

投资评级：推荐（下调）

分析师

张勇 0755-83515478

Email: zhangy@cgws.com

执业证书编号: S1070510120004

联系人:

廖瀚博 0755-83666934

Email: liaohb@cgws.com

从业证书编号: S1070112070045

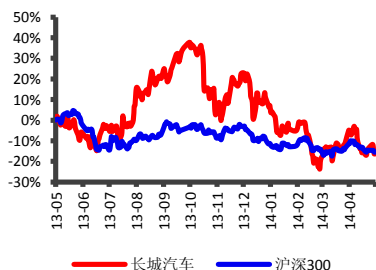
市场数据

目前股价	31.88
总市值（亿元）	969.92
流通市值（亿元）	96.99
总股本（万股）	304,242
流通股本（万股）	30,424
12 个月最高/最低	52.85/28.60

盈利预测

	2014E	2015E	2016E
营业收入	70,939	88,588	105,619
(+/-%)	24.9%	24.9%	19.2%
净利润	10,690	13,711	16,730
(+/-%)	30.0%	28.3%	22.0%
摊薄 EPS	3.51	4.51	5.50
PE	9.1	7.1	5.8

股价表现



数据来源：贝格数据

H8 再度推迟，冲击高端之路不平坦

——长城汽车（601633）公司动态点评

投资建议

由于 H8 再度推迟上市，我们下调 H8 全年销售预期至 1 万辆，维持明后年 5 万辆和 7 万辆的规模不变，对应下调 2014 年 EPS 至 3.51 元，维持 2015 年、2016 年 EPS 分别为 4.51 元和 5.50 元，对应当前股价 PE 分别为 9 倍、7 倍和 6 倍。考虑到 H8 再度上市时间未定，处于谨慎考虑，我们下调公司评级至推荐，积极密切关注 H8 的整改进展。

投资要点

- **H8 再度推迟：**公司发布公告，新车 H8 在高速工况下，传统系统存在敲击音，影响整车品质，达不到商品车的交付条件，公司决定对哈弗 H8 继续整改，达不到高端品位决不上市。此次推迟是 2014 年第二次推迟上市，公告没有明确整改时间，预计整改期或将超过 3 个月。
- **短期影响消费信心：**H8 搭载德国采埃孚的 6 速手自一体变速器，该机型已广泛应用于宝马、奔驰等豪华车型，产品成熟度较高。H8 在高速工况下传统系统存在异响，显示 2.0T 发动机与 6AT 变速器的匹配存在问题，未来仍需进一步整改。作为公司的战略新车，H8 再度推迟上市，彰显公司精益求精的风格，虽然短期对消费信心有负面影响，但长期利于公司品牌形象和产品力的提升。
- **冲击高端之路不平坦：**凭借哈弗 H6 和 M4 的出色表现，公司已成为国内 SUV 细分市场龙头。为了实现品牌提升和长远发展，公司推出新车 H8，正式向中高端 SUV 领域发起冲击。H8 上市历程颇为坎坷，2013 年 11 月登场至今已两度推迟上市，显示公司在研发和技术管理环节存在缺陷。同时，高端核心部件仍掌控在外资品牌手中，显示国内零部件体系发展严重滞后，难以为自主品牌提供有力支撑。我们认为 H8 问题具有一定普遍性，自主品牌冲击高端的道路依然艰难。
- **14 年增速将进一步放缓：**公司 4 月实现整车销售 5.9 万辆，同比下滑 11.2%，单月下滑幅度创新高，主要是轿车和皮卡下滑所致。三大品类仅 SUV 同比增长 19.5%，得益于 H6 的强势表现，而轿车和皮卡分别下滑 9.4% 和 59.1%。公司今年销售增长主要依赖于 H6 的继续放量和新车 H2，预计整体销售增速将下降至 18%。
- **风险提示：**新车推广不达预期；SUV 行业景气度下滑。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	43,160.0	56,784.3	70,938.7	88,587.7	105,619.2	成长性					
营业成本	31,561.5	40,538.0	50,039.7	61,935.4	73,331.9	营业收入增长	43.4%	31.6%	24.9%	24.9%	19.2%
销售费用	1,656.4	1,895.3	2,341.0	2,923.4	3,432.6	营业成本增长	39.7%	28.4%	23.4%	23.8%	18.4%
管理费用	1,743.7	2,747.4	3,469.9	4,418.7	5,377.3	营业利润增长	66.1%	45.1%	30.8%	28.8%	22.4%
财务费用	-105.3	-83.8	-87.5	-148.7	-239.5	利润总额增长	65.6%	45.0%	30.0%	28.3%	22.0%
投资净收益	19.3	59.2	59.2	59.2	59.2	净利润增长	63.0%	43.9%	30.0%	28.3%	22.0%
营业利润	6,663.4	9,668.0	12,643.4	16,287.4	19,928.3	盈利能力					
营业外收支	177.6	251.7	251.7	251.7	251.7	毛利率	26.9%	28.6%	29.5%	30.1%	30.6%
利润总额	6,841.0	9,919.7	12,895.1	16,539.1	20,180.0	销售净利率	13.3%	14.5%	15.1%	15.5%	15.9%
所得税	1,119.0	1,687.6	2,193.8	2,813.7	3,433.1	ROE	29.6%	33.2%	33.2%	32.8%	31.1%
少数股东损益	29.6	8.5	11.0	14.1	17.3	ROIC	28.6%	31.8%	32.1%	31.9%	30.3%
净利润	5,692.4	8,223.6	10,690.3	13,711.2	16,729.6	营运效率					
资产负债表					(百万)	销售费用/营业收入	3.8%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
流动资产	25,847.7	31,026.2	41,536.5	55,430.4	72,709.4	管理费用/营业收入	4.0%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%
货币资金	6,337.0	6,990.5	9,907.6	17,132.5	26,411.7	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
应收账款	691.5	656.3	1,258.4	1,527.3	1,847.3	投资收益/营业利润	0.3%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
应收票据	14,790.9	17,548.3	22,836.4	27,717.6	33,523.5	所得税/利润总额	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
存货	2,695.1	2,763.9	3,848.7	4,489.2	5,471.5	应收账款周转率	63.0	84.3	74.1	63.6	62.6
非流动资产	16,721.7	21,578.6	25,664.5	28,931.8	31,750.4	存货周转率	11.5	14.9	15.1	14.9	14.7
固定资产	14,008.8	18,646.2	22,307.1	25,040.8	27,226.5	流动资产周转率	1.9	2.0	2.0	1.8	1.6
资产总计	42,569.4	52,604.8	67,200.9	84,362.2	104,459.8	总资产周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
流动负债	19,319.2	22,839.5	28,989.4	35,317.6	42,197.4	偿债能力					
短期借款	0.0	182.2	0.0	0.0	0.0	资产负债率	49.2%	46.8%	45.8%	43.9%	42.1%
应付款项	13,039.1	15,251.7	19,781.4	23,872.4	28,595.2	流动比率	1.34	1.36	1.43	1.57	1.72
非流动负债	1,606.9	1,757.3	1,757.3	1,757.3	1,757.3	速动比率	1.20	1.24	1.30	1.44	1.59
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)					
负债合计	20,926.0	24,596.8	30,746.7	37,074.9	43,954.7	EPS	1.87	2.70	3.51	4.51	5.50
股东权益	21,643.4	28,008.0	36,454.2	47,287.3	60,505.1	每股净资产	7.11	9.21	11.98	15.54	19.89
股本	3,042.4	3,042.4	3,042.4	3,042.4	3,042.4	每股经营现金流	1.68	2.70	3.51	4.92	5.74
留存收益	14,010.7	20,499.6	28,934.8	39,753.7	52,954.3	每股经营现金/EPS	0.90	1.00	1.00	1.09	1.04
少数股东权益	129.1	12.1	23.1	37.3	54.5	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债和权益总计	42,569.4	52,604.8	67,200.9	84,362.2	104,459.8	PE	17.0	11.8	9.1	7.1	5.8
现金流量表					(百万)	PEG	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
经营活动现金流	5,105.4	8,224.8	10,670.6	14,957.7	17,471.0	PB	4.5	3.5	2.7	2.1	1.6
其中营运资本减少	-1,638.0	-1,186.9	-1,261.1	-340.8	-1,119.9	EV/EBITDA	21.4	15.1	11.7	9.1	7.4
投资活动现金流	-4,880.6	-5,969.8	-5,403.7	-4,989.2	-4,902.1	EV/SALES	3.8	2.9	2.3	1.8	1.5
其中资本支出	-4,860.6	-6,030.6	-5,455.5	-5,041.0	-4,953.9	EV/IC	7.5	5.7	4.4	3.4	2.7
融资活动现金流	-810.0	-1,475.9	-2,349.8	-2,743.6	-3,289.6	ROIC/WACC	2.4	2.7	2.8	2.7	2.6
净现金总变化	-585.2	779.0	2,917.1	7,224.9	9,279.2	REP	3.1	2.1	1.6	1.3	1.0

研究员介绍及承诺

张 勇：经济学硕士，2001 年加入长城证券，现任销售交易部负责人兼研究所副所长。

廖瀚博：中山大学硕士，2012 年加入长城证券，现任汽车行业研究助理。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇：0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

王 涛：0755-83516127, 18665822616, wangt@cgws.com

陈方园：0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com

陈尚峰：0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东：010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

杨 洁：010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

王 媛：010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李彦仪：010-88366060-8750, 18611670060, livanyi@cgws.com

安雅泽：010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

李珊珊：010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

陈 韵：021-61680389, 15821566166, chenvun@cgws.com

徐佳琳：021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编：200135 传真：021-61680357

网址：<http://www.cgws.com>