

2022年10月25日

长城汽车 (2333.HK)

## 三季度业绩超预期

长城汽车三季度的扣非归母净利润22.8亿元,同比增长181.3%,业绩增长超预期,核心原因是销量结构优化,高售价高毛利率的坦克销量占比提升,低价格低毛利率的欧拉黑白猫停产,销量占比减少。我们相信随着更多新品上市后,长城将扭转销售颓势,新能源转型进入加速期。考虑港股市场情绪低迷,我们调整公司目标价至17港元,较现价有118%上涨空间,对应22年和23年的13.1倍与10.2倍预测市盈率,维持买入评级。

### 报告摘要

**三季度业绩超预期。**公司公告2022年三季报,1-9月实现营业总收入994.8亿元,同比增长9.6%;实现归母净利润81.6亿元,同比增长65.0%;实现扣非归母净利润43.4亿元,同比增长18.8%。其中Q3实现营业总收入373.5亿元,同比增长29.4%;实现归母净利润25.6亿元,同比增长80.7%;实现扣非归母净利润22.8亿元,同比增长181.3%。

**物料短缺导致22年销量低于预期,前9月累计销量下滑9%。**9月整车销量9.4万辆,同比下降6.4%,环比增长6.1%,本年累计销量80.2万辆,累计同比下降9.3%;分品牌看,9月哈弗品牌销量5.4万辆,同比下降1.1%,环比增长7.1%;WEY品牌销量0.2万辆,同比下降49.5%,环比下降23.8%;欧拉品牌销量0.8万辆,同比下降40.5%,环比下降17.0%;坦克品牌销量1.3万辆,同比增长57.2%,环比增长26.0%,同环比双增;长城皮卡销量1.7万辆,同比下降14.5%,环比增长9.9%。

**战略发生改变,新能源转型加速。**缺芯对长城汽车的发展造成了重大的负面影响,比如22年长城减少了新车上市的数量,推迟新车上市时间等。展望Q4及明年,芯片供应问题基本解决。长城的发展战略也因此发生改变,产品定价向性价比路线、对标策略进行转变,如刚上市的长城H6PHEV价格对标比亚迪宋PLUS。新产品推出速度加快,比如Q4即将上市闪电猫、坦克300HEV、哈弗HDOG、哈弗神兽PHEV等,以及到2023年长城计划推出18款主力车型。

**调整目标价至17港元,买入评级。**我们相信随着更多新品上市后,长城将扭转销售颓势,新能源转型进入加速期。考虑到长城销量不及预期,且港股市场情绪低迷,我们调整公司目标价至17港元,较现价有118%上涨空间,对应22年和23年的13.1倍与10.2倍预测市盈率,维持买入评级。

**风险提示:** 芯片短缺;疫情恶化;原材料涨价

(31/12年结;百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	103,308	136,405	154,961	230,831	301,649
增长率(%)	7%	32%	14%	49%	31%
净利润	5,362	6,725	10,759	13,801	16,124
增长率(%)	19%	25%	60%	28%	17%
毛利率(%)	17%	16%	19%	19%	19%
净利率(%)	5%	5%	7%	6%	5%
每股收益(元)	0.59	0.74	1.16	1.49	1.75
每股净资产(元)	6.3	6.7	7.3	8.1	8.9
市盈率	11.9	9.5	6.0	4.7	4.0
市净率	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
净资产收益率(%)	10%	11%	16%	19%	20%
股息收益率	5%	5%	8%	11%	12%

数据来源:公司资料,安信国际预测

## 公司动态分析

证券研究报告

汽车行业

投资评级: 买入

目标价格: 17港元

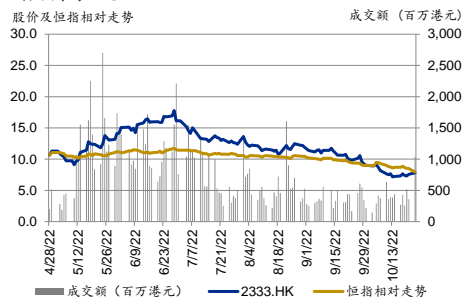
现价(2022-10-24): 7.8港元

总市值(百万港元)	71,530.37
流通市值(百万港元)	71,530.37
总股本(百万股)	9,158.82
港股股本(百万股)	2,991.05
12个月低/高(港元)	6.9/27.4
平均成交(百万港元)	469.77

### 股东结构

保定创新长城资产管理有限公司	55.4%
其他	44.6%
总共	100.0%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.04	-12.04	-34.93
绝对收益	-20.39	-38.21	-76.83

数据来源:彭博、港交所、公司

王强 汽车行业分析师

+852 2213 1422 jimmywang@eif.com.hk

## 财务摘要

利润表					
单位:百万人民币					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	103,307.6	136,404.7	154,961.4	230,830.5	301,649.3
营业成本	(85,531.0)	(114,367.5)	(125,208.8)	(187,434.4)	(245,844.2)
毛利	17,776.6	22,037.2	29,752.6	43,396.1	55,805.1
销售费用	(3,191.9)	(4,234.1)	(4,803.8)	(7,155.7)	(9,351.1)
管理费用	(2,552.7)	(4,043.1)	(4,958.8)	(7,155.7)	(9,049.5)
研发费用	(3,067.5)	(4,489.6)	(5,888.5)	(8,309.9)	(10,859.4)
其他收入	(3,213.0)	(2,901.7)	(3,392.5)	(6,345.0)	(9,413.4)
营业利润	5,751.6	6,368.8	10,709.0	14,429.8	17,131.8
营业外收入	476	1,113	1,335	1,103	1,048
利润总额	6,227.3	7,482.1	12,043.9	15,532.5	18,179.4
所得税	(864.8)	(757.1)	(1,285.1)	(1,731.6)	(2,055.8)
净利润	<b>5,362.5</b>	<b>6,725.0</b>	<b>10,758.8</b>	<b>13,801.0</b>	<b>16,123.6</b>
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归母公司净利润	5,362.5	6,725.0	10,758.8	13,801.0	16,123.6
调整后EPS(元)	<b>0.59</b>	<b>0.74</b>	<b>1.16</b>	<b>1.49</b>	<b>1.75</b>
主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性(%)</b>					
营业收入	7%	32%	14%	49%	31%
净利润	19%	25%	60%	28%	17%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	17%	16%	19%	19%	19%
净利率	5%	5%	7%	6%	5%
ROE	10%	11%	16%	19%	20%
<b>偿债能力(%)</b>					
流动比率	122%	113%	116%	107%	105%
资产负债率	63%	65%	64%	66%	67%

数据来源: 公司资料, 安信国际预测

资产负债表 单位:百万人民币

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	99,399.0	108,365.6	118,302.0	138,716.0	160,210.9
现金及等价物	14,588.5	33,047.6	41,357.6	38,782.4	42,056.1
应收款	52,984.6	31,499.6	30,459.6	43,104.0	52,029.6
其他应收款项	31,826	43,818	46,485	56,830	66,125
<b>非流动资产</b>	54,612.5	67,042.4	68,430.9	79,843.2	88,071.3
物业、厂房及设备	28,609.2	27,441.4	29,953.1	33,962.5	37,170.0
预付土地租赁款	2,936.4	4,467.2	4,020.5	5,226.7	4,704.0
无形资产	5,543.4	7,090.6	7,657.9	8,500.3	9,180.3
其他非流动资产	17,523.5	28,043.1	26,799.4	32,153.8	37,017.1
<b>资产总计</b>	154,011.5	175,408.0	186,732.9	218,559.2	248,282.2
<b>流动负债</b>	81,165.7	95,597.0	102,296.6	129,431.8	151,959.8
合约负债	8,027.9	7,387.9	7,609.5	6,163.7	6,348.6
应付款项	49,841.1	63,892.4	71,012.6	102,093.8	125,902.4
计息银行及其他借款	892	3,668	3,301	2,641	2,377
其他流动负债	22,405	20,649	20,373	18,533	17,332
<b>非流动负债</b>	15,503.9	17,682.5	16,928.4	14,719.1	13,852.3
借款	10,777	8,656	8,483	6,786	6,651
其他非流动负债	4,183	8,181	7,558	7,001	6,223
递延税项	543.7	845.5	887.7	932.1	978.7
<b>负债合计</b>	96,669.6	113,279.5	119,225.0	144,150.8	165,812.0
非控股权益	0	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	57,341.8	62,128.5	67,507.9	74,408.4	82,470.2

现金流量表

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动产生现金流量</b>	5,181	35,316	17,184	15,533	18,179
<b>投资活动产生现金流量</b>	(11,588)	(11,175)	(542)	(26,021)	(18,544)
<b>融资活动产生现金流量</b>	11,367.5	(9,632.1)	(3,192.4)	7,913.4	3,638.1
<b>现金净变动</b>	4,814.26	14,316.36	13,449.77	(2,575.27)	3,273.74

数据来源: 公司资料, 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

## 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

## 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

## 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

## 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010