

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

长城汽车 (2333 HK)

最低谷已过, 悲观预期已反映

- 二季度扣非净利润5-10亿元低于预期, 规模效应弱化和研发费用拖累
- 二季度是全年业绩低谷, 下半年改善空间大, 看好订单释放和结构提升
- 维持买入评级及目标价24.0港元

扣非净利润低于预期, 规模效益和费用拖累盈利

事件: 公司发布业绩预告(链接), 上半年净利润53-59亿元(人民币, 下同), 同比增长50.2%-67.2%; 扣非净利润18-23亿元, 同比下降19.1%-36.7%。**点评:** 1) 公司整体利润超预期, 非经营性损益影响大, 主要由于汇兑收益的增加。但扣非净利润低于预期, 原因是研发费用投入较大, 股权激励费用同比增加。2) 负面因素: 二季度扣非净利润5-10亿元, 同比下降33.8%-67.0%, 环比下降23.5%-61.9%。二季度销量下滑导致规模效应弱化, 二季度销量24万辆, 同比/环比-15.9%/-17.1%, 受疫情和缺芯影响较大。同期的费用率上升, 尤其是研发费用上升较快, 挤压盈利。3) 正面因素: 产品结构优化, 带来ASP上升和毛利率的增长; 二季度坦克品牌销售2.8万辆, 占比12.1%, 比一季度(9.1%)提升3ppt。4) 一季度股权激励费用5亿元, 二季度预计与一季度接近, 三季度开始减少。

下半年业绩有望持续恢复

预计下半年盈利恢复。1) **订单:** 截止6月底, 公司未交付的订单大概有20万辆, 其中坦克300超过十万辆, 坦克500超过5万辆, 欧拉好猫超过1万辆。6月开始坦克品牌的排产提速, 月销量有望持续走强。盈利能力不佳的黑猫/白猫剩余订单即将交付完毕, 其对盈利的拖累消失。2) **芯片:** 上半年芯片对产销影响大, 当前芯片供应边际改善, ESP芯片二供6月已经开始有规模贡献, 下半年加速释放, 预计全年二供占比20-30%, 改善下半年排产。3) **政策:** 公司销量占比大的燃油车受益购置税减半政策, 6月公司销量环比+26.4%反映供给复苏+政策刺激需求, 下半年政策红利继续释放。4) **结构:** 销量结构持续向上, 坦克/柠檬/咖啡智能三大技术平台打造的车型占比从2021年的57%提升到上半年的69%, 20万元以上车型占比由2021年的10%提升至14%。下半年坦克销量增长, 欧拉芭蕾猫/闪电猫/机甲龙等高售价车型上市交付, 将继续推升公司销量结构。

最低谷已过, 悲观预期已反映

三四季度在新产品推出、行业向旺季过渡、刺激汽车消费政策效应开始释放等多重因素的催化下, 公司基本面有望环比快速改善。二季度是全年业绩最低谷, 触发市场负面情绪, 股价或面临短期压力。但我们认为上半年业绩快报公布后利空出尽, 近期股价回撤已基本上提前反映二季度业绩的悲观预期。维持目标价24.0港元, 相当于21x 2022E P/E。我们将在公布中报后重审公司基本面及盈利预测。**风险因素:** 行业景气度低于预期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业额	103,308	136,405	208,680	275,876	327,632
同比增长	7.4%	32.0%	53.0%	32.2%	18.8%
净利润	5,362	6,726	8,677	10,472	12,561
同比增长	19.2%	25.4%	29.0%	20.7%	19.9%
每股盈利(元)	0.59	0.73	0.95	1.14	1.37
每股股息(元)	0.28	0.07	0.09	0.11	0.13
市盈率(x)	19.0	15.4	11.9	9.8	8.2
市净率(x)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1
ROE	9.4%	10.8%	12.4%	13.1%	13.7%

收盘价截至2022年7月14日, 资料来源: 公司资料, 招商证券(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

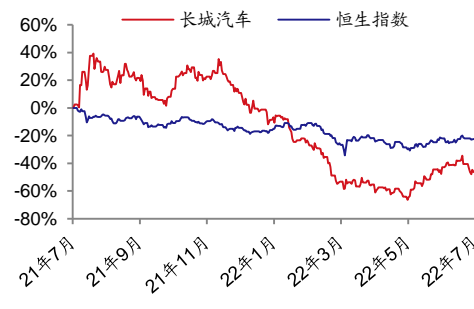
最新变动

上半年业绩预告点评

买入

前次评级	买入
股价	13.2港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	24.0港元(+82%)
前次目标价	24.0港元

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
2333 HK	(18.4)	(49.4)	(53.4)
恒生指数	(2.0)	(16.2)	(27.1)

行业: 汽车汽配

恒生指数 (2022年7月14日)	20,751
国企指数 (2022年7月14日)	7,126

重要数据

52周股价区间(港元)	8.96 - 39
港股市值(百万港元)	292,079
日均成交量(百万股)	80.51
每股净资产(港币)	8.67

主要股东

保定创新长城资产管理有限公司	55.38%
总股数(百万股)	9,177
自由流通量	44.62%

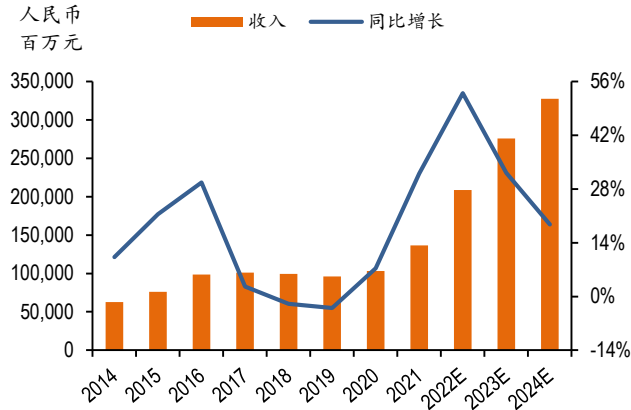
资料来源: 彭博

相关报告

1. 汽车汽配 - 赚快钱阶段已过, 焦点重回需求端和业绩检验(推荐)(2022/7/12)

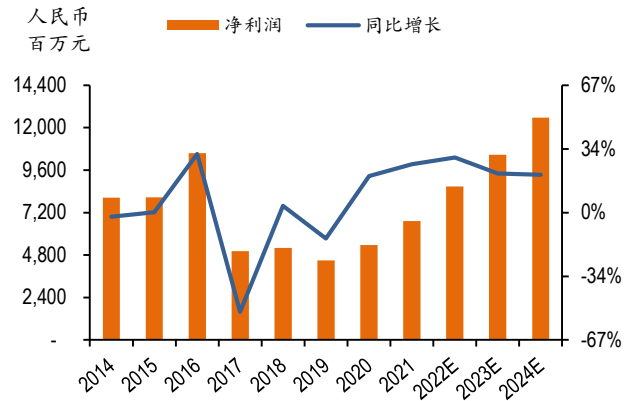
重点图表

图1: 公司收入预测



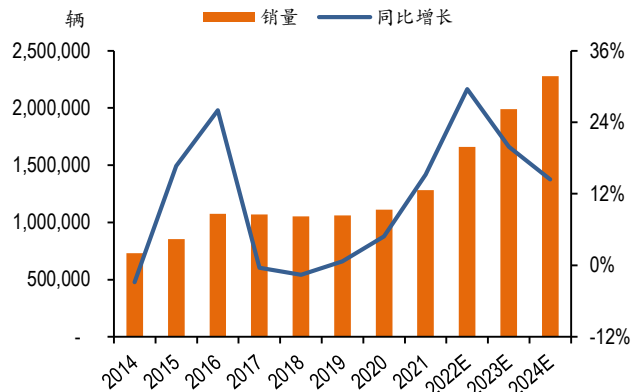
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润预测



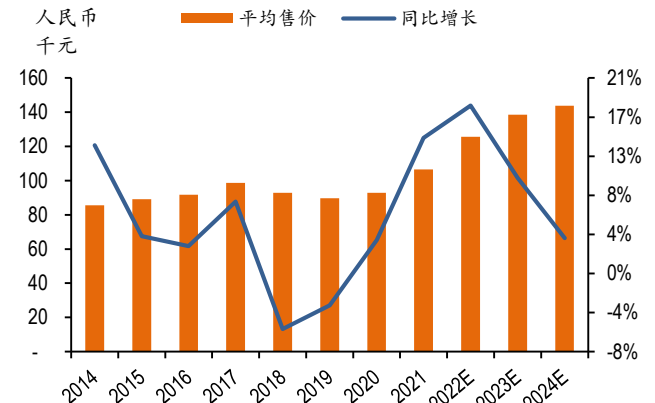
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量预测



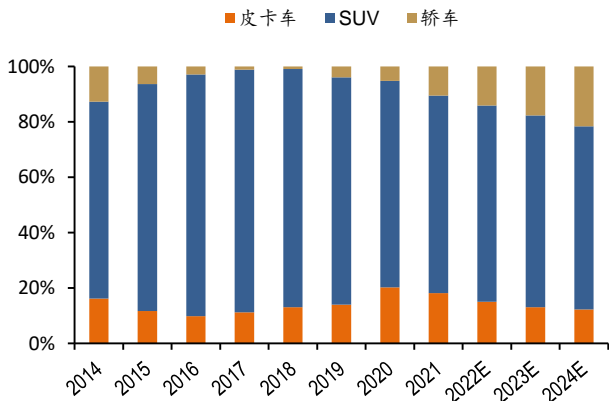
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车平均售价预测



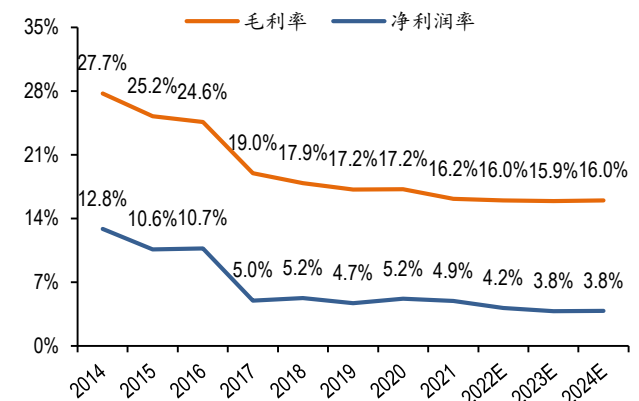
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司分车型销售量占比预测



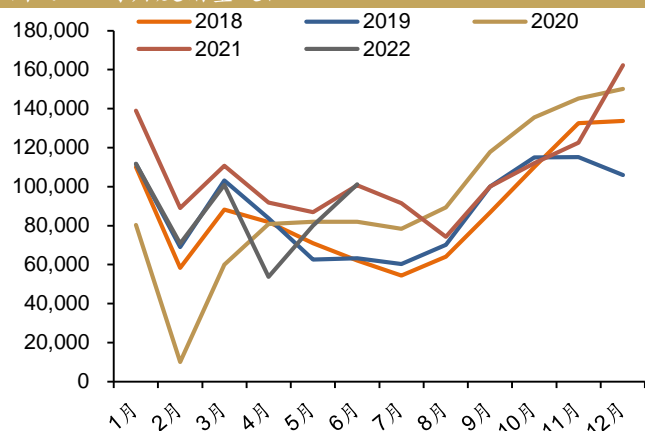
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司毛利率和净利润率预测



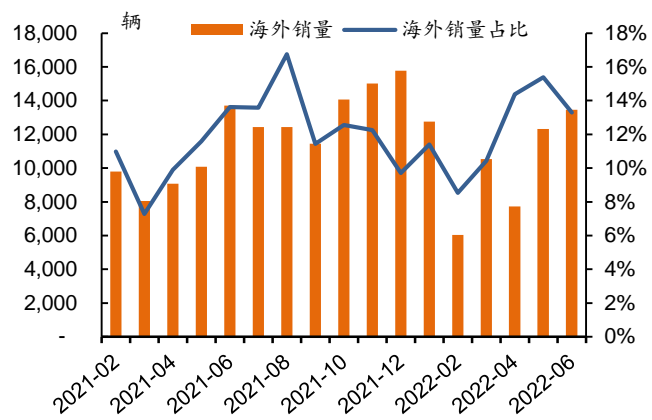
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 公司月度销量变化



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 海外销量及占比均趋于增长



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

行业估值比较

公司	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率(x)		市净率(x)		市销率(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
	代码	评级	(港元)	目标价 (港元)	空间	(百万美元)	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2021
汽车制造商																	
长城汽车	2333 HK	买入	13.2	24.0	82%	36,036	11.9	9.8	1.5	1.3	1.2	0.9	12.4	13.1	0.8	1.0	-22.6
吉利汽车	175 HK	买入	16.6	23.0	39%	21,191	19.4	15.2	1.9	1.7	1.0	0.8	9.7	11.4	1.8	2.3	-38.1
广汽集团	2238 HK	未评级	7.6	n.a	n.a	20,123	6.9	5.8	0.7	0.6	1.5	1.3	10.3	11.3	4.1	4.7	0.8
东风集团	489 HK	未评级	5.7	n.a	n.a	6,289	3.5	3.3	0.3	0.3	0.4	0.3	8.1	7.9	10.1	12.2	-3.6
中国重汽	3808 HK	未评级	9.7	n.a	n.a	3,422	5.5	4.8	0.6	0.6	0.3	0.2	10.2	11.0	6.8	7.9	8.2
平均							9.4	7.8	1.0	0.9	0.8	0.7	10.1	10.9	4.7	5.6	-11.1
新能源汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	283.0	387.0	37%	126,268	99.2	81.5	6.8	6.3	2.1	1.4	6.8	7.7	0.1	0.1	-16.9
理想汽车	2015 HK	买入	150.8	213.0	41%	39,699	n.a	289.7	6.5	6.4	5.0	2.7	-1.5	2.2	0.0	0.0	-53.2
小鹏汽车	9868 HK	买入	118.1	167.0	41%	25,898	n.a	n.a	5.0	5.9	4.6	2.4	-20.3	-16.2	0.0	0.0	-83.5
蔚来汽车	9866 HK	未评级	165.5	n.a	n.a	35,220	n.a	n.a	6.9	7.4	3.9	2.2	-19.7	-7.6	5.2	5.6	-84.8
平均							99.2	185.6	6.3	6.5	3.9	2.2	-8.7	-3.4	1.3	1.4	-59.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	53.3	92.0	73%	16,372	11.5	9.8	2.3	2.0	0.5	0.5	20.4	20.0	1.7	2.0	23.0
和谐汽车	3836 HK	中性	3.0	审视中	n.a	599	5.1	4.5	0.5	0.4	0.2	0.2	9.2	9.7	7.6	8.6	12.6
美东汽车	1268 HK	未评级	22.0	n.a	n.a	3,574	14.7	11.1	5.2	4.2	0.7	0.6	36.4	37.6	4.1	5.7	-32.4
永达汽车	3669 HK	未评级	7.3	n.a	n.a	1,823	4.7	4.0	0.8	0.7	0.1	0.1	17.5	18.4	7.2	8.7	17.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.5	n.a	n.a	195	2.0	1.8	0.1	0.1	0.0	0.0	7.4	7.5	0.0	0.0	52.0
平均							7.6	6.2	1.8	1.5	0.3	0.3	18.2	18.6	4.1	5.0	14.6
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	12.2	17.0	40%	15,420	8.9	8.0	1.1	1.0	0.5	0.5	12.8	12.9	4.4	4.9	-70.5
福耀玻璃	3606 HK	买入	39.3	50.0	27%	15,337	21.0	17.9	3.1	2.9	3.8	3.3	14.9	16.2	3.0	3.0	-14.2
敏实集团	425 HK	买入	21.6	28.0	30%	3,197	12.1	10.4	1.2	1.1	1.2	1.0	10.4	11.2	3.3	3.8	79.1
京东方精电	710 HK	买入	16.1	17.0	6%	1,511	23.4	16.9	3.4	3.0	1.2	0.9	14.6	17.6	1.4	2.0	-74.8
耐世特	1316 HK	未评级	5.7	n.a	n.a	1,835	12.0	7.9	0.9	0.8	0.5	0.4	7.5	10.5	1.7	2.6	-12.1
平均							15.5	12.2	2.0	1.8	1.4	1.2	12.0	13.7	2.8	3.3	-18.5
整体平均							16.4	29.6	2.6	2.5	1.5	1.0	8.8	10.7	3.3	3.9	-16.5

收盘价截至2022年7月14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

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	99,399	108,366	164,220	210,549	249,941
现金及现金等价物	13,591	27,908	70,230	103,977	133,728
贸易应收款项	12,076	10,085	10,085	10,085	10,085
其他应收款项	1,032	1,122	1,716	2,269	2,695
存货	7,498	13,966	21,413	28,337	33,625
其他流动资产	65,202	55,285	60,776	65,882	69,808
非流动资产	54,613	67,042	68,015	69,046	70,028
物业、工厂及设备	28,609	27,441	28,519	29,653	30,734
无形资产	5,543	7,091	6,963	6,839	6,718
对合营公司投资	326	326	326	326	326
其他非流动资产	20,134	32,184	32,206	32,228	32,250
总资产	154,011	175,408	232,234	279,595	319,969
流动负债	81,166	95,597	148,621	186,342	215,159
贸易应付款项	16,656	26,809	41,103	54,395	64,545
其他应付款及应计项目	4,117	4,867	7,464	9,869	11,692
当期所得税负债	2,786	2,818	2,818	2,818	2,818
短期贷款	7,901	5,204	17,652	17,652	17,652
其他流动负债	49,706	55,898	79,584	101,608	118,452
非流动负债	15,504	17,683	13,454	13,454	13,454
借款	10,777	8,656	4,428	4,428	4,428
递延所得税负债	3,462	4,113	4,113	4,113	4,113
其他流动负债	1,265	4,913	4,913	4,913	4,913
负债合计	96,670	113,280	162,076	199,796	228,614
发行股本	9,176	9,236	9,236	9,236	9,236
其他储备	7,372	11,302	12,170	13,217	14,473
留存收益	40,995	41,893	49,055	57,648	67,949
股东应占权益	57,342	62,124	70,155	79,795	91,351
少数股东权益	0	4	4	4	4
总权益	57,342	62,128	70,159	79,799	91,355
负债及权益合计	154,011	175,408	232,234	279,595	319,969

现金流量表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5,181	35,316	40,129	39,948	36,112
税前盈利	5,362	6,725	8,677	10,472	12,561
折旧摊销	4,752	5,358	4,728	4,869	5,017
营运资金变动	-4,138	24,154	27,044	25,138	19,177
其他经营活动	-795	-921	-320	-531	-643
投资活动现金流	-11,588	-11,175	-5,380	-5,369	-5,357
资本支出	-8,062	-13,091	-6,500	-6,500	-6,500
处置资产	282	618	0	0	0
投资收益	666	552	1,120	1,131	1,143
其他投资活动	-4,474	746	0	0	0
筹资活动现金流	11,368	-9,632	7,573	-832	-1,004
发行新股	0	1	0	0	0
净借款	16,292	-4,818	8,219	0	0
已付股息	-2,538	-5,878	-647	-832	-1,004
其他融资活动	-2,387	1,064	0	0	0
现金净增加额	4,960	14,509	42,322	33,747	29,751
汇率变动影响	-146	-192	0	0	0
期末现金及现金等价物	13,591	27,908	70,230	103,977	133,728

利润表

单位: 人民币百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	103,308	136,405	208,680	275,876	327,632
销售成本	-85,531	-114,367	-175,345	-232,045	-275,347
毛利	17,777	22,037	33,334	43,831	52,285
分销成本	-4,103	-5,192	-8,139	-10,759	-12,778
行政开支	-2,553	-4,043	-6,469	-8,552	-9,501
财务净成本	-397	448	209	276	328
营业税金及附加	-3,192	-4,234	-6,469	-8,552	-10,157
其他收入和损失	-1,780	-2,647	-3,491	-5,180	-6,684
运营利润	5,752	6,369	8,976	11,064	13,492
联营公司投资收益	912	1,017	1,027	1,037	1,047
其他营业外收入和支出	-436	97	87	76	66
税前利润	6,227	7,482	10,089	12,177	14,606
应交所得税	-865	-757	-1,412	-1,705	-2,045
本年利润	5,362	6,725	8,677	10,472	12,561
少数股东收益	0	1	0	0	0
股东应占利润	5,362	6,726	8,677	10,472	12,561
每股收益 (人民币)	0.59	0.73	0.95	1.14	1.37

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业收入	7.4%	32.0%	53.0%	32.2%	18.8%
营业利润	20.4%	10.7%	40.9%	23.3%	22.0%
净利润	19.2%	25.4%	29.0%	20.7%	19.9%
获利能力					
毛利率	17.2%	16.2%	16.0%	15.9%	16.0%
经营利润率	5.6%	4.7%	4.3%	4.0%	4.1%
净利率	5.2%	4.9%	4.2%	3.8%	3.8%
ROE	9.4%	10.8%	12.4%	13.1%	13.7%
ROA	3.5%	3.8%	3.7%	3.7%	3.9%
偿债能力					
资产负债率	62.8%	64.6%	69.8%	71.5%	71.4%
净负债比例	8.9%	-22.6%	-68.6%	-102.6%	-122.2%
流动比率	1.22	1.13	1.10	1.13	1.16
速动比率	1.13	0.99	0.96	0.98	1.01
营运能力					
资产周转天数	472	441	357	339	334
存货周转天数	29	34	37	39	41
应收账款周转天数	41	30	18	13	11
应付账款周转天数	57	69	71	75	79
每股资料 (人民币)					
每股收益	0.59	0.73	0.95	1.14	1.37
每股现金	1.48	3.04	7.65	11.33	14.57
每股净资产	6.25	6.77	7.64	8.70	9.95
每股派息	0.28	0.07	0.09	0.11	0.13
估值比率					
市盈率 (x)	19.0	15.4	11.9	9.8	8.2
市净率 (x)	1.8	1.7	1.5	1.3	1.1

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/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

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