

汽车	收盘价 港元 12.68	目标价 港元 16.30个	潜在涨幅 +28.5%
----	-----------------	------------------	----------------

2024 年 7 月 11 日

长城汽车 (2333 HK)

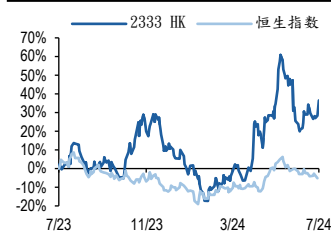
2 季度盈利强劲，出口和产品结构持续改善，维持买入

- 受惠出口和产品结构改善，2 季度盈利强劲。长城汽车发布 2024 年半年度业绩预告，预计 2024 年上半年实现归母净利润 65 亿元到 73 亿元（人民币，下同），同比增加 377.5%到 436.3%。扣非净利润为 50 亿元到 60 亿元，同比增加 567.1%到 700.6%。以其业绩预告的中位数计算，长城汽车 2 季度归母净利润/扣非净利润为 36.7 亿元/34.7 亿元，环比分别增长 13.8%/71.7%。虽然上半年长城汽车销量平稳（累计销量同比+7.79%，其中 2 季度销量环比+3.3%），但其高价位车型销量增长较高，同时出口销量占比也有明显提升，令 2 季度盈利保持强劲走势。
- 坦克品牌销量增长和出口表现亮丽有望支持全年利润改善。我们认为坦克的强劲销量走势将持续改善产品结构，提升平均售价。而出口方面，长城海外毛利率高于中国市场 10 个百分点，海外销量提升将进一步提升公司盈利能力。虽然长城 6 月销量同比下跌 6.5%，但坦克品牌销量维持强劲，6 月销量 2.61 万辆，同比增长 104.0%。坦克品牌 2 季度单季销量 6.69 万辆，同/环比分别增长 95.9%/35.9%。同时 6 月长城汽车海外市场销售 3.81 万辆，同比增加 52.4%，环比增长 10.5%，再创单月出海销量新高。海外市场 2 季度单季销量 10.87 万辆，同/环比分别增长 51.1%/17.2%，我们预计海外销量上升将进一步提升公司盈利能力。
- 上调盈利预测和目标价，维持买入。我们把 2024/25 年毛利率预测由 17.6%/17.6%上调至 20.2%/20.6%，主要反映坦克品牌销量上升和海外销量占比提高。销量大致维持平稳，但产品结构改善有望令盈利水平在下半年持续改善。我们上调 2024/25 年盈利预测 65.5%/77.8%。我们维持买入评级，基于 10.6 倍 2024 年预测市盈率（为过去两年历史平均市盈率水平），上调目标价至 16.3 港元（原 12.25 港元）。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	14.94
52周低位 (港元)	7.68
市值 (百万港元)	276,878.87
日均成交量 (百万)	23.10
年初至今变化 (%)	25.05
200天平均价 (港元)	10.51

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1850

财务数据一览

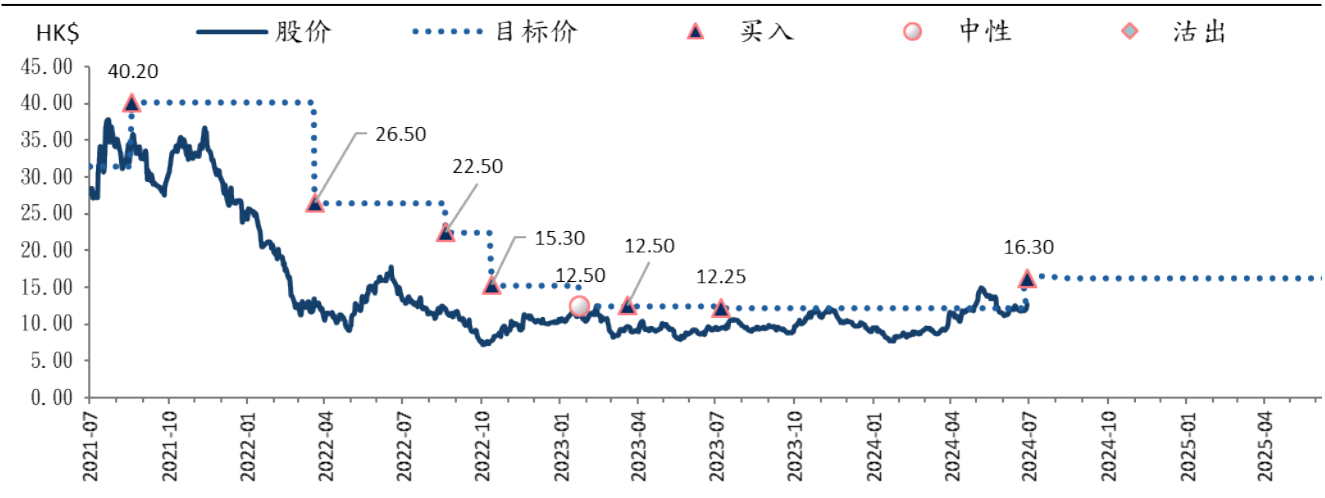
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	137,340	173,212	183,556	193,377	208,454
同比增长 (%)	0.7	26.1	6.0	5.4	7.8
净利润 (百万人民币)	8,266	7,022	11,809	13,425	14,992
每股盈利 (人民币)	0.96	0.82	1.38	1.57	1.75
同比增长 (%)	22.9	-15.1	68.2	13.7	11.7
前EPS预测值 (人民币)			0.83	0.88	
调整幅度 (%)			65.5	77.8	
市盈率 (倍)	12.2	14.4	8.6	7.5	6.7
每股账面净值 (人民币)	7.61	7.99	9.37	10.94	12.69
市账率 (倍)	1.55	1.48	1.26	1.08	0.93
股息率 (%)	1.0	2.6	4.4	5.0	5.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 长城汽车 (2333 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
689009 CH	九号公司	买入	37.04	45.67	23.3%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	10.24	15.13	47.7%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.00	6.24	3.9%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	16.88	26.49	56.9%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	12.22	18.60	52.2%	2024 年 03 月 14 日	重卡
2333 HK	长城汽车	买入	12.68	16.30	28.5%	2024 年 07 月 11 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	77.10	120.34	56.1%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	35.25	59.88	69.9%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	236.80	306.48	29.4%	2024 年 03 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.17	12.50	53.0%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	中性	29.60	30.53	3.2%	2024 年 06 月 20 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.66	3.34	25.6%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 7 月 10 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	137,340	173,212	183,556	193,377	208,454
主营业务成本	(110,739)	(140,773)	(146,566)	(153,551)	(165,593)
毛利	26,601	32,439	36,989	39,826	42,860
销售及管理费用	(10,770)	(13,021)	(11,380)	(11,989)	(12,507)
研发费用	(6,445)	(8,054)	(7,893)	(7,928)	(8,338)
其他经营净收入/费用	(4,270)	(4,474)	(5,507)	(5,995)	(6,462)
经营利润	5,116	6,890	12,209	13,913	15,553
财务成本净额	2,488	126	133	141	152
应占联营公司利润及亏损	671	761	184	193	208
其他非经营净收入/费用	532	47	77	82	88
税前利润	8,807	7,824	12,604	14,329	16,001
税费	(554)	(801)	(793)	(901)	(1,006)
非控股权益	13	(1)	(2)	(2)	(3)
净利润	8,266	7,022	11,809	13,425	14,992
作每股收益计算的净利润	8,266	7,022	11,809	13,425	14,992

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	35,773	38,337	47,990	58,667	77,314
有价证券	2,054	4,112	4,112	4,112	4,112
应收账款及票据	13,992	16,132	16,045	21,881	23,120
存货	22,375	26,628	25,509	26,725	28,821
其他流动资产	33,488	33,375	33,503	33,637	33,778
总流动资产	107,681	118,584	127,159	145,022	167,146
物业、厂房及设备	26,949	30,235	29,692	28,809	27,480
无形资产	20,473	23,659	23,785	23,912	24,041
合资企业/联营公司投资	10,286	10,751	11,289	11,853	12,446
长期应收收入	1,755	1,791	1,881	1,975	2,073
其他长期资产	18,213	16,250	16,346	16,447	16,552
总长期资产	77,677	82,686	82,992	82,995	82,593
总资产	185,357	201,270	210,151	228,017	249,739
短期贷款	5,943	5,701	6,032	6,381	6,751
应付账款	59,367	68,486	64,248	67,310	72,589
其他短期负债	30,491	36,648	36,959	37,285	37,628
总流动负债	95,802	110,835	107,238	110,977	116,968
长期贷款	18,917	16,749	17,413	18,111	18,843
其他长期负债	5,422	5,177	5,177	5,177	5,177
总长期负债	24,339	21,926	22,591	23,288	24,021
总负债	120,141	132,762	129,829	134,265	140,989
股本	8,765	8,498	8,498	8,498	8,498
储备及其他资本项目	56,437	60,003	71,814	85,242	100,237
股东权益	65,201	68,501	80,312	93,740	108,734
非控股权益	15	8	10	13	15
总权益	65,216	68,509	80,322	93,752	108,750

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	8,253	7,023	11,811	13,428	14,995
折旧及摊销	6,093	7,210	4,582	5,229	5,967
营运资本变动	(3,507)	1,438	(2,811)	(3,758)	2,188
其他经营活动现金流	1,472	2,083	(51)	(97)	(112)
经营活动现金流	12,311	17,754	13,530	14,802	23,037
资本开支	(35,246)	(30,852)	(4,776)	(5,072)	(5,386)
投资活动	18,948	14,178	663	692	721
其他投资活动现金流	5,793	6,223	(759)	(792)	(827)
投资活动现金流	(10,505)	(10,451)	(4,872)	(5,173)	(5,492)
负债净变动	8,447	2	995	1,047	1,103
其他融资活动现金流	(11,580)	1,050	0	0	0
融资活动现金流	(3,133)	1,052	995	1,047	1,103
汇率收益/损失	317	18	0	0	0
年初现金	27,908	26,899	38,337	47,990	58,667
年末现金	35,773	38,337	47,990	58,667	77,314

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	0.965	0.819	1.378	1.567	1.750
全面摊薄每股收益	0.965	0.819	1.378	1.567	1.750
每股股息	0.114	0.310	0.521	0.592	0.661
每股账面值	7.609	7.994	9.372	10.939	12.689
利润率分析(%)					
毛利率	19.4	18.7	20.2	20.6	20.6
EBIT利润率	4.1	4.1	6.6	7.2	7.4
净利率	6.0	4.1	6.4	6.9	7.2
盈利能力(%)					
ROA	4.6	3.6	5.7	6.1	6.3
ROE	13.0	10.5	15.9	15.4	14.8
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。