

長城汽車(2333.HK)

全年銷量再創新高！

Bloomberg | Reuters | POEMS

2333.HK | 2333.HK | 2333.HK

行業: 汽車

銷量數據點評

評級: 增持 收市價: 27.3HKD 目標價: 32HKD

公司概要

長城汽車為國內皮卡、經濟型 SUV 細分市場的龍頭，是在香港 H 股和內地 A 股上市的大型民營汽車企業。近年來公司向全車系綜合廠商進軍，相繼推出數款小排量轎車、MPV、高端皮卡和城市 SUV 產品，並逐漸獲得市場認可。目前公司在保定基地、天津基地共擁有 80 萬輛整車及零部件生產能力。

投資概要

·**近期長城汽車發佈 2012 全年銷量數據**：12 年中國整體車市表現平平，基本屬於微增長，而長城汽車表現突出，增速顯著超過行業平均。數據顯示，長城 2012 全年銷售 62.5 萬輛，同比增長 28%，超過 60 萬輛的既定目標。旗下三大品類車型哈弗 SUV，轎車，風駿皮卡銷量分別同比增長 71%，2.8%和 12.7%，另外出口銷量同比上升 16%。公司 13 年的目標設定相對穩健，為 70 萬輛，同比增速 12%。我們預計 13 年公司銷量將達到 75 萬輛左右，同比增長 20%。

·**SUV 需求持續暢旺**：長城汽車兩款熱銷 SUV 之一 M4 自上市以來，月銷量已經突破 8000，而隨著公司天津工廠產能逐漸釋放，H6 的月銷量保持在 1.5 萬以上，且目前 H6 和 M4 的庫存依然緊張，提車需等待一個月以上。H6 的 1.5T 版本在 12 年四季度上市，13 年公司仍將密集投放新車型，預計將推出的 SUV 包括 H6 運動版，H5 大改款和 H2，H8 兩款新 SUV。H2 的定位在 H3 之下，H8 是公司首款中高端 SUV，預計售價在 15-20 萬，直接進入到合資品牌市場區間。我們認為，憑藉自身不斷豐富的產品線和良好的品牌形象，公司 SUV 產品的競爭力將進一步提升。

·**哈弗品牌獨立戰略提速，轎車業務或將進入沉澱期**：公司兩年前轉變策略，從集中精力打造轎車轉變到重點打造哈弗品牌，未來長城汽車將按照車型梳理出新的三品牌戰略，分別是轎車品牌長城、SUV 品牌哈弗和皮卡品牌風駿，具體挑戰的細節將在 13 年上海車展公佈。12 年公司的轎車業務遭遇瓶頸期，銷量增速明顯下滑。我們認為，由於自主品牌集中的中低端轎車市場競爭異常激烈，長城在這一領域實現較大突破仍需時日，預計未來幾年將保持平穩增長。13 年轎車方面的新車包括 C50 的 CVT 版和大改款，C30 運動版和兩廂版。



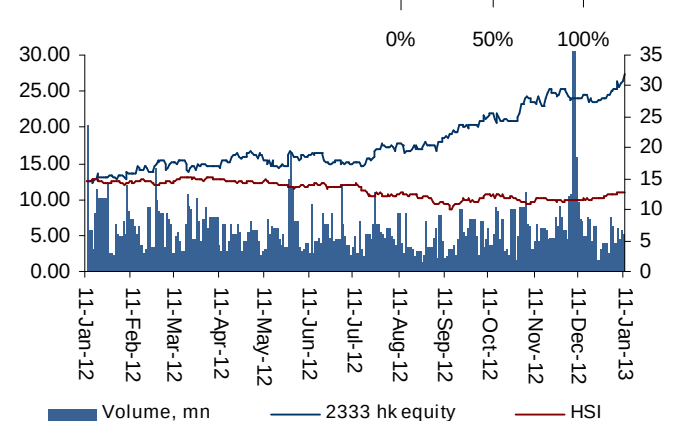
Phillip Securities (Hong Kong)

Phillip Securities Research

14 January 2013

長城汽車

Rating	2.00	增持
- Previous Rating	2.00	增持
Target Price (HKD)	32	
- Previous Target Price (HKD)	20.02	
Closing Price (HKD)	27.30	
Expected Capital Gains (%)	17.2%	
Expected Dividend Yield (%)	2.4%	
Expected Total Return (%)	19.6%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	1.36	
Market Cap. (HKD bn)	88,615	
Enterprise Value (HKD mn)	69,403	
52 week range (HKD)	11.28 - 27.8	
Closing Price in 52 week range		



Key Financial Summary

FYE	12/10	12/11	12/12F	12/13F
Revenue (RMB mn)	22,986	30,089	41,282	49,776
Net Profit, adj. (RMB mn)	2,701	3,426	5,439	7,112
EPS, adj. (RMB)	0.99	1.22	1.79	2.34
P/E (X), adj.	22.6	18.3	12.2	9.4
BVPS (RMB)	3.74	5.50	6.90	8.40
P/B (X)	6.0	4.1	3.2	2.6
DPS (HKD)	0.20	0.30	0.43	0.52
Div. Yield (%)	0.9%	1.3%	2.0%	2.4%

Source: Bloomberg, PSR est.

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

PE

研究分析員

章晶

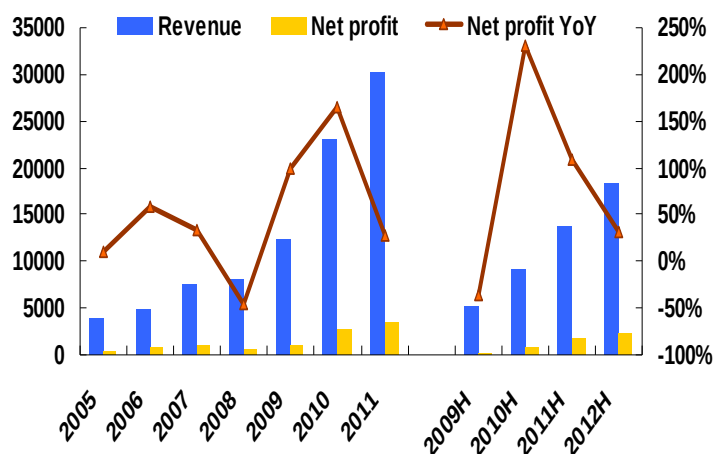
zhangjing@phillip.com.cn

+86 63512937

估值與評級 憑藉高售價的 SUV 銷量占比提升，長城汽車平均單車售價較同期增加了 8%至 7 萬元。專注 SUV 細分市場並一貫表現優秀令公司的盈利能力仍有向上空間，而中國方興未艾的 SUV 消費熱潮預計將持續到 2015 年，公司未來仍值得關注。我們認為公司值得給予高於普通乘用車的估值比率，我們的 12 個月目標價 32 港元相對於 2013 年預期 EPS 11 倍市盈率，較 27.3 港元的現價高 17.6%，因此給予“增持”的投資評級。

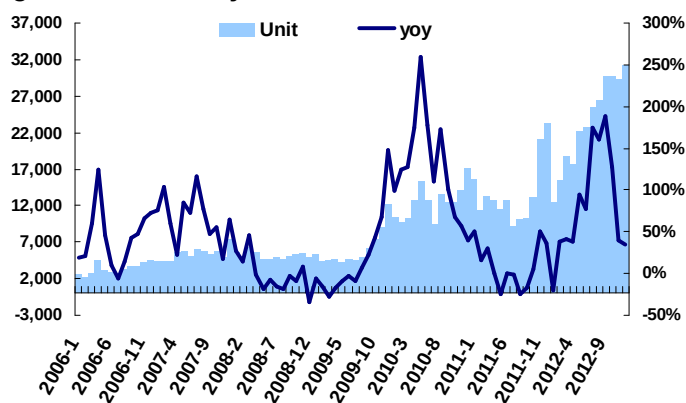
風險因素 燃油價格飆升；連續緊縮的宏觀經濟環境對企業（造成財務成本增加）和消費者（可能持幣觀望）的影響；國內轎車市場的競爭風險；海外市場的風險。

Fig 1.Views of GWM's revenue and net profit



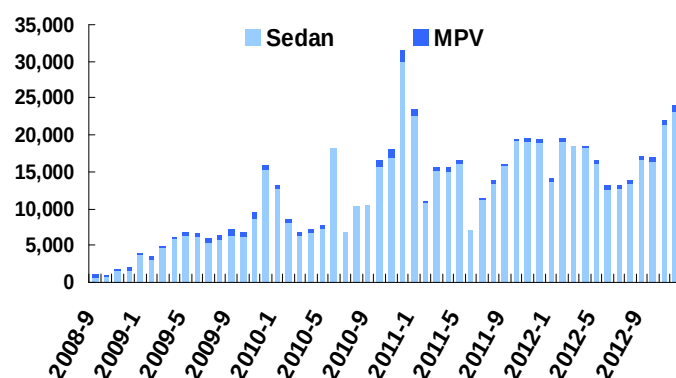
Source: Company reports, PSR

Fig 2. GWM Monthly SUV sales



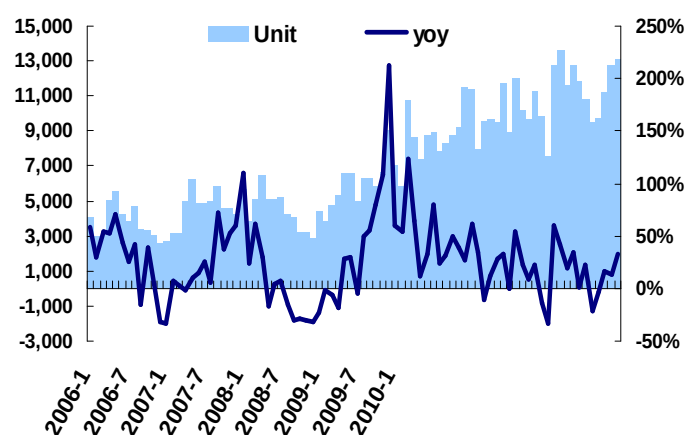
Source: Company reports, PSR

Fig 3. GWM Monthly Sedan & MPV sales



Source: Company reports, PSR

Fig 4. GWM Monthly Pickup sales



Source: Company reports, PSR

Fig 5. Peer Comparison

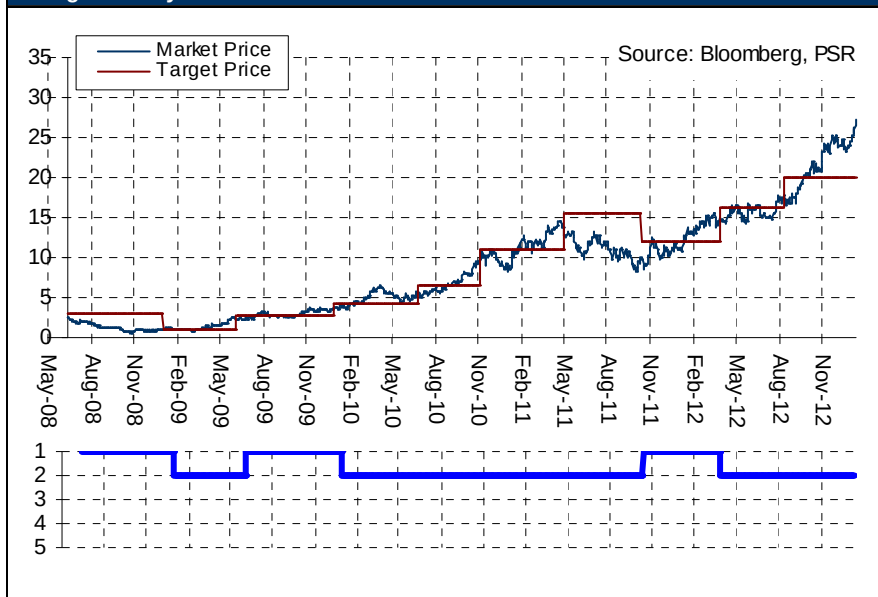
					BEst			
Ticker	Name	Mark Cap (USD Mil)	Est P/E	Est P/E (y+1)	EV/BEst EBITDA	P/B	ROA LF%	ROE%
EDM (3 securities)								
Average	Average	74974.3	7.8	8.4	8.5	1.3	5.2	21.3
DAI GR Equity	DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	60838.3	9.2	9.0	9.4	1.1	3.7	14.9
BMW GR Equity	BAYERISCHE MOTOREN WERKE AG	61986.8	9.5	9.4	8.0	1.7	3.8	19.2
VOW GR Equity	VOLKSWAGEN AG	102097.8	4.6	6.8	7.9	1.0	8.2	29.8
EFR (2 securities)								
Average	Average	9371.8	6.3	5.1	10.4	0.3	0.4	6.6
RNO FP Equity	RENAULT SA	15850.6	6.3	5.1	10.1	0.4	2.2	9.0
UG FP Equity	PEUGEOT SA	2893.1	N/A	N/A	10.6	0.1	-1.4	4.3
HKD (12 securities)								
Average	Average	6344.0	30.3	15.0	25.7	2.1	7.1	17.3
2333 HK Equity	GREAT WALL MOTOR COMPANY-H	11567.3	13.2	11.7	9.8	3.5	12.3	25.6
2238 HK Equity	GUANGZHOU AUTOMOBILE GROUP-H	6435.5	15.5	10.9	N/A	1.3	8.1	15.6
3808 HK Equity	SINOTRUK HONG KONG LTD	2229.4	29.2	17.8	11.6	0.7	0.4	5.4
2338 HK Equity	WEICHAI POWER CO LTD-H	8282.0	14.8	12.4	9.9	2.3	6.7	27.0
1122 HK Equity	QINGLING MOTORS CO LTD-H	694.8	12.7	11.3	1.9	0.6	3.2	4.9
1211 HK Equity	BYD CO LTD-H	8173.4	181.2	51.3	18.4	2.3	1.7	7.0
200625 CH Equity	CHONGQING CHANGAN AUTOMOBILI-B	4389.7	16.9	8.4	75.4	1.2	2.3	7.6
200550 CH Equity	JIANGLING MOTORS CORP LTD-B	2251.9	7.8	7.1	4.2	1.6	13.6	27.8
175 HK Equity	GEELY AUTOMOBILE HOLDINGS LT	4442.8	14.4	11.9	9.5	2.3	6.2	17.5
1114 HK Equity	BRILLIANCE CHINA AUTOMOTIVE	6780.8	17.6	13.5	111.4	5.2	15.9	27.2
489 HK Equity	DONGFENG MOTOR GRP CO LTD-H	14536.8	10.0	9.1	5.0	1.8	8.3	25.0
INR (1 security)								
Average	Average	17870.7	9.0	7.6	4.5	3.2	11.0	52.1
TTMT IN Equity	TATA MOTORS LTD	17870.7	9.0	7.6	4.5	3.2	11.0	52.1
JPY (10 securities)								
Average	Average	35650.8	19.7	12.6	7.5	1.4	2.5	3.5
7201 JP Equity	NISSAN MOTOR CO LTD	44120.4	10.5	8.3	7.1	1.1	3.1	11.2
7203 JP Equity	TOYOTA MOTOR CORP	164770.3	15.2	12.3	11.7	1.2	2.6	2.7
7267 JP Equity	HONDA MOTOR CO LTD	68558.8	14.5	11.5	9.5	1.4	3.0	4.8
7269 JP Equity	SUZUKI MOTOR CORP	14725.5	17.5	15.2	4.1	1.3	2.9	5.5
7261 JP Equity	MAZDA MOTOR CORP	6737.1	50.9	16.6	9.9	1.2	-3.4	-24.0
6902 JP Equity	DENSO CORP	31524.1	17.0	14.0	5.4	1.2	4.2	4.5
7270 JP Equity	FUJI HEAVY INDUSTRIES LTD	10295.7	12.0	11.3	5.6	1.9	3.5	8.9
7272 JP Equity	YAMAHA MOTOR CO LTD	4093.1	22.0	12.7	8.9	1.2	1.3	9.7
7205 JP Equity	HINO MOTORS LTD	5407.6	13.3	12.3	6.4	2.2	4.5	8.1
7211 JP Equity	MITSUBISHI MOTORS CORP	6274.9	24.3	11.5	6.8	N/A	3.5	N/A
KRW (2 securities)								
Average	Average	38201.6	7.4	7.0	6.4	1.9	9.8	25.9
000270 KS Equity	KIA MOTORS CORPORATION	20693.4	5.3	4.9	4.0	1.6	12.1	29.1
005380 KS Equity	HYUNDAI MOTOR CO	43289.6	5.7	5.6	6.6	1.2	7.5	22.7
SEK (2 securities)								
Average	Average	23397.2	15.2	12.9	9.2	2.7	5.4	25.9
VOLVB SS Equity	VOLVO AB-B SHS	29838.4	13.7	11.6	9.2	2.2	4.4	22.5
SCVA SS Equity	SCANIA AB-A SHS	16956.0	16.6	14.2	N/A	3.3	6.5	29.2
USD (8 securities)								
Average	Average	24623.0	14.3	12.9	11.4	2.9	6.7	20.4
GM US Equity	GENERAL MOTORS CO	47669.6	9.3	7.9	3.3	1.5	3.8	28.3
F US Equity	FORD MOTOR CO	51749.2	10.3	9.5	11.5	2.8	10.1	N/A
DDAIF US Equity	DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	60841.3	9.2	9.0	N/A	1.1	3.7	14.9
PCAR US Equity	PACCAR INC	16243.0	14.9	14.1	10.7	2.8	6.8	19.4
PAG US Equity	PENSKE AUTOMOTIVE GROUP INC	2799.1	14.0	12.7	14.0	2.2	4.0	16.2
KMX US Equity	CARMAX INC	8610.6	20.3	18.4	16.8	2.8	5.0	16.8
CPRT US Equity	COPART INC	3873.0	18.9	17.0	10.6	6.3	15.3	32.6
AN US Equity	AUTONATION INC	5198.1	17.1	14.9	13.0	3.2	4.9	14.2

Source: Bloomberg

FYE DEC	FY09	FY10	FY11	FY12F	FY13F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	60.5	22.6	18.3	12.2	9.4
P/B (X)	7.8	6.0	4.1	3.2	2.6
Dividend Yield (%)	1.1%	0.9%	1.3%	2.0%	2.4%
Per share data (RMB)					
EPS, reported	0.37	0.99	1.22	1.79	2.34
EPS, adj.	NA	NA	NA	NA	NA
DPS	0.25	0.20	0.30	0.43	0.52
BVPS	2.86	3.74	5.50	6.90	8.40
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	3.6%	79.4%	30.9%	37.2%	20.6%
EBIT	NA	177.8%	8.5%	63.4%	28.8%
Net Income, adj.	NA	169.1%	26.8%	58.8%	30.8%
Margins					
EBIT margin	10.7%	16.7%	13.8%	16.4%	17.6%
Net Profit Margin	7.8%	11.8%	11.4%	13.2%	14.3%
Key Ratios					
ROE (%)	13.2%	27.0%	20.5%	24.3%	22.1%
ROA (%)	6.7%	11.4%	10.3%	12.2%	11.4%
Income Statement (RMB mn)					
Revenue	12,815	22,986	30,089	41,282	49,776
Gross profit	2,589	5,688	7,496	10,940	13,539
Operating profit	1,356	3,785	4,126	6,747	8,677
EBIT	1,378	3,827	4,153	6,787	8,738
Profit before tax	1,351	3,815	4,130	6,722	8,680
Tax	140	(214)	(620)	(1,075)	(1,302)
Profit for the period	1,053	2,827	3,511	5,646	7,378
Minority interests	(49)	(126)	(84)	(207)	(266)
Total capital share	1,095	2,738	3,042	3,042	3,042
Net profit	1,004	2,701	3,426	5,439	7,112

Source: PSR

Ratings History



PSR Rating System

Total Returns	Recommendation	Rating
> +20%	Buy	1
+5% to +20%	Accumulate	2
-5% to +5%	Neutral	3
-5% to -20%	Reduce	4
< -20%	Sell	5

Remarks

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

輝立證券研究部股份選擇系統

總回報	建議	評級	備註
>+20%	買入	1	較現時股價有>20%的潛在升幅
+5% to +20%	增持	2	較現時股價有+5% 至 +20%的潛在升幅
-5% to +5%	中性	3	較現時股價有 ± 5% 的變幅
-5% to -20%	減持	4	較現時股價有-5% 至 -20%的潛在跌幅
<-20%	出售	5	較現時股價有>20%的潛在跌幅

本公司並不純粹以上述的量化回報組別作出評級建議。於作出最終評級建議前，本公司亦考慮包括以下各種（甚至更多）的質化因素：股份的風險回報紀錄、市場情緒、股價近期之升幅、存在或欠缺股價推動因素，以及周邊股市的投機意向。

免責聲明總綱

本刊物由輝立證券（香港）有限公司（下稱“輝立證券”）所編制。閣下收取或閱讀本刊物時，即同意受下述條款以及限制所約束。

閣下不能以任何理由複製、分發或公佈本刊物的全部或部份內容。輝立證券並不會對任何經由使用本刊物所載之資料而構成的直接或間接損失負責。

本刊物所載之資料均由公開渠道獲得，輝立證券按憑據相信該等資料屬可靠；任何本刊物涵蓋的分析、預測、估計、預期及意見（統稱為“研究”）乃基於該等資料，並只屬輝立證券的意見之演繹。輝立證券並未驗證該等資料，而無作出任何表示或保證（無論表述或隱含的）指該等資料或研究為準確、完備或經驗證，甚或可信。本刊物所載的任何資料或研究或會隨時變更，而輝立證券並無任何責任更改經公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在任何情況下，即使資料使用者已被知會有機會發生該等損失，輝立證券並不會為任何由使用經公開的資料或研究而帶來特殊的、間接的、附帶的或相應的損失負責。

本刊物所載的任何意見、預測、假設、估計、估值及價格，均屬指定日期，而在無提前通知的情況下，或會隨時變更。

本刊物只適用於普及流通，而並未有照顧任何特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本刊物提及的產品並非適合所有投資者，而收取或閱讀本刊物的人士在投資該產品前，應從投資顧問獲取有關該產品的專業意見，並考慮其指定投資目標、財務狀況或個別需要。在沒有進一步顧及收件人的個別驗證及判斷的情況下，本刊物不應被視作具權威性。本刊物流通的狀態並不構成建立指定交易的建議，亦不代表此刊物所描述的任何產品適合或適用於收件人。收件人應注意本刊物所描述的眾多產品涉及重大風險，因而未必適合所有投資者；在決定建立涉及該類產品的交易前，投資者需要理解所有該等風險，而作出獨立決定，判斷該交易為適當。涉及任何產品而於本刊物中論述的風險，不應被視作所有風險的披露或該等風險的完整論述。

本報告中的任何內容均不得被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料，包括任何有關該證券的註冊招股書。

權益披露

分析員披露：撰寫本報告的分析員或其相關人士並未涉及任何與報告中描述的上市公司的金錢利益或擔當其中任何職務。

公司披露：輝立證券並無與報告中描述的上市公司有任何投資關係，亦無任何 1%或以上公司市值的財務利益。另外，輝立證券並無任何行政人員服務報告中描述的上市公司。

可應用性

如分配、發佈、使用或應用本報告引述的資料，將違反任何司法管轄區或國家適用的法律或法規，或令輝立證券受到任何登記或發牌或其他要求，或於該司法管轄區內違反該等要求的懲罰，任何司法管轄區或國家的任何人士或實體均不得支配、擬分配或使用本報告引述的資料、工具及提材。

聯絡資料 (各地區成員公司)

新加坡 SINGAPORE

Phillip Securities Pte Ltd
Raffles City Tower
250, North Bridge Road #06-00
Singapore 179101
電話 : (65) 6533 6001
傳真 : (65) 6535 6631
網頁: www.poems.com.sg

香港 HONG KONG

Phillip Securities (HK) Ltd
Exchange Participant of the Stock Exchange of Hong Kong
11/F United Centre 95 Queensway
Hong Kong
電話 : (852) 22776600
傳真 : (852) 28685307
網頁: www.phillip.com.hk

印尼 INDONESIA

PT Phillip Securities Indonesia
ANZ Tower Level 23B,
Jl Jend Sudirman Kav 33A
Jakarta 10220 – Indonesia
電話 : (62-21) 57900800
傳真 : (62-21) 57900809
網頁: www.phillip.co.id

泰國 THAILAND

Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd
15th Floor, Vorawat Building,
849 Silom Road, Silom, Bangrak,
Bangkok 10500 Thailand
電話 : (66-2) 6351700 / 22680999
傳真 : (66-2) 22680921
網頁: www.phillip.co.th

英國 UNITED KINGDOM

King & Shaxson Capital Limited
6th Floor, Candlewick House,
120 Cannon Street,
London, EC4N 6AS
電話 : (44-20) 7426 5950
傳真 : (44-20) 7626 1757
網頁: www.kingandshaxson.com

澳洲 AUSTRALIA

PhillipCapital Australia
Level 37, 530 Collins Street,
Melbourne, Victoria 3000, Australia
電話 : (613) 96298380
傳真 : (613) 96148309
網頁: www.phillipcapital.com.au

馬來西亞 MALAYSIA

Phillip Capital Management Sdn Bhd
B-3-6 Block B Level 3 Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450
Kuala Lumpur
電話 : (603) 21628841
傳真 : (603) 21665099
網頁: www.poems.com.my

日本 JAPAN

PhillipCapital Japan K.K.
Nagata-cho Bldg.,
8F, 2-4-3 Nagata-cho,
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0014
電話 : (81-3) 35953631
傳真 : (81-3) 35953630
網頁: www.phillip.co.jp

中國 CHINA

Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd
No 550 Yan An East Road,
Ocean Tower Unit 2318,
Postal code 200001
電話 : (86-21) 51699200
傳真 : (86-21) 63512940
網頁: www.phillip.com.cn

法國 FRANCE

King & Shaxson Capital Limited
3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance 75008
Paris France
電話 : (33-1) 45633100
傳真 : (33-1) 45636017
網頁: www.kingandshaxson.com

美國 UNITED STATES

Phillip Futures Inc
141 W Jackson Blvd Ste 3050
The Chicago Board of Trade Building
Chicago, IL 60604 USA
電話 : +1.312.356.9000
傳真 : +1.312.356.9005