



2017年05月15日

增持(调整评级)

当前价：11.83元
目标价：14.60元

汽车及零部件行业研究组

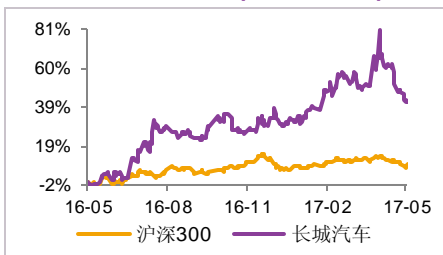
分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：徐昊

电话：010-64408637
邮箱：xuhao@qq.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	984	1226	1464	1614
(+/-)	29.6%	24.5%	19.5%	10.2%
净利润	105.5	133.0	168.0	184.7
(+/-)	31%	26%	26%	10%
EPS(元)	1.16	1.46	1.84	2.02
P/E	9.57	8.12	6.43	5.85

资料来源：联讯证券研究院

长城汽车(601633.SH)

【联讯汽车公司点评】长城汽车：4月份销量增速回落，期待新产品后续发力

投资要点

◇ 事件：长城汽车公布2017年4月份产销快报

公司公布了2017年4月份产销快报。4月公司汽车产销量分别为81,896台和73,171台，同比增长1.36%、下降8.08%。哈弗SUV销量62,120辆，同比下降7.31%；其中哈弗H2销售16,778辆，同比增长56.64%。

点评：

◇ 新款H6处于销售发力期，4月份整体销量同比下滑

受公司主营业务SUV销售业绩下滑的影响，4月份哈弗汽车销量出现下滑，同比下降8.08%。这主要是因为目前公司销售核心H6处于新旧产品接替期，老款H6在16年实现了月均销售4万辆的神话，年销量基数较高，新产品若要达到之前的销售水平尚需一定的发力期。新款H6 Coupe车身缩短了10cm，加速性能突出，在外观上延续公司热销车型H2s的设计风格，更加迎合了年轻群体的偏好，相比老款H6定价高出3-3.5万元/辆，上市一个月以来市场口碑良好，后续有望延续老款H6的火爆销售状态，成为全年利润增长核心。其他车型方面，H7前4个月累计销量达1.9万辆，16年年底推出的7座版车型H7L，凭借其突出的性价比优势已经在中大型SUV市场占据一定份额，有望带动整体销量增长；H2延续今年以来的高增长势头，前4个月累计销量同比增长80%。另外值得注意的是，公司旗下皮卡品牌风骏自2月份以来保持增长态势，4月份累计销售近4万辆，同比增长7%，受益于皮卡进城限制的逐步放宽，公司皮卡销售有望放量。

◇ 哈弗H2销量逆势增长，为盈利增长提供保障

在公司整体销量放缓的情况下，4月份H2销售16778辆，同比增长57%，17年累计销量已同比增长80%，热销度不减。自去年10月以来，哈弗H2连续6个月销量破2万，在小型SUV细分市场销量排名第一。新款H2s由前宝马设计总监皮埃尔设计，在造型、内饰等方面推出更多差异化的配置，拓宽了产品的受众面，特别是受到年轻群体的热捧。从目前的市场认可程度来看，H2年内有望延续热销势头，成为公司未来业绩的重要支撑。

◇ 高端品牌WEY上市，打开未来盈利增长空间

全新的长城SUV高端品牌WEY于今年上海车展如期发布，首款车型VV7共推出6款车型，售价区间为16.78-18.88万元。WEY品牌定位自主高端SUV细分市场，搭载长城自主研发的2.0T发动机，匹配7速双离合变速箱，最大功率为172kW，峰值扭矩为360Nm，轴距2950mm属于大中型SUV。VV7相比市场同类车型定价低，设计时尚豪华，做工精细，上市以来的市场反响热烈。依托公司强大的经销商渠道以及前期SUV销售建立的良好品牌效应，有望在中高端SUV市场后来居上，打开公司未来销量与盈利增长的新空间。



◇ 盈利预测和估值

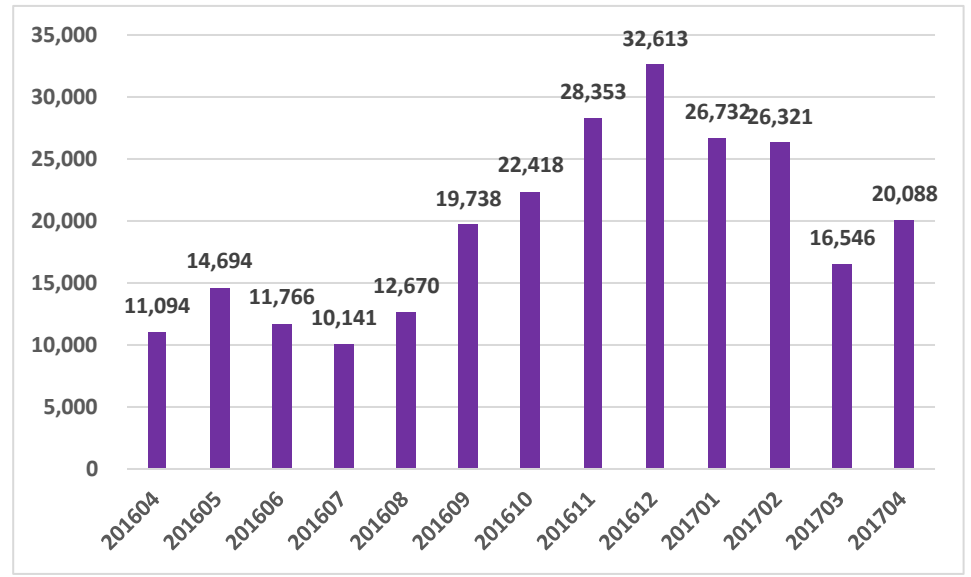
由于 H2 销量的异军突起，表现超出市场预期，H6 保持在较高的销售基数趋于稳定，全新中高端自主品牌 WEY 成功上市，市场关注度高。我们预测 2017，2018，2019 年营业收入分别为 1226 亿元、1464 亿元、1614 亿元，净利润为 133 亿元、168 亿元、185 亿元，EPS 分别为 1.46、1.84、2.02，当前公司股价为 11.91 元，对应 2017 年、2018 年和 2019 年的 PE 为 8.12 倍、6.43 倍、5.85 倍。综合考虑，我们给予长城汽车 10 倍 PE，目标价为 14.60 元，调整为“增持”评级。

◇ 风险提示

新车销量不及预期，2017 年哈弗系列销量增长幅度下降。

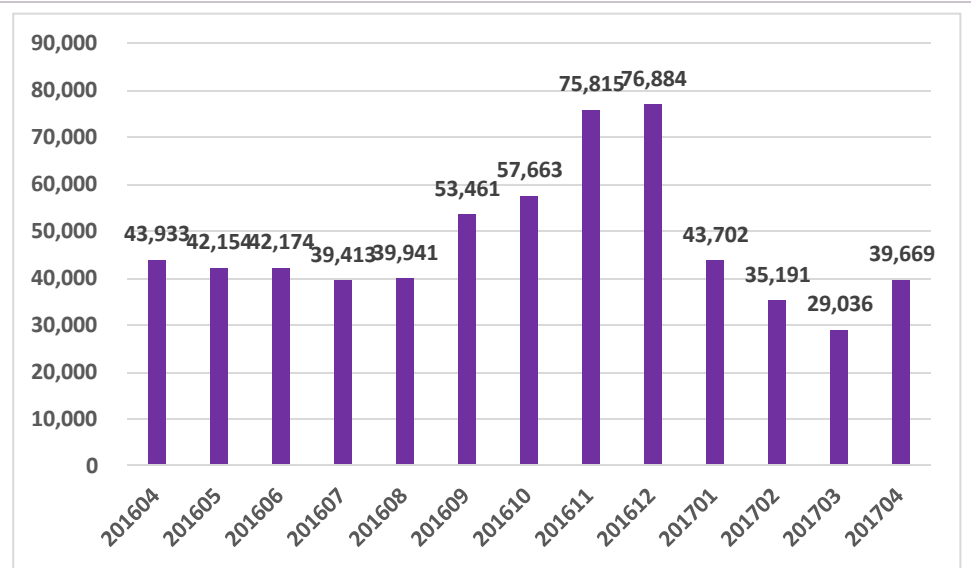


图表 1：哈弗 H2 单月销量（辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

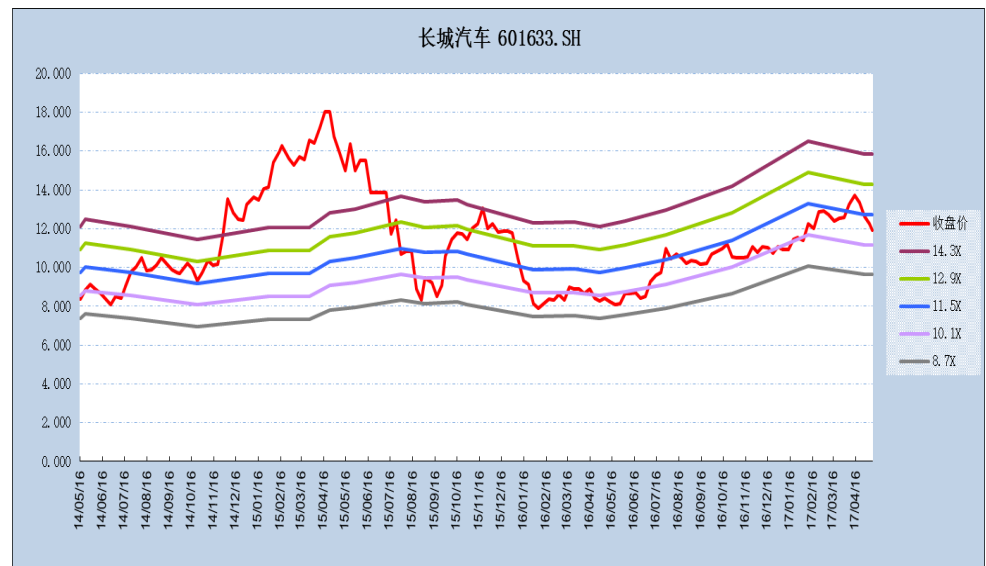
图表 2：哈弗 H6 单月销量（辆）



资料来源：Wind 资讯，联讯证券研究院

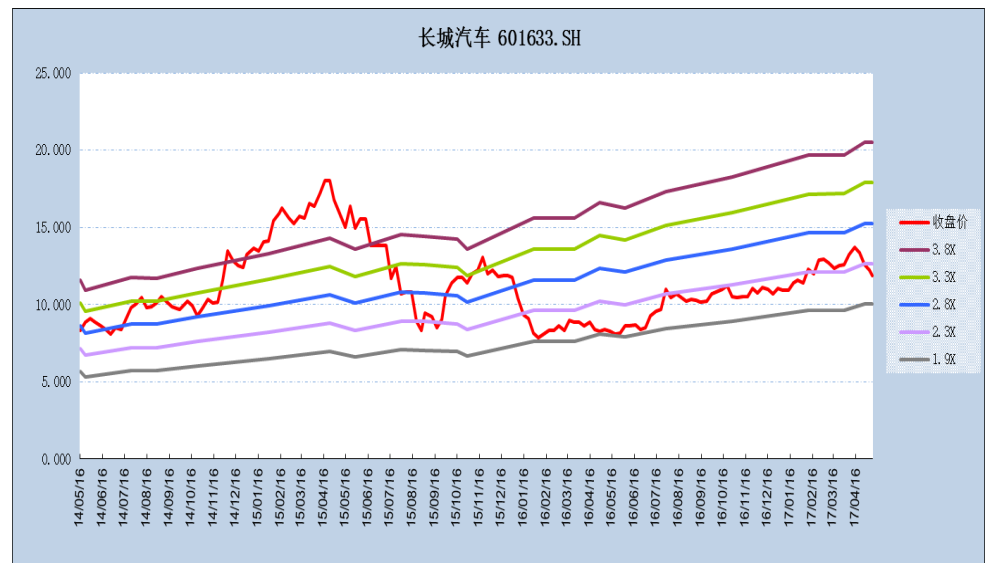


图表 3: P/E Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券

图表 4: P/B Band 图



资料来源: Wind 资讯, 联讯证券



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	53,928	64,714	71,185	78,304	经营活动现金流	8,835	9,719	10,885	11,756
现金	2,154	1,636	1,234	307	净利润	10,554	13,297	16,803	18,472
应收账款	518	699	783	846	折旧摊销	2,565	2,693	2,963	3,259
其它应收款	251	715	858	1,030	财务费用	-4	20	45	50
预付账款	1,057	1,392	1,462	1,535	投资损失	-30	-122	-155	-160
存货	6,061	7,879	8,667	9,534	营运资金变动	2,072	-4,353	3,552	2,827
其他	43,887	52,392	58,180	65,052	其它	-6,322	-1,817	-12,322	-12,692
非流动资产	38,381	51,431	56,574	59,402	投资活动现金流	-8,367	-8,953	-9,849	-11,030
长期投资	0	0	0	0	资本支出	6,684	7,219	7,941	8,894
固定资产	24,715	28,422	31,264	34,391	长期投资	0	0	0	0
无形资产	3,211	3,371	3,708	4,079	其他	-15,052	-16,172	-17,789	-19,924
其他	10,455	19,637	21,601	20,932	筹资活动现金流	-1,116	-1,284	-1,438	-1,654
资产总计	92,309	116,144	127,759	137,706	短期借款	250	300	180	198
流动负债	43,252	58,391	61,310	65,602	长期借款	50	50	17	20
短期借款	250	300	180	198	其他	-1,416	-1,634	-1,635	-1,871
应付账款	25,007	32,510	39,011	42,913	现金净增加额	-648	-518	-401	-928
其他	17,995	25,581	22,119	22,491					
非流动负债	1,703	1,669	1,586	1,776	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	50	50	17	20	成长能力				
其他	1,653	1,619	1,568	1,757	营业收入	29.61%	24.54%	19.47%	10.18%
负债合计	44,956	60,060	62,896	67,378	营业利润	32.28%	26.35%	26.97%	10.13%
少数股东权益	59	65	71	80	归属母公司净利润	30.92%	26.03%	26.36%	9.93%
归属母公司股东权益	47,295	56,020	64,792	70,248	获利能力				
负债和股东权益	92,309	116,144	127,759	137,706	毛利率	24.46%	24.40%	25.10%	25.10%
					净利率	10.72%	10.85%	11.47%	11.45%
					ROE	24.62%	25.71%	27.79%	27.33%
					ROIC				
利润表	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力				
营业收入	98,444	122,601	146,467	161,383	资产负债率	48.70%	51.71%	49.23%	48.93%
营业成本	74,360	92,686	109,704	120,876	净负债比率				
营业税金及附加	3,833	4,773	5,566	6,133	流动比率	124.68%	110.83%	116.11%	119.36%
营业费用	3,175	3,938	4,704	5,183	速动比率	110.67%	97.33%	101.97%	104.83%
管理费用	4,575	5,673	6,777	7,467	营运能力				
财务费用	-4	20	45	50	总资产周转率	1.20	1.18	1.20	1.22
资产减值损失	413	122	132	144	应收账款周转率	164.91	201.44	197.60	198.14
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付账款周转率	3.66	3.22	3.07	2.95
投资净收益	30	122	155	160	每股指标(元)				
营业利润	12,276	15,511	19,695	21,690	每股收益	1.16	1.46	1.84	2.02
营业外收入	249	334	386	412	每股经营现金	0.97	1.06	1.19	1.29
营业外支出	42	15	77	112	每股净资产	5.19	6.14	7.11	7.71
利润总额	12,483	15,830	20,004	21,990	估值比率				
所得税	1,929	2,533	3,201	3,518	P/E	9.57	8.12	6.43	5.85
净利润	10,554	13,297	16,803	18,472	P/B	2.13	1.93	1.66	1.54
少数股东损益	3	0	0	0	EV/EBITDA	9.63	9.14	7.49	7.02
归属母公司净利润	10,551	13,297	16,803	18,472					
EBITDA	14,933	18,204	22,657	24,949					
EPS (元)	1.16	1.46	1.84	2.02					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com