

# 长城汽车 (2333 HK)

## 销量结构持续改善，细分市场表现优异

长城汽车发布 2021 年中期业绩。2021 年上半年公司实现营业总收入 619 亿元人民币，同比增长 72%。实现归母净利润 35 亿元人民币，同比增加 208%，符合此前业绩公告。由于二季度上海车展及新车营销推广活动，公司费用率同比环比提升 3.0/0.7 个百分点，拖累二季度业绩表现。公司在各细分市场产品定位清晰，其中坦克、欧拉等品牌在越野玩家、女性用户中均积累了优异口碑，我们预计相关新产品上市有望继续支撑销量爬坡。公司陆续发布智能驾驶、智能座舱、线控底盘、EEA 架构、混动纯电氢能等方面的技术积累，逐步获得资本市场及用户的认可。我们重申公司买入评级，上调目标价至 41.1 港元。

- **销售结构持续优化，毛利率稳步提升。** 二季度公司单车收入达到 11.2 万元，同比增长 19%。单车收入提升主要由于产品结构优化，其中三代 H6、坦克 300、哈弗大狗等车型占比环比有所提升。二季度毛利率 17.4%，同比环比上涨 0.1/2.3 个百分点，主要得益于：1) 高毛利车型占比提升；以及 2) 供应紧张背景下回收返利水平。我们认为随着 WEY 玛奇朵、WEY 拿铁、坦克 400/500/700/800 等车型上市，公司单车收入有望继续提升。
- **全球化规划加速。** 8 月长城汽车收购戴姆勒巴西伊拉塞马波利斯工厂，预计升级改造后产能将达 10 万台。收购完成后，公司目前规划具备 4 个海外工厂（俄罗斯、印度、泰国、巴西），形成了完整的产能布局。营销网络方面，公司目前在 60 个国家和地区布局海外销售网络。中长期来看，公司按照“2-7-2-n”的全球布局规划，到 2025 年将打造 2 个 20 万辆级市场（中东、欧盟）、7 个 10 万辆级新兴市场运营标杆（俄罗斯、东盟、印度等）、2 个 5 万级市场以及 n 个万级市场集群，支撑 100 万台海外销量目标。
- **产品研发及营销体系像快消品行业。** 公司在产品开发和营销体系上聚焦与用户共创。坦克品牌方面，产品聚焦豪华车增购需求，并针对新一代用户群体好玩好看进行品类开发。欧拉品牌方面，通过对女性圈层的详细定位，创新性细分 8 类女性用户类型，深挖不同用户潜在需求，从心理学及行为学切入产品及用户运营体系。我们认为公司产品研发及营销体系在自主品牌车企中处于领先地位，研产销体系贴近快消品行业。
- **我们上调 2021 年盈利预测并维持买入评级。** 考虑到 1) 销量结构改善带来单车收入及毛利率提升；2) 4 季度汽车芯片短缺问题将边际缓解对冲 3) 营销费用率上升等因素，我们相应上调公司 2021 年盈利预测 4% 至 8,698 百万元人民币。同时，我们认为 1) 坦克、欧拉品牌新车型不断上市以及 2) 公司技术储备不断被市场认可等催化剂将继续成为公司股价催化剂。因此我们仍然给予公司 2021 年 36x 市盈率（此前目标价基于 2021 年 36x 市盈率），上调目标价至 41.1 港元。维持买入评级。

### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	96,211	103,308	144,154	176,716	215,988
同比增长 (%)	-3.04%	7.38%	39.54%	22.59%	22.22%
净利润 (百万人民币)	4,497	5,362	8,698	10,691	13,200
每股收益 (人民币)	0.49	0.58	0.95	1.16	1.44
每股收益变动 (%)	-14%	19%	62%	23%	23%
市场每股盈利预测 (人民币)	0.49	0.49	0.93	1.26	1.50
市盈率 (x)	56.45	47.58	29.34	23.87	19.33
市帐率 (x)	4.67	4.45	4.05	3.68	3.29
股息率 (%)	0.90%	1.01%	1.64%	2.01%	2.48%
权益收益率 (%)	8.41%	9.60%	14.45%	16.15%	17.98%
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\$41.1
(此前目标价)	HK\$39.6
潜在升幅	+22.7%
当前股价	HK\$33.5

### 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)	565,300
3月平均流通量(百万港币)	1,191.05
52周内股价高/低(港币)	39/7.7
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	2.65%
BlackRock, Inc.	1.86%

资料来源：港交所

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	6.5%
3-月	55.5%	78.2%
6-月	48.6%	69.4%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

## 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	144,154	176,716	136,695	164,617	5%	7%
毛利	25,903	31,809	24,518	29,589	6%	8%
经营利润	9,415	11,645	9,070	11,014	4%	6%
净利润	8,698	10,691	8,379	10,111	4%	6%
每股盈利 (人民币)	0.95	1.16	0.91	1.10	4%	6%
毛利率	17.97%	18.00%	17.94%	17.97%	0.0 ppt	0.0 ppt
经营利润率	6.53%	6.59%	6.63%	6.69%	-0.1 ppt	-0.1 ppt
净利润率	6.03%	6.05%	6.13%	6.14%	-0.1 ppt	-0.1 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	144,154	176,716	137,343	171,211	5%	3%
毛利	25,903	31,809	25,027	32,328	4%	-2%
经营利润	9,415	11,645	9,519	12,653	-1%	-8%
净利润	8,698	10,691	8,553	11,522	2%	-7%
每股盈利 (人民币)	0.95	1.16	0.93	1.26	2%	-7%
毛利率	17.97%	18.00%	18.22%	18.88%	-0.3 ppt	-0.9 ppt
经营利润率	6.53%	6.59%	6.91%	7.71%	-0.4 ppt	-1.1 ppt
净利润率	6.03%	6.05%	6.23%	6.73%	-0.2 ppt	-0.7 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	144,154	176,716	215,988
销售成本	(80,023)	(85,531)	(118,251)	(144,907)	(177,147)
毛利	16,188	17,777	25,903	31,809	38,841
营业税及附加	(3,169)	(3,192)	(4,613)	(5,478)	(6,696)
销售费用	(3,897)	(4,103)	(6,083)	(7,334)	(8,748)
管理费用	(1,955)	(2,553)	(3,243)	(3,852)	(4,709)
研发费用	(2,716)	(3,067)	(4,080)	(4,966)	(6,069)
财务费用	351	(397)	(810)	(908)	(1,101)
减值损失	(553)	(712)	(735)	(813)	(994)
其他收入	543	887	1,153	884	1,080
合营公司收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	956	1,946	2,333	2,808
公允价值变动/处置资产	(30)	156	(24)	(29)	(35)
营业外收入	342	494	706	815	1,007
营业外支出	(18)	(18)	(19)	(29)	(36)
利润总额	5,101	6,227	10,102	12,432	15,349
所得税费用	(570)	(865)	(1,404)	(1,740)	(2,149)
净利润	4,531	5,362	8,698	10,691	13,200
少数股东损益	34	0	0	0	0
归母净利润	4,497	5,362	8,698	10,691	13,200

### 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	8,698	10,691	13,200
折旧和摊销	3,428	3,507	3,788	4,193	4,697
营运资金变动	2,301	13,140	11,722	10,999	13,527
其它	3,746	(28,395)	(9,981)	(13,574)	(16,240)
经营活动所得现金流	13,972	(6,386)	14,227	12,310	15,184
资本开支	(4,391)	(3,124)	(4,453)	(5,954)	(7,406)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	(11,411)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(15,802)	(3,124)	(4,453)	(5,954)	(7,406)
股份发行	20	215	-	-	-
净借贷	(12,513)	16,729	(1,447)	3,010	3,664
支付股息	(2,282)	(2,569)	(4,175)	(5,132)	(6,336)
其它	18,719	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,944	14,375	(5,622)	(2,122)	(2,673)
现金增加净额	2,115	4,865	4,152	4,233	5,105
年初现金及现金等价物	7,682	9,723	14,588	18,740	22,973
其他	(73)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,723	14,588	18,740	22,973	28,078
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	56,774	60,963	66,794
固定资产	29,843	28,848	29,274	31,035	33,745
无形资产和商誉	4,710	5,543	5,269	5,586	6,074
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	10,040	20,221	22,231	24,341	26,975
流动资产	68,502	99,399	129,610	157,790	191,570
现金及现金等价物	9,723	14,588	18,740	22,973	28,078
应收账款	3,193	3,936	4,223	5,175	6,109
存货	6,237	7,498	10,283	12,601	15,404
其它流动资产	49,348	73,377	96,364	117,041	141,979
流动负债	54,601	81,166	109,956	133,965	162,986
银行贷款	1,180	7,901	12,622	15,521	18,587
应付账款	35,461	49,841	65,695	80,504	98,415
其他应付款	16,447	20,638	28,831	34,460	41,686
其它流动负债	1,512	2,786	2,808	3,481	4,298
非流动负债	4,097	15,504	13,383	15,421	17,915
银行贷款或有负债	1,265	11,272	8,356	9,249	10,360
递延所得税负债	0	0	0	0	0
其它非流动负债	489	544	702	870	1,074
其它非流动负债	2,343	3,688	4,325	5,301	6,480
所有者权益	54,398	57,342	63,045	69,366	77,463
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母所有者权益	54,398	57,342	63,045	69,366	77,463

### 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%	92%	93%	94%
零部件销售	9%	11%	8%	7%	6%
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	1.18	1.18	1.18
速动比率(x)	0.32	0.29	0.25	0.25	0.24
现金比率(x)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.17
平均应收款周转天数	12	14	13	13	13
债务/股本比率(%)	108%	169%	196%	215%	234%
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%	16%	18%
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	0.95	1.16	1.44
每股股息(人民币)	0.25	0.28	0.45	0.56	0.69
每股金资产(人民币)	5.96	6.25	6.87	7.56	8.44

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。

### 招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未给予投资评级

### 招銀國際證券行業投資評級

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

### 招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

### 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。招銀國際證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。招銀國際證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。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，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責任。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。招銀國際證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責任。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，未经招銀國際證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国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 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撰写的报告。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責任。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。