

30 May 2023

Promising future of EV transformation with major increment from Haval

Buy (Maintain)

Research Analyst
Ruibin Chen

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

Forecast & Valuation	2021A	2022E	2023E	2024E
Revenue (RMB mn)	136,405	137,351	202,604	274,168
Growth (YoY %)	32%	1%	48%	35%
Net profit (RMB mn)	6,726	8,279	5,914	10,016
Growth (YoY %)	25%	23%	-29%	69%
EPS (RMB)	0.77	0.95	0.68	1.15
P/E (X)	42.08	34.18	47.85	28.26

Key words: # rising market share

Investment Thesis

- Promising future for renewables industry in 2023 with explosive growth of hybrid electric vehicles.** 1) Scale: under the assumption of stable domestic economic growth and supportive auto-related policies, we forecast the wholesale/retail sales of domestic EV to be 9.68mn (+51% YoY)/8.04mn (+54% YoY), corresponding to a penetration rate of 40%. Subsectors (under PTI methods): we estimate EV sales to be 4.7mn (+19.9% YoY), PHEV sales to be 2.67mn (+159.2% YoY), and EREV sales to be 0.67mn (+139.3% YoY). 2) Structure: “2 superpower and multi-weak power” is likely to transition into “2 superpower and multi-great power”. We expect market share of the top 9 domestic EV enterprises to reach 77% in 2023 (vs. 62% in 2022), while the market share of CR2 (Tesla and BYD) should remain stable with a slight decrease to 38%-39%, and the market share of other companies, including LI, GWM, Geely, and CAHNGAN, continues to rise.
- Great Wall Motor: frequent launch of new vehicles & revolution of channel constitute marginal improvements.** 1) History review: strong sales of Haval H6 led the market share increase of entire Haval series, driving the latest upward trend of GWM's stock price. 2) Competitiveness: GWM sticks to the core strategy of integrating higher technical and product power in the long run. The latest cycle reflects the combination of self-innovated full-stack engine technology and precisely positioned SUV products towards customer demands. We expect the battery, motor and electric control system with independent & controllable hybrid technology and new products of Haval series with self-operated channel to lead the next cycle. 3) Core catalysts: we expect mature technology, channels revolution and new products to bring solid growth. Technology: developed relatively early, Lemon DHT led the industry development regarding its mature technology and excellent performance of fuel consumption parameters. Product: among GWM's six brands, one is transforming, two is stabilizing, and the other three are making a breakthrough. Haval is targeting large volumes to accelerate EV transformation. GWM plans to launch PHEV/EV products in 2Q23, enhancing its market share in the price range of Rmb100,000-200,000. Tank and Pick-ups enjoy a stable leadership in the market segment while Ora/Saloon/WEY are about to launch new vehicles from 2Q23, covering sedan/MPV & other differentiated categories and accelerating EV transformation. Channel: in addition to the existing offline channel of Ora/Saloon/WEY, GWM is about to set up a new EV sales channel system. Open of new stores with launch of new products from 2Q23 are likely to accelerate EV transformation for GWM.
- Earnings Forecast & Rating:** We estimate the company's 2022-2024 revenue to be Rmb137.4/202.6/274.2bn, and net profit to be Rmb8.3/5.9/10bn (YoY growth of +23.1%/-28.6%/+69.3%), corresponding to EPS of Rmb0.95/0.68/1.15 and P/E at 34x/48x/28x (peers average of 21x/16x/14x). We maintain the Buy rating.
- Risks:** Lower-than-expected demand recovery, stronger-than-expected price competition.

Price Performance



Market Data

Closing price (RMB)	34.14
52-week Range (RMB)	21.35/44.52
P/B (X)	4.41
Market Cap (RMB mn)	296,300.44

Basic Data

BVPS (RMB)	7.75
Liabilities/assets (%)	61.39
Total Issued Shares (mn)	8,678.98
Shares outstanding (mn)	6,132.50

Related reports

《长城汽车(601633): 1月出口同比+25%, 终端渠道持续去库》

2023-02-08

《长城汽车(601633): 2022年业绩快报点评: 2022全年利润同比+23%, 期待2023年深蹲起跳》

2023-02-03

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees *Xili Huang* (黄细里) and *Huibing Yang* (杨惠冰).

看好新能源转型！哈弗新能源核心增量！
买入（维持）

2023年5月30日

分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	136,405	137,351	202,604	274,168
同比	32%	1%	48%	35%
归属母公司净利润（百万元）	6,726	8,279	5,914	10,016
同比	25%	23%	-29%	69%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.77	0.95	0.68	1.15
P/E（现价&最新股本摊薄）	42.08	34.18	47.85	28.26

关键词：#市占率上升

投资要点

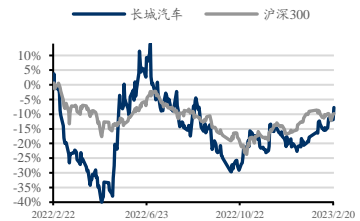
■ **2023 新能源行业增量可期，混动爆发为主线。** 1) **规模维度：**基于国内经济稳增长+汽车相关政策友好假设前提下，我们预测国内新能源乘用车批发销量/交强险零售分别为：968 万（同比+51%）/804 万（同比+54%），对应渗透率约 40%。新能源分技术路线看（交强险口径，下同）：EV 车型销量预计为 470 万（同比+19.9%），PHEV 车型为 267 万（同比+159.2%），增程式车型销量为 67 万（同比+139.3%）。2) **格局维度：**国内新能源车企格局趋势研判：两超多弱走向两超多强。2023 年国内前 9 家新能源品牌市占率预计达到 77%（2022 年预计 62%），且 CR2（特斯拉+比亚迪）份额稳中微降（38%-39%），理想+长城/吉利/长安等车企份额持续提升。

■ **长城汽车：产品频出&渠道变革，边际催化向上。** 1) **复盘历史：**公司上一轮股价上行周期核心系 SUV 行业红利下，哈弗 H6 上市热销，带动哈弗全系车型市场份额提升，依然围绕【爆款新车】为核心。2) **优势总结：坚定长期正确的事，即更强技术力与产品力的整合。**上一轮长城大周期主要体现发动机技术逆向开发全栈自研+SUV 产品精准定位用户需求两大维度结合，本轮期待长城汽车三电/混动技术自主可控+哈弗新能源批量新车/独立渠道催化下开启新一轮周期。3) **核心催化：技术成熟，渠道变革，新车催化有望带来强势周期。** **技术维度：**长城柠檬 DHT 混动技术开发较早，技术成熟度以及产品油耗参数性能处于行业领先。**产品维度：**长城六大品牌一转两稳三突破，哈弗定位走量市场，加速转型新能源，Q2 预计推出多款 PHEV/EV 新车，提升 10~20 万元价格带市场份额；坦克/皮卡细分市场龙头地位稳定；魏牌/欧拉/沙龙三大品牌 Q2 起陆续推出全新产品，覆盖轿车/MPV 等差异化类型，助力公司新能源转型。**渠道维度：**长城在欧拉/沙龙以及魏牌门店基础上，哈弗品牌设立全新新能源汽车销售渠道体系，Q2 开始门店陆续落地，配合新品上市助力公司快速过渡，实现新能源转型。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2022-2024 年营业总收入 1374/2026/2742 亿元，归属母公司净利润 83/59/100 亿元，同比+23.1%/-28.6%/+69.3%，对应 EPS 为 0.95/0.68/1.15 元，对应 PE 为 34/48/28 倍，长城汽车 A 股四家可比公司估值均值为 21/16/14 倍。鉴于公司持续技术积淀以及强势产品周期持续放量，我们认为长城汽车应该享受更高估值，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**乘用车终端需求复苏低于预期；乘用车下游价格战超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.14
一年最低/最高价	21.35/44.52
市净率(倍)	4.41
流通 A 股市值(百万元)	209,363.58
总市值(百万元)	296,300.44

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.75
资产负债率(%，LF)	61.39
总股本(百万股)	8,678.98
流通 A 股(百万股)	6,132.50

相关研究

《长城汽车(601633):1月出口同比+25%，终端渠道持续去库》
2023-02-08

《长城汽车(601633): 2022 年业绩快报点评: 2022 全年利润同比+23%，期待 2023 年深蹲起跳》
2023-02-03

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢黄细里和杨惠冰的指导。

1. 行业：2023 新能源行业增量可期，混动爆发为主线

2023 年国内新能源乘用车行业仍将快速发展，销量保持较快增速，我们预计批发/零售口径销量分别实现 968/804 万辆，同比增速分别为 51%/54%。新能源汽车销量保持较高增速核心支撑在于：1) **政策端**：新能源汽车政策红利犹在，购置税减免完全延续；2) **供给端**：比亚迪/理想汽车/吉利汽车等车企持续推出新车，供给端产品矩阵迅速丰富；3) **需求端**：终端对新能源接受度持续提升，10~20 万元价格带新能源渗透率进一步提升空间较大。

基于我们整车框架对各个车企竞争要素比较分析，假设乐观情景下：**【特斯拉+比亚迪】两超**采取防御战：份额稳中略降。**中高端市场（20 万+）**：核心跑出 3 家，份额约 4%；根据 2023 年新车周期评估**【理想+AITO+蔚来】**更值得关注，其中理想汽车是与**【特斯拉+比亚迪】**真正差异化竞争：1) 采用单一品牌，且聚焦于家庭市场；2) 聚焦于中高端市场（尤其是 30-50 万元）；3) 短靠增程技术+长靠 EV 技术。**全价位覆盖**：核心跑出 3-4 家；根据 2023 年新车周期评估**【吉利+长安+长城+埃安】**更值得关注，其中**长城/吉利/长安**：自主品牌中转型速度第一梯队的三家公司。共同特征：1) 从两边下注到加速转型电动化；2) 全面对标比亚迪，采用多品牌战略。

基于我们整车框架对各个车企竞争要素比较分析，2023 年整车格局推演：2 超份额稳中略降：特斯拉 8%，比亚迪 29%。均采用防御战。多强中较为显著：理想 3.5%（聚焦于豪华车市场），长城-吉利-长安（8%左右）。

2023 年 BEV 市场格局集中度仍然较为分散，但头部车企份额提升；PHEV 市场从比亚迪一家独大走向 1 超 3 强格局，增程由理想+赛力斯+长安主导。

2. 长城汽车：产品频出&渠道变革，边际催化向上

长城汽车坚持品类创新模式下的多品牌战略，2022 年供应链危机下产品周期阶段性疲软，2023 年供应链&技术准备完备，批量新能源新品推出覆盖全价位配合终端渠道重组变革，有望开启新一轮产品周期，助力销量上行。

2.1. 优势总结：坚定长期正确，保证强技术力与产品力

长城汽车坚定贯彻品类创新的产品战术与核心技术自主可控的技术方针，坚定长期正确的发展战略。

产品维度，公司坚持多品牌打法，用品类去思考，用品牌去表达，从而占领用户心智。哈弗定位大众走量市场，皮卡深耕细分品类，坦克/魏牌聚焦品牌向上，欧拉/沙龙发力纯电转型，定位明确，方向聚焦。

技术维度，长城在电动化/智能化/平台化等方面均保持同业领先。1) 电动化维度，长城以蜂巢能源&蜂巢易创为核心布局电动化核心技术环节，柠檬 DHT 混动解决方案

保持行业领先；2) **智能化维度**，长城依托毫末智行开发雪湖 MANA 数据智能体系，乘用车、末端自动驾驶和智能硬件三大业务增强数据搜集/训练的协同效应，推进自动驾驶水平能力提升；3) **平台化维度**，长城开发柠檬/坦克等不同类型的产品生产平台，覆盖不同尺寸/类型/燃料的产品。

2.2. 核心催化：坚定技术突破&渠道变革，新能源产品加速推出

车企混动技术加速布局，比亚迪领先，长城/吉利/长安迅速跟进。比亚迪/长城/吉利分别于 2021 年初/2021 年中/2021 年底发布旗下新一代混动解决方案 DM-i/柠檬 DHT 以及雷神智擎混动系统，均采用 P1+P2/3 双电机架构，并随后陆续上市秦 plus DM-i/哈弗 H6 DHT 以及帝豪 L 雷神等车型，2023Q1 长安汽车正式发布第二代智电 IDD 混动系统，采用 P2 单电机架构，同步预售 Uni-K、Uni-V 等几款车型；并预计于 2023H2 发布 P1+P3 架构全新解决方案以及对应产品，迅速跟进。技术细节方面，从发动机热效率/变速箱功率以及代表车型油耗综合来看，比亚迪依然领先，但吉利/长城等车企与之差距较小。

组织架构重组，集约化管理提升效率。长城汽车重组旗下六大品牌运营，欧拉和沙龙在组织管理上全面整合，由沙龙品牌 CEO 文飞担任沙龙和欧拉双品牌 CEO；魏牌和坦克在组织管理上全面整合，坦克品牌 CEO 刘艳钊兼任魏牌 CEO，两大体系将实现各自双品牌运作。1 套渠道、1.5 套组织、2 个品牌，进一步集中优势资源，全面提升运营效率和协同。

哈弗品牌独立设立新能源渠道销售体系，配合系列新品上市推动转型。全新渠道独立于魏牌/欧拉/沙龙三大新能源品牌外，配合哈弗品牌 PHEV/EV 产品，定位走量大众市场实现转型。2023 年全年，公司推动设立全新新能源渠道门店覆盖全国主流城市，对标新势力新能源门店，配合 Q2 起长城多款电动新品上市销售，销量有望快速提升。

3. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入 1374/2026/2742 亿元，归属母公司净利润 83/59/100 亿元，同比+23.1%/-28.6%/+69.3%，对应 EPS 为 0.95/0.68/1.15 元，对应 PE 为 34/48/28 倍，选取 A 股五家整车同业公司作为吉利汽车的可比公司，可比公司估值均值为 21/16/14 倍。鉴于公司持续技术积淀以及强势产品周期持续放量，我们认为长城汽车应该享受更高估值，维持“买入”评级。

4. 风险提示

乘用车终端需求复苏低于预期。若国内经济恢复较慢，会影响消费者购车欲望需求。

乘用车下游价格战超预期。若车企纷纷跟进价格战，幅度以及节奏较快，会对整车企业以及供应链盈利情况产生较大影响。

长城汽车三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	108,366	113,920	154,623	199,586	营业总收入	136,405	137,351	202,604	274,168
货币资金及交易性金融资产	39,094	32,146	53,325	56,235	营业成本(含金融类)	114,367	110,722	164,717	219,883
经营性应收款项	41,852	57,180	70,535	105,369	税金及附加	4,234	5,843	7,067	8,636
存货	13,966	10,619	16,784	23,448	销售费用	5,192	5,494	9,117	12,338
合同资产	272	274	404	547	管理费用	4,043	4,807	7,902	10,693
其他流动资产	13,181	13,701	13,575	13,987	研发费用	4,490	6,181	10,535	15,079
非流动资产	67,042	72,949	79,924	87,532	财务费用	-448	-2,165	120	278
长期股权投资	9,524	12,730	14,888	17,569	加:其他收益	1,047	769	1,013	1,042
固定资产及使用权资产	27,668	26,307	26,887	27,996	投资净收益	1,109	797	912	1,234
在建工程	4,467	5,998	7,529	9,060	公允价值变动	306	450	450	450
无形资产	7,091	8,455	9,995	11,333	减值损失	-593	-64	-64	-64
商誉	28	28	28	28	资产处置收益	-28	-41	-20	-27
长期待摊费用	203	227	252	276	营业利润	6,369	8,380	5,437	9,896
其他非流动资产	18,062	19,204	20,346	21,270	营业外净收支	1,113	1,010	1,274	1,474
资产总计	175,408	186,868	234,547	287,118	利润总额	7,482	9,390	6,711	11,370
流动负债	95,597	97,515	141,005	179,745	减:所得税	757	1,127	805	1,364
短期借款及一年内到期的非流动负债	8,872	9,855	10,089	10,282	净利润	6,725	8,263	5,905	10,006
经营性应付款项	63,892	61,778	93,304	123,359	减:少数股东损益	-1	-17	-9	-10
合同负债	7,388	7,972	12,653	15,642	归属母公司净利润	6,726	8,279	5,914	10,016
其他流动负债	15,444	17,910	24,959	30,462	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.77	0.95	0.68	1.15
非流动负债	17,683	21,720	20,002	23,828	EBIT	4,646	4,304	3,266	7,539
长期借款	8,656	11,867	9,746	12,958	EBITDA	10,239	9,754	9,285	14,114
应付债券	3,476	3,476	3,476	3,476	毛利率(%)	16.16	19.39	18.70	19.80
租赁负债	476	1,302	1,705	2,320	归母净利率(%)	4.93	6.03	2.92	3.65
其他非流动负债	5,074	5,074	5,074	5,074	收入增长率(%)	32.04	0.69	47.51	35.32
负债合计	113,280	119,235	161,008	203,573	归母净利润增长率(%)	25.43	23.09	-28.57	69.35
归属母公司股东权益	62,124	67,641	73,555	83,571					
少数股东权益	4	-7	-16	-26					
所有者权益合计	62,128	67,634	73,539	83,545					
负债和股东权益	175,408	186,868	234,547	287,118					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	35,316	1,003	34,178	11,130	每股净资产(元)	6.69	7.35	7.99	9.09
投资活动现金流	-11,175	-10,321	-11,837	-12,373	最新发行在外股份(百万股)	8,679	8,679	8,679	8,679
筹资活动现金流	-9,632	1,257	-2,553	2,900	ROIC(%)	5.19	4.26	2.98	6.28
现金净增加额	14,316	-8,061	19,788	1,657	ROE-摊薄(%)	10.83	12.24	8.04	11.98
折旧和摊销	5,594	5,450	6,019	6,575	资产负债率(%)	64.58	63.81	68.65	70.90
资本开支	-12,473	-5,917	-8,318	-9,009	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.08	34.18	47.85	28.26
营运资本变动	24,154	-13,512	16,557	-8,598	P/B(现价)	4.87	4.44	4.08	3.59

数据来源: Wind, 东吴证券(香港), 全文如无特殊注明, 相关数据的货币单位均为人民币, 预测均为东吴证券(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及 / 或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

