

长城汽车 (2333 HK)

上半年公司业绩超预期，下半年新车型将持续发力

长城汽车发布 2021 年中期业绩预告。2021 年上半年公司实现营业总收入 622 亿元人民币，同比增长 73%。实现归母净利润 34.98 亿元人民币，同比增加 205%。尽管受到汽车芯片供应的负面影响，公司上半年业绩仍然超出市场预期。我们预计公司多款新车型有望在下半年实现销量爬坡，增厚公司净利润。我们重申公司买入评级，上调目标价至 39.6 港元。

- 公司上半年业绩超出市场预期。** 尽管受到汽车芯片短缺影响，公司上半年仍实现销量 62 万辆，同比增长 56% (vs 全市场同比增长 26%)，大幅跑赢大市。受益于上半年哈弗大狗、坦克 300 等热门车型持续热销以及哈弗赤兔、哈弗初恋、WEY 摩卡车型持续爬坡，长城汽车新产品周期获得了市场高度认可。同时，基于同平台下的研发生产使得公司经营杠杆及制造成本效率持续改善。上半年整车销量及毛利增加带动公司净利润同比超出市场预期。
- 下半年重磅车型陆续上市。** WEY 品牌下玛奇朵车型将在 9 月上市，拿铁车型有望在 4 季度上市。两款新车型有望凭借 DHT 混动技术及车型级别定位实现快速爬坡。同时，哈弗 XY 作为哈弗全新旗舰型 SUV，也将在下半年上市。新车级别定位高于哈弗 H6，有望成为爆款车型。我们预计 9 月份后汽车芯片问题将逐步缓解，叠加终端补库存需求，有望带动公司整体销量增长。因此我们维持全年 139 万辆销量预测，其中预计下半年实现销量 77 万辆，同比增长 7%。
- 公司发布 2025 战略，锚定发展方向。** 公司 6 月底对外发布长城汽车 2025 战略，计划 2025 年实现全球年销量 400 万辆，其中 80% 为新能源汽车。2025 年前，长城汽车将全体系推出 50 余款新能源车型。同时长城汽车将在未来 5 年内累计研发投入 1,000 亿元，聚焦新能源和智能化两大领域的研发。我们预计公司将延续其在新能源汽车（纯电、混动、氢燃料）领域的技术优势，并抢占智能座舱及自动驾驶领域领先地位。我们预计公司新能源汽车（含混动）占比将快速提升，同时智能化配置渗透率将领先于行业。
- 我们上调 2021 年盈利预测并维持买入评级。** 考虑到 1) 4 季度汽车芯片短缺问题将边际缓解；2) 新车型智能座舱及自动驾驶渗透率提升；3) 销量增长带动利润率提升；4) 上半年业绩超出预期等因素，我们相应上调公司 2021 年盈利预测 14% 至 8,379 百万元人民币。同时，我们认为 1) 全新产品周期正处于发展早期以及 2) 新能源车型及海外销量占比持续提升等利好将使得公司重估过程持续。因此我们给予公司 2021 年 36x 市盈率（此前目标价基于 2021 年 30x 市盈率），上调目标价至 39.6 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	96,211	103,308	136,695	164,617	189,143
同比增长 (%)	-3.04%	7.38%	32.32%	20.43%	14.90%
净利润 (百万人民币)	4,497	5,362	8,379	10,111	11,895
每股收益 (人民币)	0.49	0.58	0.91	1.10	1.30
每股收益变动 (%)	-14%	19%	56%	21%	18%
市场每股盈利预测 (人民币)	0.49	0.49	0.90	1.21	1.46
市盈率(x)	53.24	44.89	28.73	23.81	20.24
市帐率(x)	4.40	4.20	3.83	3.50	3.17
股息率 (%)	0.95%	1.07%	1.67%	2.02%	2.37%
权益收益率 (%)	8.41%	9.60%	13.95%	15.38%	16.46%
负债比率(x)	净现金	8%	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$39.6
(此前目标价)	HK\$28.9
潜在升幅	+25.3%
当前股价	HK\$31.6

中国汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港币)	472,410
3月平均流通量(百万港币)	973.65
52周内股价高/低(港币)	32/7.08
总股本(百万) - 2333.HK	3,100
总股本(百万) - 601633.SH	6,103

资料来源：彭博

股东结构

保定市莲池区南大园乡集体资产经营中心	84.18%
Schroders Plc	3.03%
BlackRock, Inc.	1.83%

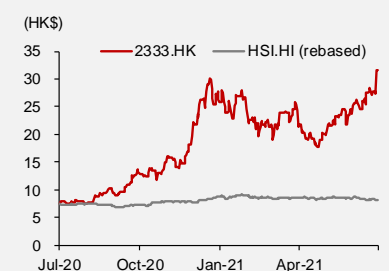
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	33.1%	35.9%
3-月	48.0%	53.5%
6-月	22.6%	30.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

请登录 2021 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

盈利预测

图 1: 盈利预测

人民币 (百万)	新预测		原预测		变化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	136,695	164,617	129,236	141,446	6%	16%
毛利	24,518	29,589	22,680	25,624	8%	15%
经营利润	9,070	11,014	7,968	9,420	14%	17%
净利润	8,379	10,111	7,327	8,648	14%	17%
每股盈利 (人民币)	0.91	1.10	0.80	0.94	14%	17%
毛利率	17.94%	17.97%	17.55%	18.12%	0.4 ppt	-0.1 ppt
经营利润率	6.63%	6.69%	6.17%	6.66%	0.5 ppt	0.0 ppt
净利润率	6.13%	6.14%	5.67%	6.11%	0.5 ppt	0.0 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 (百万)	招银国际预测		市场预测		差异 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	136,695	164,617	137,165	166,585	0%	-1%
毛利	24,518	29,589	25,054	31,655	-2%	-7%
经营利润	9,070	11,014	9,043	11,817	0%	-7%
净利润	8,379	10,111	8,355	11,244	0%	-10%
每股盈利 (人民币)	0.91	1.10	0.90	1.21	2%	-9%
毛利率	17.94%	17.97%	18.27%	19.00%	-0.3 ppt	-1.0 ppt
经营利润率	6.63%	6.69%	6.73%	7.69%	-0.1 ppt	-1.0 ppt
净利润率	6.13%	6.14%	6.09%	6.75%	0.0 ppt	-0.6 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	96,211	103,308	136,695	164,617	189,143
销售成本	(80,023)	(85,531)	(112,177)	(135,028)	(154,919)
毛利	16,188	17,777	24,518	29,589	34,224
营业税及附加	(3,169)	(3,192)	(4,374)	(5,103)	(5,863)
销售费用	(3,897)	(4,103)	(5,495)	(6,634)	(7,622)
管理费用	(1,955)	(2,553)	(3,076)	(3,589)	(4,123)
研发费用	(2,716)	(3,067)	(3,868)	(4,626)	(5,315)
财务费用	351	(397)	(854)	(836)	(847)
减值损失	(553)	(712)	(697)	(757)	(870)
其他收入	543	887	1,094	823	946
合营公司收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	956	1,845	2,173	2,459
公允价值变动/处置资产	(30)	156	(22)	(27)	(31)
营业外收入	342	494	680	771	907
营业外支出	(18)	(18)	(18)	(28)	(32)
利润总额	5,101	6,227	9,732	11,757	13,831
所得税费用	(570)	(865)	(1,353)	(1,646)	(1,936)
净利润	4,531	5,362	8,379	10,111	11,895
少数股东损益	34	0	0	0	0
归母净利润	4,497	5,362	8,379	10,111	11,895

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
归母净利润	4,497	5,362	8,379	10,111	11,895
折旧和摊销	3,428	3,507	3,769	4,141	4,573
营运资金变动	2,301	13,140	9,249	9,436	8,443
其它	3,746	(28,395)	(8,049)	(12,365)	(12,211)
经营活动所得现金流	13,972	(6,386)	13,348	11,323	12,699
资本开支	(4,391)	(3,124)	(4,169)	(5,476)	(6,348)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	(11,411)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(15,802)	(3,124)	(4,169)	(5,476)	(6,348)
股份发行	20	215	-	-	-
净借贷	(12,513)	16,729	(1,975)	2,636	2,546
支付股息	(2,282)	(2,569)	(4,022)	(4,853)	(5,709)
其它	18,719	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,944	14,375	(5,997)	(2,217)	(3,163)
现金增加净额	2,115	4,865	3,182	3,630	3,188
年初现金及现金等价物	7,682	9,723	14,588	17,770	21,400
其他	(73)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,723	14,588	17,770	21,400	24,589
受限现金	-	-	-	-	-

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	44,593	54,613	56,099	59,493	63,400
固定资产	29,843	28,848	29,010	30,344	32,119
无形资产和商誉	4,710	5,543	5,222	5,462	5,781
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	10,040	20,221	21,868	23,687	25,499
流动资产	68,502	99,399	123,159	147,322	168,334
现金及现金等价物	9,723	14,588	17,770	21,400	24,589
应收账款	3,193	3,936	4,006	4,822	5,342
存货	6,237	7,498	9,755	11,742	13,471
其它流动资产	49,348	73,377	91,628	109,358	124,932
流动负债	54,601	81,166	103,389	123,220	139,173
银行贷款	1,180	7,901	11,024	12,812	12,729
应付账款	35,461	49,841	62,320	75,016	86,066
其他应付款	16,447	20,638	27,339	32,100	36,505
其它流动负债	1,512	2,786	2,705	3,292	3,873
非流动负债	4,097	15,504	13,091	14,897	16,730
银行贷款或有负债	1,265	11,272	8,314	9,135	10,087
递延所得税负债	0	0	0	0	0
其它非流动负债	489	544	676	823	968
其它非流动负债	2,343	3,688	4,101	4,939	5,674
所有者权益	54,398	57,342	62,778	68,699	75,831
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母所有者权益	54,398	57,342	62,778	68,699	75,831

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
新车销售	90%	89%	91%	92%	93%
零部件销售	9%	11%	9%	8%	7%
利息收入	1%	0%	0%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	17%	17%	18%	18%	18%
税前利润率	5%	6%	7%	7%	7%
净利润率	5%	5%	6%	6%	6%
有效税率	11%	14%	14%	14%	14%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.25	1.22	1.19	1.20	1.21
速动比率(x)	0.32	0.29	0.26	0.25	0.25
现金比率(x)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.18
平均应收款周转天数	12	14	13	13	13
债务/股本比率(%)	108%	169%	186%	201%	206%
净负债/股东权益比率(%)	净现金	8%	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	8%	10%	14%	15%	16%
资产回报率	4%	5%	6%	7%	7%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.49	0.58	0.91	1.10	1.30
每股股息(人民币)	0.25	0.28	0.44	0.53	0.62
每股金资产(人民币)	5.96	6.25	6.84	7.49	8.26

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告所包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。