

長城汽車 (2333 HK)

銷量結構持續改善，細分市場表現優異

長城汽車發佈 2021 年中期業績。2021 年上半年公司實現營業總收入 619 億元人民幣，同比增長 72%。實現歸母淨利潤 35 億元人民幣，同比增加 208%，符合此前業績公告。由於二季度上海車展及新車行銷推廣活動，公司費用率同比環比提升 3.0/0.7 個百分點，拖累二季度業績表現。公司在各細分市場產品定位清晰，其中坦克、歐拉等品牌在越野玩家、女性用戶中均積累了優異口碑，我們預計相關新產品上市有望繼續支撐銷量爬坡。公司陸續發佈智慧駕駛、智慧座艙、線控底盤、EEA 架構、混動純電氫能等方面的技術積累，逐步獲得資本市場及用戶的認可。我們重申公司買入評級，上調目標價至 41.1 港元。

- **銷售結構持續優化，毛利率穩步提升。** 二季度公司單車收入達到 11.2 萬元，同比增長 19%。單車收入提升主要由於產品結構優化，其中三代 H6、坦克 300、哈弗大狗等車型佔比環比有所提升。二季度毛利率 17.4%，同比環比上漲 0.1/2.3 個百分點，主要得益於：1) 高毛利車型佔比提升；以及 2) 供應緊背景下回收返利水準。我們認為隨著 WEY 瑪奇朵、WEY 拿鐵、坦克 400/500/700/800 等車型上市，公司單車收入有望繼續提升。
- **全球化規劃加速。** 8 月長城汽車收購戴姆勒巴西伊拉塞馬波利斯工廠，預計升級改造後產能將達 10 萬台。收購完成後，公司目前規劃具備 4 個海外工廠（俄羅斯、印度、泰國、巴西），形成了完整的產能佈局。行銷網路方面，公司目前在 60 個國家和地區佈局海外銷售網路。中長期來看，公司按照“2-7-2-n”的全球佈局規劃，到 2025 年將打造 2 個 20 萬輛級市場（中東、歐盟）、7 個 10 萬輛級新興市場運營標杆（俄羅斯、東盟、印度等）、2 個 5 萬級市場以及 n 個萬級市場集群，支撐 100 萬台海外銷量目標。
- **產品研發及行銷體系像快消品行業。** 公司在產品開發和行銷體系上聚焦與用戶共創。坦克品牌方面，產品聚焦豪華車增購需求，並針對新一代用戶群體好玩好看進行品類開發。歐拉品牌方面，通過對女性圈層的詳細定位，創新性細分 8 類女性用戶類型，深挖不同用戶潛在需求，從心理學及行為學切入產品及使用者運營體系。我們認為公司產品研發及行銷體系在自主品牌車企中處於領先地位，研產銷體系貼近快消品行業。
- **我們上調 2021 年盈利預測並維持買入評級。** 考慮到 1) 銷量結構改善帶來單車收入及毛利率提升；2) 4 季度汽車芯片短缺問題將邊際緩解對沖 3) 行銷費用率上升等因素，我們相應上調公司 2021 年盈利預測 4% 至 8,698 百萬元人民幣。同時，我們認為 1) 坦克、歐拉品牌新車型不斷上市以及 2) 公司技術儲備不斷被市場認可等催化劑將繼續成為公司股價催化劑。因此我們仍然給予公司 2021 年 36x 市盈率（此前目標價基於 2021 年 36x 市盈率），上調目標價至 41.1 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	96,211	103,308	144,154	176,716	215,988
同比增長 (%)	-3.04%	7.38%	39.54%	22.59%	22.22%
淨利潤 (百萬人民幣)	4,497	5,362	8,698	10,691	13,200
每股收益 (人民幣)	0.49	0.58	0.95	1.16	1.44
每股收益變動 (%)	-14%	19%	62%	23%	23%
市場每股盈利預測 (人民幣)	0.49	0.49	0.93	1.26	1.50
市盈率 (x)	56.45	47.58	29.34	23.87	19.33
市帳率 (x)	4.67	4.45	4.05	3.68	3.29
股息率 (%)	0.90%	1.01%	1.64%	2.01%	2.48%
權益收益率 (%)	8.41%	9.60%	14.45%	16.15%	17.98%
負債比率 (x)	淨現金	8%	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$41.1
(此前目標價)	HK\$39.6)
潛在升幅	+22.7%
當前股價	HK\$33.5

中國汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港幣)	565,300
3 月平均流通量(百萬港幣)	1,191.05
52 周內股價高/低 (港幣)	39/7.7
總股本 (百萬) - 2333.HK	3,100
總股本 (百萬) - 601633.SH	6,103

資料來源：彭博

股東結構

保定市蓮池區南大園鄉集體資	84.18%
產經管中心	
Schroders Plc	2.65%
BlackRock, Inc.	1.86%

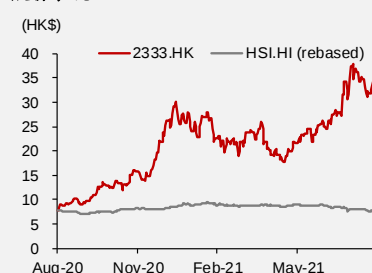
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.2%	6.5%
3-月	55.5%	78.2%
6-月	48.6%	69.4%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

盈利預測

圖 1: 盈利預測

人民幣 (百萬)	新預測		原預測		變化 (%)	
	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%
經營利潤	9,415	11,645	9,070	11,014	4%	6%
淨利潤	8,698	10,691	8,379	10,111	4%	6%
每股盈利 (人民幣)	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
經營利潤率	6.53%	6.59%	6.63%	6.69%	-0.1 ppt	-0.1 ppt
淨利潤率	6.03%	6.05%	6.13%	6.14%	-0.1 ppt	-0.1 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

人民幣 (百萬)	招銀國際預測		市場預測		差異 (%)	
	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%
經營利潤	9,415	11,645	9,519	12,653	-1%	-8%
淨利潤	8,698	10,691	8,553	11,522	2%	-7%
每股盈利 (人民幣)	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
經營利潤率	6.53%	6.59%	6.91%	7.71%	-0.4 ppt	-1.1 ppt
淨利潤率	6.03%	6.05%	6.23%	6.73%	-0.2 ppt	-0.7 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	96,211	103,308	144,154	176,716	215,988
銷售成本	(80,023)	(85,531)	(118,251)	(144,907)	(177,147)
毛利	16,188	17,777	25,903	31,809	38,841
營業稅及附加	(3,169)	(3,192)	(4,613)	(5,478)	(6,696)
銷售費用	(3,897)	(4,103)	(6,083)	(7,334)	(8,748)
管理費用	(1,955)	(2,553)	(3,243)	(3,852)	(4,709)
研發費用	(2,716)	(3,067)	(4,080)	(4,966)	(6,069)
財務費用	351	(397)	(810)	(908)	(1,101)
減值損失	(553)	(712)	(735)	(813)	(994)
其他收入	543	887	1,153	884	1,080
合營公司收益	0	0	0	0	0
投資收益	16	956	1,946	2,333	2,808
公允價值變動/處置資產	(30)	156	(24)	(29)	(35)
營業外收入	342	494	706	815	1,007
營業外支出	(18)	(18)	(19)	(29)	(36)
利潤總額	5,101	6,227	10,102	12,432	15,349
所得稅費用	(570)	(865)	(1,404)	(1,740)	(2,149)
淨利潤	4,531	5,362	8,698	10,691	13,200
少數股東損益	34	0	0	0	0
歸母淨利潤	4,497	5,362	8,698	10,691	13,200

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
歸母淨利潤	4,497	5,362	8,698	10,691	13,200
折舊和攤銷	3,428	3,507	3,788	4,193	4,697
營運資金變動	2,301	13,140	11,722	10,999	13,527
其它	3,746	(28,395)	(9,981)	(13,574)	(16,240)
經營活動所得現金流	13,972	(6,386)	14,227	12,310	15,184
資本開支	(4,391)	(3,124)	(4,453)	(5,954)	(7,406)
聯營公司	-	-	-	-	-
其它	(11,411)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(15,802)	(3,124)	(4,453)	(5,954)	(7,406)
股份發行	20	215	-	-	-
淨借貸	(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	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,944	14,375	(5,622)	(2,122)	(2,673)
現金增加淨額	2,115	4,865	4,152	4,233	5,105
年初現金及現金等價物	7,682	9,723	14,588	18,740	22,973
其他	(73)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,723	14,588	18,740	22,973	28,078
受限現金	-	-	-	-	-

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	44,593	54,613	56,774	60,963	66,794
固定資產	29,843	28,848	29,274	31,035	33,745
無形資產和商譽	4,710	5,543	5,269	5,586	6,074
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	10,040	20,221	22,231	24,341	26,975
流動資產	68,502	99,399	129,610	157,790	191,570
現金及現金等價物	9,723	14,588	18,740	22,973	28,078
應收賬款	3,193	3,936	4,223	5,175	6,109
存貨	6,237	7,498	10,283	12,601	15,404
其它流動資產	49,348	73,377	96,364	117,041	141,979
流動負債	54,601	81,166	109,956	133,965	162,986
銀行貸款	1,180	7,901	12,622	15,521	18,587
應付帳款	35,461	49,841	65,695	80,504	98,415
其他應付款	16,447	20,638	28,831	34,460	41,686
其它流動負債	1,512	2,786	2,808	3,481	4,298
非流動負債	4,097	15,504	13,383	15,421	17,915
銀行貸款	1,265	11,272	8,356	9,249	10,360
或有負債	0	0	0	0	0
遞延所得稅負債	489	544	702	870	1,074
其它非流動負債	2,343	3,688	4,325	5,301	6,480
所有者權益	54,398	57,342	63,045	69,366	77,463
少數股東權益	0	0	0	0	0
歸母所有者權益	54,398	57,342	63,045	69,366	77,463

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
新車銷售	90%	89%	92%	93%	94%
零部件銷售	9%	11%	8%	7%	6%
利息收入	1%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	17%	17%	18%	18%	18%
稅前利率	5%	6%	7%	7%	7%
淨利潤率	5%	5%	6%	6%	6%
有效稅率	11%	14%	14%	14%	14%
資產負債比率					
流動比率(X)	1.25	1.22	1.18	1.18	1.18
速動比率(X)	0.32	0.29	0.25	0.25	0.24
現金比率(X)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.17
平均應收款周轉天數	12	14	13	13	13
債務/股本比率(%)	108%	169%	196%	215%	234%
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	8%	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	8%	10%	14%	16%	18%
資產回報率	4%	5%	6%	7%	7%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.49	0.58	0.95	1.16	1.44
每股股息(人民幣)	0.25	0.28	0.45	0.56	0.69
每股金資產(人民幣)	5.96	6.25	6.87	7.56	8.44

資料來源:公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為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為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。