
营业总成本	36,526	47,168	50,826	61,631	71,766
营业成本	31,562	40,538	43,720	53,307	62,220
营业税金及附加	1,595	2,057	2,154	2,639	3,091
销售费用	1,656	1,895	1,907	2,299	2,693
管理费用	1,744	2,747	3,138	3,647	4,273
财务费用	(105)	(84)	(94)	(264)	(513)
资产减值损失	75	14	1	4	2
公允价值变动损益	10	(7)	0	0	0
投资收益	19	59	33	26	26
营业利润	6,663	9,668	10,738	13,782	16,571
营业外收支	178	252	335	402	482
利润总额	6,841	9,920	11,073	14,183	17,053
所得税	1,119	1,688	1,889	2,423	2,914
净利润	5,722	8,232	9,183	11,760	14,139
少数股东损益	30	8	9	12	15
归属于母公司所有者的净利润	5,692	8,224	9,174	11,748	14,124

资料来源:申万研究

表 2：公司 2014 年半年报财务数据（单位：百万元）

	2013H1	2014H1	YoY
总销量	367,833	347,390	-5.6%
皮卡（轻卡）	67,513	65,121	-3.5%
SUV	186,605	225,273	20.7%
H5	34,254	28,593	-16.5%
H6	88,800	143,105	61.2%
长城 M 系列	63,551	53,575	-15.7%
轿车	113,715	56,996	-49.9%
销售收入	26,417	28,527	7.99%
毛利率	28.96%	28.56%	-0.40%
销售费用率	3.24%	3.18%	-0.06%
管理费用率	3.91%	5.63%	1.71%
财务费用率	-0.12%	-0.16%	-0.05%
减值费用	-1	0	-145.58%
投资收益	30	7	-77.89%
营业利润	4,873	4,699	-3.57%
销售净利率	15.49%	13.86%	-1.63%
归属母公司股东的净利润	4,087	3,954	-3.25%
最新股本摊薄 EPS	1.34	1.30	-3.25%

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 索取有关披露资料或登录 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。