

务实的细分行业龙头

——长城汽车(601633)投资价值分析



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

- **三足鼎立的业务格局已初步构成**

公司自皮卡起家，后于 2002 年进入 SUV 市场，在皮卡和 SUV 细分市场先后获得领先优势后，又于 2010 年全面进入轿车市场。公司目前具备 SUV、轿车、皮卡三大品类合计 40 万辆整车的生产能力，同时形成了发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。
- **稳定的 SUV 业务，快速发展的轿车业务**

无论是从公司的主营收入构成还是毛利构成的角度，SUV 始终占据了最大的份额；轿车业务在近两年的快速发展十分抢眼，已成长为第二大业务；皮卡业务受制于市场容量等问题，与另两块业务相比显得不进则退，其收入占比逐年递减。
- **零部件高比例自给及产业链垂直整合能力突出**

作为自主品牌车企，公司始终注重于核心零部件的自主研发和配套能力的培养。这种对零部件产业链的垂直整合能力，首先可以有效地节省物流成本和降低资本投入，并通过规模经济和协同效应大幅降低整车生产成本；其次，自主开发和设计可以摆脱对国外汽车厂商的技术依赖，缩短新技术和新产品在整车产品中的引入周期；第三，大比例的自主生产零部件，既可以显著降低生产成本，又可以有效保障本集团整车产能提升所需的零部件供给。
- **“长城模式”的可复制性**

我们对“长城模式”的理解是：1) 定位于三四五线城市；2) 立足细分市场并努力成为领导者；3) 以产品的高品质换取品牌价值增值；4) 精准的定价策略确保盈利能力。我们看好这种以利润为导向、高度聚焦细分市场的策略在公司 SUV 及皮卡领域持续深化以及在轿车领域的探索及新发展。
- **募投项目既配合天津产能释放又有助于核心零部件升级**

此次募资主要投向既包括 10 万台 GW4D20 柴油机项目、30 万台 EG 发动机项目、20 万台 6MT 变速器项目，以及为之配套的 40 万套铝合金铸件项目等动力总成领域，又包括 40 万套车桥及制动器项目 40 万套内外饰和灯具项目等重要零部件领域。
- **合理价值区间为 12.91 元-15.29 元**

公司 2011-2013 年的预测 EPS 值分别为 1.02 元、1.31 元和 1.66 元，综合参考可比 A 股乘用车上市公司的估值水平以及 A-H 定价差异因素，我们估算得出公司的理价值区间为 12.91 元-15.29 元

风险提示

- 1) 轿车业务拓展可能会低于预期；
- 2) 自主品牌扎堆以及合资车型价格下探，可能使公司所处细分市场环境进一步恶化；
- 3) 汽车行业整体增速回落。

长城汽车 601633 2011-09-15

价值区间(元) 12.91-15.29

发行概况

| | |
|-----------------|---------|
| 发行后总股本(百万股) | 3042.42 |
| 发行数量(百万股) | 304.24 |
| 2010 年摊薄 EPS(元) | 0.89 |
| 每股净资产(元) | 9.56 |
| 2010 年净资产收益率(%) | 27 |

研究员

张志鹏

联系人

张宇

执业编号

S0820209120024

E-mail

zhangyu@ajzq.com

电话

021-32229888-3502

目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 一、公司基本情况..... | 3 |
| 1.1 发展历程及市场地位..... | 3 |
| 1.2 股权结构及本次发行概况..... | 4 |
| 1.3 业务构成..... | 4 |
| 二、公司经营亮点分析..... | 5 |
| 2.1 零部件产业链垂直整合..... | 5 |
| 2.2 “长城模式”及其复制到轿车业务的思考..... | 7 |
| 2.3 后续车型丰富..... | 9 |
| 三、募投项目简析..... | 10 |
| 四、盈利预测及合理价值..... | 11 |
| 4.1 盈利预测..... | 11 |
| 4.2 合理价值区间..... | 11 |
| 五、风险提示..... | 12 |

图表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 1 公司产品序列演变历程及主要车型..... | 3 |
| 图 2 公司近三年营业总收入及增速..... | 4 |
| 图 3 公司近三年净利润及增速..... | 4 |
| 图 4 主要业务板块的收入占比..... | 4 |
| 图 5 主要业务板块的毛利占比..... | 4 |
| 图 6 公司各业务毛利率情况..... | 5 |
| 图 7 公司对产业链的深度整合..... | 5 |
| 图 8 整车类公司的盈利水平比较..... | 6 |
| 图 9 公司与广汽长丰 SUV 业务毛利率比较..... | 6 |
| 图 10 公司与自主车企的轿车业务毛利率比较..... | 6 |
| 图 11 公司与江铃汽车皮卡业务毛利率比较..... | 6 |
| 图 12 “长城模式”的简单图解..... | 7 |
| 图 13 近几年三四五线城市乘用车需求占比提升显著..... | 7 |
| 图 14 哈弗 H 系列 SUV 的销量走势..... | 8 |
| 图 15 长城腾翼 C30 与主要竞品车型的销量比较..... | 9 |
| 图 16 募投项目有助于核心零部件的升级..... | 10 |
| 表 1 公司主要车型在行业中的市场占有率情况..... | 3 |
| 表 2 公司股权结构变化..... | 4 |
| 表 3 自供零部件对公司主要产品成本控制的影响..... | 6 |
| 表 4 公司销售网络主要分布在三级及以下城市..... | 7 |
| 表 5 哈弗 H3 与主要竞品车型的参数比较..... | 8 |
| 表 6 哈弗 H3 与主要竞品车型的配置比较..... | 8 |
| 表 7 未来三年公司将推出的新车型..... | 9 |
| 表 8 公司此次募投项目情况..... | 10 |
| 表 9 对公司未来盈利预测的部分关键假设..... | 11 |
| 表 10 公司主要财务数据预测..... | 11 |
| 表 11 可比 A 股上市公司的估值情况..... | 11 |
| 表 12 汽车及零部件股 A-H 比价情况..... | 12 |
| 表 13 公司三大表简表预测..... | 13 |

一、公司基本情况

1.1 发展历程及市场地位

公司自皮卡起家，后于2002年进入SUV市场，在皮卡和SUV细分市场先后获得领先优势后，又于2010年全面进入轿车市场。公司目前具备SUV、轿车、皮卡三大品类合计40万辆整车的生产能力，同时形成了发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。

图1 公司产品序列演变历程及主要车型



资料来源：招股书 & 爱建证券

SUV及皮卡均为细分行业领先，轿车业务刚刚起步。公司的SUV市场占有率稳居国内行业前三，2011年为行业第一；公司的皮卡市场占有率保持行业第一已达13年，近三年稳定在27%以上，优势明显；公司的轿车业务自2008年全面展开，车型逐步覆盖A级及以下（含A00、A0和A级），虽增长迅猛，但作为轿车行业新军，其市场份额相对较小。

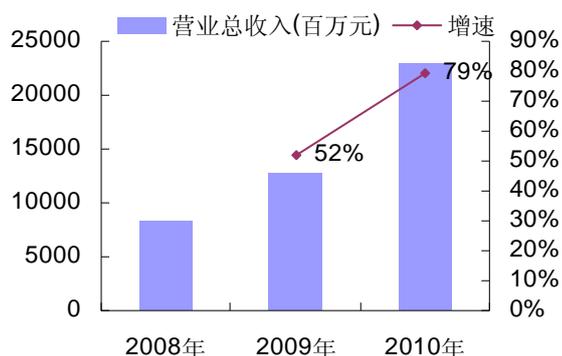
表1 公司主要车型在行业中的市场占有率情况

| 车型 | 2008年 | 2009年 | 2010年 |
|---------|-------|-------|-------|
| SUV | 13.9% | 10.9% | 11.3% |
| 皮卡 | 27.3% | 27.7% | 27.1% |
| 轿车 | 0.2% | 0.9% | 1.3% |
| 总销量占全行业 | 1.4% | 1.7% | 2.2% |

数据来源：招股书 & CAAM & 爱建证券估算

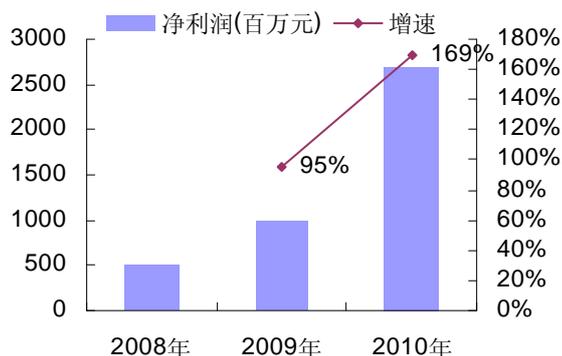
销量持续高增长，推动收入及盈利的高增长。受SUV产品持续热销及轿车产品开始放量推动，公司2009、2010年的整车销量增速均在70%以上，与之对应，公司近两年营业总收入增速分别达52%和79%，净利润增速分别达95%和169%。

图2 公司近三年营业总收入及增速



数据来源：招股书 & 爱建证券

图3 公司近三年净利润及增速



数据来源：招股书 & 爱建证券

1.2 股权结构及本次发行概况

表2 公司股权结构变化 单位：股

| 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | |
|-----------|---------------|---------|---------------|---------|
| | 持股数量 | 持股比例 | 持股数量 | 持股比例 |
| 创新长城 | 1,705,000,000 | 62.27% | 1,705,000,000 | 56.04% |
| 外资股(H股) | 1,033,180,000 | 37.73% | 1,033,180,000 | 33.96% |
| 社会公众股(A股) | 0 | 0 | 304,243,000 | 10.00% |
| 合计 | 2,738,180,000 | 100.00% | 3,042,423,000 | 100.00% |

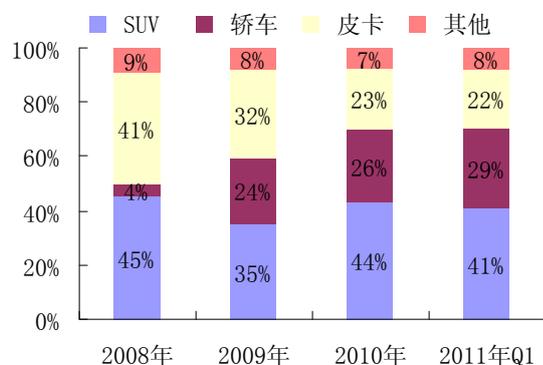
数据来源：招股书 & 爱建证券 注：假设此次发行股数按上限，即 304,243,000 股。

以此次发行股份为上限数假设，发行前后创新长城分别持有公司62.27%和56.04%的股份，处于控股股东地位；魏建军持有创新长城62.35%的股权，是公司的实际控制人。

1.3 业务构成

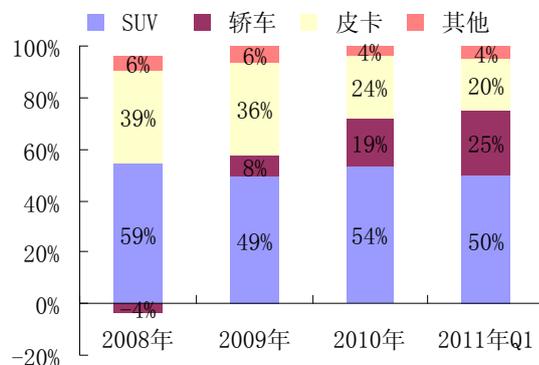
稳定的 SUV 业务，快速发展的轿车业务。无论是从公司的主营收入构成还是毛利构成的角度，SUV 始终占据了最大的份额；轿车业务在近两年的快速发展十分明显，已成长为第二大业务；皮卡业务受制于市场容量等问题，与另两块业务相比显得不进则退，其收入占比逐年递减。

图4 主要业务板块的收入占比



数据来源：招股书 & 爱建证券测算

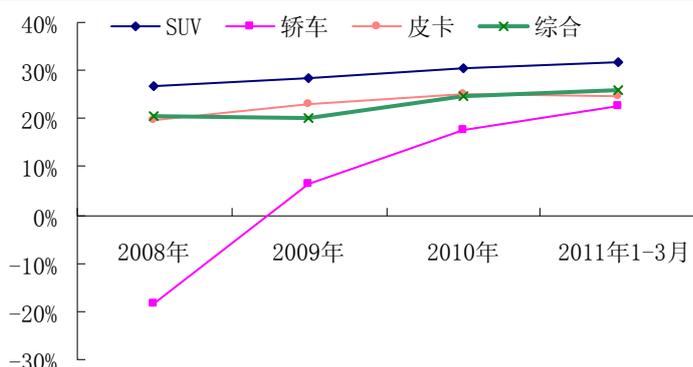
图5 主要业务板块的毛利占比



数据来源：招股书 & 爱建证券测算

综合毛利率稳中有升。从毛利率角度看，公司的 SUV 和皮卡业务毛利率稳步上升，轿车业务的毛利率在上量之后迅速转正并攀升至 20% 以上。

图 6 公司各业务毛利率情况



数据来源: 招股书 & 爱建证券整理

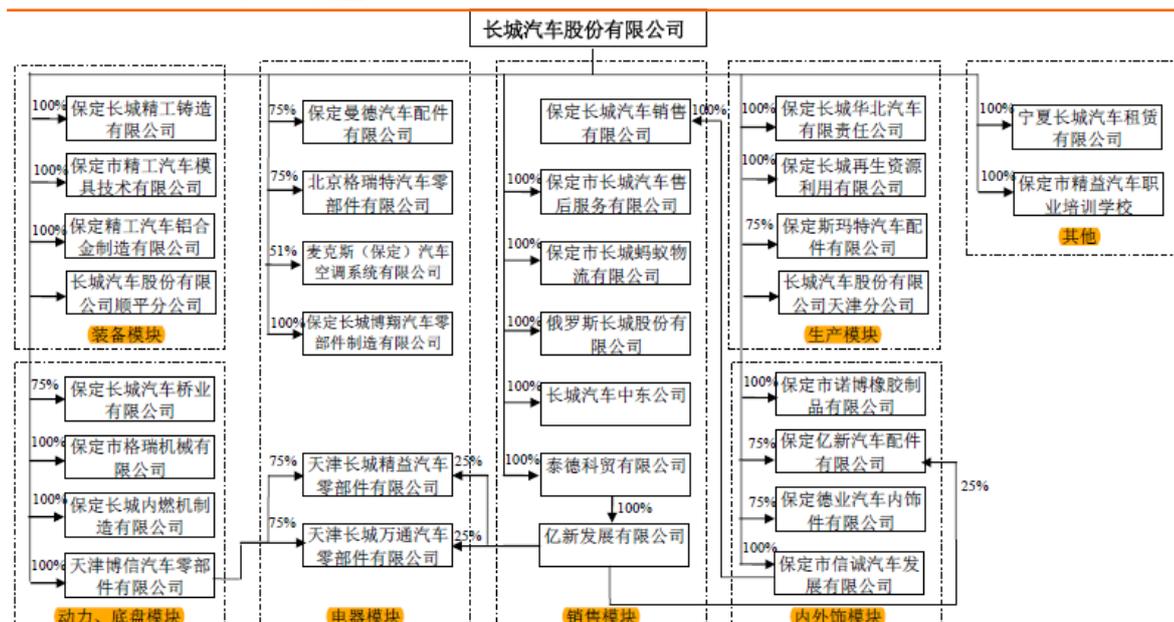
二、公司经营亮点分析

2.1 零部件产业链垂直整合

完善的核心零部件自主配套能力是公司核心竞争力之一。作为自主品牌车企,公司始终注重于核心零部件的自主研发和配套能力的培养。目前,控股子公司或参股公司全面参与了整车生产环节所需的核心汽车零部件,包括发动机、变速器、前后桥、空调设备、灯具、塑料等。

这种对零部件产业链的垂直整合能力,首先可以有效地节省物流成本和降低资本投入,并通过规模经济和协同效应大幅降低整车生产成本,是公司具备提供质优价廉汽车产品能力的基础;其次,自主开发和设计可以摆脱对国外汽车厂商的技术依赖,缩短新技术和新产品在整车产品中的引入周期;第三,大比例的自主生产零部件,既可以显著降低生产成本,又可以有效保障本集团整车产能提升所需的零部件供给。

图 7 公司对产业链的深度整合



资料来源: 招股书 & 爱建证券整理

高比例零部件自给率的直观体现在于公司领先行业的毛利率水平。由于较高的零部件自给率,公司无论是单车型还是综合毛利率水平都处于 A 股整车上市公司的领先水平。

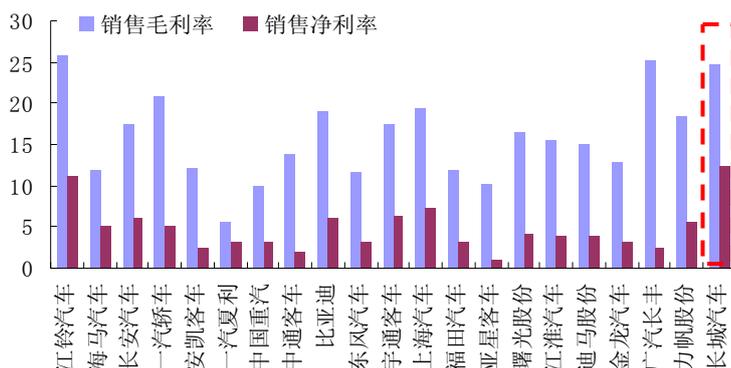
请务必阅读正文之后的重要声明

表 3 自供零部件对公司主要产品成本控制的影响

| 项目 | 哈弗 H5 | 风骏皮卡 | 腾翼 C30 |
|--------------------------------|-------|-------|--------|
| 自购零部件成本占总成本比例 | 53.2% | 59.4% | 50.1% |
| 如果全部外购达到同一质量标准，对成本的增加比例 | 7.0% | 7.8% | 8.2% |
| 该车型使用的关键零部件（发动机、变速器）外购高于成本价的比例 | 14.9% | 11.6% | 13.5% |

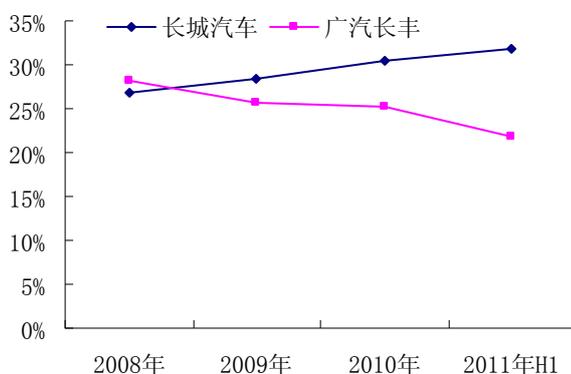
资料来源：公司新股推介材料 & 爱建证券整理

图 8 A 股整车类公司的盈利水平比较 单位：%



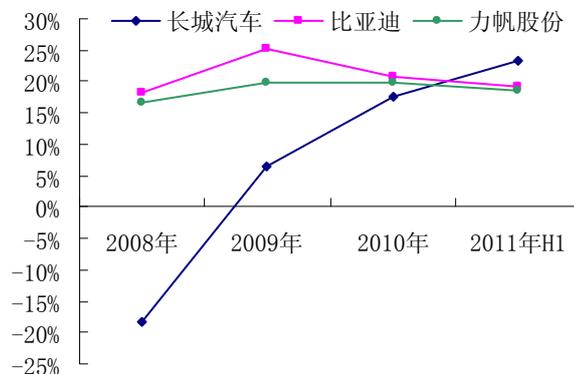
数据来源：Wind & 爱建证券整理

图 9 公司与广汽长丰 SUV 业务毛利率比较



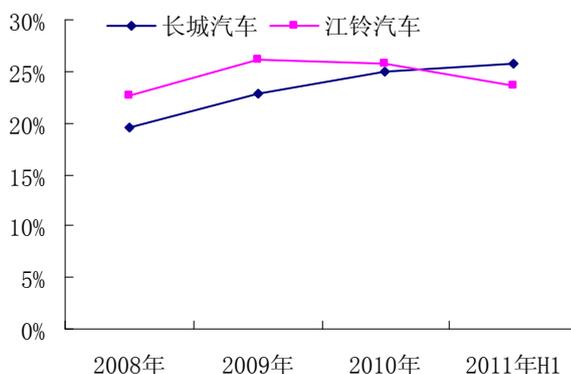
数据来源：Wind & 爱建证券整理

图 10 公司与自主车企的轿车业务毛利率比较



数据来源：Wind & 爱建证券整理

图 11 公司与江铃汽车皮卡业务毛利率比较



数据来源：Wind & 爱建证券整理 注：因缺乏直接数据，此处以江铃汽车综合毛利率替代，江铃汽车的皮卡毛利率实际低于轻客业务毛利率，也即低于公司综合毛利率水平。

2.2 “长城模式”及其复制到轿车业务的思考

所谓“长城模式”，我们对其的理解是：1) 定位于三四五级城市；2) 立足细分市场并努力成为领导者；3) 以产品的高品质换取品牌价值增值；4) 精准的定价策略确保盈利能力。所以，“长城模式”的核心可以概括为以利润为导向，高度聚焦细分市场。

图 12 “长城模式”的简单图解



资料来源：爱建证券

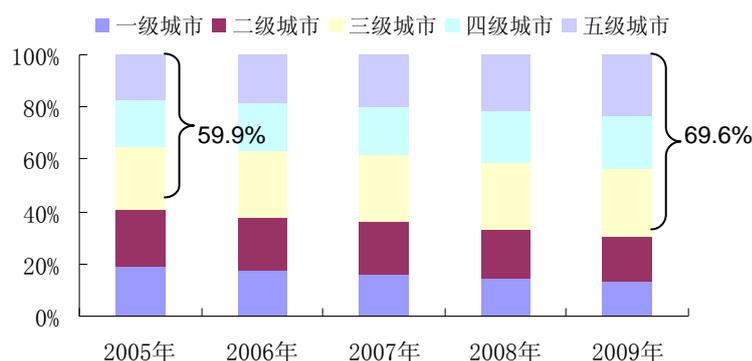
通过布局三级及以下城市，一方面可以有效避开合资车企扎堆导致市场竞争激烈的一二线城市，另一方面又可以较好地享受汽车需求向中西部三四线城市扩张带来的机会，这也是符合目前整体规模实力偏弱、车型定位偏中低端的自主品牌车企的发展模式。

表 4 公司销售网络主要分布在三级及以下城市（截至 2011 年一季度末） 单位：个/家

| 城市分级 | 分布城市 | 经销商 | 4S 店 | 单体店 |
|-----------|------|-----|------|-----|
| 一级城市 | 4 | 13 | 18 | 13 |
| 二级城市 | 11 | 36 | 43 | 19 |
| 三级城市 | 31 | 74 | 81 | 41 |
| 四级城市 | 62 | 114 | 121 | 51 |
| 五级城市 | 179 | 259 | 205 | 132 |
| 合计 | 287 | 496 | 468 | 256 |
| 三级及以下城市占比 | 95% | 90% | 87% | 88% |

资料来源：招股书 & 爱建证券整理

图 13 近几年三四五级城市乘用车需求占比提升显著



数据来源：乘联会 & 爱建证券整理

从细分车型看，公司在“长城汽车”的整体品牌战略下，逐步将 SUV、皮卡、轿车分别聚焦于“哈弗”、“风骏”、“腾翼”三个子品牌，通过建立品类优势以谋求品牌优势，这种“集中力量办大事”的方法对于公司产品的推广很有裨益。

从汽车产品看，公司的产品定价往往稍高于同类的自主品牌车型而低于合资品牌车型，切入点较精准，相对更丰富的配置一方面有助于客户对其产品品质的认同感，另一方面也支撑了其对于同类自主品牌车型的溢价，在公司产品脱离低质低价的区间的同时，也确立了在细分市场的竞争优势。

表 5 哈弗 H3 与主要竞品车型的参数比较

| 车款 | 2010 款-领先版-2.4 两驱豪华型 | 2011 款-2.0GL-MT-两驱版 | 2010 款-精英版 1.8MT-舒适型 | 2011 款-2.0L 汽油两驱手动舒适型 |
|-------------|----------------------|---------------------|----------------------|-----------------------|
| 厂商指导价 | 11.08 万 | 15.98 万 | 9.38 万 | 9.98 万 |
| 厂商-车型 | 长城汽车-H3 | 东风悦达起亚-狮跑 | 奇瑞汽车-瑞虎 | 华泰汽车-圣达菲 |
| 发动机 | 2.4L 136 马力 L4 | 2.0L 142 马力 L4 | 1.8L 132 马力 L4 | 2.0L 126 马力 L4 |
| 变速箱 | 5 挡手动 | 5 挡手动 | 5 挡手动 | 5 挡手动 |
| 长×宽×高(mm) | 4620*1800*1810 | 4350*1840*1730 | 4390*1765*1705 | 4500*1820*1675 |
| 整车质保 | 三年或 6 万公里 | 三年或 5 万公里 | 两年或 6 万公里 | 两年或 6 万公里 |
| 最大马力(Ps) | 136 | 142 | 132 | 126 |
| 最大功率(kW) | 100 | 105 | 97 | 93 |
| 最大功率转速(rpm) | 5250 | 6000 | 5750 | 6000 |
| 最大扭矩(N·m) | 200 | 184 | 170 | 170 |
| 最大扭矩转速(rpm) | 2500-3000 | 4500 | 4300-4500 | 4000-4500 |

资料来源：汽车之家 & 爱建证券整理

表 6 哈弗 H3 与主要竞品车型的配置比较

| 比较 | 安全配置 | | | 操控配置 | | 外部配置 | | |
|----|----------------|---------|------|-----------------------|--------|---------|--------|------------|
| 多 | ISO FIX 儿童座椅接口 | 安全带未系提示 | 遥控钥匙 | 牵引力控制 (ASR/TCS/TRC 等) | 电动车窗 | | | |
| 少 | | | | | | | | |
| 比较 | 内部配置 | | | 座椅配置 | | 多媒体配置 | | |
| 多 | 真皮方向盘 | 多功能方向盘 | 泊车辅助 | 行车电脑显示屏 | 后排杯架 | 中控台彩色大屏 | 单碟 DVD | ≥8 喇叭扬声器系统 |
| 少 | | | | | 座椅高低调节 | 后座中央扶手 | | |

资料来源：汽车之家 & 爱建证券整理 注：较之其他全部或某款车型多或少（含选配）

图 14 哈弗 H 系列 SUV 的销量走势 单位：辆



数据来源：新浪汽车 & 爱建证券整理

我们谨慎看好“长城模式”在其轿车领域的应用。首先，公司对于汽车产品品质的实现以及建立与同类竞品车型的差异化优势方面已经具备了较多的经验；其次，公司对于零部件产业链的垂直整合使其产品具备了较强的盈利能力，新业务的盈亏平衡点相对较低；第三，公司在 SUV 领域的成功，已经为其对轿车业务的拓展打下了市场基础。但同时，也不能忽视轿车和 SUV 市场容量的差别，轿车领域的竞争激烈程度以及产品的丰富程度都远高于 SUV 市场，对公司管理层将是全新的考验。在腾翼 C30 初获成功之后，公司还需要推出更多款成功的轿车车型加以证明。

图 15 长城腾翼 C30 与主要竞品车型的销量比较



数据来源：搜狐汽车 & 爱建证券整理

2.3 后续车型丰富

围绕着“品类聚集品牌，发展哈弗 SUV、风骏皮卡、腾翼轿车三大品类”的未来五年主要业务目标规划，公司将进一步加大新车型的推出力度。

在后续车型持续丰富的推动下，公司有望继续保持在皮卡和 SUV 市场的领先地位，同时，在 A 级轿车细分市场的深度挖掘，将有助于其轿车品质与销量的持续提升。

表 7 未来三年公司将推出的新车型

| 年份 | 车型 | 类型 | 车型简介及卖点 |
|--------|---------|----------|--------------------|
| 2011 年 | 腾翼 C20R | A 级两厢轿车 | 时尚、运动的小型家用轿车 |
| | 腾翼 C50 | 三厢 B 级轿车 | 9 万元以内第一款带 T 的家用轿车 |
| | 哈弗 H6 | 中型 SUV | 具有高性价比的中型城市型 SUV |
| 2012 年 | 腾翼 C30i | 三厢 A 级轿车 | 大空间、最高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 B 级轿车 | 造型时尚、动感的家用轿车 |
| 2013 年 | CHB051 | 三厢轿车 | 高科技、高品质的 A 级轿车 |
| | CHB061 | 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 | 兼顾越野性能的大型商务 SUV |
| | CHK041 | 中大型 SUV | 越野型非承载式 SUV |

资料来源：公司新股推介会材料 & 爱建证券整理

三、募投项目简析

表 8 公司此次募投项目情况 单位：万元

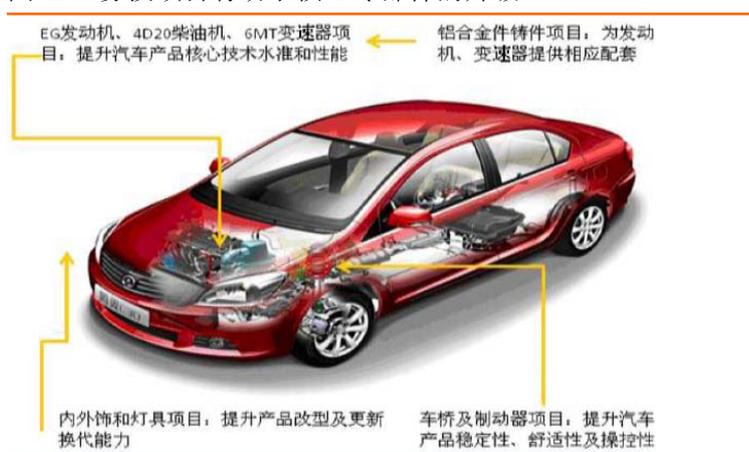
| 序号 | 项目名称 | 项目总投资 | 拟投入募集资金额 |
|----|-----------------------|------------|------------|
| 1 | 年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目 | 41,190.00 | 41,190.00 |
| 2 | 年产 30 万台 EG 发动机项目 | 56,800.00 | 56,800.00 |
| 3 | 年产 20 万台 6MT 变速器项目 | 52,026.20 | 52,026.20 |
| 4 | 年产 40 万套铝合金铸件项目 | 42,027.00 | 42,027.00 |
| 5 | 年产 40 万套车桥及制动器项目 | 57,165.70 | 57,165.70 |
| 6 | 年产 40 万套内外饰项目 | 48,793.20 | 48,793.20 |
| 7 | 年产 40 万套灯具项目 | 18,584.30 | 18,584.30 |
| | 合计 | 316,586.40 | 316,586.40 |

资料来源：招股书 & 爱建证券整理

新项目主要投资方向之一是动力总成。本次募集资金投资实施的10万台GW4D20柴油机项目、30万台EG发动机项目、20万台6MT变速器项目，以及40万套铝合金件铸件项目是为新增发动机和变速器提供缸体、缸盖、壳体等核心部件的配套，所生产产品技术水平较原有产品大幅提升，将为公司产品向中高端延伸提供支撑。

车桥、内外饰及车灯项目也将进一步提升公司的自我配套比例，增强产品的更新换代能力。其他项目中，40万套车桥及制动器项目是为新增整车提供悬架、制动系统总成的配套，是除动力总成外汽车零部件中最具技术含量的组成部分；40万套内外饰和灯具项目是为新增整车提供塑料、软饰、前后照明及信号灯。

图 16 募投项目有助于核心零部件的升级



资料来源：招股书 & 爱建证券整理

募投项目既有效配合了天津产能释放，又有助于核心零部件的升级。公司目前的产能 40 万辆整车/年，2010 年和 2011 年一季度的产能利用率分别为 93.74%和 115.15%，基本处于饱和状态。公司在天津择址新建整车生产基地，未来两到三年将形成年产 40 万辆整车的新增产能。此次募投项目所规得发动机、变速器、车桥及制动器、内外饰、车灯等核心零部件的扩产项目，可以较好地新增整车配套。

尽管由于此次募投的核心零部件项目均是为公司生产的整车内部配套，并不对外实际销售，所以无法直接估算对公司收入及利润的贡献，但新项目对于公司在核心零部件技术升级的推动以及整车产品利润率的提振是确定无疑的。

四、盈利预测及合理价值

4.1 盈利预测

表 9 对公司未来盈利预测的部分关键假设

| 项目 | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 销量：辆 | | | | | | |
| SUV | 44,006 | 58,299 | 136,982 | 161639 | 210130 | 258460 |
| 轿车 | 9,754 | 69,790 | 122,843 | 196549 | 245686 | 294823 |
| 皮卡 | 63,235 | 75,341 | 98,643 | 109494 | 121538 | 134907 |
| 单价：万元 | | | | | | |
| SUV | 8.69 | 7.76 | 7.32 | 7.5 | 7.6 | 7.7 |
| 轿车 | 3.86 | 4.45 | 4.85 | 5 | 5.1 | 5.2 |
| 皮卡 | 5.46 | 5.47 | 5.46 | 5.5 | 5.4 | 5.4 |
| 营业收入：百万 | | | | | | |
| SUV | 3824 | 4521 | 10027 | 12123 | 15970 | 19901 |
| 轿车 | 377 | 3105 | 5960 | 9827 | 12530 | 15331 |
| 皮卡 | 3452 | 4120 | 5388 | 6022 | 6563 | 7285 |
| 零配件及其他 | 637 | 915 | 1111 | 1350 | 1500 | 1600 |
| 合计 | 8291 | 12661 | 22486 | 29323 | 36563 | 44117 |
| 毛利率 | | | | | | |
| 综合 | 20.7% | 20.2% | 24.7% | 25.0% | 25.2% | 25.3% |

数据来源：Wind & 爱建证券预测

表 10 公司主要财务数据预测

| 指标 | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 12815 | 22986 | 29323 | 36563 | 44117 |
| 同比增长率 | 52.1% | 79.4% | 27.6% | 24.7% | 20.7% |
| 归属母公司股东净利润 | 1003 | 2701 | 3113 | 3984 | 5046 |
| 同比增长率 | 95.2% | 169.2% | 15.3% | 28.0% | 26.7% |
| 每股收益-摊薄 | 0.33 | 0.89 | 1.02 | 1.31 | 1.66 |

数据来源：爱建证券预测

4.2 合理价值区间

对于公司的合理价值的估算，一方面我们需要考虑 A 股乘用车上市公司的整体估值水平，另一方面还需兼顾目前 A 股与 H 股的定价差异。

表 11 可比 A 股上市公司的估值情况

| 证券代码 | 证券简称 | PE, TTM | PE-2010 年报 |
|-----------|------|---------|------------|
| 000572.SZ | 海马汽车 | 18.5 | 18.5 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 11.9 | 10.0 |
| 000800.SZ | 一汽轿车 | 14.3 | 10.2 |
| 600104.SH | 上海汽车 | 8.5 | 10.2 |
| 601777.SH | 力帆股份 | 23.4 | 23.6 |
| | 均值 | 15.3 | 14.5 |

数据来源：Wind & 爱建证券 注：我们在剔除了因重组整合而存在估值溢价的一汽夏利、广汽长丰，并考虑到比亚迪与长城汽车同为香港上市回归 A 股的乘用车企，但比亚迪由于业务较杂、具有新能源概念、新进上市等原因，也并非理想的参考标的。

表 12 汽车及零部件股 A-H 比价情况

| 证券代码 | 证券简称 | 2011 年 9 月 14 日收盘价 | A-H 溢价 |
|-----------|-------|--------------------|--------|
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 39.68 | 0.34 |
| 2338.HK | 潍柴动力 | 36.10 | |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 21.36 | 0.81 |
| 1211.HK | 比亚迪股份 | 14.40 | |
| 2333.HK | 长城汽车 | 10.30 | -- |

数据来源: Wind & 爱建证券 注: 以 HKDCNY=0.82 估算

目前 A 股可比上市公司对应 2010 年和 2011 年的 PE 均值为 14.5 和 15.3 倍, 以长城汽车 2010 年和 2011 年摊薄 EPS 为 0.89 和 1.02 元估算, 公司的价值参考区间在 12.91 元-15.61 元。再考虑 A 股对港股的溢价情况, 以 0.34 倍和 0.81 倍估算, 公司的价值参考区间为 11.32 元-15.29 元。两种估算方法所得区间大致相同, 我们取其交集, 即公司的合理价值区间为 12.91 元-15.29 元。

五、风险提示

- 1) 轿车业务拓展可能会低于预期;
- 2) 自主品牌扎堆以及合资车型价格下探, 可能使公司所处细分市场环境进一步恶化;
- 3) 汽车行业整体增速回落。

表 13 公司三大表简表预测

| 利润表 | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入 | 8424.64 | 12814.60 | 22986.07 | 29323.00 | 36563.00 | 44117.00 |
| 减: 营业成本 | 6683.55 | 10225.79 | 17298.38 | 21992.25 | 27349.12 | 32955.40 |
| 营业税金及附加 | 217.34 | 425.60 | 811.09 | 1034.69 | 1290.16 | 1556.71 |
| 营业费用 | 461.67 | 704.83 | 1070.20 | 1378.18 | 1718.46 | 2073.50 |
| 管理费用 | 559.65 | 626.94 | 873.66 | 1319.54 | 1718.46 | 1897.03 |
| 财务费用 | -49.34 | -23.58 | -7.82 | -220.49 | -409.48 | -574.56 |
| 资产减值损失 | 35.28 | 17.46 | 27.09 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 加: 投资收益 | 15.17 | 21.21 | 56.27 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | -1.95 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 531.67 | 858.78 | 2967.78 | 3803.83 | 4881.27 | 6193.92 |
| 加: 其他非经营损益 | 53.95 | 54.29 | 73.45 | 30.00 | 25.00 | 20.00 |
| 利润总额 | 585.62 | 913.07 | 3041.24 | 3833.83 | 4906.27 | 6213.92 |
| 减: 所得税 | 33.48 | -139.62 | 214.15 | 575.07 | 735.94 | 932.09 |
| 净利润 | 552.14 | 1052.69 | 2827.08 | 3258.76 | 4170.33 | 5281.83 |
| 减: 少数股东损益 | 38.02 | 49.33 | 126.35 | 145.64 | 186.38 | 236.06 |
| 归属母公司股东净利润 | 514.12 | 1003.36 | 2700.73 | 3113.12 | 3983.95 | 5045.77 |
| 资产负债表 | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金 | 2102.74 | 2691.47 | 2834.00 | 11314.61 | 13633.63 | 20747.72 |
| 应收和预付款项 | 1884.08 | 3838.52 | 9610.02 | 5453.94 | 13325.14 | 9331.18 |
| 存货 | 876.39 | 1589.93 | 2103.68 | 2877.85 | 3317.08 | 4147.75 |
| 其他流动资产 | 111.02 | 156.71 | 16.25 | 16.25 | 16.25 | 16.25 |
| 长期股权投资 | 196.98 | 236.87 | 146.76 | 146.76 | 146.76 | 146.76 |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 2.08 | 1.87 | 1.66 | 1.45 |
| 固定资产和在建工程 | 4592.80 | 5267.96 | 7312.72 | 7601.70 | 7370.68 | 6859.66 |
| 无形资产和开发支出 | 869.98 | 996.39 | 1112.81 | 993.37 | 873.93 | 754.49 |
| 其他非流动资产 | 0.00 | 0.80 | 2.12 | 1.06 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 10633.99 | 14778.65 | 23140.45 | 28407.41 | 38685.14 | 42005.26 |
| 短期借款 | 0.00 | 75.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付和预收款项 | 3480.95 | 6043.07 | 11131.15 | 9452.62 | 15958.41 | 14501.27 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他负债 | 135.59 | 821.82 | 1608.99 | 1607.04 | 1607.04 | 1607.04 |
| 负债合计 | 3616.55 | 6940.49 | 12740.14 | 11059.66 | 17565.45 | 16108.31 |
| 股本 | 1095.27 | 1095.27 | 1095.27 | 1399.51 | 1399.51 | 1399.51 |
| 资本公积 | 2545.12 | 2564.78 | 2564.78 | 6260.54 | 6260.54 | 6260.54 |
| 留存收益 | 3094.00 | 3932.61 | 6355.09 | 9156.90 | 12742.45 | 17283.65 |
| 归属母公司股东权益 | 6734.40 | 7592.66 | 10015.15 | 16816.95 | 20402.51 | 24943.70 |
| 少数股东权益 | 283.04 | 245.50 | 385.16 | 530.80 | 717.18 | 953.24 |
| 股东权益合计 | 7017.44 | 7838.16 | 10400.31 | 17347.75 | 21119.69 | 25896.94 |
| 负债和股东权益合计 | 10633.99 | 14778.65 | 23140.45 | 28407.41 | 38685.14 | 42005.26 |
| 现金流量表 | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营性现金净流量 | 846.91 | 1338.32 | 3217.38 | 5720.77 | 3059.58 | 7599.99 |
| 投资性现金净流量 | -1772.31 | -676.81 | -2307.47 | -1176.45 | -778.75 | -583.00 |
| 筹资性现金净流量 | -468.25 | 34.48 | -1212.26 | 3936.29 | 38.20 | 97.10 |
| 现金流量净额 | -1418.35 | 688.21 | -320.50 | 8480.60 | 2319.03 | 7114.09 |

数据来源: Wind & 爱建证券预测

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上
推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%
中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内
回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上
中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间
弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。