

专注细分市场的自主品牌龙头

——长城汽车（601633）新股询价报告

分析师：齐艳莉

SAC NO: S1150511010015

2011 年 9 月 13 日

汽车

联系人

齐艳莉

022-28451625

qyl_tj@126.com

建议询价区间：

10.6—12.7 元

发行基本资料

发行后总股本 273818 万股

发行股本 12170 万股

主承销商 国泰君安

投资要点：

● 细分市场领军企业

长城汽车是中国规模最大的民营汽车制造企业，公司的主营业务为汽车整车及零部件的研发、生产和销售，目前公司具有皮卡、SUV、轿车三大种类共 40 万辆整车的生产能力，同时形成了发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。公司自 98 年以来一直是皮卡领域的销售冠军，国内市场占有率近 30%；03 年进入 SUV 生产领域后，销量一直保持行业前 3，自主品牌销售量第 1；10 年推出首款 A 级三厢轿车后也获得成功，月销量过万。

● 注重研发、定位三线城市、以高性价比打开成长空间

公司历来注重研发，研发投入占营业收入的比例在 2.6% 以上，目前公司核心部分自制，并且采取“多品种、少平台”的产品发展模式，大大降低了成本提高了销售毛利率；在销售方面，公司在海外市场布局较早，拥有稳固的海外销售网络，国内市场则定位于增长较快的三线城市，目前公司 87% 以上的国内销售网点分布在三线及以下城市；价格方面，公司的产品定价虽然稍高，但公司提供更高的品质和更多的配置，使客户可以享受更高的安全性和舒适度，性价比极其突出，在同类车型中竞争力较强。正是这种经营模式使得长城汽车可以在合资品牌为主的汽车市场打开了自己的成长空间。

● 募投项目提高产品品质

此次公司募投项目主要用于满足天津基地 40 万辆整车的配套需求，并通过零部件的技术升级，提升产品品质。其中 10 万台 GW4D20 柴油机项目、30 万台 EG 发动机项目、20 万台 6MT 变速器项目以及 40 万套铝合金件铸件项目是为新增发动机和变速器提供核心部件的配套，所生产产品技术水平较原有产品大幅提升；40 万套车桥及制动器项目、40 万套灯具项目可增加舒适性和稳定性。

● 盈利预测及投资建议

我们预测，按照增发后股本计算，公司 11-13 年每股收益分别为 1.06、1.25 和 1.49 元，给予 10-12 倍的市盈率，预计上市后合理股价为 10.6-12.7 元。

财务摘要（百万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入	8425	12815	22986	28547	35533
(+/-)%	6.68%	52.11%	79.37%	24.19%	24.47%
经营利润（EBIT）	502	831	2933	3455	4090
(+/-)%	-50.74%	65.48%	252.73%	17.81%	18.36%
净利润	552	1053	2827	3175	3739
(+/-)%	-45.62%	90.66%	168.56%	12.29%	17.79%
每股收益（元）	0.19	0.37	0.99	1.06	1.25

图 1: 盈利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	28547	35533	43334	28547
营业成本	21667	27179	33244	21667
营业税金及附加	999	1244	1517	999
销售费用	1342	1670	2037	1342
管理费用	1085	1350	1647	1085
财务费用	29	36	43	29
资产减值损失	27	27	27	27
其他经营收益	54	54	54	54
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	3454	4081	4874	3454
营业外收入	82	82	82	82
营业外支出	9	9	9	9
利润总额	3527	4155	4947	3527
所得税	353	415	495	353
净利润	3175	3739	4452	3175
少数股东损益	143	168	200	143
归属母公司所有者净利润	3032	3571	4252	3032
每股收益	1.06	1.25	1.49	1.06

资料：公司公告，渤海证券研究所

风险提示：

经济增速继续下滑以及紧缩政策进一步加剧的风险

乘用车竞争过于激烈的风险

海外市场开拓的风险

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	强烈推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 50%
	推荐	未来 6 个月内绝对收益率 > 30%
	持有	未来 6 个月内绝对收益率 > 10%
	回避	未来 6 个月内绝对收益率 < 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告PDF版本由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

朱艳君

渤海证券研究所机构销售部经理

华南区销售经理

座机: 86-22-28451995

手机: 13502040941

邮箱: zhuyanjun@bhzq.com

吴慧

渤海证券研究所机构销售部

华东区销售经理

座机: 86-10-68784269

手机: 13811199719

邮箱: wuhuihui09@gmail.com

刘啸

渤海证券研究所机构销售部

华北区销售经理

座机: 86-10-68784275

手机: 13810427284

邮箱: helen.newday@gmail.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn