

## 行业名称

报告日期：2015 年 05 月 20 日

# SUV 高增长无忧，优质白马跃跃欲试

## ——行业深度报告

✉：杨云 执业证书编号：S0860510120006  
 ☎：021-64318893  
 ✉：yangyun@stocke.com.cn

## 行业评级

中国乘用车行业

看好

## 报告导读

从行业的催化剂来看：1) 目前整车行业具有显著的分化性，细分业务占比较高，增速较高的公司受行业整体的压抑，估值被明显低估；2) 目前市场的预期较低，销量超预期造成的反弹空间较大；3) 合资品牌“官降”举措在成熟市场上普遍发生，或有助于竞争力较高的自主品牌更为牢固的行业地位。

## 投资要点

## 过去 10 年 SUV 销量增速显著高于乘用车整体

2003-14 年，中国 SUV 的销量复合增速高达 36%，显著领先于同时期乘用车市场整体水平的 21%。14 年 SUV 销量达 408 万辆，占狭义乘用车销量之比为 22%。大空间，舒适性，以及“一车一户”的购车理念使得 SUV 备受青睐，据调查，约有 44% 的一次购车者考虑购买 SUV，约有 39% 的车主考虑 SUV 为置换的首选。15 年 1-4 月，SUV 销量占比进一步提升至 25%，在车市预期较低的情况下，SUV 的增速并没有出现放缓的势头。

## SUV 高增长趋势无疑将持续

我们预计 2015-17 年 SUV 销量复合增速有望实现 21%，高于我们对狭义乘用车 9% 的预测，预计在 2017 年 SUV 占狭义乘用车之比有望提升至 30%，向汽车成熟市场靠拢。我们认为 SUV 的高增长因素在未来仍将维持：1) 大空间、舒适性逻辑不变，轻排量趋势使得 SUV 和监管要求并行不悖；2) 目前我国乘用车保有量已经累积到了较高水平，汽车 7 年左右的使用周期，或在 2015 年掀起较高的置换需求，而其中很多车主选择 SUV 作为置换车型；3) 2015 年约有 74 款 SUV（包含新款、改款）推向市场，推动行业整体的快速增长，其中包含多款预期值较高的车型。

## 强烈关注 SUV 弹性较大的整车企业

**长城汽车：**1) 预计哈弗 SUV15/17 年销量占比超过 80%/87%。2) 公司核心产品普遍供不应求，官降对公司的影响较小，3) H8 的推出具有自主品牌 SUV 进军中高端市场的里程碑意义，产品结构上移，ASP 稳定增长。预计公司 2015-17 的净利润复合增速为 33%，高于营业收入 31%，高于销量（含轿车）增速 21%。

**长安汽车：**1) 自主品牌：现有车型 2015~17 年销量复合增速至少实现 16%，SUVCS35/75 助本部 15 年扭亏为盈成为最大看点。2) 长安福特：2015~17 年销量复合增速有望实现 20%，新蒙迪欧、锐界、福瑞斯、金牛座助公司进入新一轮产品周期。预计公司 2015-17 的净利润复合增速为 32%，高于营业收入 19%，高于狭义乘用车销量增速 15%。

## 建议关注下半年的热点车型及相关公司：

江铃汽车：7 座 SUV 撼路者；比亚迪：7 座 SUV S7，混动 SUV 唐/元

## 相关报告

报告撰写人：杨云

数据支持人：李丰

## 正文目录

|                                     |          |
|-------------------------------------|----------|
| <b>1. 投资摘要:</b>                     | <b>4</b> |
| 1.1: 未来 SUV 行业仍将高增长                 | 4        |
| <b>2. 过去: SUV 销量增速远高于乘用车行业销量增速</b>  | <b>5</b> |
| <b>3. 未来: 高增长到头了吗?</b>              | <b>6</b> |
| 3.1. 低排量趋势较为明显                      | 7        |
| 3.2. 汽车保有量的增加或将带来较大的 SUV 置换需求       | 7        |
| 3.3. 中国 SUV 的销售比例低于海外市场             | 8        |
| 3.4. 整车厂重点布局 SUV 市场, 多种车型投入, 抢占市场份额 | 8        |
| <b>4. 定量: SUV 的销量的敏感性分析</b>         | <b>9</b> |
| <b>5. 投资标的: 时势造就优质白马</b>            | <b>9</b> |
| 5.1. 长城汽车: 汽车板块最佳受益标                | 10       |
| 5.2. 长安汽车: 自主品牌进入成长周期               | 11       |
| 5.3. 可比公司: 估值优势明显                   | 12       |

## 图表目录

|                                             |   |
|---------------------------------------------|---|
| 图 1: 2015-17 年 SUV 销量预测 (17 年占狭义乘用车 30%)    | 4 |
| 图 2: 2015-17 年 SUV 销量增速高于狭义乘用车              | 4 |
| 图 3: 2003-14 年中国狭义乘用车销量复合增速达 22%            | 5 |
| 图 4: 2003-14 年中国 SUV 销量复合增速达 36%            | 5 |
| 图 5: 2003-14 年 SUV 销量增速远高于乘用车整体             | 5 |
| 图 6: 2014 年 SUV 销量占比约占狭义乘用车的 25%            | 5 |
| 图 7: SUV 高档 (30 万元以上) 市场月销量 (单位: 辆)         | 6 |
| 图 8: SUV 中高档 (15-30 万元) 市场月销量 (单位: 辆)       | 6 |
| 图 9: SUV 高档 (10-15 万元以上) 市场月销量 (单位: 辆)      | 6 |
| 图 10: SUV 高档 (10 万元以下) 市场月销量 (单位: 辆)        | 6 |
| 图 11: 过去一年中受访者新购车型级别                        | 6 |
| 图 12: 未来受访者购车级别的倾向                          | 6 |
| 图 13: 2015-17 年 SUV 销量预测 (17 年占狭义乘用车 30%)   | 7 |
| 图 14: 2015-17 年 SUV 销量增速高于狭义乘用车             | 7 |
| 图 15: 过去一年中受访者新购车型级别                        | 7 |
| 图 16: 近年来 SUV 朝着中低排量的方向发展                   | 7 |
| 图 17: 行业高保有量将带来较大的置换需求                      | 8 |
| 图 18: SUV 渗透率较小, 且为置换首选                     | 8 |
| 图 19: 2014 年 SUV 销量排名前十位的车型                 | 8 |
| 图 20: 2015 年期望值的十款新款 SUV (包括在 2014 年底推出的车型) | 8 |

|                                                                                 |    |
|---------------------------------------------------------------------------------|----|
| 图 21: 基于乘用车行业未来 3 年 9% 的销售 CAGR 和 2017 年 SUV30% 的市占率, 未来 3 年 SUV 的销售 CAGR 为 21% | 9  |
| 图 22: 我们预计 2015-17 年 SUV 行业的销量符合增速有望实现 21%                                      | 9  |
| 图 23: 2015~17 年公司将进入销量高成长通道                                                     | 10 |
| 图 24: 哈弗 SUV 销量占比有望持续提升                                                         | 10 |
| 图 25: 2015~17 年公司将进入业绩高成长通道                                                     | 10 |
| 图 26: 公司 ASP (含轿车和 M 系) 将持续走高                                                   | 10 |
| 图 27: CS35/75 推动本部销量增长 (未考虑本部新车型推出)                                             | 11 |
| 图 28: 本部业务或在 2015 年贡献利润                                                         | 11 |
| 图 29: 新车型助长安福特强劲销量得以保持                                                          | 11 |
| 图 30: 长安福特利润增速有望得以保持                                                            | 11 |
| 表 1: A 股可比公司盈利预测                                                                | 12 |

## 1. 投资摘要:

A 股汽车板块今年以来表现疲软,我们认为汽车板块估值受到压抑的主要原因有:

- 1) 未来经济走势向下,以汽车类大消费板块在阶段性难以获取市场的青睐;
- 2) 汽车行业经历高增长之后,未来整体增速将进入平稳阶段,压低了整车厂整体的估值;
- 3) 15 年 4 月以来,合资品牌掀起了小幅的降价风波,有助于下游经销商缓解其库存高企的压力;然而,未来官方指导价下调或将成为其他合资厂商的效仿方式,在汽车进入降价通道的过程中,汽车板块的估值将受到抑制。

但是我们对行业给出了不同的观点,从行业的催化剂来看:1) 目前整车行业具有显著的分化性,细分业务占比较高,增速较高的公司受行业整体的压抑,估值被明显低估;2) 行业反弹性较大,目前行业市场预期较低;3) 整车厂“官降”举措在成熟市场上普遍发生,在中国市场合资品牌价格下探已是不可避免,这对自主品牌而言将是双刃剑,竞争力强的产品将脱颖而出,符合整车厂分化受益的逻辑。我们认为在资本市场对汽车板块情绪普遍低落的情况下,任何超预期的增长都有望带来基本面牢固的白马公司股价出现突破。

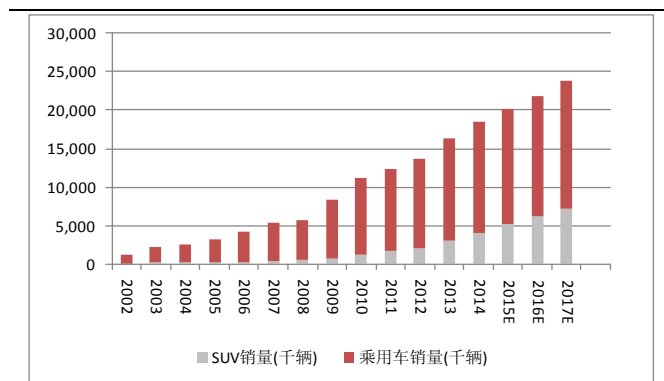
**投资标的:** 在 SUV 细分行业中具有较深布局的公司将受益于细分行业的持续性高增长,未来将实现远高于行业整体的增速。我们强烈推荐在 SUV 细分行业上具备较高业务弹性,具备较强产品竞争力的公司,如**长城汽车**、**长安汽车**。

### 1.1: 未来 SUV 行业仍将高增长

**2015-17 年 SUV 销量符合增速有望实现 21%。**我们预期 2015-17 年中国狭义乘用车销量复合增速为 9%,维持稳定增长,其中 SUV 市场的高需求将使其实现高于行业的快速增长,2015-17 年 SUV 销量符合增速有望实现 21%,17 年销量占狭义乘用车之比有望从目前的 25%提升至 30%。主要原因有:

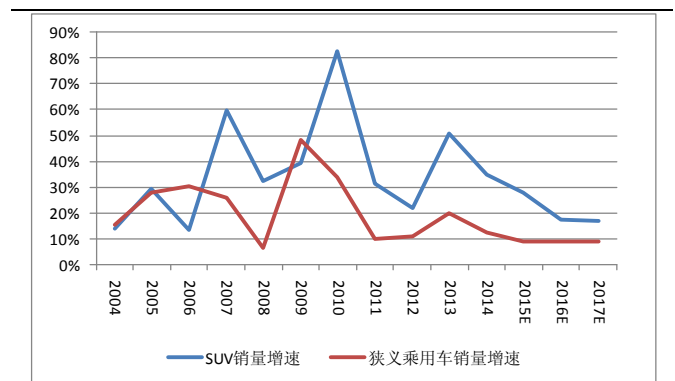
- 1) SUV 轻排量趋势使其顺应行业法规的要求;
- 2) 中西部地区,三四线城市对汽车的需求依旧庞大,且 2015 年开始,汽车行业有望逐渐进入置换的高峰;据汽车之家统计,约有 44%的一次购车者考虑购买 SUV,约有 39%的车主考虑 SUV 为置换的首选;
- 3) 目前中国 SUV 的销售占比远低于海外成熟市场,仅为狭义乘用车的 25%左右,我们认为 2017 年有望提升至 30%;
- 4) 据我们不完全统计,2015 年将会有约 74 款 SUV (包含新款、改款) 推向市场,产品的细分得以更加完善地覆盖市场,推动行业整体的快速增长。

图 1: 2015-17 年 SUV 销量预测 (17 年占狭义乘用车 30%)



资料来源: CAAM、浙商证券研究所

图 2: 2015-17 年 SUV 销量增速高于狭义乘用车

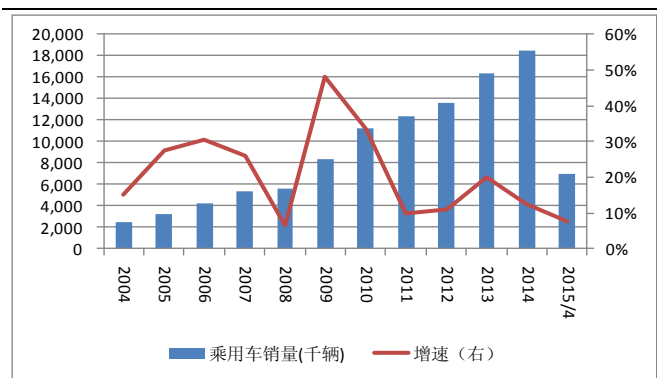


资料来源: CAAM、浙商证券研究所

## 2. 过去：SUV 销量增速远高于乘用车行业销量增速

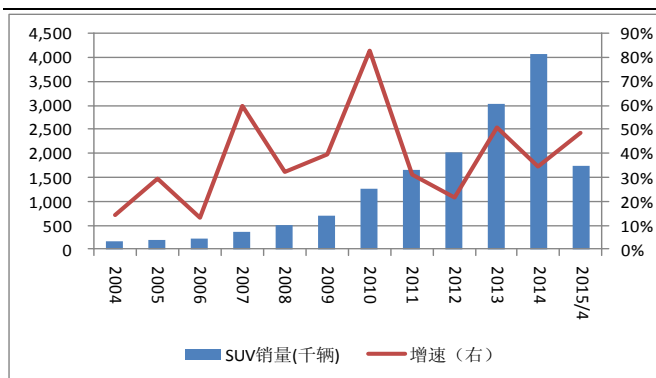
**2003-14 年 SUV 销量复合增速达 36%：**受益于 2000 年以来我国经济的腾飞，汽车工业迎来了发展的黄金时期。2014 年全国乘用车销量达 1843 万辆，2003-14 年 11 年间，乘用车销量的复合增速高达 21%。在良好的市场驱动下，消费者对于汽车种类的选择也逐渐发生了多样化，自 2006 年以来 SUV 的销量增速大幅超过乘用车整体销量增速，2003-14 年 11 年间，SUV 销量的复合增速高达 36%。其中 SUV 的销售占比也由 2006 年的 6% 迅速提升至 2015 年 4 月的 25%。

图 3：2003-14 年中国狭义乘用车销量复合增速达 22%



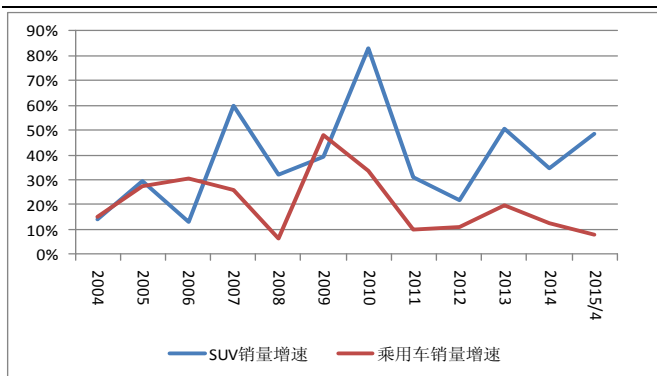
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 4：2003-14 年中国 SUV 销量复合增速达 36%



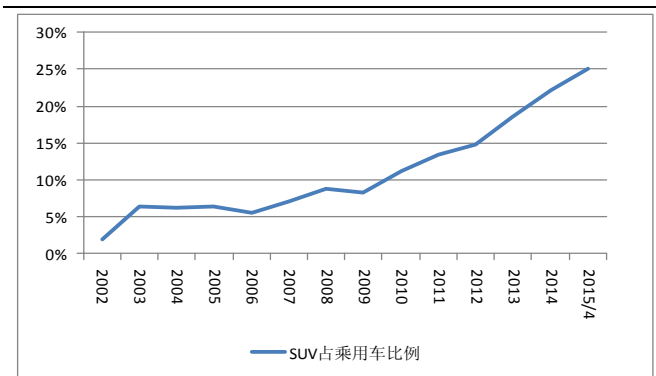
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 5：2003-14 年 SUV 销量增速远高于乘用车整体



资料来源：WIND、浙商证券研究所

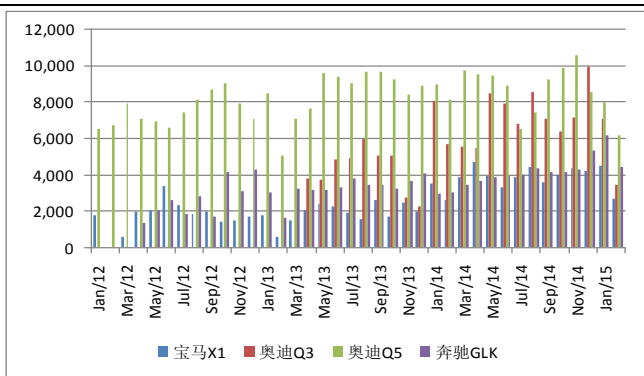
图 6：2014 年 SUV 销量占比约占狭义乘用车的 25%



资料来源：WIND、浙商证券研究所

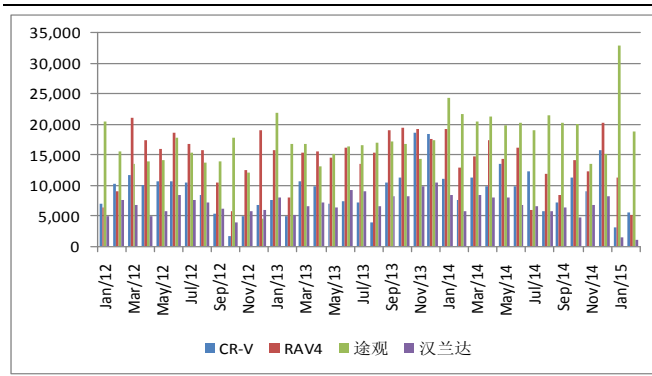
**SUV 消费结构分化明显。**从 SUV 的消费结构来看，高档和中高档基本由合资品牌所占据，15 万元以上的市场几乎被合资品牌所占据，而自主品牌主要集中在 15 万元以下的中低端市场。中高档为销量集中度较高的区间。

图 7：SUV 高档（30 万元以上）市场月销量（单位：辆）



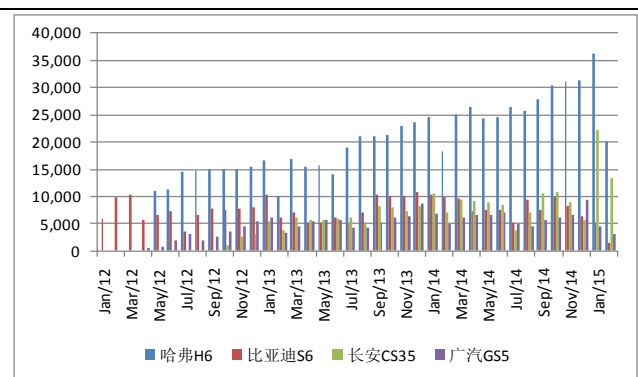
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 8：SUV 中高档（15-30 万元）市场月销量（单位：辆）



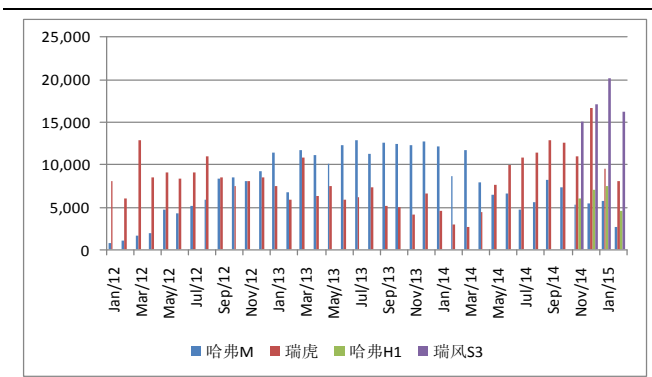
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 9：SUV 高档（10-15 万元以上）市场月销量（单位：辆）



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 10：SUV 高档（10 万元以下）市场月销量（单位：辆）

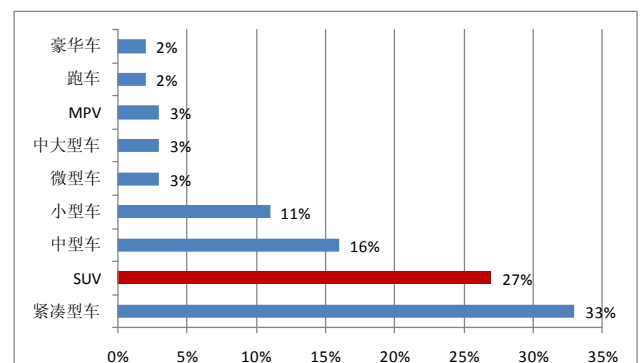


资料来源：WIND、浙商证券研究所

### 3. 未来：高增长到头了吗？

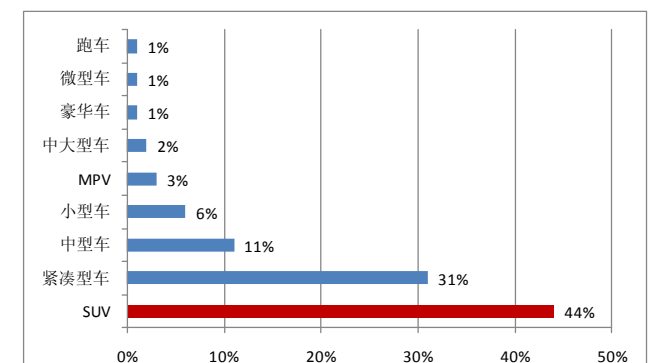
**SUV 兼顾实用性和舒适性：**传统的 SUV 基于货车结构所改造，其粗犷的造型具备相当优异的越野性能，这赋予了 SUV 车型良好的道路通过性。目前，城市型 SUV（也称为 CUV）占据了市场的主流地位，本质上可以看作是大空间的轿车，在继承传统性能特征的同时，其具备大型轿车的舒适性，较高的车身也为驾驶员提供了良好的视野。除以上优势外，在中国市场，考虑到停车车位的限制和消费能力等因素，中国消费者通常以“户”为单位进行购车，而大空间的 SUV 恰恰满足了“一车一户”的消费特征。在过去一年的消费者购车选择和未来的购车倾向中可以看出，SUV 的受青睐程度较为明显。

图 11：过去一年中受访者新购车型级别



资料来源：汽车之家、浙商证券研究所

图 12：未来受访者购车级别的倾向

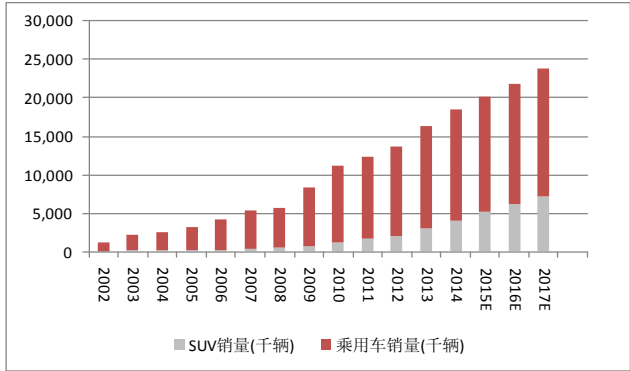


资料来源：汽车之家、浙商证券研究所



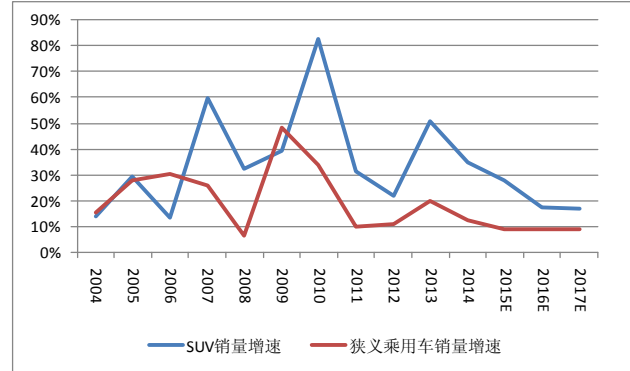
**我们认为未来 SUV 的销量有望继续保持较高的增速：**展望未来，我们认为过去几年支持 SUV 的消费观念依旧存在。除此之外，基于以下几点因素我们依然强烈看好 SUV 在汽车行业中的细分优势，预计 3 年 SUV 的销量复合增速有望实现 21%，远高于乘用车行业的 9%：

图 13：2015-17 年 SUV 销量预测（17 年占狭义乘用车 30%）



资料来源：CAAM、浙商证券研究所

图 14：2015-17 年 SUV 销量增速高于狭义乘用车

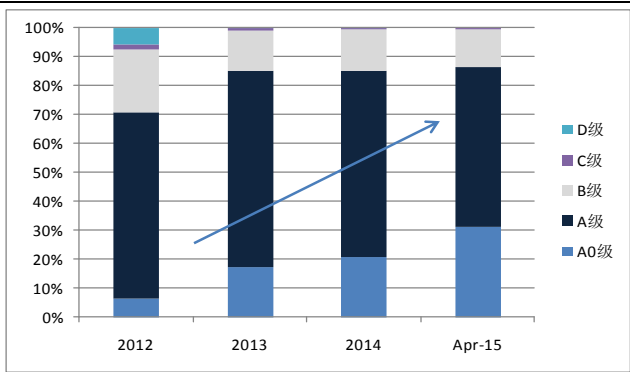


资料来源：CAAM、浙商证券研究所

### 3.1. 低排量趋势较为明显

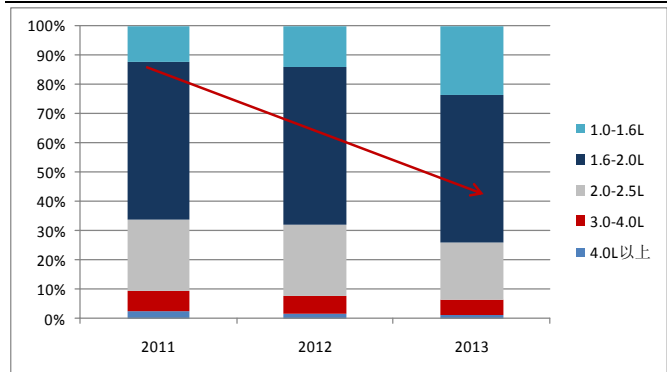
目前低排量和小型化的 SUV 销量占比逐渐提高，SUV 也一改往日油老虎的固有形象，在满足城市 SUV 发展趋势，同时在限购城市中，一车一户为主流概念，在节能环保的角度看来，单辆 SUV 摊薄了以家庭为单位的油耗，降低了监管机构针对汽车尾排气对行业所带来的干预。

图 15：过去一年中受访者新购车级别



资料来源：CAAM、浙商证券研究所

图 16：近年来 SUV 朝着中低排量的方向发展



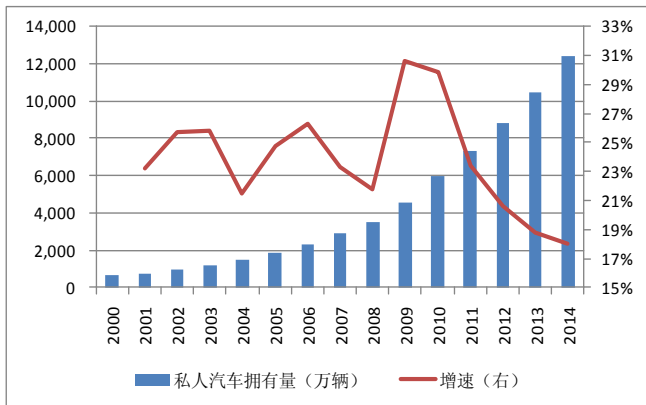
资料来源：CAAM、浙商证券研究所

### 3.2. 汽车保有量的增加或将带来较大的 SUV 置换需求

中国汽车产业在历经了数十年的高速增长后，未来将进入销量增速较为平稳的时期，我们预计未来 3 年乘用车的销量增速或将为 9%。除了需求量较高的中西部地区，三四线城市外，汽车的置换需求将支撑行业发展。过去十年的高销量造就了庞大的汽车保有量市场，目前，我国私人汽车拥有量约为 1.2 亿辆，其中，2008-12 年的高销量为主要的驱动要素。

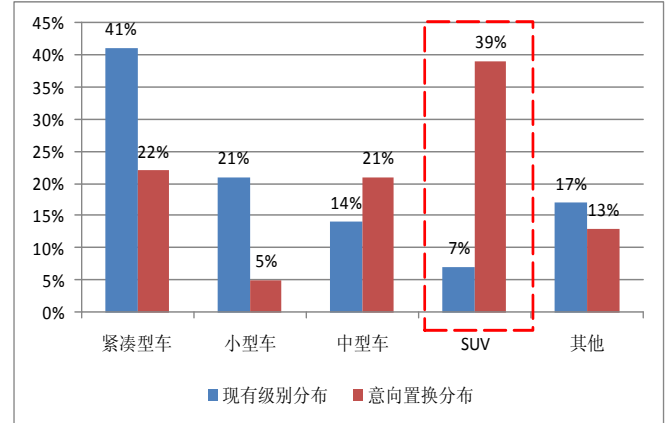
我们认为汽车 7 年左右的使用周期，或将从 2015 年开始为汽车销量市场提供大量的置换需求。根据汽车之家报道，在目前的置换趋势中，约有 39% 的购车者将 SUV 视为置换选择。

图 17：行业高保有量料将带来较大的置换需求



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 18：SUV 渗透率较小，且为置换首选



资料来源：汽车之家、浙商证券研究所

### 3.3. 中国 SUV 的销售比例低于海外市场

尽管中国 SUV 在过去几年维持着较高的增长，截至 2014 年，中国 SUV 的销量约占狭义乘用车整体销量的 22% 左右，落后于发达国家 30% 的水平，行业天花板尚早。

### 3.4. 整车厂重点布局 SUV 市场，多种车型投入，抢占市场份额

SUV 市场需求的增大吸引了整车厂在相关业务的布局。据不完全统计，2015 年将会有 74 款 SUV（包含新款、改款）推向市场，促进行业增长。依照我们对 SUV 市场的预测，2015-17 年行业的销量复合增速有望达到 21%，预计每年将产生 100 万辆的 SUV 的新增需求；从我们以往经验来看，这有望成就大约 10 款成功的 SUV 新车型。

图 19：2014 年 SUV 销量排名前十位的车型

| 整车厂  | 品牌   | 车型    | 14年总销量  | 月均销量   |
|------|------|-------|---------|--------|
| 长城汽车 | 自主品牌 | H8    | 315,875 | 26,323 |
| 上汽大众 | 欧系   | 途观    | 237,404 | 19,784 |
| 奇瑞汽车 | 自主品牌 | 瑞虎    | 196,325 | 16,360 |
| 东风本田 | 日系   | CR-V  | 168,184 | 14,015 |
| 北汽现代 | 韩系   | ix 35 | 145,304 | 12,109 |
| 长安福特 | 美系   | 翼虎    | 135,998 | 11,333 |
| 一汽丰田 | 日系   | RAV 4 | 124,680 | 10,390 |
| 东风日产 | 日系   | 奇骏    | 114,459 | 9,538  |
| 一汽大众 | 欧系   | 奥迪 Q5 | 108,169 | 9,014  |
| 长安汽车 | 自主品牌 | CS35  | 100,571 | 8,381  |

资料来源：浙商证券研究所

图 20：2015 年期望值的十款新款 SUV（包括在 2014 年底推

| 整车厂    | 品牌   | 车型       | 价格 (万元)     | 型号  |
|--------|------|----------|-------------|-----|
| 长城汽车   | 自主品牌 | H8       | 20.18-25.68 | 中型  |
| 长城汽车   | 自主品牌 | H6 Coupe | 13.98-17.18 | 紧凑型 |
| 江铃汽车   | 美系   | 撼路者      |             | 大型  |
| 上汽通用   | 美系   | 昂科威      | 21.99-34.99 | 中型  |
| 长安福特   | 美系   | 锐界       | 24.98-42.98 | 中型  |
| 上海汽车   | 自主品牌 | 锐腾       | 11.97-17.97 | 紧凑型 |
| 广汽传祺   | 自主品牌 | GS3      |             | 小型  |
| 广汽传祺   | 自主品牌 | GS4      | 9.98-14.68  | 紧凑型 |
| 比亚迪    | 自主品牌 | 唐        | 30          | 中型  |
| 东风因菲尼迪 | 日系   | QX50L    | 34.98-44.98 | 中型  |

资料来源：浙商证券研究所



## 4. 定量：SUV 的销量的敏感性分析

通过对 1) 未来 3 年中国乘用车销售复合增速, 和 2) 2017 年 SUV 销售占比作为变量, 我们对未来 3 年 (2015-17) 中国 SUV 市场的销量做出了敏感性分析。根据我们的中性假设, 未来 3 年中国 SUV 的销量复合增速有望实现 21%, 依旧远高于乘用车整体销量增速的 9%。

预测具体如下:

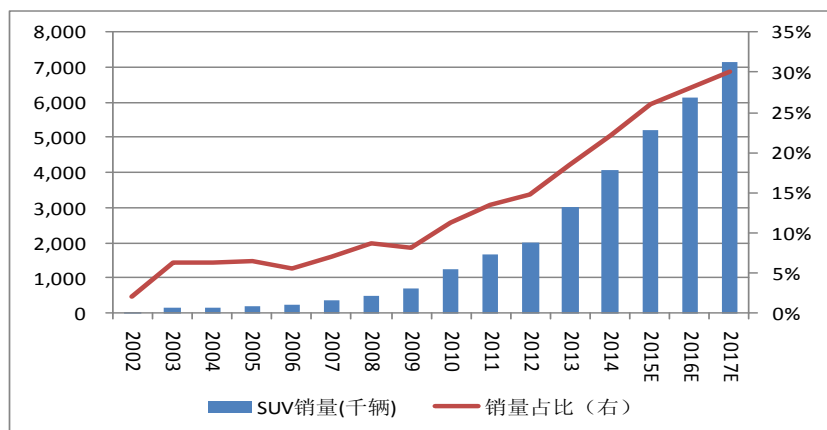
根据我们对乘用车行业的判断, 未来 3 年行业的销量复合增速将稳定在 8%~10%。截至今年 4 月, 我国 SUV 在 2015 的销售已达狭义乘用车整体的 25%, 创历史新高, 基于此前所分析的驱动要素, 未来该比例有望更进一步提升, 接近于成熟市场 30% 的水平, 我们估计 2017 年中国 SUV 销售比例有望达到 28%~30%。

**图 21: 基于乘用车行业未来 3 年 9% 的销售 CAGR 和 2017 年 SUV 30% 的市占率, 未来 3 年 SUV 的销售 CAGR 为 21%**

| 2015-17 SUV CAGR | SUV 销量占有率 |     |     |     |     |
|------------------|-----------|-----|-----|-----|-----|
| 未来 3 年乘用车销量符合增速  | 20%       | 24% | 30% | 34% | 38% |
| 8%               | 4%        | 11% | 19% | 25% | 29% |
| 9%               | 5%        | 12% | 21% | 26% | 30% |
| 10%              | 6%        | 13% | 22% | 27% | 32% |

资料来源: 浙商证券研究所

**图 22: 我们预计 2015-17 年 SUV 行业的销量符合增速有望实现 21%**



资料来源: CAAM, 浙商证券研究所

## 5. 投资标的：时势造就优质白马

我们强烈推荐在 SUV 细分行业上具备较高业务弹性, 以及具备较强产品竞争力的公司: 长城汽车、长安汽车。

## 5.1. 长城汽车：SUV 板块最佳受益标

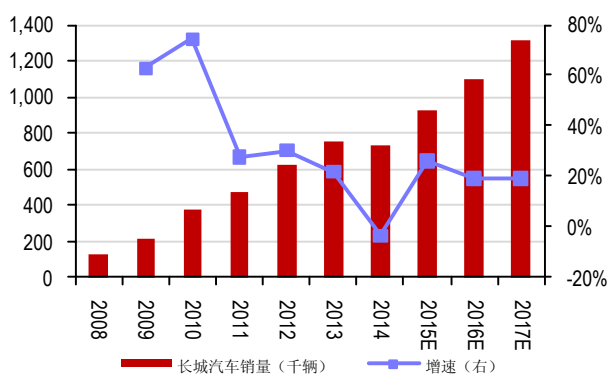
主要看点：

1. 主营业务弹性较大；
2. 15 年引入哈弗 H8，自主品牌 SUV 首度涉足中高端市场，估值有望得到提升。

公司 2015~17 年哈弗销量复合增速有望实现 37%，远高于行业：公司 14 年下半年以来进入新产品的密集投放期，分别于 14Q3 推出 H2，14Q4 推出 H1 和 H9，15Q2 推出 H8，并将于下半年推出 Coupe C 和 H7。凭借着 H6 在过去三年所建立的良好品牌声誉以及中国 SUV 市场的持续性火热，新的哈弗系列产品有望延续高销量；同时，中、高端车型 H8、H9 的热销也将促使公司产品结构上移，并提升公司整体形象。从销售策略来看，公司发布“红蓝双标战略”，将产品进一步细分为针对主流家用的“红标”SUV，和面对年轻化市场的“蓝标”SUV；未来公司有望更全面地覆盖 SUV 细分市场，在满足市场多种需求的同时，对冲单一产品的下滑风险。

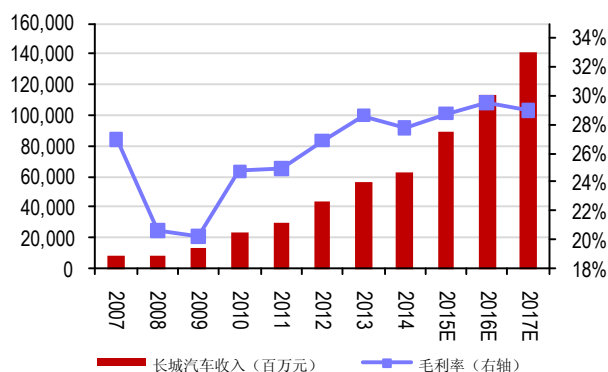
公司 SUV 占比较大，产品竞争力较强：我们认为公司是 SUV 市场中最佳受益标的，主要由于：1) 14 年公司哈弗 SUV 的销量占比为 59%，随着公司轿车业务的收窄和多款重量级 SUV 的投放，预计 15 年 SUV 销量占比将超过 80%，17 年提升至 87% 左右；因此 SUV 行业的高需求将为公司带来较高的业绩弹性。2) 公司核心产品普遍供不应求，我们认为未来汽车行业的降价对公司的影响相对较小，公司产品享有较高声誉，在紧凑型 SUV 市场较强的竞争优势有望向上延伸，ASP 有望稳定增长，未来公司的业绩增速将高于销量增速。我们预计公司 2015-17 的净利润复合增速为 33%，高于营业收入 31%，高于公司汽车（含轿车和 M 系）销量增速 21%；公司为 A 股 SUV 行业中最优质的标的，未来大概率领涨整车板块，建议强烈关注。

图 23：2015~17 年公司将进入销量高成长通道



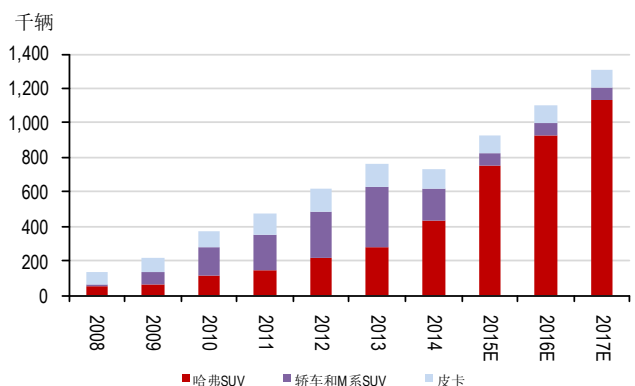
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 25：2015~17 年公司将进入业绩高成长通道



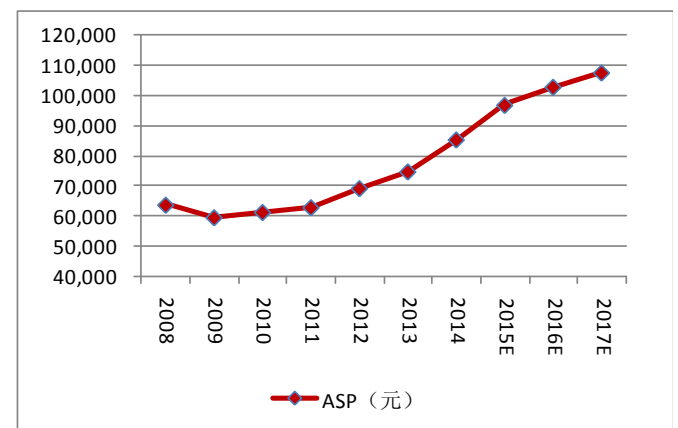
资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 24：哈弗 SUV 销量占比有望持续提升



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 26：公司 ASP（含轿车和 M 系）将持续走高



资料来源：浙商证券研究所

## 5.2. 长安汽车：自主品牌进入成长周期

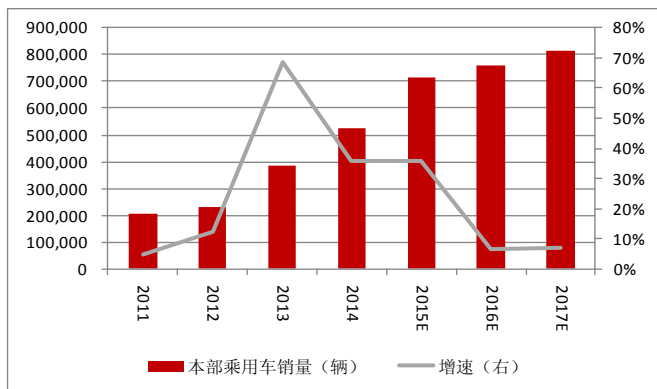
主要看点：

1. 自主品牌 15 年开始贡献利润，如在合资品牌降价通道中仍能保持较高增长，则中低端乘用车市场将被彻底打开；
2. 长安福特 15 年进入新产品周期，新蒙迪欧、锐界、金牛座的上市将支撑其高增长。

**自主品牌：2015~17 年乘用车销量复合增速至少实现 16%，扭亏为盈成为最大看点：**公司过去几年在自主品牌投入较高，相继推出了 CS35、CS75、逸动等里程碑式的产品。其中，小/紧凑型 SUV CS35/CS75 大受市场认可，促使 14 年公司自主品牌乘用车（扣除微卡）实现销量 52.6 万辆（YoY+36%）。2014 年公司本部乘用车业务的亏损收窄，预计将在 2015 年贡献可观利润，公司将成为中国主要汽车集团中唯一一家本部业务实现利润贡献的公司。公司新一轮产品周期即将于 2015 年底到来，公司的下游经销广泛布局于中、西部四、五线城市，需求相对较高，未来自主品牌对该区域渗透率的增加将为公司带来持续稳定的增长，使得公司自主品牌成为仅次于长安福特的利润贡献点。

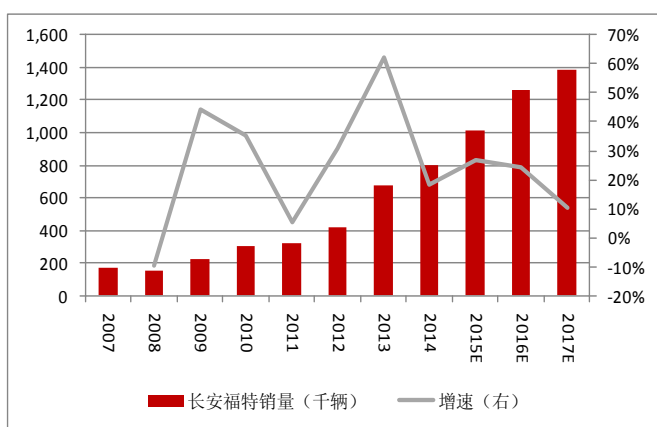
**长安福特：2015~17 年销量复合增速有望实现 20%，强者恒强，新一轮产品周期继续助强劲增长。**受益于市场对美系中端 SUV 翼虎、翼博的青睐，以及高端车型蒙迪欧的良好表现，2014 年长安福特销量增速实现 18% 的增长，领先于行业。进入 2015 年，公司将陆续推出福瑞斯、金牛座和中型 SUV 锐界继续支撑公司的高销量，同时重庆三工厂和杭州工厂的投产将为公司带来 45 万辆的新增产能。公司自从 2001 年起开始了对经销商的布局，我们预计其将从当时的 17 家迅速增长至 2015 年的 700 家左右，且多在高增长的中西部地区。我们认为基于 1) 公司销售网络布局合理，2) 产品受欢迎程度高，3) 产能供应充裕，长安福特未来销量增速将持续领先于众多的合资厂商。

图 27：CS35/75 推动本部销量增长（未考虑本部新车型推出）



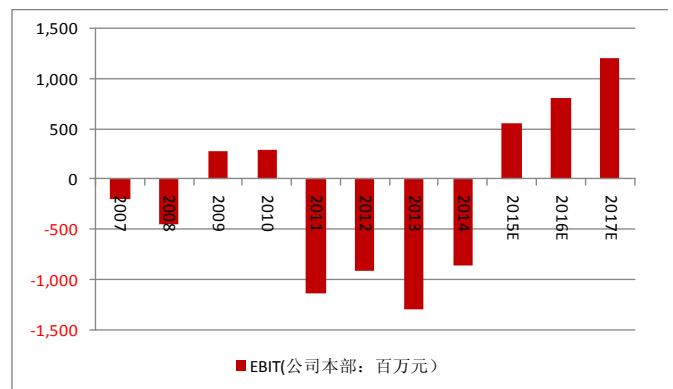
资料来源：CAAM，浙商证券研究所

图 29：新车型助长安福特强劲销量得以保持



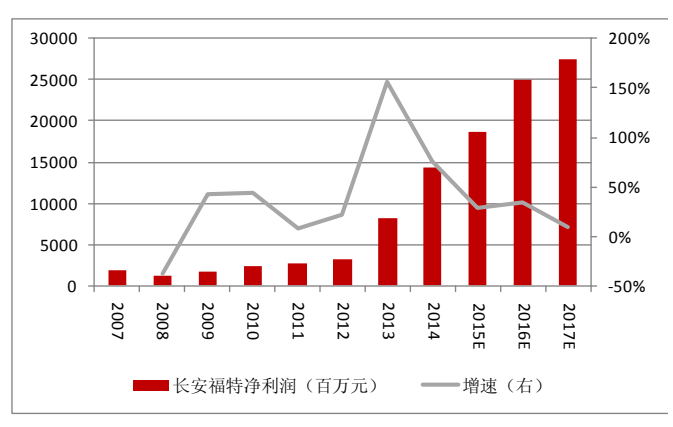
资料来源：CAAM，浙商证券研究所

图 28：本部业务或在 2015 年贡献利润



资料来源：浙商证券研究所

图 30：长安福特利润增速有望得以保持



资料来源：浙商证券研究所

### 5.3. 可比公司：估值优势明显

从 A 股汽车上市公司来看，长城汽车和长安汽车无论收入，利润的增速上，都远高于行业平均水平。此外，两家公司 SUV 产品具备竞争优势，有望乘 SUV 行业快速增长长期业绩脱颖而出，其当前的股价所对应的 PE 较行业其他公司而言具备较高的吸引力。在 A 股乘用车行业中，我们重点推荐长城汽车和长安汽车。

表 1：A 股可比公司盈利预测

| 公司名称 | 代码        | 收盘价<br>(元) | EPS   |       |       |                 | PE    |       |       | 营业收入 (亿元) |       |       |                 |
|------|-----------|------------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----------------|
|      |           |            | 2015E | 2016E | 2017E | 2015-17<br>CAGR | 2015E | 2016E | 2017E | 2015E     | 2016E | 2017E | 2015-17<br>CAGR |
| 悦达投资 | 600805.SH | 15.0       | 1.50  | 1.77  | 2.24  | 21%             | 9.97  | 8.45  | 6.67  | 27        | 28    | 28    | 8%              |
| 广汽集团 | 601238.SH | 11.9       | 0.64  | 0.89  | 1.10  | 30%             | 18.52 | 13.31 | 10.77 | 261       | 305   | 345   | 15%             |
| 江铃汽车 | 000550.SZ | 37.6       | 3.13  | 4.39  | 5.20  | 29%             | 12.02 | 8.57  | 7.23  | 313       | 413   | 456   | 23%             |
| 上汽集团 | 600104.SH | 23.8       | 2.89  | 3.24  | 3.52  | 12%             | 8.24  | 7.35  | 6.77  | 6,994     | 7,710 | 8,619 | 11%             |
| 行业平均 |           |            | 23%   |       |       |                 | 12.19 | 9.42  | 7.86  | 14%       |       |       |                 |
| 长城汽车 | 601633.SH | 47.7       | 3.89  | 5.06  | 6.32  | 34%             | 12.25 | 9.42  | 7.54  | 896       | 1,132 | 1,409 | 31%             |
| 长安汽车 | 000625.SZ | 22.0       | 2.27  | 3.14  | 3.50  | 32%             | 9.71  | 7.02  | 6.30  | 685       | 784   | 890   | 19%             |

资料来源：浙商证券研究所，可比公司选用 WIND 一致预期，长城汽车、长安汽车为浙商证券估算，收盘价为 2015/05/18

#### 风险提示：

- 1) 经济波动及宏观环境变化使得汽车行业整体增速放缓；
- 2) 政策对车市干预超预期；
- 3) 产能过剩背景下，汽车的销售价格承受压力。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>