

长城汽车 (601633)

车型不断丰富，新品SUV值得期待

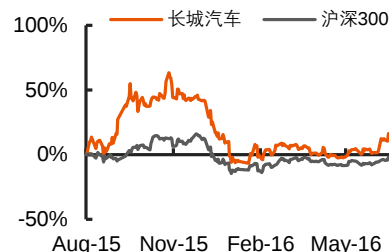
推荐（维持）

现价：10.23 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司/56.04%
实际控制人/持股	魏建军/34.94%
总股本(百万股)	9,127
流通 A 股(百万股)	6,028
流通 B/H 股(百万股)	3,100
总市值(亿元)	814.35
流通 A 股市值(亿元)	616.64
每股净资产(元)	4.56
资产负债率(%)	41.90

行情走势图



相关研究报告

《长城汽车*601633*2015 年促销优惠拖累净利润增长》 2016-03-25
 《长城汽车*601633*3Q 促销致利润下滑，2016 新品值得期待》 2015-10-26
 《长城汽车*601633*单车均价上升，盈利能力有所下降》 2015-08-30

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
 S1060511010006
 021-38638428
 WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
 S1060511010004
 021-38636729
 YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
 S1060116080003
 CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

事项：

公司披露半年报，上半年实现营业收入同比增12.2%达416.7亿元，归母净利润同比增4.4%达49.3亿元，基本每股收益0.54元。扣非后净利48.2亿元，同比增4.9%，折合每股收益0.54元。

平安观点：

- **SUV 拳头产品市场热度不减，下半年继续贡献增量：**公司上半年整车销售 45.5 万辆，同比增长 8.8%，完成 2016 年度销量计划 47.9%，其中 SUV 销售同比增 13.2%达 38.1 万辆，轿车销量同比下滑 20.4%至 2.1 万辆，皮卡相比去年略有下滑。公司上半年持续聚焦 SUV 品类，SUV 销量占比持续提升至 83.7%，比去年同期增 3.3 个百分点，价值中枢继续上移。主打产品哈弗 H6 因需求旺盛销量较去年增长 35.7%，新品哈弗 H7 和哈弗 H6 Coupe 1.5T 版本受市场热捧，销量逐渐爬升，下半年会继续贡献增量。
- **毛利率下滑，三费率略有下降，研发支出同比提升：**公司上半年毛利率 25.8%，同比下降 1.2 个百分点。二季度毛利率 26.4%，环比增约 1 个百分点，主要是由于哈弗 H2 生产转移到保定新工厂，提高了产能利用率。三费率同比下降 0.25 个百分点，主要是由于土地履约保证金折现确认财务费用所致，销售费用率和管理费用同比略有提升，公司不断加大研发投入，上半年研发费用同比增 10%，未来还会不断加大研发力度，预期公司管理费用率未来会稳中有升，销售费用率和毛利率基本持平。
- **新品上市不断，积极布局新能源。**公司推出红蓝标战略，下半年公司将推出蓝标哈弗 H2 和 H6，进一步丰富现有车型配置。年内或将上市新品小型 SUV，2017 年初哈弗 H7 七座版有望上市，满足国内消费者七座车型需求。公司正基于轿车积极开发新能源车型，并且策划电池控制系统、电机、电控等核心技术的研发，计划下半年推出首款纯电动轿车，分享新能源汽车机遇。
- **盈利预测与投资建议：**公司未来将会推出多款 SUV 新车型，车型配置进

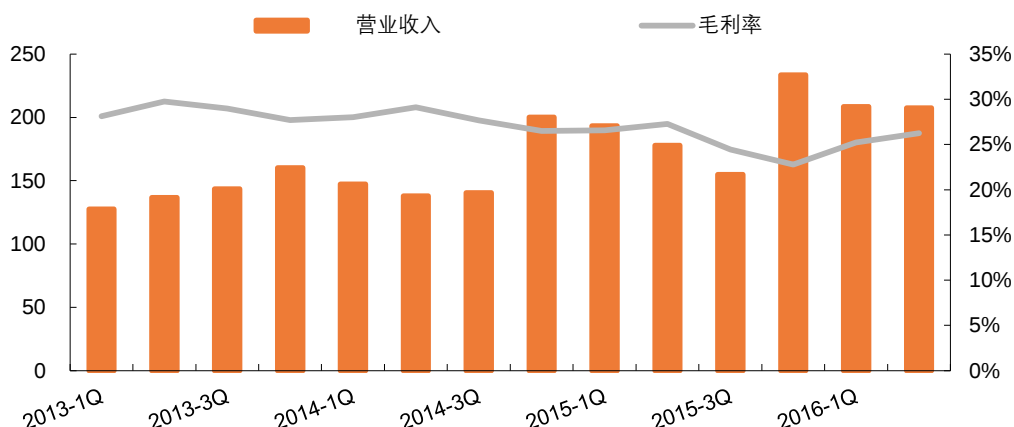
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	62591	75,955	87,520	98,254	104,318
YoY(%)	10.2	21.4	15.2	12.3	6.2
净利润(百万元)	8042	8,059	9,190	10,538	11,253
YoY(%)	-2.2	0.2	14.0	14.7	6.8
毛利率(%)	27.7	25.1	25.3	25.6	25.7
净利率(%)	12.8	10.6	10.5	10.7	10.8
ROE(%)	24.0	21.0	20.0	20.7	19.8
EPS(摊薄/元)	0.88	0.88	1.01	1.15	1.23
P/E(倍)	11.6	11.6	10.2	8.9	8.3
P/B(倍)	2.8	2.4	2.0	1.8	1.6

一步丰富，积极推进技术研发，把握新能源汽车+智能化趋势，业绩有望进一步增长。根据最新情况，我们调整公司业绩预测 2016 年、2017 年、2018 年净利润为 91.9、105.4、112.5 亿，每股收益为 1.01、1.15、1.23 元（原有业绩预测 2016 年、2017 年、2018 年 EPS 为 1.00、1.12、1.21 元），维持“推荐”评级。

- **风险提示：**1）乘用车市场不景气 2）SUV 销量不及预期。

图表1 长城汽车季度营业收入及毛利率

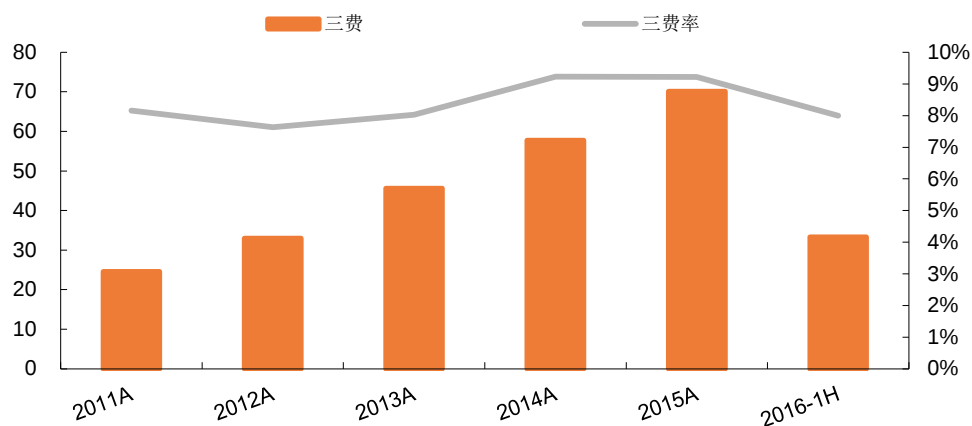
单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 长城汽车年度三费率稳中有升

单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 长城汽车季度经营情况

单位：百万元

季度	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	二季度环比增幅	二季度同比增幅	1H15	1H16	半年同比增幅
营业收入	19339	17806	15511	23377	20880	20793	-0.4%	16.8%	37115	41670	12.2%
资产减值损失	20	34	7	20	10	84	753.3%	143.7%	54	94	72.5%
营业外净收入	40	64	151	154	40	66	66.1%	3.9%	103	106	2.6%
投资收益	4	39	25	30	7	7	-0.4%	-81.1%	44	15	-65.9%
净利润	2536	2181	1492	1851	2396	2530	5.6%	16.0%	4717	4926	4.4%
季度	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	二季度环比增加百分点	二季度同比增加百分点	1H15	1H16	半年同比增加百分点
毛利率	26.6%	27.3%	24.5%	22.9%	25.3%	26.4%	1.0	-1.0	27.0%	25.8%	-1.2
销售费用率	3.1%	3.4%	3.9%	4.5%	3.0%	3.7%	0.7	0.4	3.2%	3.4%	0.2
管理费用率	4.1%	4.9%	5.5%	6.5%	4.5%	4.7%	0.2	-0.2	4.5%	4.6%	0.1

季度	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	二季度环比增幅	二季度同比增幅	1H15	1H16	半年同比增幅
财务费用率	0.0%	1.2%	0.1%	-0.4%	0.2%	0.0%	-0.2	-1.3	0.6%	0.1%	-0.5
所得税率	18.2%	16.6%	18.6%	13.4%	19.1%	14.4%	-4.7	-2.2	17.5%	16.8%	-0.7
净利率	13.1%	12.2%	9.6%	7.9%	11.5%	12.2%	0.7	-0.1	12.7%	11.8%	-0.9

资料来源: 公司年报、半年报, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	40390	46707	51736	55456
现金	3642	2828	5833	6396
应收账款	676	944	875	1056
其他应收款	102	3353	526	3593
预付账款	881	968	1107	1096
存货	4120	4609	5145	5197
其他流动资产	30970	34005	38250	38117
非流动资产	31521	35713	39524	41765
长期投资	18	-30	-78	-126
固定资产	19156	23484	27508	30249
无形资产	3136	3460	3707	3943
其他非流动资产	9210	8799	8387	7699
资产总计	71911	82420	91260	97221
流动负债	31786	34848	38588	38793
短期借款	300	300	300	300
应付账款	15603	18548	19616	20850
其他流动负债	15883	16000	18672	17643
非流动负债	1737	1728	1719	1710
长期借款	50	41	32	22
其他非流动负债	1687	1687	1687	1687
负债合计	33524	36577	40308	40503
少数股东权益	56	57	58	59
股本	9127	9127	9127	9127
资本公积	1411	1411	1411	1411
留存收益	27940	34544	42178	50408
归属母公司股东权益	38331	45787	50894	56659
负债和股东权益	71911	82420	91260	97221

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	10034	5346	12396	8470
净利润	8060	9191	10539	11254
折旧摊销	1981	96	106	116
财务费用	139	85	86	104
投资损失	-98	-30	-54	-53
营运资金变动	145	-3996	1716	-2953
其他经营现金流	-194	0	3	2
投资活动现金流	-6517	-4259	-3866	-2306
资本支出	5857	4241	3859	2289
长期投资	-1040	48	48	48
其他投资现金流	-1700	29	41	31
筹资活动现金流	-4112	-1901	-5525	-5601
短期借款	300	0	0	0
长期借款	50	-9	-9	(10)
普通股增加	6085	0	0	0
资本公积增加	-3043	0	0	0
其他筹资现金流	-7504	-1892	-5516	-5591
现金净增加额	-623	-814	3005	563

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	75955	87520	98254	104318
营业成本	56864	65394	73078	77486
营业税金及附加	2886	3326	3734	3964
营业费用	2842	3238	3635	3860
管理费用	4031	4744	5335	5675
财务费用	139	85	86	104
资产减值损失	82	100	67	80
公允价值变动收益	0	0	-3	-2
投资净收益	98	30	54	53
营业利润	9280	10664	12370	13200
营业外收入	467	500	381	413
营业外支出	59	59	53	54
利润总额	9689	11074	12698	13559
所得税	1628	1883	2159	2305
净利润	8060	9191	10539	11254
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	8059	9190	10538	11253
EBITDA	11582	11093	12693	13511
EPS (元)	0.88	1.01	1.15	1.23

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	21.4	15.2	12.3	6.2
营业利润(%)	0.4	14.9	16.0	6.7
归属于母公司净利润(%)	0.2	14.0	14.7	6.8
获利能力				
毛利率(%)	25.1	25.3	25.6	25.7
净利率(%)	10.6	10.5	10.7	10.8
ROE(%)	21.0	20.0	20.7	19.8
ROIC(%)	19.7	19.1	19.7	18.9
偿债能力				
资产负债率(%)	46.6	44.4	44.2	41.7
净负债比率(%)	-8.4	-5.4	10.8	-10.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	108.0	108.0	108.0	108.0
应付账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.88	1.01	1.15	1.23
每股经营现金流(最新摊薄)	1.13	0.59	1.36	0.93
每股净资产(最新摊薄)	4.20	5.02	5.58	6.21
估值比率				
P/E	11.6	10.2	8.9	8.3
P/B	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.9	8.4	7.1	6.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣 超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街 中心北楼 15 层 邮编：100033