

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

长城汽车 (2333 HK)

坦克300成功破圈，新能源产业突飞猛进

- 公司5月销量同比+6.2%，坦克300成功破圈，产量短期受芯片制约
- 欧拉+沙龙完善新能源产品布局，蜂巢能源大幅扩张产能、积极外供
- 维持买入评级及目标价34.5港元

5月销量稳健增长，坦克300成功破圈

公司5月销量9万辆，同比增长6.2%；1-5月累计销量52万辆，同比增长65.3%。5月哈弗亦免首月销售超3千辆，哈弗初恋稳定在5千辆以上，坦克300超6千辆，欧拉降至3千辆。高端越野车坦克300市场表现超预期，自1月上市以来，5个月累计销售2.6万辆，产量受到缺芯制约，市场供不应求，当前月新增订单1-2万辆，大幅高于销量。公司原规划坦克300工厂年产能6万辆，产线改造完成后最高达18万辆。坦克300定位硬派SUV，相对竞品Jeep牧马人的性价比极高。原瞄准越野爱好者，但产品力/性价比/市场营销帮助其成功破圈，还吸引了部分20万元人民币价格区间客户群。

完善新能源产品布局，欧拉+沙龙两路出击

欧拉品牌：5月销量环比减少，原因是电池及芯片供应紧张，6-7月将持续改善。公司积极开拓外部电池供应商，以保障供应链安全，新的供应商将在7-8月开始供给，缓解当前电池紧张态势。欧拉现已投放黑猫/白猫/好猫三款产品，未来规划了8款纯电动车型，尺寸覆盖A0级至A+级，价格覆盖7万到25万元人民币，以高性价比、专注女性的定位深耕入门级纯电动市场。**沙龙品牌：**定位高端新能源，与新势力(蔚来/理想/小鹏)直接竞争，车型研发已接近尾声，预计年底或明年年初启动生产。

蜂巢能源崛起，产能持续扩张

蜂巢能源迅速崛起，1-5月装机量0.63GWh排名第八；主打叠片工艺，全球首发无钴电池、半固态果冻电池等科技成果。一期工厂产能4GWh，在建的二期工厂产能8GWh，三期6GWh。目前规划产能包括国内76GWh，海外12-14GWh，2025年目标达到200GWh。蜂巢定位独立电池供应商，外部客户有赛力斯/哪吒/东风风神/吉利/领克等品牌。

维持买入评级及目标价34.5港元

维持买入评级及目标价34.5港元(27x 2022E P/E)。公司是我们看好的三大自主品牌(吉利/长城/比亚迪)之一，行业首推吉利汽车(175 HK, 买入)。预计芯片等供给端边际改善，公司将重回加库存周期。公司产品周期强劲，下半年竞争优势持续释放。**风险因素：**汽车制造商中报业绩压力相对大，但已部分被市场消化，业绩公布触发股价回撤是买入机会。

盈利预测及估值

人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业额	96,211	103,308	130,855	148,445	165,714
同比增长	-3.0%	7.4%	26.7%	13.4%	11.6%
净利润	4,497	5,362	7,546	9,541	11,071
同比增长	-13.6%	19.2%	40.7%	26.4%	16.0%
每股盈利(元)	0.49	0.59	0.83	1.05	1.21
每股股息(元)	0.25	0.28	0.39	0.50	0.58
市盈率(x)	41.8	34.7	24.8	19.6	16.9
市净率(x)	3.4	3.3	3.0	2.7	2.5
ROE	8.3%	9.4%	12.1%	14.0%	14.8%

收盘价截至2021年6月21日，资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

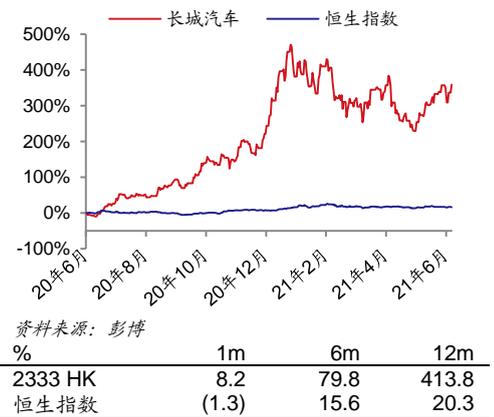
最新变动

坦克300破圈超预期；新能源及电池近况更新

买入

前次评级	买入
股价	24.6港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	34.5港元 (+40%)
前次目标价	34.5港元

股价表现



行业：汽车汽配

恒生指数	28,489
国企指数	10,548

重要数据

52周股价区间(港元)	4.72 - 31.8
港股市值(百万港元)	400,167
日均成交量(百万股)	37.50
每股净资产(人民币)	6.53

主要股东

保定创新长城资产管理有限公司	56.04%
总股数(百万股)	9,127
自由流通量	43.96%

资料来源：彭博

相关报告

1. 长城汽车(2333 HK) - 成本上升和产品结构影响业绩，长线产品周期依然强劲(2021/4/22)
2. 长城汽车(2333 HK) - 战略升级增强技术护城河，新品竞争优势突出(2021/3/31)
3. 长城汽车(2333 HK) - 体系革新进入收获期，智能电动进步神速(2021/1/12)

重点图表

图1: 公司收入预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润预测



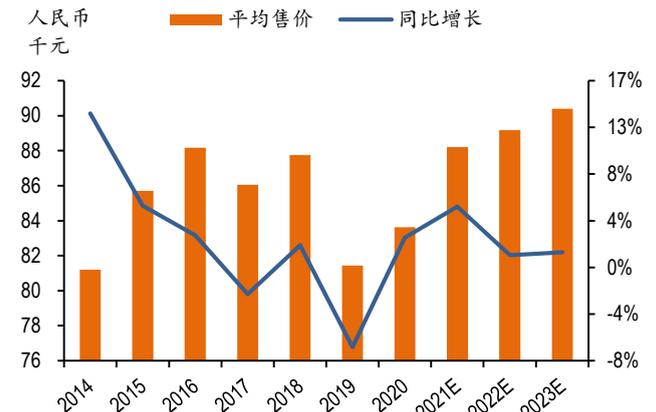
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量预测



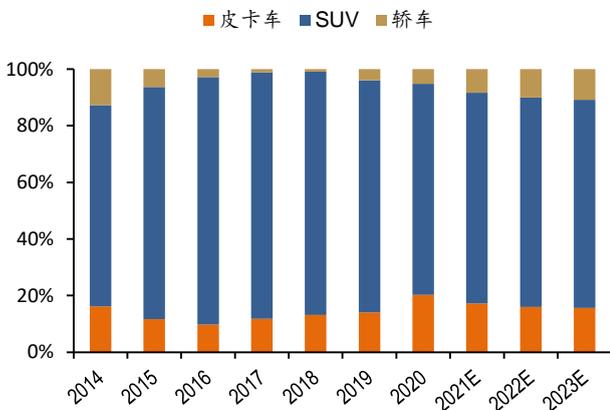
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车平均售价预测



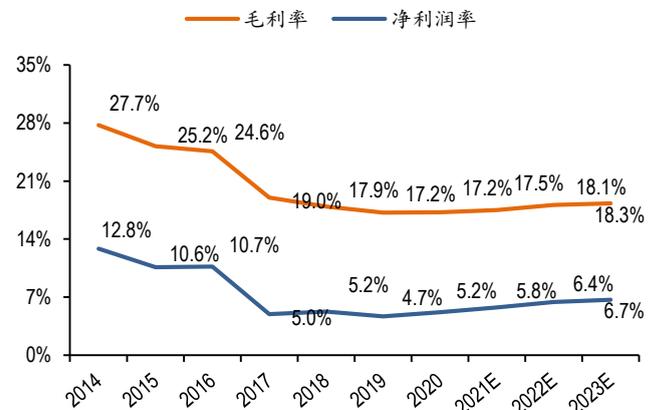
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司分车型销售量占比预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司毛利率和净利率预测



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	
汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	232.6	314.0	35%	98,775	104.4	79.0	8.6	7.8	3.8	2.2	8.2	9.9	0.1	0.1	66.0
长城汽车	2333 HK	买入	24.6	34.5	40%	51,207	24.8	19.6	3.0	2.7	0.6	0.7	12.1	14.0	1.9	2.4	8.9
吉利汽车	175 HK	买入	25.1	35.0	40%	31,492	26.2	20.4	2.9	2.6	0.6	0.7	11.2	13.0	1.1	1.5	-26.7
华晨中国	1114 HK	买入	7.3	10.0	37%	4,715	3.9	6.8	0.7	0.6	0.3	-0.2	18.2	9.6	1.6	1.6	10.9
广汽集团	2238 HK	未评级	6.9	n.a	n.a	16,013	7.4	5.9	0.6	0.6	0.2	0.2	9.1	10.4	4.4	5.4	-13.6
东风集团	489 HK	未评级	7.1	n.a	n.a	7,875	4.2	3.9	0.3	0.3	0.2	0.5	8.5	8.5	6.9	7.9	18.2
中国重汽	3808 HK	未评级	15.8	n.a	n.a	5,570	5.6	5.5	1.0	0.9	16.8	2.7	17.8	16.4	5.2	5.6	-59.6
平均*							12.0	10.3	1.4	1.3	3.1	0.8	12.8	12.0	3.5	4.1	-10.3
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	60.8	100.0	64%	18,022	17.9	14.7	3.8	3.1	0.9	0.7	21.3	21.3	1.2	1.4	42.0
和谐汽车	3836 HK	中性	3.3	审视中	n.a	668	6.9	6.1	0.5	0.5	0.1	0.5	7.6	8.0	3.6	4.0	11.9
正通汽车	1728 HK	中性	0.8	审视中	n.a	285	4.0	3.4	0.2	0.2	0.0	n.a	3.5	2.2	0.0	0.0	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	38.6	n.a	n.a	6,152	33.6	25.2	10.4	8.5	0.5	0.8	30.9	34.0	1.7	2.4	-9.8
永达汽车	3669 HK	未评级	12.8	n.a	n.a	3,238	9.6	8.0	1.6	1.4	0.2	0.4	17.0	17.9	3.4	4.2	70.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.4	n.a	n.a	509	8.4	6.5	0.4	0.4	0.1	0.2	4.8	5.9	0.0	0.0	149.5
平均							13.4	10.7	2.8	2.4	0.3	0.5	14.2	14.9	1.7	2.0	55.1
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	15.9	25.0	57%	21,415	10.0	8.9	1.8	1.5	0.7	0.7	17.9	17.4	2.5	2.8	-68.3
福耀玻璃	3606 HK	买入	53.0	75.0	42%	22,247	27.9	23.4	4.7	4.2	0.5	1.2	16.7	17.8	1.7	1.7	4.7
敏实集团	425 HK	买入	34.3	54.0	57%	5,093	17.3	14.4	2.0	1.9	0.5	0.7	12.0	13.1	2.3	2.7	77.7
耐世特	1316 HK	未评级	11.3	n.a	n.a	3,616	15.3	11.8	1.7	1.6	0.2	0.4	12.2	13.7	1.4	1.7	-12.9
平均							17.6	14.6	2.6	2.3	0.5	0.8	14.7	15.5	2.0	2.2	0.3
整体平均*							13.9	11.5	2.2	1.9	1.4	0.7	13.8	13.9	2.4	2.8	16.9

收盘价截至2021年6月21日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; *注: 汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	68,502	99,399	120,866	137,095	152,507
现金及现金等价物	8,777	13,591	31,617	45,719	59,000
贸易应收款项	11,344	12,076	12,076	12,076	12,076
其他应收款项	947	1,032	1,307	1,483	1,656
存货	6,237	7,498	9,465	10,655	11,864
其他流动资产	41,197	65,202	66,401	67,162	67,912
非流动资产	44,594	54,613	56,148	57,479	58,634
物业、工厂及设备	29,743	28,609	30,209	31,602	32,816
无形资产	4,710	5,543	5,457	5,374	5,292
对合营公司投资	322	326	326	326	326
其他非流动资产	9,819	20,134	20,156	20,178	20,200
总资产	113,096	154,011	177,014	194,575	211,141
流动负债	54,600	81,166	106,554	117,128	127,151
贸易应付款项	10,021	16,656	21,026	23,671	26,356
其他应付款及应计项目	2,481	4,117	5,191	5,830	6,478
当期所得税负债	1,512	2,786	2,786	2,786	2,786
短期贷款	1,180	7,901	17,000	17,652	17,652
其他流动负债	39,405	49,706	60,552	67,189	73,880
非流动负债	4,097	15,504	8,127	9,155	9,155
借款	1,206	10,777	3,400	4,428	4,428
递延所得税负债	2,193	3,462	3,462	3,462	3,462
其他流动负债	699	1,265	1,265	1,265	1,265
负债合计	58,697	96,670	114,681	126,282	136,306
发行股本	9,127	9,176	9,176	9,176	9,176
其他储备	6,911	7,372	8,127	9,081	10,188
留存收益	38,361	40,995	45,231	50,236	55,672
股东应占权益	54,399	57,342	62,333	68,292	74,835
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	54,399	57,342	62,333	68,292	74,835
负债及权益合计	113,096	154,011	177,014	194,575	211,141

现金流量表

单位: 人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,972	5,181	24,403	21,547	23,353
税前盈利	4,531	5,362	7,546	9,541	11,071
折旧摊销	4,583	4,752	4,665	4,868	5,046
营运资金变动	4,541	(4,138)	12,848	7,794	7,893
其他经营活动	317	(795)	(656)	(656)	(656)
投资活动现金流	(15,802)	(11,588)	(5,544)	(5,544)	(5,544)
资本支出	(6,940)	(8,062)	(6,500)	(6,500)	(6,500)
处置资产	155	282	0	0	0
投资收益	104	666	956	956	956
其他投资活动	(9,121)	(4,474)	0	0	0
筹资活动现金流	3,944	11,368	(834)	(1,901)	(4,528)
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	(12,572)	16,292	1,721	1,680	0
已付股息	(2,830)	(2,538)	(2,556)	(3,581)	(4,528)
其他融资活动	19,346	(2,387)	0	0	0
现金净增加额	2,115	4,960	18,025	14,102	13,281
汇率变动影响	48	(146)	0	0	0
期末现金及现金等价物	8,777	13,591	31,617	45,719	59,000

利润表

单位: 人民币百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	96,211	103,308	130,855	148,445	165,714
销售成本	(79,684)	(85,531)	(107,969)	(121,553)	(135,339)
毛利	16,526	17,777	22,886	26,892	30,375
分销成本	(3,897)	(4,103)	(5,234)	(5,641)	(6,131)
行政开支	(1,955)	(2,553)	(3,271)	(3,563)	(3,811)
财务净成本	351	(397)	262	297	331
营业税金及附加	(3,169)	(3,192)	(4,187)	(4,750)	(5,303)
其他收入和损失	(3,080)	(1,780)	(2,155)	(2,617)	(3,064)
运营利润	4,777	5,752	8,299	10,618	12,397
联营公司投资收益	304	912	1,094	1,423	1,849
其他营业外收入和支出	20	(436)	(619)	(947)	(1,374)
税前利润	5,101	6,227	8,775	11,094	12,873
应交所得税	(570)	(865)	(1,228)	(1,553)	(1,802)
本年利润	4,531	5,362	7,546	9,541	11,071
少数股东收益	(34)	0	0	0	0
股东应占利润	4,497	5,362	7,546	9,541	11,071
每股收益(人民币)	0.49	0.59	0.83	1.05	1.21

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	-3.0%	7.4%	26.7%	13.4%	11.6%
营业利润	-23.4%	20.4%	44.3%	27.9%	16.8%
净利润	-13.6%	19.2%	40.7%	26.4%	16.0%
获利能力					
毛利率	17.2%	17.2%	17.5%	18.1%	18.3%
经营利润率	5.0%	5.6%	6.3%	7.2%	7.5%
净利率	4.7%	5.2%	5.8%	6.4%	6.7%
ROE	8.3%	9.4%	12.1%	14.0%	14.8%
ROA	4.0%	3.5%	4.3%	4.9%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	51.9%	62.8%	64.8%	64.9%	64.6%
净负债比例	-11.7%	8.9%	-18.0%	-34.6%	-49.3%
流动比率	1.25	1.22	1.13	1.17	1.20
速动比率	1.14	1.13	1.05	1.08	1.11
营运能力					
资产周转天数	427	472	462	457	447
存货周转天数	24	29	29	30	30
应收账款周转天数	25	41	34	30	27
应付账款周转天数	33	57	64	67	67
每股资料(人民币)					
每股收益	0.49	0.59	0.83	1.05	1.21
每股现金	0.96	1.49	3.46	5.01	6.46
每股净资产	5.96	6.28	6.83	7.48	8.20
每股派息	0.25	0.28	0.39	0.50	0.58
估值比率					
市盈率(x)	41.8	34.7	24.8	19.6	16.9
市净率(x)	3.4	3.3	3.0	2.7	2.5

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料, 但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失, 概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券, 工具或策略, 可能并不适合所有投资者, 某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制, 不能在全球范围内不受限制地提供, 和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外, 招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计, 可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析, 基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准, 此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时, 并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息, 并承担风险。投资者须按照自己的判断, 决定是否使用本报告所载的内容和信息, 并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见, 并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险, 而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港

招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828