

长城汽车 (601633)

“哈弗”老当益壮，“WEY”点燃高端跨越新引擎

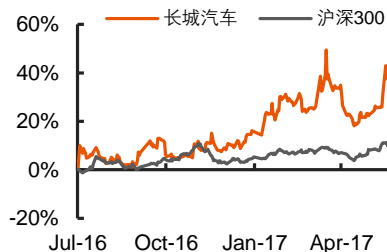
推荐 (维持)

现价: 13.23 元

主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.gwm.com.cn
大股东/持股	保定创新长城资产管理有限公司/56.04%
实际控制人/持股	魏建军/%
总股本(百万股)	9,127
流通 A 股(百万股)	6,028
流通 B/H 股(百万股)	3,100
总市值 (亿元)	1,063.26
流通 A 股市值(亿元)	797.47
每股净资产(元)	5.40
资产负债率(%)	45

行情走势图



相关研究报告

- 《长城汽车*601633*业绩略低于预期、期待魏派表现》 2017-07-23
- 《长城汽车*601633*参股河北御捷、缓解双积分之忧》 2017-07-17
- 《长城汽车*601633* 新品稳步推进, 公司未来可期》 2017-07-10

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

曹群海 一般从业资格编号
S1060116080003
021-38630860
CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

- **SUV 仍一枝独秀、15-20 万为自主品牌蓝海。**国内车市千人保有量较发达国家处于较低水平, 销量仍有 50% 增长空间。相较美国, 国内 SUV 性能更偏向城市, 价格更低, 市占率有望在 2020 年提升至 50%, 未来 3 年可维持 13.4% 的复合增速。相比 5-15 万价格区间, 15-20 万价格带销量前 10 车型占有率较高, 竞争尚不充分, 并且由于缺乏德系、美系等强势品牌和重磅车型, 此价格带市占率持续走低, 在消费升级的大背景下, 预计 15-20 万车型销量增长空间较大, 对国内优质自主品牌来说是一片蓝海。
- **“哈弗”从初出茅庐到行业翘楚, 百尺竿头有望更进一步。**公司多年来聚焦 SUV 路线, 研发积累、渠道协同、成本管控均为国内一流, 哈弗品牌更是长盛不衰, 2017 年公司进入新一轮新品周期, 哈弗系列推出 3 款全新 SUV 提振销量, 我们认为相比美国、日本市场, 国内单一车型市占率尚有提升潜力, 品牌格局预计分化, 哈弗品牌主要车型 H6 市占率仍有接近 2 倍的提升空间, 随公司渠道不断布局, 新品逐步推出, 其销量有望继续提高。
- **WEY 引领高端化突破, 有望复制哈弗之路。**高端化产品需以己之长补他人之短, “WEY”品牌主打 15-20 万价格区间, 在安全性、静态表现、NVH 上均远超对手和哈弗 H7, 并且进行针对性宣传。现阶段订单饱满, 有望提振销量并且迅速基于此品牌推出多款车型, 复制哈弗之路, 预计到 2020 年销量可至 50 万。对其进行成本分拆, 其品价比较高, 但是单车盈利仍可处较高水平, 有望提振公司整体盈利, 对标全球车企, 公司利润率下滑风险较小, 长期来看公司盈利能力有望维稳。
- **盈利预测与投资建议:** 公司为国内 SUV 领军者, 哈弗品牌进入新一轮新品周期, 销量有望继续提升, 高端子品牌 WEY 订单饱满, 预计基于此品牌迅速推出多款车型, 复制哈弗之路, 提振整体销量和盈利水平, 进入新一轮成长周期。维持 2017-2019 年业绩预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.89、1.34、1.73 元, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 车市竞争激烈程度加剧; 2) 新品销量不及预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	75955	98,444	110,532	143,793	177,738
YoY(%)	21.4	29.6	12.3	30.1	23.6
净利润(百万元)	8059	10551	8158	12267	15832
YoY(%)	0.2	30.9	-22.7	50.4	29.1
毛利率(%)	25.1	24.5	22.5	23.5	24.0
净利率(%)	10.6	10.7	7.4	8.5	8.9
ROE(%)	21.0	22.3	15.6	20.6	22.2
EPS(摊薄/元)	0.88	1.16	0.89	1.34	1.73
P/E(倍)	15.0	11.4	14.8	9.8	7.6
P/B(倍)	3.2	2.6	2.3	2.0	1.7

正文目录

一、 国内 SUV 领军者	5
1.1 国内最大的 SUV 制造企业.....	5
1.2 业绩多年维持正增长、坚持过度研发	5
1.3 产能布局集中、利于管理.....	6
二、 SUV 市场仍表现出众、“15-20 万”为自主蓝海	6
2.1 国内车市尚未见顶、SUV 仍一枝独秀	6
2.2 15-20 万是自主品牌蓝海市场.....	9
2.3 步步领先、拥有可持续竞争优势.....	11
三、 以哈弗为基、魏砥砺前行	12
3.1 聚焦 SUV、进入新一轮新品周期.....	12
3.2 从初出茅庐到行业翘楚，“哈弗”是公司销量基石.....	15
3.3“WEY”引领高端化突破、有望复制哈弗之路.....	17
3.4 公司盈利短期承压、长期维稳	24
四、 盈利预测与投资建议	26
五、 风险提示	27

图表目录

图表 1	长城汽车股权结构	5
图表 2	公司历年营业收入 单位：亿元	5
图表 3	公司历年净利润 单位：亿元	5
图表 4	历年研发投入 单位：亿元	6
图表 5	公司产能布局	6
图表 6	我国千人汽车保有量 单位：辆	7
图表 7	我国仍是一个年轻的汽车消费市场	7
图表 8	国内乘用车历年销量及增速 单位：万辆	7
图表 9	国内分车型增速	7
图表 10	国内 SUV 历年销量及增速 单位：万辆	8
图表 11	国内 SUV 占比持续提升	8
图表 12	2016 年美中销量结构对比	8
图表 13	国内 SUV 销量 单位：万辆	8
图表 14	SUV 分品牌市场份额	9
图表 15	自主品牌 SUV 市占率持续提升 单位：万辆	9
图表 16	5-10 万 SUV 销量、集中度 单位：万辆	10
图表 17	10-15 万 SUV 销量、集中度 单位：万辆	10
图表 18	15-20 万 SUV 销量、集中度 单位：万辆	10
图表 19	分价格区间 SUV 市占率	10
图表 20	分价格区间 SUV 销量 单位：万辆	11
图表 21	1H17 国内 15-20 万前十 SUV 销量 单位：万辆	11
图表 22	2016 年车企销量排名 单位：万辆	11
图表 23	2016 年自主车企销量排名 单位：万辆	11
图表 24	长城汽车研发支出额名列前茅 单位：百万元	12
图表 25	车企研发支出费用化情况	12
图表 26	各自主车企渠道比较	12
图表 27	市场份额振荡提升 单位：万辆	13
图表 28	公司 SUV 市占率连续 3 年下降 单位：万辆	13
图表 29	公司历年销量 单位：万辆	13
图表 30	公司历年销量结构 单位：万辆	13
图表 31	公司大事记	14
图表 32	公司产品型谱	14
图表 33	2017 年全新车型	15
图表 34	哈弗 H6 上市至今月销量 单位：万辆	15
图表 35	主流竞品车型参数对比	16
图表 36	2016 年哈弗系列各车型销量占比	16

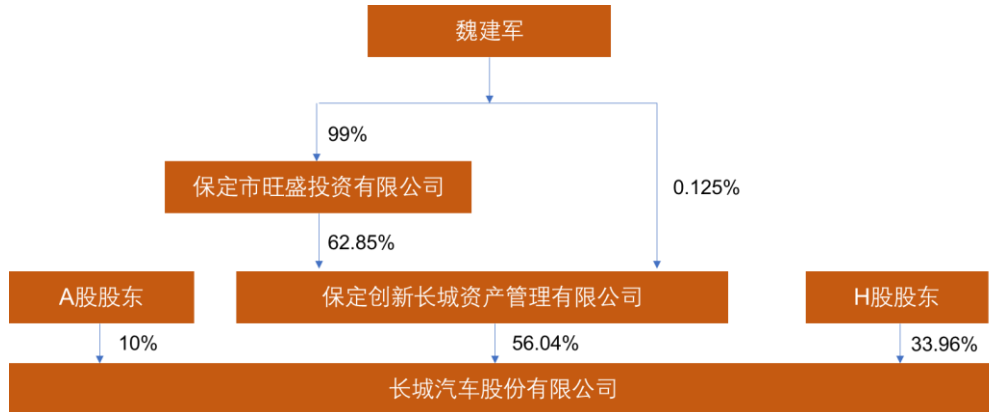
图表 37	国内销量前十车型及市占率	单位：万辆	16
图表 38	美国销量前十车型及市占率	单位：万辆	17
图表 39	日本前十车型销量及市占率	单位：万辆	17
图表 40	观致品牌推出历程		17
图表 41	雷克萨斯品牌历程		17
图表 42	雍容华贵的雷克萨斯 4S 店		18
图表 43	整齐有序快捷的售后服务		18
图表 44	2016 年美国市场豪华车销量	单位：辆	18
图表 45	哈弗 H8 推出历程		19
图表 46	哈弗 H7 和哈弗 H6 coupe 静态对比		20
图表 47	魏派 VV7 车型外观内饰		20
图表 48	哈弗 H7 和哈弗 H6 coupe 静态对比		21
图表 49	15-20 万主流车型性能参数		22
图表 50	主要竞品外观内饰		22
图表 51	各车型小重叠碰撞测试成绩		23
图表 52	VV7 和哈弗 H7 不同点横向对比		24
图表 53	VV7 盈利敏感性分析	单位：万辆、亿元	24
图表 54	公司历年产品均价	单位：万元	24
图表 55	公司盈利能力		24
图表 56	全球车企毛利率对比		25
图表 57	全球主要车企营业利润率对比		25
图表 58	国内外主要车企估值水平		26

一、国内 SUV 领军者

1.1 国内最大的 SUV 制造企业

长城汽车是中国最大的 SUV 制造企业。目前，旗下拥有长城、哈弗、WEY 三个品牌，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三个品类，以及主要汽车零部件的生产及供应。

图表1 长城汽车股权结构

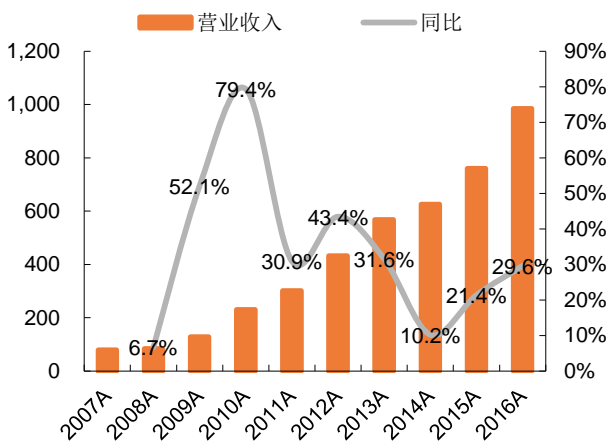


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 业绩多年维持正增长、坚持过度研发

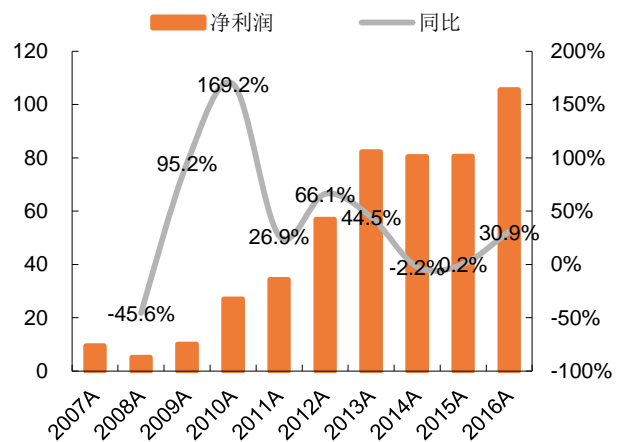
公司营收多年来一直维持正增长，其中 2009-2010 年受益于汽车行业购置税政策刺激，收入增速较快，2014 年营收增速较低，主要是因为当年公司轿车销量下滑较多。净利润端 2014-2015 年是低点，主要是由于行业下行压力大，终端促销优惠导致单车盈利能力降低。

图表2 公司历年营业收入 单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 公司历年净利润 单位：亿元

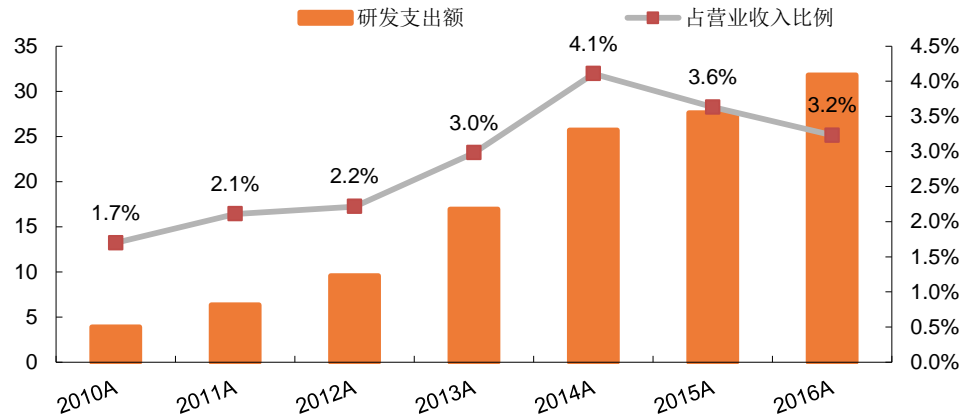


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司多年来注重研发投入，研发支出占营收比例近几年平均位于 3-3.5%之间，在研发设施方面，公司拥有迄今国内最大、规格最高的汽车综合试验场之一，具有研发、试制、试验、造型、数据五大功能的哈弗技术中心，实现了整车及零部件的研发布局，具备了全球化产品设计、开发能力。

图表4 历年研发投入

单位：亿元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.3 产能布局集中、利于管理

公司产能布局较为集中，在保定、天津、徐水拥有多家整车生产基地，有利于形成整车和零部件产业集群，利于节省运输物流成本。

图表5 公司产能布局

基地	产能	车型
保定工厂	40 万	皮卡、轿车
天津工厂	40 万	哈弗 H6
徐水一期	20 万	哈弗 H6 Coupe、哈弗 H8、哈弗 H9
徐水二期	20 万	哈弗 H2、哈弗 H7、WEY 01
徐水三期	25 万	哈弗全新 H6、WEY 02

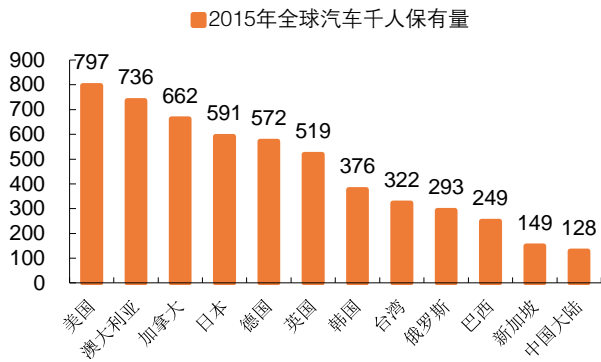
资料来源：公司网站，平安证券研究所

二、SUV 市场仍表现出众、“15-20 万”为自主蓝海

2.1 国内车市尚未见顶、SUV 仍一枝独秀

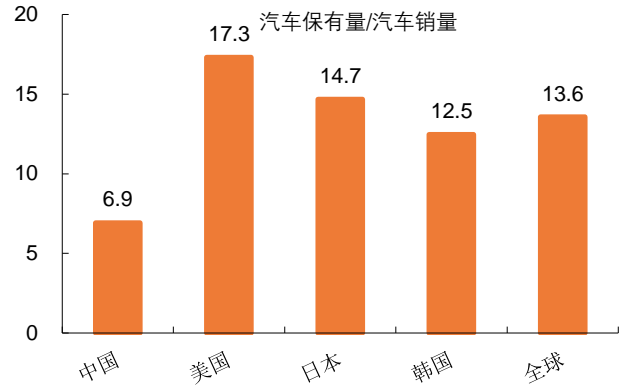
我国汽车保有量虽然已达 2 亿辆，但仍属年轻的汽车消费市场，每年汽车销量的 70%—80%都转化成了保有量，与日本/美国等成熟市场迥异。假设未来中国千人保有量达 200 台，我国汽车保有量可达 2.7 亿台，5-6 年更新周期，未来我国汽车年产销规模稳态在 4000 万台以上，乘用车未来稳态年产销规模在 3600 万辆以上，相比较 2016 年还有 50%的增长空间。

图表6 我国千人汽车保有量 单位：辆



资料来源:英文维基、平安证券研究所

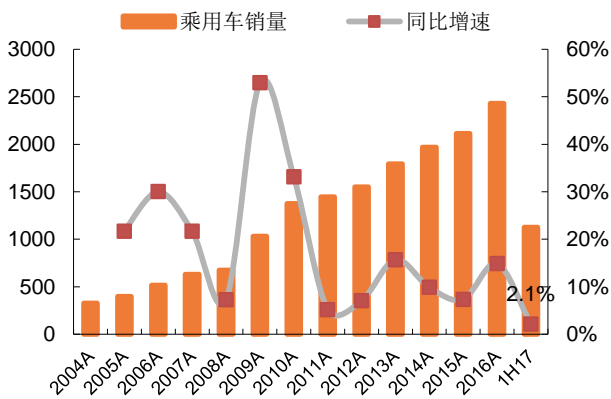
图表7 我国仍是一个年轻的汽车消费市场



资料来源:wind, 中国汽车工业协会,平安证券研究所

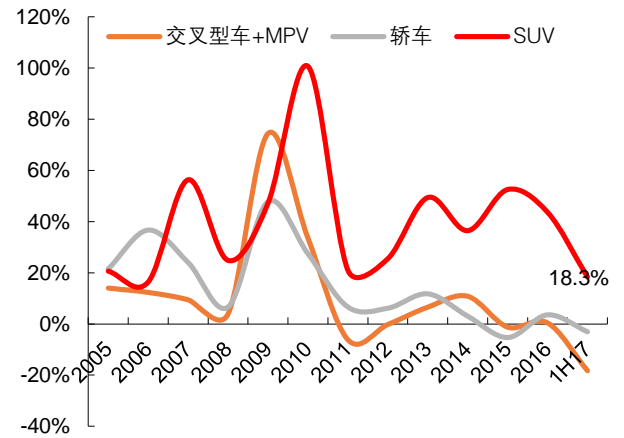
自 2010-2011 年开始,国内 SUV 市场增速明显超越行业,轿车和交叉乘用车市场萎缩,MPV 市占率震荡提升,同级别内,SUV 相比轿车具备更大的空间,我们认为国内二胎放开的影响会继续刺激国内 SUV 需求,国内 SUV 市场将会继续维持超越行业的增长。

图表8 国内乘用车历年销量及增速 单位：万辆



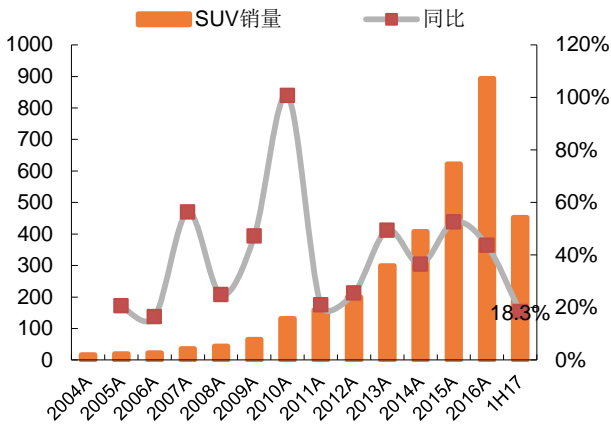
资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表9 国内分车型增速



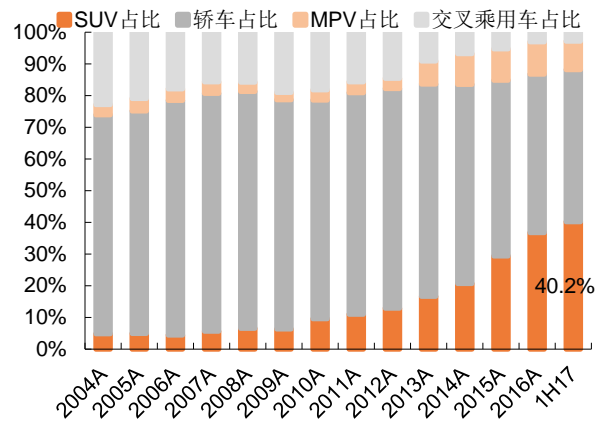
资料来源:中国汽车工业协会,平安证券研究所

图表10 国内 SUV 历年销量及增速 单位：万辆



资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表11 国内 SUV 占比持续提升



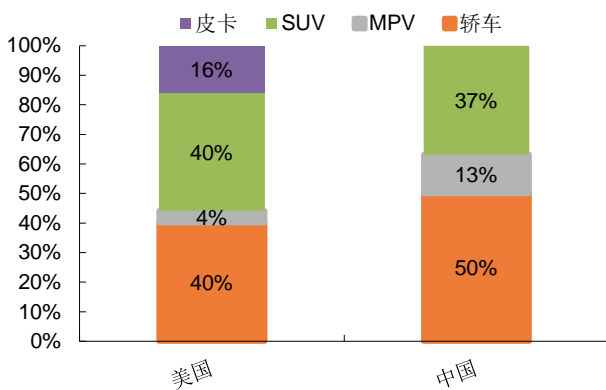
资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

国内 SUV 依然可维持较高增速。对比美国市场 2016 年汽车产品销量结构,发现 2016 年 SUV 占比约为 40%,皮卡占比约为 16%,国内 2016 年 SUV 占比约为 37%,我们认为国内 SUV 市场占比未来有望提升到美国皮卡+SUV 的市占率水平,主要原因有

- 1) 国外 SUV 多为四驱式、越野型 SUV,价格相对更高,限制了其市占率的提升,而国内多为城市 SUV,价格与轿车差异较小。
- 2) 美国皮卡文化和国人热爱 SUV 有异曲同工之效。

我们假设到 2020 年前国内乘用车行业销量年复合增速为 5%,2020 年 SUV 市场占比为 50%,则 SUV 细分行业从 2016 年 894 万辆到 2020 年 1476 万辆,年复合增速为 13.4%。

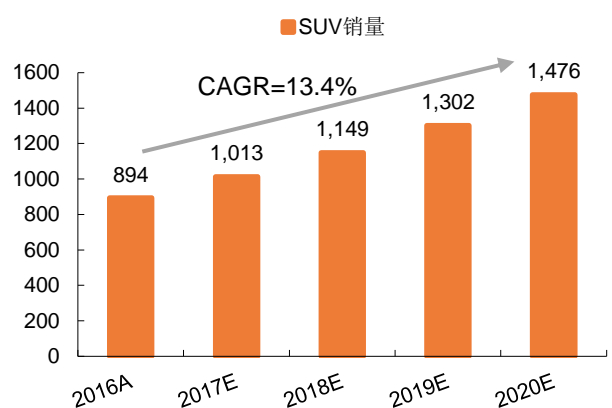
图表12 2016 年美中销量结构对比



资料来源:markline、平安证券研究所

附:交叉型乘用车并入 MPV 车型

图表13 国内 SUV 销量 单位：万辆

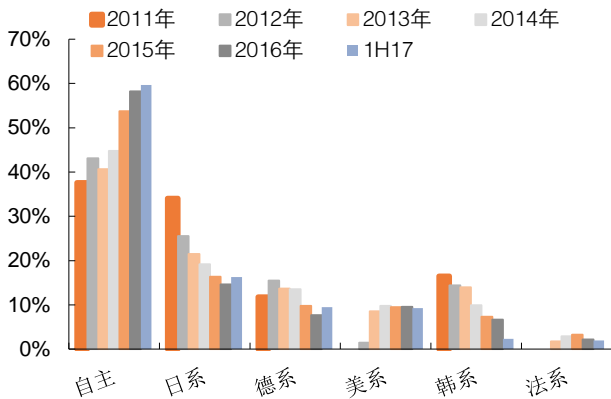


资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

2.2 15-20 万是自主品牌蓝海市场

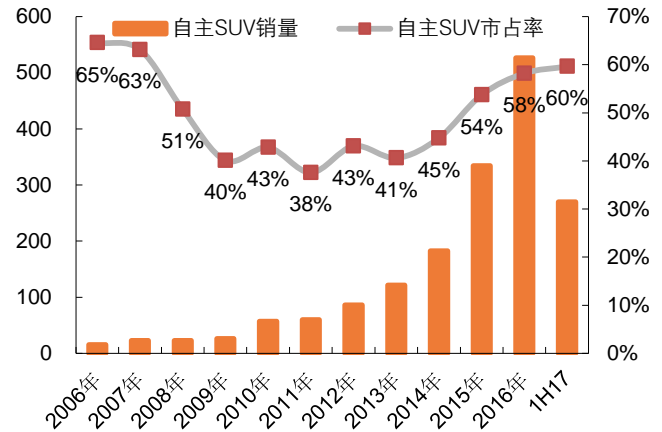
自主品牌 SUV 依然具备结构性机会。自主品牌 SUV 在过去 4 年时间里，市占率持续提升，而日系、德系由于缺乏 SUV 新品其市场份额持续下滑，韩系由于品牌力较弱，并且受到自主品牌挤压，其 SUV 份额也不断下滑。未来几年随着德系及日系在中小型 SUV 市场的发力和整体汽车行业景气度下行，我们预计到 2020 年自主品牌 SUV 的市场份额预计会保持不变。自主品牌 SUV 市场销量的年复合增速预计为 13.4%，依然高于整个汽车行业销量的增长速度。

图表14 SUV 分品牌市场份额



资料来源:中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表15 自主品牌 SUV 市占率持续提升 单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会,平安证券研究所

天高任鸟飞，15-20 万 SUV 市场是蓝海。

15-20 万区间车型竞争不充分,自主突破良机。5-10 万 SUV 市场销量前 10 名集中度连续多年降低, 10-15 万区间 SUV 销量前 10 名集中度在 2017 年重新得到提升, 主要是因为自主品牌多款车型销量爆发导致。

15-20 万区间 SUV 销量前 10 名集中度近几年整体处于较高水平, 2016 年集中度下滑主要是由于其中的美系 SUV 竞争力下滑, 其余车系多为较保守的日系, 在供给端方面缺乏强有力的产品出现。我们认为 15-20 万产品集中度较高充分体现出其竞争不够充分, 缺乏领导产品的市场格局, 对于自主品牌 15-20 万的突破是一个绝佳的机会。

15-20 万价格区间的份额具备提升空间。

从 2014-2016 年, 除美系 SUV 之外, 其余国别的 SUV 产品市场占有率持续下行, 而自主品牌市场占有率从 2014 年的 44.8% 提升至 58.2%。

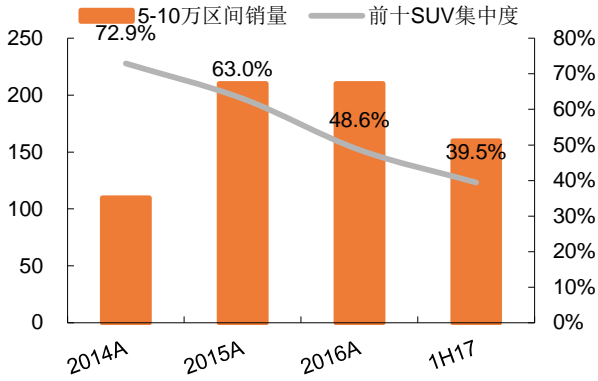
分价格区间来看, 我们可以看到 2014-2016 年, 5-10 万 SUV 的市场占有率大幅提升了 9.8 个百分点, 10-15 万、20 万以上 SUV 占有率基本持平或者略有下滑, 而 15-20 万 SUV 市场占有率下滑。

1) 可以判断 5-10 万 SUV 占有率的增长基本由自主品牌贡献, 供需两旺。需求端主要来自中西部和三四线城市, 供给端来自于自主品牌。

2) 20 万以上 SUV 占有率仅略下滑, 高价区间的 SUV 市场需求旺盛。

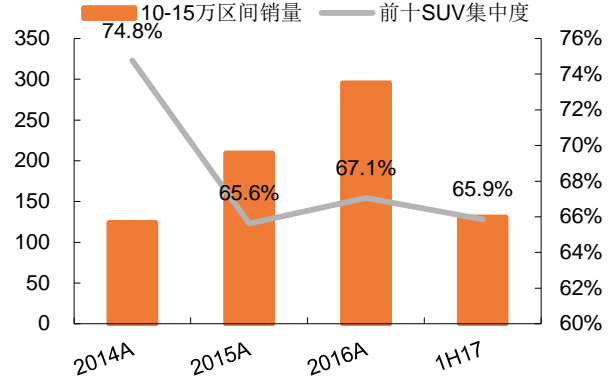
3) 15-20万区间 SUV 占有率下滑，我们判断主要是由于供给端产品缺乏导致，15-20万价格在过去几年非德系、美系重点布局区间，自主品牌更是没有产品布局。所以我们认为对于许多优质品牌来说此价格区间是一片蓝海，并且此区间的市场份额具备提升空间。

图表16 5-10万 SUV 销量、集中度 单位：万辆



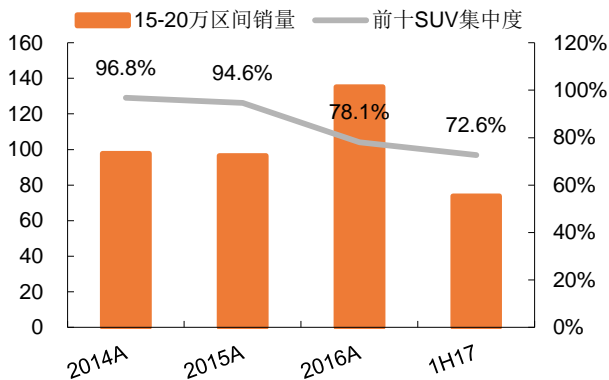
资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表17 10-15万 SUV 销量、集中度 单位：万辆



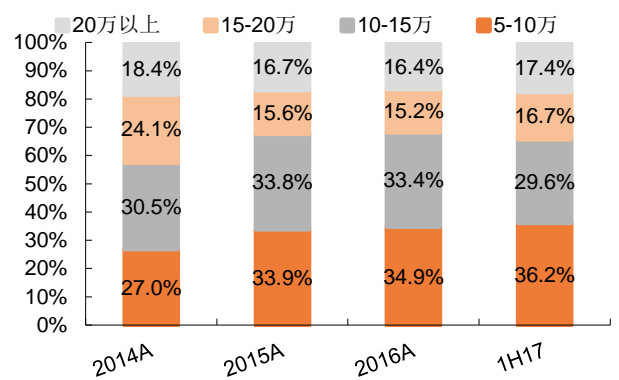
资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表18 15-20万 SUV 销量、集中度 单位：万辆



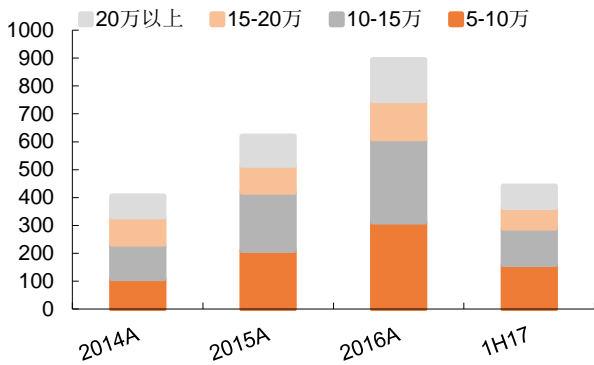
资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表19 分价格区间 SUV 市占率



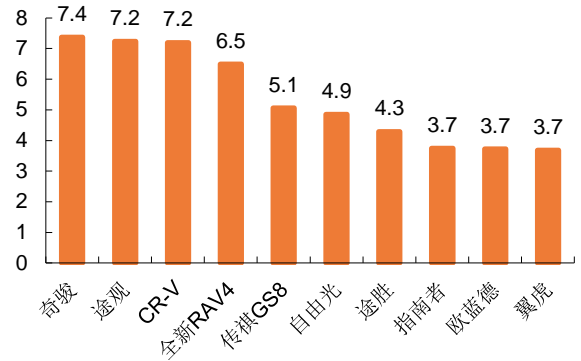
资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表20 分价格区间 SUV 销量 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表21 1H17 国内 15-20 万前十 SUV 销量 单位：万辆

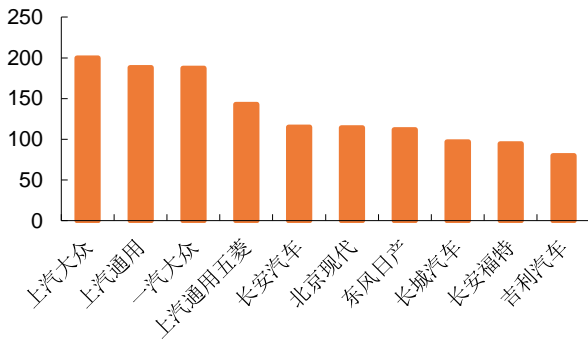


资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

2.3 步步领先、拥有可持续竞争优势

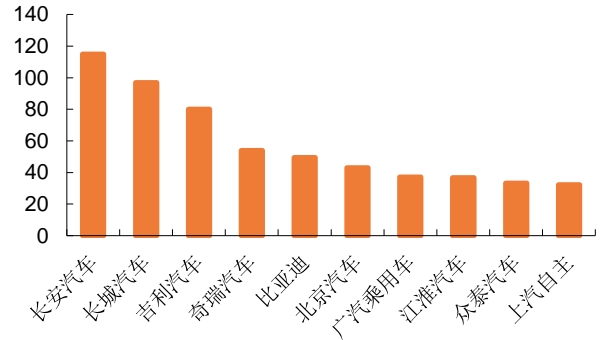
2016年，公司狭义乘用车销量排名国内第8，在自主品牌中排名第二，产销规模较大，尤其是SUV销量位居国内第一。

图表22 2016年车企销量排名 单位：万辆



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表23 2016年自主车企销量排名 单位：万辆



资料来源：乘联会，平安证券研究所

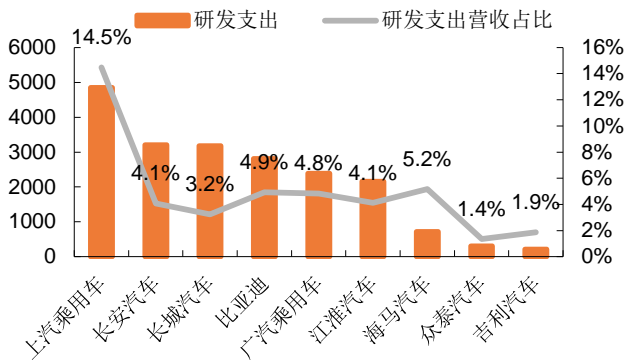
附：图内数据均为狭义乘用车

■ 公司研发投入大、技术积累深厚

公司研发支出绝对额在国内自主品牌车企中排名第3，在民营自主品牌中排名第1。

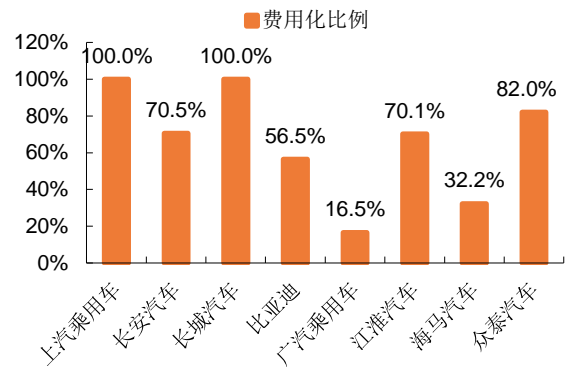
研发积累较深。汽车的长周期消费品属性决定了其可靠性也很重要，所以技术在实际应用上的积累时间和成熟度也是关键，我们认为哈弗品牌作为国内率先成熟的自主品牌，其产品积累底蕴足，产品可靠性更强。

图表24 长城汽车研发支出额名列前茅 单位：百万元



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表25 车企研发支出费用化情况



资料来源:公司公告、平安证券研究所

■ 销售渠道管控能力强

公司采取一区域一个经销商的管理模式，避免经销商之间重复竞争，造成资源浪费。另外经销商由公司直接管理，响应快，管控能力强，与主机厂协同性好。在国内自主品牌中公司单店年销售量最高，销量超过 1000 台，充分显示其渠道的竞争能力较强，单店盈利能力高，与合资品牌的差距在逐渐缩小（以外资品牌上汽大众为例，单店年销售量约为 1600 台左右）。

图表26 各自主车企渠道比较

自主车企	2016 年国内 4S 店数量	国内单店年销售量 (估计)
长城汽车	700+	1343
吉利汽车	800+	1000
广汽传祺	400+	930
上汽名爵	100+	800
长安自主	1000+	790
上汽荣威	350+	686

资料来源: 乘联会，平安证券研究所

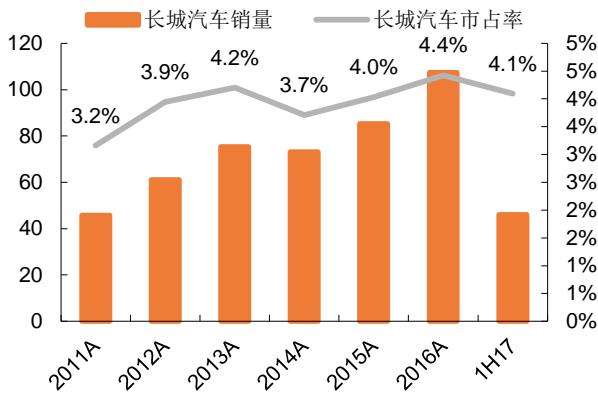
三、以哈弗为基、魏砥砺前行

3.1 聚焦 SUV、进入新一轮新品周期

■ 聚焦 SUV 路线

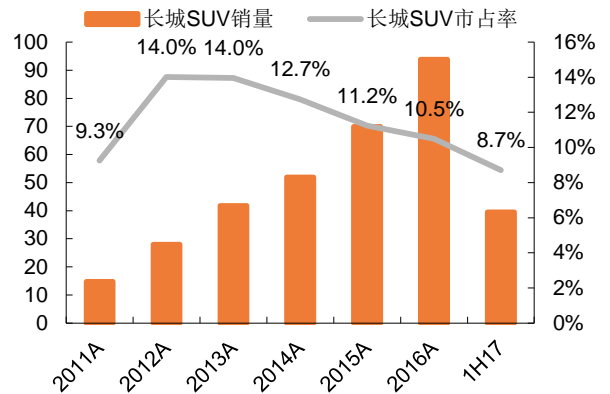
公司自 2011 年以来在国内汽车市场的市占率震荡提升，主要是因为公司主要产品 SUV 销量增速领先于行业。而在 SUV 细分市场领域，公司的市占率在 2014-2016 年持续下降，主要是由于 5-15 万 SUV 行业竞争激烈，公司此阶段新品较少，缺少更新换代导致。

图表27 市场份额振荡提升 单位：万辆



资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表28 公司 SUV 市占率连续 3 年下降 单位：万辆

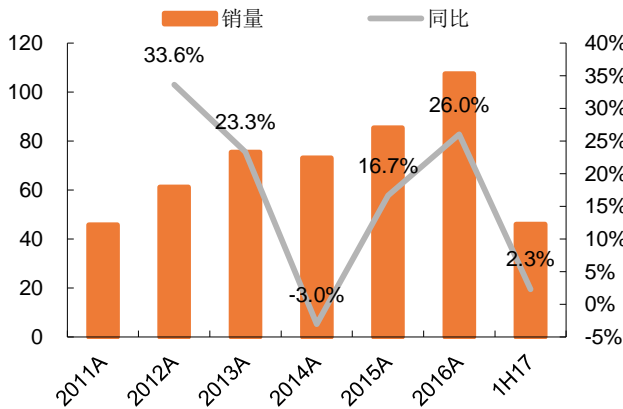


资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

公司销量多年来波动较大，2014 年公司轿车销量下滑较为严重，拖累整体增速，2015-2016 年由于公司推出新品较多，取得较为不错的销量增速。

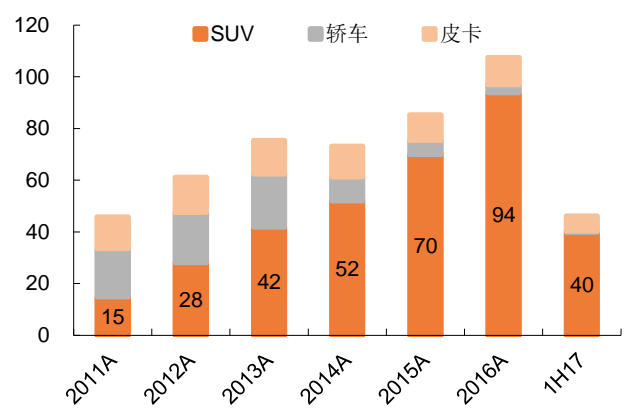
销量结构上，公司不断专注于 SUV 业务，SUV 占比持续提升，这也契合当下的行业趋势。

图表29 公司历年销量 单位：万辆



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表30 公司历年销量结构 单位：万辆



资料来源: 公司公告,平安证券研究所

持续不断推出新品、保持旺盛的生命力。公司 2011 年推出 SUV 爆款产品哈弗 H6，并且在 2013 年将哈弗系列分拆成独立品牌，加大对 SUV 的推广力度和专注度。2015 年推出红蓝标战略，形成红色 LOGO 和蓝色 LOGO 的双产品线，红标定位家用人群，蓝标定位造型更新颖，定位年轻人群，进一步扩大哈弗系列产品销量。2017 年 4 月公司推出高端子品牌魏派 (WEY)，定价为 15-20 万区间，有望实现高端突破。

图表31 公司大事记

时间	车型
2011年	8月 推出哈弗 H6
2012年	推出小型 SUV 哈弗 M4
2013年	3月 提出哈弗成为独立品牌
2014年	7月 哈弗 H2 上市
	11月 推出哈弗 H1、H9
2015年	4月 推出 H6 Coupe、 哈弗 H8 ，推出红蓝标战略
	上半年 推出哈弗 H7
2016年	下半年 推出蓝标 H6、红标 H6 COUPE
	11月 哈弗 H2S、哈弗 H7 七座版
2017年	4月 推出 WEY 品牌 vv7、全新 H6

资料来源：公司网站，平安证券研究所

■ 公司进入新一轮新品周期，哈弗系列有望继续增长

公司现销售的主要产品为哈弗系列的 SUV，其 SUV 产品占 2016 年销量比重约为 87.3%，其种类丰富，包括哈弗 H1、H2、H6、H7、H8、H9 等产品，定位较为广泛，从小型 SUV 到中型 SUV 都有覆盖，主要定价区间在 8-15 万，基本实现了这个价格区间的全覆盖。

图表32 公司产品型谱

车型	定价(万元)	定位	上市时间	发动机	变速箱
哈弗 H1 红标	5.49-6.79	小型 SUV	2016 年 10 月	1.5L	5MT 6AMT
哈弗 H1 蓝标	5.99-7.89	小型 SUV	2016 年 3 月	1.5L	5MT 6AMT
哈弗 H2 红标	8.68-11.18	小型 SUV	2014 年 7 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H2 蓝标	9.58-11.88	小型 SUV	2016 年 9 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H2S 红标	8.48-10.28	小型 SUV	2016 年 11 月	1.5T	6MT 7DCT
哈弗 H2S 蓝标	8.38-10.18	小型 SUV	2016 年 11 月	1.5T	6MT 7DCT
哈弗 H6 经典版	8.88-11.18	紧凑型 SUV	2017 年 3 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H6 运动版 红标	10.78-13.88	紧凑型 SUV	2015 年 11 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H6 运动版 蓝标	10.98-14.08	紧凑型 SUV	2016 年 10 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H6 升级版	8.88-13.98	紧凑型 SUV	2013 年 10 月	1.5T	6MT 6AT
哈弗 H6 全新 蓝标	11.88-14.68	紧凑型 SUV	2017 年 4 月	1.3T 2.0T	7DCT
哈弗 H6 全新 红标	11.88-14.68	紧凑型 SUV	2017 年 4 月	1.3T 2.0T	7DCT
哈弗 H6 COUPE 红标	12.78-14.98	紧凑型 SUV	2017 年 3 月	1.5T 2.0T	6MT 7DCT
哈弗 H6 COUPE 蓝标	12.28-17.18	紧凑型 SUV	2015 年 4 月	1.5T 2.0T	6MT 7DCT
哈弗 H7 红标	16.28-18.58	中型 SUV	2016 年 11 月	2.0T	6DCT
哈弗 H7 蓝标	14.98-16.98	中型 SUV	2016 年 4 月	2.0T	6DCT
哈弗 H7L 蓝标	17.18-19.38	中型 SUV	2016 年 11 月	2.0T	6DCT
哈弗 H8	18.38-25.68	大型 SUV	2017 年 5 月	2.0T	8AT
哈弗 H9	21.98-27.28	大型 SUV	2017 年 5 月	2.0T	8AT

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

公司自 2017 年开始进入全新的新品周期，继上半年推出全新哈弗 H6 之后，我们预计 2017 年下半年公司还将上市 4 款全新紧凑型 SUV，替代哈弗 H6 运动版、升级版、Coupe 等车型，并且实现 15-20 万价格区间的突破，这将有效带动公司产品销售，提振盈利水平。

图表33 2017 年全新车型

车型	定位	上市时间
哈弗 H4	紧凑型 SUV	2017 年下半年
魏派 VV5	紧凑型 SUV	2017 年 3 季度
哈弗 M6	紧凑型 SUV	2017 年下半年
魏派 Pi4 VV7x	插电式紧凑型 SUV	2017 年底

资料来源:汽车之家, 平安证券研究所

3.2 从初出茅庐到行业翘楚，“哈弗”是公司销量基石

哈弗 H6 难言销量天花板

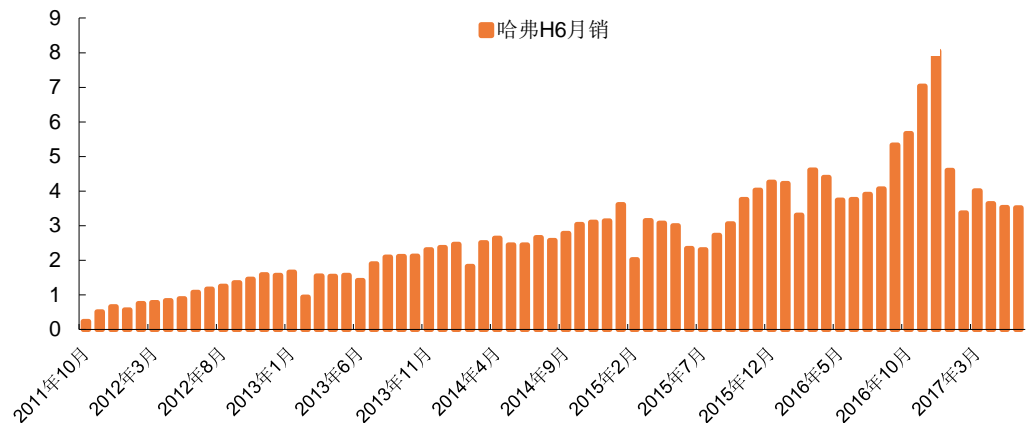
公司哈弗系列 SUV 中哈弗 H6 和哈弗 H2 销量较高，在哈弗系列中占比较大，2016 年两者合计占哈弗系列总量的 82.9%。

10-15 万价格区间车型具备最普适的空间和性能，是国内最主流的消费价格区间，且随着国内汽车消费升级，10-15 万车型的占比将会进一步提高，车型将会进一步洗牌，车型的集中度也有望提升，哈弗 H6 为明星车型，有望明显受益。

哈弗 H6 自上市之初就广受消费者欢迎，连续多年为 SUV 销量第一名，显示出其强大的生命力。公司多年来不断维持对哈弗 H6 产品的更新换代，在外观、内饰、动力性、油耗参数上不断进步，保证其竞争力。

图表34 哈弗 H6 上市至今月销量

单位：万辆



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

全新哈弗 H6 在颜值、油耗及动力参数上较旧版本都有较大改观。2016 年 4 月份哈弗全新 H6 上市，开启新一轮新品周期，全新 H6 相比历史产品，在外观内饰及动力参数上的表现都有所提升，尤其是油耗表现，全新哈弗 H6 的油耗要远远小于老版 H6。而相比其他竞品，在表面参数上全新哈弗

H6 各有优劣，但是经过我们对网上论坛口碑的搜集，我们发现在制造工艺及产品可靠性方面，全新哈弗 H6 更胜一筹。

图表35 主流竞品车型参数对比

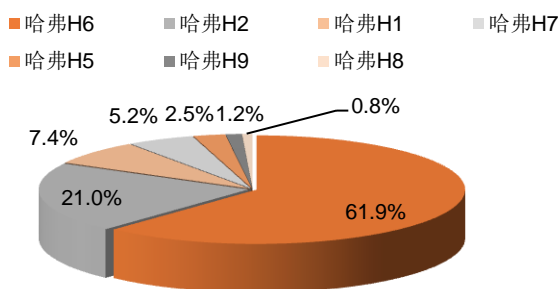
	全新哈弗 H6	哈弗 H6 运动版	吉利博越	传祺 GS4	荣威 RX5
指导价 (万元)	11.88-14.68	10.78-12.68	9.88-15.78	9.98-16.18	9.98-18.68
主销价格 (万元)	13.98	11.98	14.88	14.38	14.88
发动机	1.3T、2.0T	1.5T	1.8T、2.0T	1.3T、1.5T	1.5T、2.0T
轴距	2680	2680	2670	2650	2700
变速器	7DCT	6AT	6AT	6AT	7DCT
油耗 (L/百公里)	9.7	11.2	10.3	8.7	7.9
最大扭矩转速	2000-3600	2200-4500	1500-4000	1450-4250	1700-4400
最大扭矩 (NM)	315	210	285	235	250

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

对比全球市场，哈弗 H6 销量预计依然有接近 2 倍空间。2016 年国内销量第一名车型五菱宏光市占率约为 2.7%，公司主力车型哈弗 H6 销量 58 万辆，市占率为 2.4%。

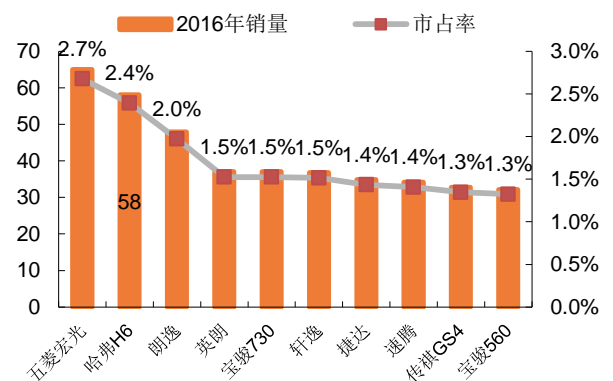
对比美国日本市场，美国销量第一车型福特 F 系列皮卡，市占率约为 4.6%，而日本市场销量第一车型为丰田普锐斯，市场占有率约为 4.5%，随国内车市进一步成熟，品牌格局进一步分化，消费者更加理性，我们认为国内前十车型的销量集中度有望提高，而哈弗 H6 是多年以来 SUV 销量的常胜冠军，依靠其不断进步的制造工艺和产品口碑，其在未来的年销量有望逐步提升，预计市占率还有接近 2 倍的提升空间。

图表36 2016 年哈弗系列各车型销量占比



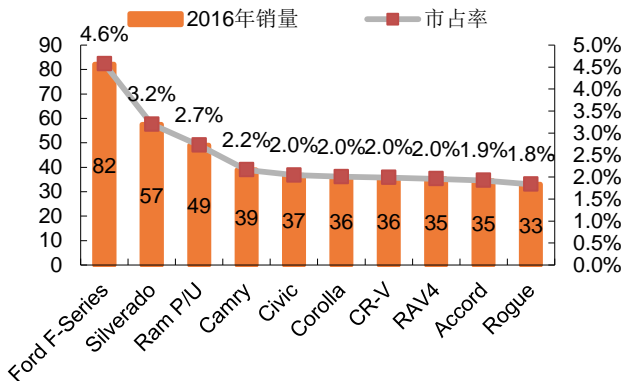
资料来源: 中国汽车工业协会、平安证券研究所

图表37 国内销量前十车型及市占率 单位: 万辆



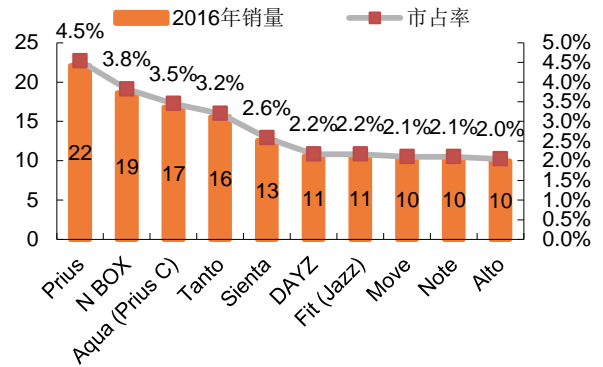
资料来源: MARKLINES, 平安证券研究所

图表38 美国销量前十车型及市占率 单位：万辆



资料来源: MARKLINES, 平安证券研究所

图表39 日本前十车型销量及市占率 单位：万辆



资料来源: MARKLINES, 平安证券研究所

完善渠道布局，进一步拉动销量。公司不断完善销售网络，全国拥有 1000+ 网点，并且还在逐步增加。推出国内第一家百搭定制化购车电子商场哈弗商城，链接全国消费者。渠道布局进一步完善，布局国内中西部等更具消费潜力的市场，可以进一步带动公司销量的增长。

3.3“WEY”引领高端化突破、有望复制哈弗之路

3.3.1 高端化突破产品、渠道、服务缺一不可

高端突破需具备合理定价及战略

国内车企的高端化突破的代表是奇瑞的观致品牌，但是最终观致品牌的销量并没有达到理想水平。

产品：从产品端来说，观致发动机和底盘技术来源于奇瑞汽车，以色列集团并没有造车技术和经验，导致了产品本身技术水准并没有得到消费者的认可。

战略：观致 3 上市之初定价过高，直接对标德系畅销车型速腾，品牌力尚有欠缺。另外观致 3 的定价区间是自下而上，而不是类似于宝沃自上而下，对于品牌初期形象建设也有欠缺。

渠道：计划 2014 年底有 100 家门店，到 2015 年底会超过 200 家，但是公司对于渠道网点设置门槛过高，导致前期铺设网点较少，销售渠道独立于奇瑞体系致使渠道无法下沉到二三线城市。

图表40 观致品牌推出历程

时间	事件
2013 年 12 月	观致 3 上市，售价 12-16.79 万
2014 年 12 月	观致 3 SUV 上市，售价 14-18 万
2016 年 3 月	观致 5 SUV 上市，售价 15-20 万

资料来源: 盖世汽车, 平安证券研究所

高端突破需以己之长补他人之短

丰田 1983 年创立豪华品牌雷克萨斯，迅速登上美国豪华车销量冠军宝座。

图表41 雷克萨斯品牌历程

时间	事件
1983 年	丰田决定创立雷克萨斯品牌

1989年	底特律和洛杉矶车展上市，9月上市销售，旗舰LS和入门级轿车ES，当年销售1.6万辆
1992年	超越宝马、奔驰，成为美国进口豪华车销量冠军
2000年	超越凯迪拉克，成为北美最畅销豪华车
2003年	雷克萨斯销量25.9万辆，拥有8个车型，在美国获得初步成功

资料来源：搜狐汽车，平安证券研究所

雷克萨斯产品端研发投入较多，可靠性强。雷克萨斯产品研发投入巨大，花费6年时间打造2款产品，投入约10亿美元，1400名工程师、2300名技术人员，先后制造900部发动机原型，试制450辆原型车。其车型除了RX和ES系列其余车型都在日本生产，保证其严格的品控。

战略定位严格区分，公司的丰田和雷克萨斯研发、制造、项目体系完全分离，保证雷克萨斯品牌与丰田品牌完全区分。公司在前期研发阶段针对美国市场做过深入调研，针对反传统的不喜欢ABB的年轻人量身定做，打造可靠性高、服务好、不出现任何质量问题的高端豪华品牌。

在营销与渠道上，渠道方面，打造环境优雅、雍容华贵的4S店，售后服务非常周全与便捷，考虑到消费者的方方面面，保证售前和售后可以享受到不同于其他品牌的服务，细节处理到位。

以己之长，补他人之短。相较于其他豪华品牌，雷克萨斯相比奥迪故障率低，在维修保养上更加方便便宜，相比宝马更加舒适，相比奔驰价格更加便宜。但是缺点是缺乏个性、钣金件薄、重量轻，但是这一点在美国并不是问题，反而其带来的低油耗优势吸引了大家。

图表42 雍容华贵的雷克萨斯4S店



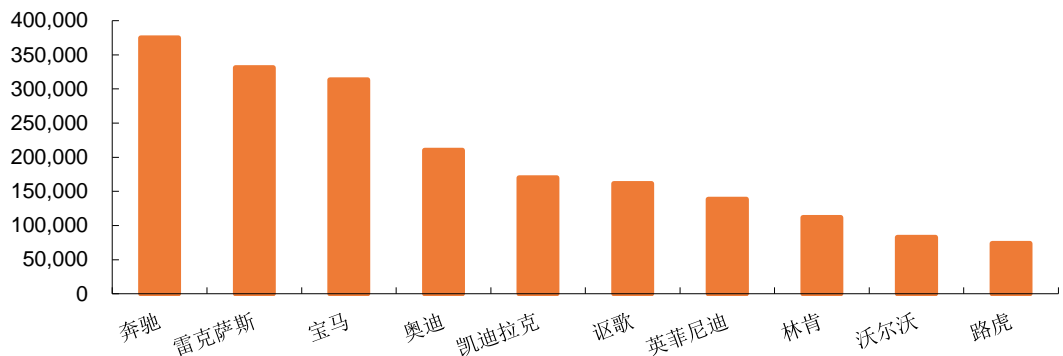
资料来源：网上车市，平安证券研究所

图表43 整齐有序快捷的售后服务



资料来源：网上车市，平安证券研究所

图表44 2016年美国市场豪华车销量 单位：辆



资料来源：markline，平安证券研究所

哈弗 H8 失败源于定价过高与技术积淀不足

哈弗 H8 定价过高、技术积累不足。哈弗 H8 是长城自主高端化突破的典型，长城在哈弗 H6 热卖 2 年的积累之后，欲打造哈弗 H8 做高端突破，但是由于项目开发过程积累不足，导致汽车在中高速会产生杂音，所以多次推迟上市，使得消费者丧失信心，最后销量并没有达到预期。

我们认为此次高端化突破失败有以下几点原因：

推迟上市使得消费者信心缺失。由于推迟上市问题，不少消费者对长城品牌出现动摇及信心缺失，对自主品牌的高端产品的产品力产生怀疑，丢失了很多客户。

价格区间跳跃性太大。哈弗车型的主力产品定价区间多在 15 万以内，在 15-20 万区间并没有过渡产品，无法给哈弗 H8 做出一个价格铺垫。

竞争对手强势。此价格区间竞争对手众多，品牌力很强，如通用昂科威、大众途观、现代途胜、本田 CRV、丰田 RAV4 等车型具备更强的品牌力和不错的产品，哈弗 H8 受上下夹击，加大了竞争难度，生存空间较小。

图表45 哈弗 H8 推出历程

时间	事件
2013 年 11 月 21 日	广州车展上市，售价 20-25 万
2014 年 1 月 13 日	宣布哈弗 H8 推迟 3 个月上市
2014 年	哈弗 H8 再次上市，售价 20.18-23.68 万
2014 年 5 月 9 日	宣布 H8 再次延迟交付
2015 年上海车展	哈弗 H8 再度上市，售价 20.18-25.68 万
2015 年底	哈弗 H8 降价 2 万，售价区间 17.98-23.48 万

资料来源：搜狐汽车，平安证券研究所

哈弗 H8 推出时公司并没有在高端产品领域有足够的技术积累和经验，致使多次推迟上市使消费者信心缺失，而且定价区间的不准确也凸显了公司对高端市场把握不足。回顾当时的行业背景，外资品牌的竞争力和品牌力依然远高于自主品牌。但是哈弗 H8 也为长城积累了冲击高端市场的经验，为后续高端车的推出做了铺垫。

哈弗 H7 并非公司战略车型

2016 年 4 月长城推出 15-20 万车型哈弗 H7，经历 2016 年末的销量顶点之后，月销过万之后，哈弗 H7 销量在 2017 年初迅速下滑。

我们认为哈弗 H7 的静态表现与 H6 类似，外观与 H6 相像，并没有太大的改观，内饰设计甚至不如 H6，仅在长度上有所加长，空间也无太大改善，尚未凸显出中型豪华车的特点，无法有效吸引消费者，哈弗 H7 也并非公司的重点产品，只是公司储备车型之一。

图表46 哈弗 H7 和哈弗 H6 coupe 静态对比



哈弗 H7 外观



哈弗 H7 中控



哈弗 H6 coupe 外观



哈弗 H6 coupe 中控

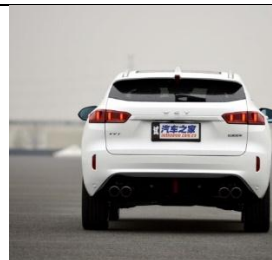
资料来源：汽车之家，平安证券研究所

3.3.2 WEY 开启新时代

WEY 的产品、渠道、营销均为一流

WEY 是长城汽车重点打造的新品牌，欲再次尝试 15-20 万区间的高端化突破。第一款车型 VV7 于 2017 年 4 月上市，定价为 16.78-18.88 万。

图表47 魏派 VV7 车型外观内饰



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

WEY 车型静态、动态表现较哈弗品牌都有较大提升。车型整体外观较哈弗品牌发生较大的变化，与整个哈弗品牌区分开，内饰做工细腻，豪华氛围的营造也较为出色，重视细节，可以说从静态表现上已经整体超越同价位合资品牌。

从动态表现上来讲，经过多次试乘试驾，我们认为其动力性能足以满足家用，起步响应可以接受，低速状态下没有顿挫感，高速状态下车身稳定性强，车内噪音很小，整体表现相比哈弗 H6、H7 有了长足的提升。

WEY 建设独立渠道、与哈弗品牌形成区分。WEY 渠道建设模式先期以店中店为主，后续会逐渐在全国各地区独立建店。现阶段全国的店中店预计已经有 100 家以上，到 2017 年底计划建成 100-150 家独立的魏派 4S 店，4S 店建设地点预计主要集中在 1-3 线城市。建设费用由经销商自己投资，厂家会给予 WEY 店经销商返点形式的补贴，魏派 4S 店和哈弗 4S 店同时可以满足魏派系列车型的售后维修服务。

多方位营销、针对性宣传。以往长城在宣传营销上是弱项，每年广宣费用投入较少，而在 WEY 品牌上公司加大了宣传投入，我们预计公司会投入以往 2 倍以上的宣传费用来进行 WEY 的宣传造势，公司已经在 CCTV 上投入广告，入围国家品牌计划，另外在全国百家万达商超 1 楼会专门搭建 WEY 的展示台，促进 WEY 派的宣传。宣传主要围绕“安全”和“豪华”两个定义。

图表48 哈弗 H7 和哈弗 H6 coupe 静态对比



WEY 入选国家品牌计划

万达商超宣传车

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

较同级竞品，性能参数遥遥领先

我们将中配版本 VV7 和 15-20 万价格区间排名前列的车型主销版本参数进行对比，可以发现 VV7 在动力总成、空间、科技配置等参数方面远远领先同级。

油耗并非消费者痛点。油耗并不是 VV7 的强项，其百公里油耗较高，但是我们认为其瑕不掩瑜，百公里多耗费 1-2L 油，假设每年行驶 2 万公里，一年只需要多花费 1200-2400 元，并不是消费者的痛点所在，其依靠高品价比可迅速抢占市场。

豪华感足，颜值高、内饰做工精致、NVH 和静音表现好。针对主要竞品车型高速噪声大、内饰做工粗糙等特点，VV7 在这几个方面进行了重点突破，通过多次试乘试驾，我们认为 VV7 内饰细节做工非常优秀，高速下 NVH 表现远超同级，达到豪华车水准，可以用更低的价格享受豪华车的体验。

针对性宣传，安全系数高。主要竞品钣金件薄，消费者对其安全性有所担忧，VV7 在行驶安全要素上进行了重点宣传，其车的安全系数极高。7 月 21 日，公司参与了号称最严苛的碰撞测试-小重叠面碰撞测试，成绩合格的车型极少，这也是自主品牌首次公开的小重叠碰撞测试，取得了优秀的成绩。

图表49 15-20万主流车型性能参数

车型/价格	VV7	本田 CRV	日产奇骏	现代途胜	传祺 GS8
	17.58 万	19.28 万	19.68 万	19.69 万	18.28 万
长宽高	4749*1931*1655	4585*1855*1679	4675*1820*1722	4475*1850*1660	4810*1910*1770
车身结构	5 门 5 座	5 门 5 座	5 门 5 座	5 门 5 座	5 门 7 座
发动机	2.0T 234 马力	1.5T 193 马力	2.0L 150 马力	1.6T 177 马力	2.0T 201 马力
轴距(mm)	2950	2660	2706	2670	2800
整备质量(kg)	1985	1517	1470	1603	约 1800
工信部综合油耗 (L/100km)	8	6.6	7.1	6.9	6.5
最大功率(kW)	172	142	110	130	148
最大扭矩(N·m)	360	243	200	265	320
最大扭矩转速(rpm)	2200-4000	2000-5000	4400	1500-4500	1750-4000
操控配置	8 项	6 项	6 项	7 项	8 项
内外部配置	15 项	13 项	7 项	10 项	12 项
高科技配置	4 项	1 项	1 项	1 项	2 项
车灯	LED	卤素	卤素	卤素	LED

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表50 主要竞品外观内饰



2017 款全新本田 CRV

日产奇骏

现代途胜

资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

图表51 各车型小重叠碰撞测试成绩

成绩	车型
优秀	讴歌 TL、沃尔沃 S60、VV7
良好	英菲尼迪 G
达标	讴歌 TSX、宝马 3 系、林肯 MKZ、大众 CC
不及格	奔驰 C 级、雷克萨斯 IS250/350、奥迪 A4、雷克萨斯 ES 350

资料来源:IIHS, 平安证券研究所

较哈弗 H7 全方位提升，动态表现优秀。对比哈弗 H7，VV7 首先在品牌上树立了与众不同的形象，其次在外观颜值上更加美观，内饰设计更加精良。通过我们多次试乘试驾，其在低速动力性能上比哈弗 H7 更好，不输于同价位自主品牌畅销车型传祺 GS8，高速的 NVH 表现和静音表现远超过同级的自主品牌，接近豪华品牌。

VV7 订单饱满，月销有望达万台以上

VV7 订单饱满，广受消费者欢迎。VV7 4 月 19 号上市，截止到 5 月中旬，估计订单达 7000 台，截止到 6 月初，其全国订单估计已经超 2 万台，全国有 100-200 家店中店，订单爬坡迅速。我们对比广汽传祺 GS8 上市时订单情况，GS8 10 月 26 号上市，11 月 11 号订单 1.6 万台，刨除上市前网络预售车型 8000 台，半个月 500 家 4S 店 8000 台订单。可以发现 WEY 的单店订单数量远超传祺 GS8。

参考主流竞品销量水平，VV7 稳态月销有望过万。WEY 所处价格带主要竞争对手为日系 SUV，包括日产奇骏、本田 CRV、丰田全新 RAV4 等，月销均在 1 万以上，并且已经是上市多年的产品，产品力老化，我认为 VV7 在品牌力上稍显弱势，但是在产品力和性能参数上遥遥领先，销量水平有望达到甚至超越主流竞品。

WEY 开启新时代、再造半个哈弗品牌

公司规划到 2020 年达到 200 万年销量，其中 WEY 品牌占 25%，WEY 品牌有望复制哈弗之路，继 VV7 之后预计还将继续基于此品牌迅速推出多款车型，打造品牌知名度，迅速提升品牌销量，在消费者心中营造良好口碑，有望复制哈弗品牌的成功。

WEY 具备品价比，但单车盈利仍处较高水平

WEY 品牌品价比较高，在此我们针对其盈利能力进行分析，将 VV7 (17.58 万中配版本) 与哈弗 H7 做横向对比，以判断 VV7 的盈利能力，WEY 中间配置 17.58 万相比同价位的 H7 (17.38 万主销版本)，配置上比较：

净利率有望至平均水准。可以看到两车单纯在 BOOM 成本上类似，但是据我们调研，WEY90% 的订单来源于最高配 18.88 万版本，仅比中配版本多出几项微小的电子配置，价格提高 1 万左右，其盈利能力进一步提升，所以说同等销量水平下 WEY 的盈利能力要高于哈弗 H7，我们认为当 WEY 销量企稳、模具摊销完毕之后其盈利能力可达甚至超过公司平均净利率水平。

图表52 VV7 和哈弗 H7 不同点横向对比

参数	VV7	哈弗 H7	成本增加
长宽高	4749*1931*1655	4715*1925*1718	
轴距	2950	2850	
变速箱	7 速双离合	6 速双离合	-3000
全液晶仪表盘	有	无	+500
座椅	腰部支撑	无	+100
电动座椅记忆	有	无	+100
灯	LED	氙气大灯	+500
ADAS	AEB ACC	无	+1500

资料来源:IIHS, 平安证券研究所

图表53 VV7 盈利敏感性分析

单位:万辆、亿元

	非常悲观	较悲观	中性	较乐观	非常乐观
2018 年 VV7 年销量	3.6	6	10	15	18
2018 年 VV7 净利润	1.4	5	11	18.5	23

资料来源:平安证券研究所

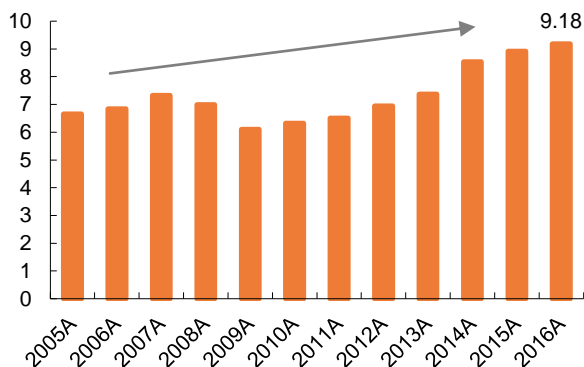
3.4 公司盈利短期承压、长期维稳

短期盈利承压不改单品价值中枢上移趋势

行业竞争加剧，短期盈利承压。公司毛利率和净利率处于整车行业较高水平，但是自 2013 年起，由于 SUV 行业竞争加剧，为保证市场份额，公司加大优惠促销，近三年毛利率和净利率处于下滑态势。

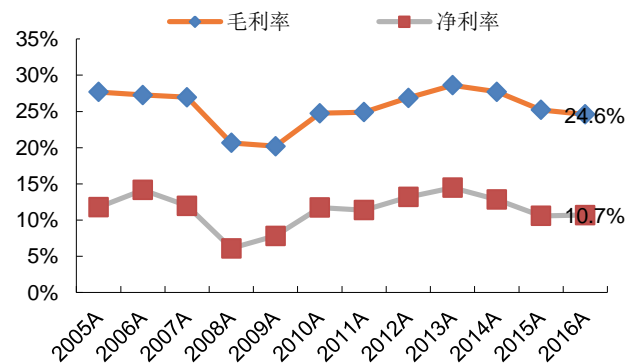
产品单价中枢有望继续上移。公司产品均价自 2009 年开始整体呈现不断提升的态势，说明公司一直在做产品端的升级，单车价格中枢上移，长期来看有望提升盈利能力。

图表54 公司历年产品均价 单位:万元



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表55 公司盈利能力



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

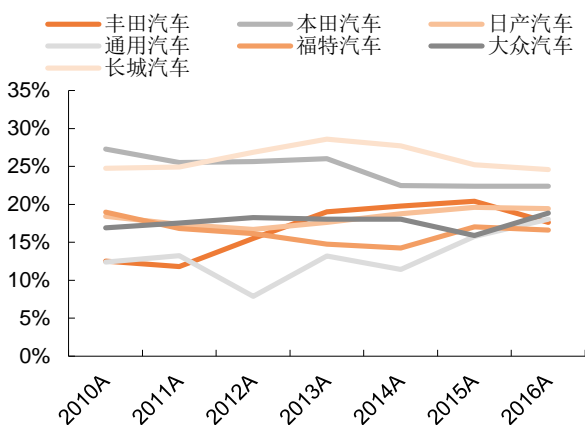
盈利能力有望长期维稳

零部件垂直一体化体系节约成本。在零部件采购环节，公司通过垂直整合掌控核心零部件资源。长期致力于核心零部件的自主研发及生产，不断提升垂直整合的含金量，已形成发动机、变速器、车灯等核心零部件的自制能力。预计公司自制件价值单车占比在 50%左右，可以较为显著的节约采购成本。另外，垂直一体化的采购体系协同性好，反应速度较快。缺点是缺乏市场化机制，与外部沟通较少，技术上容易落后，但是公司通过优异的管理持续避免这一类问题。

精益生产、优秀管理控制成本。公司从 2004 年引入丰田精益生产模式，奉行每天进步一点点的精益思想，至 2016 年改善收益巨大。通过优秀的管理机制公司在内部坚决杜绝腐败和人员冗余，节省了成本同时还优化了执行流程。

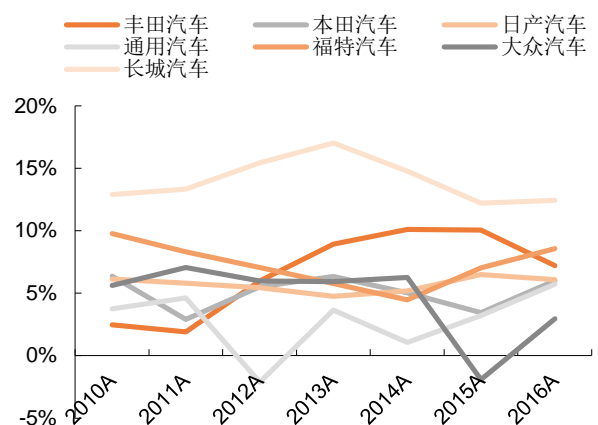
对标全球车企，营业利润率、毛利率并不具备太大下滑风险。对比长城汽车和全球主要车企的盈利能力，我们发现，日本车企丰田、本田、日产的营业利润率要高于全球其他车企，这与其精益生产管理模式和纵向一体化的产业链有关。而长城汽车的毛利率和营业利润率、毛利率仅略高于丰田、本田，考虑到国内汽车行业仍在成长，我们认为公司盈利能力长期来看并不具备太大的下滑风险。

图表56 全球车企毛利率对比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表57 全球主要车企营业利润率对比



资料来源:公司公告、平安证券研究所

自动变速箱自制进一步节约成本。公司为提升综合竞争力，实施年产 100 万台 DCT 变速器项目，分两期实施，项目投资额为 60 个亿。2015 年 10 月份动工建设，一期已经投产，二期厂房预计 2017 年 8 月完成建设，2018 年投产。

公司现在已经已建立一个国际化、高水平的变速器开发人才队伍，拥有保定、上海两大变速器技术研发中心。以具有多年设计开发经验人员为核心，在软件标定、试验、液压开发、工艺等技术领域拥有优秀的自主开发能力。在试验验证、试制加工等领域均达到了行业内领先水平。试验验证方面，公司拥有国际先进水平的试验中心，能够独立完成分总成的验证试验。试制加工方面，公司拥有完备的试制能力，具备盘齿、轴齿、壳体等变速器关键硬件的试制加工能力。

自制的 7DCT 变速器已经在 VV7 车型上搭载，并会进一步搭载在 WEY 品牌其他车型上，预计在明年会迅速搭载在哈弗车型上，公司自动变速器原为格特拉克、HPT 采购，现改为自制每台自动变速器估计可为公司节省 3000 元左右的成本。

综上所述，我们认为虽然国内汽车市场竞争愈加激烈，但是长城汽车由于成本控制能力优异、零部件自制，产品升级等原因，其盈利能力在未来几年持续下滑风险较小，甚至依旧可以维持现阶段水平甚至逐步提升。

四、盈利预测与投资建议

SUV 仍一枝独秀、15-20 万为自主品牌蓝海。国内车市千人保有量较发达国家处于较低水平，销量仍有 50% 增长空间。相较美国，国内 SUV 性能更偏向城市，价格更低，市占率有望在 2020 年提升至 50%，未来 3 年可维持 13.4% 的复合增速。相比 5-15 万价格区间，15-20 万价格带销量前 10 车型占有率较高，竞争尚不充分，并且由于缺乏德系、美系等强势品牌和重磅车型，此价格带市占率持续走低，在消费升级的大背景下，预计 15-20 万车型销量增长空间较大，对国内优质自主品牌来说是一片蓝海。

“哈弗”从初出茅庐到行业翘楚，百尺竿头有望更进一步。公司多年来聚焦 SUV 路线，研发积累、渠道协同、成本管控均为国内一流，哈弗品牌更是长盛不衰，2017 年公司进入新一轮新品周期，哈弗系列推出 3 款全新 SUV 提振销量，我们认为相比美国、日本市场，国内单一车型市占率尚有提升潜力，品牌格局预计分化，哈弗品牌主要车型 H6 市占率仍有接近 2 倍的提升空间，随公司渠道不断布局、新品推出，其销量有望继续提高。

WEY 引领高端化突破，有望复制哈弗之路。高端化产品需以己之长补他人之短，“WEY”品牌主打 15-20 万价格区间，在安全性、静态表现、NVH 上均远超对手，并且进行针对性宣传。现阶段订单饱满，有望提振销量并且迅速基于此品牌推出多款车型，复制哈弗之路，预计到 2020 年至年销 50 万。对其进行成本分拆，其品价比较高，但是单车盈利仍可处较高水平，有望提振公司整体盈利，对标全球车企，公司利润率下滑风险较小，长期来看公司盈利能力有望维稳。

公司为国内 SUV 领军者，哈弗品牌进入新一轮新品周期，销量有望继续提升，高端子品牌 WEY 订单饱满，有望基于子品牌迅速推出多款车型，复制哈弗之路，提振整体销量和盈利水平。维持 2017-2019 年业绩预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.89、1.34、1.73 元，维持“推荐”评级。

图表58 国内外主要车企估值水平

代码	公司	2017 市盈率 PE
0175.HK	吉利汽车 H	17.2
TM.N	丰田汽车	14.0
2238.HK	广汽集团 H	10.3
600104.SH	上汽集团 A	10.2
HMC.N	本田汽车	9.3
F.N	福特汽车	7.5
GM.N	通用汽车	5.9

资料来源:wind, bloomberg, 平安证券研究所

附: 股价截止 2017 年 7 月 24 日, 盈利预测采用 wind 一致预期, 彭博一致预期

五、 风险提示

- 1) 车市竞争激烈程度加剧；
- 2) 新品销量不及预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	53928	56838	79251	81540	营业收入	98444	110532	143793	177738
现金	2154	8485	0	5119	营业成本	74360	85609	110017	135126
应收账款	518	823	921	1234	营业税金及附加	3833	4296	5589	6908
其他应收款	251	145	370	267	营业费用	3175	4222	5493	6790
预付账款	1057	1119	1712	1787	管理费用	4575	6632	7909	9776
存货	6061	5660	9403	9098	财务费用	-4	186.4	297.4	383.9
其他流动资产	43887	40607	66844	64036	资产减值损失	413	120	100	100
非流动资产	38381	40359	48753	56563	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	-18	-36	-54	投资净收益	30	55	54	59
固定资产	24715	26728	33968	40775	营业利润	12276	9522	14442	18714
无形资产	3211	3395	3557	3719	营业外收入	249	331	353	368
其他非流动资产	10455	10254	11264	12124	营业外支出	42	40	45	45
资产总计	92309	97197	128004	138103	利润总额	12483	9810	14751	19038
流动负债	43252	43181	66650	65205	所得税	1929	1648	2478	3198
短期借款	250	250	2335	250	净利润	10554	8162	12273	15840
应付账款	25007	21746	38338	35459	少数股东损益	3	4	6	8
其他流动负债	17995	21185	25977	29496	归属母公司净利润	10551	8158	12267	15832
非流动负债	1703	1694	1689	1683	EBITDA	14999	11933	17550	22718
长期借款	50	41	36	30	EPS (元)	1.16	0.89	1.34	1.73
其他非流动负债	1653	1653	1653	1653					
负债合计	44956	44876	68339	66888					
少数股东权益	59	63	69	77					
股本	9127	9127	9127	9127					
资本公积	1411	1411	1411	1411					
留存收益	36758	42626	51519	63105					
归属母公司股东权益	47295	52258	59596	71138					
负债和股东权益	92309	97197	128004	138103					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8835	14005	5847	23309
净利润	10554	8162	12273	15840
折旧摊销	2562	2266	2846	3677
财务费用	-4	186	297	384
投资损失	-30	-55	-54	-59
营运资金变动	-4342	3446	-9516	3468
其他经营现金流	96	0	0	0
投资活动现金流	-8367	-4188	-11187	-11427
资本支出	6684	1996	8413	7828
长期投资	-1689	18	18	18
其他投资现金流	-3372	-2175	-2757	-3582
筹资活动现金流	-1116	-3485	-5230	-4678
短期借款	-50	0	0	0
长期借款	-0	-9	-5	-6
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1066	-3476	-5225	-4672
现金净增加额	-567	6332	-10570	7204

主要财务比率				
会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	29.61	12.28	30.09	23.61
营业利润(%)	32.28	-22.44	51.67	29.58
归属于母公司净利润(%)	30.92	-22.68	50.37	29.06
获利能力				
毛利率(%)	24.46	22.55	23.49	23.97
净利率(%)	10.72	7.38	8.53	8.91
ROE(%)	22.29	15.60	20.57	22.24
ROIC(%)	21.31	14.84	19.23	21.68
偿债能力				
资产负债率(%)	48.70	46.17	53.39	48.43
净负债比率(%)	-3.69	-15.64	3.99	-6.78
流动比率	1.25	1.32	1.19	1.25
速动比率	1.11	1.19	1.05	1.11
营运能力				
总资产周转率	1.20	1.17	1.28	1.34
应收账款周转率	164.91	164.91	164.91	164.91
应付账款周转率	3.66	3.66	3.66	3.66
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.16	0.89	1.34	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	1.18	1.53	0.64	2.55
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.73	6.53	7.79
估值比率				
P/E	11.44	14.80	9.84	7.63
P/B	2.55	2.31	2.03	1.70
EV/EBITDA	7.95	9.46	7.03	5.12

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033