



元富證券(香港)有限公司

Masterlink Securities (H.K.) Corp. Ltd.

個股分析

長城汽車 (2333 HK)

長汽產品降價影響毛利 惟估值吸引可取

今年中資汽車股走勢個別發展，業績較佳的華晨中國(1114)及吉利汽車(175)，近月股價持續向上。相反，主打運動型多用途車(SUV)的長城汽車(2333)，儘管業績亦見理想，惟股價卻由高位回調，由10月25日高位9.24港元，跌至11月中旬6.76港元，最多挫逾26%。

作為領先的國產汽車品牌，長汽受惠於其持續聚焦SUV產品的策略，過去多年均錄得可觀增長，其中去年推出的哈弗H2及H6運動版的藍標車型，進一步豐富車型組合，並於今年實現佳績。首三季純利按年增加16%至72.1億元人民幣，營業額則升20.5%至634.5億元人民幣。雖然期內銷量有所提升，但產品平均價格下降，加上低利潤率的SUV銷售佔比提升，令整體毛利率減少1個百分點至21.4%。

截至9月底止，存貨約值56.5億元人民幣，較去年底增逾37%，主要是進入銷售旺季，準備存貨應對所致。此外，首9個月錄得約1億元人民幣資產減值損失，按年增加64.5%，主要是由於部分車型退市，須為相關專用模具夾具計提減值。

鑒於內地SUV市場競爭趨激烈，令集團調低產品售價，包括旗艦車型哈弗H2及H6；加上為了刺激銷量，第三季提高銷售獎金，並在市場推廣方面投入更多資源。雖然有關方法能帶動銷售，但憂慮毛利率持續受壓。

長汽旗艦產品哈弗H6，銷量佔比由2015年上半年的51%，升至今年首三季的63%。集團對H6的依賴性提高，擔心產品組合過於集中單一車款，令風險增加。另外，內地限制碳排放計劃，以及碳排放交易市場明年啟動，亦增添對業績的下行壓力。

展望集團於9月推售的哈弗H2藍標版，以及在年底H7的7座位車款，將成為末季業績的增長動力。預期全年銷量將有理想增幅，但因新車推售的推廣費用提高，加上平均售價下降，毛利率因而受壓，料對整體盈利有一定影響。考慮到其預測市盈率6.34倍，及預測股息率4.85厘，在同業中處於吸引水平，故仍具有吸引力。

據彭博通訊綜合市場分析，預期長城汽車2016、2017及2018年每股盈利為1.014元、1.021元及1.013元人民幣，給予12個月目標價7.80港元，相當於今年預測市盈率6.91倍，評級「中性偏好」。

Equity Research

中性偏好

股價： 7.15 港元
12個月目標價： 7.80 港元
潛在升幅： 9.09%

業務簡介

該公司主要設計、研發、生產銷售及分銷SUV、轎車、皮卡車和汽車相關的汽車零部件產品。

行業： 汽車
股份代號： 2333 HK
發行股數： 30.99 億股
市值： 221.62 億港元
1個月平均成交： 3.90 億港元

52周股價走勢： 4.94 – 10.04
股息收益率： 4.6%
市盈率： 6.8 倍
市賬率： 1.4 倍
14天RSI： 43.5
啤打系數(beta)： 1.4

長城汽車股價走勢圖(日線)



資料來源：彭博

	1M	3M	12M
股價表現	-21.9%	-3.1%	-26.8%
相對恒生指數	-19.0%	-2.7%	-27.5%



元富證券(香港)有限公司

Masterlink Securities (H.K.) Corp. Ltd.

Equity Research

綜合損益計算表(註：百萬元人民幣)

	2013	2014	2015
營業額	56,784	62,599	76,033
銷售成本	-42,595	-47,533	-59,750
毛利	14,189	15,066	16,283
EBITDA	11,076	11,314	11,868
折舊及攤銷	-1,155	-1,672	-1,970
EBIT	9,921	9,642	9,899
利息收益淨額	-12.70	-21.90	-217.90
除稅前經營溢利	9,920	9,640	9,689
股東應佔溢利	8,224	8,042	8,059
每股盈利 (港元)	1.154	1.102	1.054
每股股息 (港元)	0.344	0.338	0.531

資產負債表及營運比率

	2013	2014	2015
股東權益回報率 (%)	29.4	24	21
資本運用回報率 (%)	27.6	22.8	20.1
總資產回報率 (%)	15.6	13.1	11.2
債項淨額/股東權益 (%)	-24.3	-10.10	-8.6
每股資產淨值 (港元)	3.928	4.582	5.013
流動比率 (倍)	1.4	1.4	1.3
速動比率 (倍)	1.2	1.2	1.1
應收賬款周轉天數	117	140.4	138.4
存貨周轉天數	23.7	26.6	25.2
應付賬款周轉天數	130.7	140	128.8
營運資金周轉天數	10	27.1	34.8

綜合資產負債表(註：百萬元人民幣)

	2013	2014	2015
現金	6,991	3,394	3,642
應收賬款	18,205	24,082	28,838
存貨	2,764	3,470	4,120
投資	53	73	25
固定資產	18,652	22,554	25,418
無形資產	2,445	2,815	3,138
其他資產	3,495	4,956	6,729
總資產	52,605	61,345	71,911
應付賬款	15,252	18,231	21,084
短期借款	182	0	300
長期借款	0	0	50
其他負債	9,162	9,595	12,089
總負債	24,597	27,827	33,524
股東權益總額	28,008	33,518	38,387

同業比較

	長城汽車 (2333)	吉利汽車 (175)	華晨中國 (1114)
預測市盈率 (倍)	6.34	15.20	12.93
預測市帳率 (倍)	1.31	2.73	2.01
股價/現金流	5.43	12.09	293.99
EBIT 增長率 (%)	11.09	86.50	-5.91
EBITDA 增長率 (%)	9.65	57.85	-12.52
純利增長率 (%)	13.88	82.99	1.86
每股盈利增長率 (%)	15.20	83.83	2.35
預測股息率 (厘)	4.85	0.85	0.92

電郵：research@masterlink-hk.com 電話：2295-2098

聲明：金融投資具一定風險，價格可升可跌，投資者需知悉並了解本公司所提供各項金融理財服務之不同投資風與限制。本刊內容謹供讀者參考，並不促使讀者作出任何投資決定。元富證券(香港)有限公司及數據提供者並不保證其內容的準確性及完整性。若閣下因為本刊內容而作出任何投資決定而導致任何損失，元富證券(香港)有限公司及數據提供者並不負任何法律責任。