



Company Report: Great Wall Motor (02333 HK) 中文版

Ivan Wu 吴凯翔

(852) 2509 2649

公司报告: 长城汽车 (02333 HK)

Chinese version

ivan.wu@gtjas.com.hk

3 May 2024

2024年第一季度业绩亮眼，海外销量高增增强盈利能力，维持“买入”

- **维持“买入”评级，上调目标价至 16.00 港元。**2023 年每股盈利预测符合预期，考虑到长城汽车（“公司”）海外市场与高端越野产品表现优异，上调 2024-2025 年每股盈利预测至人民币 1.24 元(+0.13)/人民币 1.56 元(+0.06) 元，新增 2026 年每股盈利预测人民币 1.83 元，给予公司高于可比公司估值，给予公司 2024 年 11 倍市盈率，上调目标价至 16.00 港元(原为 14.00 港元)，维持“买入”评级。
- **2024 年第一季度业绩表现亮眼，单车均价/净利同环比提升。**公司 2024 年第一季度实现营收人民币 428.6 亿元，同比+47.6%/环比-20.2%，归母净利润为人民币 32.3 亿元，同比+1,752.6%，环比+59.3%，扣非归母净利润人民币 20.2 亿元，同比+1032.9%，环比+97.3%。2024 年第一季度业绩表现亮眼，单车均价/净利同环比均有所提升，2024 年第一季度非经常损益金额较大主要系获得政府补助人民币 6.20 亿元。
- **积极拓展海外成效渐显，2024 年第一季度毛利率实现同环比提升。**2024 年第一季度毛利率为 20.0%，同环比均有较大幅度提升，主要系产品结构优化与海外出口带动。2024 年第一季度公司出口销量达 9.28 万辆，同比+78.5%，公司海外车型盈利能力高于国内车型，海外市场拓展进度及销量表现亦呈现加速趋势，未来公司整体盈利能力有望持续提升。
- **加速出海布局，全球产品矩阵日趋完善。**公司通过产品技术革新、渠道拓张与变革、本土化生产等方式积极推进海外出口业务发展，魏派/坦克/欧拉等品牌在海外市场持续突破，预计 2024 年全年公司出口销量维持高增势头。
- **风险提示：**1) 新能源市场竞争激烈程度超预期；2) 新车型销量不及预期。

Rating: **Buy**
Maintained

评级: **买入 (维持)**

6-18m TP 目标价: **HK\$16.00**
HK\$14.00

Share price 股价: **HK\$11.940**

Stock performance

股价表现



| Change in Share Price | 1 M | 3 M | 1 Y |
|-----------------------------------|------|------|------|
| 股价变动 | 1 个月 | 3 个月 | 1 年 |
| Abs. % 绝对变动 % | 28.9 | 54.1 | 32.9 |
| Rel. % to HS Index 相对恒指变动 % | 18.5 | 35.3 | 39.2 |
| Avg. share price (HK\$) 平均股价 (港元) | 11.2 | 9.6 | 9.6 |

Source: Bloomberg, Guotai Junan International.

| Year End | Turnover | Net Profit | EPS | EPS | PER | BPS | PBR | DPS | Yield | ROE |
|----------|----------|------------|-------|--------|------|--------|-----|-------|-------|--------|
| 年结 | 收入 | 股东净利 | 每股净利 | 每股净利变动 | 市盈率 | 每股净资产 | 市净率 | 每股股息 | 股息率 | 净资产收益率 |
| 12/31 | (RMB m) | (RMB m) | (RMB) | (Δ%) | (x) | (RMB) | (x) | (RMB) | (%) | (%) |
| 2022A | 137,340 | 8,266 | 0.97 | 33.2 | 10.0 | 7.180 | 1.4 | 0.30 | 3.1 | 12.7 |
| 2023A | 173,212 | 7,022 | 0.82 | (15.5) | 12.9 | 8.073 | 1.3 | 0.37 | 3.5 | 10.3 |
| 2024F | 218,247 | 10,602 | 1.24 | 51.2 | 8.9 | 8.879 | 1.2 | 0.44 | 4.0 | 14.1 |
| 2025F | 264,079 | 13,322 | 1.56 | 25.8 | 7.1 | 9.919 | 1.1 | 0.53 | 4.8 | 15.8 |
| 2026F | 301,050 | 15,646 | 1.83 | 17.3 | 6.1 | 11.173 | 1.0 | 0.59 | 5.3 | 16.5 |

| | | | |
|---|----------------|--|--------------------|
| Shares in issue (m) 总股数 (m) | 8,486.6 | Major shareholder 大股东 | Wei Jian Jun 58.4% |
| Market cap. (HK\$ m) 市值 (HK\$ m) | 101,499.3 | Free float (%) 自由流通比率 (%) | 41.6 |
| 3 month average vol. 3 个月平均成交股数 ('000) | 24,587.0 | FY24 Net gearing (%) FY24 净负债/股东资金 (%) | Net Cash |
| 52 Weeks high/low (HK\$) 52 周高/低 (HK\$) | 12.640 / 7.510 | FY24 Est. NAV (HK\$) FY24 每股估值 (港元) | 16.5 |

Source: the Company, Guotai Junan Securities Research Institute, Guotai Junan International.

财务报表及比率

| 财务预测 (百万元 人民币) | 2022A | 2023A | 2024F | 2025F | 2026F |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 损益表 | | | | | |
| 营业总收入 | 137,340 | 173,212 | 218,247 | 264,079 | 301,050 |
| 营业成本 | 110,739 | 140,773 | 174,598 | 210,999 | 240,238 |
| 税金及附加 | 5,121 | 5,986 | 7,551 | 9,252 | 10,537 |
| 销售费用 | 5,876 | 8,285 | 9,734 | 11,699 | 13,246 |
| 管理费用 | 4,893 | 4,735 | 6,547 | 7,922 | 8,791 |
| EBIT | 4,265 | 5,378 | 9,014 | 11,135 | 13,337 |
| 公允价值变动收益 | 50 | -26 | 120 | 115 | 104 |
| 投资收益 | 671 | 761 | 837 | 921 | 967 |
| 财务费用 | -2,488 | -126 | 270 | 30 | -212 |
| 营业利润 | 7,967 | 7,201 | 11,495 | 14,052 | 16,588 |
| 所得税 | 554 | 801 | 1,039 | 1,376 | 1,589 |
| 少数股东损益 | -13 | 1 | 4 | 4 | 3 |
| 净利润 | 8,266 | 7,022 | 10,602 | 13,322 | 15,646 |
| 资产负债表 | | | | | |
| 货币资金、交易性金融资产 | 37,827 | 42,450 | 48,565 | 62,726 | 79,993 |
| 其他流动资产 | 47,701 | 47,211 | 51,455 | 56,272 | 61,254 |
| 长期投资 | 10,286 | 10,751 | 11,051 | 11,251 | 11,351 |
| 固定资产合计 | 26,949 | 30,235 | 32,980 | 34,602 | 35,717 |
| 无形及其他资产 | 39,349 | 40,965 | 42,020 | 43,928 | 44,673 |
| 资产合计 | 162,112 | 171,611 | 186,072 | 208,780 | 232,988 |
| 流动负债 | 95,802 | 110,835 | 117,455 | 130,338 | 142,897 |
| 非流动负债 | 23,361 | 21,265 | 22,265 | 23,265 | 24,265 |
| 股东权益 | 65,216 | 68,509 | 75,349 | 84,175 | 94,824 |
| 投入资本(IC) | 57,133 | 55,399 | 56,000 | 68,000 | 79,200 |
| 现金流量表 | | | | | |
| NOPLAT | 3,997 | 4,827 | 8,209 | 10,093 | 12,107 |
| 折旧与摊销 | 6,609 | 7,337 | 7,652 | 8,879 | 10,277 |
| 流动资金增量 | 13,447 | -5,239 | -8,077 | -8,066 | -7,576 |
| 资本支出 | -15,859 | -16,229 | -11,022 | -11,553 | -11,380 |
| 自由现金流 | 8,194 | -9,304 | -3,238 | -648 | 3,428 |
| 经营现金流 | 12,311 | 17,263 | 26,097 | 29,331 | 32,572 |
| 投资现金流 | -10,505 | -10,451 | -10,665 | -10,918 | -10,509 |
| 融资现金流 | -3,133 | 1,052 | -9,316 | -4,252 | -4,797 |
| 现金流净增加额 | -1,327 | 7,864 | 6,116 | 14,161 | 17,266 |
| 财务指标 | | | | | |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 0.7% | 26.1% | 26.0% | 21.0% | 14.0% |
| EBIT 增长率 | 4.6% | 26.1% | 67.6% | 23.5% | 19.8% |
| 净利润增长率 | 22.9% | -15.1% | 51.0% | 25.7% | 17.4% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 19.4% | 18.7% | 20.0% | 20.1% | 20.2% |

| | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBIT 率 | 3.1% | 3.1% | 4.1% | 4.2% | 4.4% |
| 净利润率 | 6.0% | 4.1% | 4.9% | 5.0% | 5.2% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 12.7% | 10.3% | 14.1% | 15.8% | 16.5% |
| 总资产收益率(ROA) | 5.1% | 4.1% | 5.7% | 6.4% | 6.7% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 7.0% | 8.7% | 14.7% | 14.8% | 15.3% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 60 | 64 | 60 | 52 | 50 |
| 应收账款周转天数 | 24 | 21 | 19 | 18 | 17 |
| 总资产周转天数 | 406 | 352 | 299 | 273 | 268 |
| 净利润现金含量 | 148.9% | 245.9% | 246.2% | 220.2% | 208.2% |
| 资本支出/收入 | 11.5% | 9.4% | 5.1% | 4.4% | 3.8% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 73.5% | 77.0% | 75.1% | 73.6% | 71.7% |
| 净负债率 | -12.4% | -19.1% | -31.8% | -44.1% | -56.3% |

资料来源：公司、国泰君安证券研究所、国泰君安国际。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|----|----------------------------------|
| 买入 | 相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好 |
| 收集 | 相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好 |
| 中性 | 相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性 |
| 减持 | 相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想 |
| 卖出 | 相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想 |

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

| 评级 | 相对表现 |
|------|----------------------------|
| 跑赢大市 | 相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好 |
| 中性 | 相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性 |
| 跑输大市 | 相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想 |

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有, 或将会为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区之内人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安与其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

©2024国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtjai.com