

长城汽车 (2333 HK)

三季度业绩符合预期，缺芯提供布局时机

长城汽车发布 2021 年三季度业绩。公司三季度实现营业总收入 289 亿元人民币，同比增长 10%。实现归母净利润 14 亿元人民币，同比下滑 2%，符合市场预期。公司目前坦克 300、欧拉系列、WEY 摩卡等车型终端需求火热，订单储备充足，预计销量将随着缺芯缓解而稳步释放。同时公司新产品周期已全面开启，目前已公布新车型包括哈弗神兽、H6S、WEY 拿铁、欧拉樱桃猫、坦克 500 等，将带动公司 22 年销量及业绩增长。我们重申公司买入评级，上调目标价至 45.5 港元。

- **三季度业绩符合预期，芯片供应 10 月边际缓解。**由于芯片供应影响，公司三季度实现销量 27 万辆，同比下降 7%/环比下滑 5%。受益于哈弗大狗、坦克 300 等高价车型占比提升，公司单车收入同比提升 18% 至 10.9 万元人民币。叠加终端折扣收窄等利好因素，三季度公司毛利率同比增加 1.7 个百分点，环比基本持平。由于股权激励费用在三季度开始确认，公司费用率同比小幅上升 0.3 个百分点至 14.8%。三季度归母净利润同比下滑 2%，符合市场预期。
- **混动车型有望带动基本面及估值抬升。**公司于 2020 年 12 月正式发布了柠檬混动 DHT 技术，在动力性能和油耗方面具有较强技术实力。首款车型玛奇朵 HEV 版已经于 9 月底上市，10 月开始交付，目前线索量稳步上升，消费者口碑正在形成。柠檬 DHT 混动系统共有三套涵盖 1.5L+DHT100、1.5T+DHT130 及 1.5T+DHT130+P4 的动力总成系统，并且可以同时满足 HEV 和 PHEV 动力架构，并可覆盖 A、B、C 级全系车型。短期内，WEY 摩卡及 WEY 玛奇朵将利用 DHT 技术推出 PHEV 版本，用以满足消费者对新能源绿牌的购车需求。我们认为公司搭载 DHT 技术的车型系列均有爆款潜质，未来有望使得混动车型在中国新能源市场占比继续稳步提升。
- **海外战略开花结果，打开中长期想象空间。**公司三季度海外销量达 3.6 万辆，环比增长 10%，占总销量比例达到 14%。哈弗 H6 HEV 于 6 月底在泰国上市，连续两个月位居泰国细分市场第一。基于咖啡智能平台打造的智能旗舰 WEY 品牌摩卡 9 月亮相慕尼黑车展，配备高通 8155 芯片、5G+V2X、激光雷达、L3 级自动驾驶等软硬件功能，将在年底接受欧洲市场预定，2022 年上半年开始海外交付。欧拉品牌预计 2022 年将实现欧盟、巴西、俄罗斯等市场销售，23 年实现 35 个海外市场覆盖，海外销量占比达到 30% 以上。我们认为公司海外市场拓展顺利，将对公司及相关上游产业链带来新的增量需求。
- **缺芯提供布局时机，维持买入评级。**考虑到 1) 芯片带来的不确定性以及 2) 股权激励费用计提等因素，我们相应调整公司 2021 年盈利预测至 8,523 百万元人民币。同时，我们认为 1) 公司全新产品周期持续向上，芯片缓解后有望恢复高速增长趋势；2) 公司混动技术逐步落地，新能源销量占比有望快速提升；以及 3) 海外战略开花结果为公司业绩贡献新增量等催化剂将继续带动估值向上。因此我们将估值基准滚动至 36x 2021 年/22 年平均市盈率（此前目标价基于 2021 年 36x 市盈率），上调目标价至 45.5 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	140,698	179,108	219,051
同比增长 (%)	-3.04%	7.38%	36.19%	27.30%	22.30%
净利润 (百万人民币)	4,497	5,362	8,523	10,735	14,008
每股收益 (人民币)	0.49	0.58	0.93	1.17	1.53
每股收益变动 (%)	-14%	19%	59%	26%	30%
市场每股盈利预测 (人民币)	0.49	0.49	0.91	1.27	1.59
市盈率 (x)	59.14	49.86	31.37	24.91	19.09
市帐率 (x)	4.89	4.66	4.25	3.86	3.42
股息率 (%)	0.86%	0.96%	1.53%	1.93%	2.51%
权益收益率 (%)	8.41%	9.60%	14.18%	16.24%	18.99%
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

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博 (搜索代码: RESP CMBR <GO>) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

买入 (维持)

目标价	HK\$45.5
(此前目标价)	HK\$41.1)
潜在升幅	+29.7%
当前股价	HK\$35.1

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)	615,598
3月平均流通量(百万港币)	971.80
52周内股价高/低(港币)	39.00/ 11.78
总股本(百万) - 2333.HK	3,100
总股本(百万) - 601633.SH	6,137

资料来源：彭博

股东结构

保定市莲池区南大园乡集体资	55.38%
产经管中心	
Schroders Plc	2.28%
BlackRock, Inc.	2.13%

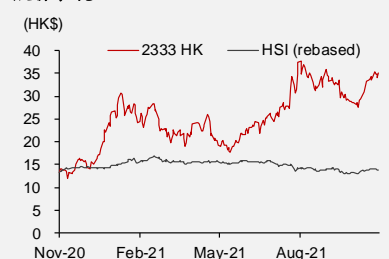
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	22.3%	18.4%
3-月	-6.0%	-3.9%
6-月	82.6%	106.7%

资料来源：彭博

股价表现



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	140,698	179,108	144,154	176,716	-2%	1%
毛利	25,319	32,384	25,903	31,809	-2%	2%
经营利润	8,959	11,803	9,415	11,645	-5%	1%
净利润	8,523	10,735	8,698	10,691	-2%	0%
每股盈利 (人民币)	0.93	1.17	0.95	1.16	-2%	0%
毛利率	18.00%	18.08%	17.97%	18.00%	0.0 ppt	0.1 ppt
经营利润率	6.37%	6.59%	6.53%	6.59%	-0.2 ppt	0.0 ppt
净利润率	6.06%	5.99%	6.03%	6.05%	0.0 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	140,698	179,108	137,663	177,149	2%	1%
毛利	25,319	32,384	25,168	33,603	1%	-4%
经营利润	8,959	11,803	8,807	12,736	2%	-7%
净利润	8,523	10,735	8,342	11,598	2%	-7%
每股盈利 (人民币)	0.93	1.17	0.91	1.27	2%	-8%
毛利率	18.00%	18.08%	18.28%	18.97%	-0.3 ppt	-0.9 ppt
经营利润率	6.37%	6.59%	6.58%	7.38%	-0.2 ppt	-0.8 ppt
净利润率	6.06%	5.99%	6.06%	6.55%	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	140,698	179,108	219,051
销售成本	(80,023)	(85,531)	(115,378)	(146,724)	(179,272)
毛利	16,188	17,777	25,319	32,384	39,778
营业税及附加	(3,169)	(3,192)	(4,390)	(5,552)	(6,791)
销售费用	(3,897)	(4,103)	(6,134)	(7,379)	(8,872)
管理费用	(1,955)	(2,553)	(3,700)	(4,478)	(5,038)
研发费用	(2,716)	(3,067)	(4,122)	(5,194)	(6,155)
财务费用	351	(397)	(269)	(384)	(420)
减值损失	(553)	(712)	(746)	(824)	(1,008)
其他收入	543	887	1,126	896	1,095
合营公司收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	956	1,899	2,364	2,848
公允价值变动/处置资产	(30)	156	(23)	(29)	(36)
营业外收入	342	494	538	708	924
营业外支出	(18)	(18)	(27)	(30)	(39)
利润总额	5,101	6,227	9,470	12,482	16,288
所得税费用	(570)	(865)	(947)	(1,747)	(2,280)
净利润	4,531	5,362	8,523	10,735	14,008
少数股东损益	34	0	0	0	0
归母净利润	4,497	5,362	8,523	10,735	14,008

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	8,523	10,735	14,008
折旧和摊销	3,428	3,507	3,779	4,191	4,703
营运资金变动	2,301	13,140	9,988	13,457	13,805
其它	3,746	(28,395)	(8,483)	(15,589)	(16,795)
经营活动所得现金流	13,972	(6,386)	13,807	12,794	15,720
资本开支	(4,391)	(3,124)	(4,321)	(6,053)	(7,529)
联营公司	-	-	-	-	-
其它	(11,411)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(15,802)	(3,124)	(4,321)	(6,053)	(7,529)
股份发行	20	215	-	-	-
净借贷	(12,513)	16,729	(1,692)	3,405	3,726
支付股息	(2,282)	(2,569)	(4,091)	(5,153)	(6,724)
其它	18,719	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,944	14,375	(5,783)	(1,748)	(2,998)
现金增加净额	2,115	4,865	3,702	4,993	5,192
年初现金及现金等价物	7,682	9,723	14,588	18,291	23,284
其他	(73)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,723	14,588	18,291	23,284	28,477
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	55,941	61,021	67,184
固定资产	29,843	28,848	29,151	31,013	33,840
无形资产和商誉	4,710	5,543	5,247	5,582	6,091
合资及联营公司投资	-	-	-	-	-
其它非流动资产	10,040	20,221	21,543	24,426	27,253
流动资产	68,502	99,399	126,613	159,843	194,171
现金及现金等价物	9,723	14,588	18,291	23,284	28,477
应收账款	3,193	3,936	4,121	5,240	6,182
存货	6,237	7,498	10,033	12,759	15,589
其它流动资产	49,348	73,377	94,169	118,560	143,923
流动负债	54,601	81,166	106,629	136,065	165,066
银行贷款	1,180	7,901	12,496	16,130	18,633
应付账款	35,461	49,841	64,099	81,513	99,596
其他应付款	16,447	20,638	28,140	34,926	42,277
其它流动负债	1,512	2,786	1,894	3,495	4,561
非流动负债	4,097	15,504	13,031	15,492	18,086
银行贷款	1,265	11,272	8,337	9,245	10,374
或有负债	0	0	0	0	0
递延所得税负债	489	544	473	874	1,140
其它非流动负债	2,343	3,688	4,221	5,373	6,572
所有者权益	54,398	57,342	62,895	69,308	78,203
少数股东权益	0	0	0	0	0
归母所有者权益	54,398	57,342	62,895	69,308	78,203

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%	93%	94%
零部件销售	9%	11%	9%	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%
税前利率	5%	6%	7%	7%	7%
净利润率	5%	5%	6%	6%	6%
有效税率	11%	14%	10%	14%	14%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.25	1.22	1.19	1.17	1.18
速动比率(x)	0.32	0.29	0.26	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%	190%	219%	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(%)	8%	10%	14%	16%	19%
资本回报率	4%	5%	6%	6%	7%
资产回报率					
每股数据(人民币)	0.49	0.58	0.93	1.17	1.53
每股盈利(人民币)	0.25	0.28	0.45	0.56	0.73
每股股息(人民币)	5.96	6.25	6.85	7.55	8.52
每股金资产(人民币)	90%	89%	91%	93%	94%

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商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证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。