

长城汽车新股询价报告

——民族汽车的骄傲

长城汽车

601633

事件

长城汽车(601633)首次公开发行A股,此次发行不超过304,243,000股,占发行后公司总股本的比例不超过10.01%。

评述

公司的主要业务

长城汽车股份有限公司是中国首家在香港H股上市的大型民营汽车企业,两次入选福布斯中国顶尖企业100榜,连续4年蝉联“中国500最具价值品牌”。公司主要业务涵盖皮卡、SUV、轿车三大品类,具备发动机、变速器和车桥等核心部件的自主配套能力。

皮卡业务。公司“风骏”皮卡是公司生产汽车的起点,1996年开始生产,自1998年成为皮卡销量冠军后,公司连续13年在全国保持皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一。

SUV业务。“哈弗”SUV目前是公司最为核心的业务,自2002年在皮卡领域的技术和经营经验进入SUV市场以来,公司连续8年保持全国SUV销量前三、自主品牌SUV销量第一。

轿车业务。公司2008年开始进入轿车领域,先后推出了长城精灵、炫丽、酷熊、凌傲、腾翼C30五款车型。相比于其他自主品牌车企,公司虽然进入轿车领域较晚,但增长迅速,后来居上。2010年推出的A级车腾翼C30上市仅半年就成为月销过万辆的明星车型。

公司以SUV、轿车、皮卡三大品类为主体,聚焦发展,2008-2010年销量分别为12万辆、21万辆和36万辆,年均复合增长率为74%,远超行业平均水平。2011年前7月,公司实现销量26.8万辆,累计同比增幅为37.02%。公司目前的产能是40万辆,产能偏紧。

公司的主要优势

规模经营,盈利能力强。公司聚焦发展,新车型明星车型比例高,2009年以来公司推出6款车3款为明星车型,比亚迪为7:1,吉利为9:1,奇瑞为13:1。由于明星车型销量规模大,经营规模效应明显,单车成本大幅降低。

垂直的零部件整合能力。主要的核心零部件发动机、变速箱和车桥都自主配套,节约了外购成本,使公司产品的毛利率提高了6-7个百分点。

差异化竞争策略。公司的主要目标市场为三四线城市,公司目前拥有经销商496家,4S店和单体店724家,其中87%分布在市场增长更快的三级及以下城市。公司定位于三四线城市的市场策略,避免了与合资车

分析师: 闻祥

投资咨询执业证书编号:

S0630511070001

021-50586660-8627

wenx@longone.com.cn

联系人: 吴剑

021-50586660-8615

wujian@longone.com.cn

日期

分析: 2011年09月06日

调研: 无

价格

预测发行价: 11.40元 - 14.82元

预测上市价: 13.11元 - 17.04元

公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.89	1.14	1.51	1.96

注: EPS为最新股本摊薄后数据

企的正面竞争。同时，与自主品牌相比，公司产品的高品质和品牌溢价使长城汽车各类车型均比同档次的自主品牌高出 1-2 万，保证了产品的盈利能力。

国内先进水平的研发能力保证整车性能。公司每年的研发投入占营业收入比例高于 3%，在业内处于领先水平，研发能力已具备国内先进水平。公司通过自主研发和合作开发相结合的方式，逐渐掌握了多项核心零部件的关键技术。2008-2010 年，公司推出了 12 款新车、6 款发动机、3 款变速器。公司设有博士后科研工作站，有四大中心（试验中心、试制中心、选型中心和工程设计中心）和 13 个实验室。

海外市场提升公司的成长空间。公司产品出口销量和出口金额稳居中国汽车企业前两位，产品出口定位于中高端市场，远销 128 个国家和地区。2010 年排名前 5 位的国家为澳大利亚、俄罗斯、意大利、南非和伊拉克。KD 和整车出口比例为 3:7，组装厂的设立，避免了高关税，也是未来出口快速增长的重要支撑。

后续车型多，业绩有保障。公司计划 2011 年-2013 年推出 14 款新车，深耕盈利能力强的 SUV 和 A 级豪华车市场。

募投项目介绍。公司此次募集项目投资总额为 31.66 亿元，主要是投资于发动机、变速器、铝合金铸件、车桥及制动器、内外饰、灯具项目。由公司自有资金投资的 40 万整车项目和募投项目实施后，公司的汽车产能将扩大一倍，形成 SUV、皮卡、轿车三大品类协同发展的业务格局，规模效应和盈利能力进一步增强。

盈利预测与询价建议。我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 1.14 元、1.51 元和 1.96 元，考虑到公司较强的抗周期性和自主品牌的领跑者，给予 10-13 倍的 PE 估值，建议的询价区间为 11.40 元-14.82 元。

表 1：盈利预测表

利润表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8425	12815	22986	29882	38846	50500
增长率	6.7%	52.1%	79.4%	30.0%	30.0%	30.0%
营业成本	6684	10226	17298	22262	28746	37370
营业成本/营业收入	79.3%	79.8%	75.3%	74.5%	74.0%	74.0%
营业税金及附加	217	426	811	1046	1360	1768
销售费用	462	705	1070	1434	1942	2525
销售费用/营业收入	5.5%	5.5%	4.7%	4.8%	5.0%	5.0%
管理费用	560	627	874	1195	1554	2020
管理费用/营业收入	6.6%	4.9%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
财务费用	(49)	(24)	(8)	(20)	(37)	(53)
投资收益	15	21	56	60	70	80
资产减值及公允价值变动	(35)	(17)	(29)	0	0	0
其他收入	0	0	0	(0)	0	0
营业利润	532	859	2968	4024	5351	6950
增长率	-48.28%	61.5%	245.6%	35.6%	33.0%	29.9%
营业外净收支	54	54	73	0	0	0
利润总额	586	913	3041	4024	5351	6950
增长率	-44.3%	55.9%	233.1%	32.3%	33.0%	29.9%
所得税费用	33	(140)	214	402	535	695
少数股东损益	38	49	126	167	222	289
归属于母公司净利润	514	1003	2701	3454	4593	5966
增长率	-45.6%	95.2%	169.2%	27.9%	33.0%	29.9%
现金流量表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	514	1003	2701	3454	4593	5966
资产减值准备	35	(18)	10	(27)	0	0
折旧摊销	238	400	549	672	879	1094
公允价值变动损失	35	17	29	0	0	0
财务费用	(49)	(24)	(8)	(20)	(37)	(53)
营运资本变动	90	408	94	(1367)	309	(251)
其它	3	67	117	194	222	289
经营活动现金流	915	1878	3499	2927	6004	7098
资本开支	(1056)	(1014)	(2547)	(1386)	(1451)	(1120)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(1089)	(1053)	(2457)	(1386)	(1451)	(1120)
权益性融资	0	0	0	4126	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息				(518)	(689)	(895)
其它融资现金流				(26)	0	0

融资活动现金流	(1046)	(325)	(540)	3582	(689)	(895)
现金净变动	(1220)	499	503	5122	3864	5083
货币资金的期初余额	3312	2092	2592	3095	8216	12080
货币资金的期末余额	2092	2592	3095	8216	12080	17163
企业自由现金流	0	587	904	1469	4457	5859
权益自由现金流	0	0		1461	4490	5906

资产负债表(百万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	2092	2592	3095	8216	12080	17163
应收款项	1487	3410	9255	12280	15964	20754
存货净额	876	1590	2104	3561	3828	4979
其他流动资产	508	586	371	598	777	1010
流动资产合计	4964	8177	14825	24656	32649	43906
固定资产	4593	5268	7313	8128	8774	8874
无形资产及其他	868	994	1111	1037	963	889
投资性房地产	75	294	304	304	304	304
长期股权投资	197	237	147	147	147	147
资产总计	10697	14970	23698	34270	42836	54119
短期借款及交易性金融负债	4	98	26	0	0	0
应付款项	2732	4273	8279	10387	13397	17428
其他流动负债	877	2106	3582	4844	6273	8164
流动负债合计	3612	6477	11887	15231	19669	25592
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	654	1410	1410	1410	1410
长期负债合计	67	654	1410	1410	1410	1410
负债合计	3679	7131	13298	16641	21080	27003
少数股东权益	283	245	385	552	775	1063
股东权益	6734	7593	10015	17077	20981	26053
负债和股东权益总计	10697	14970	23698	34270	42836	54119

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.47	0.92	2.47	1.14	1.51	1.96
每股红利	#NAME?	#NAME?	#NAME?	0.17	0.23	0.29
每股净资产	6.15	6.93	9.14	5.61	6.90	8.56
ROS	6%	8%	12%	12%	12%	12%
ROE	8%	13%	27%	20%	22%	23%
毛利率	21%	20%	25%	26%	26%	26%
EBIT Margin	6%	6%	13%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	8%	9%	15%	15%	16%	16%
收入增长	7%	52%	79%	30%	30%	30%

净利润增长	-46%	95%	169%	28%	33%	30%
资产负债率	37%	49%	58%	50%	51%	52%
息率						
P/E						
P/B						
EV/EBITDA						

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年工作经验。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897