

太平洋汽车2019年战略推荐

长城汽车：极致匠人，日进日新

太平洋汽车白宇团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

报告撰写时间：2019年2月19日

核心推荐逻辑

专业专注，极致匠心：国内专业打造SUV与皮卡领先车企，长期**专注**两大领域，极致匠心打造**高性价比精品**，国民神车H6家喻户晓，风骏皮卡纵横江湖一骑绝尘，半军事化管理成就**极致效率**，质量成本管控业内首屈一指。



宝刀未老，亮剑沙场：皮卡称霸市场**21**年，SUV销量**16**年连续国内第一，纵驰骋沙场耕耘多年，但宝刀依旧未老。多点发力，亮剑沙场，**H6**每年均有新品推出，一直引领市场，在售产品超过**40**余款几乎可满足所有目标群体；**全新F系列**主打年轻、时尚、智能，**F7**上市即热销，开拓全新市场；**WEY品牌**打造轻奢豪华，创始人以己之名背书，三款产品错位竞争，助力品牌高端向上。

VERY GOOD

日进日新，不惧未来：“每天进步一点点”的核心文化基因持续注入新的血液与理念。新能源打造全新欧拉品牌，并与**宝马**合资生产电动版MINI车型，前瞻布局**氢燃料电池领域**；智能驾驶通过**I-pilot计划**持续推进，不惧未来。

预计18/19年利润分别为**53.54亿元/60.31亿元**，对应18/19年PE分别为**12倍/11倍**，2019年战略重点推荐“买入”！

市场潜在质疑

轿车及MPV市场短板明显如何弥补？
SUV市场红利消失后如何实现增长？

总部保定偏居一隅，如何留住优秀人才？



新能源领域进展缓慢，双积分压力如何缓解？

目录

- 1 极致打造精品、专注成就匠人
- 2 SUV仍为热土，长城份额尚未见顶
- 3 被忽视的皮卡、有望成为下一个亮点
- 4 未来不缺席：新能源&智能驾驶奋起直追
- 5 盈利预测及投资建议

1. 极致打造精品、专注成就匠人

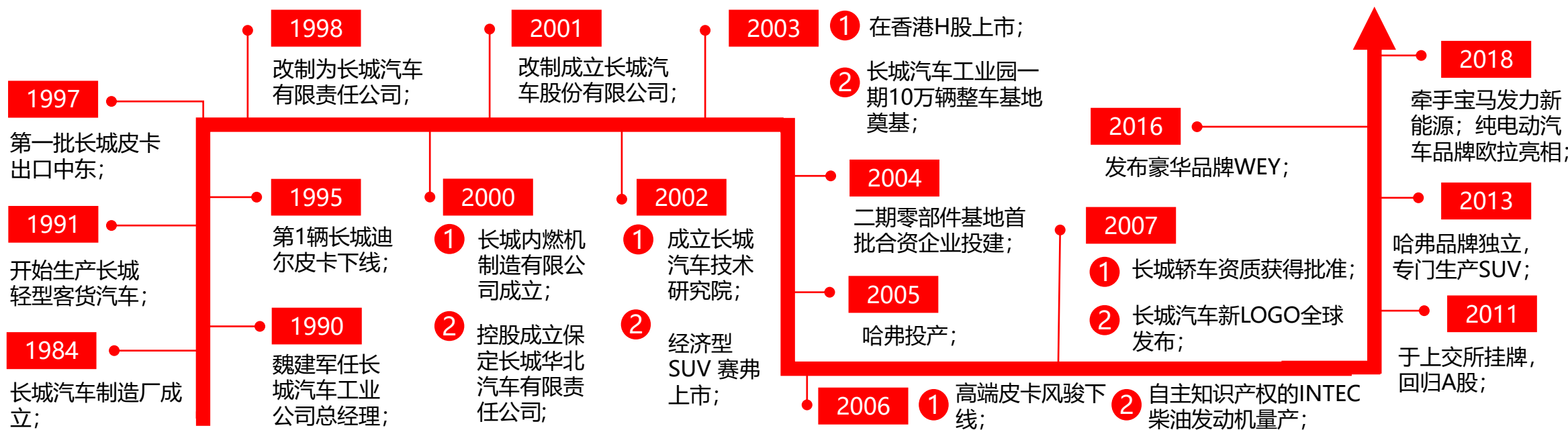
- ◆ 稳扎稳打三十余年，“SUV+皮卡” 构筑强大护城河
- ◆ “哈弗+WEY” 组合拳重塑SUV优势，“电动小车” 切入新能源
- ◆ 产能合理扩建，走出津冀迈向全球
- ◆ 营收长期稳健成长，净利润有所波动



稳扎稳打三十余年，“SUV+皮卡” 构筑强大护城河

- 长城汽车创始于1984年，于2001年改制为股份有限公司，于2003年在香港H股上市；2006年哈弗首销意大利，2007年获轿车生产资质，2011年于上交所挂牌上市；专注细分市场，长期在SUV与皮卡领域称霸市场。
- 公司在2013年，独立出哈弗品牌以专注于SUV领域，并在2016年发布定位豪华的SUV品牌WEY，依靠这两套组合拳以确保对SUV市场的掌控，并在2018年成立纯电品牌欧拉，与宝马合资生产电动版MINI以登陆新能源领域。

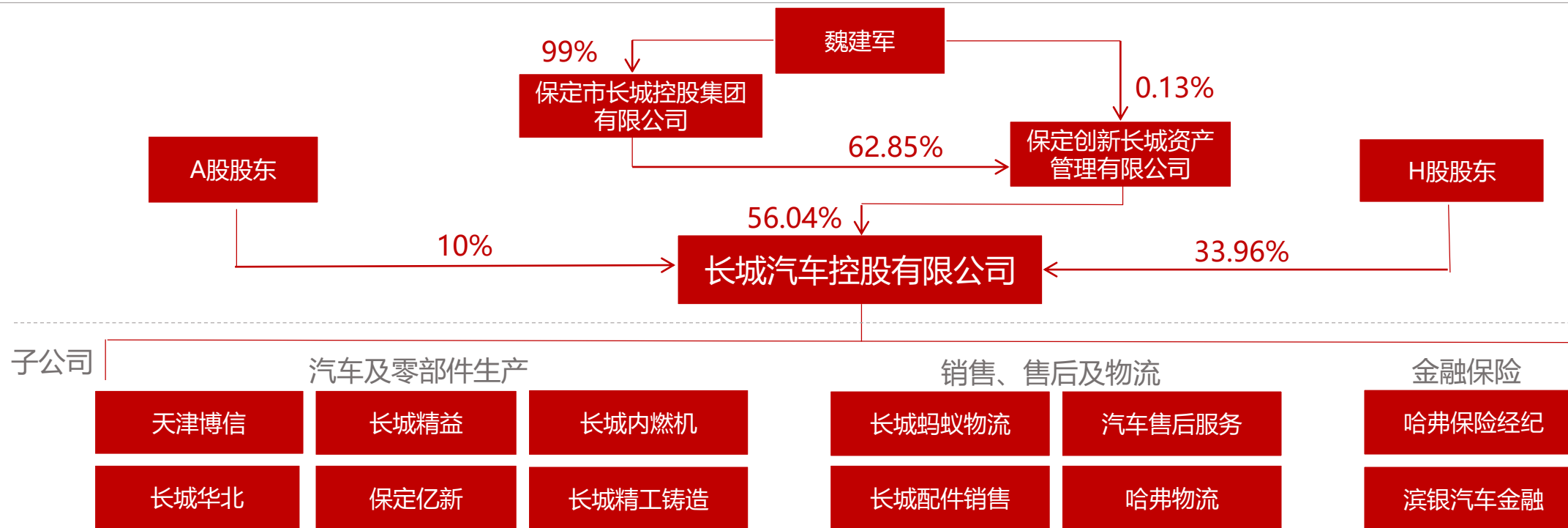
图表：长城汽车的历史沿革大事



股权清晰稳定，民营车企机制灵活

- 长城汽车股权集中于保定新长城资产，而该公司62.85%的股权是在保定长城控股集团，长城汽车创始人魏建军先生则持有保定长城控股集团99%的股权，所以总体而言，长城汽车控制权稳定，经营规划执行有序；
- 公司对外投资，主要以汽车配件及服务为主，旗下子公司主要的法定代表人，以长城汽车高层为主，控股关系明显，民营性质车企具有较强的执行力以及灵活的机制，成本控制能力业内领先。

图表：长城汽车股权关系及分子公司情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

“哈弗+WEY” 组合拳重塑SUV优势，“电动小车” 切入新能源

- 公司旗下的哈弗品牌经过长期的经营，拥有较大的品牌影响力和号召力，是公司的优质资产部分，而在2016年推出WEY品牌，则是依靠公司长期在SUV市场的经验，而打造的高端SUV品牌，从而借此冲击高端乘用车市场；
- 随着消费市场和政府政策不断向新能源方向倾斜，公司推出了欧拉品牌汽车，主打“电动小车”，既是以技术较易的微型纯电车作为新能源市场切入，也是避开了竞争激烈新能源SUV领域，而与宝马合资成立的光束汽车，也将以MINI车型为主打，冲击新能源市场。

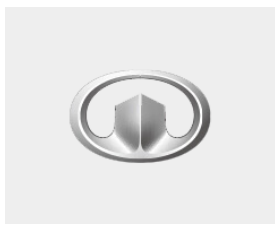
图表：长城汽车品牌规划布局情况



哈弗

创于2005年，于2013年品牌独立，独立后专注于SUV领域；

哈弗以优异质量和亲民价格，牢牢占据国内SUV销售榜前排，更是授权海外组装销售。



长城

与长城汽车共同成长，于2007年启用新LOGO；

长城品牌汽车目前在销的主要有皮卡和轿车，主打质量和价格，目前长城皮卡已在海外多地销售。



魏派

创于2016年，是以长城汽车创始人姓氏命名的轻奢SUV品牌；

产品定位“轻奢、动感”，为城市中产阶级青年群体，打造高品质和高格调的驾乘体验。



欧拉

创于2005年，品牌着眼于新能源市场；

品牌主打“开放、可靠、非传统”的理念，目前推出的车型是纯电微型轿车。



光束

2018年，由长城汽车与荷兰宝马集团合资成立；

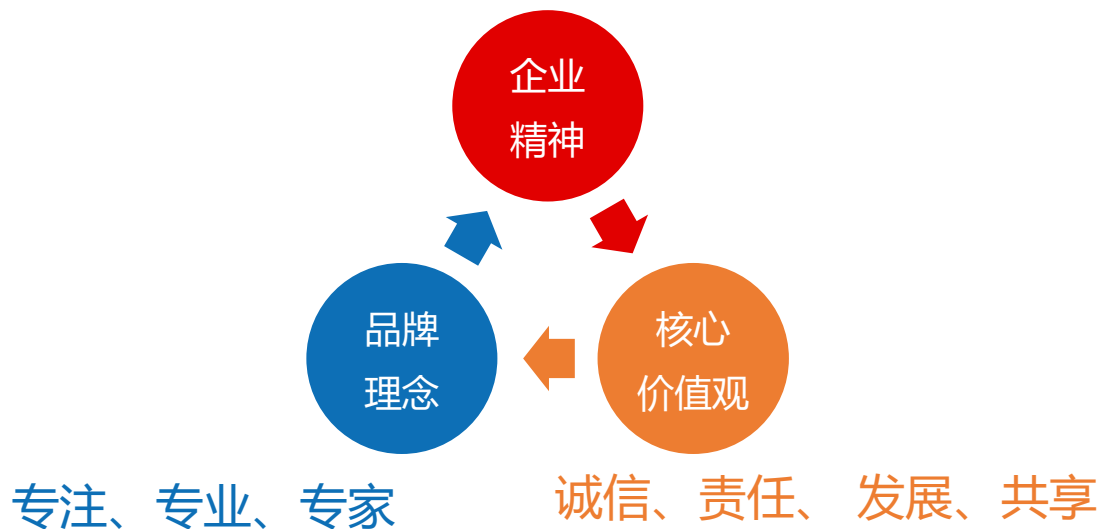
规划主要制造和销售纯电型号的MINI车型，未来也有计划推出自有品牌车型，目前该品牌各方面仍在规划建设中。

每天进步积累成功要素，严苛管理激励企业进步

- 长城汽车多次荣获行业内卓越服务的奖项，而哈弗品牌力也在数位国际机构评级中，位于国际大品牌前列，旗下哈弗H1、H2、H6车型荣获“2017中国汽车行业客户最佳满意度”奖项；
- 长城汽车诞生于河北保定，其京畿拱卫的文化深入长城汽车，公司管理也趋向于军事化、机关化，公司理念“每天进步一点点、高效执行、核心岗位廉洁”都以极高的责任感和使命感激励着公司继续发展。

图表：长城汽车文化基因

每天进步一点点、高效执行、核心岗位廉洁



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：长城汽车部分奖项



哈弗及WEY品牌均荣获2018年中汽协用户满意度第一名；



长城汽车获2018年人民网“人民之选40年成就大奖”；



长城汽车集团荣获“2019TTA年度企业奖”；



哈弗H6自主研发发动机获昆仑润滑油杯“十佳发动机”大奖；



WEY P8插电式混合动力SUV获得“2018年中国优秀工业设计奖金奖”；

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

产能合理扩建，走出津冀迈向全球

- 长城汽车主要生产基地布局在河北徐水、保定和天津，并且这三地工厂经过了数次扩建，目前公司总产能125万辆，国内产能比较倚重河北和天津当地，直至2019年，才与宝马合资在江苏合资建厂；
- 公司海外目前只拥有位于俄罗斯的图拉工厂，考虑到目前俄罗斯经济的波动和不景气，预计产能会有减少；海外其他地区，主要是以授权组装的形式进行的，目前有马来西亚、埃及、保加利亚等多个地区。

图表：长城汽车产能规划及布局情况

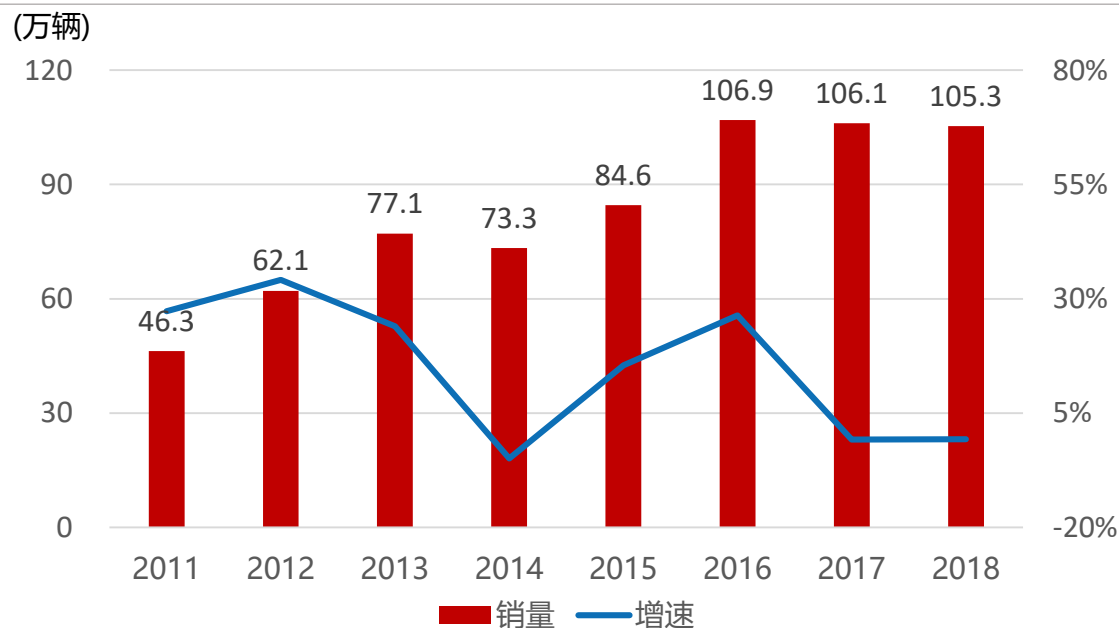


资料来源：公司公告，盖世汽车，太平洋证券研究院整理

汽车销量稳步增长，SUV贡献愈加突出

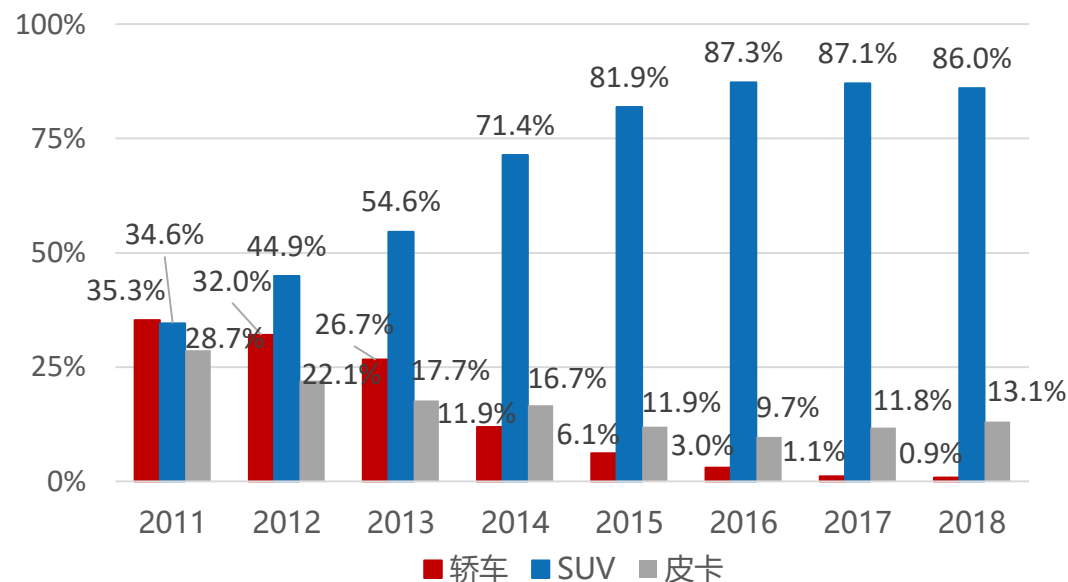
- 公司市销车辆除哈弗系列SUV，都有比较明显的下滑，2014年是公司汽车销量的低谷，但也是在这一年，哈弗H6成为当时国内唯一月销超3万辆的SUV，而之后哈弗系列不断高歌猛进，成为公司销量的重要引擎；
- 公司主要倚靠SUV，尤其是哈弗系SUV来保证销量，而轿车销量则愈发停滞，公司于2017年陆续推出新款皮卡，一定程度上振兴了皮卡的销量，但公司整体车型销售严重不均的局面，预计未来较长时间都不会被打破。

图表：长城汽车销量及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

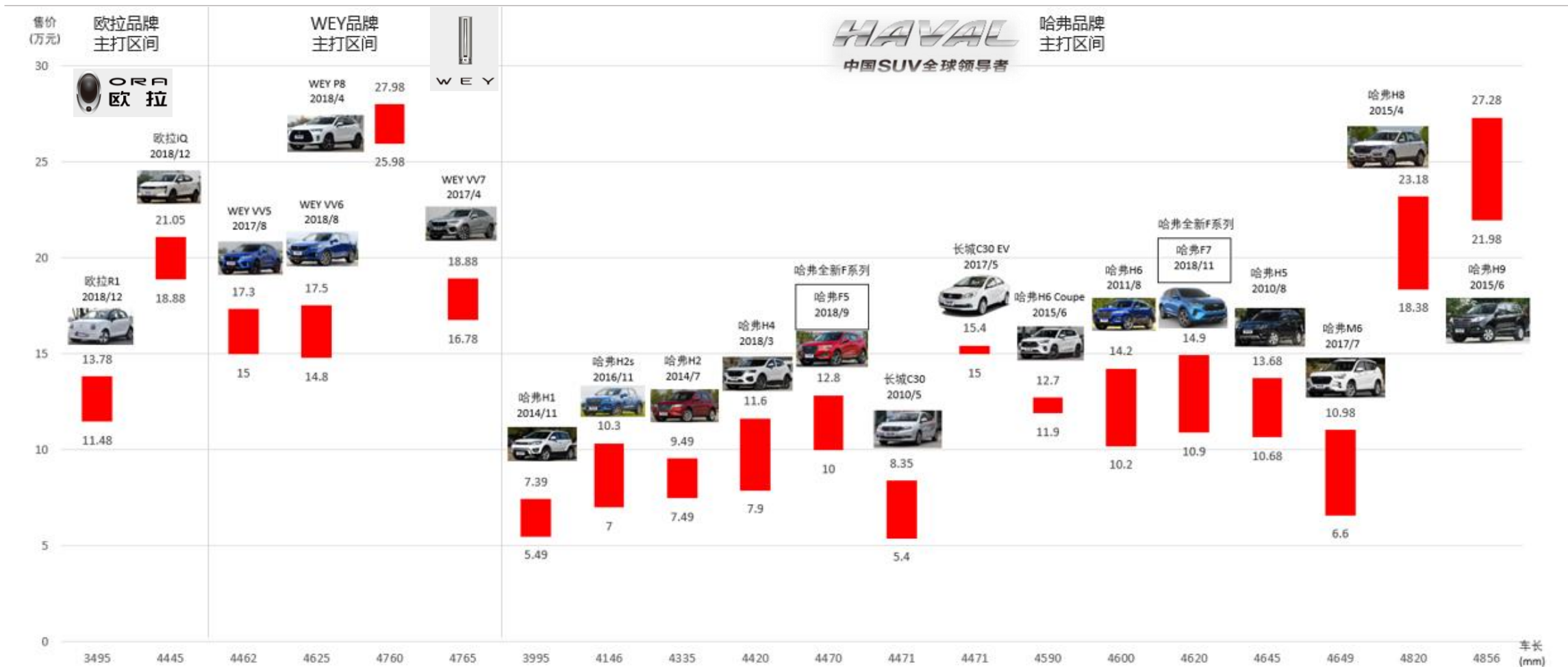
图表：长城汽车各车型销量占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

不同品牌车系分布合理，众多车型满足消费者需求

图表：长城乘用车产品及价格分布情况

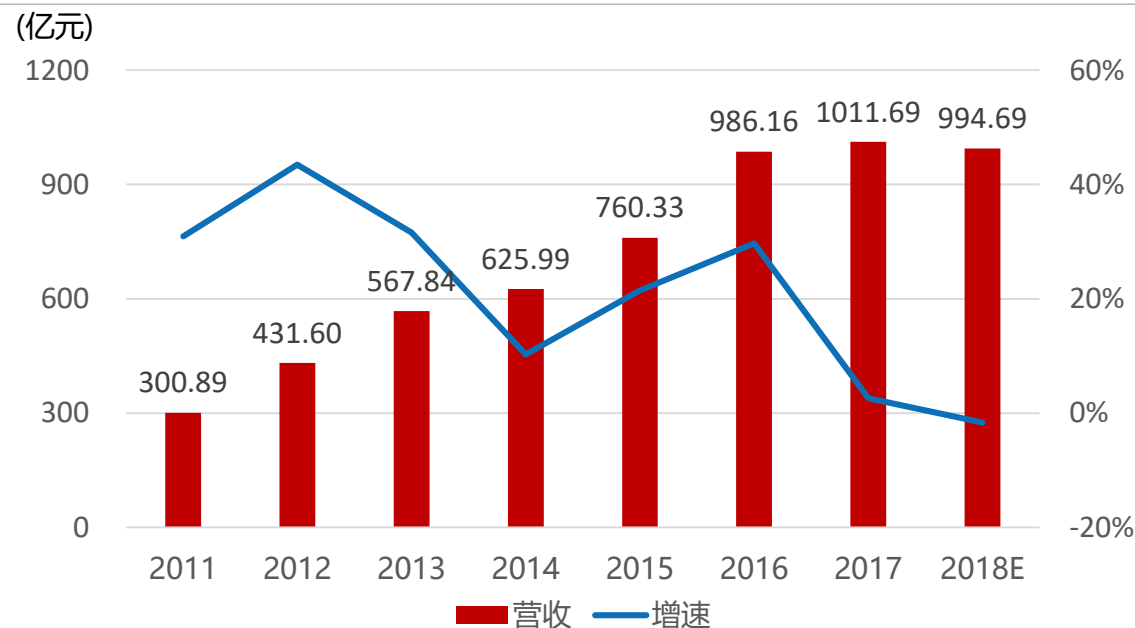


资料来源：公司公告，汽车之家，太平洋证券研究院整理

营收长期稳健成长，净利润有所波动

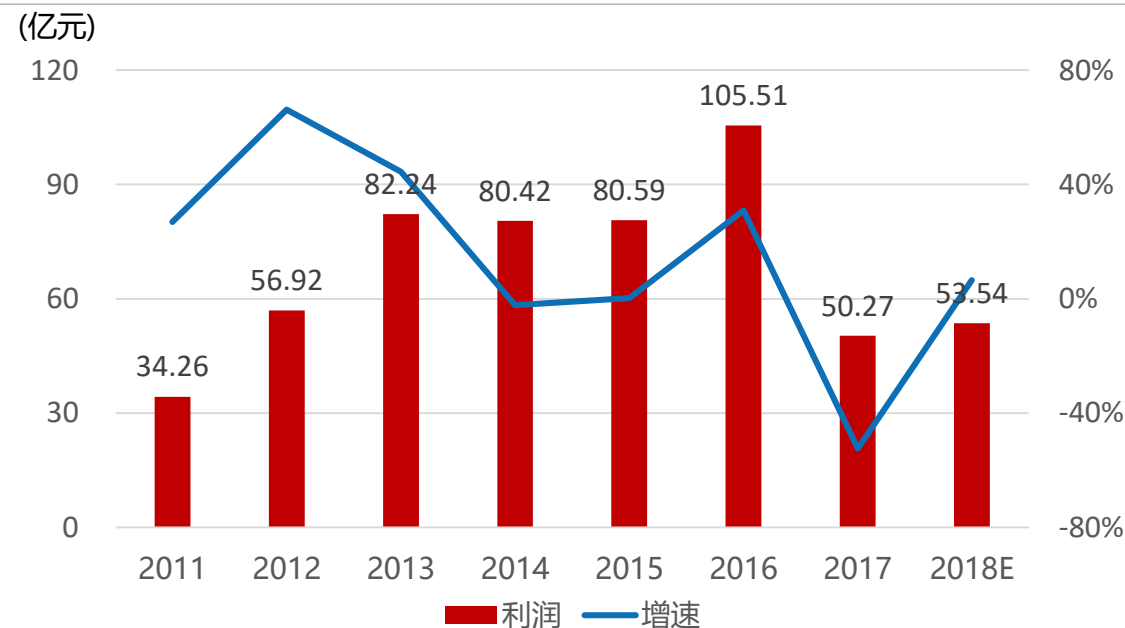
- 公司营收整体稳定健康，利润和增速也基本符合公司市场表现，总的来说，公司的财务数据表现基本良好，而公司利润数据虽下滑明显，但也合理；
- 主要源于公司市销车型在2014年后，逐渐单一依靠SUV，哈弗H6等车型贡献比重较大，而消费市场风向有所变化，公司受制于大销量车型市场情况，导致公司利润受到拖累。

图表：长城汽车营收及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：长城汽车归母净利润及增速

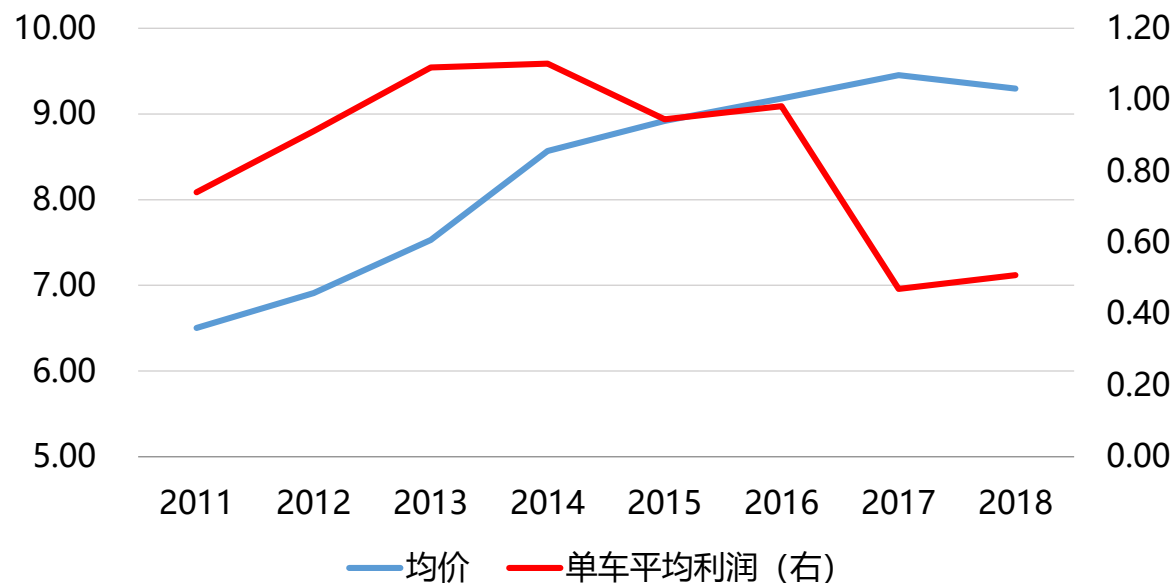


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

均价稳中有升，行业竞争日趋激烈

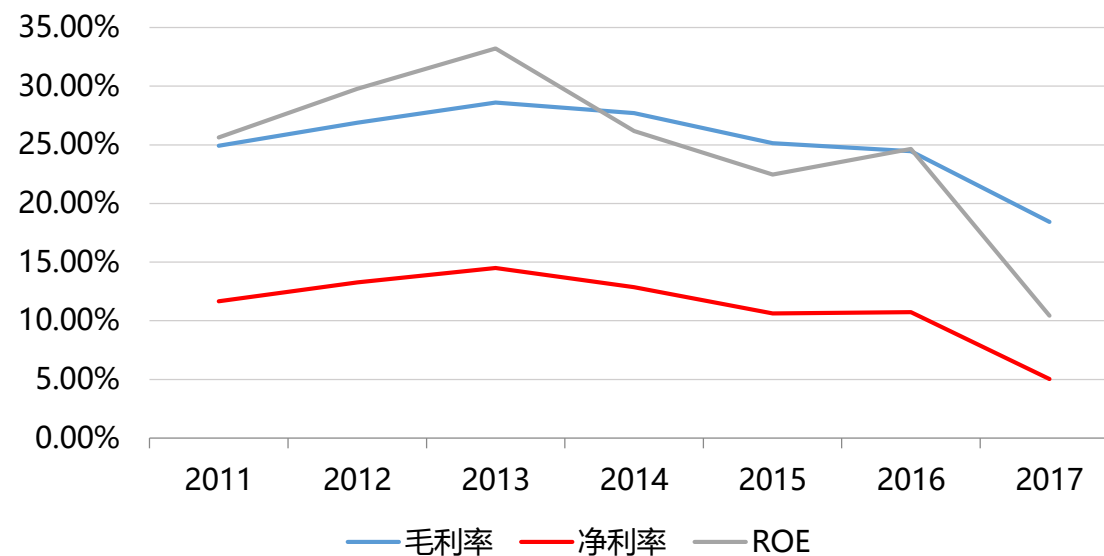
- 随着人们用车需求转为舒适性，受益于前几年国内 SUV 市场的高增长行情，长城汽车均价稳步提升。但是由于宏观经济下行，均价方面增长较为缓慢。
- 销售毛利率从 2011 年的 24.91% 降至 2017 年的 18.43%，下降了 6.48 个百分点。销售净利率从 2011 年的 11.67% 降至 2017 年的 5.02%，整体下降了 6.65 个百分点。ROE 从 2011 年的 25.61% 降至 2017 年的 10.43%，整体下降了 15.18 个百分点。

图表：2011-2018 长城汽车均价、单车利润变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2011-2017 长城汽车毛利率、净利率及 ROE 变化情况

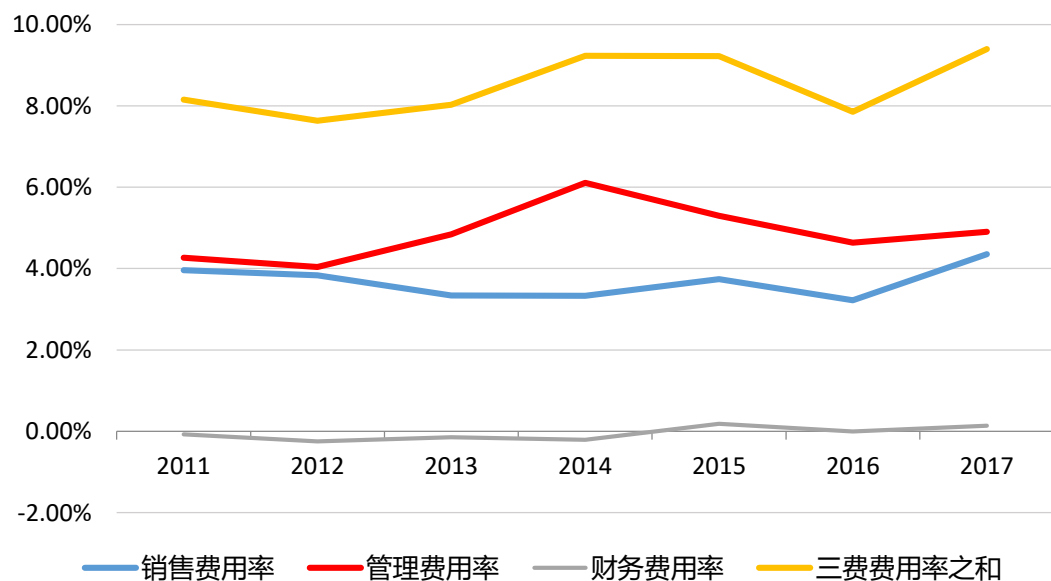


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

费用控制良好、短期压力不足为惧

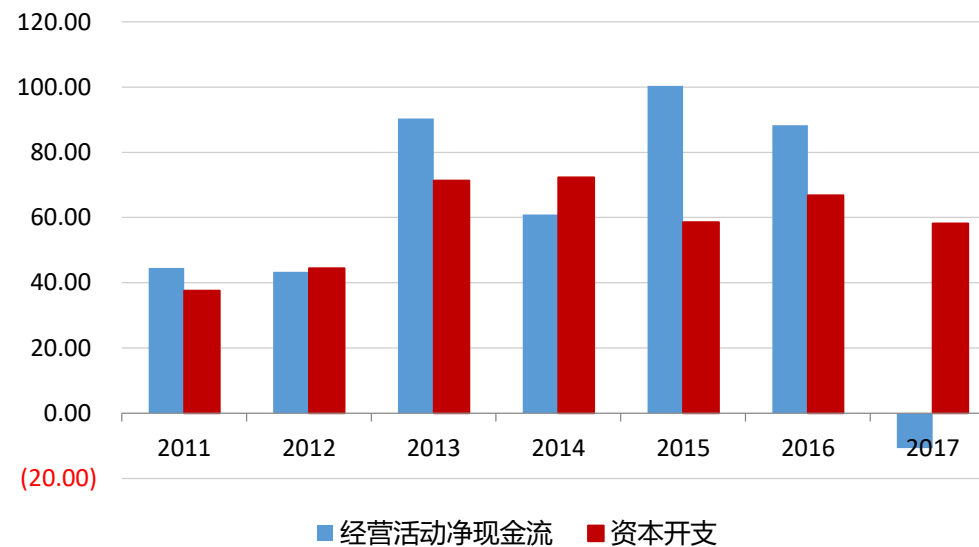
- 2018年长城汽车销售费用率、管理费用率、财务费用率分别在4.36%、4.91%、0.14%,三费合计费用率为9.40%。主要是由于2014年之后管理费用率下滑抵消了销售、财务费用率的上升,近几年三费费用率之和在7%到10%之间波动。
- 经营活动产生的现金流量净额变动幅度不大,表明现金流较为健康,收款情况较好。未来长城汽车经营状况良好,将现金流管控继续优化。

图表：2011-2017长城汽车三费费用率变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：2011-2017长城汽车现金流变化情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

2. SUV仍为热土，长城份额尚未见顶

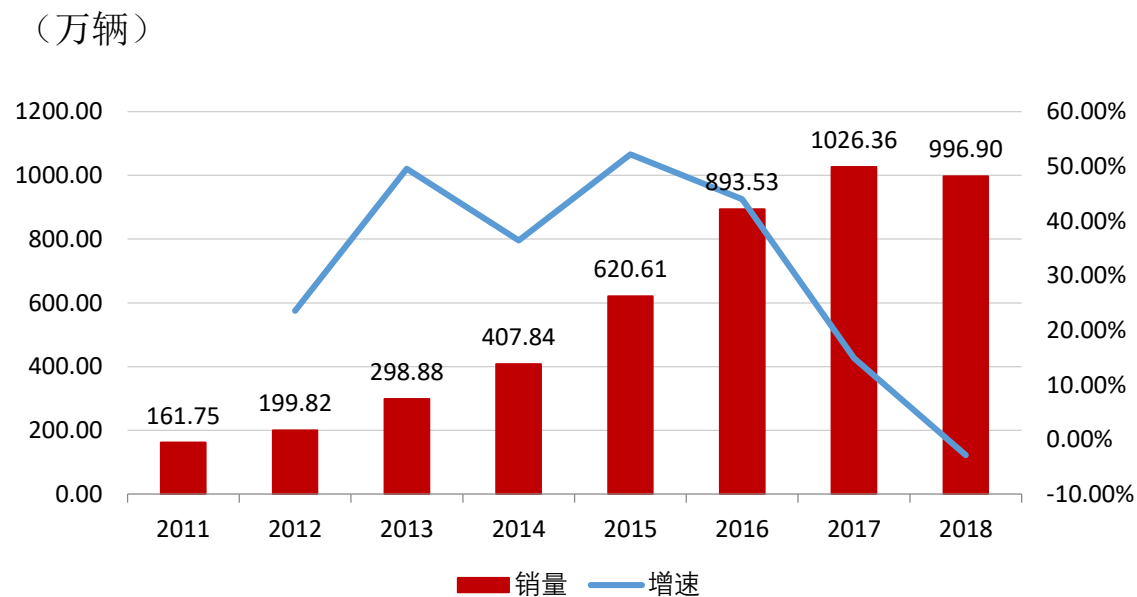
- ◆ SUV增速放缓但已颇具规模
- ◆ 对比海外成熟市场，长城汽车市场仍有潜力
- ◆ H系列稳定基盘，F系列开拓新疆土，WEY品牌向上突破



SUV历经高歌猛进，增速渐缓趋稳

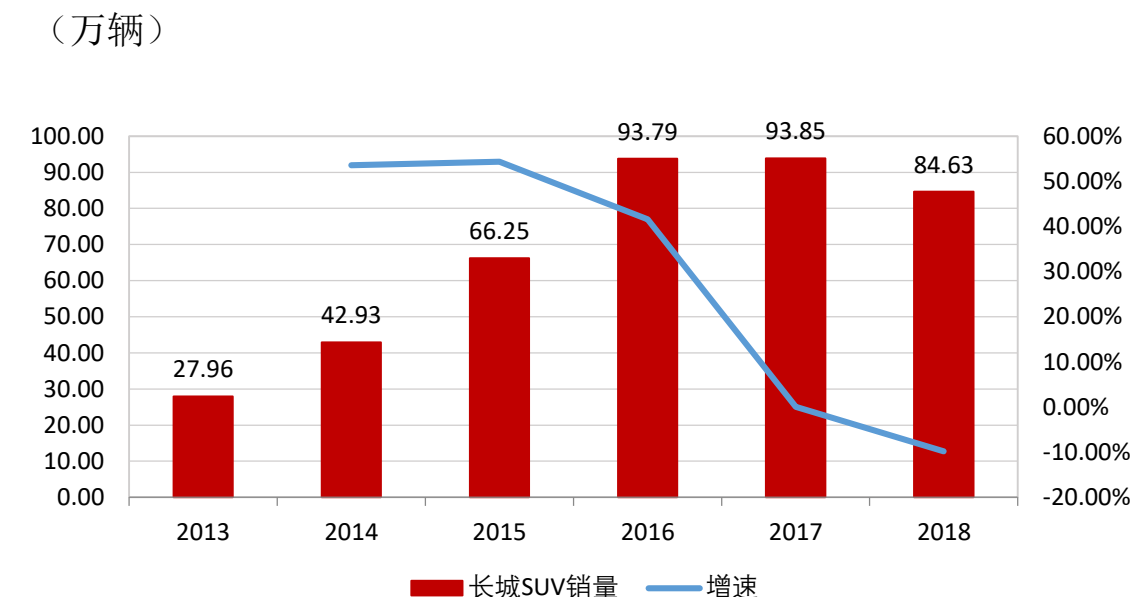
- 自2011年以来，SUV总销量总体趋于上升。2015年销量出现明显上升趋势，在随后的两年增速有所放缓，2017年达到峰值，2018年开始销量有所下滑。
- 长城汽车SUV的销量自2013年稳步上升，2016年达到峰值，此后两年销量开始下滑。

图表：2011年以来SUV总体销量及增速



资料来源：乘联会，中汽协，太平洋证券研究院整理

图表：2013年以来长城SUV销量及增速

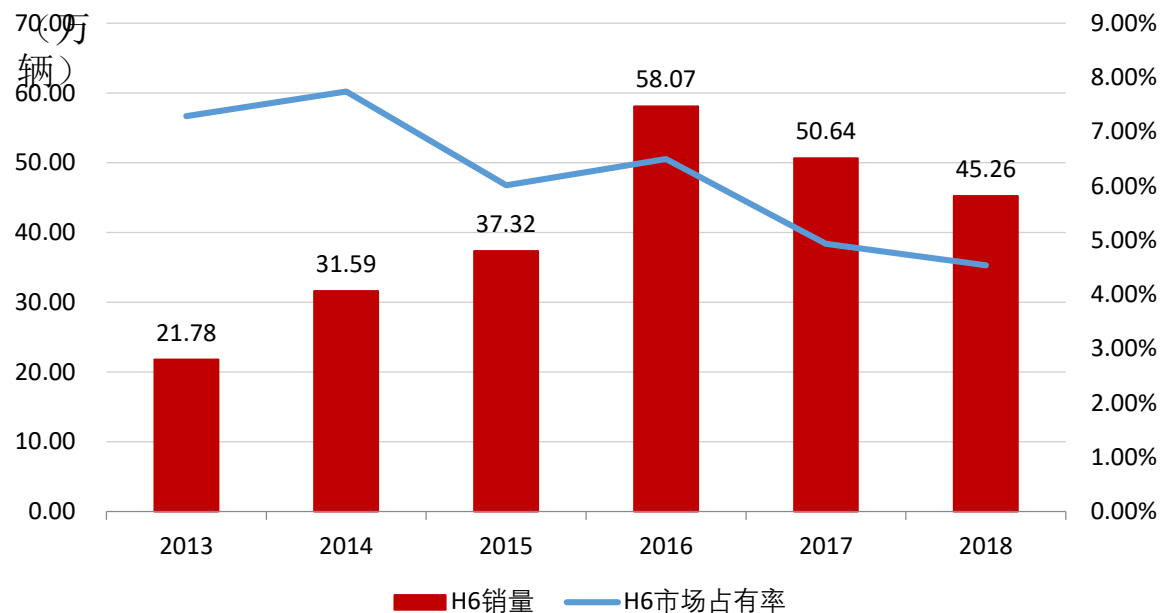


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

面对竞争加剧，H6市场地位依然稳固

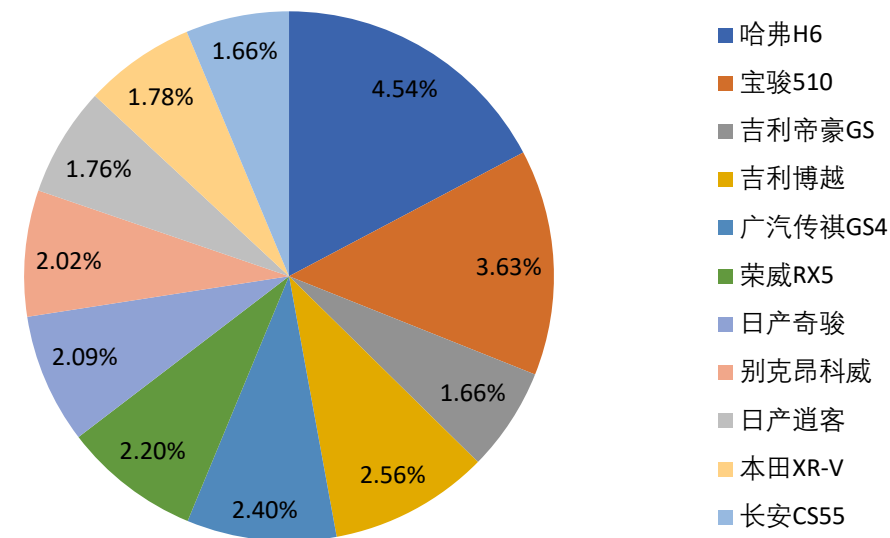
- 哈弗H6多年来一直是SUV销量冠军，2013年以来销量不断攀升，在2016年达到峰值。此后，销量出现下滑。其市场份额在2014年之前维持在8%左右，后由于SUV车型的增多，市场的调整等原因，其市场占有率逐渐下滑。
- 但在2018年，哈弗H6仍然在SUV市场占据最大份额。

图表：2013年以来哈弗H6销量及市场占有率



资料来源：乘联会、太平洋证券研究院整理

图表：2018年主要SUV市场占有率

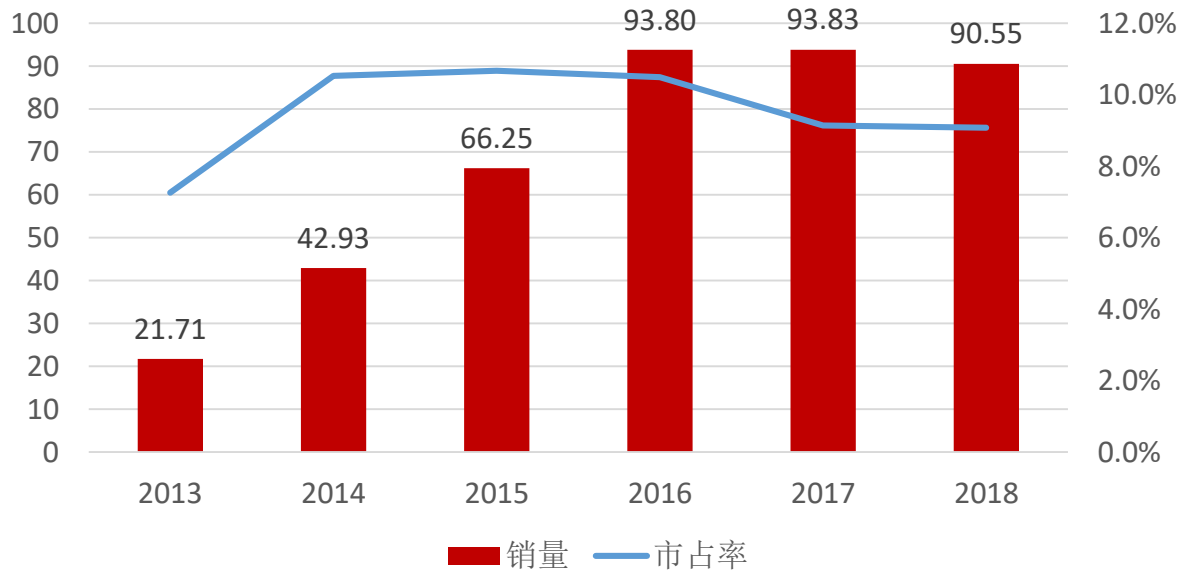


资料来源：乘联会、太平洋证券研究院整理

多品牌系列齐发力，自主SUV龙头再上路

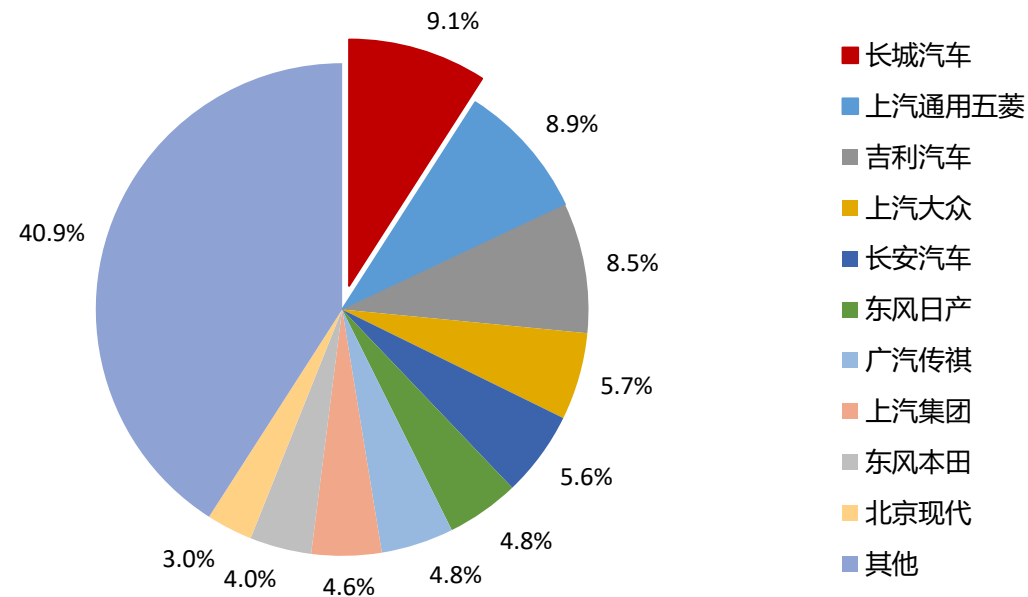
- 公司SUV市场占有率在13年以后显著增加，近几年增速维持在8%-10%。在金融市场频频暴雷和房价上涨双重压力下，汽车购买力下降，对中低端SUV市场冲击尤为明显。而长城由于SUV占比较高遭受拖累，略有下降但市占率仍维持在8%以上。
- 2018年长城汽车SUV厂家中依然位列冠军，市占率达到了9.1%左右。

图表：2011-2018长城汽车SUV销量及市占率



资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

图表：2018国内SUV销量前十厂家市占率

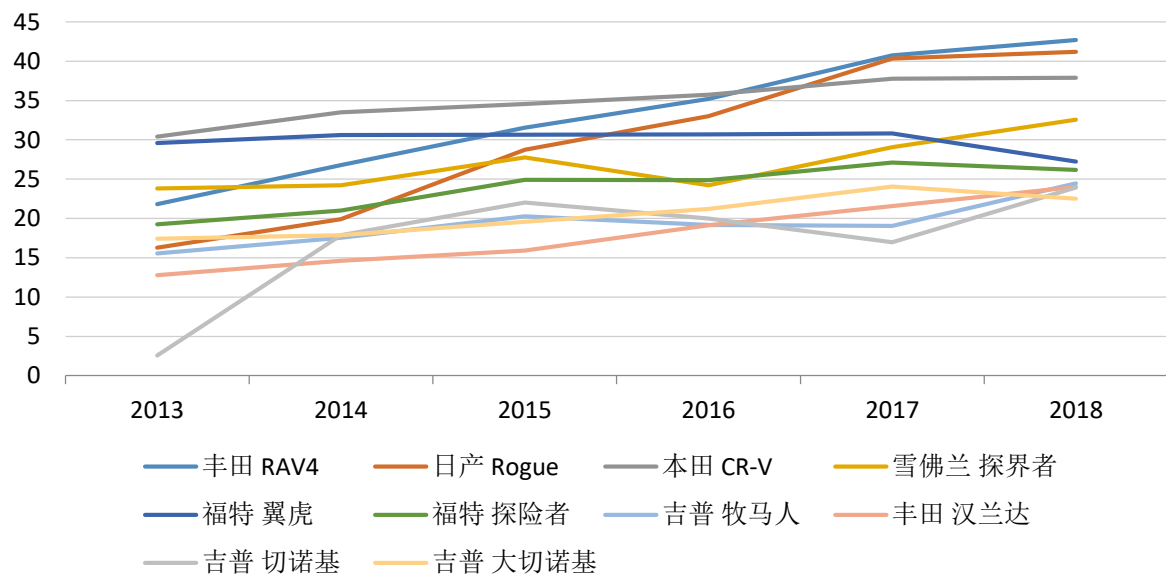


资料来源：乘联会，太平洋证券研究院整理

大行其道，美国市场SUV集中度更高

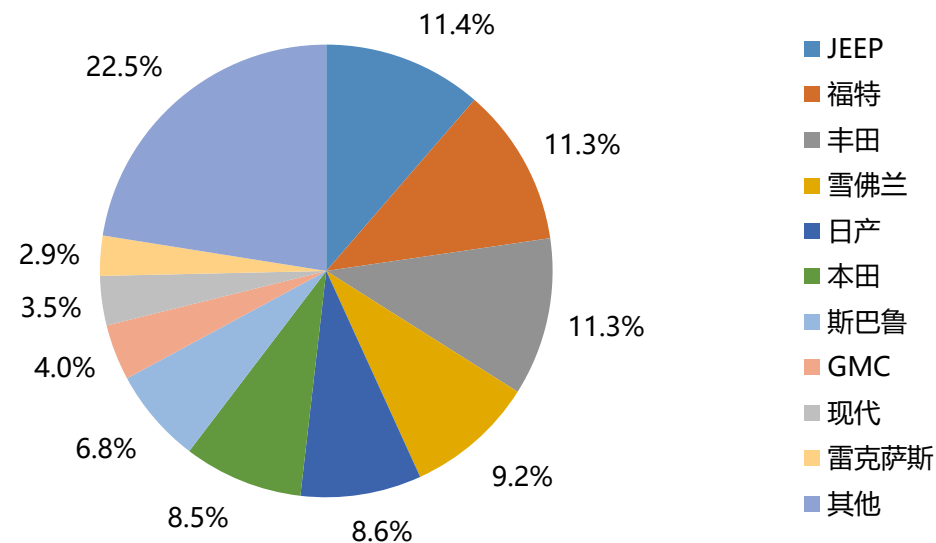
- 美国SUV车型丰富，大尺寸SUV一直受到消费者的喜爱。除了常规的雪佛兰、Jeep、福特这类本土化车型外，还有不少日系车的销量突飞猛进。
- 2018年美国SUV销量前三：丰田RAV4、日产Rogue、本田CR-V均为日系车型。
- 2017年美国SUV厂商前三为JEEP、福特及丰田。JEEP销量下滑但仍维持第一。丰田增长迅猛，进入前三。

图表：2013-2018美国SUV销量前十



资料来源：中汽协，太平洋证券研究院整理

图表：2017美国SUV销量前十厂家市占率



资料来源：中汽协，太平洋证券研究院整理

打造WEY系列助力品牌向上，轻奢新品满足高端消费者

- 公司在SUV车型及市场，已经拥有了丰富经验，并且由于公司原有SUV车型销量大，但利润贡献低的情况一时得不到改善，遂于2016年推出了定位高端的SUV品牌——WEY(魏派)，借此打入中高端SUV市场；
- WEY品牌主打“轻奢、动感”，不仅仅将该系列SUV定义出行工具，还将其赋予为驾乘体验的延伸，力图打造产品以符合城市中产阶级青年人胃口，该品牌的成功将会极大地改善公司利润状况，也有利于公司品牌的升级。

图表：WEY品牌介绍



WEY品牌主要在售车型：



VV5

售价：12.98-17.30 (万元)
车长/轴距：4462/2680 (mm)
动力：2.0T 变速箱：DCT



VV6

售价：14.80-17.50 (万元)
车长/轴距：4425/2680 (mm)
动力：2.0T 变速箱：DCT

2016年，以长城汽车创始人姓氏命名的轻奢SUV品牌正式面世；

产品定位“轻奢、动感”，诚挚为城市中产阶级青年群体，打造高品质和高格调的驾乘体验。



VV7

售价：16.98-18.88 (万元)
车长/轴距：4765/2950 (mm)
动力：2.0T 变速箱：DCT



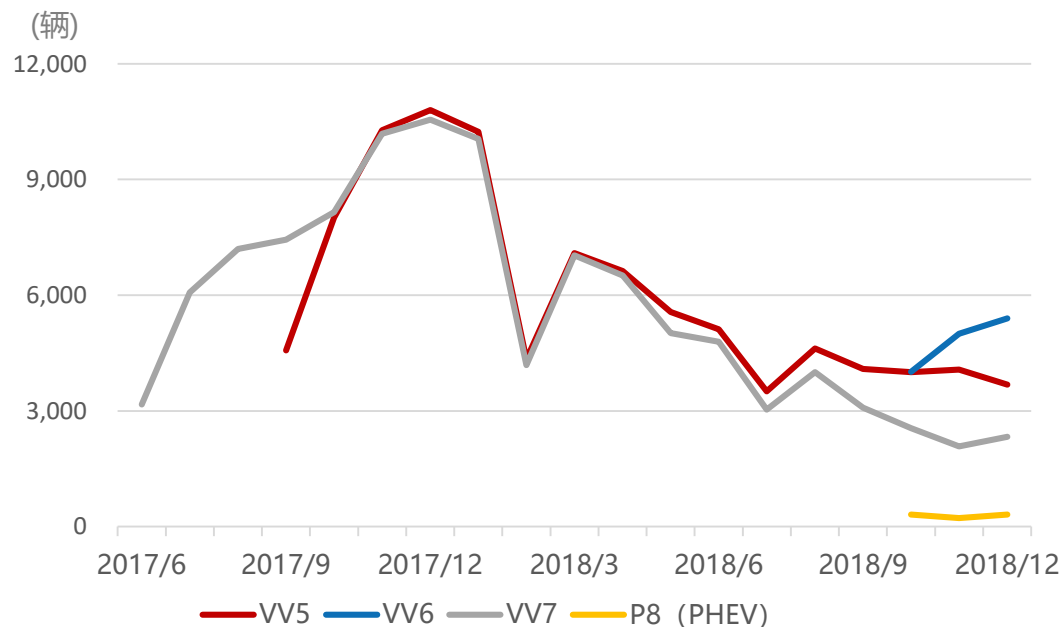
P8

售价：25.98-27.98 (万元)
车长/轴距：4760/2950 (mm)
动力：2.0T 变速箱：DCT
电池：12.96kWh
纯电续航：50km

高端化市场开拓初现成效，多款車型错位布局

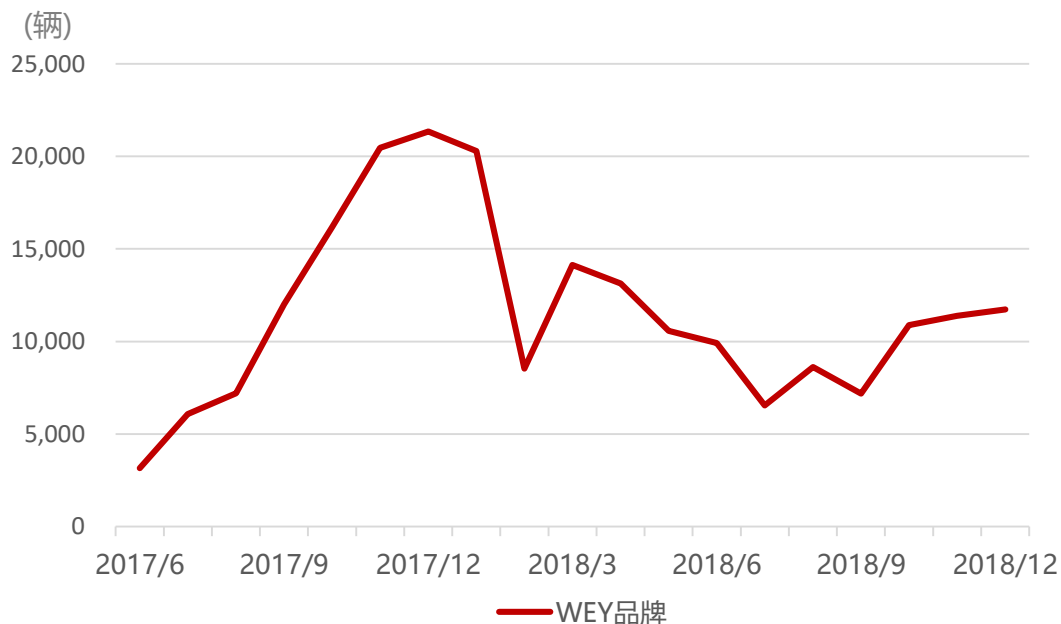
- WEY品牌目前主要在售的4款SUV，作为被寄予厚望系列车型，总的来说，市场表现就目前看来，自发布之初消费者的购车热情高涨不减，后续仍需要经过时间和市场的考验，长期看好该品牌发展；
- WEY系列VV5和VV7的外观内饰风格类似，车型配置略有差异，价格及定位有一定重叠，但起步价形成了一定的错位竞争；P8作为新能源PHEV旗舰产品，品质卓越；VV6新车型外观内饰有所差异区分，填补了两款老车型的起步价空档，上市后表现强势，期待后续的表现。

图表：WEY品牌各车型销量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：WEY品牌总销量



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

全新F系开拓新市场，差异化定位有望再造爆款

- 哈弗于2018年推出了全新的F5和F7车型，这两款车型存在一定程度上进一步深耕紧凑型SUV市场，或以H6原有优势吸引潜在客户任务，F7设计和参数更接近H6，F5也是原有客户群体进一步细化后的优选车型。
- F7售价略高于H6，但价格区间有一定重合，与H6相比科技配置有一定的提升，外观内饰风格差异较大，定位年轻、时尚、智能，有别于H6的偏家用风格，但兼具H6产品力的优质基因，F7上市后销量快速爬升至1.5万以上，有望成为继H6之后下一个爆款。

图表：哈弗全新F系列与哈弗H6



哈弗F5

售价：10.00-12.80(万元)
车长：4470mm
轴距：2680mm
车宽：1857mm
车高：1638mm
动力：1.5T
变速箱：DCT



哈弗F7

售价：10.90-14.90(万元)
车长：4620mm
轴距：2725mm
车宽：1846mm
车高：1690mm
动力：1.5T/2.0T
变速箱：DCT



哈弗H6

售价：10.20-14.68(万元)
车长：4600mm
轴距：2680mm
车宽：1860mm
车高：1720mm
动力：1.5T/2.0T
变速箱：MT/DCT



同级别SUV竞争激烈异常，庞大市场需差异化取胜

- 目前集中于售价10-16万元的紧凑型SUV市场竞争激烈，经过2018年市场的筛选，F7在目前该领域的主要竞争车型有吉利博越，自2017年开始月销基本稳定在2万辆以上；北京现代ix35，月销量也基本保持在2万辆左右；长安CS75销量则在2018年获得重新上涨，2018年月销基本在1万辆；
- 这些车型的配置基本没有特别大差异，驾乘体验和服务体验也基本相同，但目前国内消费者对售价10-16万的紧凑型SUV有旺盛的需求，所以该领域市场也有足够大的销售空间，但该类型产品存在同质化，获取高利润难度加大。

图表：哈弗F7竞品



吉利-博越

售价：9.88-16.18(万元)
车长：4519mm
轴距：2670mm
车宽：1831mm
车高：1694mm
动力：1.8T/2.0L
变速箱：MT/AT



长安-CS75

售价：7.98-18.48(万元)
车长：4650mm
轴距：2700mm
车宽：1850mm
车高：1705mm
动力：1.5T/1.8T
变速箱：MT/AT



北京现代-ix35

售价：11.99-16.19(万元)
车长：4435mm
轴距：2640mm
车宽：1850mm
车高：1680mm
动力：1.4T/2.0L
变速箱：MT/AT/DCT



继续深耕SUV市场并布局新能源车型

- 在排放法规和双积分政策的影响下，长城也开始了新能源汽车布局和研发工作，2019年预计将发布4款新车型以及一款中期改款车型。
- 其中，除了欧拉R2为微型车之外，其他几款车型均为SUV。哈弗H6的中期改款将采用最新的设计语言，继续保持SUV市场的领先地位。高端品牌WEY的几款新车型：P8 GT、VV7 GT及VV3的推出也成为长城汽车的全新增增长点。

图表：长城汽车新车型梳理

车型	品牌	类型	级别	上市时间
新款哈弗H6	哈弗	中期改款	紧凑型SUV	2019年初
哈弗F7x	哈弗	新增车型	紧凑型SUV	2019年第一季度
WEY P8 GT	WEY	新增新能源车型	中大型SUV	2019年第二季度
WEY VV7 GT	WEY	新增新能源车型	中大型SUV	2019年内
WEY VV3	WEY	新增车型	紧凑型SUV	待定
欧拉R2	欧拉	全新新能源车型	微型车	2019年中

3. 被忽视的皮卡、有望成为下一个亮点

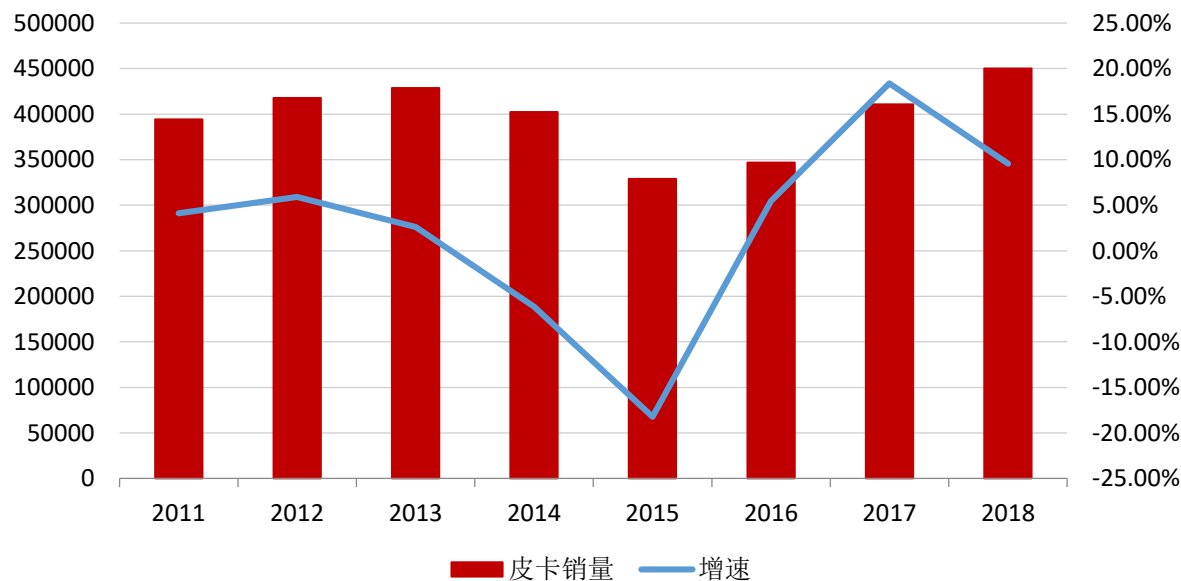
- ◆ 规模仍为小众，潜力逐步释放
- ◆ 政策束缚发展，松动迹象渐显
- ◆ 长城皮卡独霸国内市场二十年，龙头能否守得住？



国内皮卡市场：稳步成长，蓄力待发

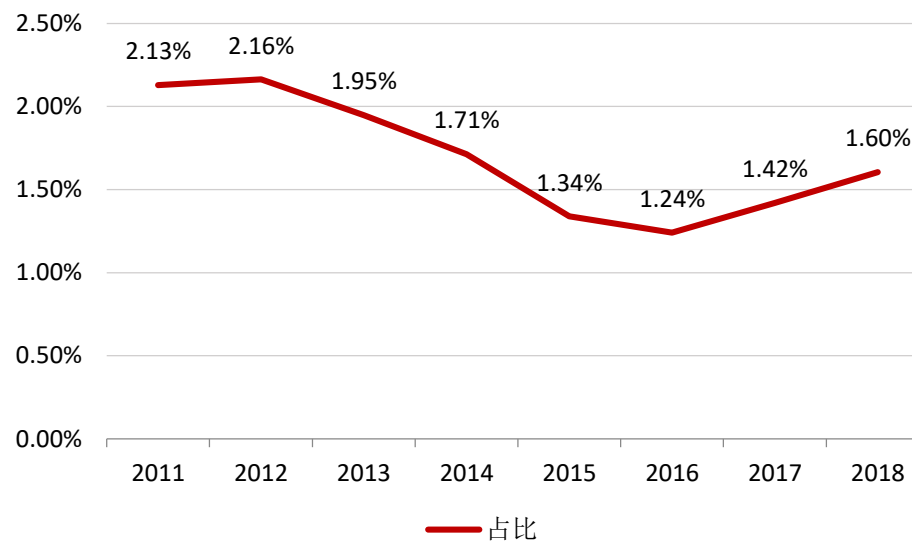
- 2011年-2013年，我国皮卡市场销量持续走高，2013年国内皮卡总销量突破42万台大关，皮卡市场达到鼎盛时期。之后到2015年，由于国内政策对皮卡的限制规定，皮卡市场开始出现负增长。2016年皮卡解禁政策信号发出后，国内皮卡市场表现不俗，2018年达到45万辆，15年以后增速显著。
- 目前皮卡占汽车总销量份额较小，份额变化不显著。

图表：2011-2018国内皮卡市场销量及增速



资料来源：第一商用车网，太平洋证券研究院整理

图表：2011-2018国内皮卡市场份额变化

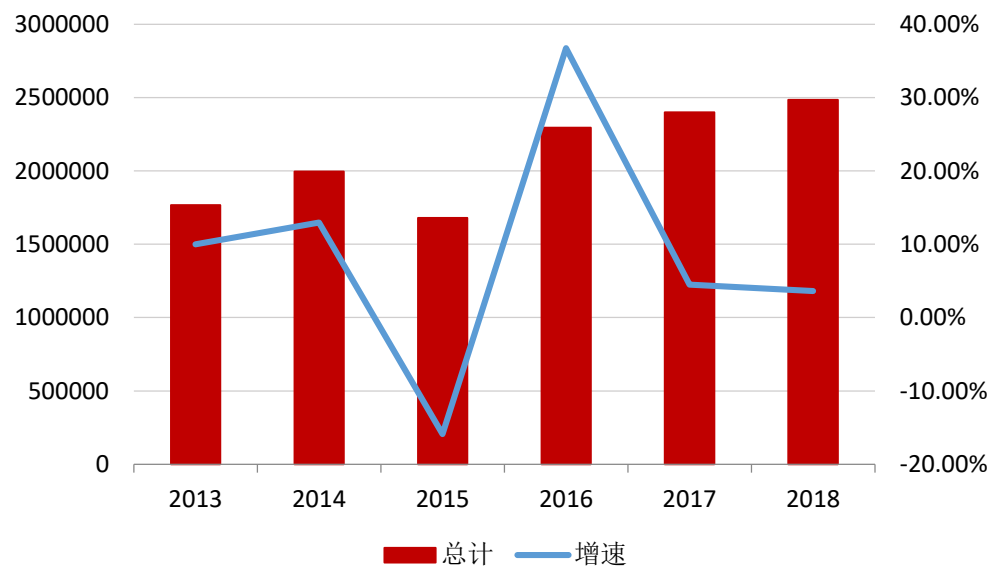


资料来源：皮卡网，公司公告，太平洋证券研究院整理

美国皮卡市场：日系, 美系平分秋色

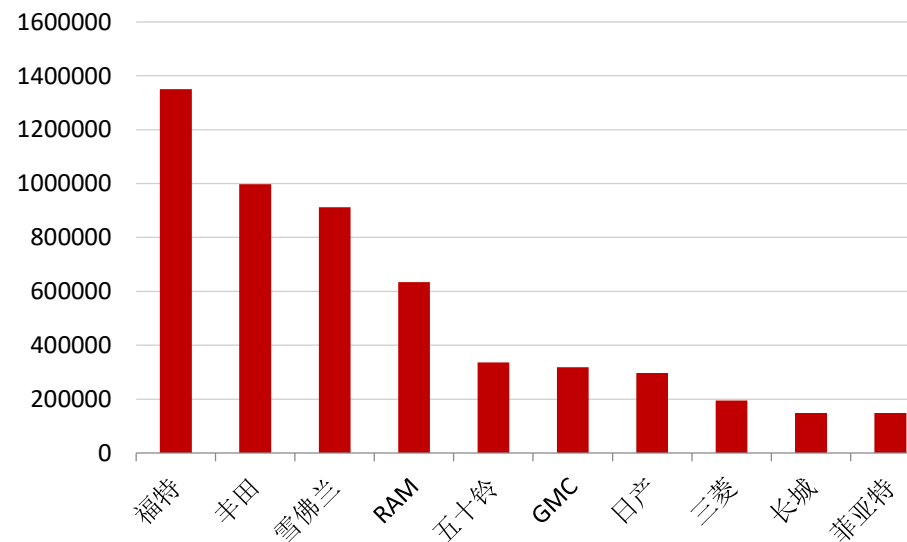
- 美国福特F系列、雪佛兰索罗德、道奇 Ram Pick-up常年占据美国汽车总体销量排行前三。
- 受益于F系列，福特成为美国皮卡第一厂商。由于丰田塔科马、丰田Tundra，丰田成为美国皮卡销量第二厂商。此外，长城这个中国品牌海外销量良好，在美国皮卡销量排行榜位列第九。

图表：2013-2018美国销量前五皮卡市场销量及增速



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：2018年美国市场销量前十皮卡厂商

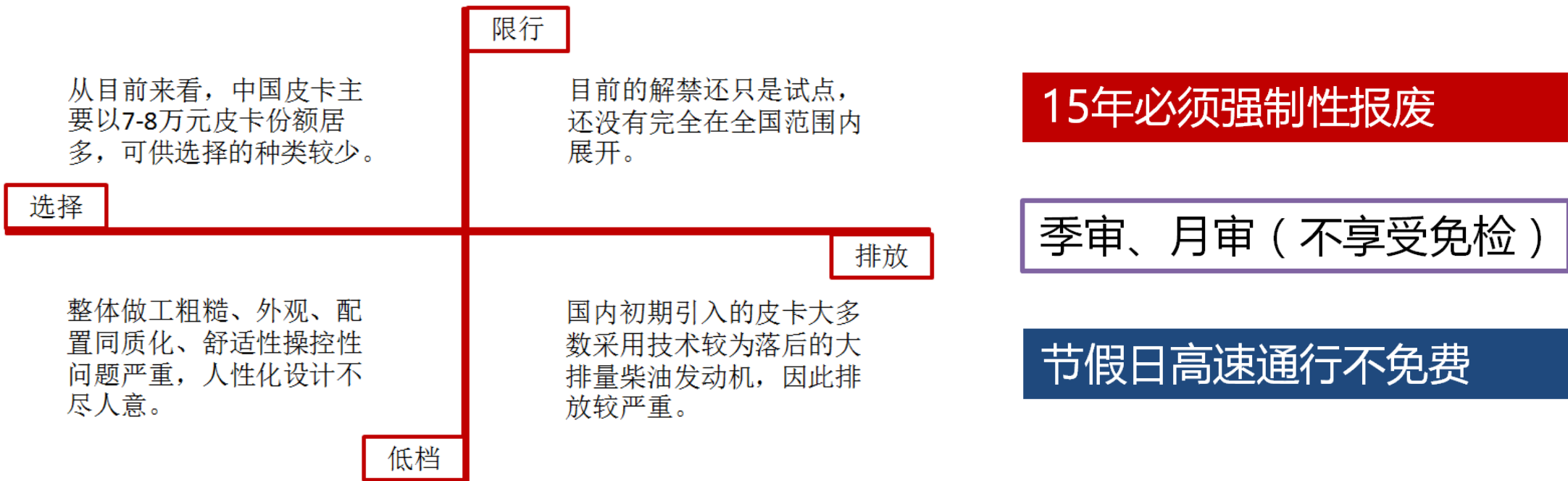


资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

国内皮卡发展缓慢，何时突出重围？

- 由于我国汽车历史沿革问题，皮卡车型在我国现行汽车标准体系中按多用途货车生产管理。因此，历来按大货车的车管政策加以管理，其结果就是在城市禁行或者限行。另外，国内初期引入的皮卡大多数采用技术较为落后的大排量柴油发动机，排放较为严重；由于国家对排放标准的日益严格，也对以柴油为主的皮卡车型的排放条件提出了更高的要求。

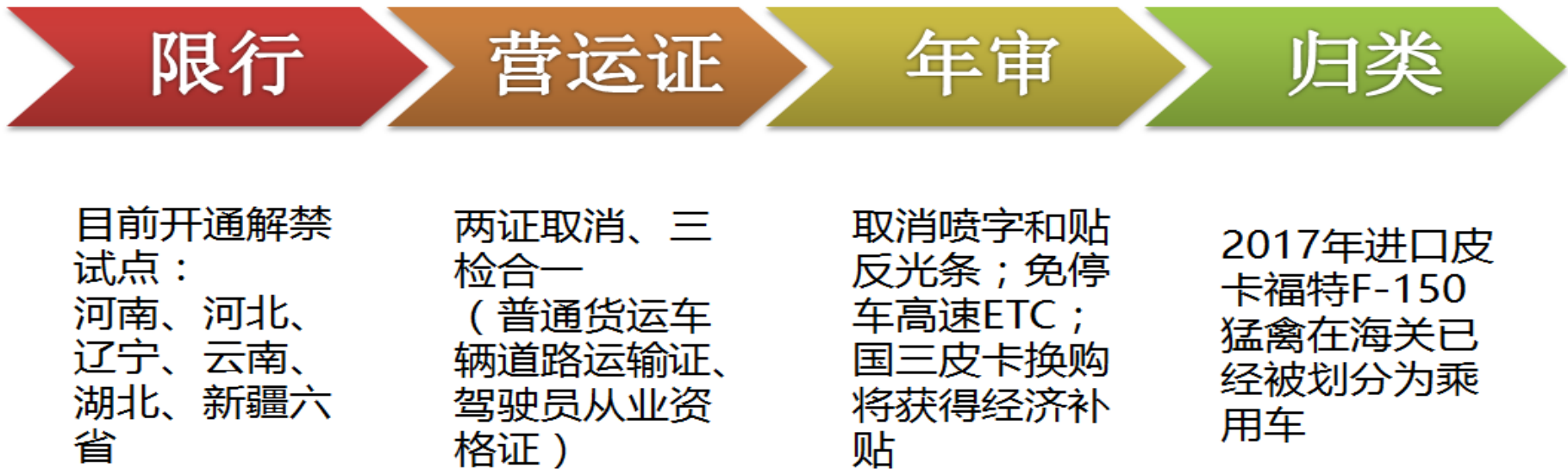
图表：国内皮卡市场发展缓慢主要原因



政策松动，皮卡解禁可焕发行业新活力

- 近几年，国家对皮卡放宽了新政策，在2018年皮卡通行范围扩大取消粘贴反光条、喷字，2019年1月1日全国范围内取消4.5吨及以下普通货运道路运输证和驾驶员从业资格证。
- 目前六省份开通解禁试点，允许皮卡进城，这也将刺激皮卡车的消费市场。

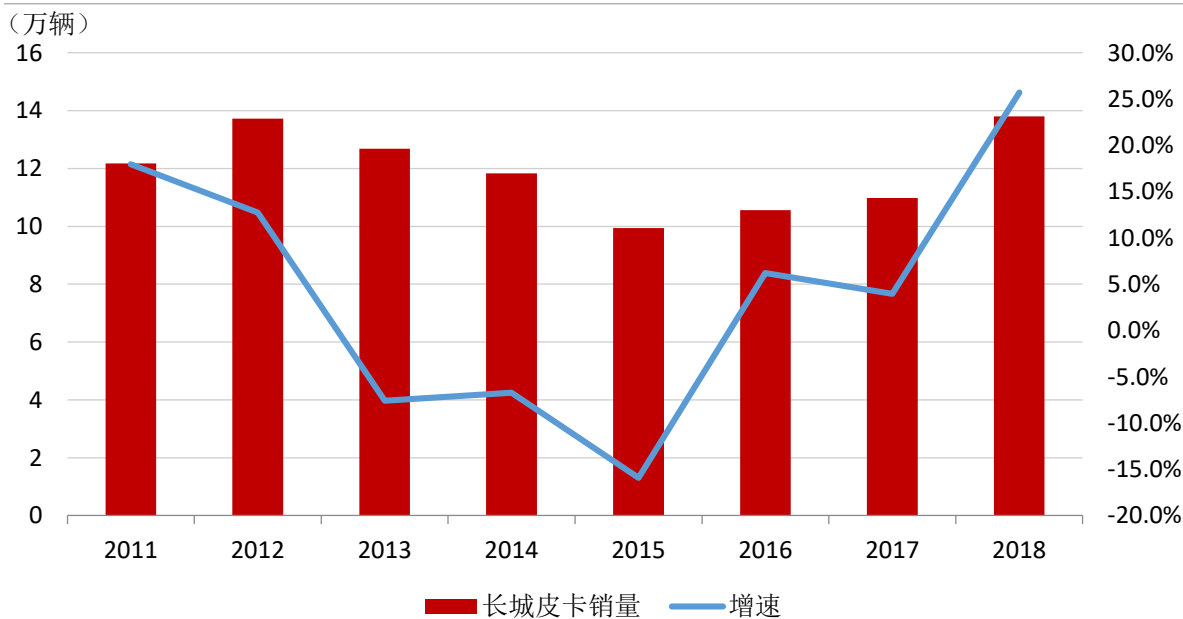
图表：皮卡相关政策



领跑皮卡行业20年，不断进取实力不减

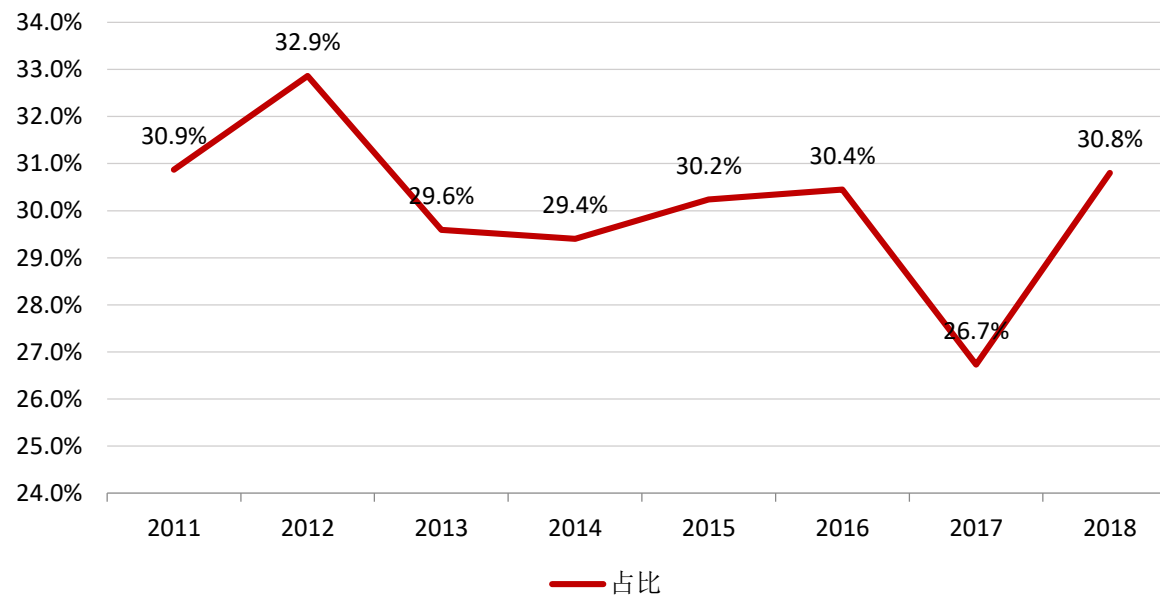
- 长城皮卡从2011年以后销量大约保持在12万辆，市占率略有下降，但仍处于龙头地位。
- 近8年市占率达到了30%左右，风骏5销量稳居榜首，风骏6销量不断超越，风骏7主打互联网及乘用车体验潜力巨大，风骏系列成为最受消费者欢迎的主流车型，涵盖了从经济实用型到高端智能型等各个细分市场，满足用户各种用车需求。

图表：2011-2018长城皮卡市场销量



资料来源：皮卡网，第一商用车网，太平洋证券研究院整理

图表：2011-2018长城皮卡市占率

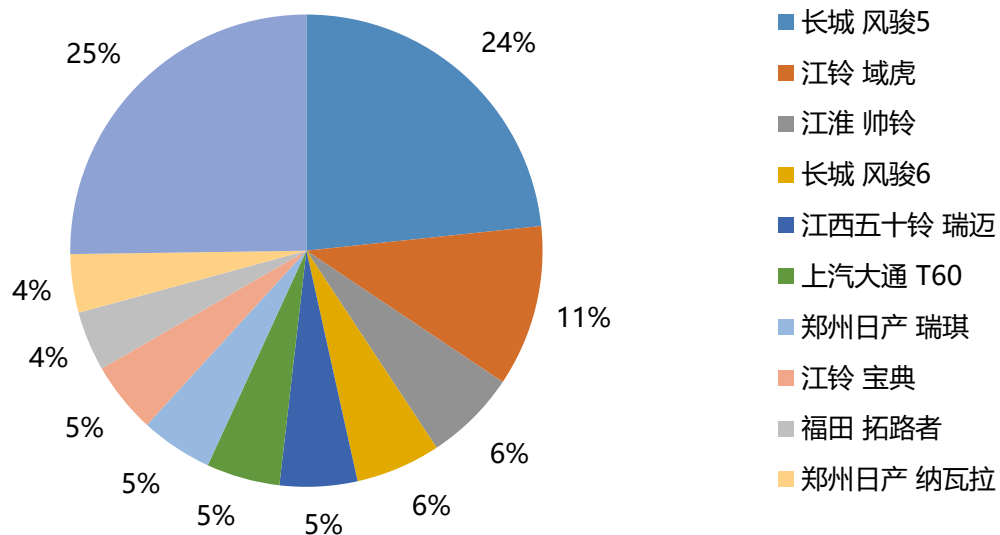


资料来源：第一商用车网，太平洋证券研究院整理

长城皮卡独霸市场 龙头地位短期无忧

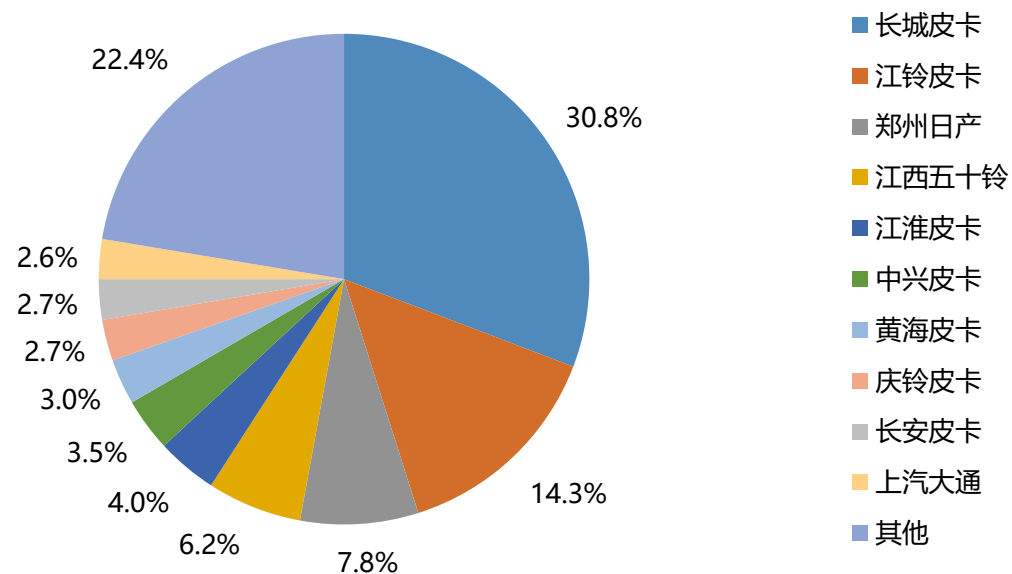
- 从2018年皮卡车型销量前十名及市场份额占比情况看,长城风骏5销量第一, 占比达到了24%。销量前十销量之和占到了皮卡总体的75%。
- 从2018年皮卡行业销量前十名及市场份额占比情况看,第一名依然是皮卡行业龙头老大—长城汽车, 其次是江铃汽车、东风郑州日产和江西五十铃。

图表：2018市场销量前十皮卡



资料来源：皮卡网，第一商用车网，太平洋证券研究院整理

图表：2018市场销量前十皮卡厂商

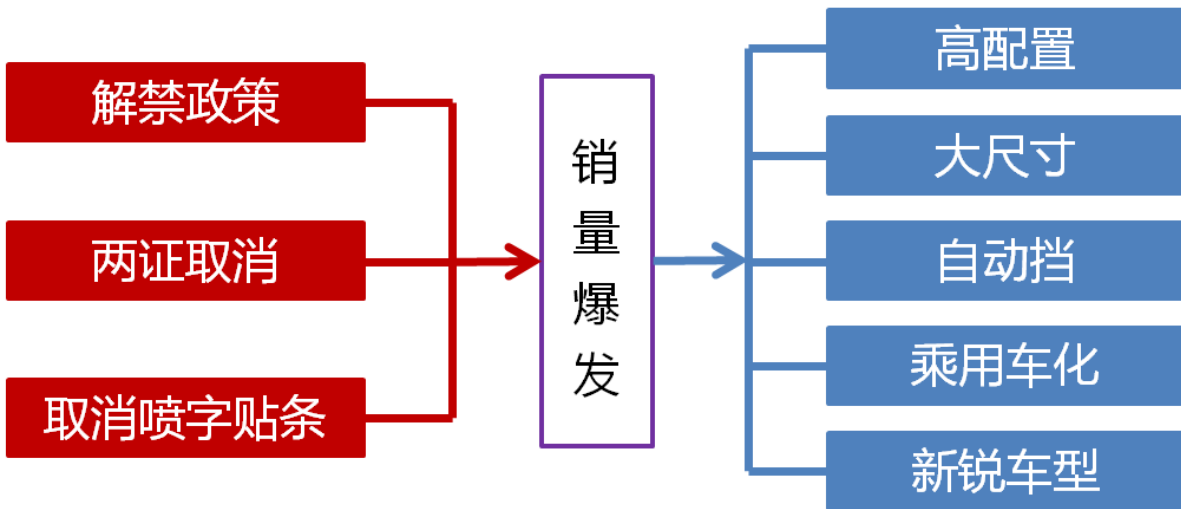


资料来源：皮卡网，第一商用车网，太平洋证券研究院整理

频传利好，皮卡产业有望迎来市场爆发

- 随着政府启动两证取消、三检合一等刺激政策，且经过 2018 年的调整，市场有望在 2019 年实现复苏，皮卡车行业将迎来一波“政策性”高增长。复苏的力度还看是否有政策支持以及政策支持的力度。
- 依靠品牌强大背书和口碑积累，风骏5和风骏6占据国内皮卡销量前五2个席位，长城皮卡依旧稳坐行业龙头地位。

图表：皮卡行业未来展望



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

图表：长城皮卡未来展望



资料来源：公开资料，太平洋证券研究院整理

4.未来不缺席： 新能源&智能驾驶奋起直追

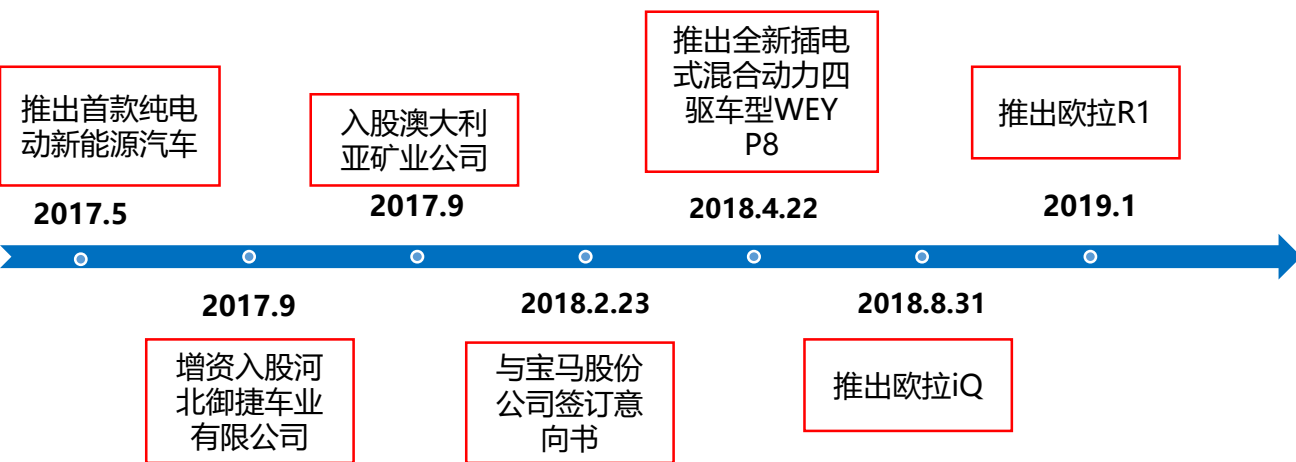
- ◆ 厚积薄发， 新能源有望后来居上
- ◆ 合作共赢， 与宝马共创新篇章
- ◆ 勇于创新， 布局燃料电池蓝图
- ◆ 专注研发， 智能驾驶再上层楼



厚积薄发，新能源有望后来居上

- 长城汽车将在2025年以前，基于五个车型平台推出包括纯电动车、插电混合动力车和燃料电池车共计12款产品，涉及长城品牌、光束汽车品牌及欧拉品牌的产品。
- 目前为止，公司新能源车已经有多款产品上市，除了前期的C30电动版以外，WEY P8于2018年4月上市、欧拉iQ于2018年8月上市、欧拉R1于2019年1月上市，R2将于2019年上半年上市。后续宝马合资MINI纯电动及其他新产品依然值得期待。

图表：长城汽车新能源发展情况



资料来源：公司公告、汽车之家、太平洋证券研究院整理

图表：长城汽车新能源战略规划

平台	技术路线	产品数量
小型ME平台	纯电动	3款车型
跨界车型平台	纯电动	1款车型
紧凑型 (宝马合作平台)	纯电动	2款车型
中大型平台	插电式混合动力	4款车型
大型XEV平台	纯电动/燃料电池	2款车型

资料来源：盖世汽车、汽车之家、太平洋证券研究院整理

合作共赢，与宝马共创新篇章

- 2018年7月10日，中国长城汽车股份有限公司与宝马(荷兰)控股公司正式签署了合资经营合同。按照长城宝马双方协议，新公司命名为光束汽车有限公司，注册资金17亿人民币，投资总额达51亿元人民币，双方持股比例为50:50，规划标准年产能16万辆。长城与宝马双方已互派研发人员，已经进入车型相互测试阶段。作为长城汽车全球化战略中的重要一环，长城宝马合资项目将融入到长城汽车全球的设计和研发体系中，通过全球化整合布局，生产和制造符合全球化需求的产品。
- 对于长城汽车而言，和宝马的合资能够让长城快速成长，也将大大降低长城汽车在海外投放产品的难度，同时长城将会提升产品质量与海外营销管理能力，并努力向更高端市场进军。有了和宝马的合作经验，长城在是如何打造一个品牌，如何建立一个有效的生产组织和网络，显然会更加成熟。

图表：长城汽车新能源布局情况



资料来源：公司官网及公告、太平洋证券研究院整理

未来可期，创建光束汽车新品牌

- 宝马已经研究了几十年的电动车，技术储备深厚，能给长城带来不少新技术。长城对国内SUV市场理解最深，品控、成本控制都很强，并且效率高，这对建设一个新兴品牌来说，优势巨大。
- 长城宝马合资项目落户张家港，为新能源汽车产业发展创造了新的节点和平台。张家港将成为长城宝马新能源汽车在亚太乃至全球的制造和研发中心，将更加有利于吸附创新资源，紧密产业链合作，促进行生产业融通共生，为加快区域新能源汽车创新集群建设，把长三角打造成中国车界“新硅谷”提供新的动能和强有力支撑。

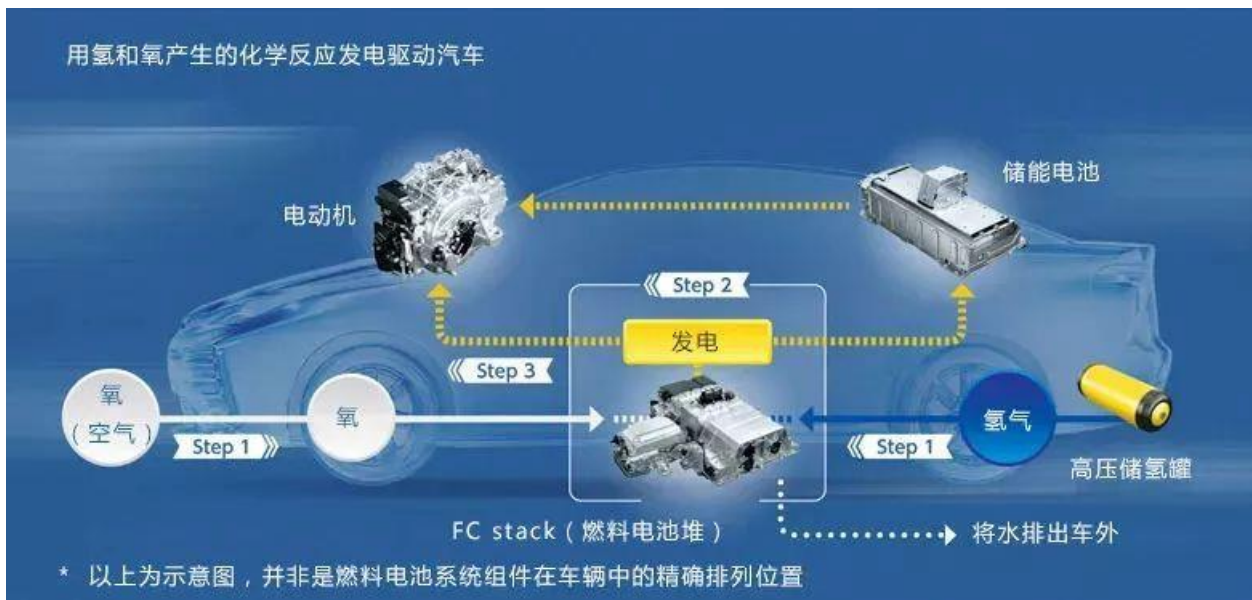
图表：长城宝马合作



勇于创新，布局燃料电池蓝图

- 2018年10月24日，在江苏如皋召开的第三届国际氢能与燃料电池汽车大会上，长城汽车正式宣布已入股德国知名加氢站运营商H2M，成为继液化空气集团、戴姆勒、林德、OMV、壳牌和道达尔之后的第七大股东。
- 目前，长城汽车在新能源领域研发已达10年，已经建成电芯、机理分析、PACK、BMS试制试验室以及电池试制车间、试验中心、分析中心，累计投入超100亿元。长城汽车入股H2M标志着其在新能源汽车版图进一步扩大。

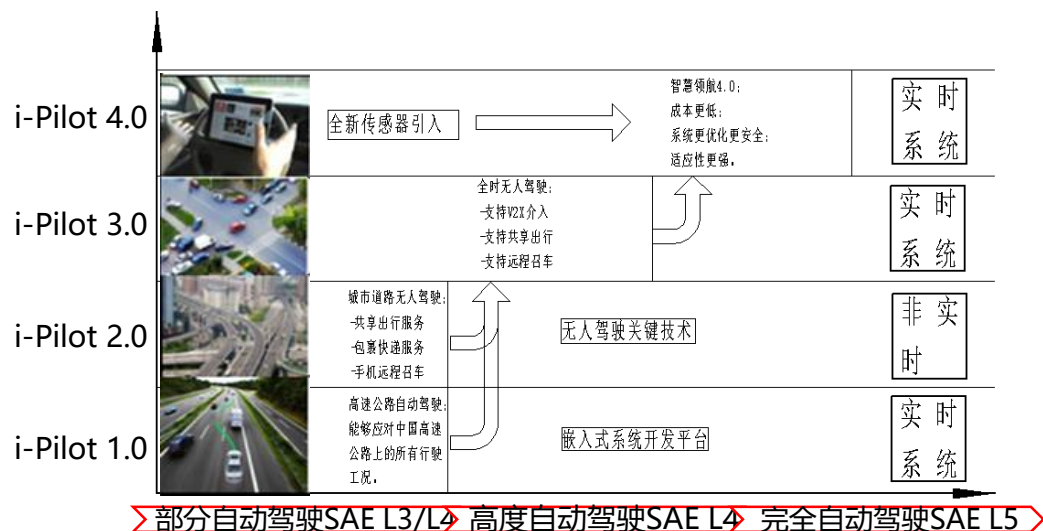
图表：燃料电池汽车运行示意图



专注研发，智能驾驶再上一层楼

- 长城汽车在智能驾驶领域已有近十年的经验累积了。从2009年开始研究自动驾驶技术；2015年首次对外动态展示L3级自动驾驶；2016年，长城汽车车队在中国智能车未来挑战赛中实现3连冠；再到2017年初，发布了中美印三地协同开发的“i-Pilot智慧领航”自动驾驶系统。到现在的L4级别自动驾驶、LTE-V2X车联网技术，长城汽车在智能驾驶领域已经取得了不错的成绩。
- 随着技术的逐渐成熟，长城汽车很多自动驾驶技术也渐渐实现了量产。旗下WEY品牌首款车型VV7搭载的ADAS高级辅助驾驶系统，集合了AEB自动制动、ACC自适应巡航、LKA车道保持等功能；刚上市不久的WEY VV6搭载Collie2.0智慧安全系统，配备AEB主动式紧急制动系统、ACC全速范围自适应巡航、ICA智能巡航辅助和TJA交通拥堵辅助等20项智能辅助技术。

图表：长城汽车自动驾驶研发现状及规划



图表：长城汽车智能网联示范区建设



资料来源：盖世汽车、车云网、太平洋证券研究院整理

资料来源：盖世汽车、汽车之家、太平洋证券研究院整理

5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



投资建议与盈利预测

- 公司为国内专业打造SUV与皮卡领先车企，长期专注两大领域，极致匠心打造高性价比精品，国民神车H6家喻户晓，风骏皮卡纵横江湖一骑绝尘，半军事化管理成就极致效率，质量成本管控业内首屈一指。
- 优势领域实力强劲、新领域奋起直追。SUV中H系列稳定基盘、F系列提供增量、WEY品牌提升品牌力，皮卡贡献稳定的现金流与利润，多条线共振构筑强大护城河，新能源打造全新欧拉品牌，并与宝马合资生产电动版MINI车型，前瞻布局氢燃料电池领域；智能驾驶通过I-pilot计划持续推进。
- 我们预计公司2018年、2019年营收分别为994.70亿元、1144.50亿元，归母净利润分别为53.54亿元、60.31亿元，目前股价对应估值分别为12倍/11倍，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	98,616	101,169	99,470	114,450	124,979
同比增速 (%)	29.70	2.59	-1.68	15.06	9.20
归母净利润 (百万元)	10,551	5,027	5,354	6,031	6,738
同比增速 (%)	30.92	-52.35	6.51	12.64	11.71
EPS (元)	1.16	0.55	0.59	0.66	0.74
PE	32	21	12	11	10



风险提示

- 宏观经济或汽车行业整体走势不达预期；
- SUV市场下滑超出预期；
- 与宝马合作力度与进展低于预期。

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。