

現價：HK\$49.30

潛在上升空間：+18.5%

目標價：HK\$58.40 ↑

汽車整車行業

## 長城汽車 (2333.HK)

H8 上市將進一步打開公司成長空間

落后

同步

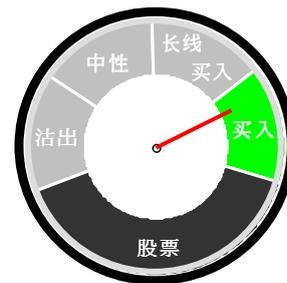
领先

### 公司估值表

	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入 (RMB 百萬元)	43,160	56,784	62,591	87,557	100,836
變化(%)	43	32	10	40	15
淨利潤 (RMB 百萬元)	5,692	8,224	8,042	11,756	13,953
變化(%)	66	44	(2)	46	19
每股基本盈利 (RMB)	1.871	2.703	2.643	3.864	4.586
變動 (%)	54	44	(2)	46	19
市盈率 (x)	21.6	14.4	14.8	10.1	8.5
每股資產淨值 (RMB)	7.1	9.2	11.0	14.1	17.5
市淨率 (x)	5.7	4.2	3.6	2.8	2.2
每股股息 (元)	0.570	0.820	0.800	1.159	1.376
息率 (%)	1.4	2.1	2.0	3.0	3.5

資料來源：公司資料、交銀國際

- 四季度淨利潤顯著回升。**長城汽車 2014 年實現銷售收入 625.9 億元,同比增長 10.2%。歸屬於母公司淨利潤為 80.4 億元,同比下降 2.2%,每股收益 2.64 元。淨利潤增速低於銷售收入主要是由於管理費用增加導致。季度來看,四季度實現銷售 200.0 億元,環比/同比分別增長 42.3%/25.0%,歸屬於母公司淨利潤 24.6 億元,環比/同比分別增長 50.5%/19.7%,四季度淨利潤環比和同比均出現比較明顯的增長,主要是由於 SUV 新產品暢銷帶來銷量的增長。
- 15 年毛利率有望回升。**2014 年長城汽車毛利率為 27.7%,低於 2013 年的 28.6%。這一方面是由於轎車業務出現顯著下滑帶來毛利率的壓力;另外一方面 SUV 內部部分較低端產品占比提升,如 H2 占比提升,但毛利率低於 H6。2015 年來看,預計毛利率會有所反彈。主要是由於:一、轎車業務相對趨於穩定,下滑幅度不如 14 年;二、SUV 占比總體仍將繼續提升;三、SUV 內部結構優化,15 年 H8 以及 Coupe C 等產品更加高級,毛利率水平更高。
- H8 上市在即,自主高端化有望突破。**公司公告 H8 將於 4 月上海車展期間全國上市銷售。在等待半年時間後,H8 終於迎來了上市時刻。公告顯示,H8 之前延遲交付主要是由於後主減速器匹配方面的問題,在經過整改後,問題已經得到解決。和之前在六個城市上市不同,此次上市是全國範圍上市。H8 對公司來說,意義重大,這是公司向中高端 SUV 領域發展的重要里程碑產品,不僅在銷量和盈利上,更是在品牌塑造方面有重要作用,預計 H8 在穩定期有望實現月銷 4-5 千輛。我們預計 15/16 年 H8 分別銷售 3.15 萬/5.4 萬輛。
- 新產品將有力推動銷量增長。**除 H8 之外,今年還有一系列產品將上市。H2 和 H6 的自動檔有望上半年上市,Coupe C 上半年也有望上市。下半年將會有 H7 上市。除此之外,2014 年上市的 H2 (14 年 7 月上市)、H1、H9 (14 年 11 月上市)以及受產能擴充推動的 H6,都將是產品銷量增長的重要推動力。我們預計 2015/16 年公司的銷量分別為 96.1 萬輛/110.1 萬輛,分別同比增長 31.1%/14.6%。
- 產能擴張仍在進行中。**目前公司有三大生產基地,分別為保定工廠、天津工廠以及徐水工廠。保定工廠主要生產風駿皮卡、H5、H1、M4 及 C30,涉及產能 40 萬輛;天津有兩個工廠,一工廠主要生產 H6,二工廠生產 H6、H2 及 C50,兩個工廠的設計產能分別為 25 萬輛,由於目前天津工廠已經滿負荷生產,公司在考慮提升天津工廠產能提升問題;徐水工廠也有兩個工廠,一工廠主要生產 H8、H9 及 Coupe C,二工廠生產 H7。兩個工廠的設計產能分別為 25 萬輛,但目前一工廠實際能做到 5-10 萬輛,未來公司將根據產品的需求提升產能水平,因此公司未來的產能擴張方向主要是在徐水工廠。
- 維持買入的投資評級。**根據 14 年年報情況,同時結合銷量情況,我們略上調了 15/16 年盈利預測,預計 2015/16 年每股收益分別為 3.86 元/4.59 元,分別上調 0.8%/2.9%,主要是 H8 及 Coupe C 銷量假設上調,我們繼續維持買入評級,由於盈利預測上調,我們將目標價略上調至 58.4 港元,對應 12 倍的 15 年市盈率。
- 催化劑及風險。**催化劑主要來自於 H8 等新產品銷量超預期及一季報高增長。風險來自於銷量不如預期以及競爭加劇帶來毛利率下降。



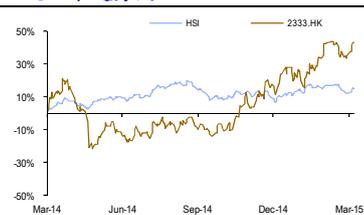
- ▶ 四季度淨利潤顯著回升。
- ▶ 15 年毛利率有望回升。
- ▶ H8 上市在即,自主高端化有望突破。
- ▶ 新產品增加和產能擴張將有力推動銷量增長
- ▶ 維持買入投資評級。

### 股份資料

52 周高位 (HK\$)	50.70
52 周低位 (HK\$)	26.1
市值 (百萬港幣)	173,800
發行股數 (百萬)	3042.423
日成交量 (百萬港幣)	7.49
1 個月內變化 (%)	(0.40)
年初至今變化 (%)	11.79
50 天平均價 (HK\$)	45.69
200 天平均價 (HK\$)	36.65
14 天強弱指數	64.14

資料來源: Bloomberg

### 個股 1 年走勢圖



資料來源: Bloomberg

### 姚焯

wei.yao@bocomgroup.com

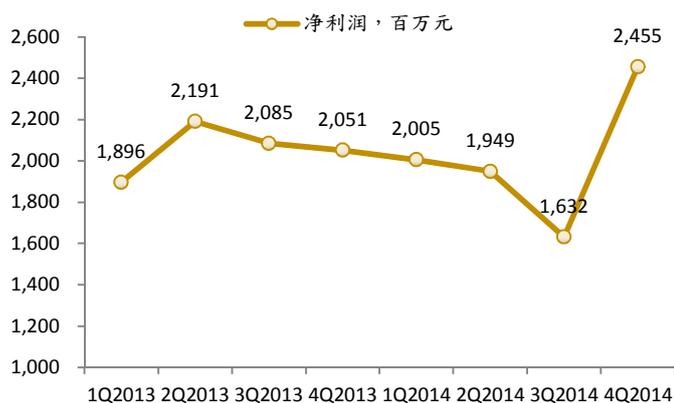
電話: (8621) 6065 3675

圖表 1: 損益表季度分析

	2013	2014	同比增速	說明
銷售收入	56,784.3	62,590.8	10.2%	銷量下滑，但結構優化
銷售成本	(40,538.0)	(45,251.8)	11.6%	
毛利	16,246.3	17,339.0	6.7%	
毛利率	28.6%	27.7%		轎車毛利率下滑
營業稅金及附加	(2,057.0)	(2,281.6)	10.9%	
利息收入	-	8.3		
手續費及傭金收入	-	0.0		
銷售費用	(1,895.3)	(2,084.8)	10.0%	
管理費用	(2,747.4)	(3,822.3)	39.1%	研發費用增加以及H8延遲上市帶來的費用
財務成本	83.8	129.4	54.3%	
資產減值損失	(14.2)	(72.1)	407.3%	
公允價值變動損益	(7.4)	(4.1)	-45.1%	
投資收益	59.2	31.8	-46.2%	
營業利潤	9,668.0	9,243.7	-4.4%	
營業利潤率	17.0%	14.8%		
營業外收入	278.8	440.6	58.0%	政府補貼增加
營業外支出	(27.2)	(44.2)	62.7%	
稅前利潤	9,919.7	9,640.1	-2.8%	
所得稅	(1,687.6)	(1,598.9)	-5.3%	
利潤總額	8,232.1	8,041.2	-2.3%	
少數股東權益	8.5	(0.3)	-104.0%	
淨利潤	8,223.6	8,041.5	-2.2%	
淨利潤率	14.5%	12.8%		毛利率下滑，管理費用率上升
SG&A 比例	8.2%	9.4%		

資料來源：公司資料、交銀國際

圖表 2: 季度利潤



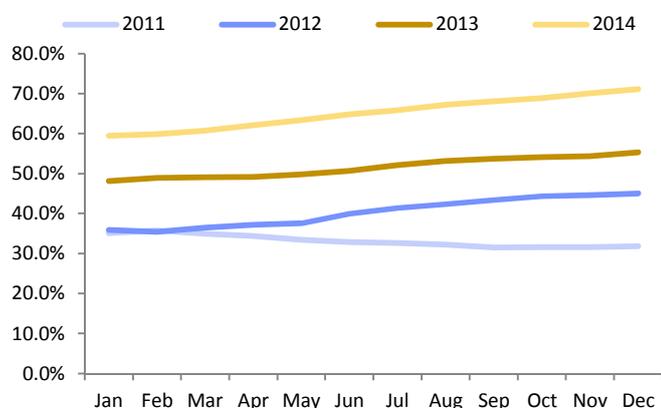
資料來源：公司資料、交銀國際

圖表 3: 季度銷量



資料來源：公司資料、交銀國際

圖表 4: SUV 占比趨勢



資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 5: 產能分佈

工廠	生產產品	設計產能
保定工廠	風駿，H5，H1，M4，C30	40 萬
天津一工廠	H6	25 萬
天津二工廠	H6，H2，C50	25 萬
徐水一工廠	H8，H9，Coupe C	25 萬，14 年 11 月
徐水二工廠	H7	25 萬，15 年 7 月

資料來源：公司資料，交銀國際

圖表 6: 銷量假設

汽車銷量 (千輛)	2012	2013	2014	2015E	2016E
轎車	199	205	87	81	81
SUV	280	420	523	763	897
皮卡	137	136	122	117	123
其他	6	9	1	0	0
合計	621	771	733	961	1101

資料來源：公司資料，交銀國際

## 公司背景

長城汽車主要從事皮卡、SUV和轎車的生產及銷售。2012年SUV已成為公司銷量最大的品類，未來公司仍將繼續專注於SUV領域，力爭做SUV領域的專家。長城汽車2003年12月在香港聯交所上市，2011年9月登陸A股市場。

### 長城汽車 (2333.HK): 財務報表

#### 損益表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
營業收入	43,160	56,784	62,591	87,557	100,836
營業成本	(35,475)	(45,784)	(51,396)	(71,539)	(81,920)
息稅折舊前利潤	7,685	11,001	11,195	16,018	18,915
EBITDA margin (%)	17.8	19.4	17.9	18.3	18.8
折舊及攤銷	949	1,165	1,684	2,052	2,429
EBIT	6,736	9,836	9,511	13,967	16,486
EBIT margin (%)	15.6	17.3	15.2	16.0	16.3
淨利息支出	105	84	129	136	253
稅前利潤	6,841	9,920	9,640	14,103	16,739
所得稅開支	(1,119)	(1,688)	(1,599)	(2,341)	(2,779)
經營利潤	5,722	8,232	8,041	11,762	13,960
少數股東權益	(30)	(8)	0	(6)	(7)
淨利潤 (百萬元)	5,692	8,224	8,042	11,756	13,953
淨利潤率 (%)	13.2	14.5	12.8	13.4	13.8

#### 資產負債表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
總資產	42,569	52,605	61,345	79,262	92,484
非流動資產	16,722	21,579	26,032	29,997	33,698
固定資產淨值	9,019	14,657	17,273	19,542	22,626
長期投資	42	53	66	66	66
在建工程	4,990	3,989	5,274	6,839	7,094
無形資產	2,214	2,443	2,813	3,053	3,316
其他非流動資產	9,476	15,093	17,879	20,039	23,223
流動資產	25,848	31,026	35,314	49,265	58,786
現金及短期投資	6,337	6,991	3,394	7,009	16,398
交易性金融資產	12	4	0	0	0
應收票據及賬款	15,482	18,205	24,082	32,586	32,677
存貨	2,695	2,764	3,470	5,198	5,097
其他流動資產	1,322	3,063	4,366	4,472	4,614
總負債	20,926	24,597	27,827	36,403	39,178
流動負債	19,319	22,839	26,145	33,776	36,152
短期借款	0	182	0	0	0
應付票據	4,342	4,540	4,138	7,833	6,026
應付賬款	8,697	10,712	14,093	15,834	18,483
預收賬款	3,195	2,809	3,180	4,331	4,988
其他流動負債	3,085	4,597	4,733	5,779	6,655
長期負債	1,607	1,757	1,682	2,627	3,025
長期借款	0	1	2	3	4
其他負債	1,607	1,756	1,680	2,624	3,021
淨資產	21,643	28,008	33,518	42,859	53,307
股東權益總額	21,514	27,996	33,452	42,774	53,200
少數股東權益	129	12	67	86	106
股東權益合計	21,643	28,008	33,518	42,859	53,307

資料來源：公司資料、交銀國際

#### 現金流量表 (RMB m)

年結于12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
經營活動現金流	4,337	9,039	6,096	11,204	18,515
淨利潤	5,692	8,224	8,042	11,756	13,953
折舊及攤銷	949	1,165	1,684	2,052	2,429
營運資本變動	(2,222)	(291)	(3,529)	(2,962)	2,108
其他營業資產及負債變動	(83)	(58)	(101)	359	24
投資活動現金流	(3,936)	(6,696)	(7,210)	(6,082)	(5,998)
資本支出淨額	(4,445)	(7,133)	(7,229)	(6,152)	(6,065)
資產處置	0	0	0	0	0
長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	509	437	19	70	67
自由現金流	(108)	1,906	(1,133)	5,052	12,450
融資活動現金流	(1,104)	(2,405)	(1,309)	(1,489)	(3,128)
股本變動	0	0	0	0	0
負債變動	1	182	(14)	0	0
已付股息	(913)	(1,734)	(2,495)	(2,434)	(3,527)
其它長期資產變動	(192)	(853)	1,199	945	398
外匯變影響	(8)	(11)	(18)	(18)	(18)
現金及現金等价物變動	(711)	(73)	(2,441)	3,614	9,371
受限制的銀行存款變動	59	(726)	1,155	0	0

#### 財務比率

年結于12月31日	2012	2013	2014	2015E	2016E
利潤率 (%)					
毛利率	26.9	28.6	27.7	28.2	28.5
營業利潤率	15.4	17.0	14.8	15.7	16.2
息稅折舊前利潤率	17.8	19.4	17.9	18.3	18.8
息稅前利潤率	15.6	17.3	15.2	16.0	16.3
淨利潤率	13.2	14.5	12.8	13.4	13.8
盈利能力分析 (%)					
淨資產收益率	26.3	29.4	24.0	27.4	26.2
資產收益率	13.4	15.6	13.1	14.8	15.1
ROCE	29.0	33.0	27.0	30.7	29.3
ROIC	32.3	35.0	24.6	30.0	33.8
其他					
淨負債率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
平均存貨周轉天數 (天)	31.6	24.6	25.1	25.2	26.1
平均應收賬款周轉天數 (天)	5.8	4.3	4.0	4.1	4.1
平均應付賬款支付天數 (天)	85.2	87.4	100.0	86.9	86.9
股息支付率	30.5	30.3	30.3	30.0	30.0

交銀國際

 香港中環德輔道中68號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於12個月內上升超過20%

長線買入: 預期股價於12個月以上時間上升超過20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於12個月內下跌超過20%

行業評級

領先: 預期行業指數於12個月內超過大市漲幅10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於12個月內落後大市漲幅10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文嫻 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張雨璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

### 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

### 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

### 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**