

长城汽车 (601633)

增持 (维持)

单季重归增长, 15 年收获期再临

市场数据

报告日期	2015-01-26
收盘价(元)	44.10
总股本(百万股)	3042.42
流通股本(百万股)	3042.42
总市值(百万元)	134170.85
流通市值(百万元)	88607.62
净资产(百万元)	31066.78
总资产(百万元)	54305.54
每股净资产	10.21

相关报告

《长城汽车(601633):期待2015年的收获期》2014-10-24
《长城汽车(601633):产品周期正走出低谷》2014-08-23
《长城汽车(601633):秋收已至,新车型密集上市》2014-07-25

分析师:

文升

021-38565457

wensheng@xyzq.com.cn

S0190514070007

李纲领

ligangl@xyzq.com.cn

S0190510120004

联系人:

王冠桥

wanguanqiao@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	56784	62014	79876	92889
同比增长(%)	31.6%	9.2%	28.8%	16.3%
净利润(百万元)	8224	8056	12279	14750
同比增长(%)	44.5%	-2.0%	52.4%	20.1%
毛利率(%)	28.6%	28.1%	29.5%	29.9%
净利率(%)	14.5%	13.0%	15.4%	15.9%
每股收益(元)	2.70	2.65	4.04	4.85
每股经营现金流(元)	2.97	3.29	3.83	5.00
市盈率	16.32	16.66	10.93	9.10

投资要点

事件:

公司公布2014年业绩快报:2014年实现收入625.99亿元,同比增长10.23%,实现营业利润92.54亿元,同比减少4.28%,归母净利润80.52亿元,同比减少2.09%,每股收益2.65元,与我们预计的完全一致。

点评:

● **Q4业绩符合预期, H2、H1、H9均取得不错销量,带动单季营收增长25%**
公司Q4单季营收增长25%,其中H6销量同比增长36%,轿车下滑56%、皮卡下滑8%。7月上市H2单月销量1.2万辆左右,11月上市的H1、H9推出后月均销量分别为6000辆、3000辆,均有超市场预期表现。

● **单季度营业利润率下滑至12.6%,主要受到新产品爬坡期影响**

公司Q4单季营业利润率约12.6%,同比下降1.5个百分点,环比下降1.8个百分点。环比下降主要为季节性费用计提因素。同比下降1.5个百分点,主要由于新产品H1、H9仍处于爬坡期,毛利率较低所致。

● **2014年密集布局中小型SUV市场,2015年H7、H8上市后产品线上下延伸,新产品周期将驱动公司2015-2016年的新一轮成长**

1、预计新车型上市后将出现销量恢复和利润率回升

2014年11月上市H1、H9。2015年预计上半年上市的哈弗COUPE C、H7、H6的1.5T自动版与H2的自动版,以及时间暂不明的H8。

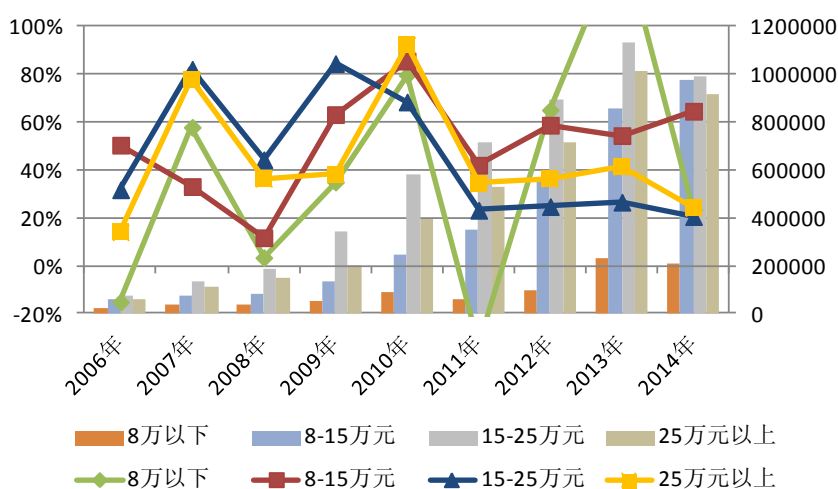
请阅读最后一页信息披露和重要声明

2、密集布局小型 SUV 行业，行业增长迅速

2014 年，8~15 万元 SUV 市场终端销量同比增长 65%，增速高于 2013 年的 54%，也大幅高于全部 SUV 的 33%，占同档次狭义乘用车销量之比从 2013 年的 10.1% 上升至 13.3%。我们认为中低端 SUV 仍有较大增长潜力，较于 15 万元以上 SUV 占同档次狭义乘用车高达 40% 以上份额，15 万元以下 SUV 市场份额仍然较低，且其份额的起步期晚于前者（2010 年 vs 2007 年）。

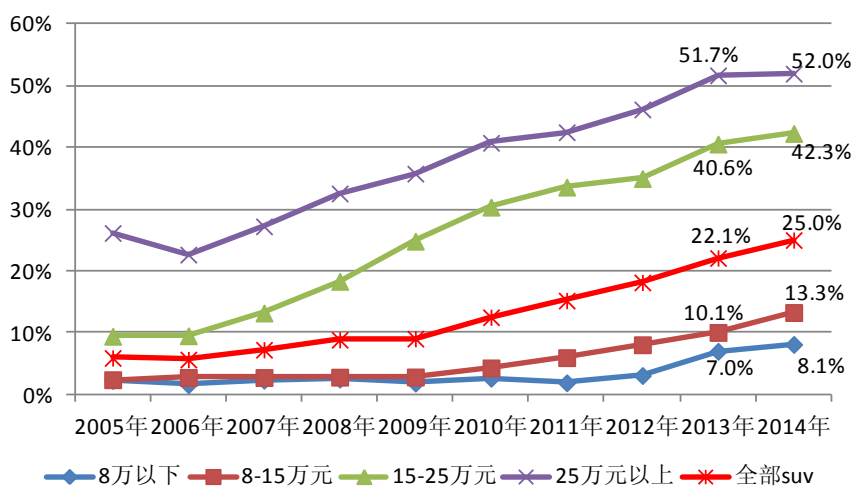
公司 H2 以较高价格推出后销量迅速上升到 1.2 万辆/月，表明公司在此细分市场的较强竞争力，我们预计公司新产品周期将驱动新一轮成长。

图 1、不同价格区间 SUV 销量及增速情况



数据来源：兴业证券研究所

图 2、不同价格区间 SUV 占同档次狭义乘用车之比



数据来源：兴业证券研究所

- 新产品周期将驱动新一轮增长，上调公司 2015、2016 年盈利预测，维持“增持”评级。

由于 H2 的表现超出我们预期，H1、H9 推出后销量持续向好。我们对公司 2015-2016 年每股收益的预测从 3.98 和 4.76 元上调至 4.04、4.85 元，维持“增持”的评级。

风险提示：宏观景气拖累行业增速，新产品销量不及预期

表 1、长城汽车分车型销量预测

车型	各年度实际销量及销量预测								
	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
哈弗H3及H5 8.98-17.07	43268	50300	105200	115122	81087	61785	45945	40000	50000
yoy:			109.1%	9.4%	-29.6%	-23.8%	-25.6%	-12.9%	25.0%
哈弗H6 10.08-15.18				13967	132665	217842	315878	290000	285000
yoy:					849.8%	64.2%	45.0%	-8.2%	-1.7%
哈弗H2 9.88-11.28							49351	130000	150000
哈弗H1 预计6-8							13049	60000	65000
哈弗H8 20.18-23.68								30000	60000
哈弗H7 预计15-20								40000	90000
哈弗H9 预计20-25							5102	34000	37000
长城M系列 6.39-7.19		6900	31800	18407	66204	137665	90117	45000	30000
yoy:			360.9%	-42.1%	259.7%	107.9%	-34.5%	-50.1%	-33.3%
长城C50 7.80-9.18					37691	65611	38611	30000	20000
yoy:						74.1%	-41.2%	-22.3%	-33.3%
长城C30 6.45-8.35			58400	150331	136265	126036	52463	35000	25000
yoy:				157.4%	-9.4%	-7.5%	-50.0%	-33.3%	-28.6%
长城C20R与其他 6.29-7.29				4887	12540	10333	1967	500	500
yoy:					156.6%	-17.6%	-81.0%	-74.6%	0.0%
炫丽 5.39-7.89	616	51100	50800	31617	10329				
yoy:			-0.6%	-37.8%	-67.3%				
凌傲 5.49-8.09		400	9800	1088	2431				
皮卡 6.78-12.18	54280	75400	98400	121716	136694	126806	118286	108823	103382
yoy:			30.5%	23.7%	12.3%	-7.2%	-6.7%	-8.0%	-5.0%
其他 7.1	3451	6430	5014	6161	5532	8164			
合计	108171	209830	363214	463496	621438	754242	730769	843323	915882
yoy:		94.0%	73.1%	27.6%	34.1%	21.4%	-3.1%	15.4%	8.6%

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 2、长城汽车分类收入预测

表：分产品收入预测

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
SUV：销量（辆）	43268	57200	136982	147341	279956	420302	506393	609000	702000
yoy		32.2%	139.5%	7.6%	90.0%	50.1%	20.5%	20.3%	15.3%
收入（亿元）	38.2	45.2	100.3	114.0	224.0	345.0	465.9	657.0	794.0
毛利率	26.8%	28.3%	30.4%	28.5%	30.0%	31.8%	30.5%	31.5%	31.5%
皮卡：销量（辆）	54280	75400	98643	121673	136694	136132	118286	108823	103382
yoy		38.9%	30.8%	23.3%	12.3%	-0.4%	-13.1%	-8.0%	-5.0%
收入（亿元）	34.5	41.2	53.9	66.9	75.2	74.9	66.2	62.0	60.0
毛利率	19.5%	22.9%	25.1%	25.5%	25.5%	25.5%	23.5%	23.0%	23.0%
轿车：销量（辆）	6105	70800	122843	187504	199256	205451	93041	65500	45500
yoy			73.5%	52.6%	6.3%	3.1%	-54.7%	-29.6%	-30.5%
收入（亿元）	3.8	31.1	59.6	96.6	104.2	112.0	52.1	36.7	25.5
毛利率	-18.3%	6.6%	17.7%	23.0%	23.0%	24.0%	18.0%	16.0%	15.0%
其他车辆：销量（辆）	3451	6430	5014	6161	5532	8734			
收入（亿元）	2.7	4.6	3.5	4.3	3.9	6.1			
毛利率	12.2%	11.8%	14.5%	15.5%	15.5%	15.5%			
其他收入（亿元）	5.1	6.1	12.6	19.1	24.3	29.9	35.9	43.0	49.5
yoy		20.6%	106.8%	51.4%	27.3%	22.9%	20.0%	20.0%	15.0%
毛利率	15.6%	17.8%	14.6%	12.7%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
销量合计	107104	209830	363482	462679	621438	770619	717720	783323	850882
收入合计	84.24	128.19	229.82	300.92	431.56	567.83	620.1	798.8	928.9
yoy		52.2%	79.3%	30.9%	43.4%	31.6%	9.2%	28.8%	16.3%
毛利率	20.7%	20.2%	24.7%	24.9%	26.9%	28.6%	28.1%	29.5%	29.9%

数据来源：兴业证券研究所

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	31026	36904	51888	66018	营业收入	56784	62014	79876	92889
货币资金	6991	10153	17760	26270	营业成本	40538	44591	56305	65128
交易性金融资产	4	0	0	0	营业税金及附加	2057	2264	2908	3385
应收账款	656	810	1004	1183	销售费用	1895	1984	2450	2787
其他应收款	2559	2272	3151	3578	管理费用	2747	3721	3994	4498
存货	2764	3296	4054	4731	财务费用	-84	-59	-107	-172
非流动资产	21579	24594	27335	28836	资产减值损失	14	50	38	42
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	-7	-1	-3	-3
长期股权投资	53	49	51	50	投资收益	59	46	50	49
投资性房地产	6	6	6	6	营业利润	9668	9507	14335	17267
固定资产	14657	17513	20120	21978	营业外收入	279	150	193	179
在建工程	3989	3995	3998	3499	营业外支出	27	32	31	31
油气资产	0	0	0	0	利润总额	9920	9625	14497	17414
无形资产	2443	2585	2726	2868	所得税	1688	1530	2175	2612
资产总计	52605	61498	79224	94854	净利润	8232	8094	12322	14802
流动负债	22839	26178	31568	36133	少数股东损益	8	38	43	52
短期借款	182	0	0	0	归属母公司净利润	8224	8056	12279	14750
应付票据	4540	6020	7169	8459	EPS(元)	2.70	2.65	4.04	4.85
应付账款	10712	12040	15095	17501					
其他	7406	8118	9304	10172					
非流动负债	1757	1707	1724	1718					
长期借款	0	0	0	0					
其他	1757	1707	1724	1718					
负债合计	24597	27885	33292	37851					
股本	3042	3042	3042	3042					
资本公积	4454	4454	4454	4454					
未分配利润	18225	23786	36064	47086					
少数股东权益	12	51	94	146					
股东权益合计	28008	33613	45932	57003					
负债及权益合计	52605	61498	79224	94854					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
净利润	8232	8056	12279	14750	成长性(%)				
折旧和摊销	1095	1181	1448	1698	营业收入增长率	31.6%	9.2%	28.8%	16.3%
资产减值准备	14	31	12	16	营业利润增长率	45.1%	-1.7%	50.8%	20.5%
无形资产摊销	69	66	67	67	净利润增长率	44.5%	-2.0%	52.4%	20.1%
公允价值变动损失	7	-1	-3	-3	盈利能力(%)				
财务费用	10	-59	-107	-172	毛利率	28.6%	28.1%	29.5%	29.9%
投资损失	-59	-46	-50	-49	净利率	14.5%	13.0%	15.4%	15.9%
少数股东损益	8	38	43	52	ROE	29.4%	24.0%	26.8%	25.9%
营运资金的变动	-291	-856	1989	1059	偿债能力(%)				
经营活动产生现金流量	9039	9996	11659	15225	资产负债率	46.8%	45.3%	42.0%	39.9%
投资活动产生现金流量	-6696	-4145	-4159	-3159	流动比率	1.36	1.41	1.64	1.83
融资活动产生现金流量	-2405	-2688	107	-3557	速动比率	1.24	1.28	1.51	1.70
现金净变动	-73	3163	7607	8510	营运能力(次)				
现金的期初余额	5596	6991	10153	17760	资产周转率	1.19	1.09	1.14	1.07
现金的期末余额	5523	10153	17760	26270	应收帐款周转率	82.57	83.44	86.73	83.73
					每股资料(元)				
					每股收益	2.70	2.65	4.04	4.85
					每股经营现金	2.97	3.29	3.83	5.00
					每股净资产	9.20	11.03	15.07	18.69
					估值比率(倍)				
					PE	16.32	16.66	10.93	9.10
					PB	4.79	4.00	2.93	2.36

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。