

公司研究

新股研究

建议询价区间: 15.1~17.4 元

垂直整合优势明显，公司价值快速提升

——长城汽车(601633)新股研究

核心观点

询价结论: 我们预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 1.16 元、1.39 元和 1.68 元，考虑公司高速成长的 SUV 和轿车业务，完备高效的营销网络以及较强的上下游产业链整合能力，给予公司 13~15 倍的估值水平，建议询价区间为 15.1~17.4 元。

主要依据:

由低端组装成长为高端全产业链整车企业。 汽车生产企业的核心竞争力在于对产业链价值的控制力，单纯的整车组装附加值较低，利润空间小，而前端的研发和核心零部件以及后端的营销售后和品牌运营附加值不断增强。公司从最初的简单组装起步，不断向产业链两端延伸，加强上下游资源整合，提高核心零部件的研发、系统集成和匹配能力，目前自主配套能力高，公司已经成长为一项拥有上下游立体式垂直整合能力的整车企业。

皮卡地位稳固，SUV 持续发力。 皮卡是公司发展最早，最具竞争力的业务，1998 年起，公司连续 13 年在全国保持皮卡销量、占有率、出口数量和市场保有量第一。2010 年，公司皮卡市场占有率 27.1%，继续稳居第一。上半年，公司共销售整车 21.8 万辆，同比增长 47.3%，增速远高于行业整体水平。其中，皮卡销量为 5.7 万辆，同比增长 25.1%。公司 2002 年开始借助皮卡领域的技术和经营经验进入 SUV 市场，连续 8 年保持自主品牌 SUV 销量第一，目前，SUV 已经成为公司收入和利润的最主要来源。1-7 月，公司哈弗系列 SUV 共销售 8.7 万辆，同比增长 7.4%，位列 SUV 销量排名第一。

轿车业务快速崛起。 最终决定整车厂商市场地位的是轿车，公司在皮卡和 SUV 市场站稳脚跟之后，开始大步进军轿车领域，公司三年来先后推出了长城精灵、炫丽、酷熊、凌傲、腾翼 C30 五款车型，凭借出色的技术实力和良好的市场口碑，公司轿车各车型都取得了不俗成绩，其中炫丽为 2009 年 A0 级两厢轿车市场销量冠军，腾翼 C30 上市仅半年就成为月销过万辆的明星车型。上半年，公司累计销售轿车 8.6 万辆，同比大幅增长 120%，由于产品结构的优化，单车收入由去年同期的 4.6 万元提升 7.1% 至 4.9 万元。轿车业务已经成为公司的重要利润增长点，上半年轿车业务营收占收入百分比达到 30.5%，同比大幅提高 11.1 个百分点，而毛利占比也直线攀升，目前已经接近 30%。

完备的国际营销网络是公司出口业务增长的强劲引擎。 不同于其他自主品牌竭力厮杀国内市场，公司还在海外拥有强大的销售网络，目前，公司海外销售网点已经接近 600 家，在保有量较大的区域服务半径控制

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	22986	31521	38095	46097
同比增速(%)	79.37%	37.13%	20.86%	21.01%
净利润(百万)	2701	3524	4236	5105
同比增速(%)	169.17%	30.49%	20.19%	20.52%
EPS(元)	0.89	1.16	1.39	1.68

基础数据

总股本(万股)	273818.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	0.00
建议询价区间(元)	15.1~17.4

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 周红军, 丰亮

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

制在 300 公里以内，领先国内汽车企业。公司汽车已经销往 128 个国家和地区，覆盖中东、非洲、拉美、亚太（含澳大利亚）、欧洲等地区，并且哈弗、风骏、炫丽、酷熊在欧盟获得无限制自由销售权，公司具有前瞻性的海外发展战略带了公司海外市场销售业绩的出色表现。上半年，公司共出口汽车 3.1 万辆，同比增长 44.9%。

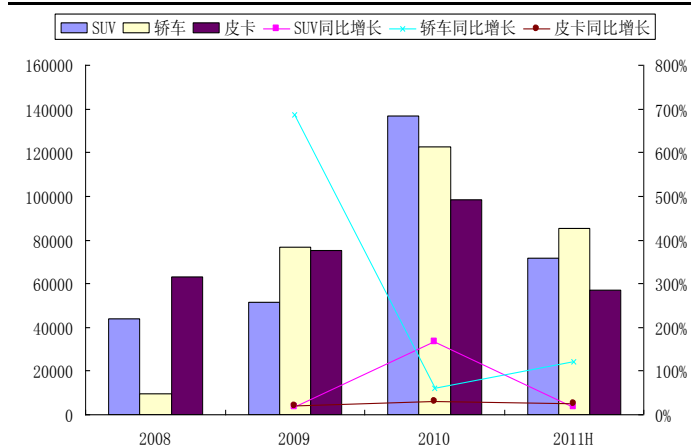
国内营销网络深度下沉。公司在国内建立了较为完善的营销网络，截至 2011 年 3 月，公司拥有经销商 496 家，运营及在建的 4S 店 468 家以及单体店 256 家，服务网络遍布各个省、市、自治区共计 287 个大小城市，服务半径控制在 50 公里以内。公司 87% 以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，营销网络深度下沉，市场抓附力更强，也更符合国内汽车市场的渠道发展方向。

新车型有序投放和产品结构高端化将持续提升毛利率。原材料成本和人力成本的上升对汽车行业带来了较大的经营压力，公司通过推出新品、转嫁成本、优化工艺和减少损耗等措施，极大的消化了成本压力，上半年，公司毛利率为 23.2%，同比提升 1.8 个百分点，主要由于：1) 轿车毛利率的提升；2) 销量增长规模效益的体现；3) 公司持续提升品质带动品牌的溢价能力提高。下半年，公司将有两款新车上市，分别是哈弗 H6 和腾翼 C50，由于性能优秀，性价比高，将有助于进一步提升公司盈利水平。另外，公司还将继续开发节能环保型经济适用型轿车，并逐步进入中高端轿车市场，产品结构的持续优化也将带动公司盈利能力上升到更高的层面。

募集资金助力公司竞争力大幅提升。随着产销规模不断扩大，公司产能逐渐吃紧，近三年整车产能利用率分别为 59.88%、87.64%、93.74%，日前，公司天津生产基地已经正式启动，公司产能由 40 万辆扩张到 80 万辆，极大缓解了产能压力。本次回归 A 股募集资金将主要投资于发动机、变速器、车桥及制动器、内外饰和车灯等核心零部件的扩产项目，项目投产后不仅将满足天津基地 40 万辆整车对核心零部件的配套需求，更通过零部件自身的技术升级，进一步提升了公司整车的市场竞争力，为公司产品线向中高端领域拓展提供持续支撑。

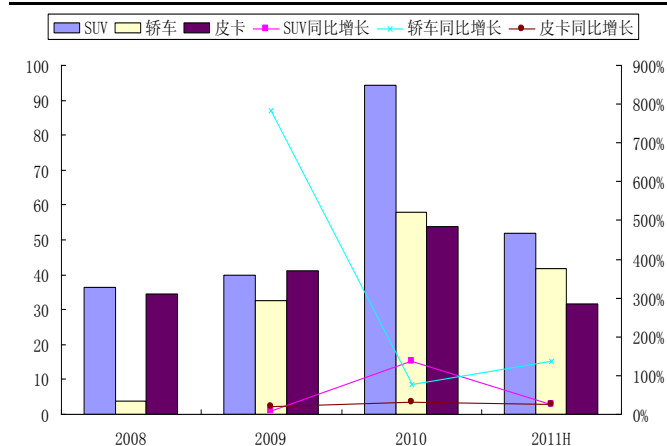
风险提示：原材料成本和人工费用大幅上涨；新产品市场开拓不达预期；SUV 和轿车市场竞争加剧带动市场份额和盈利能力下滑；人民币持续升值削弱产品出口竞争力等等。

图 1: 分车型销量和同比增速 (辆)



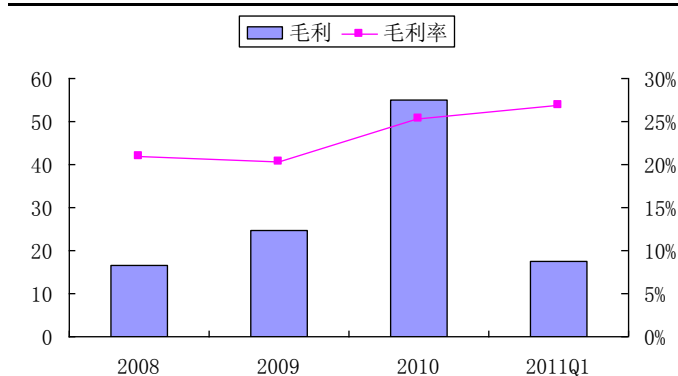
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 2: 分车型销售收入和同比增速 (亿元)



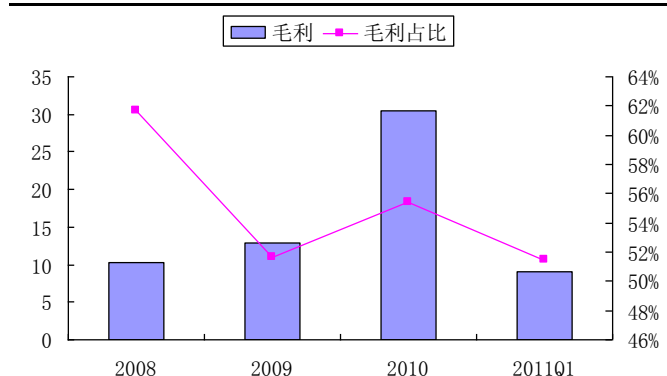
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 3: 公司整车毛利和毛利率 (亿元)



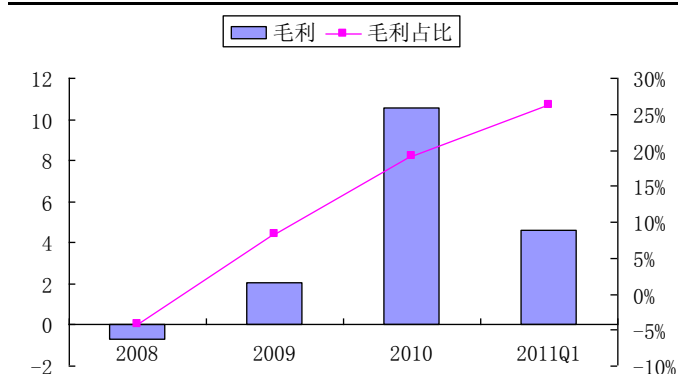
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 4: SUV 业务毛利和毛利占比 (亿元)



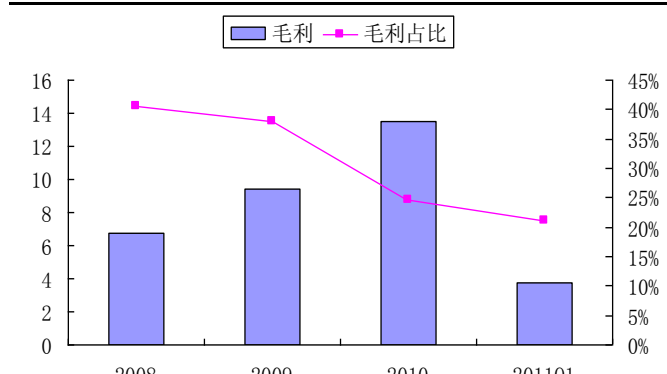
资料来源: 公司公告, 国都证券

图 5: 轿车业务毛利和毛利占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国都证券

图 6: 皮卡业务毛利和毛利占比 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国都证券

图表 1: 长城汽车 (601633) 盈利预测

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		12815	22986	31521	38095	46097
	YOY%	52.11%	79.37%	37.13%	20.86%	21.01%
营业成本		10226	17298	23326	28190	34112
营业税金及附加		426	811	991	1269	1537
营业费用		705	1070	1418	1714	2074
管理费用		627	874	1611	1905	2305
财务费用		-24	-8	-84	-62	-71
资产减值损失		17.46	27.09	70.70	60.74	77.07
公允价值变动收益		0.00	-1.95	-0.65	-0.87	-1.16
投资净收益		21.21	56.27	30.88	36.12	41.09
营业利润		859	2968	4219	5053	6103
	YOY%	61.52%	245.58%	42.16%	19.77%	20.78%
营业外收入		63	82	69	72	74
营业外支出		9	9	9	9	9
利润总额		913	3041	4279	5116	6169
所得税		-140	214	556	665	802
净利润		1053	2827	3723	4451	5367
少数股东损益		49	126	199	215	262
归属母公司净利润		1003.36	2701	3524	4236	5105
	YOY%	95.16%	169.17%	30.49%	20.19%	20.52%
EBITDA		827	2933	5037	6087	7329
EPS (元/股)		0.33	0.89	1.16	1.39	1.68

资料来源: 公司公告、国都证券

注: 股本按照发行后总股本统一计算

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			