

長城汽車(2333.HK)

仍將受益於 SUV 新車型的陸續推出

Bloomberg | Reuters | POEMS

2333.HK | 2333.HK | 2333.HK

行業: 汽車

更新報告

評級: 增持 收市價: 35.7HKD 目標價: 40.8HKD

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。

投資概要

長城汽車 2012 財年和 2013 年第一季度的淨利潤分別按年強勁增長 65.7% 和 73.4% 至 56.8 億和 18.96 億元人民幣，每股收益 1.87 元和 0.62 元，遠遠跑贏同業水平，符合我們預期。

盈利大幅提升主要受益於銷量增長強勁及產品結構上移。2012 年受哈弗 H6 和 M4 需求暢旺帶動，公司的 SUV 車型銷量同比增長 90% 至 28 萬輛，占比達到 45%。而受 SUV 產品毛利較高影響，公司整體毛利率水平也增長 2 個百分點至 26.9%。另兩分類轎車及皮卡分別同比增長 6% 和 12% 至 20 萬輛和 13.7 萬輛。

首四月公司銷量增 38%，其中 SUV 同比增長 90%，在國內 SUV 市場佔有率為 14.2%。轎車和皮卡的累計增速為 15% 和 -3%。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%。

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，隨著國內 SUV 市場競爭者增多，未來競爭將更加激烈，但我們認為在公司所在的中低端市場，長城作為長期的行業龍頭，擁有強於競爭對手的品牌積澱和良好口碑，未來數年內仍有望充分享受該細分市場的快速成長。今明兩年公司仍將密集投放 9 款新車型，預計今年將推出的 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。隨著天津第二工廠產能在 2013 年底釋放，公司年產能將由 60 萬輛增加至 80 萬輛，公司在 SUV 的市場份額仍有望進一步擴大。另一方面，轎車市場競爭異常激烈，預計未來幾年長城在這一領域將保持平穩增長。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。

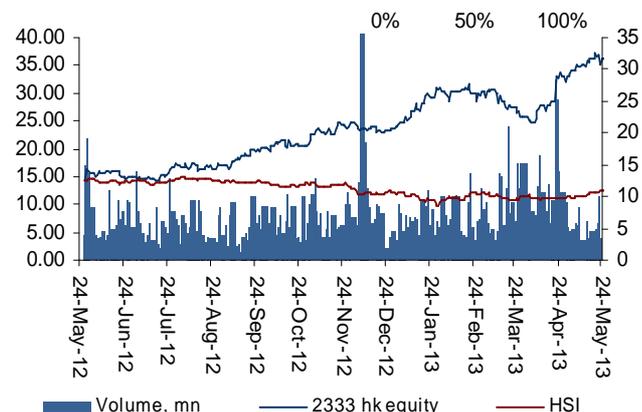


Phillip Securities (Hong Kong) Ltd
Phillip Securities Research

28 May 2013

長城汽車

Rating	2.00	增持
- Previous Rating	2.00	增持
Target Price (HKD)	40.8	
- Previous Target Price (HKD)	32	
Closing Price (HKD)	35.70	
Expected Capital Gains (%)	14.3%	
Expected Dividend Yield (%)	2.3%	
Expected Total Return (%)	16.6%	
Raw Beta (Past 2yrs weekly data)	1.30	
Market Cap. (HKD bn)	132,389	
Enterprise Value (HKD mn)	102,013	
52 w week range (HKD)	14.38 - 37.75	
Closing Price in 52 w week range		



Key Financial Summary

FYE	12/11	12/12	12/13F	12/14F
Revenue (RMB mn)	30,089	43,160	54,534	64,189
Net Profit, adj. (RMB mn)	3,426	5,692	7,449	8,898
EPS, adj. (RMB)	1.22	1.87	2.45	2.92
P/E (X), adj.	24.0	15.3	11.5	9.6
BVPS (RMB)	5.50	7.07	8.80	10.70
P/B (X)	5.3	4.0	3.2	2.6
DPS (HKD)	0.30	0.57	0.66	0.78
Div. Yield (%)	1.0%	2.0%	2.3%	2.8%

Source: Bloomberg, PSR est.

*All multiples & yields based on current market price

Valuation Method

PE

Analyst

Zhang Jing

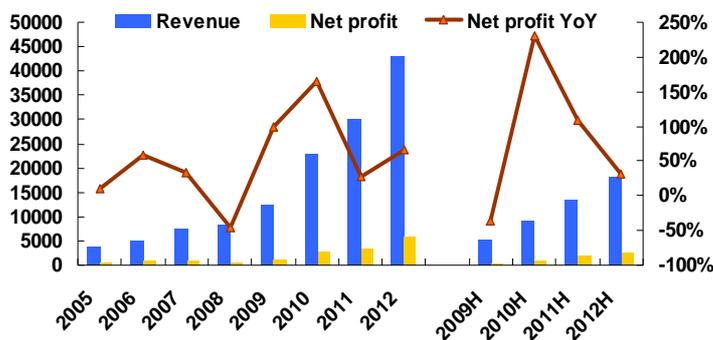
zhangjing@phillip.com.cn

+86 63512937

·我們預計哈弗 H8 有望繼 H6 之後成為公司的下一個明星產品，未來公司的新車儲備還包括 H9，H4 和 H1，憑藉高售價的 SUV 銷量占比提升，長城汽車的盈利能力仍有上行空間，值得繼續關注。給予 12 個月目標價 40.8 港元相對於 2014 年預期 EPS 11 倍市盈率，較現價高 14.3%，維持“增持”的投資評級。

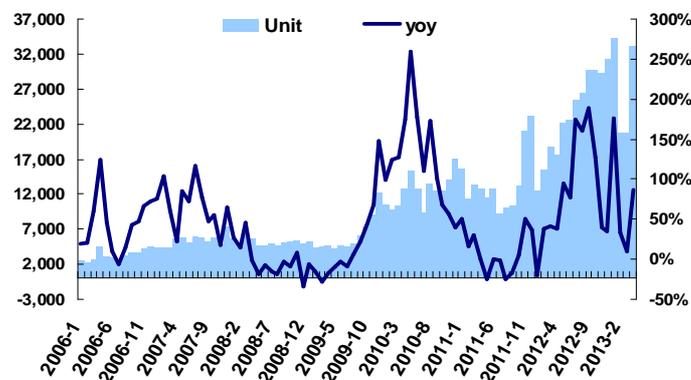
·風險：燃油價格飆升；連續緊縮的宏觀經濟環境對企業（造成財務成本增加）和消費者（可能持幣觀望）的影響；國內 SUV 市場的競爭風險；海外市場的風險。

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



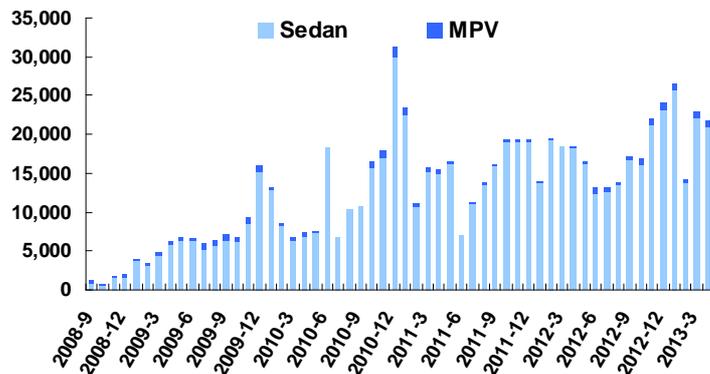
Source: Company reports, PSR

Fig 2. GWM Monthly SUV sales



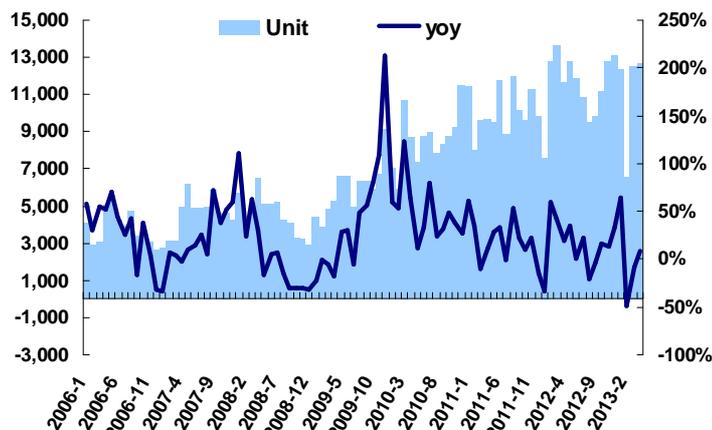
Source: Company reports, PSR

Fig 3. GWM Monthly Sedan & MPV sales



Source: Company reports, PSR

Fig 4. GWM Monthly Pickup sales



Source: Company reports, PSR

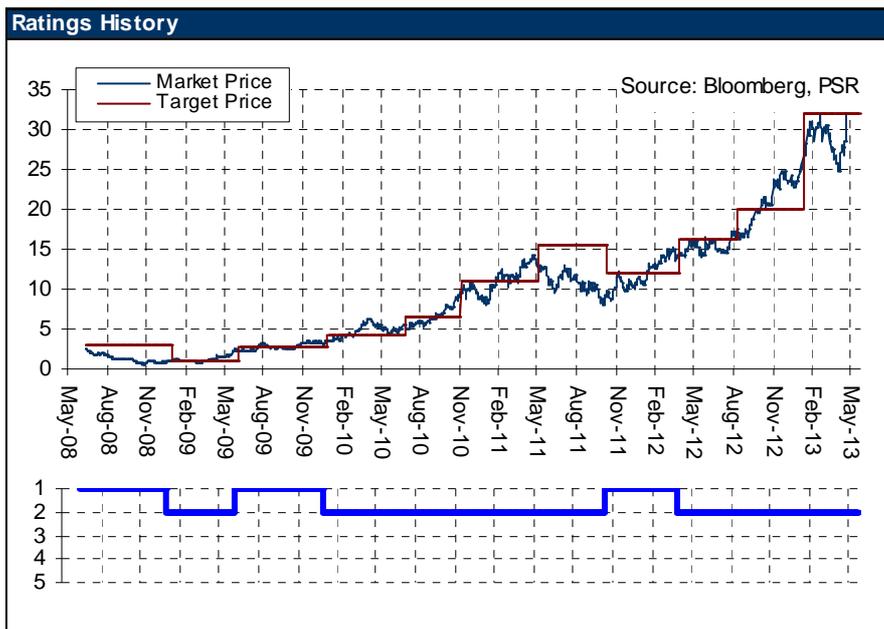
Fig 5. Peer Comparison

Ticker	Name	Mark Cap USD	BEst				ROA LF (%)	ROE (%)
			Best P/E	Best P/E (Y+1)	EV/BESt EBITDA	P/B		
2238 HK Equity	GAC	7018	15.0	10.8		1.2	2.4	3.8
2333 HK Equity	GWM	17628	12.8	11.0	10.8	4.1	15.0	29.8
1211 HK Equity	BYD	12750	59.2	42.5	17.1	3.0	0.1	0.4
175 HK Equity	GEELY	4306	10.7	9.0	6.6	2.1	6.9	18.2
1114 HK Equity	BRILLIANCE	6125	12.7	10.3	469.8	3.8	15.9	27.1
489 HK Equity	DONGFENG	14075	8.9	8.3	4.5	1.6	7.8	18.1
F US Equity	FORD	69112	10.7	9.7	10.2	1.4	3.3	14.6
GM US Equity	GM	58098	10.8	9.1	4.7	3.4	3.1	36.6
RNO FP Equity	RENAULT	23689	8.2	6.5	9.6	0.7	2.4	7.3
VOW GR Equity	VOLKSWAGEN	101978	8.1	7.0	7.5	1.0	7.0	32.2
DAI GR Equity	DAIMLER	69143	10.7	9.7	10.2	1.4	3.3	14.6
BMW GR Equity	BMW	60993	9.4	9.2	8.3	1.5	3.9	17.8
UG FP Equity	PEUGEOT	3459	N/A	N/A	12.2	0.3	-7.5	-42.4
TTMT IN Equity	TATA	16105	9.8	7.9	4.7	2.9	11.0	52.1
7203 JP Equity	TOYOTA	225751	14.0	12.4	11.0	1.7	2.9	8.5
7267 JP Equity	HONDA	76003	12.8	11.3	9.5	1.5	2.9	7.8
7201 JP Equity	NISSAN	54609	10.8	9.4	8.0	1.4	2.9	9.9

Source: Bloomberg

FYE DEC	FY10	FY11	FY12	FY13F	FY14F
Valuation Ratios					
P/E (X), adj.	29.9	24.2	15.5	11.6	9.7
P/B (X)	7.9	5.4	4.1	3.2	2.6
Dividend Yield (%)	0.7%	1.0%	2.0%	2.3%	2.8%
Per share data (RMB)					
EPS, reported	0.99	1.22	1.87	2.45	2.92
EPS, adj.	NA	NA	NA	NA	NA
DPS	0.20	0.30	0.57	0.66	0.78
BVPS	3.74	5.50	7.07	8.80	10.70
Growth & Margins (%)					
Growth					
Revenue	79.4%	30.9%	43.4%	26.4%	17.7%
EBIT	177.8%	8.5%	62.2%	30.7%	20.1%
Net Income, adj.	169.1%	26.8%	66.2%	30.9%	19.5%
Margins					
EBIT margin	16.7%	13.8%	15.6%	16.1%	16.5%
Net Profit Margin	11.8%	11.4%	13.2%	13.7%	13.9%
Key Ratios					
ROE (%)	30.7%	25.6%	29.8%	31.1%	27.3%
ROA (%)	14.0%	12.1%	15.0%	16.0%	15.9%
Income Statement (RMB mn)					
Revenue	22,986	30,089	43,160	54,534	64,189
Gross profit	5,688	7,496	11,598	14,833	17,620
Operating profit	3,785	4,126	6,716	8,779	10,533
EBIT	3,827	4,153	6,736	8,802	10,570
Profit before tax	3,815	4,130	6,841	8,930	10,675
Tax	(214)	(620)	(1,119)	(1,456)	(1,740)
Profit for the period	2,827	3,511	5,722	7,475	8,935
Minority interests	(126)	(84)	(30)	(26)	(37)
Total capital share	2,738	3,042	3,042	3,042	3,042
Net profit	2,701	3,426	5,692	7,449	8,898

Source: PSR



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、工具及器材。

© 2013 輝立證券（香港）有限公司

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