


2015-1-26


公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** 维持

长城汽车 (601633)
Q4 超预期, 2015 年继续看好!


分析师: 谢利


 (8621)68755308

 xieli@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490514040002

联系人: 黄细里

 (8621)68755308

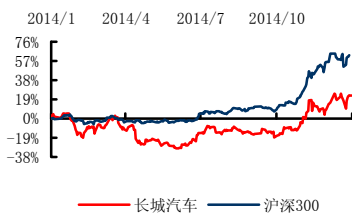
 huangxl4@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《业绩敏感性分析: 高端化在即, 向上弹性充足》

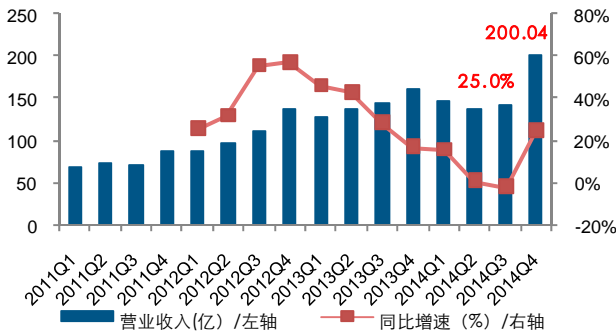
2014/12/9

报告要点
■ 事件描述

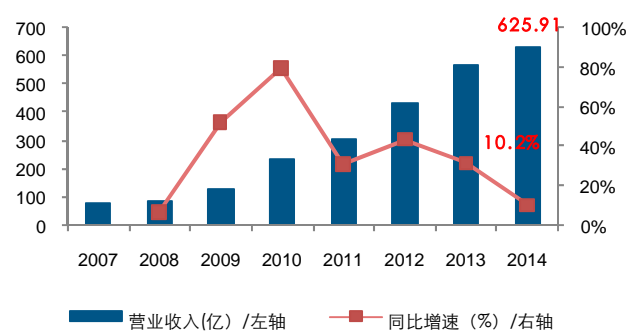
今日长城汽车发布 2014 年业绩快报, 公司 2014 年实现营业收入 625.91 亿元, 同比增长 10.2%, 实现归属母公司净利润 80.52 亿元, 同比减少 2.1%, 全年 EPS 为 2.65 元; 其中 Q4 单季度实现营收 200.04 亿元, 同比增长 25%, 归属母公司净利润 24.66 亿元, 同比增长 20.2%, 单季度 EPS 为 0.81 元。

■ 事件评论

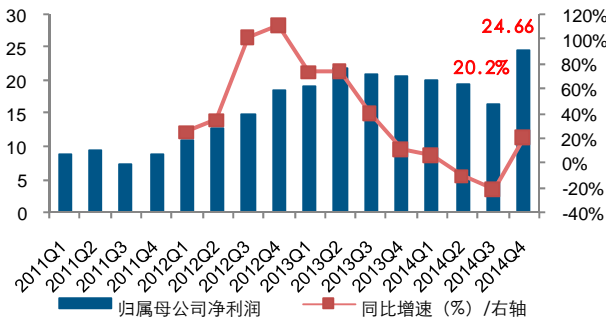
- **全年营收同比+10.2%, 净利润同比-2.1%, 全年业绩基本符合预期。** 1) 全年公司销量实现 73 万辆, 同比下滑 2.8%, 但公司营收却依然保持 10.2% 正增长, 核心原因在于 H6+H2+H9+H1 等 SUV 车型放量, 带动产品结构的改善, 弥补了轿车+皮卡业务的下滑。2) 净利润同比增速低于营收, 主要原因在于 H8 带来的研发投入和折旧费用, 导致管理费用的增长所致。
- **Q4 单季度营收同比+25%, 净利润同比+20%, 业绩超预期。** 1) Q4 公司实现销量 22 万辆, 同比增长 11.7%, 主要增量来自于新上市的 H9+H1, 以及逐步爬坡的 H2, 依然小幅上升的 H6。营收同比 25% 依然快于销量, 表明公司的产品结构进一步在优化。2) Q4 净利润同比+20%, 虽然依然低于营收增速, 但差距缩小, 原因在于新车上市放量, 尤其是 H9 销量超预期, 产能利用率提升, 且 H9 与 H8 同工厂生产, 降低了 H8 折旧费用。
- **新产品集群向上突围, 公司业绩将持续改善, 维持“推荐”评级。** 1) 60/70 后换购需求+以 80/90 后个性需求驱动 SUV 长期发展。且需求的层次性决定了紧凑型 SUV 不会一家独大, 中大型与小型将会迎来春天。2) 2015 年公司 H2+H9+H1 三款新车依然继续上量, H8、COUPE C 和 H7 预计将先后上市, 带动公司 SUV 产品逐步实现高端化, 实现量利齐升。3) 清晰且坚定不移的聚焦战略+一步一步夯实的哈弗品牌+以消费者为核心的优秀产品+优秀的管理及成本控制能力, 这四大因素将长期支撑着公司向上突围成功的可能性。4) 预计 2015-2016 年 EPS 为 4.32、6.08 元, 对应 PE 为 10X、7X。

图 1: 2014Q4 公司营收同比增长 25.0% (单位: 亿元)


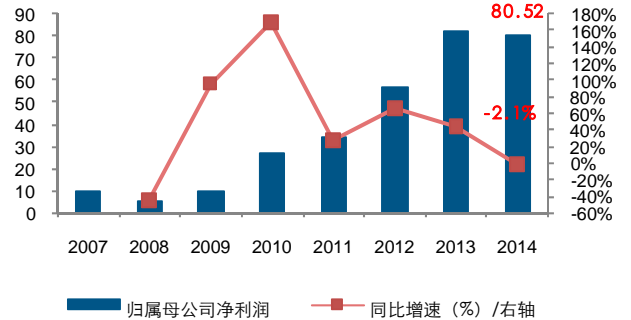
资料来源: Wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 2: 2014 年全年营收同比增长 10.2% (单位: 亿元)


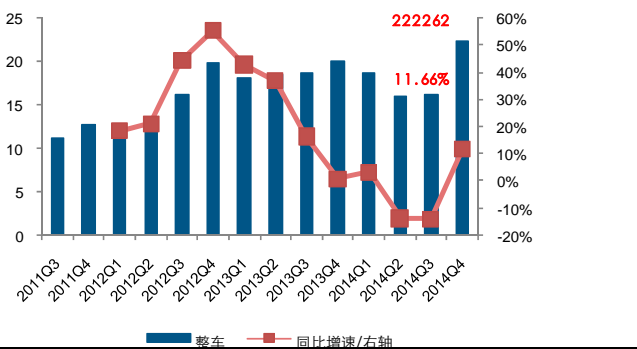
资料来源: wind, 公司资料, 长江证券研究部

图 3: 2014Q4 归属母公司净利润同比增长 20.2% (单位: 亿元)


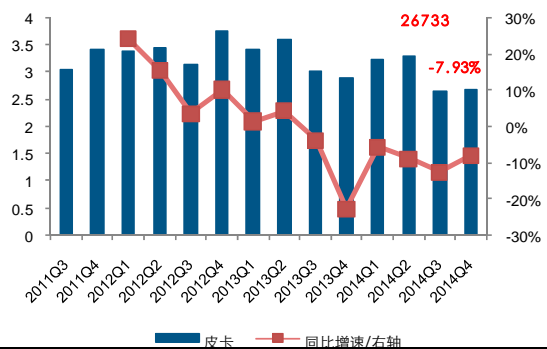
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 4: 2014 年全年归属母公司净利润同比减少 2.1% (单位: 亿元)


资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 5: 2014Q4 整体销量同比增长 11.66%


资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 6: 2014Q4 皮卡销量同比减少 7.93%


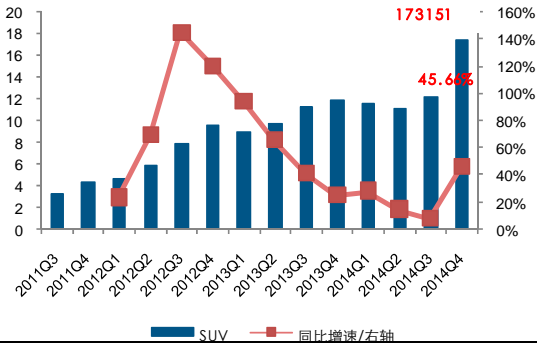
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 7: 2014Q4 SUV 销量同比增长 45.66%

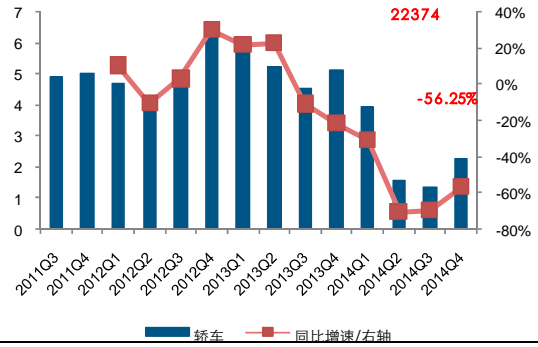
(注: 此图在提供的图像中未显示)

图 8: 2014Q4 轿车销量同比减少 56.25%

(注: 此图在提供的图像中未显示)



资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	56784	62576	94441	122241	货币资金	6991	18149	31492	50817
营业成本	40538	45035	67160	85479	交易性金融资产	4	4	4	4
毛利	16246	17541	27281	36762	应收账款	3216	2610	3939	5098
%营业收入	28.6%	28.0%	28.9%	30.1%	存货	2764	5273	7858	9993
营业税金及附加	2057	2267	3421	4428	预付账款	446	855	1275	1621
%营业收入	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%	其他流动资产	49	239	344	433
销售费用	1895	2190	3305	4034	流动资产合计	31026	45286	72309	103426
%营业收入	3.3%	3.5%	3.5%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	2747	3786	5289	6784	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.8%	6.1%	5.6%	5.6%	长期股权投资	53	56	59	62
财务费用	-84	-57	-124	-206	投资性房地产	6	6	6	6
%营业收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	11318	12999	14308	15332
资产减值损失	14	7	7	6	无形资产	2443	2321	2205	2094
公允价值变动收益	-7	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	59	3	3	4	递延所得税资产	401	1	1	1
营业利润	9668	9352	15387	21719	其他非流动资产	7356	7356	7356	7356
%营业收入	17.0%	14.9%	16.3%	17.8%	资产总计	52605	68027	96246	128280
营业外收支	252	173	170	170	短期贷款	251	0	0	0
利润总额	9920	9525	15557	21889	应付款项	15252	19843	29573	38416
%营业收入	17.5%	15.2%	16.5%	17.9%	预收账款	2809	6258	9444	12224
所得税费用	1688	1410	2333	3283	应付职工薪酬	1097	984	1530	2026
净利润	8232	8115	13223	18606	应交税费	527	625	978	1311
归属于母公司所有者的净利润	8223.6	8067.5	13145.3	18496.3	其他流动负债	2904	2437	3617	4593
少数股东损益	8	48	78	109	流动负债合计	22839	30147	45142	58571
EPS (元/股)	2.70	2.65	4.32	6.08	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	9039	13836	15581	21392	其他非流动负债	1757	1757	1757	1757
取得投资收益	43	0	0	0	负债合计	24597	31904	46899	60328
长期股权投资	95	0	0	0	归属于母公司	27996	36063	49209	67705
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	12	60	138	247
固定资产投资	-7057	-2483	-2363	-2272	股东权益	28008	36123	49346	67952
其他	266	0	0	0	负债及股东权益	52605	68027	96246	128280
投资活动现金流净额	-6696	-2483	-2363	-2272	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	0	0	0	0	EPS	2.70	2.65	4.32	6.08
银行贷款增加(减少)	182	-251	0	0	BVPS	9.20	11.85	16.17	22.25
筹资成本	1831	57	124	206	PE	16.32	16.63	10.21	7.25
其他	-4417	0	0	0	PEG	0.53	0.54	0.33	0.23
筹资活动现金流净额	-2405	-194	124	206	PB	4.79	3.72	2.73	1.98
现金净流量	-62	11158	13343	19326	EV/EBITDA	11.87	11.35	6.25	3.64
					ROE	29.4%	22.4%	26.7%	27.3%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。