

汽车及零部件行业公司深度报告

长城汽车——体制改革照亮未来、迎接新产品时代

2019年07月18日



公司评级

推荐（维持）

证券分析师

曹群海 投资咨询资格编号：S1060518100001

王德安 投资咨询资格编号：S1060511010006

邮箱：CAOQUNHAI345@PINGAN.COM.CN

投资要点

行业处于反转周期，自主与合资攻守角色转换。汽车行业透支效应已经基本结束，即将迎来销量和利润反转，行业增速放缓+国六升级三四线品牌产能出清，份额进一步向龙头集中。一线自主品牌在技术、品牌建设、质量管控上已经取得长足进步，对标韩国汽车发展历程预计未来三年自主品牌和合资攻守角色转换，一线自主有望抢占份额。

公司体制变革，迎来超强新品周期。公司在营销、研发、激励机制上做出变革，解决重产品轻市场、人才流失、干部老化等一系列重大问题，打造年轻和富有活力的青年管理队伍，走出保定成立南方总部。2020年基于全新模块化平台打造F、H、WEY产品矩阵，对动力+油耗+电子架构大幅优化，哈弗和WEY品牌迎来新品周期。

新能源照亮未来，合作开放共赢。公司从上游电池电机电控开始打造完善的新能源汽车产业链，且拆分四大零部件子公司，未来有望实现外供，欧拉品牌2020年有望进入国内top5新能源车企，打开新能源估值束缚。长城宝马合资公司2020-2021年预计量产MINI品牌和光束品牌电动汽车，品牌力跃升台阶，长期看点颇多。

踏入海外市场，拓展其他品类增长点。公司将全球化作为未来重要战略，希望5年计划海外销量占比30-40%，俄罗斯工厂作为海外重要支点已经投产，随产能爬坡预计贡献盈利。国内皮卡预计进一步解禁，公司作为皮卡龙头有望充分享受红利，市占率预计提升，随未来几年销量规模扩大，预计公司将会介入MPV和轿车生产，打开成长空间。

盈利预测与投资建议：一线自主份额有望提升，哈弗+WEY品牌迎来新品周期，新能源全产业链布局，皮卡和海外市场拓展新增长点，调整2019-2021年EPS分别为0.59、1.02、1.36元（原有业绩预测为0.69、0.99、1.20元），维持“推荐”评级。

风险提示：1) 汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂为了保证产量和销量，或将出现价格战，经销商终端优惠力度加大，盈利能力下滑，主机厂毛利率下降，将影响三四季度的盈利能力；2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响主机厂盈利能力；3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

长城汽车

1

行业处复苏起点、一线自主攻破合资堡垒

2

公司体制变革、迎来超强新品周期

3

新能源照亮未来、合作开放共赢

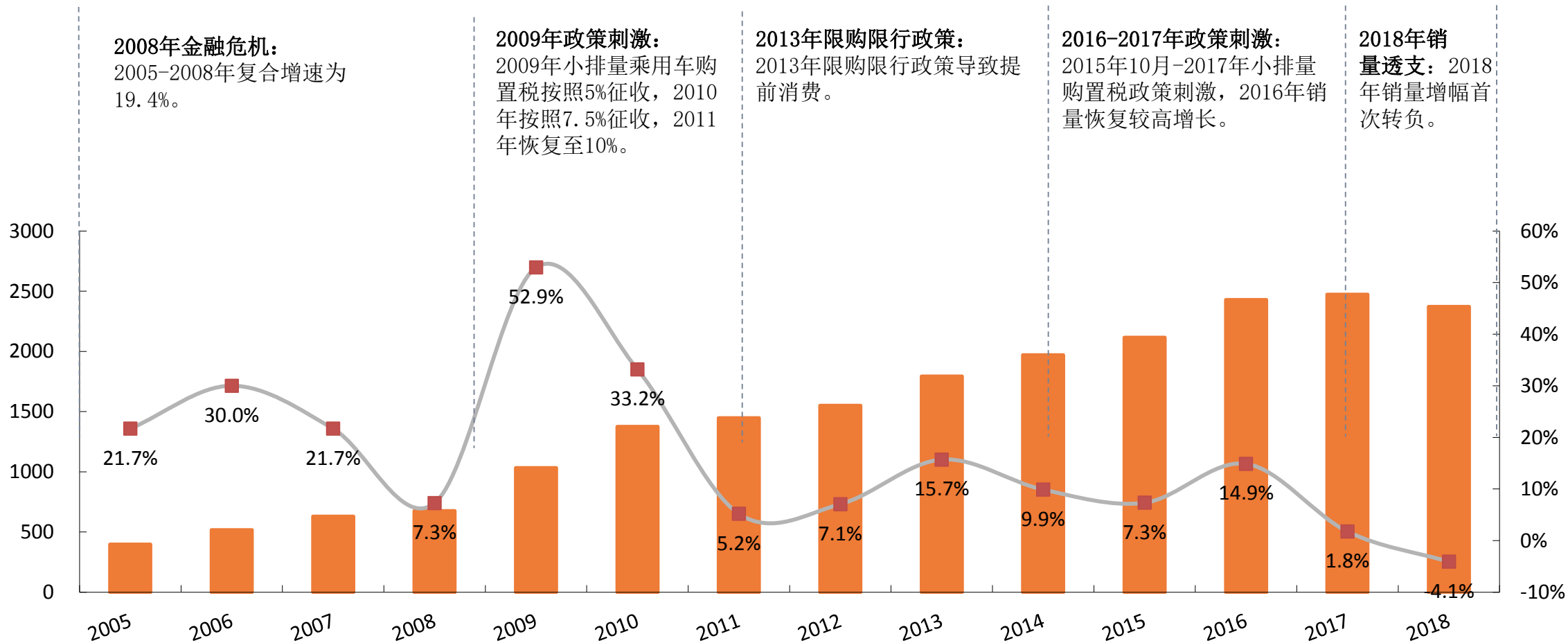
4

踏入海外市场、拓展其他品类增长点



乘用车行业十五年复盘

乘用车年度销量及同比增速 (万辆)



2008年金融危机:
2005-2008年复合增速为19.4%。

2009年政策刺激:
2009年小排量乘用车购置税按照5%征收, 2010年按照7.5%征收, 2011年恢复至10%。

2013年限购限行政策:
2013年限购限行政策导致提前消费。

2016-2017年政策刺激:
2015年10月-2017年小排量购置税政策刺激, 2016年销量恢复较高增长。

2018年销量透支:
2018年销量增幅首次转负。

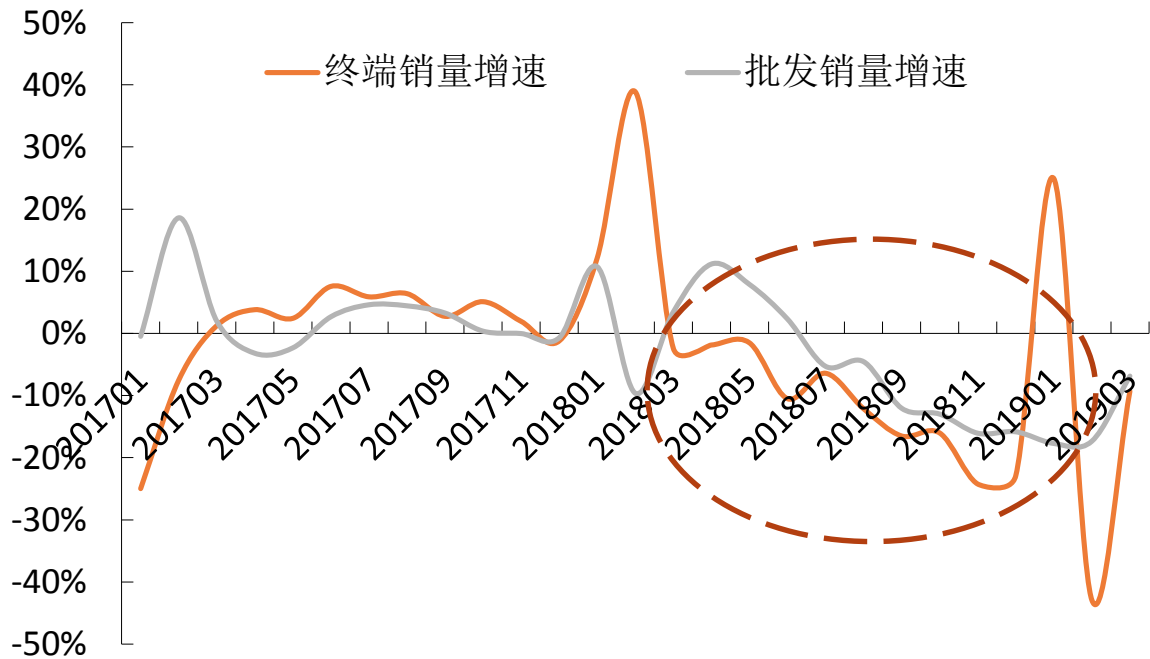


2018年销量透支效应导致行业失速下滑

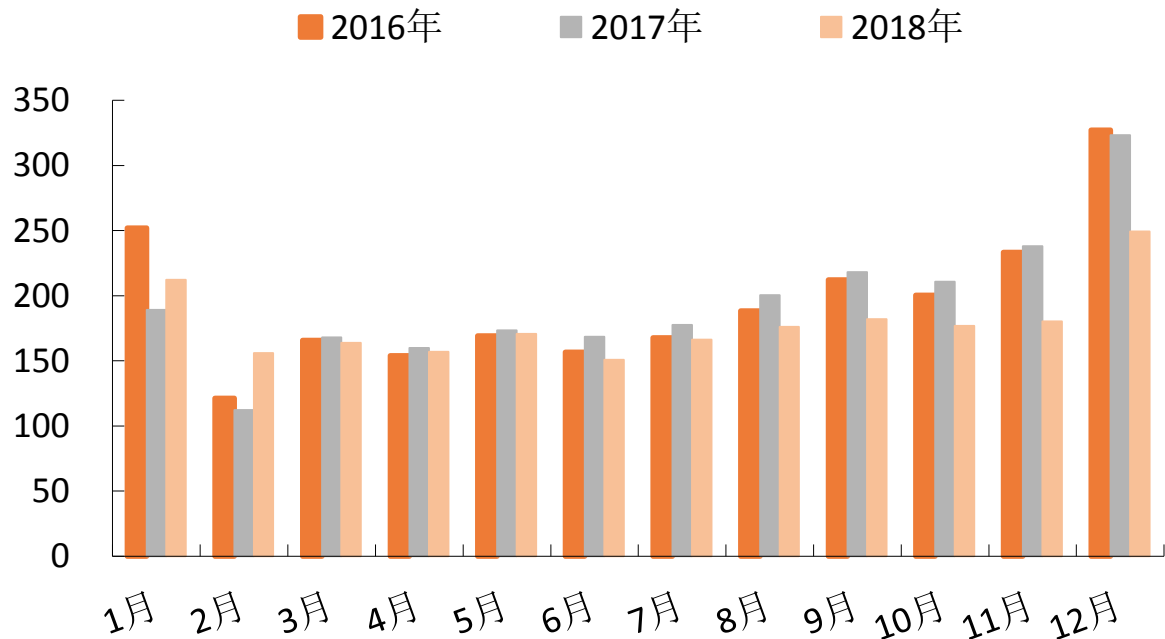
2018-2019年乘用车销售情况类似2011-2012年:

2018年销量透支效应显现, 终端销量下滑8.5%, 批发销量下滑4.1%至2371万辆, 终端库存增加。

乘用车17-19年批发和终端销量同比增速



乘用车16-18年销量 (万辆)



资料来源: 中汽协、平安证券研究所

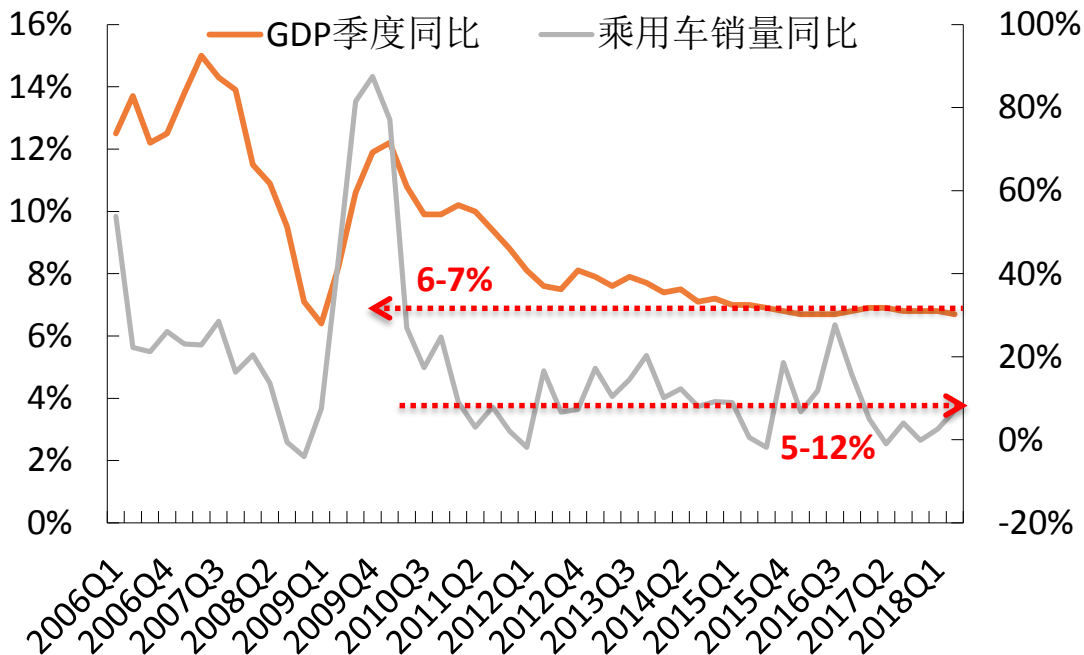


2016-2017年销量透支约300万，2018-2019年基本还清

- 1、乘用车销量与GDP、可支配收入增速一样，增速中枢逐渐向下。
- 2、我们假设2015年终端销量是个真实值，而后2016-2020年每年增速逐年下降，增速中枢降低到3%。

将终端增速和GDP匹配后，发现16-17两年终端销量透支了300万，18-19两年将正好冲回之前被透支的300万，预判2019-2021年的真实终端增速约在0%、8%、5%。

◎ GDP（左轴）与乘用车销量（右轴）季度同比增速基本匹配



资料来源：中汽协、平安证券研究所

◎ 未来三年批发销量增速预判（万辆）

年份	GDP增速	假设终端增速	真实终端增速	假设终端销量	真实终端销量	被透支的销量	累计透支销量
2016年	6.70%	6%	16%	2140	2348	-208	-208
2017年	6.90%	5%	0%	2247	2339	-92	-300
2018年	6.50%	0%	-9%	2247	2140	107	-192
2019年	6.50%	2%	0%	2292	2140	152	-40
2020年	6.30%	3%	8%	2361	2320	41	1
2021年	6.20%	3%	5%	2432	2436	-4	-3



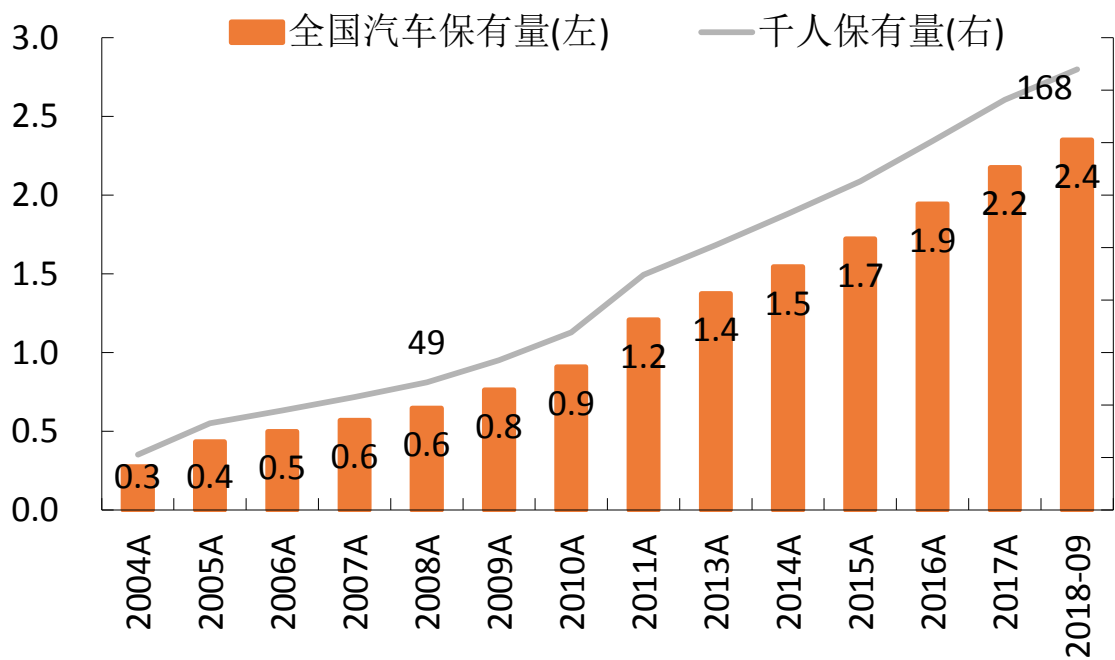
长周期判断：国内汽车销量增长空间仍大

长周期判断：国内汽车销量增长空间仍大

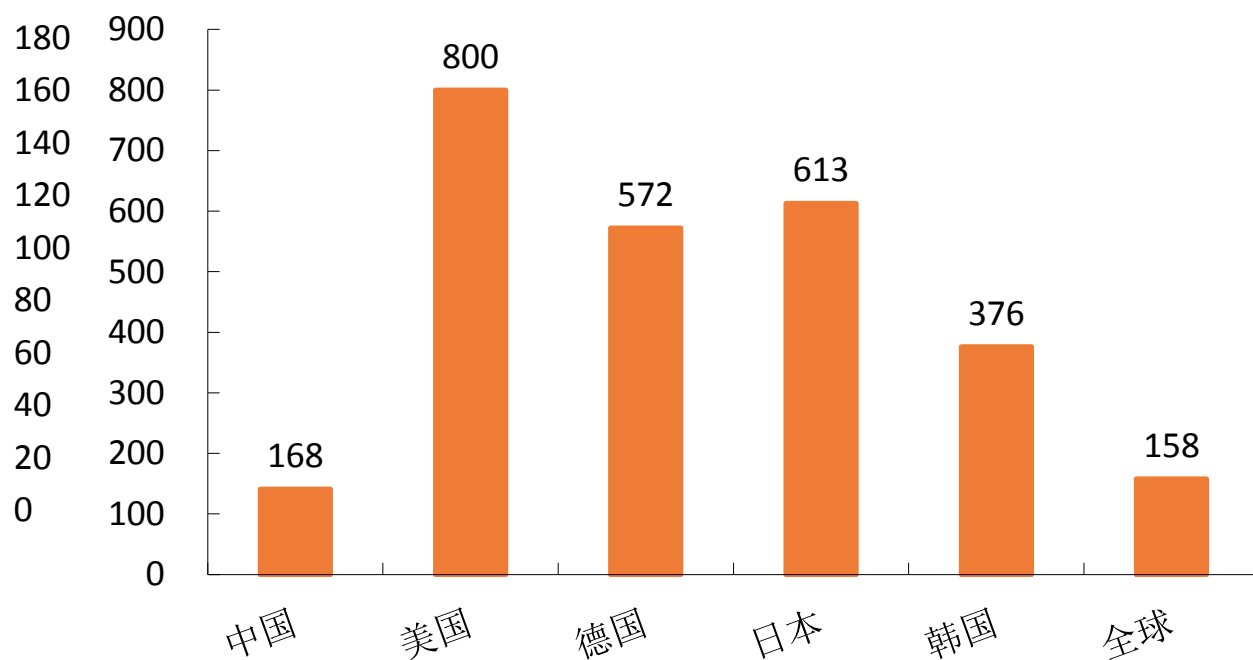
长期来看经济的发展和人均收入的提高是推动汽车渗透率提升的最重要原因，2018年我国千人汽车保有量达到168辆，远远低于美、日、韩、德的水平。

并且从人口密度上看，我国大陆人口密度（交通拥挤度）远远低于日本、德国、韩国的水平。只要我国GDP水平长期增长，千人汽车保有量水平仍有望不断提升。

历年全国千人保有量（左轴：亿辆，右轴：辆）



全球各国家地区千人保有量对比（辆）





长周期来看行业销量仍具备翻倍空间

短期看汽车行业销量有望达3500万辆

目前我国汽车保有量2.4亿辆，千人汽车保有量168台，总体而言仍属年轻的汽车消费市场。在人均GDP到1万美元时，日本、韩国的千人汽车保有量约200辆，目前我国人均GDP接近1万美元，未来将会继续提升。未来5年中国千人保有量达200台时，我国汽车保有量预计达2.8亿台，假定届时我国汽车更新周期降低至8年，不考虑出口市场，则中短期未来5年我国汽车年产销规模估计在3500万台左右，乘用车年产销规模在3100万辆上下。长周期看，中国汽车行业千人保有量有望达350台以上，销量有望达4000万台。

◎ 中国汽车销量中短期销量预期3500万

千人保有量 (辆)	人口 (亿)	保有量 (亿辆)	换车周期 (年)	年销量 (万辆)
目前水平: 168		2.35		
200	14	2.8	8	3500
300	14	4.2	10.5	4000
400	14	5.6	11.2	5000



政策端还有很大余力

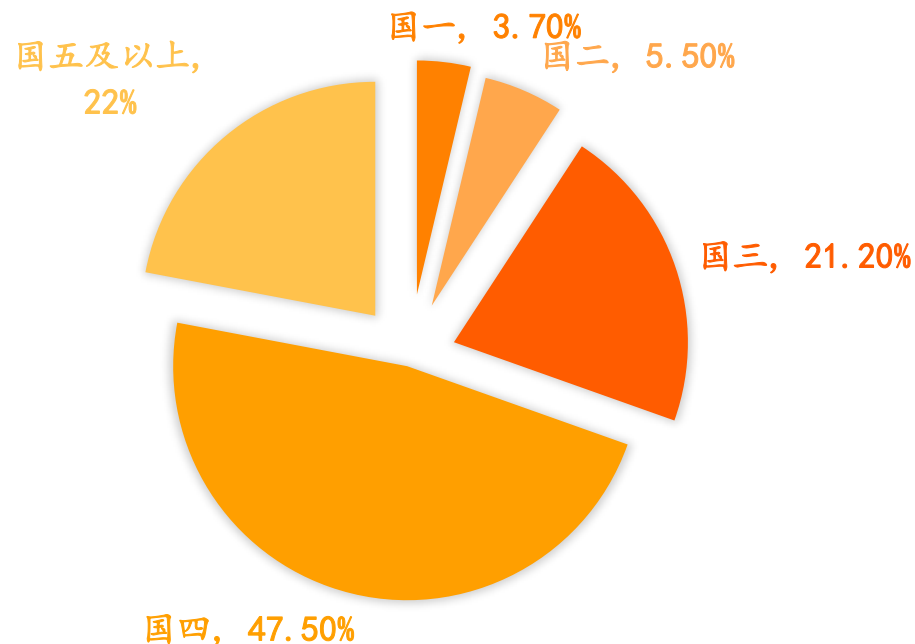
2015.10-2017年购置税刺激政策出台，2016年购置税财政收入同比下降4.2%，2017年同比增长22.7%（上一轮刺激同比增速为20%-50%），刺激效果已经大不如前，所以我们预期本轮直接出台购置税政策的可能性较小。

- 1、目前北京、上海、天津、南京、河北多地已经开始对国二及以下排放车型进行限行，随着国六排放标准的实施，预计将有更多城市加入限行行列，这将促进老旧排放标准汽车报废更新。国二以下车型保有量占比9%，2000万辆，但是排放占比20%以上。
- 2、放开限购限行城市需求。据公安部数据，目前排队等候数共计约640万辆。
- 3、放开皮卡限行，低端和高端皮卡需求预计将会大幅增长。
- 4、打通报废车辆回收渠道，放开四大总成再造，促进汽车流通，提高报废车辆的价值，刺激消费者去更新车辆。

① 乘用车排放标准历史沿革

国内排放标准	实施时间	欧洲排放标准	实施时间
国一	2001年		
国二	2004年	欧二	1996年
国三	2007年	欧三	2000年
国四	2013年	欧四	2005年
国五	2017年	欧五	2008年
国六	2019年7月/2020年	欧六	2013年

② 分排放标准汽车保有量构成

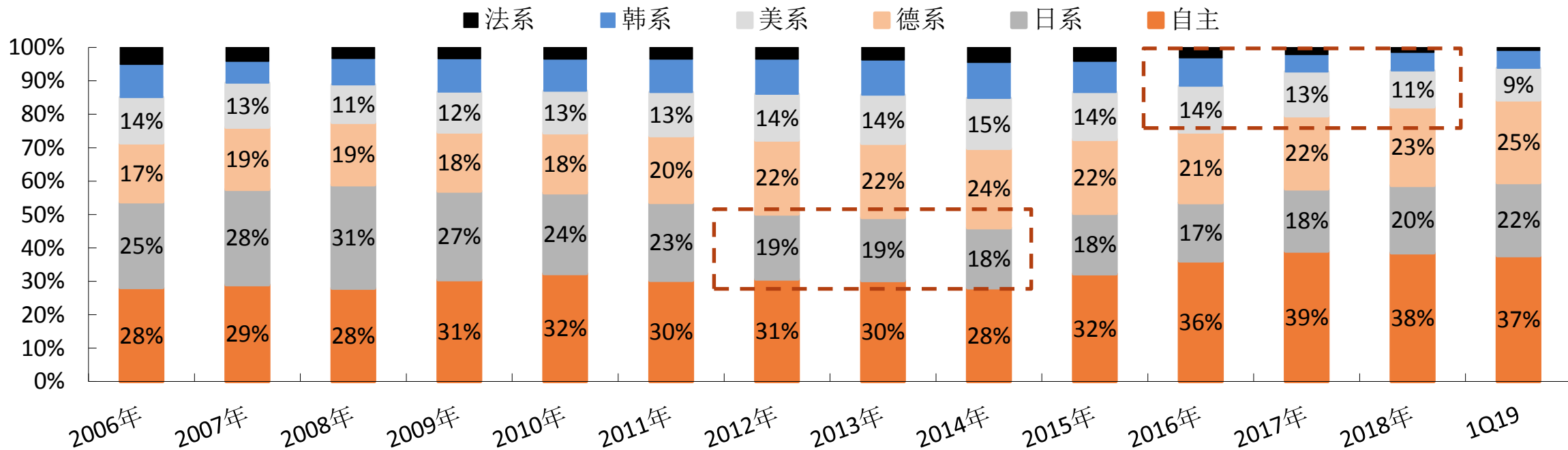




外资品牌份额受法规政策和全球竞争力影响

- 1、德系崛起，源于中欧两地一母双胎的政策法规体系：过去十年国内欧系法规的采用，使得以德系为首的小排量涡轮增压技术路线引领国内市场
- 2、12年“钓鱼岛事件”对日系品牌带来一定负面影响，市占率较11年下降了约3个百分点，同一时期德系品牌份额提升了3个百分点。
- 3、类似的，17年“萨德”事件以及18年的中美贸易摩擦分别对我国韩系品牌、美系品牌带来一定负面影响。
- 4、预计合资品牌也将进一步分化，韩系、美系向下，日系、德系向上。韩系技术积累尚浅，美系品牌以大排量+工具车为主，车型缺乏全球竞争力。

◎ 轿车+SUV各国别车系市占率



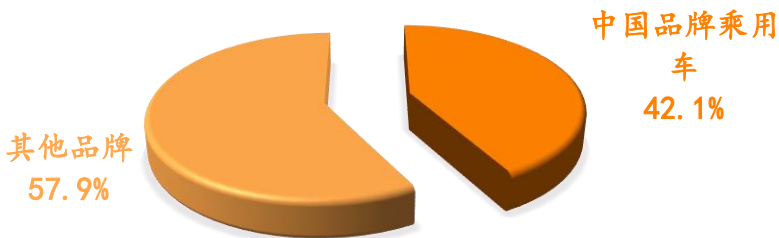
资料来源：中汽协、平安证券研究所



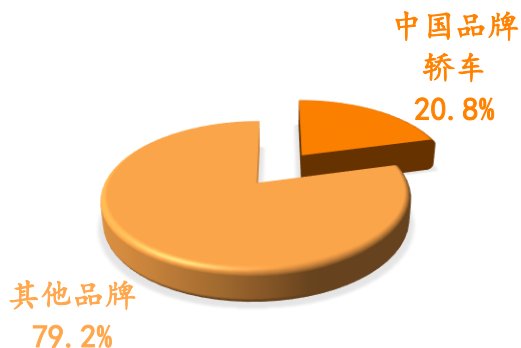
2018年SUV份额受多重因素影响，长期仍将跑赢轿车

2018年SUV份额同比基本持平，主要是由于自主品牌品牌力略差，消费下行背景下整体份额下降，而自主品牌主要由SUV产品构成（占比58%），拖累SUV销售增长。

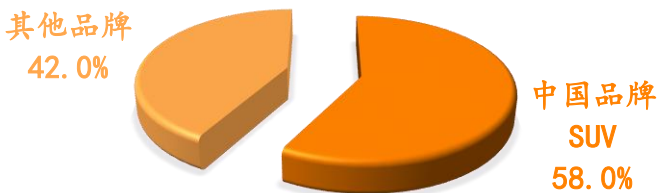
另外，新能源车增速较快，而新能源车主要由轿车构成，影响了SUV份额；随新能源SUV产品不断上市，影响将减小。



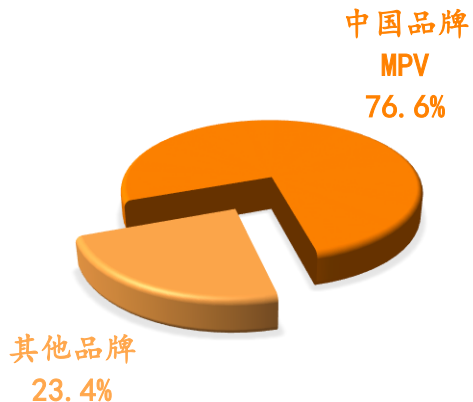
中国品牌乘用车（2018年）
销量：998万辆，同比下降8%
市场份额：42.1%，下降1.8个百分点



中国品牌轿车（2018年）
销量：239.9万辆，同比增长1.9%
市场份额：20.8%，提高0.9个百分点



中国品牌SUV（2018年）
销量：580万辆，同比下降6.7%
市场份额58%，下降2.6个百分点



中国品牌MPV（2018年）
销量：132.8万辆，同比下降23.1%
市场份额：76.6%，下降6.9个百分点

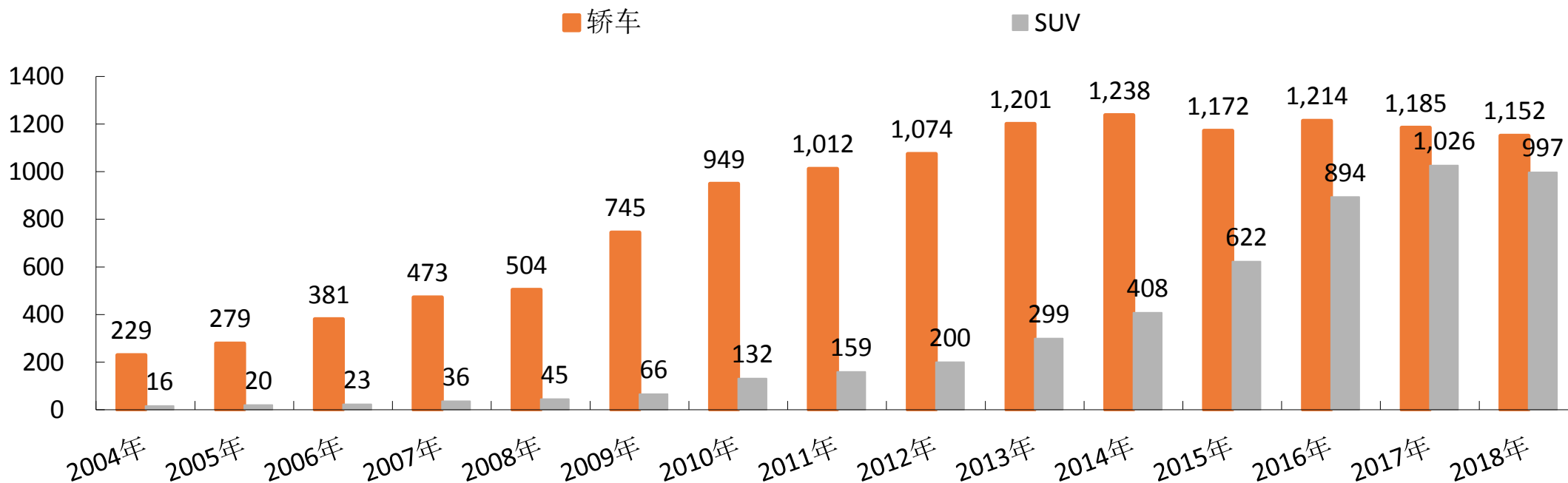


2018年SUV份额受多重因素影响，长期仍将跑赢轿车

SUV份额依然有提升空间的两个原因：

- 1、2010-2013年为轿车购买高峰，SUV从2014年开始崛起。以8年为更新周期，则2018-2022年为轿车拥有人群的更换潮，其更换为SUV车型的概率更高。
- 2、SUV比轿车更高的油耗受到诟病，但随发动机技术进步、电机+发动机P2电混动普及，车型油耗绝对值会不断降低，消费者对SUV油耗的敏感度会下降。

◎ 轿车+SUV历年销量（万辆）

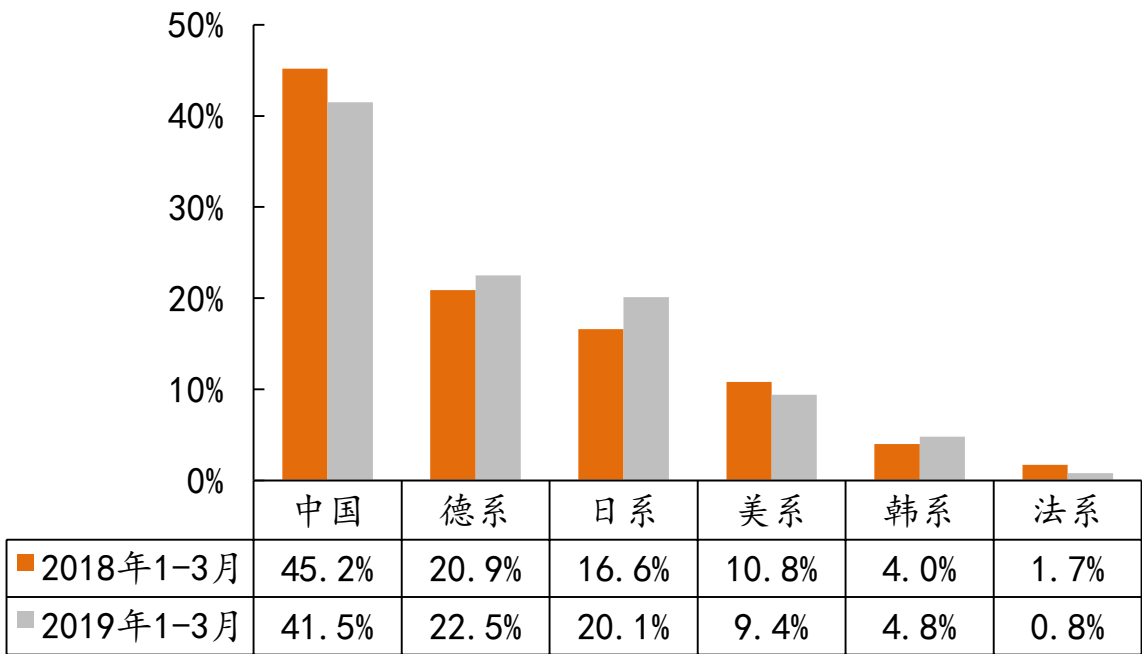




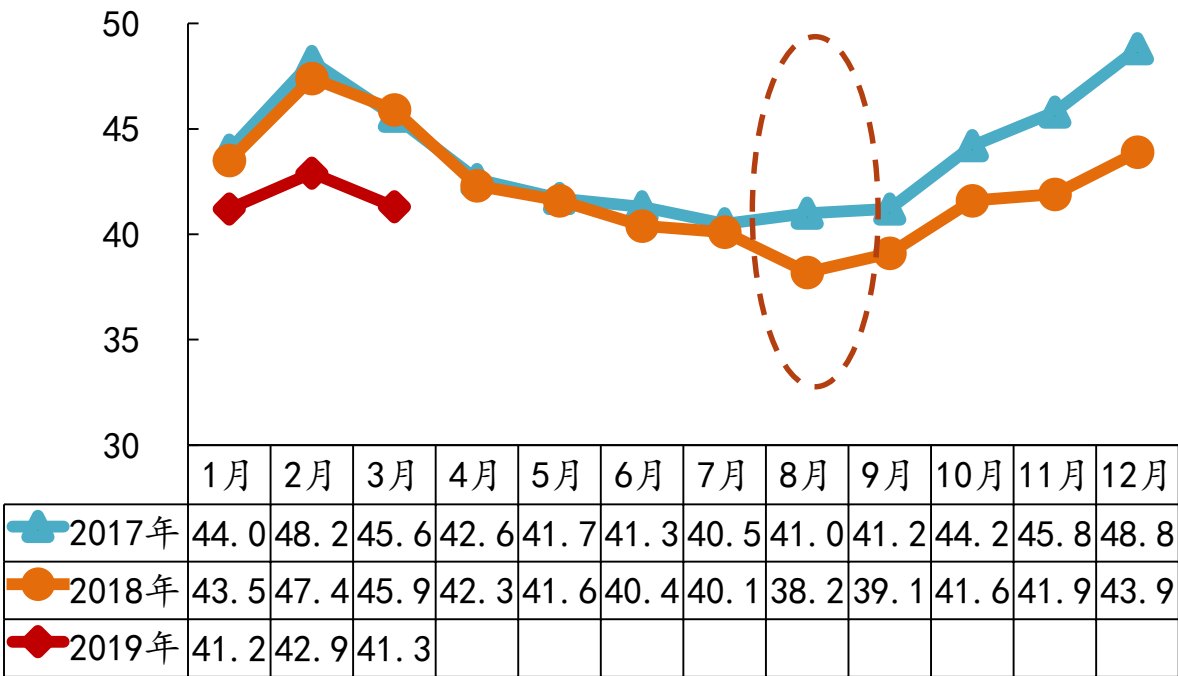
自主品牌乘用车市占率结束3年上升态势

分品牌来看，自主品牌乘用车市占率在2018年7月开始大幅下滑。主要是因为自主品牌乘用车车型多为12万以下，消费者多来自于三四线城市和农村，此类消费群体抗风险能力较差，相比于1-2线城市消费群体，受宏观经济波动影响更大。

自主品牌乘用车市占率下降



自主品牌市占率从2018年7月开始下滑 (%)



资料来源：中汽协、平安证券研究所



未来三年一线自主品牌与外资攻守角色转换

乘用车一线自主品牌份额会继续提高，提高路径有两条：

1、**依靠新能源车**，新能源车自主和合资品牌技术代际差距缩小，产品力差距缩小，合资品牌溢价能力降低。

燃油车的三大件为发动机、变速箱、底盘，其中发动机变速箱被绕开，消费者关注的动力性、油耗不再成为自主品牌的软肋。电动车关注的方面是百公里加速、耗电量、智能化技术，其中加速性能只需要更大功率的电机，耗电量需要优质和低成本的电芯，智能化技术需要快速的迭代能力，产品变得更加简单，自主无论在技术上的差距还是在成本上的控制能力都占有优势，随产品力差距缩减，自主品牌认知也将会提高。

2、**依靠技术进步**，虽然汽车工业百年积累，但是后来者从模仿到飞跃只需要大概30-40年时间即可实现追赶。韩系车飞速发展年代是从1990年到2004年，短短十几年时间实现了发动机、变速箱等核心零部件自制；2005年开始快速全球化，成为全球top10车企。从90年代国内自主品牌起家，2010年开始自主品牌飞跃式发展，2010-2012年自主发动机量产，2016-2017年自主变速箱量产，国内技术进步飞快，预计在接下来的5年时间里将看到自主品牌在动力、油耗方面可以与一线合资品牌一较高低。



一线自主品牌市占率依然上行

2018年乘用车自主CR5总体市占率是提升的，我们预计后续的行业格局将会是自主第一梯队，外资第一梯队共同提高份额，挤压二线厂商，而非自主全线覆灭（从2019年1-5月的表现也可以看出这一趋势，行业-15%，通用-15%，长城+5%，上汽大众-9%，一汽大众-13%，福特-70%，吉利-12%，上汽乘用车-14%）。

历年CR5自主品牌销量及市占率（辆）

	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
吉利	549393	425773	561853	799188	1248004	1500838
长城	627434	612486	753230	968850	950315	915039
长安	822244	973337	1113317	1219609	1128345	874352
上汽	94454	180018	170017	321717	522036	701885
比亚迪	506190	437857	444888	496648	409689	502002
行业	17928858	19700569	21146320	24376902	24718321	23709782
CR5份额	14.5%	13.3%	14.4%	15.6%	17.2%	19.0%



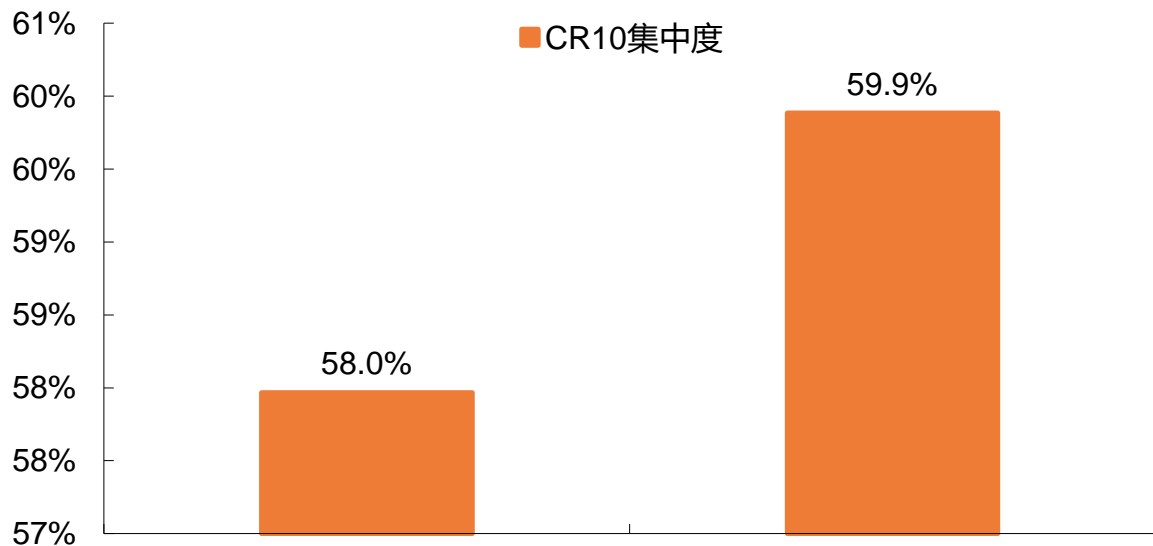
乘用车集中度进一步提高

乘用车品牌集中度有望进一步提高

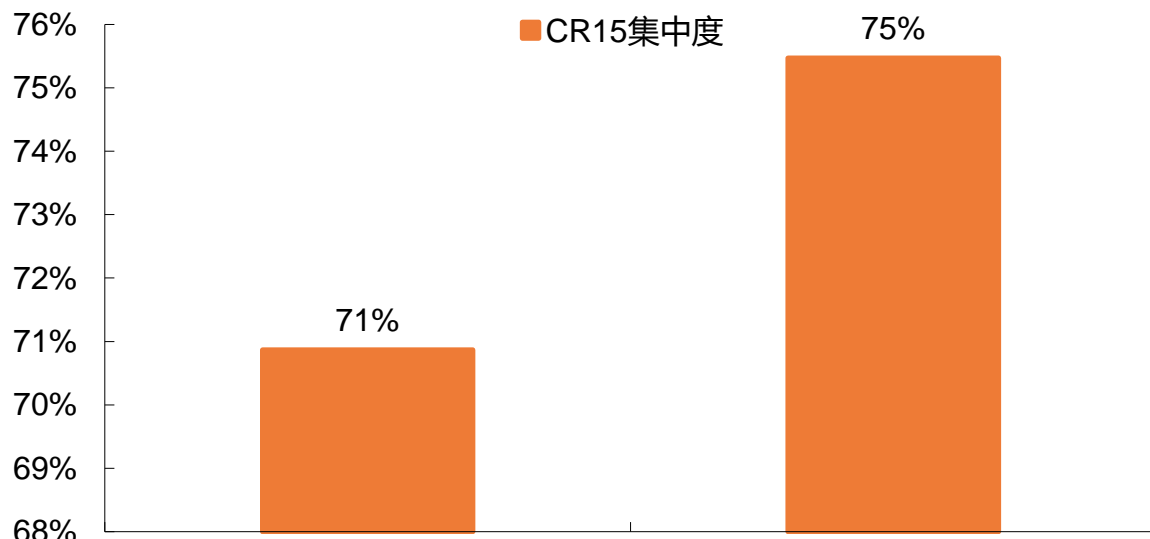
1、行业增速放缓，乘用车品牌集中度进一步提高，2019年1-5月CR15品牌的集中度提高了约4个百分点，弱势品牌截止到5月累计销量下滑幅度较大，比如东风汽车（-34.8%），众泰汽车（-34.4%），一汽轿车（-33.5%），银翔（-51.8%）。随行业增速放缓，竞争白热化，落后产能（约150万）将逐步出清。

2、国五切换国六，弱势车企由于技术沉淀不足，切换速度较慢，7-8月无法顺利切换，会进一步影响销量和现金流，加速产能出清。

◎ 2019年1-5月CR10品牌集中度提高1.9个百分点



◎ 2019年1-5月CR15品牌集中度提高4个百分点



长城汽车

1

行业处复苏起点、一线自主攻破合资堡垒

2

公司体制变革、迎来超强新品周期

3

新能源照亮未来、合作开放共赢

4

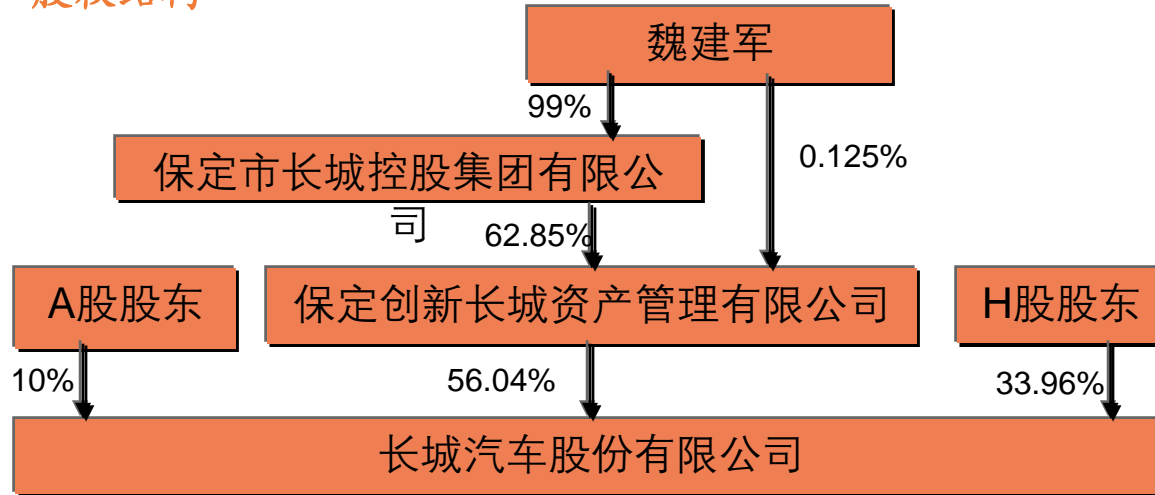
踏入海外市场、其他品类乘用车



长城汽车简介

长城汽车是中国最大的 SUV 制造企业，拥有长城、哈弗、WEY 三个品牌，生产皮卡、SUV、轿车以及主要汽车零部件。

股权结构



公司前四大股东

股东名称 (全称)	比例 (%)	股东性质
保定创新长城资产管理有限公司	56.04 (A股)	境内非国有法人
中国证券金融股份有限公司	2.16 (A股)	其他
全国社保基金一零八组合	0.59 (A股)	其他
香港中央结算有限公司	0.27 (A股)	其他

高管组成

职务	姓名	出生年份	学历	2018年薪酬 (万)	履历
董事长	魏建军	1964	本科	563.19	2001年起任董事长
总经理	王凤英	1971	硕士	540.3	经济学硕士，1991年加入公司
副总经理	胡树杰	1972	本科	415.26	1996年加入公司，现主管整车产品开发
副总经理	赵国庆	1978	本科	289.63	2001年加入公司
副总经理	刘玉新	1978	-	-	财务总监、2000年加入公司
董秘	徐辉	1979	本科	115.66	2001年加入公司



长城汽车简介

研发环节	<ul style="list-style-type: none"> 研发投入占总收入比4.0%，研发人员比例26.75% 拥有独立研发中心——长城汽车技术中心，共7000人，在整车造型、工程设计、CAE、试制试验、发动机、变速器等各个环节都形成了自主技术 拥有迄今国内最大、规格最高的汽车综合试验场之一
采购环节	<ul style="list-style-type: none"> 核心零部件独立生产，涵盖发动机、变速器、底盘、电器、内外饰件、模具等产品 与博世、ZF、奥托立夫、博格华纳等供应商建立长期战略合作关系
生产环节	<ul style="list-style-type: none"> 集团拥有徐水、天津两大生产基地，其中天津徐水整车、零部件全部达产，工厂自动化效率高，目前国内在建生产基地约有5家。
销售环节	<ul style="list-style-type: none"> 线上线下相结合，国内国外相结合 经销商由公司直接管理，与主机厂协同好；推出国内第一家百搭定制化购车电子商场哈弗商城 海外销售，俄罗斯、澳大利亚、南非销售公司已稳定运营

已有产能情况

已有产能	车型	规模
保定	皮卡 H5 H1 H2S C30/C30EV 欧拉 iQ/R1	20万
天津	H6运动版 M6 F7 F7x	45万
徐水1	H6C H8 H9	20万
徐水2	H2 H7/H7L VV7 P8	20万
徐水3	H4 新H6 F5 VV5 VV6	25万
合计		130万

在建产能情况

在建产能	计划投资额	规模/车型	预计投产日
浙江平湖基地	20亿	10万 哈弗F 皮卡	2021年
江苏张家港基地	51亿	16万 mini电动车	2020年底
重庆基地	45亿	16万 皮卡 哈弗	2019年底
山东日照基地	--	30万 WEY品牌	2021年
浙江泰州基地	80亿	20万 哈弗 新平台 SUV	2021年
俄罗斯工厂	24亿	15万	2019年
合计	--	87万	--



历史节点分析

节点分析:

2009-2010年, 受益于汽车行业购置税政策刺激, 利润接近2倍增长;

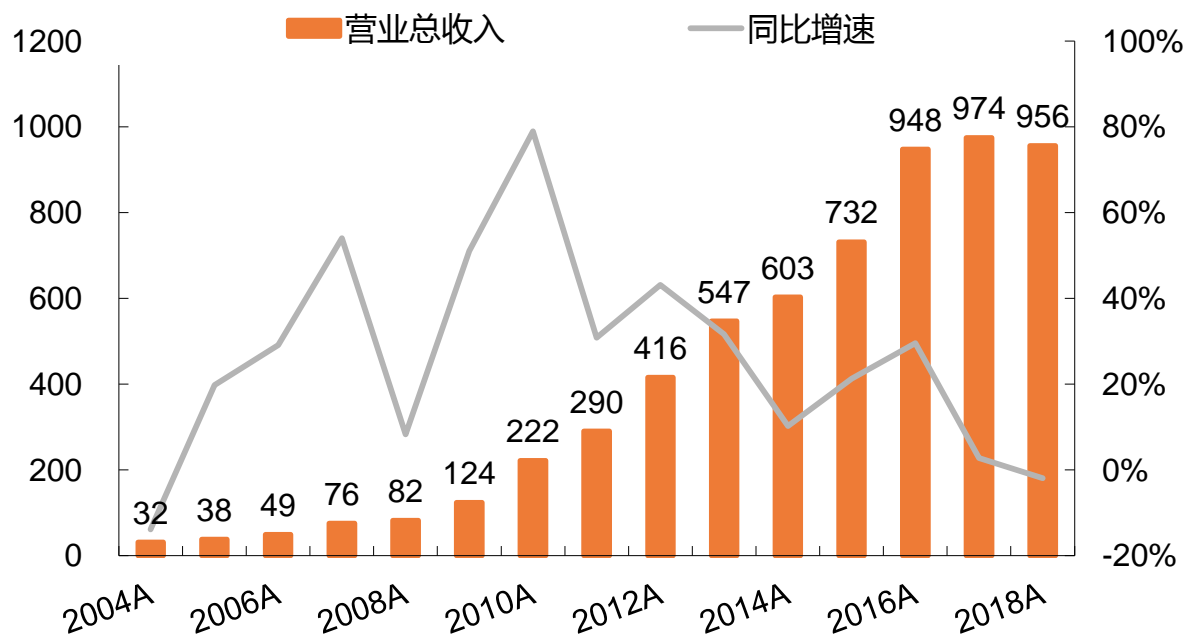
2012年-2013年, 利润复合增速55%, 主要由于哈弗H6上量;

2014年-2015年, 公司轿车销量下滑较多, 哈弗H8跳票事件影响品牌力, 终端促销优惠导致SUV单车盈利能力降低, 利润无增长;

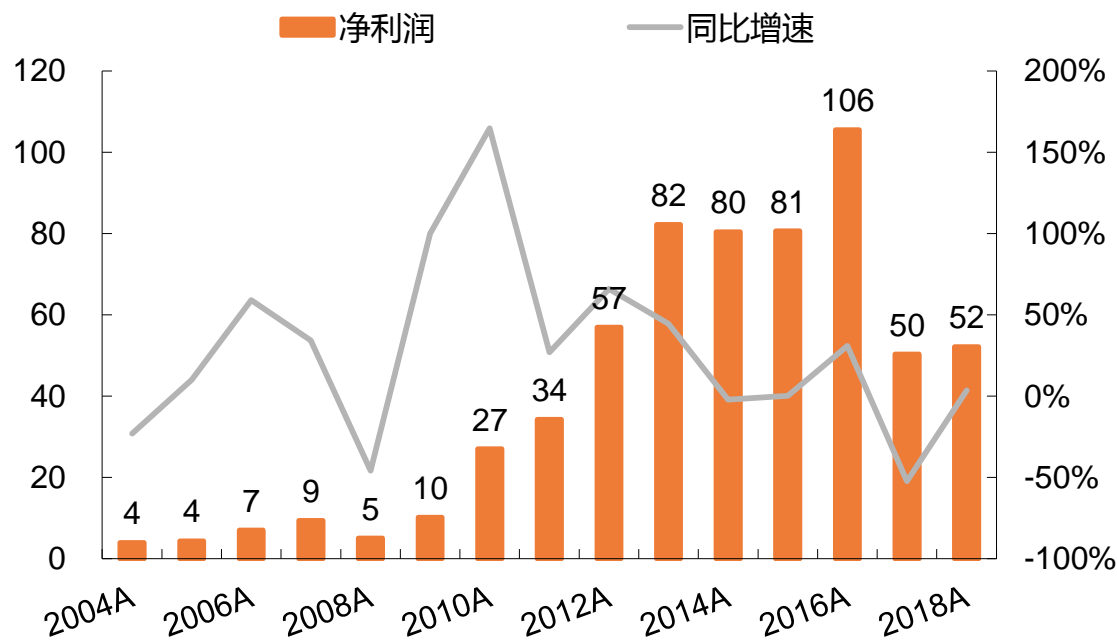
2016年受益行业购置税刺激, 主要车型哈弗H6销量创新高, 利润增长31%;

2017-2018年, 渠道营销体制僵化, H2 H7等产品定位失误, 利润下滑52%。

公司历年营业收入 (亿元)



公司历年净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所;

注: 财务数据取自港股财报



历史节点分析

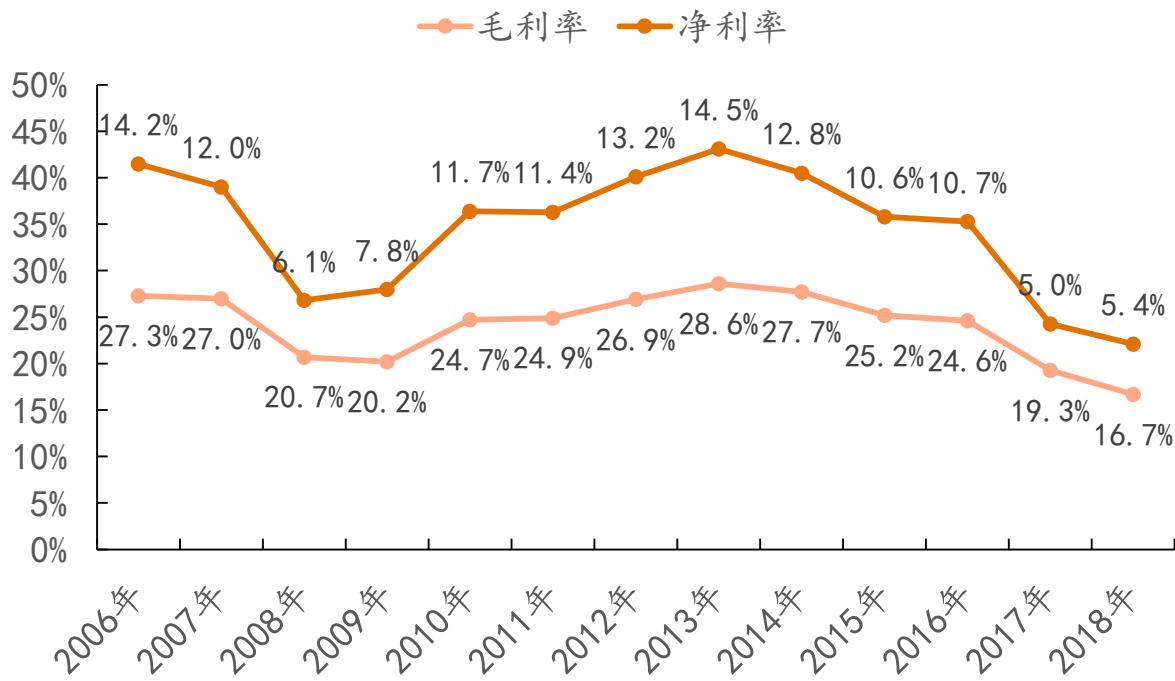
节点分析:

2008-2016年，销售费用率逐年降低，主要是由于公司过去几年采取的重产品+轻市场战略。

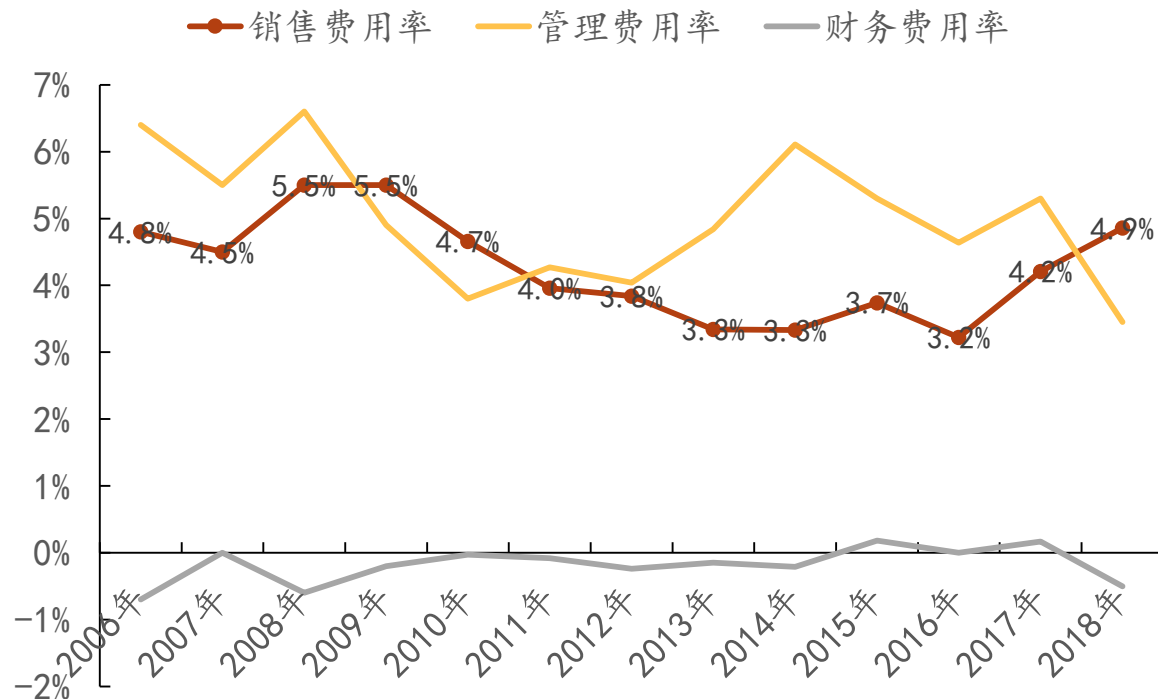
2016-2018年，行业增速放缓，公司加大对终端的促销力度以及对品牌建设的重视度，销售费用率增加。

2013-2014年，管理费用率增多，主要由于技术开发费增加所致，H1、H2、H9次年上市，H8跳票，未来管理费用率预计持平，研发费用提升，资本化程度提升。

公司历年毛利率和净利率



公司历年费用率



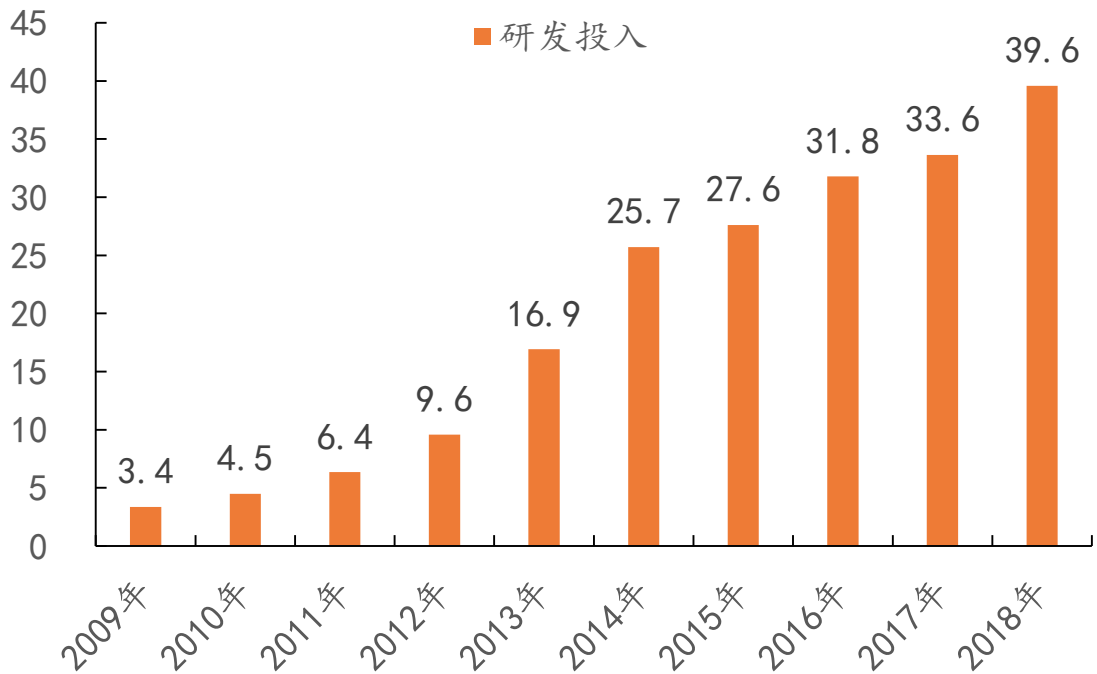


历史节点分析

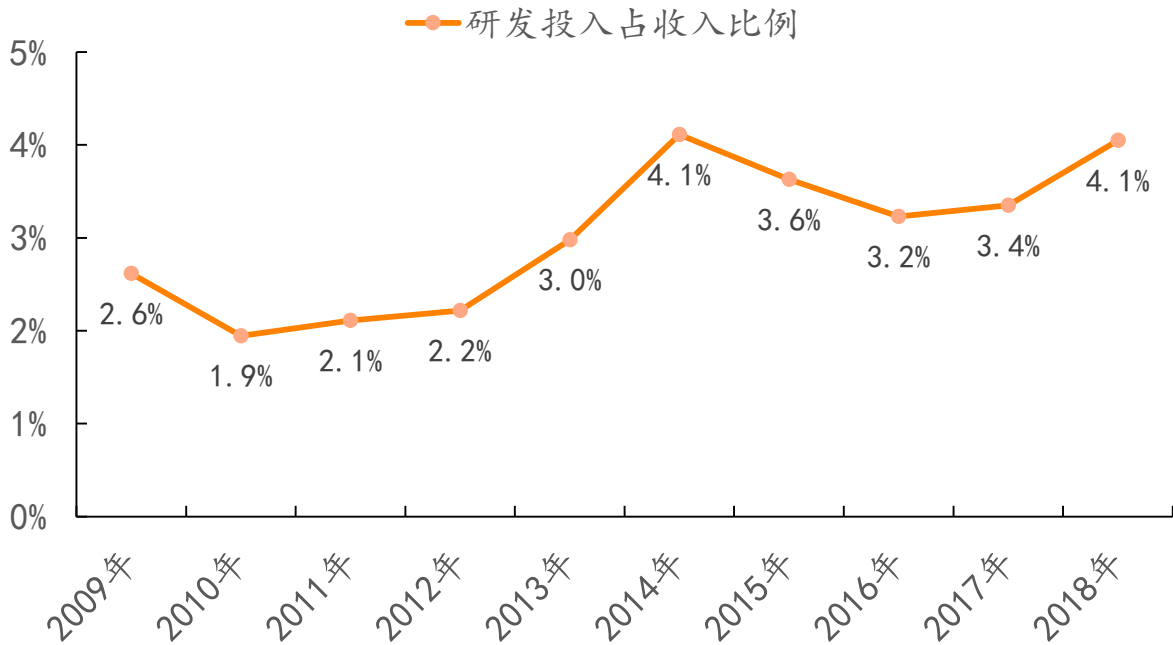
节点分析：

公司研发费用率从2013年开始大幅提高，针对哈弗H8进行了大量投入，之后公司一直保持3%以上的研发占收入比，且未来5年将会加大研发投入。

公司历年研发投入（亿元）



公司历年研发费用率



资料来源：公司公告、平安证券研究所



行业复苏背景、长城份额+利润率有望回归

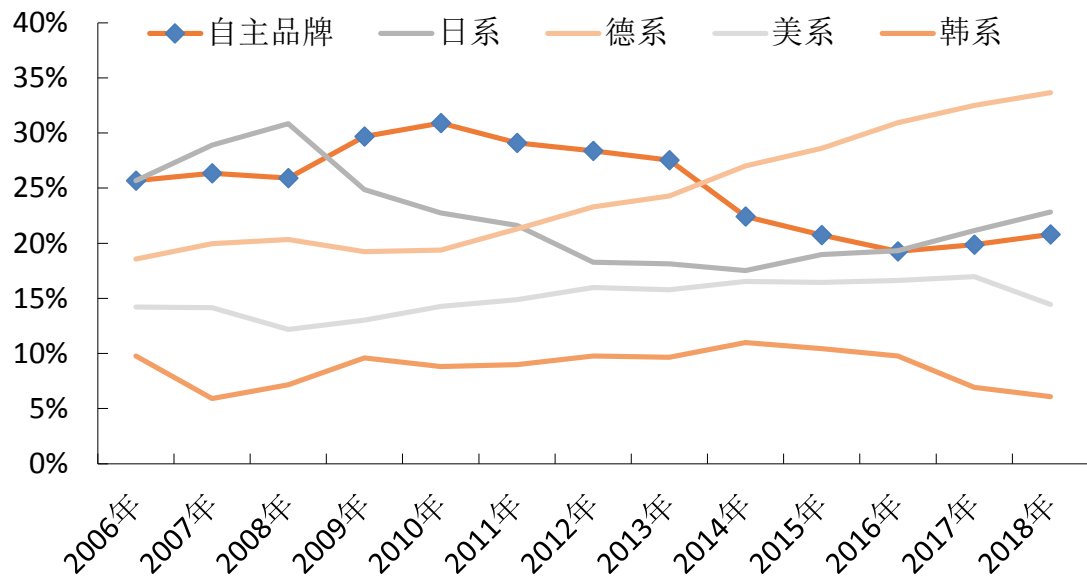
车企周期表面上看是爆款带来的新品效应，实际背后是行业周期+产品周期的叠加

未来行业格局推演：

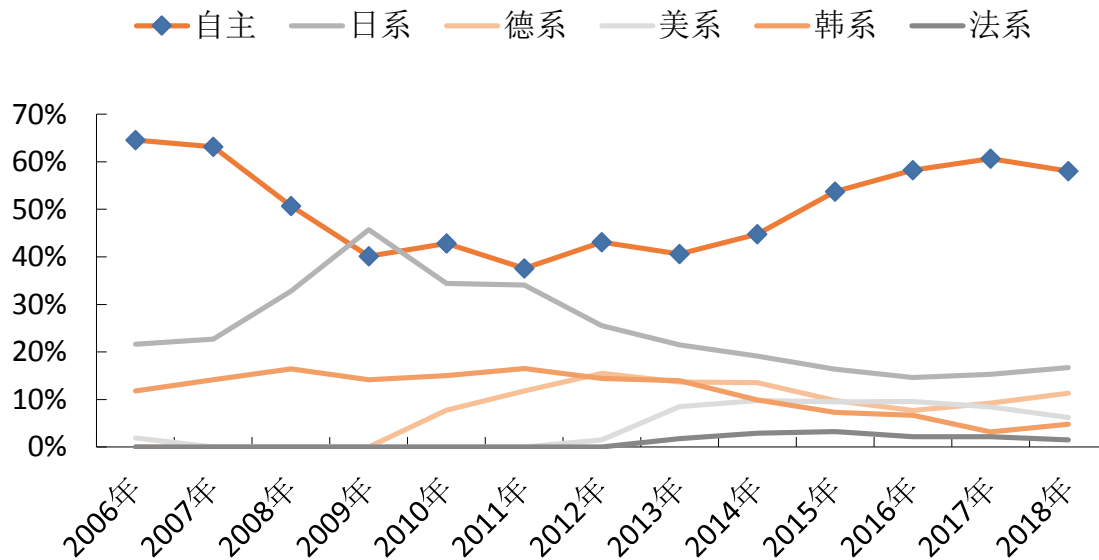
核心假设：SUV份额继续提升至60%、自主品牌份额略有下滑；二三线自主品牌处于产品+技术真空期——长城产品、体制、营销全面革新，从其他自主手中拿回失去份额。

合资品牌大众、通用、丰田等大量补充SUV空白产品，但是与2010-2015年那一轮外资取代自主轿车不同，这一轮消费者对外资品牌的认知已经没有那么强，预计公司有望从韩系、美系手中抢到部分份额。

① 自主品牌轿车市场份额先降后升



② 自主品牌SUV市场份额结束上升





长城汽车的改变

复盘长城汽车过去十年，影响未来发展最核心的2个改变：

第1个改变：掌舵者管理思路改变，不再保守守旧，偏安一隅。而是积极建立人性化机制，打造一支富有战斗力的队伍，适应新四化趋势。

第一积极对外开放，分拆零部件、建立南方5大基地，拱卫浙江平湖研发中心、加强对外合作（譬如与宝马比亚迪），适应新趋势。

第二解决人才管理，对能力不能适应现阶段发展要求的干部进行换血，积极提拔唐海峰、赵国庆（39岁）等新生代管理层，提高研发+销售能力。

第三加强资本运作，换任CFO，且预计出台长期激励方案，提高管理层使命感。

第2个改变：产品策略和销售体制的改变

第一产品策略切换多品类策略，从只是单独固守H6产品，发散为做产品矩阵：3-4线的H系列，2-3线的F系列，1-2线的WEY系列，穿插其中的M系。

第二新能源汽车精准卡位，估值200亿市值的蜂巢能源电池公司，精准卡位A00的欧拉品牌，长城宝马高端电动车。

第三不放弃轿车+MPV市场，积极扩大规模，会介入MPV领域，销量达一定规模比如200万之后，预计介入轿车领域，打开销量翻倍想象空间。



营销体制改革、拿回失去份额

- 原红标车型取消，改为F系列，预计从A+级SUV到A0级SUV分别铺设F7、F5、F3产品：1) 产品调校不同；2) 宣传更强调年轻运动；3) 渠道不同，相比红蓝标其差异化程度显著提高。
- 5-8万市场也不放弃，M系列降维打击，从宝骏、江淮、众泰等车企手中抢回市场份额，年销预期预计15万台左右。

F7



H6





营销体制改革、拿回失去份额

销售渠道彻底分网：

过去红蓝标不完全分网，导致两网制没产生相应效果；本次改革彻底分网，分为F网和H网

F网主打F车型+M系列：F7 F3 F5 M6

H网主打H车型+M系列：H6 H2 H4 M6

渠道体制不再僵化：过去出于重产品轻市场战略撤掉区域销售经理，导致渠道与厂家之间信息不通畅；现在重设区域销售经理，对市场的掌控能力提升。

营销体制改革，更加多元化+提升营销力度+提高公关能力：

以前营销体制单一（发红包促销）；不重视宣传致使吃亏，比如自媒体上流传的三大件无技术、油耗高、套壳等。

1、招募人才营销手段多元化：2018年7月媒体出身的宁述勇加盟，负责欧拉+皮卡；2018年9月沃尔沃出身的柳燕加盟，负责WEY；采取多种营销方式。

2、扩容团队，抵挡水军攻势，对自身产品质量、安全特性、油耗改善、动力性能、轻量化等进行针对性宣传。



权利下放激活体制，重新定位产品

市场体制变革，重新定位产品

经过2017-2018年改制，市场部和研发设计端的对接更加顺畅，对哈弗现有产品从市场消费者角度进行重新设计。哈弗的车型F5、H4、H2、H7几款产品只是试水产品，F5内饰是copy的H4，这几款产品定位都略有问题，没有从产品调校+宣传上+产品定义上与其他车型区分开，也没有符合相应细分行业的产品趋势，未来有望重新打造市场爆款。

权利下放，研发权移交，体制活力提高

目前董事长只管产品品控、战略规划，而将整车研发、市场部权利交回到部门手中，产品研发设计活力进一步迸发。研发部门未来5年研发投入300亿。

◎ 哈弗H7



◎ 哈弗H2





体制改革、解决人才流失+队伍战斗力问题

➤ 股权激励问题

董事长已经充分意识到激励体制上的不足，2018年末访谈中公开表示：“公司正在筹备激励体制改革，包括长期的激励体制”。公司将固定激励改为浮动激励，原有高管清退一部分，且引进新的资本运作、市场、销售人才，为公司队伍带来新的活力和战斗力。

➤ 体制开放性问题

公司的技术体系一直很开放，上海将成为南方总部，研发方向包含造型、电子电器、智能网联、新能源，与比亚迪、宝马等外部合作也不断增多。

过去公司的运营、市场却一直很封闭，从2018年开始，公司营销体制在不断改革，向市场传输的声音不断增多，因为国内的汽车市场尚不成熟，是一个既靠产品也靠宣传的市场。

➤ 文化包容问题

董事长逐渐放权，做好一定程度的品控，车企产品拉长看最终还是要靠产品质量说话。



超强新品周期，燃油+新能源双轮驱动

产品矩阵策略

与2015-2018年不同的是，这次的产品不再是只有H6，而是类似Geely的博、帝豪、远景等多系列产品矩阵。哈弗H2、F3将会重新设计，打造成缤越、长安cs35plus类小型SUV，高逼格+省油+动力调校+宣传造势。重启B级SUV上攻之路，预计会推出哈弗F8、哈弗H10，上攻14-20万价格区间。

2019年全新平台发布亮相，且有相关车型上市

全新平台更注重轻量化、底盘性能、高兼容电子电器架构，开发周期缩短6-12个月，支持5G系统+多屏幕，供应商会更加灵活多样，有利于降低成本。

车型	上市时间	定位	对标车型	年销量预估
F7+F7X	2018年10月/2019年4月	紧凑型SUV/轿跑suv	H6 传祺GS5	25w
F5	2018年10月	入门SUV	长安CS55 大众探歌	10w
F3	2019年1H	小型SUV	吉利缤越 本田缤智	12w
H6运动版全面换代	2020年2Q	紧凑SUV	传祺GS4 博越	20w
全新H6全面换代	2020年4Q	紧凑SUV	传祺GS4 博越 RAV4 大众途岳	20w
WEY全面换代	2020年4Q	多款SUV	丰田RAV4、大众探岳	25w
炮	2019年9月份	中型皮卡	福特F150	5w
全新宝马合资品牌	2021年	多款轿车+SUV	--	--



超强新品周期，燃油新能源双轮驱动

• 欧拉品牌

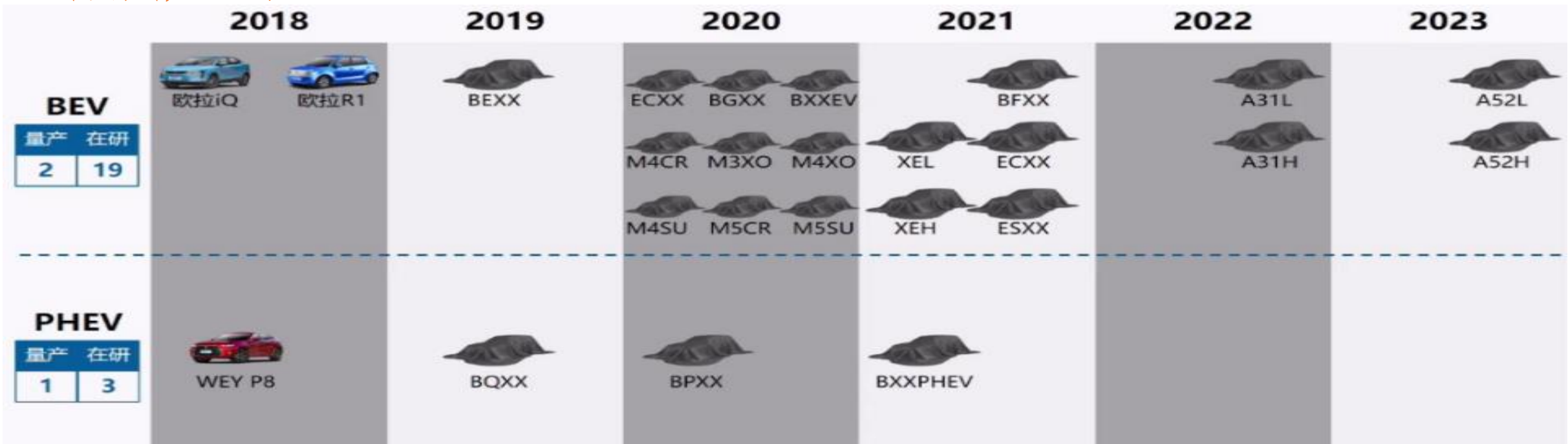
2019年规划10万销量，建成120家专营店（2018年47家），店中店183家（2018年86家），触点店384家（2018年0家），3季度推出A00级车型欧拉R2。

• 光束品牌

2020年预计推出2款电动车产品

2020年共计推出9款纯电产品（包括A00+A0级电动车及纯电动SUV车型等），1款插电产品。

◎ 新能源新产品规划



资料来源：公司公告、平安证券研究所

长城汽车

1

行业处复苏起点、一线自主攻破合资堡垒

2

公司体制变革、迎来超强新品周期

3

聚焦主业、合作开放共赢

4

踏入海外市场、其他品类乘用车



聚焦主业，四大零部件公司开启外供

2017-2018年公司剥离旗下零部件业务，聚焦主业设立四大零部件公司，面向公司内外部市场，建立有效的市场化机制。

拆分为四大零部件企业

零部件企业	蜂巢易创	精诚工科	诺博	曼德
产品	变速器	热成型模具	镁合金产品	冷却模块
	GDIT发动机	外板类模具	铝合金产品	高压线束
	电驱动	铝成型冲压件	汽车减震产品	车灯
	转向	侧围冲压件	汽车密封条	空调



聚焦主业，四大零部件公司开启外供

蜂巢易创：传统动力总成+新能源

下辖4家子公司：蜂巢动力（发动机）、蜂巢传动（变速箱）、蜂巢电驱动（电控电驱）、蜂巢能源（电池），现有员工1.5万余人，研发技术人员总计1000余人，年产值200亿。

蜂巢动力：

2019年全新发动机量产；经济性、动力性对标大众EA211全新1.5T EVO发动机；超越沃尔沃T5 2.0T发动机

公司主流发动机产品与外资对比

发动机型号	长城GW4G15F	长城GW4N20	长城GW4C20B	大众EVO标准功率版	沃尔沃T5发动机
排量/L	1.5	2.0	2.0	1.5	2.0
最大功率/kw	110	150	165	96	180
最大扭矩 转速/NM rpm	210/1800-4400	320/1500-4000	385/1800-3600	200/1300-4500	350/1500-4800
适用车型	A0+A级车等	B+C级车，皮卡等	B+C级车，皮卡等	大众A级车	沃尔沃B级车
技术	多点喷射、双凸轮轴	米勒循环、350bar燃喷	350bar燃喷、电控涡轮增压	米勒循环、可变截面涡轮、熄缸技术	--
投产时间	2019年6月	2019年底	2019年5月	2019年4月	2015年



聚焦主业，四大零部件公司开启外供

蜂巢传动：

DCT产品：

2020上半年将投产全球首款9DCT，2020下半年投产9HDCT变速箱；

2019年量产第二代7DCT；第一代DCT在最大可承受扭矩+稳定性已经是自主品牌第一。

混动产品：

2020年量产48V系统产品、P2混动产品

发动机、变速箱即将对外供应，客户北汽、众泰、江淮等自主品牌

1、创造额外利润。

2、变相提高公司的动力总成在消费者心目中形象和口碑。

蜂巢传动产能规划

基地	产能	量产时间
徐水7DCT变速箱基地	100万台	2017-2018年投产
扬中变速箱基地	20万台	2020年底



聚焦主业，四大零部件公司开启外供

公司2019年发布I纪元动力总成，预计2020年量产2.0时代产品，9DCT+9HDCT，2021年量产3.0时代产品，9AT+9HAT。新一代2.0动力总成百公里加速突破5s，从燃烧效率上讲，新一代2.0 P2架构油耗可减少70%以上。

EV
One speed E-drive, Integrate E-drive, New E-drive On axis

HEV/PHEV
Two speed eAD, Compact eAD, HV48V P1/2 9HDCT500, Multi-type DHT, New hybrid 9HAT

ICE
7DCT series, 7DCT AWD, 7DCT (200~450Nm), New 9 DCT series, New 9AT

I1.0 品牌、产品元年
I2.0 品牌丰满期
I3.0 品牌腾飞期

蜂巢传动科技有限公司

结构紧凑 Compact Design

4 Cylinder Engine



前桥 Front axle

2.0L涡轮增压发动机
2.0L Turbo engine

9HDCT



P2模块电机

P2 module E-motor

高性能动力总成P2+P4，百公里加速低于5s

Powertrain P2+P4 with High Performance, 100km acceleration time less than 5s

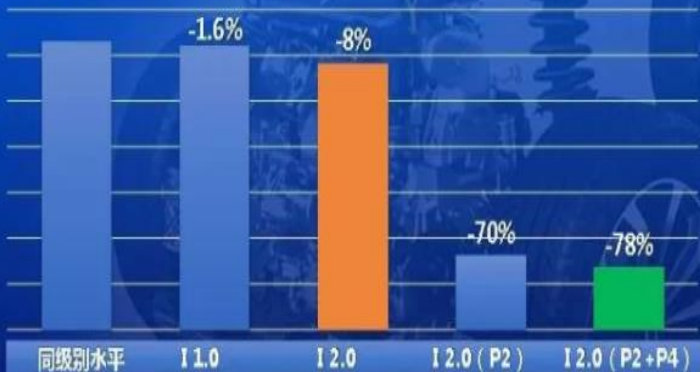


后桥 Rear axle

电桥电机 e-Axle E-motor

超高燃效

High Fuel Efficiency



注：仿真值，基于GVW1550kg车型
Note: simulation value, based on GVW1550kg vehicle

- 新一代I纪元动力总成，效率更高
New generation I is more efficient
- 兼容混动架构，油耗低至1.34L/100km
With hybrid structure, fuel consumption can be 1.34L/100km
- 电动四驱更经济
More economic with P4



核心零部件技术积淀深厚

技术角度的2个疑虑：

1、长城发动机等核心零部件没有技术积淀

公司最早的GW4G15发动机是模仿丰田1NZ-FE，最新更换的动力总成性能明显超越其他自主品牌，逼近一线合资。

2019年搭载高功率发动机，2020年更换动力总成，全面改善消费者诟病影响销量的起步肉、油耗高的问题。

高功率版本发动机在F7X、WEY品牌上搭载，F7X百公里加速6.8S，油耗大幅降低。

2、公司油耗较高，动力总成和轻量化技术较弱

公司车型油耗实际不高。

第一要考虑车重，公司车重较高，研发中心由于对安全指标考核成分偏高，采用了较厚的钢板和较多的隔音材料。

第二媒体对长城车型油耗高的宣传相对脱离实际，公司的SUV并不是自主品牌中耗油最高的车型。

优化方案：

1、2020年全新平台针对轻量化做了专门的优化，油耗会进一步降低，直逼大众丰田。

2、更换全新I纪元动力总成

3、P2+P4等混动架构降低油耗。

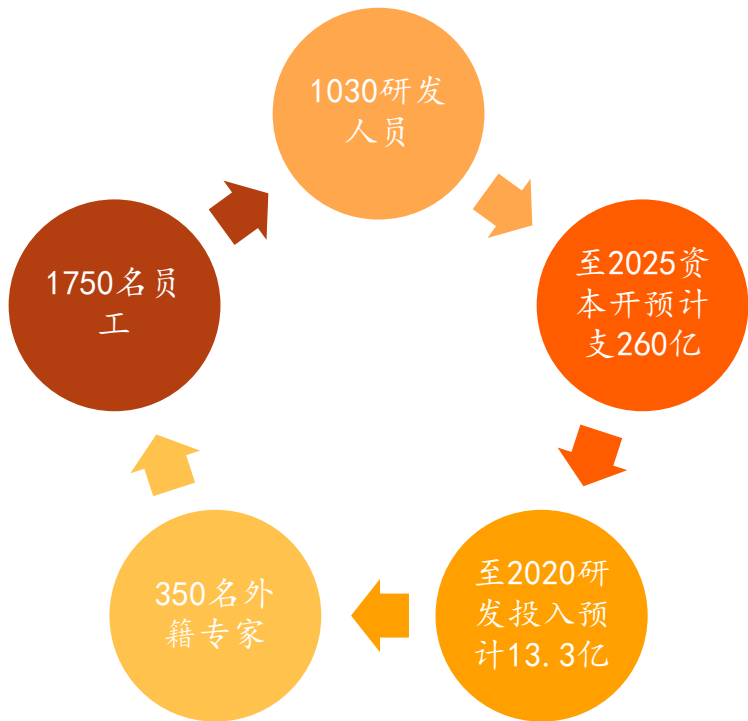


建立新能源核心零部件产业链

蜂巢能源：

2012年成立动力电池专项事业部，2016年分离为子公司，投入约10亿元建设无锡研发中心，研发方向包含固态电池、储能、软包等。

蜂巢能源基本概况



蜂巢能源产能规划

基地	产能	投产时间
常州	30gwh	2020-2025年
西部	15gwh	2023年
南部	15gwh	2024年
北美	20gwh	2025年
欧洲	20gwh	2025年

资料来源：公司公告、平安证券研究所

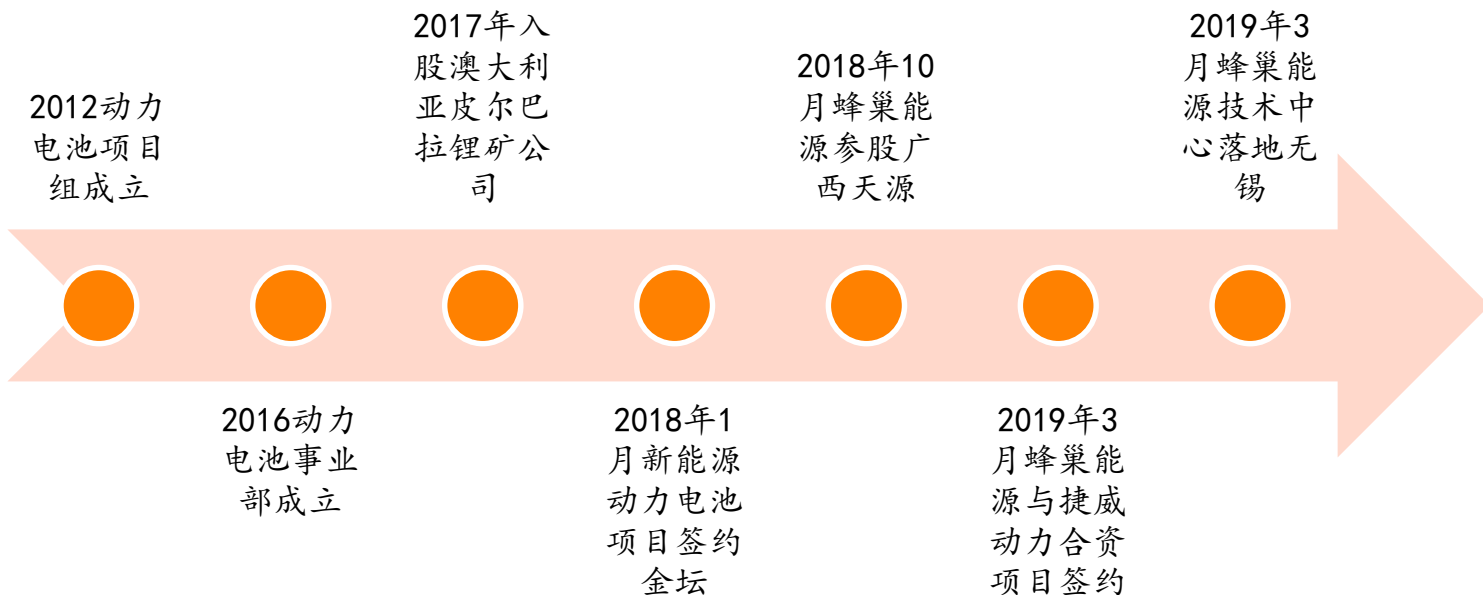


蜂巢能源有望开启外供

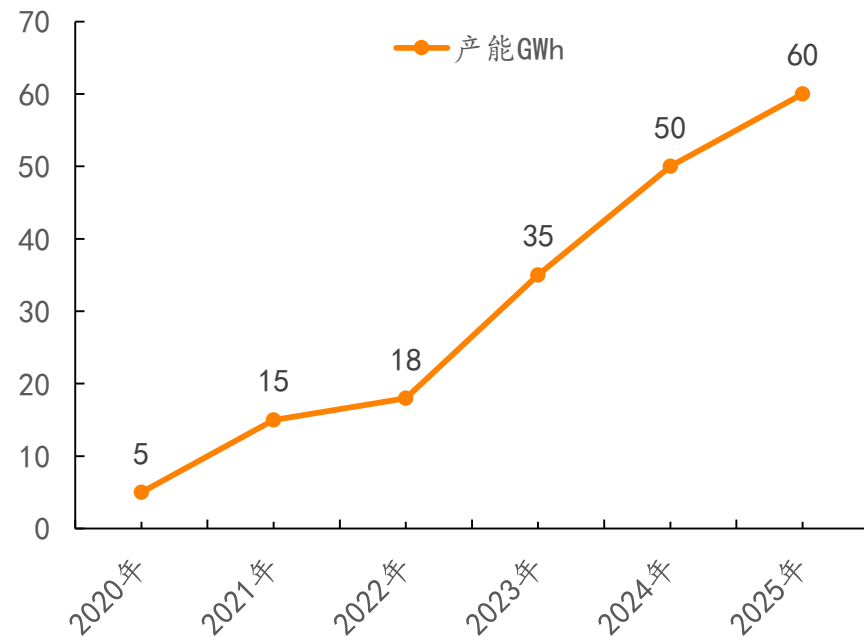
2012年动力电池事业部成立，拥有研发人员1030人，欧美专家60人，各类专家700余人，采用高速叠片方形电池工艺，计划全球计划在6个国家建设7大研发中心；全球建设5大基地，常州园区正在建设，一期产能12GWH，2019下半年投产，2025年中国区工厂产能规划60gwh。

预计未来有望外供其他OEM厂商。

蜂巢能源重点事件



蜂巢能源产能规划





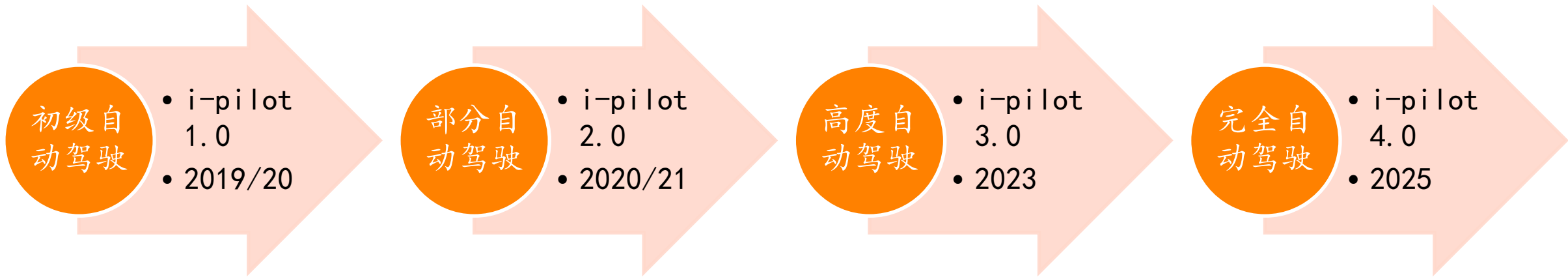
引领智能网联差异化

第一轮自主品牌差异化靠低端低价，第二轮靠SUV错位上市，第三轮要靠智能网联，长城在智能网联上积淀已久，2019-2020年新车型将全面搭载智能技术。

C+智能战略， 2019年全面量产：

基于生物识别的人机交互，根据面部表情或声纹识别，匹配服务和设置，会在2019年6月首先搭载在WEY品牌上

2020年WEY将实现堪比特斯拉model 3的L3+级别的自动驾驶，随后下放到哈弗品牌



长城汽车

1

行业处复苏起点、一线自主攻破合资堡垒

2

公司体制变革、迎来超强新品周期

3

聚焦主业、合作开放共赢

4

踏入海外市场、开拓皮卡蓝海



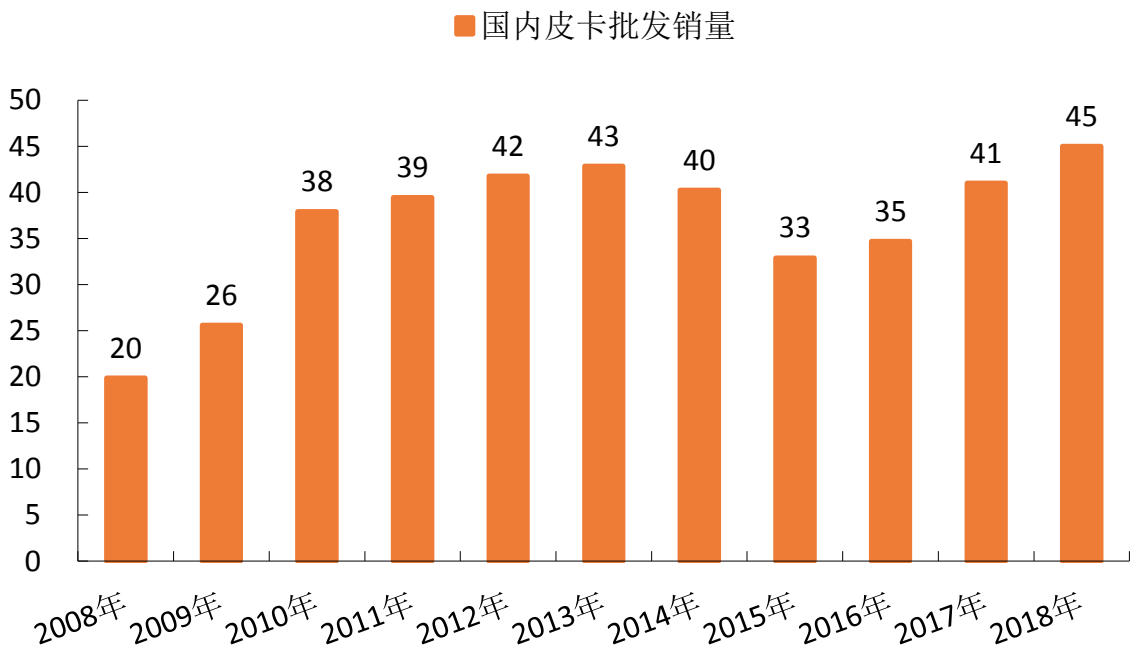
开拓皮卡蓝海

皮卡解禁在即，预计2020年将全面解禁。

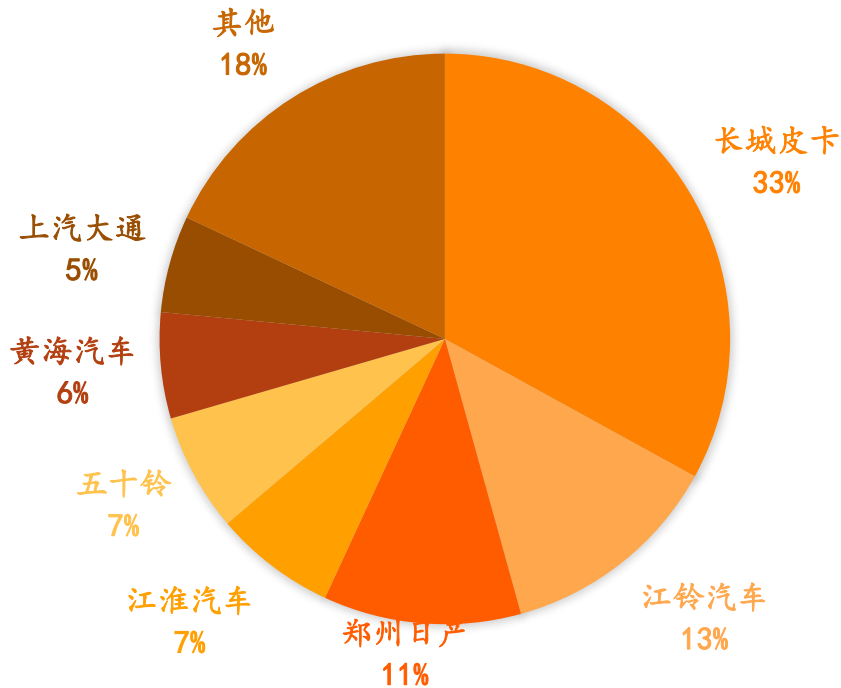
2018年解禁省份除河南以外，其余解禁省份年销量同比增速在30%左右。

2019年9月单价10万元以上皮卡炮上市，2019年5月风骏7国六排放版本上市，预计市占率从30%继续提升。

国内皮卡批发销量（万辆）



2018年国内皮卡分品牌份额



资料来源：中汽协、平安证券研究所



踏入海外市场

俄罗斯海外工厂5月投产，全工艺工厂，非CKD模式，起售价约15万人民币左右，预计2019年贡献5w左右销量。

在俄罗斯本土销售网点早已覆盖超过40家，2019年底前预计会达到80家左右。

长期规划：未来5年海外市场销量达60-80万辆，预计还将继续在全球其他地区建设工厂。

车型	在俄定价（万卢布起）
哈弗F7	144.9
现代途胜	149.9
大众途观	149.9
丰田RAV4	161.6
本田CRV	213.5
日产奇骏	135.1

海外基地	产能	车型	投产时间	工厂工艺
俄罗斯图拉工厂一期	8万	F7 H9 F7x	2019年6月	四大工艺
俄罗斯图拉工厂二期	7万	-	-	-



长城宝马：高端化品牌加持

合资目的：宝马看重长城的成本控制+品质把控；双积分需求

1、模式为类泛亚模式：外资主导外观设计兼指导+贴牌，内资主导大部分研发。

2、双积分盈余首先交给宝马，其次交给长城。

3、合资公司预计2020年发布自有品牌，2021年上市mini，预计后续还会有燃油车上市（正在申请燃油车资质），类似吉利沃尔沃的领克，具备宝马品牌加持，非常具备想象空间。

地址	工厂面积	量产时间	产能
江苏张家港	1886亩	2020年底	25万

车型	续航里程	定位	品牌	上市时间
低性能版本	250-300km	A0	光束	2020年底
高性能版本	400km	A0	光束	2020年底
无	无	A0	Mini	2021年



股价空间：未来3年，1-2倍

➤ 跟踪验证三个问题

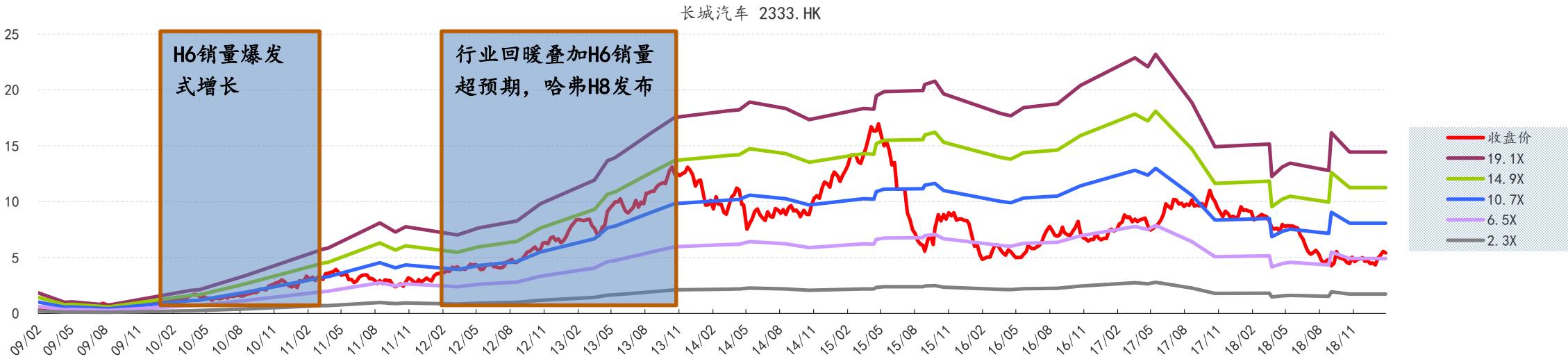
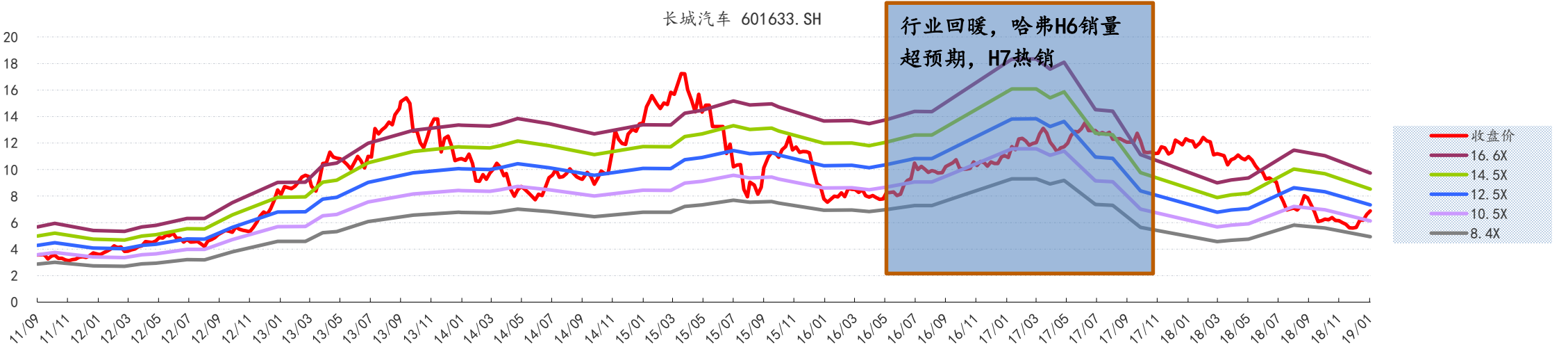
- 1、F7系列是否可以站上年销20+万，并且不影响H系列。
- 2、公司SUV市占率是否可以回归到10-15%
- 3、2019年底发布的新产品是否具备爆款潜力

乐观预期下，随行业在2019-2021年持续复苏，预计公司2021年净利率7-8%，净利润120-150亿。

站在2020年向后看，公司处于持续上升周期，长城宝马新品牌也即将量产，WEY品牌再上台阶，欧拉进入新能源top3，轿车2022年量产，打开长期想象空间，参考吉利峰值20倍PE/上汽峰值12倍PE，我们认为上升周期的长城可以给予10-15倍PE，目标价13.6-20.4元。



股价历史复盘



资料来源: wind、平安证券研究所



销量预测 (辆)

车型	2018A	2019E	2020E	2021E
哈弗H1/H5/H7/H8等	5938	17757	15000	15000
哈弗H2	106120	51557	60000	120000
哈弗F5	31168	36650	120000	100000
哈弗H6	452552	397938	400000	400000
哈弗F7+F7X	38500	157374	240000	240000
哈弗H8	1114	0	7000	7000
哈弗H9	14635	7579	13000	13000
哈弗M6	73018	132294	180000	180000
哈弗H4	43017	29979	80000	120000
哈弗F3			50000	120000
WEY01	58058	26913	50000	80000
WEY02	62968	28405	50000	80000
WEY03	18460	66621	50000	80000
欧拉	9491	72491	100000	130000
皮卡	138000	144595	180000	230000
哈弗总计	766062	831128	1165000	1315000
wey总计	139486	121939	150000	240000
整车总计	1053039	1170153	1595000	1915000



盈利预测 (百万元)

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	66126	112424	91698	132703	
现金	7682	0	7189	0	
应收票据及应收账款	3343	55391	24848	72158	
其他应收款	652	426	1046	734	
预付账款	441	684	853	1005	
存货	4445	6360	8198	9244	
其他流动资产	49563	49563	49563	49563	
非流动资产	45674	46656	56503	62504	
长期投资	0	2	2	3	
固定资产	28994	29906	38293	43534	
无形资产	5244	5653	6085	6554	
其他非流动资产	11436	11094	12123	12413	
资产总计	111800	159080	148201	195207	
流动负债	54618	99593	81935	119302	
短期借款	12800	44220	12800	43062	
应付票据及应付账款	29402	36640	52341	54268	
其他流动负债	12417	18732	16793	21973	
非流动负债	4493	4072	3755	3375	
长期借款	2158	1736	1419	1040	
其他非流动负债	2336	2336	2336	2336	
负债合计	59112	103664	85689	122678	
少数股东权益	164	179	212	265	
股本	9127	9127	9127	9127	
资本公积	1411	1411	1411	1411	
留存收益	42249	45829	51800	59529	
归属母公司股东权益	52525	55237	62300	72265	
负债和股东权益	111800	159080	148201	195207	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	97800	107788	147254	178023	
营业成本	81481	87865	118386	141838	
营业税金及附加	3627	3940	5383	6508	
营业费用	4575	5389	6774	8189	
管理费用	1676	2048	2503	3026	
研发费用	1743	1832	2503	3026	
财务费用	-494	556	756	949	
资产减值损失	137	237	276	242	
其他收益	176	0	0	0	
公允价值变动收益	-140	9	11	14	
投资净收益	219	118	123	146	
资产处置收益	58	0	0	0	
营业利润	6232	6046	10807	14404	
营业外收入	253	340	308	323	
营业外支出	8	30	23	18	
利润总额	6477	6356	11092	14709	
所得税	1229	982	1714	2273	
净利润	5248	5374	9378	12436	
少数股东损益	40	15	33	53	
归属母公司净利润	5207	5359	9345	12383	
EBITDA	11047	11015	16475	21050	
EPS (元)	0.57	0.59	1.02	1.36	



盈利预测 (百万元)

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	19698	-31836	55360	-23168
净利润	5248	5374	9378	12436
折旧摊销	3882	2982	3711	4716
财务费用	-494	556	756	949
投资损失	-219	-118	-123	-146
营运资金变动	9625	-40621	41649	-41109
其他经营现金流	1656	-9	-11	-14
投资活动现金流	-10040	-3837	-13425	-10557
资本支出	6662	980	9847	6000
长期投资	-4224	-2	-1	-1
其他投资现金流	-7601	-2860	-3579	-4558
筹资活动现金流	-6501	-3430	-3325	-3726
短期借款	-238	0	0	0
长期借款	1734	-422	-317	-379
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	-7997	-3008	-3009	-3347
现金净增加额	2771	-39102	38610	-37451

盈利预测与投资建议

行业处于反转周期，自主与合资攻守角色转换。汽车行业透支效应已经基本结束，即将迎来销量和利润反转，行业增速放缓+国六升级三四线品牌产能出清，份额进一步向龙头集中。一线自主品牌在技术、品牌建设、质量管控上已经取得长足进步，预计未来三年自主品牌和合资攻守角色转换，一线自主有望抢占份额。

公司体制变革，迎来超强新品周期。公司在营销、研发、激励机制上做出变革，解决重产品轻市场、人才流失、干部老化等一系列重大问题，打造年轻和富有活力的青年管理队伍，走出保定成立南方总部。2020年基于全新模块化平台打造F、H、WEY产品矩阵，对动力+油耗+电子架构大幅优化，哈弗和WEY品牌迎来新品周期。

新能源照亮未来，合作开放共赢。公司从上游电池电机电控开始打造完善的新能源汽车产业链，且拆分四大零部件子公司，未来有望实现外供，欧拉品牌2020年有望进入国内top5新能源车企，打开新能源估值束缚。长城宝马合资公司2020-2021年量产mini和光束品牌电动汽车，品牌力跃升台阶，长期看点颇多。

踏入海外市场，拓展其他品类增长点。公司将全球化作为未来重要战略，希望5年计划海外销量占比30-40%，俄罗斯工厂作为海外重要支点已经投产，随产能爬坡预计贡献盈利。国内皮卡预计进一步解禁，公司作为皮卡龙头有望充分享受红利，市占率预计提升，随未来几年销量规模扩大，预计公司将会介入MPV和轿车生产，打开成长空间。

盈利预测与投资建议：一线自主份额有望提升，哈弗+WEY品牌迎来新品周期，新能源全产业链布局，皮卡和海外市场拓展新增长点，调整2019-2021年EPS分别为0.59、1.02、1.36元（原有业绩预测为0.69、0.99、1.20元），维持“推荐”评级。

风险提示

- 1) 汽车行业销量不及预期：如果汽车行业销量不达预期，主机厂为了保证产量和销量，或将出现价格战，经销商终端优惠力度加大，盈利能力下滑，主机厂毛利率下降，将影响三四季度的盈利能力；
- 2) 原材料涨价影响：如果上游原材料价格快速上涨，将影响主机厂盈利能力；
- 3) 新能源汽车零部件成本下降缓慢：如果三电尤其是电池成本下降幅度不及预期，外加补贴政策退坡幅度大、产品力不足等原因将导致新能源汽车整体销量下滑。

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他人。

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2019版权所有。保留一切权利。