

乘用车
署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 16.10 元

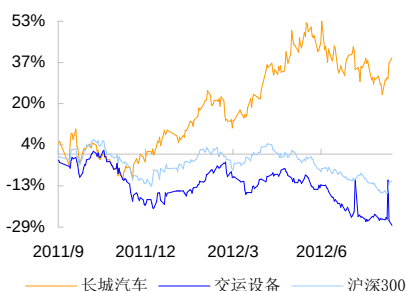
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2134.89
总股本(百万)	2009
流通股本(百万)	304
流通市值(亿)	48
EPS	1.13
每股净资产(元)	5.50
资产负债率	48.63%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
长城汽车	7.33	-2.84	20.07
交运设备	0.53	-11.24	-20.84
沪深 300 指数	-3.53	-7.83	-12.67


相关报告

车型受认可, 盈利创新高——12 年中报点评 2012-08-27

长城汽车 - 同比环比双增长, 淡季旺销显实力——7 月销量点评 2012-08-13

长城汽车 - 新车型给力, 预计二季度净利增长 30%——6 月销量点评及二季报预测 2012-07-12

长城汽车
601633
强烈推荐
销量再创新高, 旺季值得期待——8 月销量点评

公司 8 月销量 5.3 万辆 (同比+39%, 环比+8.2%), 单月销量创历史新高。其中皮卡同比-2%, 环比-1%; SUV 同比+127%, 环比+5.7%; 轿车同比+4%, 环比+19%。金九银十旺季来临, 公司销量有望达到新的高度。

长城汽车将充分受益汽车消费结构变迁: 二三线汽车需求快速释放, 消费升级刺激中低档 SUV 爆发, 公车采购自主化提升发展空间; 公司价值显著, 目标价 18 元, 维持“强烈推荐”, 建议积极配置。

投资要点:

- 三线汽车需求发力明显, 高性价比将成为未来产品方向。SUV 受益汽车消费升级, 三年后销量有望达到 300 万辆, 低端 SUV 年销量有望翻番; 皮卡潜在市场空间巨大, 政策放松及出口推动, 需求仍有潜力。
- 中低收入人群消费升级刺激中低档 SUV 需求爆发。未来汽车需求主力为二三线省份, 地县级市场快速释放, 中低收入消费升级加速, 8-12 万 SUV 迎来需求高峰; 公司 SUV 新车型 H6 和 M4 凭借高性价比获得终端用户认可, 持续热销!
- 新产能爬坡上量, 预计全年 16 万, 量价齐升, 盈利贡献值得期待。公司天津工厂产能 20 万, 主要生产 H6 和 C50, 基本达产, 预计全年 16 万; 新产品量价齐升, 产品结构持续优化, 产能利用率稳步提升, 盈利贡献有望超预期, 预计新工厂全年毛利率水平有望超过 25%。
- “新车放量+出口扩张”提升销量规模, “规模效应+产品升级”提升盈利能力。新车型进入快速放量期, 出口扩张保证需求景气度和成长空间, 12 年总销量增速为 30%+; 随着销量规模上升, 产能利用率提升, 产品结构升级, 公司高盈利水平将巩固。
- 投资建议: 我们预计公司 12-14 年实现收入 404 亿、469 亿和 537 亿元, 归属于母公司净利润为 47 亿、57 亿和 65 亿元, 12-14 年 EPS 为 1.55、1.87 和 2.14 元, 当前 PE 为 10.4、8.6、7.5 倍。给予 12 年 12 倍 PE 估值, 目标价 18.00 元, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 汽车消费低迷, 合资品牌降价, 自主品牌价格战等影响公司收入和盈利。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30089	40450	46922	53671
收入同比(%)	31%	34%	16%	14%
归属母公司净利润	3426	4713	5685	6523
净利润同比(%)	27%	38%	21%	15%
毛利率(%)	24.9%	25.3%	25.7%	25.6%
ROE(%)	20.5%	22.6%	21.4%	19.7%
每股收益(元)	1.13	1.55	1.87	2.14
P/E	14.30	10.39	8.62	7.51
P/B	2.93	2.35	1.85	1.48
EV/EBITDA	9	7	5	5

资料来源: 中投证券研究所

8月销量增长39%，SUV助力淡季热销。公司8月销量5.3万辆，同比+39%，环比+8.2%，其中皮卡1.1万辆（同比-2%，环比-1%）；SUV 2.56万辆（同比+127%，环比+6%）；轿车1.6万辆（同比+4%，环比+19%）；本月出口同比基本持平，环比略有下滑，其中轿车增长明显（同比+88%，环比+13%）。金九银十旺季来临，公司销量有望达到新的高度。

新产品持续放量，静待产能释放后量价齐升。天津工厂产能20万，8月份销售1.56万/月，预计全年16万；主要生产哈弗H6及腾翼C50，目前排产主要向H6倾斜，因此SUV销量增速较高；新产品量价齐升，盈利贡献将超预期，预计新工厂全年毛利率水平超过25%。新车型M4快速放量，助力哈弗M系列月销量突破7500辆。

表1 长城汽车各车型8月销量情况

	2012年8月	2012年7月	2011年8月	环比	同比	本年累计	同期累计	累计同比
迪尔	1,325	2,461	2,389	-46%	-45%	17,350	20,736	-16%
风骏	9,366	8,308	8,517	13%	10%	72,417	56,366	28%
皮卡小计	10,691	10,769	10,906	-1%	-2%	89,767	77,102	16%
哈弗H6	12,518	11,726	-	7%	-	73,108	-	-
哈弗H3及H5	5,539	6,266	9,932	-12%	-44%	55,034	79,289	-31%
哈弗M系列	7,549	6,236	1,330	21%	468%	26,276	13,218	99%
SUV小计	25,606	24,228	11,262	6%	127%	154,418	92,507	67%
炫丽	967	1,044	2,779	-7%	-65%	9,062	22,758	-60%
凌傲	57	234	223	-76%	-74%	1,539	827	86%
腾翼C30	11,471	9,154	12,793	25%	-10%	82,390	89,715	-8%
腾翼C50	3,091	2,639	-	17%	-	15,898	-	-
腾翼C20R	866	767	-	13%	-	8,844	-	-
轿车小计	16,452	13,838	15,795	19%	4%	117,733	113,500	4%
嘉誉	549	439	364	25%	51%	2,672	4,455	-40%
整车合计	53,298	49,274	38,327	8%	39%	364,590	287,564	27%

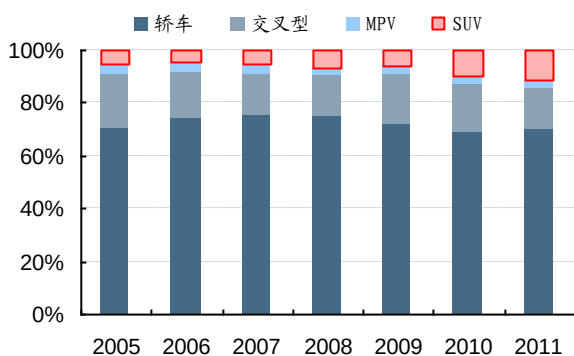
资料来源：中投证券研究所

12年乘用车市场运行，把握中低收入人群消费升级。市场以区域分化为主，二三线需求快速释放，12/13年增速恢复至9%/16%；品牌竞争不延续2011年中高端扩张趋势，而是自主品牌上冲、高端品牌下沉、中端品牌受压为主；盈利表现，自主品牌回升，强势合资品牌巩固，小众合资品牌压力呈现。

二线城市汽车需求发力明显，高性价比将成为未来产品方向。二线城市汽车需求发力明显，高性价比将成为未来产品方向。SUV受益汽车消费升级，三年后销量有望达到300万辆，低端SUV年销量有望翻番；皮卡潜在市场空间巨大，政策放松及出口推动，需求仍有潜力。

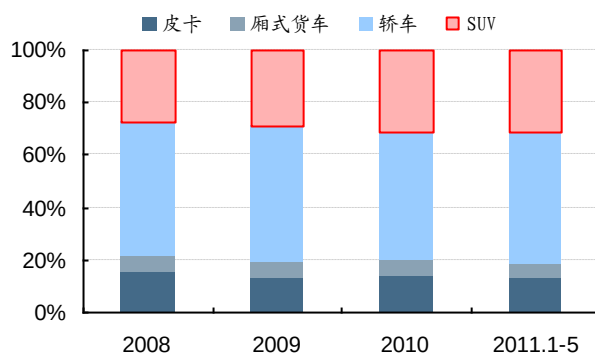
SUV渗透率仍有提升空间，未来市场空间依旧广阔。在09-10年SUV市场爆发增长带动下，我国SUV销量占乘用车份额约10%，相对于美国SUV在轻型车（包括皮卡和厢式货车）中30%左右的渗透率，我国SUV比例依然较低，未来还有很大提升潜力。前一轮汽车消费高峰将在13-14年带来大量换车需求，据我们测算12-14年每年潜在换车需求将分别为584万、722万和896万辆，这将为SUV带来大量的潜在用户。

图 1 我国 SUV 在乘用车中的渗透率



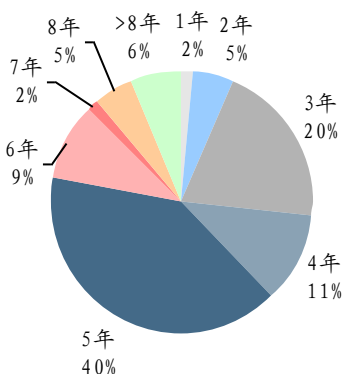
资料来源: CAAM、中投证券研究所

图 2 美国 SUV 在轻型车中的渗透率



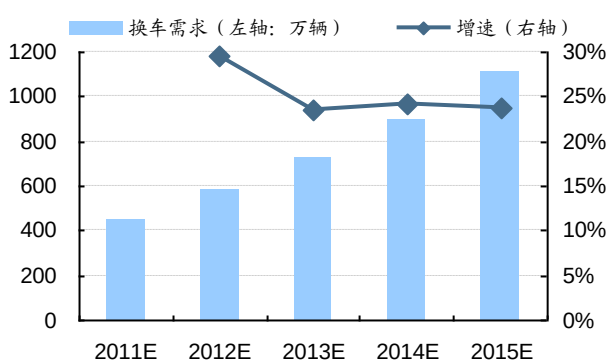
资料来源: Ward's、NADA、中投证券研究所

图 3 我国乘用车主换车周期



资料来源: 新华信、中投证券研究所

图 4 我国 11 年-15 年换车需求预测



资料来源: 中投证券研究所

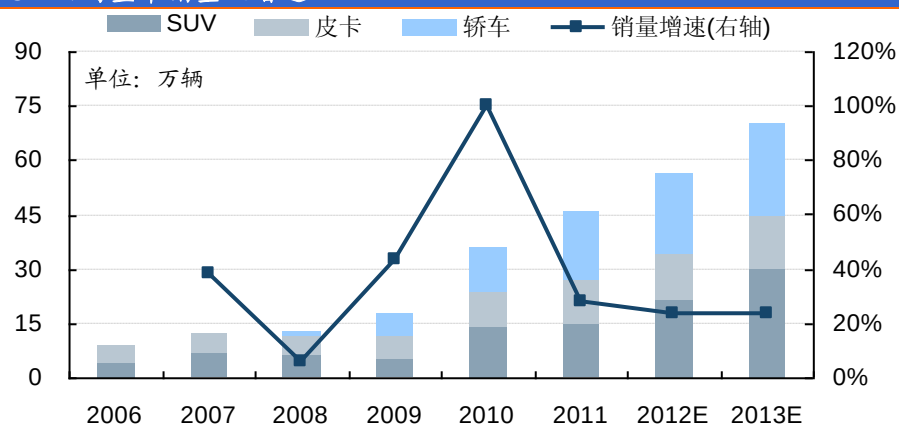
公司仍处高速成长期，新产品新产能助推确定性爆发。哈弗 H6、腾翼 C50 快速放量，公司天津工厂一期 20 万产能将顺利达产，产能利用率迅速提升；天津二期产能将按计划陆续布局，未来车型储备仍较为丰富，将深度挖掘中低收入人群的消费升级需求，低档 SUV 和中档轿车仍是未来我国汽车市场的需求主力。

表 2 公司 12-13 年计划推出的新车型

	车型	类型	车型简介及卖点
2012	腾翼 C30i	三厢轿车	大空间、高安全等级的紧凑型家用轿车
	哈弗 M4	小型 SUV	小排量、高性能的小型家用 SUV
	CHB022	中型 SUV	豪华、时尚的中型城市型 SUV
	腾翼 C50i	三厢轿车	造型时尚、动感的家用轿车
	CHB051	三厢轿车	高科技、高品质 A 级轿车
2013	CH061	三厢轿车	高性能、高配置紧凑型家用轿车
	哈弗 H2	中小型 SUV	运动、时尚的中小型承载式 SUV
	哈弗 H4	中小型 SUV	高性能、高配置承载式 SUV
	哈弗 SC60	大型 SUV	拥有出色公路性能与良好越野通过能力的大型商务 SUV
	CHK041	中大型 SUV	越野型非承载式 SUV

资料来源: 公司资料、中投证券研究所

我们预计公司 12-14 年实现收入 400 亿、469 亿和 537 亿元，归属于母公司净利润为 46 亿、56 亿和 64 亿元，11-13 年 EPS 为 1.51、1.85 和 2.12 元。给予 12 年 12 倍 PE 估值，目标价 18.00 元，维持“强烈推荐”评级。

图 5 公司整车销量及增速


资料来源：CAAM、中投证券研究所

表 3 公司主要产品未来销量预测

年度	2010	2011	2012E	2013E
哈弗 H6 (万辆)	-	1.4	12	16
哈弗 H3+H5 (万辆)	11.6	11.5	8	9
哈弗 M 系列 (万辆)	2	1.8	1.5	2
腾翼 C30 (万辆)	6.2	15.0	14.6	14.6
腾翼 C50 (万辆)	-	-	4	8
皮卡 (万辆)	9.9	12.2	13	15
其他 (万辆)	6.6	4.4	4.5	6
合计 (万辆)	36.3	46.3	57.6	70.6

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	20374	29278	37849	48041
现金	7107	10905	16492	23790
应收账款	679	598	693	863
其他应收款	650	1155	1416	1514
预付账款	361	528	592	685
存货	2777	3862	4365	5022
其他流动资产	8800	12231	14290	16167
非流动资产	12761	13005	13033	12483
长期投资	70	123	110	108
固定资产	7392	9069	9844	9716
无形资产	1869	1832	1794	1757
其他非流动资产	3429	1981	1285	902
资产总计	33135	42284	50882	60524
流动负债	14714	19648	22464	25480
短期借款	0	0	0	0
应付账款	6034	8560	9770	11167
其他流动负债	8680	11088	12695	14312
非流动负债	1400	1400	1400	1400
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1400	1400	1400	1400
负债合计	16113	21048	23864	26879
少数股东权益	284	390	485	585
股本	3042	3042	3042	3042
资本公积	4464	4464	4464	4464
留存收益	9237	13342	19027	25550
归属母公司股东权益	16737	20846	26534	33060
负债和股东权益	33135	42284	50882	60524

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	4449	5356	6381	7523
净利润	3511	4819	5780	6623
折旧摊销	702	905	1126	1274
财务费用	-23	-201	-307	-452
投资损失	-24	-40	-32	-36
营运资金变动	358	-165	-185	108
其他经营现金流	-74	39	-1	6
投资活动现金流	-3664	-1130	-1109	-677
资本支出	3759	1117	1152	714
长期投资	1375	51	-13	-2
其他投资现金流	1469	39	30	35
筹资活动现金流	3456	-429	315	452
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1947	0	0	0
资本公积增加	1899	0	0	0
其他筹资现金流	-390	-429	315	452
现金净增加额	4233	3798	5587	7298

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	30089	40450	46922	53671
营业成本	22594	30196	34870	39946
营业税金及附加	1052	1415	1641	1877
营业费用	1193	1618	1877	2147
管理费用	1284	1726	2002	2290
财务费用	-23	-201	-307	-452
资产减值损失	5	30	18	24
公允价值变动收益	3	3	3	3
投资净收益	24	40	32	36
营业利润	4012	5710	6856	7878
营业外收入	126	104	115	110
营业外支出	8	9	8	8
利润总额	4131	5806	6963	7980
所得税	620	987	1184	1357
净利润	3511	4819	5780	6623
少数股东损益	84	105	95	100
归属母公司净利润	3426	4713	5685	6523
EBITDA	4691	6414	7676	8701
EPS（元）	1.13	1.55	1.87	2.14

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	30.9%	34.4%	16.0%	14.4%
营业利润	35.2%	42.3%	20.1%	14.9%
归属于母公司净利润	26.9%	37.6%	20.6%	14.8%
获利能力				
毛利率	24.9%	25.3%	25.7%	25.6%
净利率	11.4%	11.7%	12.1%	12.2%
ROE	20.5%	22.6%	21.4%	19.7%
ROIC	30.9%	40.2%	46.9%	56.4%
偿债能力				
资产负债率	48.6%	49.8%	46.9%	44.4%
净负债比率	0.16%	0.08%	0.08%	0.08%
流动比率	1.38	1.49	1.68	1.89
速动比率	1.20	1.29	1.49	1.69
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.07	1.01	0.96
应收账款周转率	58	62	72	68
应付账款周转率	4.13	4.14	3.80	3.82
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.13	1.55	1.87	2.14
每股经营现金流(最新摊薄)	1.46	1.76	2.10	2.47
每股净资产(最新摊薄)	5.50	6.85	8.72	10.87
估值比率				
P/E	14.30	10.39	8.62	7.51
P/B	2.93	2.35	1.85	1.48
EV/EBITDA	9	7	5	5

相关报告

报告日期	报告标题
2012-08-27	车型受认可，盈利创新高——12年中报点评
2012-08-13	长城汽车 - 同比环比双增长，淡季旺销显实力——6月销量点评
2012-07-12	长城汽车 - 新车型给力，预计二季度净利增长 30%——6月销量点评及二季报预测
2012-05-11	长城汽车 - H6 再创新高，业绩增长强劲——4月产销点评
2012-04-27	长城汽车 - 新车型量价齐升，投资价值显著——1季报点评
2012-04-16	长城汽车 - 新产能进入盈利，成长性持续体现——3月产销点评&1季报预测
2012-03-13	长城汽车 - 品牌价值持续提升，静待天津工厂放量
2012-02-14	长城汽车 - 快速成长的自主品牌，细分市场的领军企业

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军, 中投证券研究所汽车行业分析师, 2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位, 2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434