



**谨慎
买入**

18% ↑

目标价格:人民币 15.40

原评级: 买入

601633.CH

价格:人民币 13.09

目标价格基础:10倍18年市盈率

板块评级: 中立

长城汽车

一季度业绩承压, 期待WEY品牌向上突破

公司发布2017年一季报: 实现营业总收入233.2亿元, 同比增长11.7%; 归属于上市公司股东净利润19.5亿元, 同比下滑18.4%, 每股收益0.21元, 业绩低于我们预期。受小排量购置税优惠政策退坡、去年底透支需求等因素影响, 公司1季度实现销售25.4万辆, 同比增长8.9%, 增速放缓, 营业收入虽随之增长11.7%, 但通过终端促销保市场份额, 毛利率同比与环比均呈现下滑。WEY品牌上市前公司在研发和营销方面投入较大, 三项费用率同比提升1.4个百分点, 净利率水平有所下滑。预计公司4月推出的全新哈弗H6将提振销量, 高端WEY品牌成功概率较大, 有望为公司打开新成长空间, 预计2017-2019年每股收益分别为1.30元、1.54元和1.85元, 维持目标价15.40元, 评级由买入下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 一季度业绩承压, 终端需求压力渐显。2017年小排量购置税优惠政策退坡, 汽车行业的竞争也愈趋激烈, 各车企陆续推出新车型, 公司1季度实现销售25.4万辆, 同比增长8.9%, 增速放缓, 主力产品哈弗H6在3月出现同比13%的下滑。公司于2017年3月16日发起“10亿红包”营销活动保持市场份额, 1季度毛利率同比与环比分别下滑3.5与1.7个百分点。为WEY品牌与哈弗H6新品上市及销量提升, 公司在1季度增加市场推广及促销活动, 对年终奖计提方式由原集中在12月计提调整为每月计提, 同时持续加大研发投入, 使得公司1季度销售费用与管理费用均大幅度上升, 三项费用率同比提升1.4个百分点, 净利率水平同比下滑3.1个百分点。
- 全新哈弗H6与WEY品牌上市, 期待新车型放量为公司注入活力。全新哈弗H6在4月上海车展正式上市, 分为红蓝标, 搭载了2.0T与1.3T缸内直喷发动机与7速双离合变速箱, 共计12款车型, 售价11.88-14.68万元, 期待全新H6助力销量再创新高。WEY品牌首款车型VV7也于上海车展正式上市, 分为VV7C(普通型)和VV7S(运动型)共计6款细分车型, 搭载2.0T缸内直喷发动机与7速双离合变速箱, 售价16.78-18.88万元。定位豪华轻奢的WEY品牌从造型设计、动力系统、功能配置、安全性能等全方位提升, VV5也有望下半年上市, 凭借超高的性价比优势有望成功打入SUV15-20万市场, 为公司向上打开新成长空间。

评级面临的主要风险

- 1) 自主品牌SUV竞争加剧, 导致销量及盈利能力低于预期; 2) 新车上市时间晚于预期。

估值

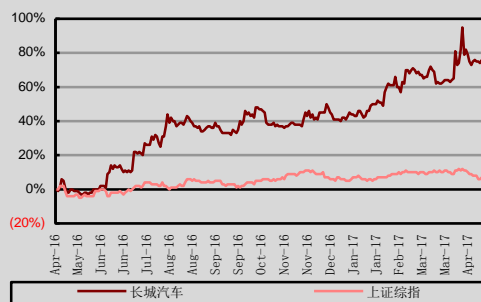
- 考虑到小排量购置税政策2017年虽有所退坡但仍延续, 公司定位轻奢的WEY品牌成功概率较大, 预计2017-2019年每股收益分别为1.30、1.54元和1.85元, 维持目标价15.40元, 评级由买入下调至谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	76,033	98,616	116,363	135,677	153,850
变动(%)	21	30	18	17	13
净利润(人民币 百万)	8,059	10,551	11,901	14,081	16,896
全面摊薄每股收益(人民币)	0.883	1.156	1.304	1.543	1.851
变动(%)	0.2	30.9	12.8	18.3	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	14.8	11.3	10.0	8.5	7.1
价格/每股现金流量(倍)	11.9	13.5	7.9	13.6	10.0
每股现金流量(人民币)	1.10	0.97	1.65	0.96	1.31
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	7.9	6.4	5.4	4.3
每股股息(人民币)	0.273	0.350	0.397	0.471	0.563
股息率(%)	2.1	2.7	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.1	4.4	13.2	69.7
相对上证指数	18.6	7.9	13.5	62.9

发行股数(百万)	9,127
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	78,903
3个月日均交易额(人民币 百万)	476
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
保定创新长城资产管理有限公司	56

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年4月27日收市价为标准

相关研究报告

《长城汽车——业绩高速增长, 未来还看WEY品牌》2017.3.27

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

图表 1. 长城汽车单季度业绩

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入 (亿元)	208.4	207.6	217.4	351.0	232.0	11.7	(33.9)
销量 (万辆)	23.3	21.7	24.0	38.4	25.4	8.9	(33.9)
单车均价 (万元/辆)	8.9	9.6	9.1	9.1	9.1	2.1	(0.1)
净利润 (亿元)	24.0	25.3	22.8	33.4	19.6	(18.4)	(41.4)
每股收益 (元)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	(18.4)	(41.4)
						同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率 (%)	25.2	26.2	23.6	23.5	21.7	(3.5)	(1.7)
销售费用率 (%)	3.0	3.7	3.1	3.1	3.4	0.4	0.3
管理费用率 (%)	4.5	4.7	4.4	4.9	5.4	0.9	0.5
财务费用率 (%)	0.2	(0.0)	(0.0)	(0.1)	0.2	0.0	0.3
三项费用率 (%)	7.6	8.4	7.5	7.9	9.0	1.4	1.1
净利率 (%)	11.5	12.2	10.5	9.5	8.4	(3.1)	(1.1)

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 长城汽车业绩摘要

(人民币, 百万)	2016 年 1 季度	2017 年 1 季度	同比变动 (%)
营业总收入	20,879.7	23,318.9	11.7
营业利润	2,923.2	2,280.7	(22.0)
净利润	2,397.3	1,958.7	(18.3)
归属于上市公司股东的净利润	2,396.1	1,954.7	(18.4)
扣非后净利润	2,357.3	1,826.7	(22.5)
销售成本	15,588.0	18,155.9	16.5
毛利润	5,291.6	5,163.0	(2.4)
销售费用	627.6	783.5	24.8
管理费用	932.4	1,266.0	35.8
财务费用	32.2	55.8	73.0
资产减值损失	9.8	23.6	139.3
销售费用率 (%)	3.0	3.4	
管理费用率 (%)	4.5	5.4	
财务费用率 (%)	0.2	0.2	
毛利率 (%)	25.2	21.7	
净利率 (%)	11.5	8.4	

资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	76,033	98,616	116,363	135,677	153,850
销售成本	(59,750)	(78,193)	(92,588)	(107,922)	(121,331)
经营费用	(4,984)	(5,608)	(7,407)	(8,745)	(10,112)
息税折旧前利润	11,299	14,815	16,368	19,010	22,406
折旧及摊销	(1,970)	(2,555)	(2,297)	(2,351)	(2,405)
经营利润(息税前利润)	9,329	12,259	14,071	16,659	20,001
净利息收入/(费用)	(139)	4	(109)	(117)	(119)
其他收益/(损失)	506	237	295	326	357
税前利润	9,696	12,500	14,257	16,867	20,239
所得税	(1,628)	(1,929)	(2,352)	(2,783)	(3,339)
少数股东权益	1	3	3	3	4
净利润	8,059	10,551	11,901	14,081	16,896
核心净利润	8,137	10,606	11,950	14,135	16,955
每股收益(人民币)	0.883	1.156	1.304	1.543	1.851
核心每股收益(人民币)	0.891	1.162	1.309	1.549	1.858
每股股息(人民币)	0.273	0.350	0.397	0.471	0.563
收入增长(%)	21	30	18	17	13
息税前利润增长(%)	3	31	15	18	20
息税折旧前利润增长(%)	5	31	10	16	18
每股收益增长(%)	0	31	13	18	20
核心每股收益增长(%)	0	30	13	18	20

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	9,696	12,500	14,257	16,867	20,239
折旧与摊销	1,970	2,555	2,297	2,351	2,405
净利息费用	139	(4)	109	117	119
运营资本变动	1,282	(1,476)	271	(5,252)	(7,854)
税金	(1,634)	(1,943)	(2,352)	(2,783)	(3,339)
其他经营现金流	(1,419)	(2,797)	496	(2,536)	407
经营活动产生的现金流	10,034	8,835	15,077	8,765	11,976
购买固定资产净值	323	75	1,100	900	900
投资减少/增加	146	46	40	41	42
其他投资现金流	(6,986)	(8,488)	3	(2,487)	(2,216)
投资活动产生的现金流	(6,517)	(8,367)	1,143	(1,546)	(1,274)
净增权益	(2,495)	(3,195)	(3,626)	(4,299)	(5,134)
净增债务	358	(28)	(67)	4	3
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(1,975)	2,080	(160)	(220)	(340)
融资活动产生的现金流	(4,112)	(1,116)	(3,800)	(4,412)	(5,250)
现金变动	(595)	(648)	12,421	2,807	5,452
期初现金	3,394	3,642	2,154	14,574	17,381
公司自由现金流	3,517	468	16,221	7,219	10,703
权益自由现金流	4,014	436	16,263	7,340	10,824

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	3,642	2,154	14,574	17,381	22,833
应收帐款	28,940	40,555	44,888	56,735	69,158
库存	4,120	6,061	5,901	7,984	7,696
其他流动资产	3,689	5,158	3,842	4,629	4,855
流动资产总计	40,390	53,928	69,206	86,729	104,542
固定资产	25,397	29,574	28,364	26,903	25,390
无形资产	3,136	3,211	3,224	3,234	3,241
其他长期资产	2,363	2,453	1,875	2,343	2,324
长期资产总计	30,896	35,238	33,463	32,480	30,955
总资产	71,911	92,309	103,999	120,936	137,592
应付帐款	21,084	29,172	32,585	38,117	41,275
短期债务	300	250	200	200	200
其他流动负债	10,403	13,830	13,856	15,478	17,217
流动负债总计	31,786	43,252	46,641	53,795	58,691
长期借款	50	50	50	50	50
其他长期负债	1,687	1,653	1,674	1,672	1,666
股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
储备	29,352	38,169	46,444	56,226	67,988
股东权益	38,479	47,296	55,572	65,354	77,115
少数股东权益	56	59	62	65	69
总负债及权益	71,911	92,309	103,999	120,936	137,592
每股帐面价值(人民币)	4.22	5.18	6.09	7.16	8.45
每股有形资产(人民币)	3.87	4.83	5.74	6.81	8.09
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	(0.20)	(1.57)	(1.88)	(2.47)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.9	15.0	14.1	14.0	14.6
息税前利润率(%)	12.3	12.4	12.1	12.3	13.0
税前利润率(%)	12.8	12.7	12.3	12.4	13.2
净利率(%)	10.6	10.7	10.2	10.4	11.0
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.2	1.5	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	66.9	n.a.	129.2	142.4	168.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.1	1.4	1.5	1.7
估值					
市盈率(倍)	14.8	11.3	10.0	8.5	7.1
核心业务市盈率(倍)	14.7	11.3	10.0	8.5	7.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	17.3	13.3	11.8	9.9	8.3
市净率(倍)	3.1	2.5	2.1	1.8	1.5
价格/现金流(倍)	11.9	13.5	7.9	13.6	10.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	7.9	6.4	5.4	4.3
周转率					
存货周转天数	23.2	23.8	23.6	23.5	23.6
应收帐款周转天数	134.2	128.6	134.0	136.7	149.3
应付帐款周转天数	94.4	93.0	96.9	95.1	94.2
回报率					
股息支付率(%)	30.9	30.2	30.4	30.5	30.4
净资产收益率(%)	22.4	24.7	23.2	23.3	23.7
资产收益率(%)	11.7	12.6	12.0	12.4	12.9
已运用资本收益率(%)	5.6	6.1	5.7	5.8	5.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20% 以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371