

長城汽車(2333 HK, HK\$6.95, 未評級) — 行業競爭激烈，擴張前景難料

- ❖ **進入高端市場。**長城汽車在 2016 年 11 月推出了一款新的高端 SUV 品牌“魏派”，瞄準中國中高端乘用車市場。這個新品牌的產品的銷售將經由一個全新的經銷商網路，價格介於人民幣 15 至 20 萬之間——高於哈弗 H7 的價位，但低於哈弗 H8 和 H9 的價位，並將配備 1.5T 或 2.0T 發動機和 7 濕式雙離合變速箱（DCT）。長城汽車已在 2016 年廣州車展上展出“魏派”品牌的兩款概念車（W01 和 W02），而第一款“魏派”車型則於 2017 年 4 月上市。這個新品牌將標誌著長城汽車開始進入中國中高端乘用車市場。
- ❖ **嚴重依賴 SUV 產品。**在 2016 年的前 10 個月，SUV 產品的銷量佔據了長城汽車總銷量的 86%，而哈弗 H6 毫無疑問是其旗艦車型——它是中國目前所有在售的所有乘用車中最暢銷的車款，在 2016 年的前 10 個月哈弗 H6 貢獻了長城汽車總銷量的 50% 以上。我們預計 2017 年 SUV 產品的份額將繼續上升，因為據我們所知，長城汽車計畫在 2017 年再推出 3 款新 SUV 車型，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，長城汽車還推出了哈弗 H2s SUV，並採用兩種不同標籤，紅標（針對普通買家）和藍標（運動型，主要針對年輕買家）。它們有不同的格柵和車頭燈，但發動機和車內設計是一樣的。哈弗 H2s 是現在暢銷的哈弗 H2 的加小版本。
- ❖ **難以維持高毛利水準。**我們認為，重注押寶在 SUV 產品身上使得長城汽車在過去 3 年的毛利潤率超過 20%。然而由於 SUV 市場競爭激烈，促使長城汽車在最近兩年使用折扣促銷和降低新產品的官方零售價的方式來保持其市場份額，不可避免地損害了長城汽車的利潤率，特別是在 2015 年下半年和 2016 年 3 季度。因此，我們認為長城汽車的利潤率水準有相當大的下行風險。以前，長城試圖通過推出哈弗 H8 和哈弗 H9 來闖入高端市場，而市場反應不太令人滿意，我們分析認為這是由於產品定價過高，和消費者對其低端品牌的認知產生了衝突，因此銷售成績差強人意。目前，長城汽車旨在通過設立獨立的高端品牌來打入高端車市場，以保持其 SUV 業務豐厚的利潤，這意味著魏派的成功可能是保持其利潤水準的關鍵。
- ❖ **估值較行業均值便宜。**根據彭博的估計，長城汽車目前的交易價格為 6.2 倍 2016 年市盈率和 6.1 倍 2017 年市盈率，相比之下，香港上市的整車製造商（除了比亞迪（1211 HK））平均交易價格則為 9.2 倍 2016 年市盈率和 7.6 倍 2017 年市盈率。此前，由於市場擔心其盈利水準下降和在減稅政策結束後銷售增長放緩，長城汽車的股價在其公佈第三季度業績後下跌超過 20%。這與其迅猛的銷量增長勢頭形成鮮明對比。我們認為目前的低估值是由於市場對長城汽車是否具有維持其盈利水準的能力缺乏信心以及對當前擴張戰略的前景感到不明朗所引起的。

財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額 (百萬人民幣)	56,784	62,599	76,033
淨利潤 (百萬人民幣)	8,224	8,042	8,059
每股收益 (分人民幣)	0.90	0.88	0.88
每股收益變動 (%)	44.5	-2.2	0.2
市盈率(x)	6.7	6.9	6.9
市帳率(x)	2.0	1.7	1.4
股息率 (%)	4.5	4.4	3.1
權益收益率 (%)	29.4	24.0	21.0
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司、彭博

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

長城汽車(2333 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$6.95
市值 (港幣百萬)	92,869
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	342.13
52 周高低 (港幣)	10.24/4.94
發行股數 (百萬)	9,127.3
主要股東	自由流通(100%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-21.5%	-17.9%
3 月	-5.4%	-2.7%
6 月	23.8%	10.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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)2000 年英國不時修訂之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

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。