

# 長城汽車 (2333 HK)

## 上半年公司業績超預期，下半年新車型將持續發力

長城汽車發佈 2021 年中期業績預告。2021 年上半年公司實現營業總收入 622 億元人民幣，同比增長 73%。實現歸母淨利潤 34.98 億元人民幣，同比增加 205%。儘管受到汽車晶片供應的負面影響，公司上半年業績仍然超出市場預期。我們預計公司多款新車型有望在下半年實現銷量爬坡，增厚公司淨利潤。我們重申公司買入評級，上調目標價至 39.6 港元。

- **公司上半年業績超出市場預期。** 儘管受到汽車晶片短缺影響，公司上半年仍實現銷量 62 萬輛，同比增長 56% (vs 全市場同比增長 26%)，大幅跑贏大市。受益於上半年哈弗大狗、坦克 300 等熱門車型持續熱銷以及哈弗赤兔、哈弗初戀、WEY 摩卡車型持續爬坡，長城汽車新產品週期獲得了市場高度認可。同時，基於同平臺下的研發生產使得公司經營杠杆及製造成本效率持續改善。上半年整車銷量及毛利增加帶動公司淨利潤同比超出市場預期。
- **下半年重磅車型陸續上市。** WEY 品牌下瑪奇朵車型將在 9 月上市，拿鐵車型有望在 4 季度上市。兩款新車型有望憑藉 DHT 混動技術及車型級別定位實現快速爬坡。同時，哈弗 XY 作為哈弗全新旗艦型 SUV，也將在下半年上市。新車級別定位高於哈弗 H6，有望成為爆款車型。我們預計 9 月份後汽車晶片問題將逐步緩解，疊加終端補庫存需求，有望帶動公司整體銷量增長。因此我們維持全年 139 萬輛銷量預測，其中預計下半年實現銷量 77 萬輛，同比增長 7%。
- **公司發佈 2025 戰略，錨定發展方向。** 公司 6 月底對外發佈長城汽車 2025 戰略，計畫 2025 年實現全球年銷量 400 萬輛，其中 80% 為新能源汽車。2025 年前，長城汽車將全體系推出 50 餘款新能源車型。同時長城汽車將在未來 5 年內累計研發投入 1,000 億元，聚焦新能源和智慧化兩大領域的研發。我們預計公司將延續其在新能源汽車（純電、混動、氫燃料）領域的技術優勢，並搶佔智慧座艙及自動駕駛領域領先地位。我們預計公司新能源汽車（含混動）佔比將快速提升，同時智慧化配置滲透率將領先於行業。
- **我們上調 2021 年盈利預測並維持買入評級。** 考慮到 1) 4 季度汽車晶片短缺問題將邊際緩解；2) 新車型智慧座艙及自動駕駛滲透率提升；3) 銷量增長帶動利潤率提升；4) 上半年業績超出預期等因素，我們相應上調公司 2021 年盈利預測 14% 至 8,379 百萬元人民幣。同時，我們認為 1) 全新產品週期正處於發展早期以及 2) 新能源車型及海外銷量佔比持續提升等利好將使得公司重估過程持續。因此我們給予公司 2021 年 36x 市盈率（此前目標價基於 2021 年 30x 市盈率），上調目標價至 39.6 港元。維持買入評級。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業額 (百萬元人民幣)	96,211	103,308	136,695	164,617	189,143
同比增長 (%)	-3.04%	7.38%	32.32%	20.43%	14.90%
淨利潤 (百萬元人民幣)	4,497	5,362	8,379	10,111	11,895
每股收益 (人民幣)	0.49	0.58	0.91	1.10	1.30
每股收益變動 (%)	-14%	19%	56%	21%	18%
市場每股盈利預測 (人民幣)	0.49	0.49	0.90	1.21	1.46
市盈率(x)	53.24	44.89	28.73	23.81	20.24
市帳率(x)	4.40	4.20	3.83	3.50	3.17
股息率 (%)	0.95%	1.07%	1.67%	2.02%	2.37%
權益收益率 (%)	8.41%	9.60%	13.95%	15.38%	16.46%
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\$39.6
(此前目標價)	HK\$28.9
潛在升幅	+25.3%
當前股價	HK\$31.6

### 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)	472,410
3月平均流通量(百萬港幣)	973.65
52周內股價高/低(港幣)	32/7.08
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產經營中心	84.18%
Schroders Plc	3.03%
BlackRock, Inc.	1.83%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	33.1%	35.9%
3-月	48.0%	53.5%
6-月	22.6%	30.3%

資料來源：彭博

#### 股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

## 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	136,695	164,617	129,236	141,446	6%	16%
毛利	24,518	29,589	22,680	25,624	8%	15%
經營利潤	9,070	11,014	7,968	9,420	14%	17%
淨利潤	8,379	10,111	7,327	8,648	14%	17%
每股盈利(人民幣)	0.91	1.10	0.80	0.94	14%	17%
毛利率	17.94%	17.97%	17.55%	18.12%	0.4 ppt	-0.1 ppt
經營利潤率	6.63%	6.69%	6.17%	6.66%	0.5 ppt	0.0 ppt
淨利潤率	6.13%	6.14%	5.67%	6.11%	0.5 ppt	0.0 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	136,695	164,617	137,165	166,585	0%	-1%
毛利	24,518	29,589	25,054	31,655	-2%	-7%
經營利潤	9,070	11,014	9,043	11,817	0%	-7%
淨利潤	8,379	10,111	8,355	11,244	0%	-10%
每股盈利(人民幣)	0.91	1.10	0.90	1.21	2%	-9%
毛利率	17.94%	17.97%	18.27%	19.00%	-0.3 ppt	-1.0 ppt
經營利潤率	6.63%	6.69%	6.73%	7.69%	-0.1 ppt	-1.0 ppt
淨利潤率	6.13%	6.14%	6.09%	6.75%	0.0 ppt	-0.6 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	136,695	164,617	189,143
銷售成本	(80,023)	(85,531)	(112,177)	(135,028)	(154,919)
毛利	16,188	17,777	24,518	29,589	34,224
營業稅及附加	(3,169)	(3,192)	(4,374)	(5,103)	(5,863)
銷售費用	(3,897)	(4,103)	(5,495)	(6,634)	(7,622)
管理費用	(1,955)	(2,553)	(3,076)	(3,589)	(4,123)
研發費用	(2,716)	(3,067)	(3,868)	(4,626)	(5,315)
財務費用	351	(397)	(854)	(836)	(847)
減值損失	(553)	(712)	(697)	(757)	(870)
其他收入	543	887	1,094	823	946
合營公司收益	0	0	0	0	0
投資收益	16	956	1,845	2,173	2,459
公允價值變動/處置資產	(30)	156	(22)	(27)	(31)
營業外收入	342	494	680	771	907
營業外支出	(18)	(18)	(18)	(28)	(32)
利潤總額	5,101	6,227	9,732	11,757	13,831
所得稅費用	(570)	(865)	(1,353)	(1,646)	(1,936)
淨利潤	4,531	5,362	8,379	10,111	11,895
少數股東損益	34	0	0	0	0
歸母淨利潤	4,497	5,362	8,379	10,111	11,895

### 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	8,379	10,111	11,895
折舊和攤銷	3,428	3,507	3,769	4,141	4,573
營運資金變動	2,301	13,140	9,249	9,436	8,443
其它	3,746	(28,395)	(8,049)	(12,365)	(12,211)
經營活動所得現金流	13,972	(6,386)	13,348	11,323	12,699
資本開支	(4,391)	(3,124)	(4,169)	(5,476)	(6,348)
聯營公司	-	-	-	-	-
其它	(11,411)	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(15,802)	(3,124)	(4,169)	(5,476)	(6,348)
股份發行	20	215	-	-	-
淨借貸	(12,513)	16,729	(1,975)	2,636	2,546
支付股息	(2,282)	(2,569)	(4,022)	(4,853)	(5,709)
其它	18,719	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,944	14,375	(5,997)	(2,217)	(3,163)
現金增加淨額	2,115	4,865	3,182	3,630	3,188
年初現金及現金等價物	7,682	9,723	14,588	17,770	21,400
其他	(73)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,723	14,588	17,770	21,400	24,589
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	56,099	59,493	63,400
固定資產	29,843	28,848	29,010	30,344	32,119
無形資產和商譽	4,710	5,543	5,222	5,462	5,781
合資及聯營公司投資	-	-	-	-	-
其它非流動資產	10,040	20,221	21,868	23,687	25,499
流動資產	68,502	99,399	123,159	147,322	168,334
現金及現金等價物	9,723	14,588	17,770	21,400	24,589
應收賬款	3,193	3,936	4,006	4,822	5,342
存貨	6,237	7,498	9,755	11,742	13,471
其它流動資產	49,348	73,377	91,628	109,358	124,932
流動負債	54,601	81,166	103,389	123,220	139,173
銀行貸款	1,180	7,901	11,024	12,812	12,729
應付帳款	35,461	49,841	62,320	75,016	86,066
其他應付款	16,447	20,638	27,339	32,100	36,505
其它流動負債	1,512	2,786	2,705	3,292	3,873
非流動負債	4,097	15,504	13,091	14,897	16,730
銀行貸款	1,265	11,272	8,314	9,135	10,087
或有負債	0	0	0	0	0
遞延所得稅負債	489	544	676	823	968
其它非流動負債	2,343	3,688	4,101	4,939	5,674
所有者權益	54,398	57,342	62,778	68,699	75,831
少數股東權益	0	0	0	0	0
歸母所有者權益	54,398	57,342	62,778	68,699	75,831

### 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%	91%	92%	93%
零部件銷售	9%	11%	9%	8%	7%
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	1.19	1.20	1.21
速動比率(x)	0.32	0.29	0.26	0.25	0.25
現金比率(x)	0.18	0.18	0.17	0.17	0.18
平均應收款周轉天數	12	14	13	13	13
債務/股本比率(%)	108%	169%	186%	201%	206%
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%	15%	16%
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	0.91	1.10	1.30
每股股息(人民幣)	0.25	0.28	0.44	0.53	0.62
每股金資產(人民幣)	5.96	6.25	6.84	7.49	8.26

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(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。