

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

长城汽车 (2333 HK)

低基数令上半年业绩强劲反弹，中长期竞争压力有增无减

- 中期净利润同比增长52%，源于低基数、产品结构改善及会计政策调整
- 哈弗市场份额持续下降，WEY销量低于我们预期，中长期压力仍大
- 下调2018-20E净利润预测4%/5%/9%，下调目标价至6.0港元

多重因素令上半年业绩强劲反弹

公司发布业绩快报，预计2018年中期营业总收入达486.8亿元人民币，同比增加18.0%，净利润为36.8亿元人民币，同比增加52.1%。我们认为公司业绩强劲增长的主要原因是：1) 2017年上半年产品降价，业绩下滑造成同比基数低；2) 产品结构有所改善，高端品牌WEY上半年销售占比达到16%；3) 会计政策调整令研发开支资本化，一季度研发资本化占到当期净利润约20%。

哈弗市场份额持续收缩，WEY销量低于预期

公司上半年汽车总销量同比增长2.3%至47.2万辆，低于我们预期。其中，哈弗品牌上半年累计销量同比下降17.6%至32.5万辆，旗舰车型哈弗H6上半年销量同比下降3.5%至21.9万辆。WEY品牌上半年累计销量达7.8万辆，对提升产品售价有利。我们的渠道调研显示，WEY品牌终端折扣优惠幅度扩大，产品定价能力受压，预计WEY达到管理层指引的年销量目标25万辆的难度较大。公司SUV产品(含哈弗和WEY)上半年销量仅小幅增长1.3%，增速低于同期SUV行业增长的9.7%，公司市场份额持续收缩。

产品线突破仍不明朗，中长期竞争压力有增无减

以目前WEY的销量规模来看，尚难以断言该品牌成功实现技术和品牌力的突破，仍面临考验：1) 领先自主品牌如领克侵蚀WEY的市场份额，因两者价格区间重叠较多；2) 2018年下半年大众为首的合资品牌将推出更多的中低端SUV产品，市场竞争加剧；3) SUV行业增速逐年下降，行业性红利减弱，公司聚焦SUV产品线，有牺牲利润率换取市场份额的潜在风险。

维持中性评级，下调目标价至6.0港元

下调2018-20E净利润预测4%/5%/9%，以反映哈弗品牌和WEY的销量低于预期，比市场一致预期低9%/16%/19%。下调目标价至6.0港元，相当于7x FY18E P/E(相对公司历史平均估值8x折让)。给予估值倍数下调(前次为10x)主要考虑：1) 盈利预测下调；2) 主要盈利来源哈弗品牌的市场竞争力下降；3) WEY销量低于我们预期，公司产品线向上拓展的不确定性加大，该因素对公司中长期基本面趋势影响重大。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	98,616	101,169	102,526	109,744	116,786
同比增长(%)	29.7%	2.6%	1.3%	7.0%	6.4%
净利润	10,551	5,027	6,795	7,409	7,950
同比增长(%)	30.9%	-52.4%	35.2%	9.0%	7.3%
每股盈利(元)	1.16	0.55	0.74	0.81	0.87
每股股息(元)	0.35	0.17	0.23	0.25	0.26
市盈率(x)	4.1	8.5	6.3	5.8	5.4
市净率(x)	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7
ROE(%)	22.3%	10.2%	12.4%	12.2%	12.1%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

梁勇活 童颖
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn tongy@cmschina.com.cn

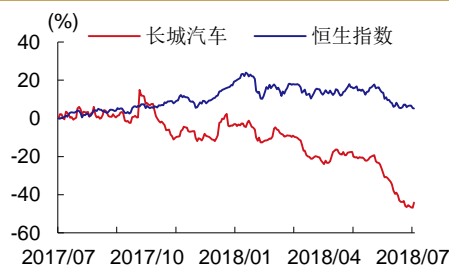
最新变动

盈利预测及目标价下调

中性

前次评级	中性
股价	HK\$5.49
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$6.00 (+9%)
前次目标价:	HK\$9.3

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
2333 HK	(24.2)	(40.9)	(44.5)
恒生指数	(7.2)	(12.5)	6.0

行业：汽车汽配

恒生指数	28117
国企指数	10578

重要数据

52周股价区间(港元)	5.09-12.08
港股市值(百万港元)	17016
日均成交量(百万股)	44.54
每股净资产(港元)	5.61

主要股东

保定创新长城资产管理有限公司	56.04%
总股数(百万股)	9127
自由流通量	100%

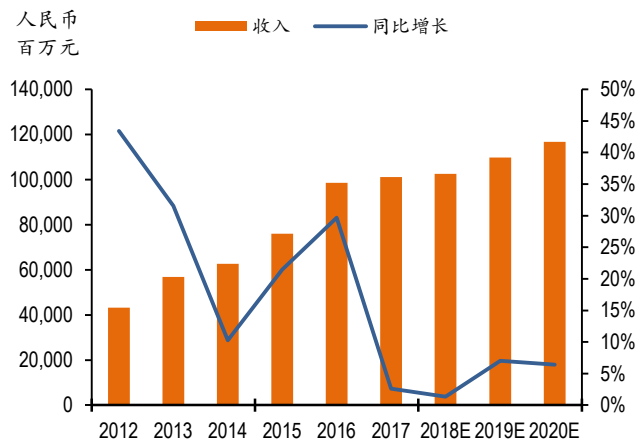
资料来源：贝格数据

相关报告

1. 长城汽车(2333 HK) - 业绩走过低谷，但长期仍有隐忧 2018/3/25
2. 长城汽车(2333 HK) - 公司仍处于调整期，产品线能否有效突破是关键 2017/10/29
3. 长城汽车(2333 HK) - WEY短期乐观，高端化和加密产品线策略仍需审慎观察 2017/8/28

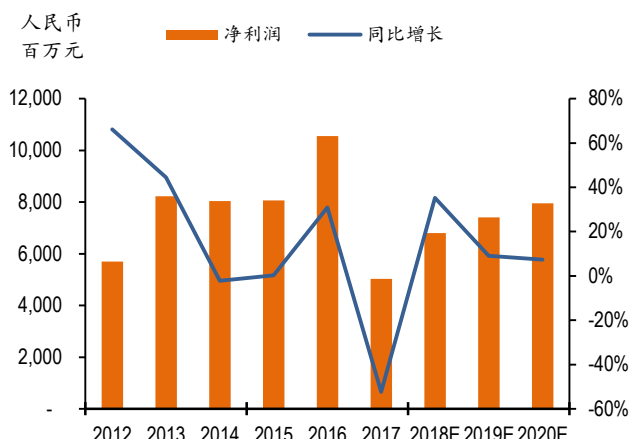
重点图表

图1: 公司收入



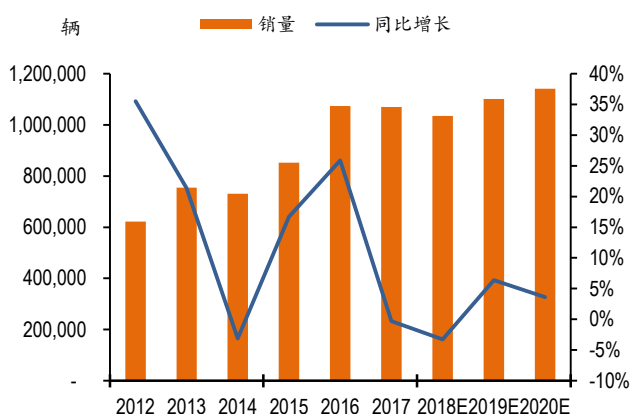
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图2: 公司净利润



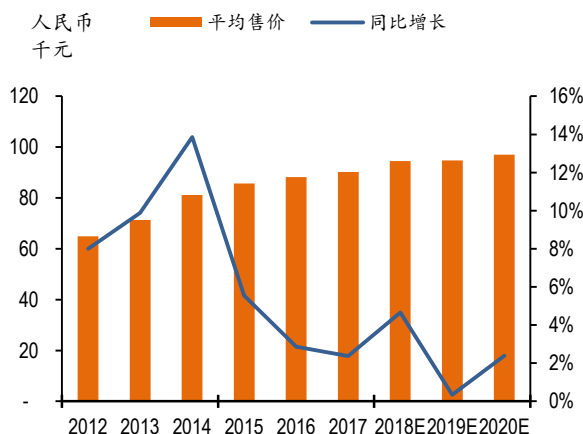
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图3: 公司汽车销量



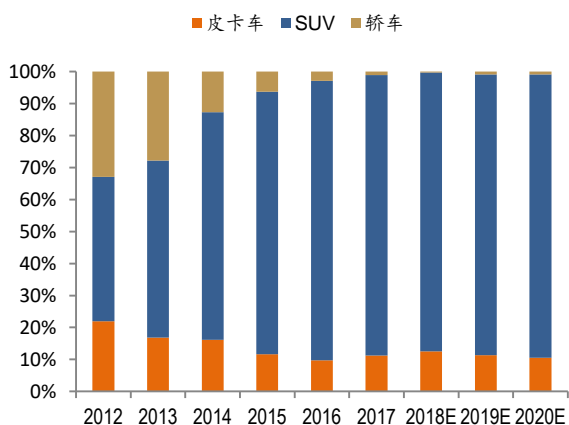
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图4: 公司汽车平均售价



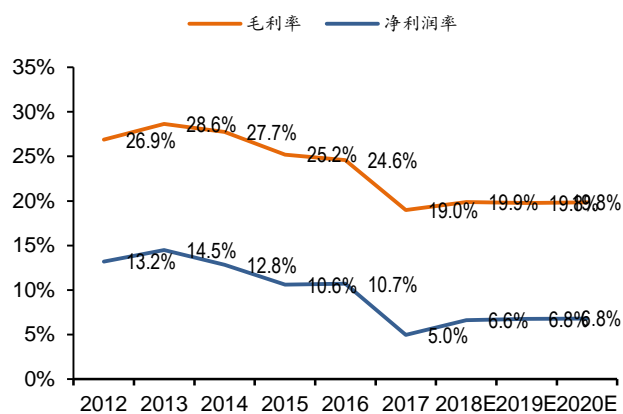
资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图5: 公司分车型销售量占比



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图6: 公司毛利率和净利润率



资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

行业估值比较

公司	彭博 代码	价格 货币	价格 评级	价格 目标价	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		
						2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
汽车制造商																
华晨中国	1114 HK	HKD	买入	11.8	24.5	7,596	7.8	6.2	1.6	1.3	20.3	20.9	0.2	0.2	1.3	1.6
吉利汽车	175 HK	HKD	买入	20.0	42.0	22,986	10.8	8.2	3.3	2.6	30.9	31.1	0.3	0.3	2.8	3.7
广州汽车	2238 HK	HKD	未评级	7.4	n.a	13,902	4.7	4.2	0.8	0.7	17.7	17.3	0.1	0.4	6.4	7.2
长城汽车	2333 HK	HKD	中性	5.5	6.0	10,535	6.3	5.8	0.8	0.7	12.4	12.2	0.2	0.6	4.8	5.2
东风集团	489 HK	HKD	未评级	7.8	n.a	8,570	4.1	3.9	0.5	0.4	12.1	11.3	0.8	1.0	4.4	4.6
北京汽车	1958 HK	HKD	买入	6.6	12.0	6,782	6.7	5.2	1.0	0.9	14.5	17.5	n.a	0.2	10.2	13.0
庆铃汽车	1122 HK	HKD	未评级	2.3	n.a	728	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
潍柴动力	2338 HK	HKD	未评级	9.6	n.a	10,091	9.6	9.5	1.6	1.5	18.7	16.5	0.1	n.a	4.9	4.8
平均							7.1	6.2	1.4	1.2	18.1	18.1	0.3	0.4	5.0	5.7
汽车经销商																
中升控股	881 HK	HKD	买入	22.1	29.0	6,427	11.0	9.0	2.3	1.8	20.6	20.4	0.7	0.4	1.8	2.2
正通汽车	1728 HK	HKD	买入	5.0	10.0	1,571	6.5	5.4	0.9	0.8	13.9	14.4	0.3	0.3	3.4	4.0
宝信汽车	1293 HK	HKD	未评级	2.7	n.a	963	5.8	4.8	0.8	0.7	15.0	16.0	0.0	0.2	3.2	4.2
和谐汽车	3836 HK	HKD	中性	3.4	n.a	674	6.8	5.6	0.6	0.6	9.3	10.3	n.a	n.a	2.4	2.9
永达汽车	3669 HK	HKD	未评级	7.5	n.a	1,759	6.0	4.8	1.1	1.0	21.1	22.0	0.1	0.2	5.1	6.4
大昌行	1828 HK	HKD	未评级	3.7	n.a	884	7.3	6.4	0.6	0.6	8.8	9.5	0.1	0.5	5.6	6.1
平均							7.2	6.0	1.1	0.9	14.8	15.4	0.2	0.3	3.6	4.3
汽车零部件																
福耀玻璃	3606 HK	HKD	买入	28.2	38.0	9,590	15.0	13.0	3.2	2.9	19.2	20.3	0.5	0.8	4.0	4.6
敏实集团	425 HK	HKD	买入	32.4	47.0	4,743	13.6	11.8	2.3	2.1	17.0	17.7	0.9	0.7	2.9	3.3
耐世特	1316 HK	HKD	未评级	11.1	n.a	3,560	9.8	8.8	2.1	1.7	23.9	22.1	0.5	0.7	2.1	2.4
平均							12.8	11.2	2.5	2.2	20.0	20.0	0.6	0.8	3.0	3.4
整体平均							8.2	7.0	1.5	1.3	17.2	17.5	0.3	0.5	4.1	4.8

收盘价截至2018年7月18日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	53,928	69,293	73,074	80,628	88,630
现金及现金等价物	2,154	4,831	7,911	11,425	15,490
限制性银行存款	-	-	-	-	-
贸易应收款项	39,786	49,075	49,733	53,235	56,650
其他应收款项	251	298	302	323	344
存货	6,061	5,575	5,587	5,987	6,366
其他流动资产	5,676	9,514	9,540	9,659	9,779
非流动资产	38,381	41,254	45,091	48,966	53,853
物业、工厂及设备	24,715	27,718	28,667	29,482	30,181
租赁土地及土地使用权	-	-	-	-	-
无形资产	3,211	3,269	3,479	3,685	3,884
对合营公司投资	3,204	4,555	7,212	10,046	14,014
其他非流动资产	7,251	5,712	5,733	5,753	5,773
总资产	92,309	110,547	118,165	129,594	142,483
流动负债	43,252	58,881	60,927	66,468	74,272
贸易应付款项	25,007	27,962	28,025	30,030	31,932
其他应付款及应计项目	2,044	2,513	3,015	4,825	8,800
当期所得税负债	1,978	2,308	3,120	3,402	3,650
短期贷款	250	13,038	13,400	13,925	14,678
其他流动负债	13,973	13,060	13,367	14,286	15,212
非流动负债	1,703	2,408	2,408	2,408	2,408
借款	50	424	424	424	424
递延所得税负债	1,651	1,964	1,964	1,964	1,964
其他流动负债	2	21	21	21	21
负债合计	44,956	61,289	63,335	68,876	76,680
发行股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
其他储备	5,985	6,477	8,254	8,872	9,417
留存收益	32,183	33,531	37,311	42,566	47,094
股东应占权益	47,295	49,135	54,692	60,566	65,638
少数股东权益	59	123	137	152	165
总权益	47,354	49,258	54,829	60,718	65,803
负债及权益合计	92,309	110,547	118,165	129,594	142,483

现金流量表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	8,835	-1,077	11,385	11,054	11,727
税前盈利	10,554	5,043	6,817	7,433	7,976
折旧摊销	2,562	3,200	4,831	4,971	5,092
营运资金变动	-4,342	-9,618	-610	-1,680	-1,690
其它	62	298	347	330	349
投资活动现金流	-8,367	-3,056	-3,200	-3,175	-3,163
资本支出	-6,684	-5,822	-6,000	-6,000	-6,000
收购资产	6	65	98	123	135
投资变动	37	137	137	137	137
其他	-1,726	2,565	2,565	2,565	2,565
筹资活动现金流	-1,116	6,089	-4,117	-4,365	-4,499
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	-50	12,788	362	525	753
已付股息	-1,738	-3,362	-4,544	-4,955	-5,317
其他融资活动	671	-3,337	65	65	65
现金净增加额	-648	1,957	4,067	3,513	4,065
期末现金及现金等价物	1,892	3,844	7,911	11,425	15,490

利润表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	98,616	101,169	102,526	109,744	116,786
销售成本	-74,360	-81,967	-82,152	-88,030	-93,606
毛利	24,255	19,203	20,373	21,714	23,180
分销成本	-74,360	-81,967	-82,152	-88,030	-93,606
行政开支	-4,575	-4,963	-4,101	-4,390	-4,671
其他收入	207	379	418	461	508
运营利润	12,276	5,854	8,007	8,725	9,349
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-4	139	140	150	160
合营企业投资收益	0	0	0	0	0
税前利润	12,483	6,233	8,425	9,186	9,857
应交所得税	-1,929	-1,190	-1,608	-1,753	-1,881
本年利润	10,554	5,043	6,817	7,433	7,976
少数股东收益	3	16	22	24	25
股东应占利润	10,551	5,027	6,795	7,409	7,950
每股收益 (人民币元)	1.16	0.55	0.74	0.81	0.87

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	29.7%	2.6%	1.3%	7.0%	6.4%
营业利润	32.3%	-52.3%	36.8%	9.0%	7.1%
净利润	30.9%	-52.4%	35.2%	9.0%	7.3%
获利能力					
毛利率	24.6%	19.0%	19.9%	19.8%	19.8%
经营利润率	12.4%	5.8%	7.8%	8.0%	8.0%
净利率	10.7%	5.0%	6.6%	6.8%	6.8%
ROE	22.3%	10.2%	12.4%	12.2%	12.1%
ROA	11.4%	4.5%	5.8%	5.7%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	48.7%	55.4%	53.6%	53.1%	53.8%
净负债比例	-3.9%	17.6%	10.8%	4.8%	-0.6%
流动比率	1.25	1.18	1.20	1.21	1.19
速动比率	1.11	1.08	1.11	1.12	1.11
营运能力					
资产周转天数	390	334	317	309	299
存货周转天数	30	25	25	25	25
应收账款周转天数	147	177	177	177	177
应付账款周转天数	123	125	125	125	125
每股资料 (人民币)					
每股收益	1.16	0.55	0.74	0.81	0.87
每股现金流	0.24	0.53	0.87	1.25	1.70
每股净资产	5.18	5.38	5.99	6.64	7.19
每股派息	0.35	0.17	0.23	0.25	0.26
估值比率					
P/E	4.1	8.5	6.3	5.8	5.4
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828