

长城汽车 (601633. SH)

2012 年增长确定性较高

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

15-20

分析师

分析师

白宇

刘江啸

S0740511110001

S0740510120006

021-20315193

021-20315167

baiyu@r.qlzq.com.cn

liujx@r.qlzq.com.cn

2012 年 1 月 15 日

基本状况

总股本(百万股)	3042.42
流通股本(百万股)	304.24
市价(元)	12.26
市值(百万元)	37300.11
流通市值(百万元)	3730.02

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12,814.	22,986.	30,070.	38,214.	47,816.
营业收入增速	52.11%	79.37%	30.82%	27.09%	25.13%
净利润增长率	95.16%	169.17	28.51%	41.31%	19.27%
摊薄每股收益(元)	0.92	2.47	1.14	1.61	1.92
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	10.50	7.43	6.23
PEG	0.00	0.00	0.37	0.18	0.32
每股净资产(元)	6.93	9.14	5.71	7.33	9.25
每股现金流量	1.19	2.91	1.88	1.69	2.44
净资产收益率	13.21%	26.97%	19.96%	22.00%	20.79%
市净率	0.00	0.00	2.10	1.64	1.30
总股本(百万股)	1,095.2	1,095.2	3,042.4	3,042.4	3,042.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

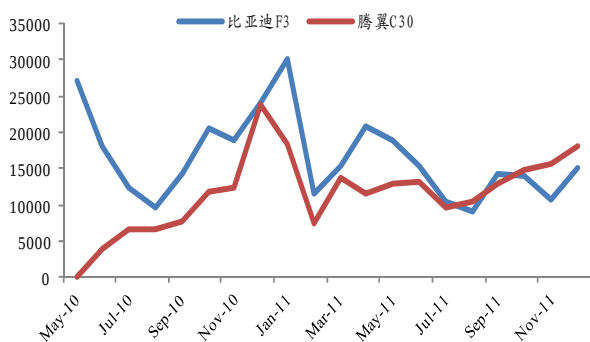
事件:

公司公布了 2011 年业绩预告, 全年公司营业收入同比增长 31%, 达到 301 亿元, 净利润达到 35.6 亿元, 同比增长 25.8%, 对应 11 年 EPS1.14 元, 与我们前期预测基本一致。

点评:

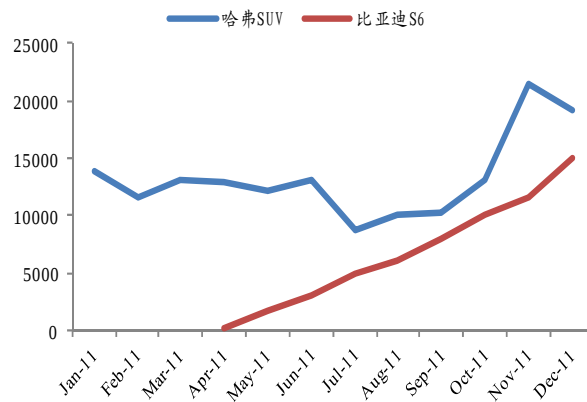
- **产销规模增长带动利润率上行。**2011 年公司净利润率达到了 13.9%, 较 2010 年的 12.2% 上升接近两个百分点。产销规模的上升以及产品结构的优化是公司盈利能力提升的主要驱动因素: 公司轿车利润率 2010 年 18% 左右, 但是随着 C30 今年以来的逐步上量, 轿车毛利率今年估计在 20% 以上, 同时轿车业务的利润占比也将提升至 30% 左右。
- **公司主力车型 2012 年将处于上量期。**目前公司的主打车型为轿车的 C30、C50 以及 SUV 的哈弗 H6, 这三款车型销量表现将决定公司 2012 年的业绩走势。C30 在 2011 年 12 月份的销量 18000 台左右, 达到了新高, 足见这款车型的受欢迎程度, 而其上市只有不到 2 年, 预计其 2012 年月销量将维持在 15000 台以上。比亚迪 S6 销量在 2011 年 12 月达到了 15000 台左右, 超过了 RAV4、途观等畅销车型, 足见 10 万元左右 SUV 市场的强劲需求。而以长城 SUV 的制造水平, 哈弗 H6 未来将会是 S6 的强劲对手, 明年应该会在目前 6000 辆的月销量的基础上有较大幅度提升。2011 年年底推出的 C50 无论是在动力性以及舒适性等各个方面都逼近了 10 万元的合资品牌, 我们看好其销量突破万辆。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 2012、2013 年收入分别增长 27%、25%, EPS 分别为 1.6、1.9 元: 对应 PE 分别为: 7、6 倍, 给予公司“买入”评级。

图表 1: 比亚迪 F3 与长城 C30 销量走势对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 比亚迪 S6 与长城哈弗 SUV 销量走势对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：财务报表预测
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	8,425	12,815	22,986	30,070	38,215	47,817
增长率	6.68%	52.1%	79.4%	30.8%	27.1%	25.1%
营业成本	-6,684	-10,226	-17,298	-22,459	-27,994	-35,312
% 销售收入	79.3%	79.8%	75.3%	74.7%	73.3%	73.8%
毛利	1,741	2,589	5,688	7,612	10,221	12,504
% 销售收入	20.7%	20.2%	24.7%	25.3%	26.7%	26.2%
营业税金及附加	-217	-426	-811	-1,203	-1,529	-1,913
% 销售收入	2.6%	3.3%	3.5%	4.0%	4.0%	4.0%
营业费用	-462	-705	-1,070	-1,143	-1,376	-1,721
% 销售收入	5.5%	5.5%	4.7%	3.8%	3.6%	3.6%
管理费用	-560	-627	-874	-1,203	-1,567	-2,008
% 销售收入	6.6%	4.9%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%
息税前利润 (EBIT)	502	831	2,933	4,063	5,750	6,862
% 销售收入	6.0%	6.5%	12.8%	13.5%	15.0%	14.4%
财务费用	49	24	8	0	0	0
% 销售收入	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-35	-17	-27	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	15	21	56	20	20	20
% 税前利润	2.6%	2.3%	1.9%	0.5%	0.3%	0.3%
营业利润	532	859	2,968	4,083	5,770	6,882
营业利润率	6.3%	6.7%	12.9%	13.6%	15.1%	14.4%
营业外收支	54	54	73	0	0	0
税前利润	586	913	3,041	4,083	5,770	6,882
利润率	7.0%	7.1%	13.2%	13.6%	15.1%	14.4%
所得税	-33	140	-214	-612	-866	-1,032
所得税率	5.7%	-15.3%	7.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	552	1,053	2,827	3,471	4,905	5,850
少数股东损益	38	49	126	0	0	0
归属于母公司的净利润	514	1,003	2,701	3,471	4,905	5,850
净利率	6.1%	7.8%	11.7%	11.5%	12.8%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	552	1,053	2,827	3,471	4,905	5,850
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	273	417	576	803	1,091	1,270
非经营收益	-3	-228	-42	-20	-20	-20
营运资金变动	4	62	-170	1,454	-832	326
经营活动现金净流	826	1,304	3,191	5,708	5,144	7,425
资本开支	1,765	1,212	3,206	4,496	3,500	2,500
投资	235	1,842	1,744	0	0	0
其他	-243	-1,307	-846	20	20	20
投资活动现金净流	-1,772	-677	-2,307	-4,476	-3,480	-2,480
股权募资	0	0	0	3,900	0	0
债权募资	0	76	-76	-2	0	0
其他	-493	-49	-1,155	-38	0	0
筹资活动现金净流	-493	27	-1,230	3,861	0	0
现金净流量	-1,439	654	-346	5,093	1,664	4,945

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,092	2,592	3,095	8,187	9,851	14,796
应收款项	1,487	3,410	9,255	8,076	11,690	15,114
存货	876	1,590	2,104	2,729	3,255	4,056
其他流动资产	508	586	371	929	978	1,140
流动资产	4,964	8,177	14,825	19,921	25,774	35,106
% 总资产	46.4%	54.6%	62.6%	61.3%	63.3%	68.4%
长期投资	197	237	149	149	149	149
固定资产	4,593	5,268	7,313	10,558	12,528	13,334
% 总资产	42.9%	35.2%	30.9%	32.5%	30.7%	26.0%
无形资产	870	997	1,115	1,562	2,000	2,425
非流动资产	5,733	6,793	8,874	12,566	14,975	16,205
% 总资产	53.6%	45.4%	37.4%	38.7%	36.7%	31.6%
资产总计	10,697	14,970	23,698	32,488	40,749	51,311
短期借款	4	98	26	26	26	26
应付款项	3,481	6,043	11,131	12,372	15,558	20,018
其他流动负债	127	335	731	908	1,079	1,331
流动负债	3,612	6,477	11,887	13,306	16,663	21,375
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	67	654	1,410	1,410	1,410	1,410
负债	3,679	7,131	13,298	14,716	18,073	22,786
普通股股东权益	6,734	7,593	10,015	17,386	22,291	28,140
少数股东权益	283	245	385	385	385	385
负债股东权益合计	10,697	14,970	23,698	32,488	40,749	51,311

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.469	0.916	2.466	1.141	1.612	1.923
每股净资产 (元)	6.149	6.932	9.144	5.715	7.327	9.249
每股经营现金净流 (元)	0.754	1.190	2.914	1.876	1.691	2.440
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.63%	13.21%	26.97%	19.96%	22.00%	20.79%
总资产收益率	4.81%	6.70%	11.40%	10.68%	12.04%	11.40%
投入资本收益率	10.01%	18.77%	37.96%	36.51%	38.48%	42.87%
增长率						
营业总收入增长率	6.68%	52.11%	79.37%	30.82%	27.09%	25.13%
EBIT 增长率	-50.74%	65.48%	252.73%	38.55%	41.51%	19.33%
净利润增长率	-45.62%	95.16%	169.17%	28.51%	41.31%	19.27%
总资产增长率	6.07%	39.94%	58.31%	37.09%	25.43%	25.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.8	5.7	3.8	4.0	4.0	4.0
存货周转天数	50.1	44.0	39.0	44.4	42.4	41.9
应付账款周转天数	85.4	80.5	84.4	83.4	82.8	83.5
固定资产周转天数	94.3	98.9	75.8	78.7	77.3	64.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.76%	-31.81%	-29.49%	-45.93%	-43.33%	-51.78%
EBIT 利息保障倍数	-10.2	-35.3	-375.0	—	—	—
资产负债率	34.40%	47.64%	56.11%	45.30%	44.35%	44.41%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308