

长城汽车 (601633)

证券研究报告

2019年11月28日

行业中低端产能出清, SUV 霸主量价齐升

长城汽车国内的 SUV 龙头企业, 旗下拥有哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡四个品牌, 产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类, 具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力。

汽车产业规模庞大, 呈现明显的 3-4 年的景气周期, 库存波动是影响的核心。目前库存低位, 销量也在底部, 我们认为汽车行业即将进入被动去库和主动加库阶段, 在这两个阶段, 长城汽车都是典型的弹性+成长属性兼有的优质标的。

行业低端产能大幅出清, 龙头加速集中, 带动龙头企业盈利翻转。从整体行业产能来看, 中国汽车行业正步入一个阶段内的产能周期末期。未来有望随行业供给有效收缩, 则全行业盈利能力将出现反转。未来日系、德系和龙头自主品牌将主宰汽车的“剩者为王”时代。

长城汽车乘 SUV 东风, 一跃成为 SUV 龙头, 市场份额在近十年大幅提升。长城一直坚持过度研发, 产品力在自主品牌中也处于领先位置。长城的主销车型哈弗 H6 也是中国单一年份车型销量记录的保持者, 产品力之强可见一斑。2018 年长城汽车 SUV 销量达到 90 万辆, 市占率达 9.2%。边缘上看, 公司有明显的量价齐升的趋势。

WEY 品牌助力长城打入 15 万+的价格区间。2016 年, 长城汽车公司推出全新高端子品牌 WEY, 是长城汽车向中高端市场进军的重要一步。WEY 品牌陆续推出 VV5、VV6、VV7 和 P8 等车型, 对比同价位合资品牌, 车身尺寸大, 智能化配置和安全化配置高, 性价比优势非常明显。2019 年前十月, WEY 品牌 SUV 累计销量 8 万辆。对标日系品牌高端化历史, 可以发现品牌向上是需要 3-5 年的时间使得销量逐步爬坡。我们认为未来 WEY 的销量有望复制日系品牌向上之路, 从而带动长城的利润和利润率均向上提升。

皮卡+零部件是长城崛起的另两块重要拼图。长城汽车成立之初的主营业务是皮卡和零部件, 公司稳居皮卡市场市占率第一的位置。近几年, 随着皮卡进城限制的逐步取消, 皮卡行业景气度大幅提升。长城“炮”车型也是皮卡走向乘用车化, 高端化的开山之作。同时, 公司在发动机、变速器等多个领域保持国内领先水平, 前期的积累使得长城在零部件行业拥有极高的自产率, 建立了属于自己的完整零部件供应链。

投资建议:

我们预计长城汽车 19-21 年的归母净利润分别为 41.5 亿、56.7 亿和 71.0 亿。对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 12 倍。给予长城汽车 2021 年 16 倍 PE, 对应目标价为 12.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 乘用车行业销量不及预期, 造车新势力加速进入乘用车行业, 新能源补贴退坡加速, WEY 品牌发展不及预期

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.27 元
目标价格	12.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,027.73
流通 A 股股本(百万股)	6,027.73
A 股总市值(百万元)	55,877.05
流通 A 股市值(百万元)	55,877.05
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	46.40
一年内最高/最低(元)	11.12/5.50

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
文康	分析师
SAC 执业证书编号: S1110519040002	
wenkang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	101,169.49	99,229.99	98,883.01	113,473.93	129,093.77
增长率(%)	2.59	(1.92)	(0.35)	14.76	13.77
EBITDA(百万元)	12,468.27	11,622.95	7,099.98	9,422.01	11,427.63
净利润(百万元)	5,027.30	5,207.31	4,151.30	5,669.06	7,102.55
增长率(%)	(52.35)	3.58	(20.28)	36.56	25.29
EPS(元/股)	0.55	0.57	0.45	0.62	0.78
市盈率(P/E)	16.94	16.35	20.51	15.02	11.99
市净率(P/B)	1.73	1.62	1.55	1.48	1.39
市销率(P/S)	0.84	0.86	0.86	0.75	0.66
EV/EBITDA	8.07	3.11	15.21	5.50	9.25

资料来源: wind, 天风证券研究所



内容目录

1. SUV 霸主，皮卡龙头	5
1.1. 历时三十年，打造全球知名品牌.....	5
1.1.1. 中国 SUV 领导者.....	6
1.1.2. 新能源汽车厚积薄发，欧拉成畅销产品.....	6
1.2. 首家 H 股 A 股上市的民营车企.....	6
2. 行业底部，中低端产能加速出清	7
2.1. 库存周期的底部，布局乘用车整车的最佳时点.....	7
2.1.1. 如何选择汽车股.....	7
2.2. 行业低端产能大幅出清.....	8
2.3. 份额加速集中，龙头扩张明显.....	9
2.4. 消费升级提升龙头自主盈利空间.....	12
3. 品牌向上助力量价齐升	14
3.1. 借 SUV 崛起之势，成为自主 SUV 龙头.....	14
3.1.1. 把握 SUV 发展黄金期.....	14
3.1.2. H6 领跑 SUV，助力长城成为龙头.....	15
3.1.3. 行业竞争日趋激烈，F 系列寻求新突破.....	17
3.2. WEY-打开中高端市场 SUV 大门.....	19
3.2.1. WEY 的诞生.....	19
3.2.2. 复制日系品牌北美市场成功之路.....	21
3.3. 公司未来将量价齐升.....	23
3.4. 皮卡+零部件，长城崛起的另两块重要拼图.....	24
3.4.1. “六星战略”，长城皮卡走向世界.....	24
3.4.2. 长城“炮”，皮卡加速乘用化.....	25
3.4.3. 自主零部件，前进的基石.....	25
3.5. 新能源汽车厚积薄发.....	27
4. 投资建议	30
5. 风险提示	30

图表目录

图 1：长城汽车主要发展历程.....	5
图 2：长城汽车股权结构.....	6
图 3：中国汽车制造产成品库存及销量对比（%）.....	7
图 4：各个阶段的板块配置建议.....	8
图 5：汽车行业固定资产投资额累计同比（%）.....	8
图 6：汽车产能利用率及产能变化（万辆，%）.....	8
图 7：国内 1998 年至 2019 年各车系市占率（%）.....	10
图 8：中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速.....	10

图 9: 自主品牌销量 top5 及市占率	11
图 10: 国内 2007-2019 年不同价位区间汽车市占率变化	12
图 11: 各国 2018 年新车销售均价&中国 2016-2018 新车销售均价及预测 (万元)	13
图 12: 2005 年至今国内 SUV 销量及同比	14
图 13: 2005 年至今国内乘用车市场细分行业占比情况	14
图 14: 长城汽车主要 SUV 车型售价 (单位: 万元)	15
图 15: 哈弗 H6 外观图	15
图 16: 哈弗 H6 内饰图	15
图 17: 哈弗 H6 竞品对比图	16
图 18: 2018 年哈弗 H6 与其他主要在售 SUV 销量对比 (辆)	17
图 19: 2014 年至今长城汽车 SUV 销量以及市占率	17
图 20: 2015 年至今主要汽车品牌 SUV 销量 (辆)	17
图 21: 2019 年前十月国内 SUV 市场按车系销量分布	18
图 22: 哈弗 F7 外观图	18
图 23: 哈弗 F7 内饰图	18
图 24: 哈弗 F7 上市以来销量	19
图 25: 哈弗 M6 上市以来销量	19
图 26: H8、H9 上市后月度销量	20
图 27: 2018 年以来 WEY 品牌主要车型月度销量	21
图 28: Lexus 品牌上市后在北美市场销量及市占率	22
图 29: Acura 品牌上市后在北美市场销量及市占率	22
图 30: Infiniti 品牌上市后在北美市场销量及市占率	22
图 31: 长城汽车营业收入及同比	23
图 32: 长城汽车归母净利润及同比	23
图 33: 长城汽车单车营收及同比	23
图 34: 长城汽车皮卡销量及同比	24
图 35: 长城炮乘用皮卡外观图	25
图 36: 长城炮乘用皮卡内饰图	25
图 37: 2010-2018 年长城汽车研发总投入及占比	26
图 38: GW4B15 发动机	26
图 39: GW4B15 发动机技术特点	26
图 40: 2013 年至今新能源汽车销量及同比	27
图 41: 欧拉 R1 竞品对比图	28
图 42: 欧拉品牌销量情况	28
图 43: 欧拉 R1 外观	28
表 1: 长城汽车主要生产基地	5
表 2: 中国汽车品牌数量变化	9
表 3: 中国 2010-2019 年车企合计份额	11
表 4: 中、美、日、欧在售品牌 (单位: 个) 及市占率对比	11
表 5: 哈弗 H6 竞品参数对比	16

表 6: WEY VV6 竞品参数对比	20
表 7: 近年来皮卡进城相关政策	24
表 8: 长城汽车六大零部件子公司	27
表 9: 欧拉 R1 竞品参数对比	28
表 10: 可比公司 (截止 2019 年 10 月 11 日, 归母净利润为 Wind 一致预期)	30
表 11: 销量营收利润预测分拆	30

1. SUV 霸主，皮卡龙头

长城汽车股份有限公司是全球知名的 SUV、皮卡制造商，于 2003 年、2011 年分别在香港 H 股和国内 A 股上市，截止 2018 年底资产总计达 1118 亿元。旗下拥有**哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡**四个品牌，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力，下属控股子公司 70 余家。

1.1. 历时三十年，打造全球知名品牌

长城汽车的发展历程主要可分为四个阶段：**初创期、改制期、上市期、多元化发展时期**。公司历史可追溯至 1984 年成立的长城汽车制造厂，以轻型客货汽车和皮卡起家；2001 年公司改制成立长城汽车股份有限公司，2002 年起进军 SUV 市场，**2005 年哈弗 SUV 正式投产**；2003 年在香港上市，2011 年在 A 股上市。2013 年，哈弗品牌正式成立，2017 年高端 SUV 品牌 WEY 首款车上市；2018 年，纯电动新能源汽车品牌欧拉亮相。**长城汽车逐渐形成四大品牌（哈弗，长城，WEY，欧拉），三大品类（皮卡，SUV，新能源）的发展格局。**

长城汽车**八大生产基地**，继保定、徐水、天津生产基地后，长城汽车重庆永川生产基地项目将在 2019 年底建成投产，江苏张家港、山东日照、浙江平湖和江苏泰州几大项目正在稳步推进。

表 1: 长城汽车主要生产基地

主要工厂名称	设计产能（万辆）	主要产品
保定（含徐水）	75	皮卡、SUV、轿车三大工厂
天津	45	WEY、H8、H9 等高端车型为主
重庆	12	炮系列皮卡、哈弗 SUV、新能源

资料来源：公司公告，天风证券研究所

全球布局，打造国际知名品牌。在海外，长城汽车还在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯和保加利亚等多国建设了 KD 工厂。长城汽车独资兴建的俄罗斯图拉州工厂于 2019 年 6 月 5 日正式竣工投产，这是中国品牌汽车企业在海外首个具备四大工艺的整车工厂。

图 1: 长城汽车主要发展历程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1.1. 中国 SUV 领导者

长城汽车是中国 SUV 全球领导者，哈弗 SUV 连续九年保持 SUV 市场销量第一，累计销量突破 500 万辆。

2006 年前，长城汽车的主力产品是皮卡，拥有迪尔、赛铃、赛酷、风骏等丰富车型，连续多年是国内皮卡销量第一。2002 年，公司开始拓展 SUV 车等快速增长的主流乘用车细分领域。进一步从各细分车型销量占乘用车销量的份额来看，SUV 的增幅最为突出，份额从 2005 年的 3% 增至 2018 年的 43%，是国内乘用车增长最快的细分车型，市场空间巨大。2009 年，长城抓住了当时尚处相对空白的 SUV 细分市场，推出 M 系列、哈弗系列，集中火力拓展 SUV 市场，以高性价比车型 M4、H6 等放量，在小型、紧凑型 SUV 领域占据霸主地位。

1.1.2. 新能源汽车厚积薄发，欧拉成畅销产品

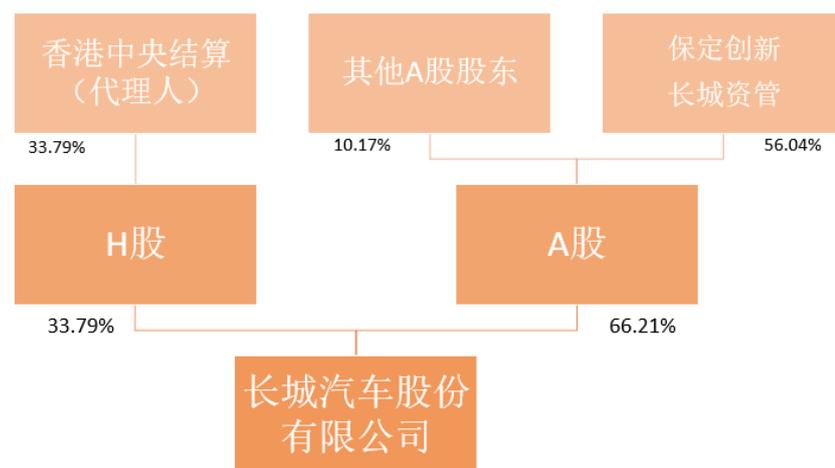
近年来，汽车“四化”电动化、智能化、网联化、共享化的快速推进，给汽车产业带来了新的技术变革浪潮，同时也使诸企业及行业面临着新的商机和挑战。2015 年起新能源汽车市场高速增长，但直至 2017 年长城汽车仅有一款新能源车型在售。2018 年 8 月，新能源汽车独立品牌欧拉正式发布，长城汽车在新能源领域奋起直追，新能源业务步入全新阶段。

欧拉品牌基于专属 ME 平台，定位新一代电动小车，注重产品的轻量化、小型化、高效能，集成式的电驱动模块等，实现动力模块占用空间小、重量低、结构更加优化，电能效率更高等特性，已经成为畅销产品。

1.2. 首家 H 股 A 股上市的民营车企

公司股权结构集中度较高，股权结构稳定。公司 A 股、H 股占比分别 66.21%，33.79%。公司的控股股东是保定创新长城资产管理有限公司(持股合计 56.04%)，实际控制人为魏建军。此外，香港中央结算有限公司持股 33.79%，十大股东持股数总计 93.43%。

图 2：长城汽车股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

在技术研发上，长城汽车始终坚持“过度投入”，注重有效研发，追求行业领先，为持续的自主创新奠定了坚实的基础。通过大量的研发投入，长城汽车已经具备 SUV、轿车、皮卡三大系列以及动力总成的开发设计能力，在日本、美国、德国、印度、奥地利和韩国建有海外研发中心，构建出以保定总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球研发布局。

2. 行业底部，中低端产能加速出清

2.1. 库存周期的底部，布局乘用车整车的最佳时点

我们在 2018 年 12 月 19 日发布的深度行业报告《天风汽车投资时钟——指针正在从低配转向高配》对汽车行业的周期性进行了详细的分析。

汽车产业规模庞大，呈现明显的 3-4 年的景气周期，库存波动是影响的核心。放眼过往投资表现，把握周期波动对汽车投资异常重要。我们定义一个汽车完整周期：**主动去库存—被动去库存—主动加库存—被动加库存**。无论成长还是价值类型个股，都是对抗周期的结果。库存周期的市场普遍有所预期，但是周期轮回的个股表现，却和预期很不一样。

因为汽车行业的绝对规模在不断扩大，历史上库存绝对值减少的状态很少出现，加上销量长期也是上行的，因此我们不是使用库存绝对值和销量绝对值的增减来作为库存周期的分界依据，而是**使用库存增速和销量增速作为库存周期的分界依据**。

以 2007 年-2011 年的库存周期为例：

主动去库存：07 年 5 月份起行业处在库存增速较高状态，行业销量增速下滑，车企对未来感到悲观，开始主动降低库存（增速），行业销量增速和库存增速同向下移。

被动去库存：从 09 年 1 月起，乘用车销量增速止跌回升，市场需求由于购置税优惠的刺激政策大幅增加，库存由于需求过于旺盛，供不应求，库存增速继续下滑。

主动加库存：09 年 10 月到 10 年 1 月，销量增速依然很高，但车企的生产已经跟上了需求，车企对未来感到乐观，库存增速开始止跌回升，库存增速和销量增速同向变动。

被动加库存：10 年 2 月开始，销量增速开始下行，库存由于需求降低，库存增速逐渐增加，加库存至 11 年 6 月结束。

图 3：中国汽车制造产成品库存及销量对比（%）



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

2.1.1. 如何选择汽车股

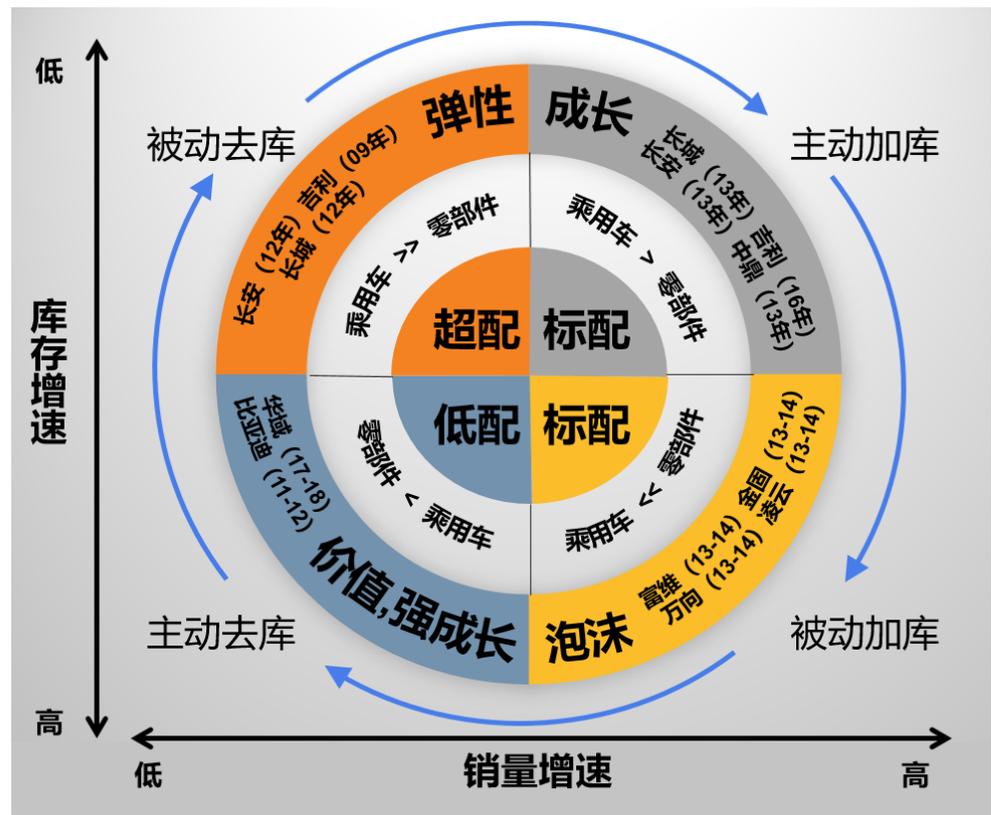
阶段一：**低配**汽车板块，若要配，选择**龙头或强成长**（11-16 年的 SUV，15 年至今的电动汽车）

阶段二：**超配**汽车板块，选择**弹性**

阶段三：**标配**汽车板块，选择**成长**

阶段四：标配汽车板块，选择泡沫

图 4：各个阶段的板块配置建议



资料来源：天风证券研究所

目前库存低位，销量也在底部，我们认为行业即将进入阶段二和阶段三，在这两个阶段，长城汽车都是典型的弹性+成长属性兼有的优质标的。

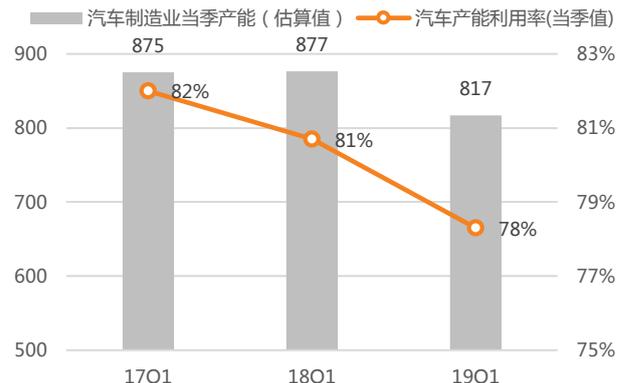
2.2. 行业低端产能大幅出清

从整体行业产能来看，中国汽车行业正步入阶段性的产能周期末期，但未来有望随行业供给有效收缩，则全行业盈利能力将出现反转。中国汽车行业从 2011 年开始汽车产能进入扩张大周期，随着产能到位，而需求增速减缓，企业从 2016 年开始产能投资开始明显减速，甚至 2017-2019 年新增投资开始呈现负增长趋势。同时，随着低端车企产品力和品牌力下降，销量大幅减少，导致企业财务迅速恶化。部分车企进入实质破产程序，进入市场化产能淘汰，供给收缩阶段，这将有利于未来需求回暖，龙头公司盈利恢复。

图 5：汽车行业固定资产投资额累计同比 (%)



图 6：汽车产能利用率及产能变化 (万辆, %)



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

资料来源：国家统计局、天风证券研究所

注：此处累计意为年度累计，次年清零。国家统计局从 2012 年开始统计该值。

注：此处汽车当季产能为估算值（当季产量/产能利用率）。国家统计局从 2016Q2 开始统计该值。

2.3. 份额加速集中，龙头扩张明显

2019 年是中国汽车品牌的生死期限，剩者为王将成结局。会看过去十年汽车格局变迁，展望未来十年格局，我们认为，未来日系、德系和龙头自主品牌将主宰汽车的“剩者为王”时代。

中国汽车工业先后经过**合资时代**和**自主崛起时代**，却也成为了全球汽车品牌最多的国家，除了主流的合资品牌占据中高端市场，并且存在这大量地方性国企和民企的中小车企。但是过去的三年，我们看到越来越多的中小品牌呈现僵尸企业和停产停工状态，市场化的出清正在加速份额集中化。中国汽车品牌的数量从上世纪 90 年代初的 20 余家增长至 2019 年的 84 家；然而，从 2016 年开始，汽车品牌数量呈现见顶回落之势。2016 年至 2018 年间，品牌数量仅增长 5 个，而从 2019 年开始，随着汽车销量增速大幅下滑，品牌数量近年首次出现下降，估计未来两年将会超过二十个以上的汽车品牌退出市场，未来十年过半汽车品牌很可能将消失。

表 2：中国汽车品牌数量变化

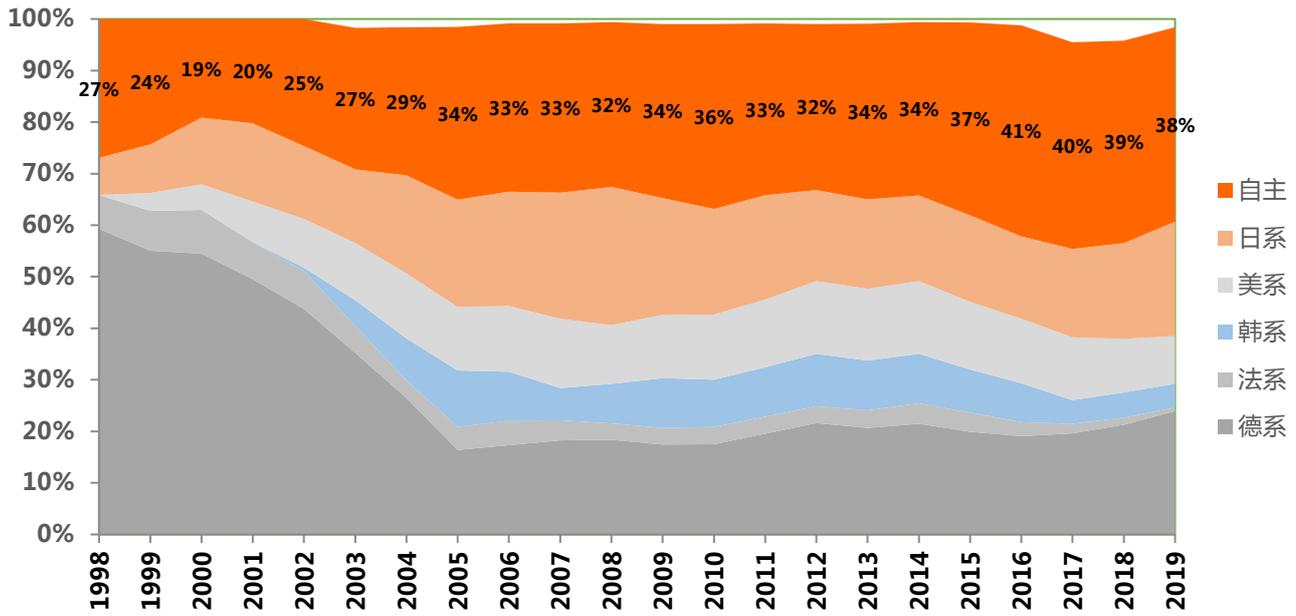
	品牌数量
九十年代初国内汽车品牌	20+
2015 年乘用车品牌	72
2016 年乘用车品牌	81
2017 年乘用车品牌	83
2018 年乘用车品牌	86
2019 年乘用车品牌	84

资料来源：搜狐汽车、汽车之家、中国汽车工业协会、天风证券研究所

注：2015 年-2019M1-8 年乘用车品牌数的统计标准为：中国汽车工业协会统计中有销量数据的乘用车品牌。不包含进口品牌。

中国汽车市场由小变大的二十年，市场格局正式走向**龙头时代**。1998 年 2002 年，中国汽车行业基本上呈现德系（一汽大众上海大众）一家独大的状态，进入到 2003-2008 年的百花齐放，2008-2017 年基本是中低端自主野蛮扩张，再到 2017-2019 年的龙头集中的格局。未来大概率是龙头自主、德系、日系的“三足鼎立”格局。成功的龙头自主品牌未来机遇和空间广阔。

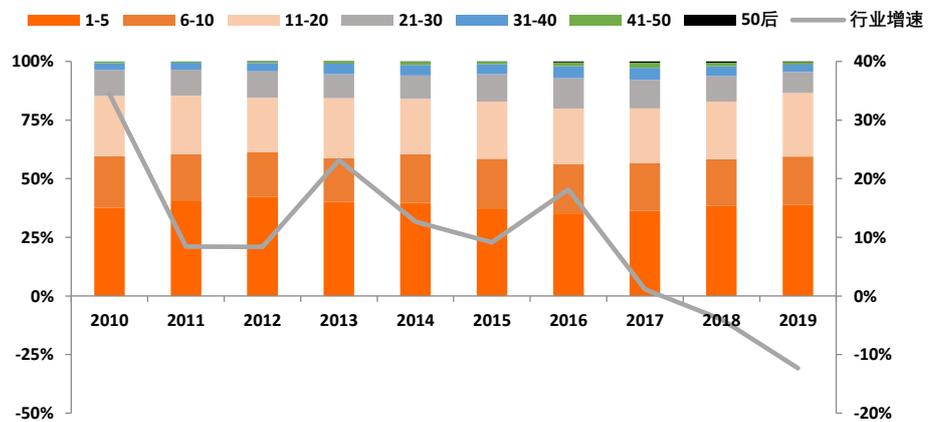
图 7：国内 1998 年至 2019 年各车系市占率 (%)



资料来源：中国汽车工业协会，国家统计局，天风证券研究所

大浪淘沙，中国汽车品牌集中度正在加速集中。过去的十年汽车行业份额并未呈现集中化特征，主要是中国幅员辽阔、人口众多、城乡差距较大、消费文化多样，因此汽车品牌，特别是车型数量异常众多，因此集中度大大低于海外汽车市场。但是，从 2016 年开始，20 名以外的汽车品牌的市占率，开始快速下降。而前 20 名占据 80% 以上的市场份额，并且从 2016 年至今，TOP20 销量占比由 80% 升至 87%。

图 8：中国 2010-2019 年车企合计份额与当年总销量增速



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 8 月。

表 3：中国 2010-2019 年车企合计份额

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1-5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	38.9%
6-10	21.9%	20.0%	18.9%	18.7%	20.7%	21.4%	21.0%	20.3%	20.0%	20.5%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.5%	23.7%	24.4%	23.7%	23.3%	24.6%	27.2%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.6%	13.0%	12.2%	10.8%	8.9%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.5%	4.5%	4.3%	5.1%	5.1%	4.2%	3.2%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	1.7%	2.1%	1.6%	1.1%
50 后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%
行业增速	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	-4.0%	-12.3%

资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

注：2019 年数据截止至前 8 月。

相对成熟市场的美国、欧洲绝大部分地区以及日本，中国汽车市场依旧呈现品牌多、头部集中度低等特征。剔除超豪华进口品牌后，美、欧、日品牌数量分别为 33 个、29 个和 44 个，远低于中国的 86 个。而且 TOP5、10、20 的集中度也均远高于中国。我们认为，中国汽车品牌中短期内销量排名 20 名以外的多数品牌出局概率较大；长期来看，前 20 名的份额也将面临重新洗牌。未来对于优秀公司而言，分化所带来的空间及增量将远大于行业内生的增长。

表 4：中、美、日、欧在售品牌（单位：个）及市占率对比

	美国	欧洲	日本	中国
2018 年汽车品牌数量	40	29	54	-
2018 年汽车品牌数量（剔除超豪华进口品牌）	33	29	44	86
TOP5 占比	54%	40%	75%	39%
TOP10 占比	79%	67%	91%	59%
TOP20 占比	96%	98%	99%	87%

资料来源：中国汽车工业协会，Markline，天风证券研究所

自主品牌市场份额开始下滑，内外部竞争日趋激烈，集中度明显提升。随着汽车行业整体集中度的提升，自主品牌市场受到来自合资和自身的竞争压力持续增高。2016 年开始，自主品牌在汽车市场市占率出现下滑，从 41% 降至 2019 年前 9 月的 37.8%，并有着继续下降的趋势。内部来看，已逐渐呈现集中化趋势，2012 年至今，自主品牌销量 top5 占自主品牌销量份额从 52% 上升至 59%，自主龙头品牌与其他品牌间差距逐渐增大，尾部品牌面临淘汰。

图 9：自主品牌销量 top5 及市占率



资料来源：中国汽车工业协会，天风证券研究所

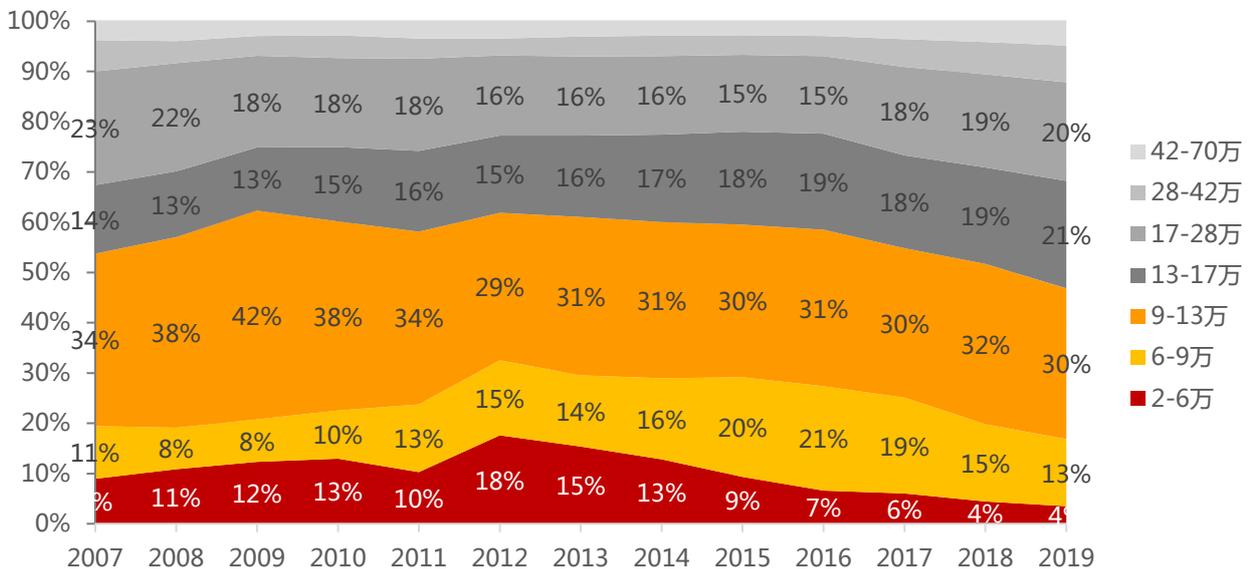
注：2019 年数据截止至前 8 月。

2.4. 消费升级提升龙头自主盈利空间

未来中国汽车销量仍有增长空间，更重要的是消费升级推动的 ASP 和盈利提升空间更大。尽管过去两年汽车销量呈现负增长，但是我们还是明显感觉到，汽车的消费升级从未停歇，并且随着存量汽车的更新和增购，未来汽车消费呈现高端化和豪华化趋势及其明显。

从价格区间的角度看，低价位车型空间正不断被挤压。2012 年以来 13 万以下售价的车型市占率大幅下降，从 2012 年的 62% 降至 19M1-8 的 47%，也侧面反映了短期 3-5 线城市消费力的短期乏力以及低端车型竞争的激烈。而同时期内，13 万至 28 万售价区间内的车型市占率大幅提升，从 31% 提升至 41%；28 万以上车型市占率则由 7% 升至 12%。我们预计未来低价位区间将继续存在，但竞争将加剧。奇瑞目前大部分车型处于 13 万级别以下，但其旗下瑞虎 8 和星途品牌的部分车型已突破 13 甚至 15 万元大关，向上突破策略初获成效。

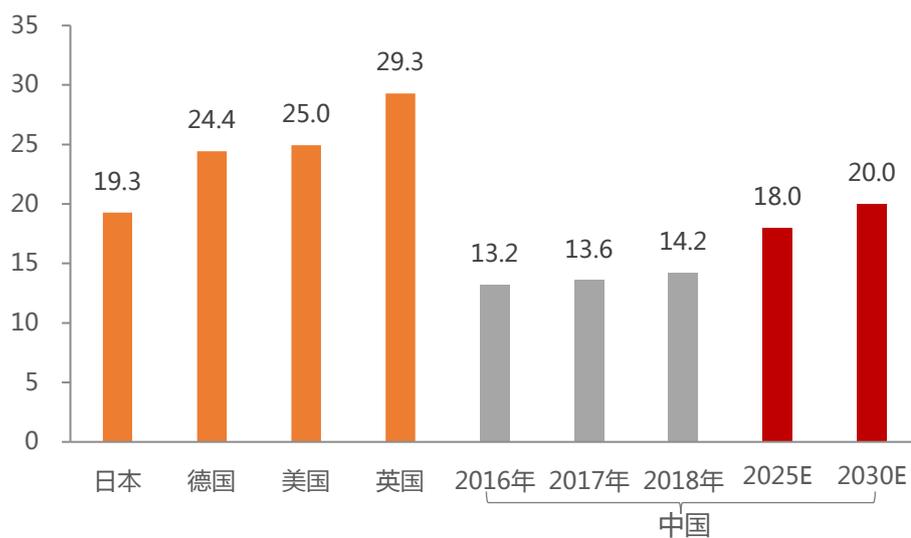
图 10：国内 2007-2019 年不同价位区间汽车市占率变化



资料来源：搜狐汽车、天风证券研究所。注：2019 年数据截止至前 8 月。

我们预计，中国新车售价将逐步提升，2030 年或接近 20 万元。我们认为，未来随着居民收入的提升、用车成本的提升、和换车需求的增加，对于低技术、低性能、低价格车型的需求将明显大幅减少。以欧美汽车市场为例，汽车单价呈现与人均 GDP 的正向关系异常确定，从 1990 年开始美国汽车新车销售均价开始逐步攀升，从 1990 年的 1.63 万美金升至 2018 年的 3.64 万美金。而日本、德国、英国于 2018 年的新车平均售价分别约为 19.3、24.4、29.3 万人民币。目前，中国 2018 年的新车平均单价约为 14 万元，我们预计有望于 2025 年和 2030 年分别达 18 万、20 万元。

图 11：各国 2018 年新车销售均价&中国 2016-2018 新车销售均价及预测（万元）



资料来源：Statista、日本自动车工业协会、Cap HPI、美国交通部、中国汽车流通协会、天风证券研究所

注：计算汇率取自 2018 年 12 月 31 日。

3. 品牌向上助力量价齐升

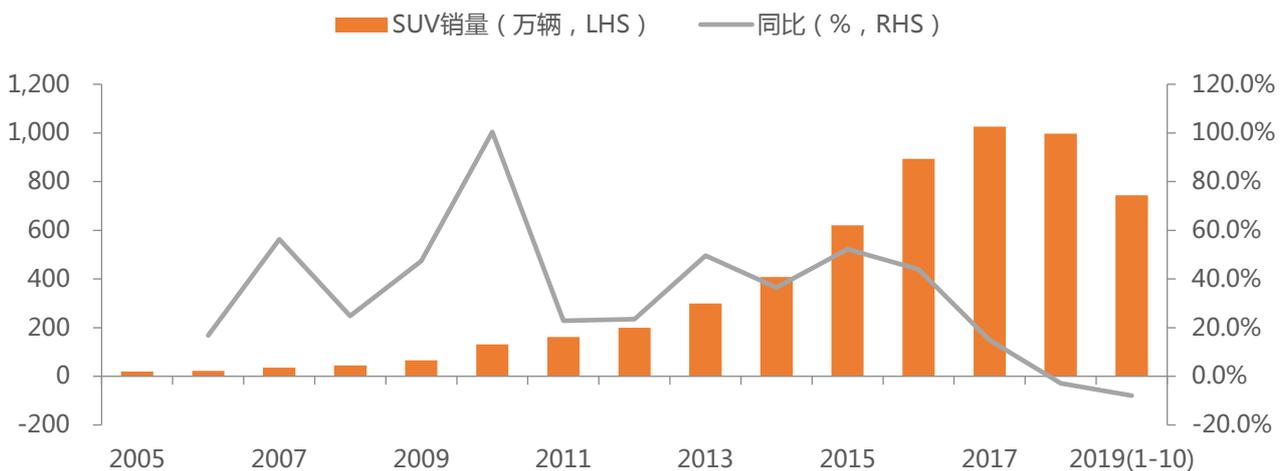
3.1. 借 SUV 崛起之势，成为自主 SUV 龙头

2002 年,长城汽车在国内 SUV 市场尚未成型的时期果断进军 SUV 市场,推出公司首个 SUV 车型赛弗。之后,公司先后推出哈弗品牌, M 系列, 中高端 SUV 品牌 WEY 等多个 SUV 车系, 产品线覆盖紧凑型到中大型 SUV, 面向不同类型消费者定向投放。凭借提早步入市场积累的良好口碑, 多产品线对 SUV 市场的全覆盖, 国产自主品牌价格优势等多方面因素, 到 2018 年长城汽车 SUV 销量达到 90 万辆, 市占率达 9.2%, 超越各大合资自主品牌成为国内 SUV 细分市场第一。其中, 哈弗品牌于 2018 年全球累计销量突破 500 万辆, 是中国首个销量达 500 万辆的 SUV 品牌, 稳坐自主 SUV 行业龙头位置。

3.1.1. 把握 SUV 发展黄金期

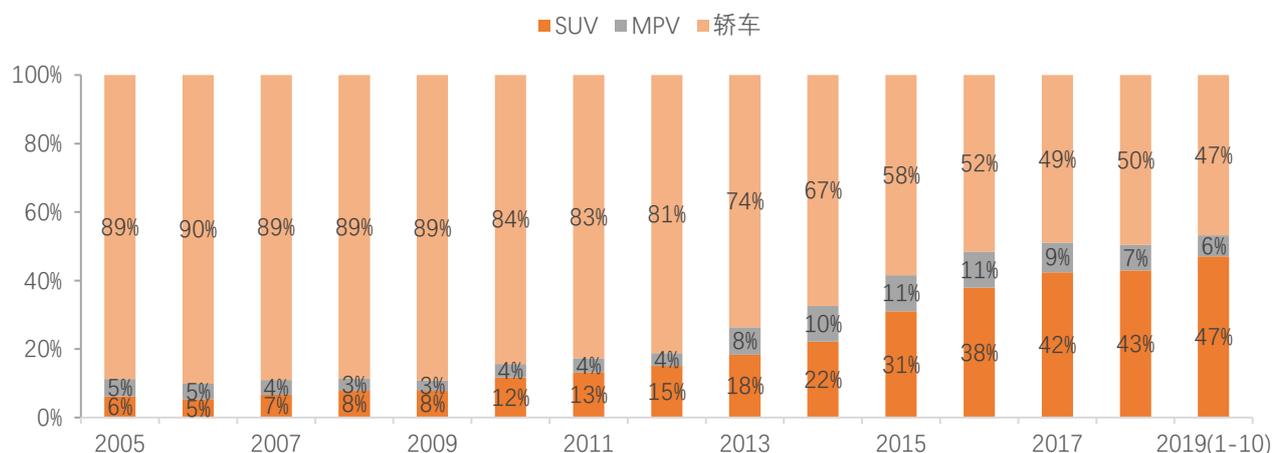
2005 年开始, 我国乘用车市场步入了飞速发展的阶段, 整体市场销量由 2005 年的 397 万辆增长到 2018 年的 2367 万辆, 增长近 7 倍之多。其中, SUV 细分行业表现最为突出, 由 2005 年的 20 万辆增长到 997 万辆, 市场扩容近 50 倍, 市场份额从最初的 6% 增长至 43%, 市场份额第一的轿车 (50%) 仅相差 7 个百分点。

图 12: 2005 年至今国内 SUV 销量及同比



资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

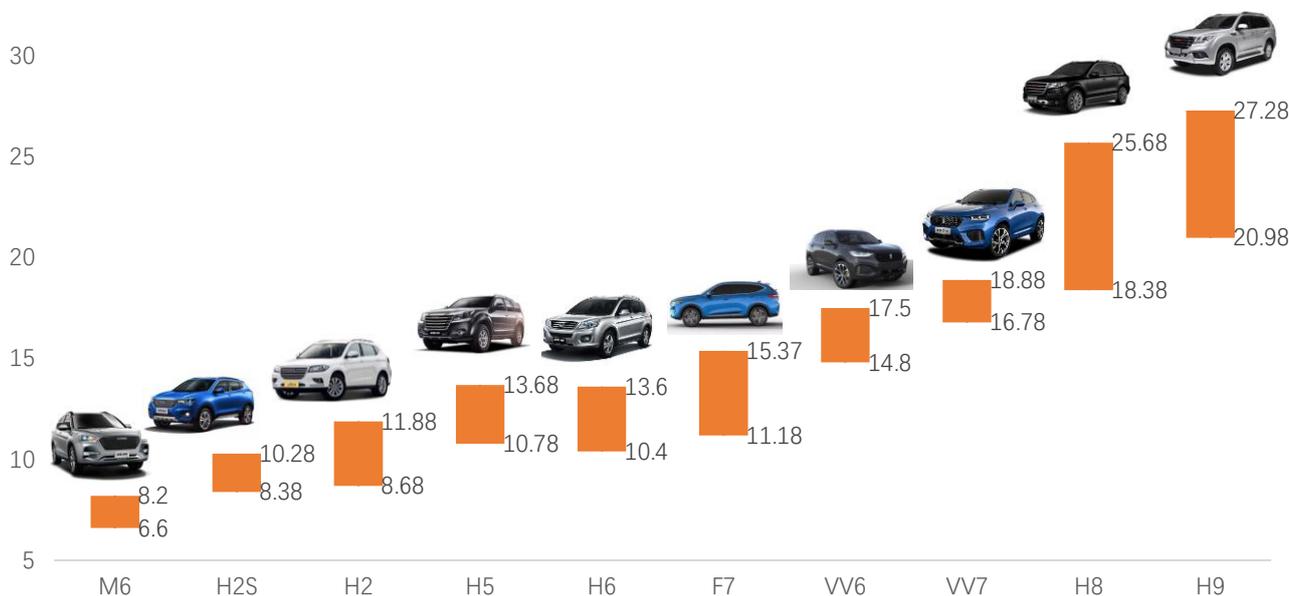
图 13: 2005 年至今国内乘用车市场细分行业占比情况



资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

2002 年，国内 SUV 市场还不具规模，长城汽车推出公司首款 SUV 车型赛弗，并在推出后第二年成为 SUV 市场销量第一车型。2005 年开始，面对渐具规模的 SUV 市场，公司发布哈弗 CUV 车型，相比之前的赛弗更加偏向城市 SUV 领域，外观设计更为时尚。随后，公司先后发布 M1、M2、H3、H5 等多 SUV 款车型，产品覆盖不同价位，小型到中大型不同等级，并于 2013 年将哈弗打造为公司旗下独立 SUV 品牌。

图 14：长城汽车主要 SUV 车型售价（单位：万元）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.1.2. H6 领跑 SUV，助力长城成为龙头

长城汽车 2011 年上市的哈弗 H6 车型，凭借其极高的性价比、丰富的动力选择以及适应市场的不断变化，在 2013 年超越诸多自主以及合资品牌 SUV 车型，成为国内 SUV 车型销量第一，并一直持续至今。

图 15：哈弗 H6 外观图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 16：哈弗 H6 内饰图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

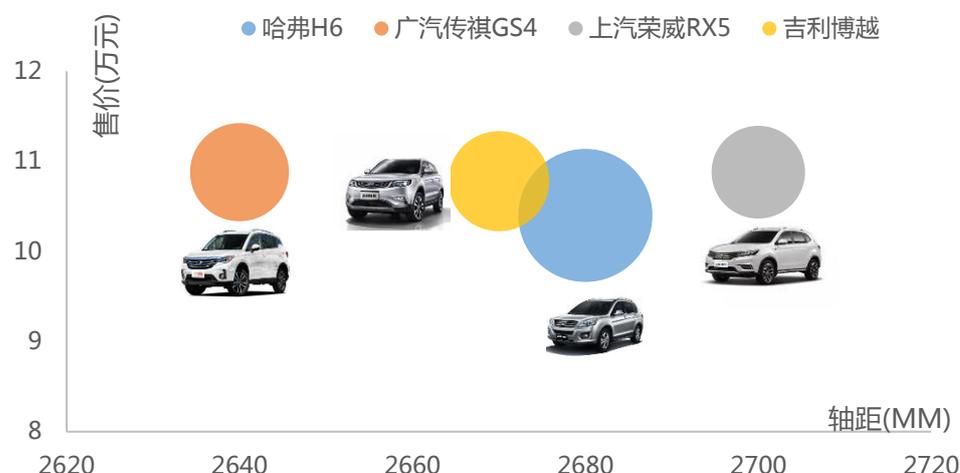
H6 上市后，销量快速上涨，2013 年全年销量达 22 万辆，2014 到 2016 年分别增长 45%、18%、55%，2016 年销量达 58 万辆，远超其他品牌 SUV 车型，这一数字创造了国内单一年份车型销量纪录，迄今为止未被超越。H6 推出的时机，正好抓住国内 SUV 市场飞速增长的机遇。同时，与同级别其他车型广汽传祺 GS4、长安 CS75 等对比，H6 具备更大的车身以及空间，在动力上兼具燃油经济性及日常家庭用车，顶配车型价格也相对适中，从而使得 H6 在激烈的竞争中脱颖而出，成为一代国民神车。

表 5：哈弗 H6 竞品参数对比

车型	哈弗 H6 2020 款 1.5GDIT 双离合铂金舒适版	广汽传祺 GS4 2019 款 270T 手动 两驱精英版	上汽荣威 RX5 2020 款手动两驱 4G 互联超越旗舰版	长安 CS75 2020 款 280T 自动智慧型
基本数据				
指导价	10.40 万元	10.88 万元	10.88 万元	11.28 万元
发动机	1.5T 直列 4 缸 涡轮增压	1.5T 直列 4 缸 涡轮增压	1.5T 直列 4 缸 涡轮增压	1.5T 直列 4 缸 涡轮增压
变速箱	7 档双离合	6 档手动	6 档手动	6 档双离合
尺寸	4600*1860*1720	4525*1852*1685	4556*1855*1719	4650*1850*1705
轴距	2680	2640	2700	2700
后悬挂	独立悬架	独立悬架	独立悬架	独立悬架
工信部油耗	7.3L/100KM	7.0L/100km	6.5L/100km	6.7L/100km
灯光	卤素	卤素	卤素	卤素
空调	前排自动/后排手动	手动	手动	自动
舒适性	座椅调节 10 向主驾电动 4 向副驾机械调节	10 向主驾电动 4 向副驾机械调节	10 向主驾电动 4 向副驾机械调节	10 向主驾机械 4 向副驾机械调节
配置	后视镜 电动调节	电动调节	电动调节 (带加热/折叠)	电动调节 (带加热)
	导航 ●		●	
	中央扶手 前●/后●	前●/后	前●/后●	前●/后
	座椅放倒 比例放倒	比例放倒	比例放倒	比例放倒
安全性	安全气囊 2 个	3 个	3 个	2 个
配置	雷达 后倒车雷达	后倒车雷达	后倒车雷达	后倒车雷达
	车身稳定控 制 ●	●	●	●

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

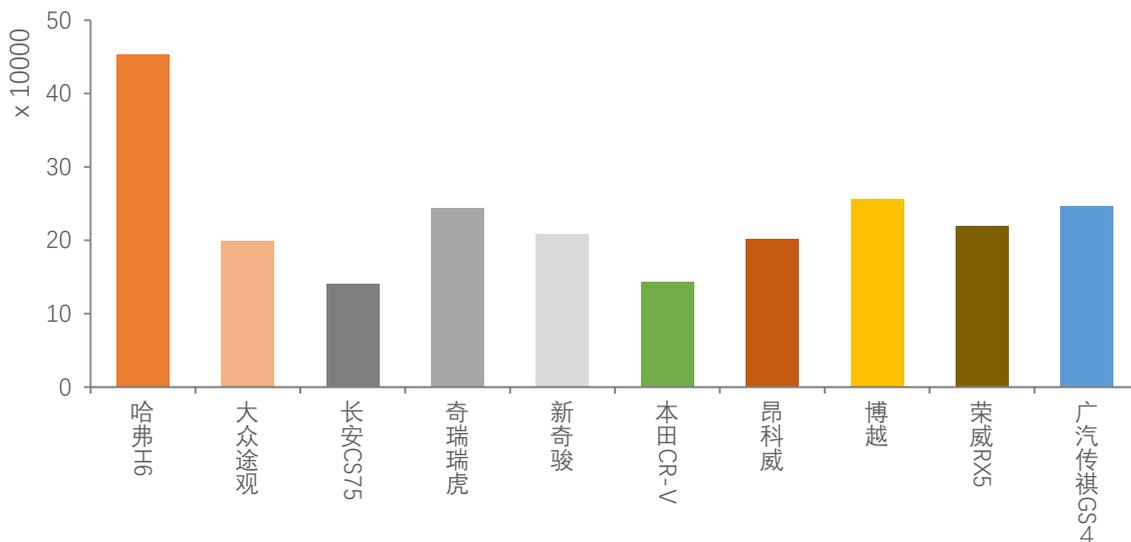
图 17：哈弗 H6 竞品对比图



资料来源：汽车之家，中国汽车工业协会，天风证券研究所

注：气泡大小代表 2018 年销量

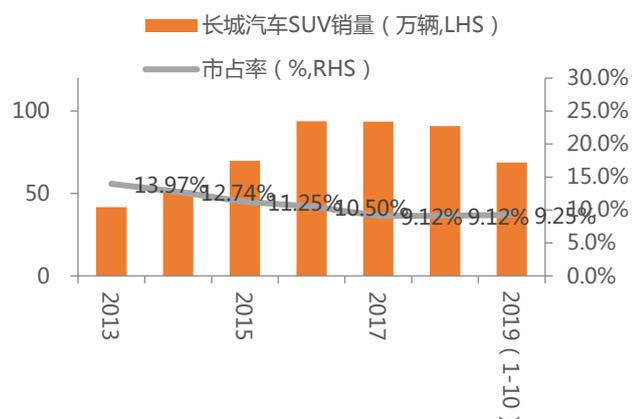
图 18：2018 年哈弗 H6 与其他主要在售 SUV 销量对比（辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

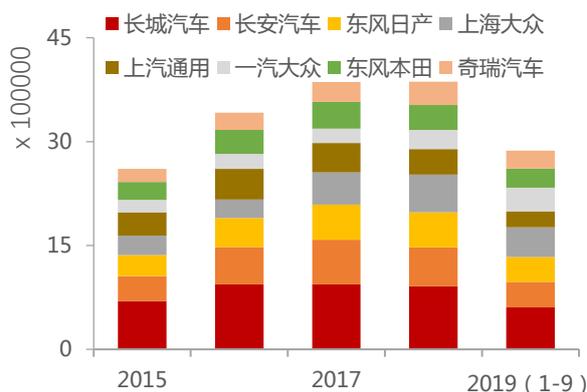
凭借 H6 的大获成功，长城汽车在 SUV 市场渐入佳境，多个产品全面开花，旗下各个车型在细分领域皆有不错的成绩。2013 年开始，公司 SUV 市占率维持在 10% 左右，销量一直领先各大合资自主品牌。

图 19：2014 年至今长城汽车 SUV 销量以及市占率



资料来源：公司公告，中国汽车工业协会，天风证券研究所

图 20：2015 年至今主要汽车品牌 SUV 销量（辆）

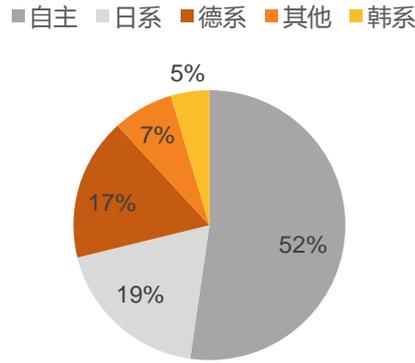


资料来源：乘联会，天风证券研究所

3.1.3. 行业竞争日趋激烈，F 系列寻求新突破

近年来，国内乘用车市场增长速度开始放缓，甚至出现轻微下滑的状态。与此同时，竞争也日趋激烈，各自主品牌相继加快推出新车型，合资品牌也开加速新产品投放。以大众、丰田、本田为代表的德系、日系品牌逐渐下调售价，在低价位车型市场给自主品牌带来极大地挑战。2019 年前 10 月，自主品牌 SUV 销量同比下降 17%，从 2018 年的 58% 下滑至 53%。

图 21：2019 年前十月国内 SUV 市场按车系销量分布



资料来源：乘联会，天风证券研究所

面对市场竞争的日益激烈，长城汽车积极寻求新的突破，2018 年 8 月份哈弗发布 F 系列，主打年轻化，智能化，力图拓展 90 后年轻市场。F 系列车型价格定位品行于 H 系列，消费市场上区别于 H 系列主攻一、二线城市，两者竞争错开。通过 F 系列的发布，公司进一步扩大产品系列，实现覆盖多年龄段消费者，多地域层次。

2018 年年底，公司推出 F7 车型，采用切割线条并应用运动化设计，硬朗兼顾时尚，内饰选择高质量皮质面料，中控台做工精细，层次感突出。配置方面，F7 配备哈弗最新动力组合 2.0T/1.5T 直喷+7DCT，应用“i-pilot”智能领航系统，可实现 L2 级自动驾驶。此外，F7 还拥有 ACC、语音识别、车联网、车机手机互联等流行配置，以及全车 LED 光源、开门预警、四驱、全地形模块、4G 智能网联等超越同级车型的领先配置。

图 22：哈弗 F7 外观图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

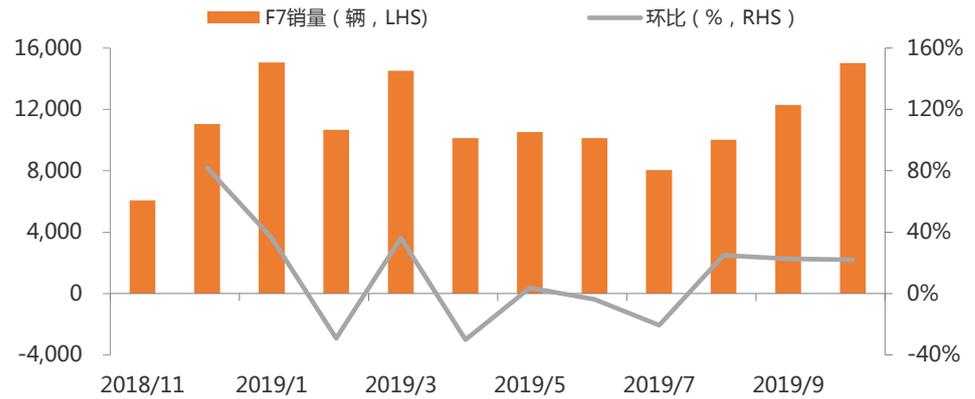
图 23：哈弗 F7 内饰图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

F7 上市后，凭借各方面的突出表现，迅速得到了市场的认可，2019 年 1-10 月销量达到 11.6 万辆，月均销量超过 1 万辆，占哈弗品牌销量 19%。F7 的推出有效弥补了 H6 销量的下滑，成为 H6 之后哈弗品牌的又一款王牌车型。

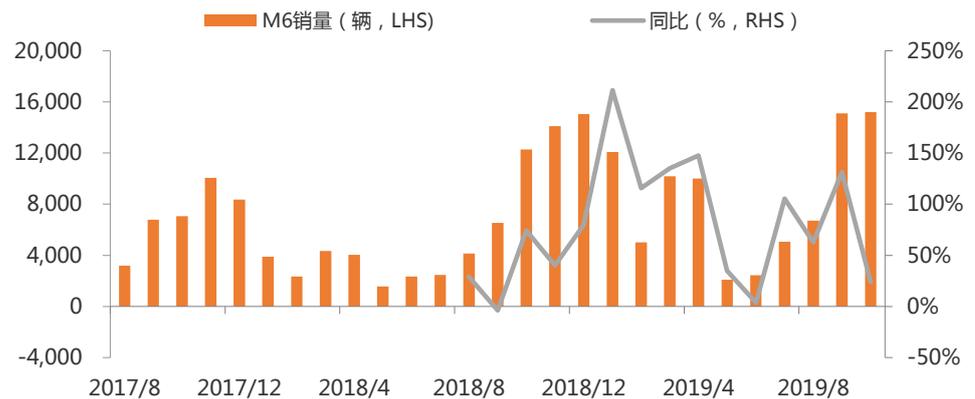
图 24：哈弗 F7 上市以来销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，公司重启 M 系列向下拓展低端市场，来应对三四线城市和农村地区用车需求的提升。2017 年 7 月，哈弗基于 H6 打造 M6 车型，并于 2018 年 9 月下调价格 2.4 万元，极大提升产品性价比，实现销量的后来居上，成为哈弗品牌的主力车型之一。2019 年前十月，哈弗 M6 累计销售 84 万辆，同比增长 91%。

图 25：哈弗 M6 上市以来销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

通过 M、H、F 三大系列的布局，长城汽车哈弗品牌实现 SUV 细分市场的全面覆盖，从价格区间、面向人群以及地域针对等各方面进行突破。多产品线战略帮助哈弗品牌在与其他自主和合资品牌 SUV 竞争中实现“以量取胜”，进一步巩固长城汽车在 SUV 领域的龙头地位。

3.2. WEY-打开中高端市场 SUV 大门

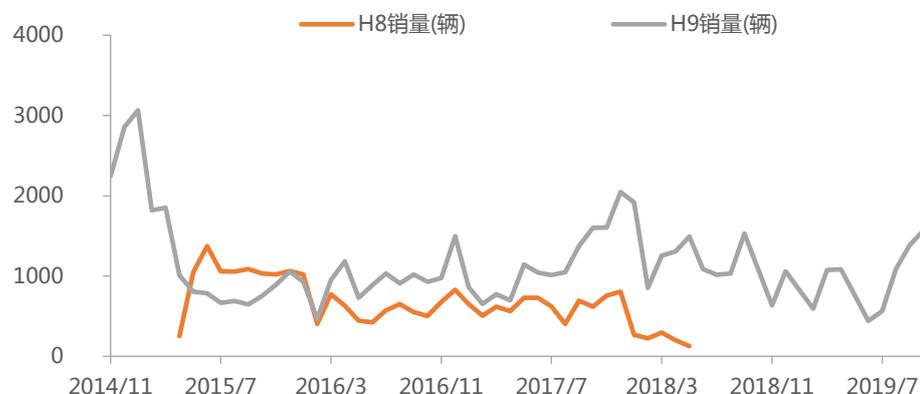
2016 年，长城汽车公司推出全新高端子品牌 WEY，品牌命名以公司董事长魏建军的姓魏为灵感，竖形标识来源于长城汽车起源地保定的标志性建筑“保定直隶总督府大旗杆”。WEY 品牌是中国首个自主豪华 SUV 品牌，定位 15-20 万区间，是长城汽车向中高端市场进击的重要一步。

3.2.1. WEY 的诞生

哈弗品牌建立后，凭借优秀的性价比和出色的品质在市场上大获成功，在 15 万元以内中低端市场成为龙头品牌。为了进一步向上拓展市场，打开中高端市场，与诸多合资品牌竞

争，公司早期推出哈弗 H8、H9 车型。由于哈弗固有的低端自主品牌形象，定价过于激进等因素，H8、H9 没有取得成功，反而占用公司较多资源，使得公司在 15 万元以下市场略有下滑。

图 26：H8、H9 上市后月度销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

首次尝试中高端市场失败后，长城汽车吸取经验教训，借鉴日系品牌在美发展史，重整旗鼓，凝聚 1600 多国内外优秀设计师，累计投资过百亿元，2016 年以轻奢为核心价值的中国豪华 SUV 品牌 WEY 诞生。

2017 年开始 WEY 品牌先后推出 VV5、VV6、VV7 和 P8 等多款车型，对比同价位合资品牌如途观、RAV4、CR-V 等车型，WEY 品牌 SUV 在发动机动力，车身尺寸等多方面全面领先。同时，在智能化配置和安全配置方面，WEY 几乎覆盖所有常见功能，如主动安全系统、倒车影像、定速巡航、电动尾箱、无钥匙进入、无钥匙启动、全液晶仪表盘等。在 15-20 万元这个价格区间，WEY 品牌 SUV 配置远超同价位合资品牌 SUV，极高的性价比帮助 WEY 造良好的市场口碑。

表 6：WEY VV6 竞品参数对比

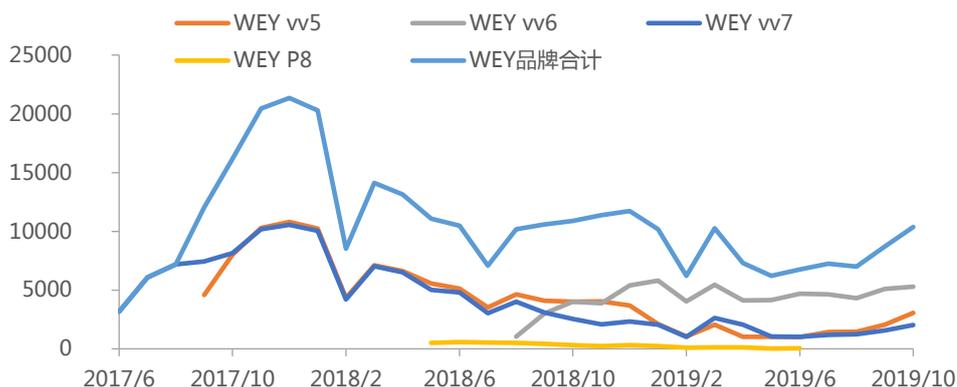
	星途-TXL 1.6T 两驱星曜版	领克 01 2.0T 两驱版	WEY VV6 2.0T 两驱超豪型	
动力性	指导价 (万元)	15.59	15.68	15.5
	发动机排量	1.6T	2.0T	2.0T
	最大功率 (kW)	145	140	165
	最大扭矩 (N.m)	290	300	385
	工信部油耗 (L/100km)	6.8	6.5	7.1
	变速器	7 挡双离合	6 挡手自一体	7 挡双离合
	前/后悬架类型	麦弗逊/多连杆	麦弗逊/多连杆	麦弗逊/双横臂
	前/后制动类型	通风盘/盘式	通风盘/盘式	通风盘/通风盘式
尺寸	空间	4690*1885*1706	4775*1885*1706	4512*1857*1673
	轴距	2715	2800	2680
内饰	中控液晶屏	●10.25 英寸	●10.2 英寸	●9 英寸
	座椅材质	●真皮	●皮/织物混搭	●仿皮
其他配置	近/远灯光光源	LED	卤素/LED	●LED
	自适应远近光灯	●	--	●
	感应雨刷	●雨量感应	--	●雨量感应
		●速度感应	●速度感应	
	无钥匙进入	●	●	●
	电动后备厢	●	--	●

感应后备厢	●	--	●
主驾座椅调节	8 向 (电动)	6 向 (手动)	12 向 (电动)
副驾座椅调节	6 向 (电动)	4 向 (手动)	4 向 (电动)
PM2.5 过滤	●	--	●

资料来源：汽车之家，天风证券研究所

WEY 品牌上市以来，销量逐渐趋于稳定，VV5、VV7 两款车型在 2017 年底月销量均突破一万辆。2019 年前十月，WEY 品牌 SUV 累计销量 8 万辆。其中，2018 年 8 月上市的 VV6 车型，上市后广获好评，已成为 WEY 品牌旗下主力车型，2019 年前十月累计销量达 4.8 万辆，占品牌销量的 59%。

图 27：2018 年以来 WEY 品牌主要车型月度销量



资料来源：公司公告，-天风证券研究所

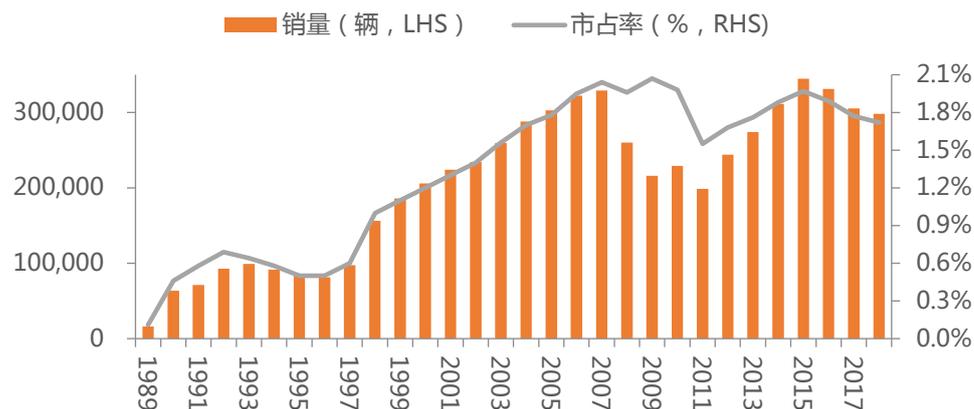
3.2.2. 复制日系品牌北美市场成功之路

长城在这个阶段推出高端子品牌，和上世纪 80 年代，日系品牌在北美市场开拓市场时的情况如出一辙。在北美乘用车市场飞速发展阶段，以丰田、本田和日产为代表的三家日系车企依靠中低端市场定位，极高的性价比获得销量上的成功。以丰田为例，1990 年丰田品牌美国市场销量达 99 万辆，市占率高达 7.6%。

80 年代开始，面对北美整体经济和居民生活水平的飞速上涨，日系品牌中低端的定位已经不足以支撑其在北美市场站稳阵脚，销量开始被各系豪华车型侵蚀。面对市场与竞争对手带来的多方面压力，三大日系品牌先后推出自己的豪华车品牌 Lexus、Acura 以及 Infiniti。凭借全新品牌塑造的豪华车形象，日系品牌在北美豪华车市场打开了突破口，三大日系品牌豪华车系在 2000 年北美市场市占率分别达到 1.6%、0.8%和 0.5%。

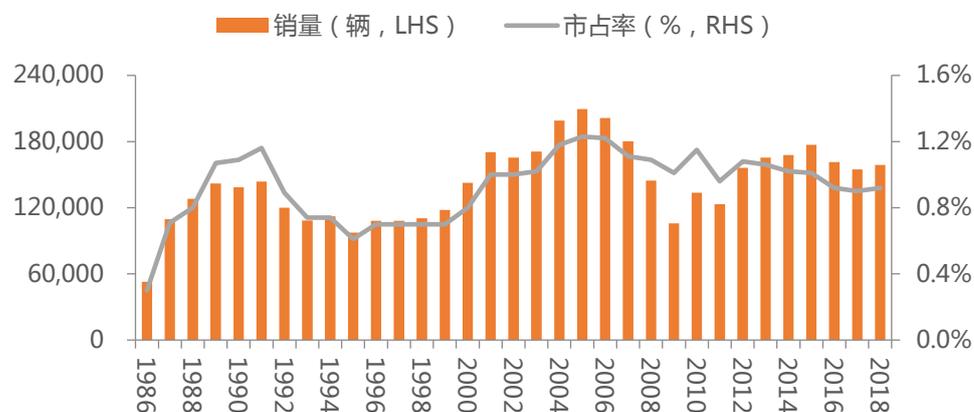
其中，丰田旗下的 Lexus 品牌表现最为突出，于 2005 年销量超过 30 万辆，2009 年市占率达到历史最高的 2.1%。丰田汽车在 1986 年时，北美市场销量已经突破 100 万辆，面对国民经济的不断增长，中低端车消费需求出现下降，豪华车市场开始增长，丰田团队开始策划转向豪华车市场，1986 年 Lexus 品牌应用而生。经过 6 年的研发测试，1989 年公司推出首款豪华车型 LS400，凭借多项创新型科技（如空气悬挂系统），LS400 上市后一年销量破万。之后几年，随着公司不断推出新款车型，Lexus 品牌销量逐渐攀升。1999 年，Lexus 品牌成立 10 年之际，累计销量突破 100 万辆，市占率上升到 1%，标志着 Lexus 成功打入北美市场，成为可以与 ABB 抗衡的日系豪华品牌。

图 28: Lexus 品牌上市后在北美市场销量及市占率



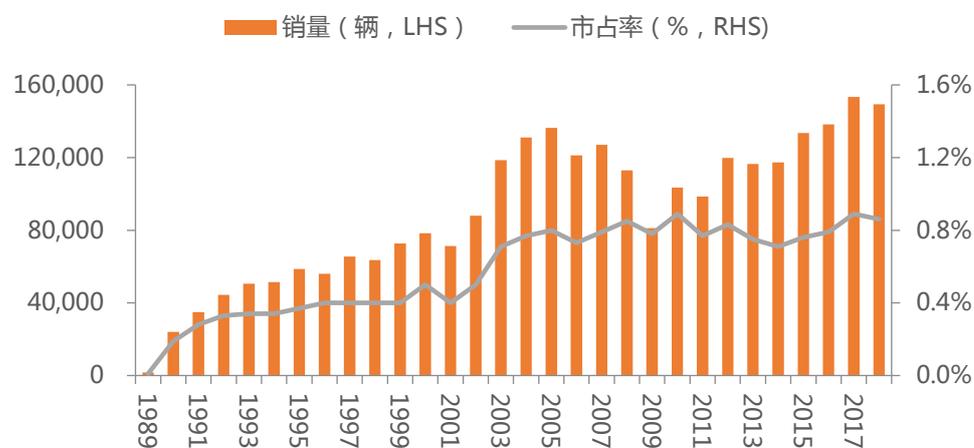
资料来源: Carsalesbase, 天风证券研究所

图 29: Acura 品牌上市后在北美市场销量及市占率



资料来源: Carsalesbase, 天风证券研究所

图 30: Infiniti 品牌上市后在北美市场销量及市占率



资料来源: Carsalesbase, 天风证券研究所

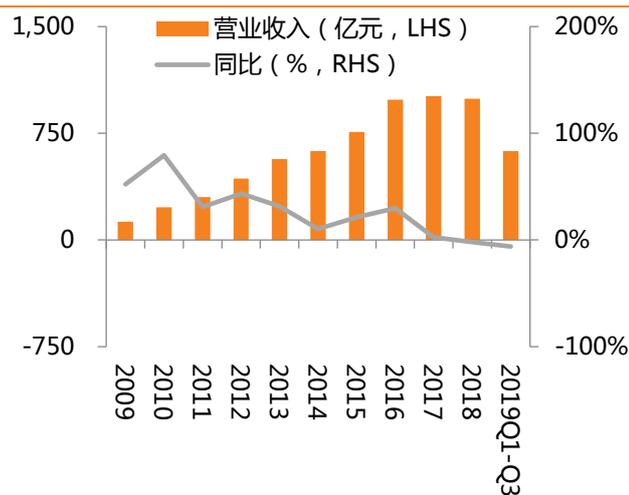
早期长城汽车的发展模式与日系品牌在北美市场有很多相似之处，同样是抓住了汽车市场飞速发展的时期，依靠中低端定位切入市场，实现销量的突破，营造良好的口碑。早期的长城汽车凭借哈弗品牌把握 SUV 的飞速发展阶段在成为国内 SUV 品牌龙头。2017 年开始，

国内乘用车整体销量以及 SUV 销量增速出现明显放缓，外资品牌的不断涌入和自主品牌的大规模产品投放使得市场竞争愈加激烈。在这样的时期，我们认为 WEY 品牌的成立将会是长城汽车在激烈的竞争中再一次脱颖而出，保持国内 SUV 龙头企业的重要拼图。

3.3. 公司未来将量价齐升

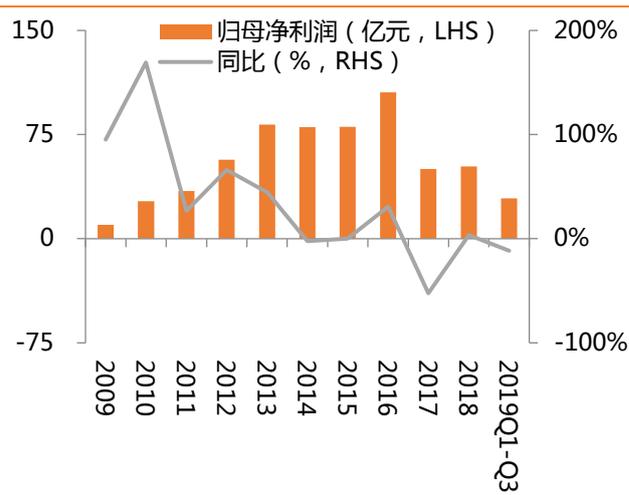
相比于 09 年，长城汽车的营收体量大幅提升。2017 年之前，公司营收和净利润持续增长，2017 年开始，受行业不景气影响，公司营收以及利润出现短期下滑，2019 年随着公司产品结构的改善，新产品的推出，公司销量逆势增长。

图 31：长城汽车营业收入及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

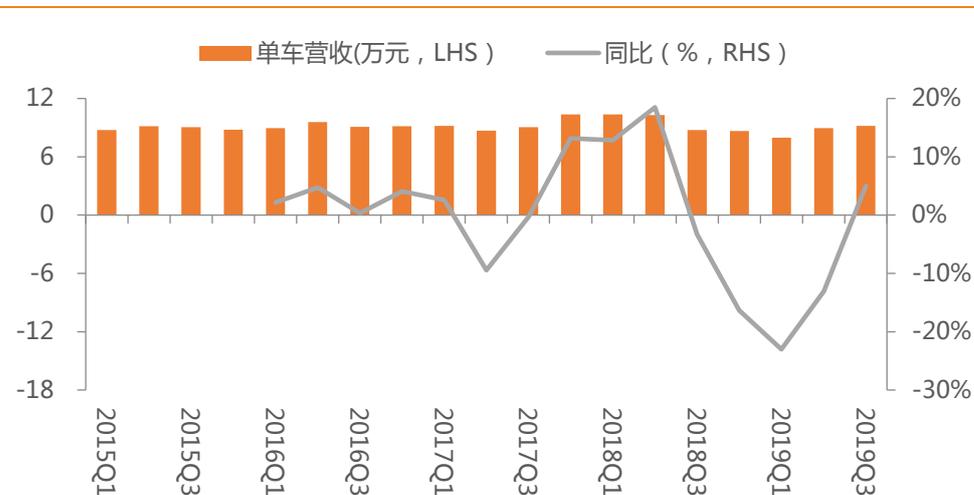
图 32：长城汽车归母净利润及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

国六切换完成后，伴随着消费升级的大趋势，长城汽车量价齐升。中国新车价格将随着居民收入的提升、用车成本的提升、和换车需求的增加而逐步提升。2019 年第三季度，长城汽车营收 212 亿，同比+18%，前三季度累计营收 626 亿，同比-6%，前三季度的营收同比依次为-15%，-15%，+18%，Q3 边际改善明显。Q3 归母净利润为 14 亿元，同比大幅增长 507%。随着国六切换结束，折扣逐步收窄，Q3 单车营收恢复正增长。单车营收的提升结合销量的增长，使得公司 Q3 净利率（6.6%）达到了近一年的新高，后期，我们预计长城量价齐升的状态将继续，自身的盈利能力也能够随之继续提升。

图 33：长城汽车单车营收及同比

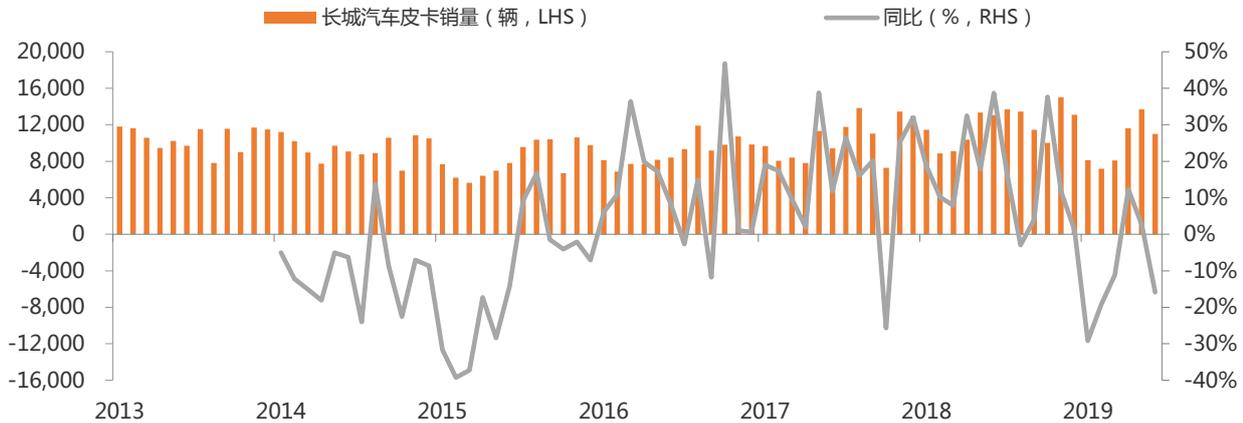


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.4. 皮卡+零部件，长城崛起的另两块重要拼图

1990 年长城汽车成立，到 2002 年进军 SUV 细分行业，在这之间的 12 年，长城汽车的主营业务是皮卡和汽车零部件生产。1995 年公司首款皮卡车迪尔（Deer）下线，1998 年开始至今的 21 年，长城汽车一直保持国内皮卡市场销量第一，2018 年全年销量达 13.8 万辆，2019 年前十月销量达 11.4 万辆，市占率达 41%，创历史新高。其中，9 月份上市的“炮”系列皮卡，上市后首个月销量达 5020 辆，成为 10 万级以上皮卡销量冠军。

图 34：长城汽车皮卡销量及同比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1998 年，公司建立了长城汽车技术中心，负责动力总成的开发研究，2000 年 6 月长城内燃机制造有限公司成立，是国内第一家拥有核心动力的自主品牌。通过早期的大量研发投入和不断积累，长城汽车在发动机、变速箱等汽车核心零部件技术保持国内领先水平，同时实现零部件的高度自产化。

3.4.1. “六星战略”，长城皮卡走向世界

皮卡兼具轿车的速度、灵活、安全舒适等优点和轻卡载重的性能，在中小城市和电力、邮政等多个行业具有较高的适用性。国内皮卡市场受消费属性、相关政策的影响较大，早期受到多方面约束，近几年，随着相关政策的宽松，皮卡进城限制的逐步取消，行业景气度大幅提升。

表 7：近年来皮卡进城相关政策

时间	相关政策主要内容
2016 年 5 月	河北、辽宁、河南、云南四省开展放宽皮卡进城限制试点
2017 年 1 月	试点省份增加新疆和湖北
2018 年 1 月	皮卡车型不在强制要求喷子和粘贴反光条
2018 年 7 月	各省相继实行货车年审、年检和尾气排放检测“三检合一”
2019 年 5 月	交通部印发通知，皮卡车型可以办理 ETC
2019 年 6 月	发改委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案》，要求地级及以下城市 2020 年前取消皮卡进城限制。

资料来源：交通部，天风证券研究所

面对新一轮的行业景气，2018 年 9 月 28 日，长城皮卡新战略在河北保定正式发布。发布会上，长城皮卡提出“做中国皮卡第一品牌，打造中国民生第一车，最终成就世界前三皮卡品牌”的愿景。并制定“六星战略”，从生产制造、产品规划、渠道建设、服务能力、营销模式和海外拓展六大板块全面发力，全方位打造领先于行业的体系竞争力，保持长城皮卡国内龙头位置，并在海外市场实现产品、销量、品牌和服务的全方位领先。

同时，长城皮卡对于皮卡产业下一步的发展率先提出了“五化新生态”的概念，引领皮卡

行业入乘用化、网联化、清洁化、定制化、智能化的 3.0、4.0 产品时代。

3.4.2. 长城“炮”，皮卡加速乘用化

2019 年 4 月上海国际车展，长城“炮”全球首发亮相，是长城皮卡提出“六星战略”以及 3 年“5+N”款产品战略后的首款车型。长城“炮”基于全新 P71 平台打造，配备豪华内饰，8AT 自动变速箱，新一代智能网联系统及独有的多连杆后悬架，并更换“炮”系列专属 LOGO。

“炮”系列皮卡根据适用场景分为乘用皮卡、越野皮卡、商用皮卡三款车型，其中乘用皮卡作为国内首款搭载采埃孚 8AT 变速箱和多连杆后悬架的皮卡车型，同时配备 ACC 自适应巡航、自动驻车、方向盘加热、自动泊车、远程遥控启动、控制空调、油量检测以及智能语音控制系统等诸多乘用车才具备的舒适性配置，大幅提升驾驶者的乘驾体验，是中国皮卡走向乘用化，高端化的开山之作。

9 月 6 日，长城“炮”乘用皮卡正式上市，官方指导价 12.68-15.98 万元，凭借全新的乘用化设计，“炮”迅速得到市场的认可，在首个月销量达到 5020 万辆，成为 10 万元以上皮卡销量冠军。

图 35：长城炮乘用皮卡外观图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 36：长城炮乘用皮卡内饰图



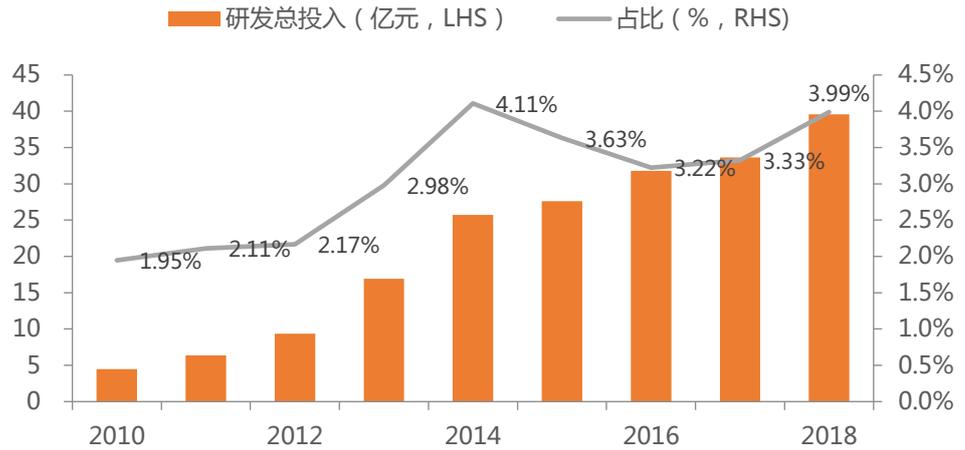
资料来源：公司官网，天风证券研究所

“炮”系列乘用皮卡的成是长城皮卡向多元化发展的第一步，与此同时，长城旗下首款纯电动皮卡风骏 7EV 已开启预售，后续“炮”系列商用皮卡纯电版也将上市。依照公司“五化新生态”产品战略，长城皮卡将带来中国皮卡向着多元化持续发展。

3.4.3. 自主零部件，前进的基石

长城汽车一直坚持对汽车动力系统、变速器等各类零部件的进行大力研发和设计投入，在发动机、变速器等多个领域保持国内领先水平。研发的大量投入，帮助公司在，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的技术、标准以及知识产权。2018 年，公司累计获得授权专利 781 项，其中发明专利授权 66 项，实用新型专利授权 515 项，外观专利授权 200 项。

图 37：2010-2018 年长城汽车研发总投入及占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2000 年 6 月，长城内燃机公司成立，引进日本、德国和美国的先进制造设备，先后推出 GW4G15B 1.5T 和 1.5GDIT 发动机。2017 年，长城汽车通过多年的投入和积累，经过历时五年的不断研究，推出自主研发的全新发动机 GW4B15，是国内首款应用 CVVL 可变气门升程、缸盖集成排气歧管等技术的发动机型入选 2017 年度“中国心十佳发动机”。目前，GW4B15 已经广泛应用于长城旗下各款车型，并推出了适用于国六政策的改款型号 GW4B15A。

图 38：GW4B15 发动机



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 39：GW4B15 发动机技术特点



资料来源：58 车，天风证券研究所

前期的积累使得长城在零部件行业拥有极高的自产率，建立了属于自己的完整零部件供应链。垂直整合模式大大提高了公司的生产效率，缩短采购时间，有效的降低了成本，提高公司利润水平。为了进一步提升公司创新能力，加快零部件生产市场化，从 2018 年至今公司及旗下投资公司通过投资并购先后成立蜂巢易创、蜂巢能源、未势能源、上燃动力、诺博汽车、精工底盘六家汽车零部件公司。业务覆盖了汽车智能化、汽车电动化（电驱动单元、电池 pack）乃至充电服务、能源管理等新能源汽车产业链的全部的上下游业务。

表 8：长城汽车六大零部件子公司

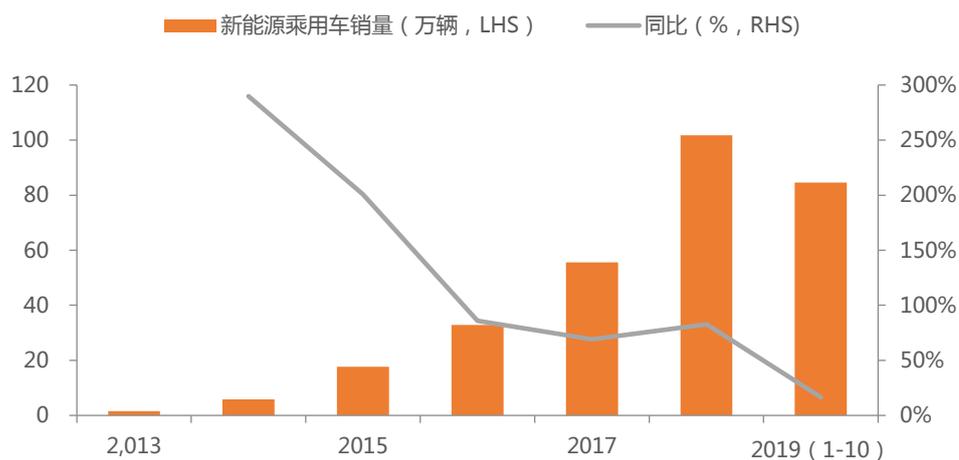
公司名称	成立时间	主营业务
蜂巢能源	2018 年 2 月	方形铝壳电芯
蜂巢易创	2018 年 6 月	汽车动力总成系统解决方案
诺博汽车	2018 年 6 月	汽车内饰、外饰、座椅、橡胶四大品类产品
精工底盘	2018 年 6 月	底盘、压铸、装备三大业务版块
上燃动力	2018 年 8 月	燃料电池发动机系统
未势能源	2019 年 4 月	氢能及燃料电池技术和产品研发

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.5. 新能源汽车厚积薄发

过去五年，国内新能源汽车市场飞速发展，2013 年全年销量只有 1.5 万辆，到 2018 年已经高达 102 万辆。这 5 年内，受国家高额补贴政策的影响，各公司相继推出各类新能源车型，产品五花八门，质量层次不齐，行业快速膨胀。在这一阶段，长城汽车作为国内最早开始研发新能源汽车的企业之一，并没有积极入市，而是继续深化技术研发，为下一阶段蓄力。

图 40：2013 年至今新能源汽车销量及同比



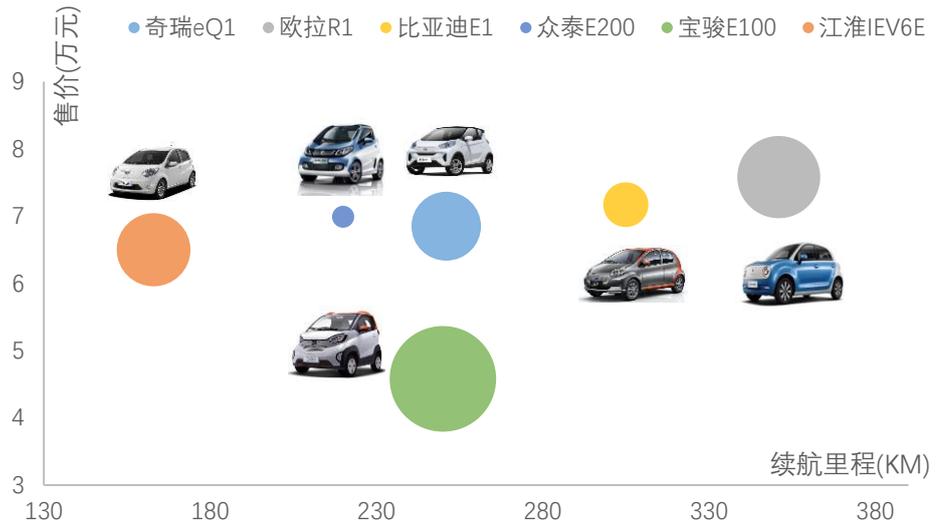
资料来源：乘联会，天风证券研究所

2017 年开始，新能源汽车补贴政策开始退坡，针对低续航 A00 车型补贴，大幅消减，2019 年，高续航车型补贴也开始下降，行业进入出清阶段。面对补贴的退坡和销量的下滑，新能源汽车行业尾部车企开始加速出清，依靠补贴政策吃饭的车企渐呈颓势，行业开始由政策驱动转化为市场驱动。2019 年 11 月 11 日，工信部发布关于拟撤销《免征车辆购置税的新能源汽车车型目录》名单的公示，经统计，第二十一批《目录》于 2018 年 11 月发布后，共有 141 款车型在 12 个月内无产量或进口量，拟从《目录》撤销。

在这个阶段，长城汽车正式迈入新能源汽车市场，2018 年 7 月份，长城汽车与宝马签约，共同出资成立光束汽车。项目总投资金额 51 亿元，注册资本 17 亿元，双方各控股 50%，主要进行新能源汽车以及相关零部件的研发和生产。

2018 年 8 月份，长城汽车发布旗下新能源汽车独立品牌欧拉，步入新能源汽车业务全新阶段。目前，公司已上市两款纯电动车型 iQ 和 R1，分别对应紧凑型纯电动 SUV 和 A00 纯电动市场。此外，基于 ME 平台的全新 A00 纯电动车欧拉 R2 已经对外发布，预计 2020 年上半年正式上市。

图 41: 欧拉 R1 竞品对比图

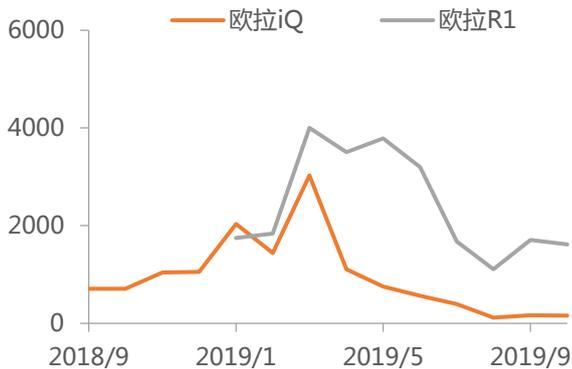


资料来源: 汽车之家, 天风证券研究所

注: 气泡大小代表 2019 年 1-9 月销量

欧拉 R1 上市后, 凭借高续航、空间大、可爱的外观设计等优点, 在市场上广获好评, 成欧拉品牌主力车型, 2019 年 1-10 月累计销量达 2.4 万辆, 占欧拉品牌总销量 71%。

图 42: 欧拉品牌销量情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 43: 欧拉 R1 外观



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

表 9: 欧拉 R1 竞品参数对比

	欧拉 R1	北汽 EC200	比亚迪 E1	众泰 E200	奇瑞 eQ1
综合续航 (km)	351	162	305	220	251
电池能量 (Kw.h)	35	20.5	32.2	25	32.3
长*宽*高 (mm)	3495*1660*1560	3675*1630*1518	3465*1618*1500	2735*1600*1630	3200*1670*1550
轴距	2475	2360	230	1810	2150
补贴后售价 (万元)	7.18-7.98	5.58-6.18	5.99-7.99	6.99	5.98-7.58

资料来源: 汽车之家, 天风证券研究所

此外, 公司还发布了全新共享出行平台“欧拉出行”, 定位互联网+新能源出行服务平台, 在河北保定地区试运营。按照公司规划, 2020 年将实现 200 个城市网点布局, 2025 年拓展全球化市场布局。同时, 公司还将氢燃料电车研发列为公司重点项目, 是国内首家进入

国际氢能委员会的车企，有望成为为国内氢燃料电池乘用车领军企业。

4. 投资建议

伴随着行业回暖和行业龙头扩张的趋势，我们预计长城汽车 19-21 年的归母净利润分别为 41.5 亿、56.7 亿和 71.0 亿。对应 PE 分别为 21 倍、15 倍和 12 倍。选取主营业务也同为乘用车的生产研发制造的整车标的比亚迪和广汽集团作为可比公司。2021 年的平均 PE 为 20 倍，给予长城汽车 2021 年 16 倍 PE，对应目标价为 12.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司（截止 2019 年 10 月 11 日，归母净利润为 Wind 一致预期）

证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002594 比亚迪	1,129.14	22.49	29.33	37.70	50.2	38.5	29.9
601238 广汽集团	1,063.58	83.32	101.59	116.13	12.8	10.5	9.2
平均值					31.5	24.5	19.6

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 11：销量营收利润预测分拆

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年报营收 (亿元)	760.3	986.2	1011.7	992.3	988.8	1134.7	1290.9
销量合计 (万辆)	85.3	107.4	107.0	105.3	109.8	120.7	131.1
同比增速	17%	26%	0%	-2%	4%	10%	9%
分类别销量 (万辆)							
长城 SUV	69.9	93.8	85.2	76.6	78.5	86.4	93.3
WEY	0.0	0.0	8.6	13.9	9.8	11.7	14.1
轿车	5.4	3.1	1.2	0.9	6.0	6.2	6.4
皮卡	9.9	10.6	12.0	13.8	15.5	16.4	17.3
单车营收 (万元)	8.9	9.2	9.5	9.4	9.0	9.4	9.9
单车净利润 (万元)	0.95	0.98	0.47	0.50	0.38	0.47	0.54
归母净利润 (亿元)	80.6	105.5	50.3	52.1	41.5	56.7	71.0

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

(1) 乘用车行业销量不及预期

国内汽车行业出现负增长，存量市场竞争加剧

(2) 造车新势力加速进入乘用车行业

大量造车新势力进入乘用车行业，新能源板块竞争或加剧

(3) 新能源补贴退坡加速

新能源汽车毛利率或降低，公司的油耗积分及运营成本或面临压力

(4) WEY 品牌发展不及预期

品牌高端化需要时间，过程时间或超预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	4,831.35	7,682.08	7,655.22	50,560.53	9,994.05
应收票据及应收账款	49,948.55	3,343.22	66,872.70	14,043.24	70,307.64
预付账款	579.54	440.80	1,149.06	464.80	1,264.69
存货	5,574.77	4,445.10	6,466.29	5,911.45	7,745.04
其他	911.24	37,774.44	15,865.94	19,221.34	24,295.30
流动资产合计	61,845.45	53,685.65	98,009.21	90,201.37	113,606.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	27,718.01	28,993.55	32,164.45	33,662.07	34,367.66
在建工程	4,878.84	4,405.62	2,276.39	1,152.79	403.69
无形资产	3,268.61	5,244.48	5,687.17	6,299.28	7,143.80
其他	959.60	1,213.95	1,553.37	1,166.36	1,301.61
非流动资产合计	36,825.05	39,857.60	41,681.38	42,280.51	43,216.76
资产总计	110,547.07	111,800.41	151,161.16	146,349.98	171,355.43
短期借款	13,037.98	12,799.97	38,359.74	15,000.00	27,114.30
应付票据及应付账款	31,841.39	29,401.64	29,570.94	39,316.79	38,288.30
其他	14,001.86	12,416.81	18,187.01	11,992.45	20,269.78
流动负债合计	58,881.22	54,618.42	86,117.69	66,309.24	85,672.38
长期借款	423.75	2,157.81	7,993.70	20,000.00	21,996.21
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,984.13	2,335.60	1,991.07	2,103.60	2,143.42
非流动负债合计	2,407.89	4,493.40	9,984.77	22,103.60	24,139.63
负债合计	61,289.11	59,111.82	96,102.45	88,412.84	109,812.01
少数股东权益	123.43	163.76	195.90	239.80	294.81
股本	9,127.27	9,127.27	9,127.27	9,127.27	9,127.27
资本公积	1,411.23	1,411.23	1,411.23	1,411.23	1,411.23
留存收益	40,004.20	43,659.88	45,735.53	48,570.06	52,121.34
其他	(1,408.17)	(1,673.55)	(1,411.23)	(1,411.23)	(1,411.23)
股东权益合计	49,257.96	52,688.59	55,058.71	57,937.14	61,543.41
负债和股东权益总	110,547.07	111,800.41	151,161.16	146,349.98	171,355.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	5,043.39	5,247.64	4,151.30	5,669.06	7,102.55
折旧摊销	3,205.15	3,887.87	1,885.93	2,090.23	2,273.95
财务费用	97.44	576.98	326.11	577.02	591.09
投资损失	(124.22)	(219.27)	(124.61)	(156.04)	(166.64)
营运资金变动	(4,568.65)	(20,483.19)	(39,018.11)	54,744.96	(56,781.34)
其它	(4,729.77)	30,687.80	32.15	43.90	55.00
经营活动现金流	(1,076.67)	19,697.83	(32,747.24)	62,969.14	(46,925.38)
资本支出	5,940.84	6,239.36	3,714.83	2,963.84	3,035.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(8,996.46)	(16,279.79)	(173.90)	(8,281.70)	(6,657.29)
投资活动现金流	(3,055.62)	(10,040.44)	3,540.92	(5,317.87)	(3,622.16)
债权融资	13,604.27	15,196.78	46,515.67	35,181.26	49,304.68
股权融资	(134.04)	228.50	(63.79)	(577.02)	(591.09)
其他	(7,380.96)	(21,926.11)	(17,272.43)	(49,350.20)	(38,732.53)
筹资活动现金流	6,089.26	(6,500.84)	29,179.46	(14,745.96)	9,981.05
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,956.97	3,156.55	(26.86)	42,905.31	(40,566.48)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	101,169.49	99,229.99	98,883.01	113,473.93	129,093.77
营业成本	81,966.90	81,480.94	81,459.83	93,094.01	105,082.33
营业税金及附加	3,905.69	3,627.38	3,758.44	3,744.64	4,628.62
营业费用	4,406.40	4,575.20	4,746.38	4,992.85	5,551.03
管理费用	1,598.47	1,676.30	1,819.45	2,156.00	2,336.30
研发费用	3,364.57	1,743.38	1,720.56	1,997.14	2,262.11
财务费用	138.60	(493.88)	326.11	577.02	591.09
资产减值损失	317.08	136.53	288.92	313.54	246.33
公允价值变动收益	175.40	(140.35)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	124.22	219.27	124.61	156.04	166.64
其他	(681.99)	173.17	(249.23)	(312.07)	(333.28)
营业利润	5,854.15	6,232.04	4,887.94	6,754.75	8,562.59
营业外收入	390.69	252.88	297.50	313.69	288.02
营业外支出	11.87	7.85	20.69	13.47	14.00
利润总额	6,232.97	6,477.07	5,164.75	7,054.97	8,836.61
所得税	1,189.58	1,229.43	981.30	1,342.01	1,679.06
净利润	5,043.39	5,247.64	4,183.45	5,712.96	7,157.55
少数股东损益	16.09	40.33	32.15	43.90	55.00
归属于母公司净利润	5,027.30	5,207.31	4,151.30	5,669.06	7,102.55
每股收益(元)	0.55	0.57	0.45	0.62	0.78

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	2.59%	-1.92%	-0.35%	14.76%	13.77%
营业利润	-52.31%	6.45%	-21.57%	38.19%	26.76%
归属于母公司净利润	-52.35%	3.58%	-20.28%	36.56%	25.29%
获利能力					
毛利率	18.98%	17.89%	17.62%	17.96%	18.60%
净利率	4.97%	5.25%	4.20%	5.00%	5.50%
ROE	10.23%	9.91%	7.57%	9.83%	11.60%
ROIC	12.49%	10.36%	11.24%	7.64%	30.45%
偿债能力					
资产负债率	55.44%	52.87%	63.58%	60.41%	64.08%
净负债率	17.81%	14.26%	70.58%	-26.54%	63.87%
流动比率	1.18	1.21	1.22	1.50	1.44
速动比率	1.08	1.13	1.14	1.41	1.35
营运能力					
应收账款周转率	2.24	3.72	2.82	2.80	3.06
存货周转率	17.39	19.81	18.12	18.34	18.91
总资产周转率	1.00	0.89	0.75	0.76	0.81
每股指标(元)					
每股收益	0.55	0.57	0.45	0.62	0.78
每股经营现金流	-0.12	2.16	-3.59	6.90	-5.14
每股净资产	5.38	5.75	6.01	6.32	6.71
估值比率					
市盈率	16.94	16.35	20.51	15.02	11.99
市净率	1.73	1.62	1.55	1.48	1.39
EV/EBITDA	8.07	3.11	15.21	5.50	9.25
EV/EBIT	10.85	4.63	20.72	7.07	11.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com