

证券研究报告—动态报告

新三板

长城华冠 (833581)

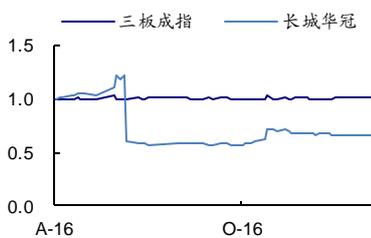
买入

2017 年半年报点评

(维持评级)

2017 年 08 月 31 日

一年该股与三板成指走势比较



股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 613/365 |
| 总市值/流通(百万元) | 5,913/3,516 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,363/10,810 |
| 12 个月最高/最低(元) | 18.00/0.00 |

证券分析师: 王念春

电话: 0755-82130407

E-MAIL: wangnc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120027

联系人: 刘馨竹

E-MAIL: liuxinz@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

首款车型量产倒计时, 设计研发佳绩频传

● 营收高速增长, 量产投入期

上半年, 公司实现营业收入 6,507.74 万元, 同比大幅提升 219.04%。公司净利润-9,132.74 万元, 亏损进一步扩大, 亏损同比增幅达 136.89%。归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为-7,888.20 万、-8,939.01 万元。

● 期间费用显著增加, 毛利率大幅降低

17 年上半年, 公司毛利率为 28.17%, 同比大幅下降 19.67 个百分点, 净利率为-140.38%, 较去年同期的-189.06%优化 48.68 个百分点。上半年公司期间费用为 9,702.01 万元, 同比大幅增长 88.24%, 期间费率为 149.13%, 比去年同期显著优化 103.62 个百分点。

● 设计研发佳绩频传, 首款车型年内量产

上半年传统车型和新能源车型开发项目较去年同期增长显著, 在积极服务原有客户同时, 重点开发传统汽车以及新能源汽车客户。上半年公司取得苏州市高新区生产立项批复, 已完成苏州工厂厂房装修和基础设施施工。前途首款车型 K50 完成了第一阶段在国内的优化工作, 前途汽车工厂生产各项准备工作有序推进, 各车间基本验收完成, 主要零件均已完成供应商定点工作, 并制定了量产计划。上半年, K50 亮相第十七届上海车展。

● 新一轮定增顺利完成, 助力公司业务发展

17 年上半年, 公司完成新一轮定增, 以每股 13.00 元的价格, 共发行 3,046 万股, 募集资金 39,598 万元, 用于工厂建设、员工薪酬等项目。本次定增有助于推动公司业务快速发展。

● 风险提示

新能源汽车渗透率不及预期;

行业竞争加剧, 传统厂商加速新能源汽车布局。

● 新三板电动车第一股, 维持“买入”评级

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业, 通过自主创新研发, 已经打造了从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局, 前途“K50”跑车将于年底量产。我们认为公司在开发进度、管理团队、核心技术等方面均有不俗表现, 百亿市值可期, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入(百万元) | 95 | 119 | 1,070 | 3,030 | 14,080 |
| (+/-)% | 66.3% | 25.9% | 796.9% | 183.2% | 364.7% |
| 净利润(百万元) | -98 | -319.48 | -466.89 | 261.44 | 1290 |
| (+/-)% | 352.7% | -- | -- | -156.0% | 393.5% |
| 摊薄每股收益(元) | -0.32 | -0.52 | -0.76 | 0.43 | 2.10 |
| EBITMargin | -102.5% | -289.7% | -52.0% | 9.7% | 10.9% |
| 净资产收益率(ROE) | -14.6% | -23.6% | -21.3% | 7.6% | 24.6% |
| 市盈率(PE) | -26.8 | -16.5 | -11.3 | 20.2 | 4.1 |
| EV/EBITDA | -33.5 | -17.3 | -11.8 | 15.9 | 6.3 |
| 市净率(PB) | 3.91 | 3.89 | 2.41 | 1.53 | 1.01 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

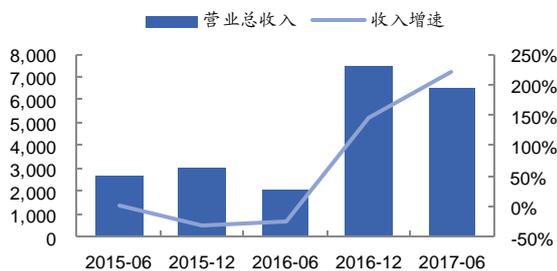
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收高速增长，量产投入期

上半年，公司实现营业收入 6,507.74 万元，同比大幅提升 219.04%。主要原因有二：一方面是由公司设计服务收入大幅增长所致，传统车型开发项目和新能源车型开发项目较去年同期增长显著。另一方面，公司 2016 年收购青岛宙庆工业设计有限公司 60% 股份，合并口径差异促进本期实现收入增加。

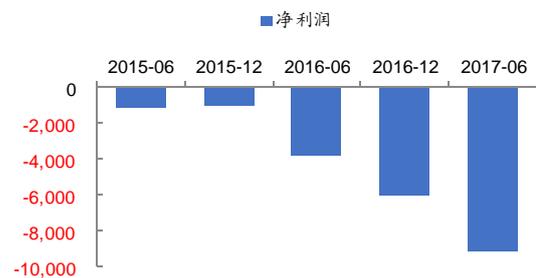
公司净利润-9,132.74 万元，亏损进一步扩大，亏损同比增幅达 136.89%。归属于挂牌公司股东的扣除非经常性损益的净利润和归属于挂牌公司股东的净利润分别为-7,888.20 万、-8,939.01 万元。

图 1: 公司每半年度营业收入及同比增速 (万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司每半年度净利润及同比增速 (万元、%)



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

期间费用显著增加，毛利率大幅降低

17 年上半年，公司毛利率为 28.17%，同比大幅下降 19.67 个百分点，净利率为 -140.38%，较去年同期的 -189.06% 优化 48.68 个百分点。

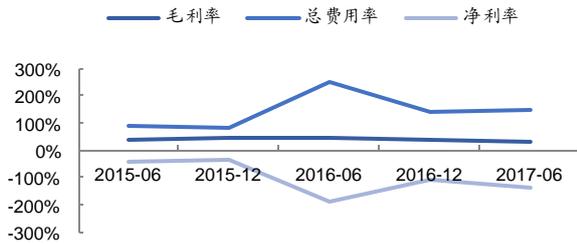
上半年公司期间费用为 9,702.01 万元，同比大幅增长 88.24%，期间费率为 149.13%，比去年同期显著优化 103.62 个百分点，费用增长原因如下：

1. 人员扩张，公司新增管理、技术研发、生产制造、市场营销人员 351 人；
2. 全资子公司前途汽车（苏州）有限公司工厂建设期的投入增大；
3. 品牌建设费用增加，包含品牌体验中心、售后服务中心的选址、空间设计的工作，及前途汽车 K50 准量产车参加 2017 上海国际车展等业务推广活动。

其中，销售费用 1,575.00 万元，同比上升 109.38%，销售费用率为 24.20%，较去年同期优化 12.70 个百分点；管理费用 7,502.49 万元，同比增加 72.13%，管理费用率为 115.32%，同比大幅下降 98.42 个百分点；财务费用 624.52 万元，同比大幅增加 1,339.92%，财务费用率为 9.60%，同比上升 7.47 个百分点。

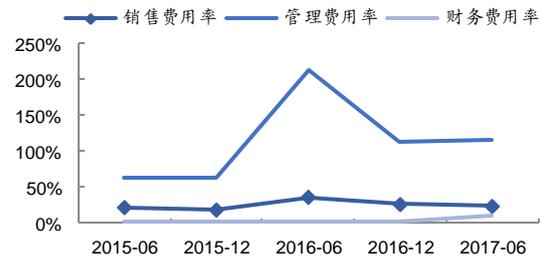
上半年公司经营活动产生的现金净流量为 -1.05 亿元，去年同期为 -7,065.33 万元，主要因人员大幅增加产生的员工相关支出同比大幅增加所致。

图 3: 公司每半年度的毛利率、费用率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司每半年度销售、管理、财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

设计研发佳绩频传，首款车型年内量产

17年上半年，公司积极进行设计研发工作，在汽车设计、电动汽车研发、电动汽车零部件制造研发等方面均取得一定成绩。

设计业务方面，上半年公司传统车型开发项目和新能源车型开发项目较去年同期增长显著，在积极服务原有客户同时，公司重点开发传统汽车大客户以及新能源汽车客户，并于5月获得一汽大众设计开发供应商资质。公司还积极优化整车开发程序、项目管理流程、工时管理系统、管理文件模板，促使业务流程更为规范化、合理化。

研发业务方面，公司新能源汽车及核心零部件研发试制顺利进行，工厂制造的各项量产准备工作亦进展顺利，后续车型研发稳步推进，品牌建设有序展开。具体成果有：

1. 前途首款车型 K50 完成了 EPB 和 ESP 冬季标定，操稳调教和优化第一阶段在国内的工作已顺利结束，第二阶段工作将于下半年在英国和英国 MIRA 米拉公司共同完成。
2. 前途汽车工厂生产各项准备工作有序推进。已完成各大车间、研发中心、调度中心验收工作；各项设备验收、入场、安装、调试工作已展开；量产准备计划、质量管理体系建设、物流规划、IT 体系建设、市场规划等方面工作亦顺利进行。
3. 电池箱系统生产制造业务取得苏州市高新区生产立项批复，厂房、基础设施、车间、实验室、自动化生产线、设备等方面的工作有序展开。
4. 公司开发的第一代水冷电池系统完成前途 K50 匹配装车，第二代水冷电池系统已展开研发工作，能量密度达到业内较高水平，寿命和可靠性达到业内领先水平。完成电池系统实验室扩建，达到业内先进水平。
5. 整车控制系统 (VCU) 开展功能安全认证工作，前途 K50 整车控制系统符合 ISO26262 标准，完成产线自动化升级，达到 TS16949 标准。前途汽车车联网系统完成初步构建。
6. 2017 年 4 月，在 2017 第十七届上海国际汽车工业展览会上，前途汽车 K50 准量产车参展。

图 5: 升级版前途“K50”亮相上海车展



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 6: 苏州工厂生产调度中心示意图



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新一轮定增顺利完成，助力公司业务增长

17年上半年，公司完成2016年第二次股票发行新增股份登记，本轮定增以每股13.00元的价格，共发行3,046万股，募集资金39,598万元，并于7月更改了部分募集资金用途，主要用于工厂基建和员工薪酬等项目。本次定增有助于推动公司业务快速发展。

表 1: 募集资金使用计划

| 项目名称 | 拟使用募集资金(万元) | 占募集资金比例(%) |
|------------------------|-------------|------------|
| HG10B 自研项目 | 150 | 0.38% |
| HG11B 小批量试验产品开发项目 | 1,900 | 4.80% |
| VCU 整车控制器项目 | 450 | 1.14% |
| HG13 自研项目 | 100 | 0.25% |
| 市场开发 | 1,200 | 3.03% |
| 员工薪酬 | 10,298 | 26.01% |
| 材料采购 | 400 | 1.01% |
| 设备采购 | 100 | 0.25% |
| 工厂基建投入 | 11,600 | 29.29% |
| 模具开发 | 8,400 | 21.21% |
| 新能源汽车电池研发生产项目建设 | 1,600 | 4.04% |
| 日常支出流动资金、市场开发及销售费用 | 1,530 | 3.86% |
| IT 建设 | 460 | 1.16% |
| 归还北京银行股份有限公司石园支行贷款 | 500 | 1.26% |
| 公司及控股子公司设备采购、模具开发及材料采购 | 910 | 2.30% |
| 合计 | 39,598 | 100.00% |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

新三板电动汽车第一股，维持“买入”评级

公司是我国领先的新能源汽车整车生产企业，通过自主创新研发，已经打造了从电池系统、电控系统等核心零部件至整车生产的全产业链布局，前途“K50”跑车将于年底量产。我们认为公司在开发进度、管理团队、核心技术等方面均有不俗表现，百亿市值可期，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 现金及现金等价物 | 468 | 814 | 652 | 831 | 营业收入 | 95 | 119 | 1070 | 3030 |
| 应收款项 | 38 | 36 | 293 | 789 | 营业成本 | 58 | 74 | 813 | 2379 |
| 存货净额 | 22 | 12 | 157 | 471 | 营业税金及附加 | 1 | 1 | 8 | 21 |
| 其他流动资产 | 29 | 6 | 54 | 152 | 销售费用 | 25 | 111 | 268 | 182 |
| 流动资产合计 | 558 | 868 | 1156 | 2242 | 管理费用 | 107 | 279 | 538 | 155 |
| 固定资产 | 218 | 547 | 1336 | 2077 | 财务费用 | 2 | (16) | (9) | (7) |
| 无形资产及其他 | 87 | 84 | 80 | 77 | 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 198 | 198 | 198 | 198 | 资产减值及公允价值变动 | (1) | (3) | (3) | (3) |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 1062 | 1698 | 2770 | 4595 | 营业利润 | (100) | (332) | (550) | 298 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 77 | 83 | 92 | 222 | 营业外净收支 | 1 | 11 | 11 | 11 |
| 应付款项 | 68 | 14 | 188 | 566 | 利润总额 | (99) | (321) | (539) | 309 |
| 其他流动负债 | 48 | 22 | 78 | 131 | 所得税费用 | (0) | 0 | (70) | 46 |
| 流动负债合计 | 192 | 119 | 359 | 919 | 少数股东损益 | (0) | (1) | (2) | 1 |
| 长期借款及应付债券 | 158 | 158 | 158 | 158 | 归属于母公司净利润 | (98) | (319) | (467) | 261 |
| 其他长期负债 | 25 | 55 | 56 | 58 | | | | | |
| 长期负债合计 | 183 | 213 | 214 | 215 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 375 | 331 | 573 | 1135 | | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 少数股东权益 | 13 | 11 | 9 | 10 | 净利润 | (98) | (319) | (467) | 261 |
| 股东权益 | 675 | 1355 | 2188 | 3450 | 资产减值准备 | 2 | 11 | 15 | 18 |
| 负债和股东权益总计 | 1062 | 1698 | 2770 | 4595 | 折旧摊销 | 7 | 22 | 60 | 110 |
| | | | | | 公允价值变动损失 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 财务费用 | 2 | (16) | (9) | (7) |
| | | | | | 营运资本变动 | (230) | (3) | (202) | (458) |
| | | | | | 其它 | (2) | (12) | (17) | (17) |
| | | | | | 经营活动现金流 | (321) | (299) | (608) | (83) |
| | | | | | 资本开支 | (197) | (362) | (863) | (868) |
| | | | | | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 投资活动现金流 | (197) | (362) | (863) | (868) |
| | | | | | 权益性融资 | 425 | 1000 | 1300 | 1000 |
| | | | | | 负债净变化 | 158 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 支付股利、利息 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 其它融资现金流 | 24 | 6 | 9 | 130 |
| | | | | | 融资活动现金流 | 760 | 1006 | 1309 | 1130 |
| | | | | | 现金净变动 | 243 | 346 | (162) | 179 |
| | | | | | 货币资金的期初余额 | 226 | 468 | 814 | 652 |
| | | | | | 货币资金的期末余额 | 468 | 814 | 652 | 831 |
| | | | | | 企业自由现金流 | (517) | (688) | (1489) | (967) |
| | | | | | 权益自由现金流 | (335) | (666) | (1472) | (831) |

| 关键财务与估值指标 | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 每股收益 | -0.32 | -0.52 | -0.76 | 0.43 |
| 每股红利 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产 | 2.20 | 2.21 | 3.57 | 5.63 |
| ROIC | -17% | -32% | -27% | 8% |
| ROE | -15% | -24% | -21% | 8% |
| 毛利率 | 39% | 38% | 24% | 22% |
| EBIT Margin | -102% | -290% | -52% | 10% |
| EBITDA Margin | -95% | -271% | -46% | 13% |
| 收入增长 | 66% | 26% | 797% | 183% |
| 净利润增长率 | 353% | -- | -- | -156% |
| 资产负债率 | 36% | 20% | 21% | 25% |
| 息率 | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| P/E | -26.8 | -16.5 | -11.3 | 20.2 |
| P/B | 3.9 | 3.9 | 2.4 | 1.5 |
| EV/EBITDA | -33.5 | -17.3 | -11.8 | 15.9 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

| 华北区 (机构销售一部) | 华东区 (机构销售二部) | 华南区 (机构销售三部) | 海外销售交易部 |
|---|--|--|--|
| 李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn | 汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn | 邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn | 赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn |
| 许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn | 张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn | 颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn | 梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn |
| 王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn | 梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn | 刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn | 吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn |
| 王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn | 吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn | 赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn | 陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn |
| 陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn | 金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn | 简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn | 邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn |
| 杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn | 倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn | 牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn | |
| 赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | 林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn | 王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn | |
| 詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn | 张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn | 欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn | |
| 边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn | 周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn | | |
| | 丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn | | |
| | 李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn | | |