

长城汽车(2333 HK, HK\$6.95, 未评级) — 行业竞争激烈, 扩张前景难料

- ❖ **进入高端市场。**长城汽车在2016年11月推出了一款新的高端SUV品牌“魏派”，瞄准中国中高端乘用车市场。这个新品牌的产品的销售将经由一个全新的经销商网络，价格介于人民币15至20万之间——高于哈弗H7的价位，但低于哈弗H8和H9的价位，并将配备1.5T或2.0T发动机和7湿式双离合变速箱(DCT)。长城汽车已在2016年广州车展上展出“魏派”品牌的两款概念车(W01和W02)，而第一款“魏派”车型则于2017年4月上市。这个新品牌将标志着长城汽车开始进入中国中高端乘用车市场。
- ❖ **严重依赖SUV产品。**在2016年的前10个月，SUV产品的销量占据了长城汽车总销量的86%，而哈弗H6毫无疑问是其旗舰车型——它是中国目前所有在售的所有乘用车中最畅销的车款，在2016年的前10个月哈弗H6贡献了长城汽车总销量的50%以上。我们预计2017年SUV产品的份额将继续上升，因为据我们所知，长城汽车计划在2017年再推出3款新SUV车型，其中在2017年上半年推出2款，在2017年下半年推出1款。在2016年11月，长城汽车还推出了哈弗H2s SUV，并采用两种不同标签，红标（针对普通买家）和蓝标（运动型，主要针对年轻买家）。它们有不同的格栅和车头灯，但发动机和车内设计是一样的。哈弗H2s是现在畅销的哈弗H2的加小版本。
- ❖ **难以维持高毛利水平。**我们认为，重注押宝在SUV产品身上使得长城汽车在过去3年的毛利润率超过20%。然而由于SUV市场竞争激烈，促使长城汽车在最近两年使用折扣促销和降低新产品的官方零售价的方式来保持其市场份额，不可避免地损害了长城汽车的利润率，特别是在2015年下半年和2016年3季度。因此，我们认为长城汽车的利润率水平有相当大的下行风险。以前，长城试图通过推出哈弗H8和哈弗H9来闯入高端市场，而市场反应不太令人满意，我们分析认为这是由于产品定价过高，和消费者对其低端品牌的认知产生了冲突，因此销售成绩差强人意。目前，长城汽车旨在通过设立独立的高端品牌来打入高端车市场，以保持其SUV业务丰厚的利润，这意味着魏派的成功可能是保持其利润水平的关键。
- ❖ **估值较行业均值便宜。**根据彭博的估计，长城汽车目前的交易价格为6.2倍2016年市盈率和6.1倍2017年市盈率，相比之下，香港上市的整车制造商（除了比亚迪(1211 HK)）平均交易价格则为9.2倍2016年市盈率和7.6倍2017年市盈率。此前，由于市场担心其盈利水平下降和在减税政策结束后销售增长放缓，长城汽车的股价在其公布第三季度业绩后下跌超过20%。这与其迅猛的销量增长势头形成鲜明对比。我们认为目前的低估值是由于市场对长城汽车是否具有维持其盈利水平的能力缺乏信心以及对当前扩张战略的前景感到不明朗所引起的。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万人民币)	56,784	62,599	76,033
净利润(百万人民币)	8,224	8,042	8,059
每股收益(分人民币)	0.90	0.88	0.88
每股收益变动(%)	44.5	-2.2	0.2
市盈率(x)	6.7	6.9	6.9
市帐率(x)	2.0	1.7	1.4
股息率(%)	4.5	4.4	3.1
权益收益率(%)	29.4	24.0	21.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、彭博

 梁甫茵
 (852) 3900 0826
 fionaliang@cmbi.com.hk

长城汽车(2333 HK)

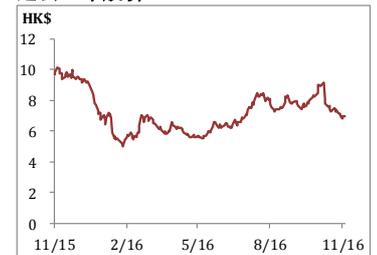
评级	未评级
收市价	HK\$6.95
市值(港币百万)	92,869
过去3个月平均交易(港币百万)	342.13
52周高/低(港币)	10.24/4.94
发行股数(百万)	9,127.3
主要股东	自由流通(100%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-21.5%	-17.9%
3月	-5.4%	-2.7%
6月	23.8%	10.0%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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)2000年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 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。