

长城汽车 (601633.SH) 轿车行业

新股研究

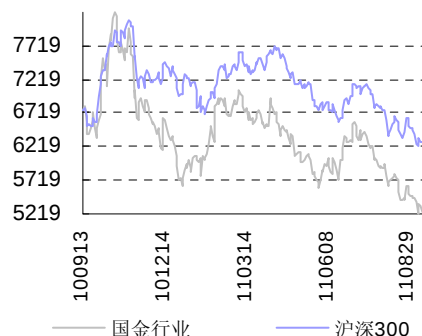
上市定价(人民币): 12.70-15.90 元

专注创造领先, 品质铸就长城

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行 A 股上限(百万股)	304.24
上市流通 H 股(百万股)	1,033.18
总股本(百万股)	2,738.18
国金轿车指数	5251.61
沪深 300 指数	2751.10
上证指数	2497.75



公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.916	2.466	1.057	1.275	1.544
每股净资产(元)	6.93	9.14	4.22	5.37	6.78
每股经营性现金流(元)	1.19	2.91	0.53	1.24	1.60
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	45.08	27.65	26.48	26.48	26.48
净利润增长率(%)	95.16%	169.17%	19.12%	20.59%	21.06%
净资产收益率(%)	13.21%	26.97%	25.05%	23.77%	22.77%
总股本(百万股)	1,095.27	1,095.27	3,042.42	3,042.42	3,042.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **专注细分市场、注重高品质, 市场表现远强于其它自主品牌企业:** 公司专注于皮卡、SUV、轿车三大细分市场, 且一贯注重高品质, 不走低质低价路线, 品牌形象和销量表现均明显强于其它自主品牌企业。今年以来, 尽管行业增速大幅下滑, 自主品牌普遍遭遇困境, 但长城 1-7 月销量仍增长 44.3%, 远超行业平均水平。
- **皮卡绝对龙头, SUV 持续领先:** 公司是皮卡行业绝对龙头, 已连续 13 年位居行业第一。SUV 市场持续高速增长, 尽管竞争日益激烈, 公司市场表现仍持续领先, 未来 3 年内公司将推出全系列 SUV, 领先地位有望延续。
- **轿车业务迅速崛起。** 公司专注于 A 级轿车市场并致力于打造高品质“A 级豪华车”, 腾翼 C30 上市以来销量劲增, 已大获成功。公司已储备多款后续车型并将延续 C30 的成功策略, 轿车销量有望继续快速增长。
- **盈利能力业内领先且稳步提升:** 由于皮卡、SUV 均为高毛利细分市场, 公司在轿车市场也不走低质低价路线, 公司盈利能力行业领先且近几年稳步提高。公司未来将加大零部件自配比例并坚持平台化生产策略, 在公司产能利用率不大幅下滑的前提下, 良好的盈利能力有望保持。

投资建议

- 我们认为公司是质地最优的自主品牌汽车企业, 专注细分市场且注重高品质的经营策略有望使公司业绩持续快速增长, 建议积极申购, 建议合理询价区间为 12.7-15.9 元。

盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.06、1.28、1.54 元。考虑公司较好的成长性, 按公司 2011 年 12-15 倍 PE 测算, 公司合理价格区间为 12.7-15.9 元, 较 H 股溢价 39%-75%。

风险

- 国内汽车行业景气超预期下滑风险, 产能过快扩张导致盈利能力大幅下滑风险、主要出口国家政策与经济环境变化的风险。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwx@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况	5
专注细分市场、注重高品质的自主品牌汽车领先者	5
SUV、轿车、皮卡三大业务并行发展	6
皮卡行业龙头，SUV 持续领先，轿车迅速崛起	6
自主品牌遭遇困境，长城表现仍然抢眼	6
皮卡行业在限制下快速成长，长城风骏龙头地位稳固	8
SUV 市场爆发式增长，长城哈弗持续领先	12
轿车的后起之秀，腾翼系列销量劲增	16
海外市场潜力巨大，长城出口快速增长	18
盈利能力业内领先且稳步提升	19
产能扩张过快或有可能成为公司隐忧	21
募投项目主要为天津新基地配套零部件	22
盈利预测与估值	22
盈利预测	22
估值与投资建议	23
风险提示	23
国内汽车行业景气度超预期下滑的风险	23
产能过快扩张导致的盈利能力下滑风险	23
主要出口国家政策与经济环境变化的风险	23
附录：三张报表预测摘要	25

图表目录

图表 1：长城汽车近年汽车销量及增速（辆）	5
图表 2：公司近年营业收入及增速（百万元）	5
图表 3：公司近年净利润及增速（百万元）	5
图表 4：长城汽车近年汽车销量构成	6
图表 5：公司近年各业务收入占比	6
图表 6：公司近年各业务毛利占比	6
图表 7：主要自主品牌企业今年 1-7 月轿车销量增速	8
图表 8：长城汽车各级城市网点数量及占比	8
图表 9：国内皮卡近年销量及增速（万辆）	9
图表 10：皮卡下游客户需求分析	9
图表 11：皮卡按价格档次销量占比	9
图表 12：2008-2010 年皮卡分油种销量比例	10
图表 13：宽体皮卡近年销量占比	10

图表 14: 2010 年主要皮卡企业市场份额	10
图表 15: 皮卡行业 CR4 近年市场份额及变化	10
图表 16: 国内主要皮卡企业在售车型对比	11
图表 17: 长城皮卡近年销量及增速 (万辆)	11
图表 18: 长城市场占有率领先优势逐渐扩大	11
图表 19: 长城皮卡销量预测 (辆)	12
图表 20: 近年 SUV 行业销量与增速 (辆)	12
图表 21: 近年 SUV 占狭义乘用车比例快速提升	12
图表 22: SUV 行业近年 CR4 比例及变化	13
图表 23: SUV 行业当年品牌数及新增品牌数	13
图表 24: 主流企业 2011 年 SUV 销量及价位	13
图表 25: 近年各排量 SUV 销量占比变化	13
图表 26: 2010 年 SUV 各价位销量占比	13
图表 27: 长城 SUV 近年销量及增速	14
图表 28: 长城 SUV 近年市场份额情况	14
图表 29: 05-11 年长城各品牌 SUV 销量占比	14
图表 30: 哈弗 H 系 SUV 与主要竞争车型性能指标比较	15
图表 31: 长城 2011-2012 年 SUV 新车型规划	15
图表 32: 长城 SUV 销量预测 (辆)	15
图表 33: 长城汽车近年轿车销量及增速 (辆)	16
图表 34: 长城汽车近年轿车市场份额快速提升	16
图表 35: 腾翼 C30 与主要竞争车型性能指标比较	17
图表 36: 长城 2011-2012 年轿车新车型规划	17
图表 37: 长城汽车轿车销量预测 (辆)	18
图表 38: 近年来我国汽车整车出口量及增速 (辆)	18
图表 39: 2010 年部分国家汽车出口产量占比 (万辆)	18
图表 40: 长城汽车近年整车出口及增速 (辆)	19
图表 41: 汽车行业近年前三位出口占比	19
图表 42: 长城近年各车型出口占比	19
图表 43: 长城 2010 年主要出口国销量及占比 (辆)	19
图表 44: 长城汽车与可比企业毛利率比较	20
图表 45: 长城汽车与可比企业净利率比较	20
图表 46: 公司近年整车分车型与综合毛利率	20
图表 47: 公司近年毛利率与净利率	20
图表 48: 长城汽车近年单车毛利 (元)	20
图表 49: 长城汽车近年单车净利润 (元)	20
图表 50: 长城汽车未来产能及增幅预测 (辆)	21
图表 51: 长城汽车总销量及产能利用率预测 (辆)	21
图表 52: 长城汽车 A 股融资募投项目情况 (万元)	22

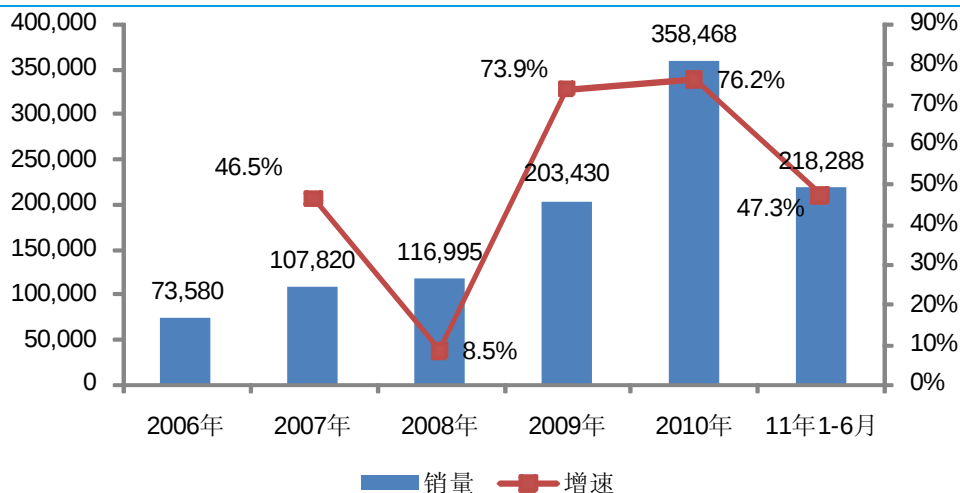
图表 53: 公司募投项目投资额及投资进程 (万元)	22
图表 54: 可比上市公司估值比较 (2011 年 9 月 9 日)	23
图表 55: 长城汽车分业务收入与毛利预测	24

公司概况

专注细分市场、注重高品质的自主品牌汽车领先者

- **专注细分市场，产销规模已位居自主品牌第二：**公司是一家从乡镇企业发展而来的汽车制造企业，1995 年首先进入皮卡市场，2002 年推出首款 SUV，2008 年又开始进入轿车市场。得益于我国汽车行业的快速发展以及公司自身卓越的经营管理能力，公司已成为在皮卡和 SUV 市场具有领导地位，在轿车领域蓬勃发展的自主品牌领先企业。今年上半年，公司整车销量达 23.8 万辆，列国内汽车企业第十位，在自主品牌企业中则仅次于奇瑞。

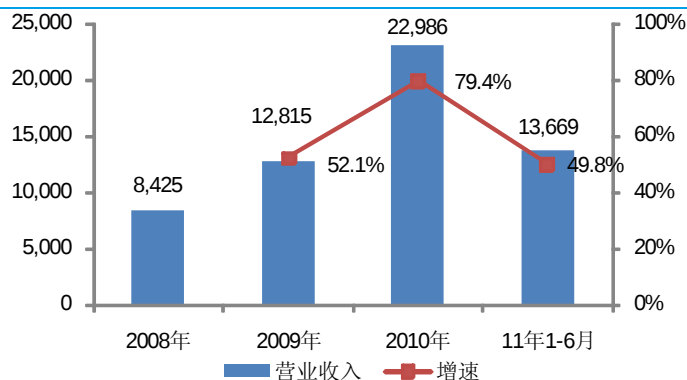
图表1：长城汽车近年汽车销量及增速（辆）



来源：公司公告、国金证券研究所

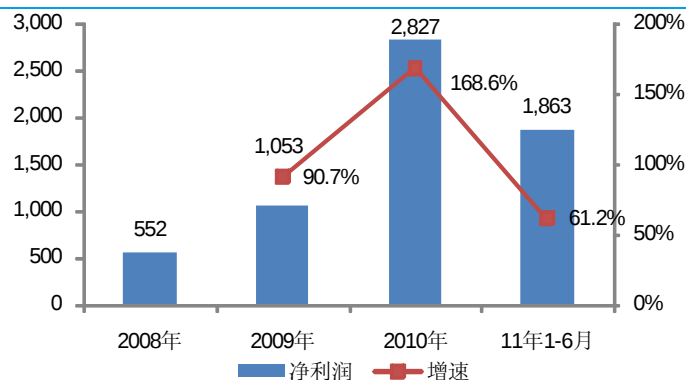
- **注重高品质，业绩保持高速增长：**与其它自主品牌企业不同，长城自成立以来便高度重视产品品质，不热衷“低质低价”的发展路径。公司的经营战略明确定位于三、四线市场，并致力于在细分市场推出高品质产品。公司的风骏皮卡、哈弗 SUV 以及腾翼 C30 轿车，都是细分市场的明星产品，销量领先且具有很高的市场美誉度。2008-2010 年，长城汽车收入、毛利与净利润的年均增速分别达到 65.2%、80.7%与 126.3%。今年以来，尽管汽车行业景气大幅回落，公司仍然保持了业绩的快速增长，上半年公司收入与净利润分别为 136.7 亿元与 18.63 亿元，同比增速分别高达 49.8%与 61.2%。

图表2：公司近年营业收入及增速（百万元）



来源：招股书、国金证券研究所

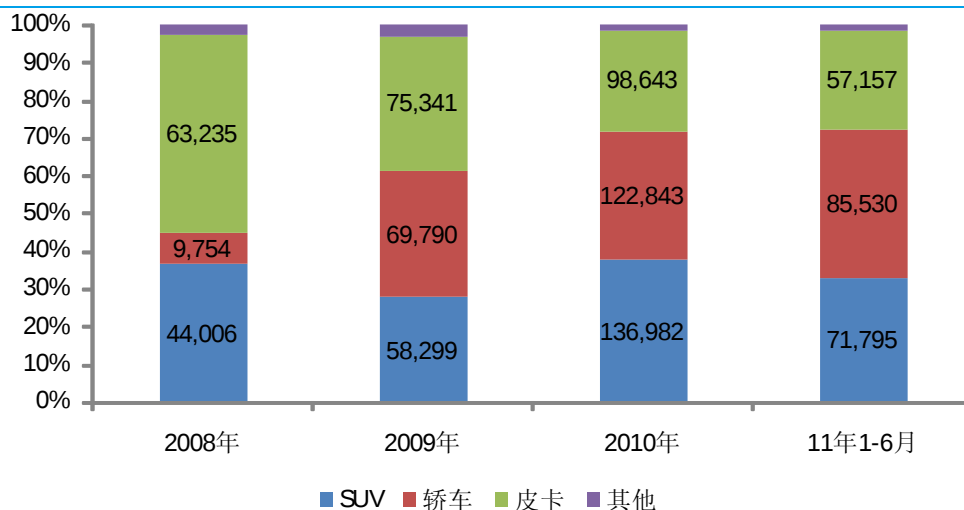
图表3：公司近年净利润及增速（百万元）



SUV、轿车、皮卡三大业务并行发展

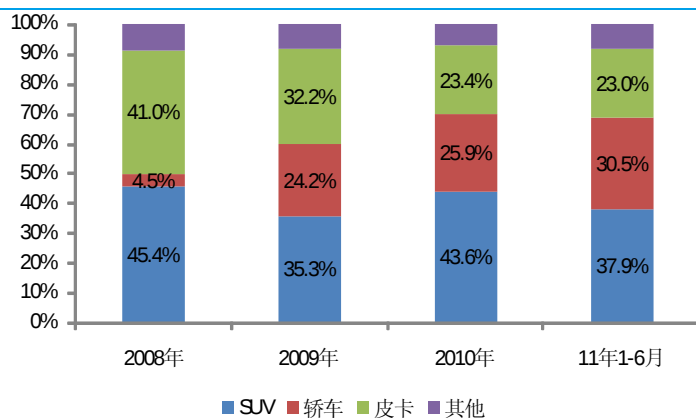
- 公司产品由 SUV、皮卡、轿车三大系列组成。从销量看，2010 年 SUV、皮卡与轿车的占比分别为 38%、34%与 27%，三大板块呈三足鼎立局面；从收入与毛利看，SUV 仍是最重要的贡献者，2010 年两项占比分别为 43.6%与 55.4%，轿车业务收入占比已位居第二，毛利占比则仍居第三。
- 从公司业务的发展趋势来看，由于轿车市场容量远比 SUV 和皮卡市场大，公司轿车业务又正处于高速发展之中。预计轿车业务对公司的业绩贡献将持续提高，甚至有望超越 SUV 成为公司的第一大业务。今年上半年，轿车业务收入占比已达 30.5%，毛利占比则约为 29%，均已超越皮卡业务位于第二位置。

图表4：长城汽车近年汽车销量构成



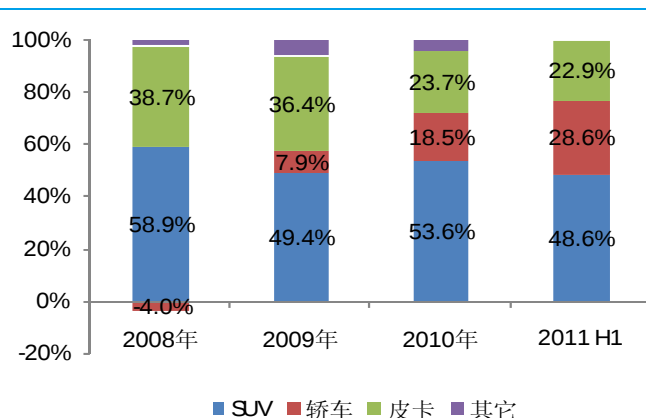
来源：招股书、国金证券研究所

图表5：公司近年各业务收入占比



来源：招股书、国金证券研究所

图表6：公司近年各业务毛利占比



皮卡行业龙头，SUV 持续领先，轿车迅速崛起

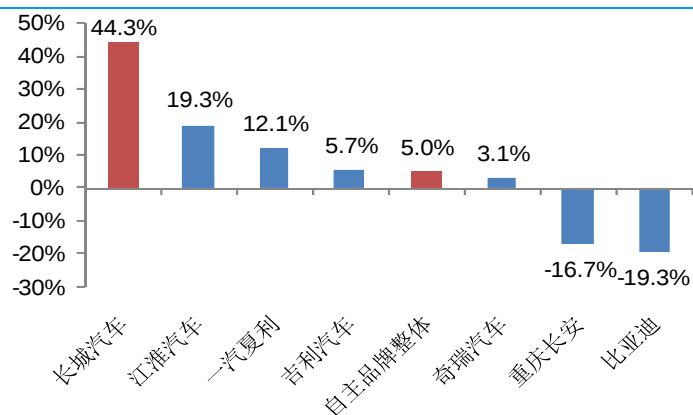
自主品牌遭遇困境，长城表现仍然抢眼

- **自主品牌遭遇困境：**今年以来，由于行业整体景气大幅回落，各企业销量与业绩分化严重。以上海通用、上海大众等为代表的合资企业销量仍实现较快增长；而以比亚迪、吉利等为代表的自主品牌企业销量增速则明显下

滑，甚至出现负增长。1-7 月，乘用车行业销量同比增长 5.89%，而自主品牌乘用车销量下滑 1.03%，市场占有率为 43.37%，较去年同期下滑 3.06%；行业轿车销量同比增长 8.35%，而自主品牌轿车销量仅增长 4.95%，占有率下滑 0.97 个百分点至 30.04%。今年 10 月开始，节能车补贴的油耗标准或将从百公里 6.9 升提高至 6.3 升，企业平均油耗制度也将在未来逐步建立，自主品牌企业或将面临更大的考验。

- **品牌、品质差异是核心原因：**尽管已取得了长足进步，但自主品牌企业与合资企业之间在品牌和产品品质上的差距仍然显而易见。与合资企业外方合作伙伴长达数十年乃至上百年的历史积淀相比，自主企业的品牌知名度和号召力无疑大打折扣，一些自主企业惯用的低质低价竞争策略也已在客观上损害了自主品牌产品整体的品质和品牌形象。此外，近几年来合资企业产品线已逐渐下探，不断推出低价车型冲击中低端市场。在行业整体增速大幅下降的背景下，市场供需关系已远不如 09-10 年间有利于卖方，大潮退去后自主品牌企业遭遇困境也就在所难免了。
- **长城表现仍然抢眼，未来有望持续：**今年以来，长城仍然保持了极好的市场表现，1-7 月销量增速高达 44.3%，不仅远高于其它自主品牌企业，在所有主流乘用车企业里也名列前茅。我们认为，**长城的抢眼表现绝非偶然，是专注于细分市场以及一贯注重高品质保障了公司的逆势快速增长，未来公司也仍有望延续良好表现。**
 - 皮卡与 SUV 市场是长城的传统优势市场，这两个细分市场容量相对较小，市场竞争者也远不如轿车市场激烈，而长城在这两个细分市场都是率先开拓者且已建立绝对领先地位。此外，SUV 与皮卡原本就不受政策扶持，政策退出对其几无影响，由此公司的这两大业务也容易保持原有的快速增长势头。
 - 公司在轿车领域仅专注 A 级车市场，且致力于用高品质打造“A 级豪华车”。公司的这一策略避免了产品线过长，可以集中精力打造明星车型，提升公司品牌形象，防止落入低质低价的恶性循环，腾翼 C30 的大获成功就足以证明。公司将延续这一策略，在轿车领域的继续快速增长也可期待。
 - 公司对品质的高度重视体现在诸多层面。在动力总成等核心零部件上，长城自身已具有很强的研发实力，多款发动机获得过“中国心”年度十佳发动机称号并通过欧盟认证。在其它零部件上，公司采用先机的零部件采购平台，大量采用与合资企业同档次的零部件，提升整车品质与性能。
 - 长城产品的高品质可在公司产品定价和售后服务上得到体现。长城的产品定价策略为高于同档次自主品牌车型，但略低于合资车型。公司产品的质保期限也比一般企业的长的多，例如风骏皮卡提供 3 年/6 万公里的质保，哈弗 H 系 SUV 可提供 10 万公里质保，公司腾翼 C30 提供 4 年/15 万公里质保，均远超竞争对手同档次车型，这也足以反映公司良好的产品品质。
 - 此外，公司专注于三四线城市的网络布局也有利于公司取得超越同行的市场表现，长城 87.2% 的销售网点集中在三级及以下城市。在一二线城市汽车消费增长趋于平缓的背景下，公司早已布局完成的渠道下沉将帮助公司充分受益三线及以下城市汽车消费需求的快速增长。

图表7：主要自主品牌企业今年1-7月轿车销量增速



来源：招股书、国金证券研究所

图表8：长城汽车各级城市网点数量及占比

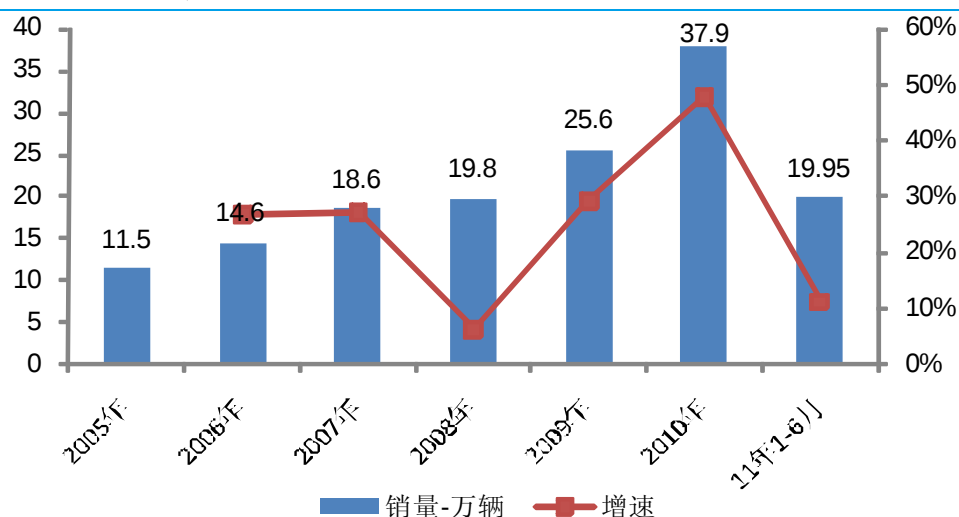
城市分级	经销商	经销网点	4S店	单体店	各级城市网点占比
一级城市	13	31	18	13	4.3%
二级城市	36	62	43	19	8.6%
三级城市	74	122	81	41	16.9%
四级城市	114	172	121	51	23.8%
五级城市	259	337	205	132	46.5%
合计	496	724	468	256	100.0%

来源：中汽协、国金证券研究所

皮卡行业在限制下快速成长，长城风骏龙头地位稳固

- 国内皮卡市场规模较小，虽有限制但仍快速增长。皮卡是英文 Pick-up 的音译，又称轿卡，是一种采用轿车车头和驾驶室，同时带有敞开式货车车厢的车型，客货两用是其最大特点。目前国内皮卡大都为双排前座，即可乘坐 5 人，核定载重一般为 0.5 吨。国内皮卡行业规模较小，仅占汽车行业销量的 2%，但近年增长迅速。2005-2010 年，中国皮卡企业销量累计增长 226%，年复合增速达 26.9%，略高于汽车行业 25.7% 的复合增速。
- 与美国皮卡占汽车行业约 15% 的销量占比，国内皮卡仅为 2% 的销量占比显得格外凄惨。除生活习惯等因素造成的差异外，政策是限制国内皮卡发展的重要原因。国内将皮卡归为货车，买皮卡需要办理营运证，每年需多交 2,000 多元营运费。此外，国内大部分省会城市以及其它一些经济较发达城市对皮卡有禁限行政策，由此也限制了皮卡在主流城市的使用。目前国内皮卡多在零散的汽车市场销售，很少有独立的 4S 店。

图表9：国内皮卡近年销量及增速（万辆）



来源：皮卡车网、国金证券研究所

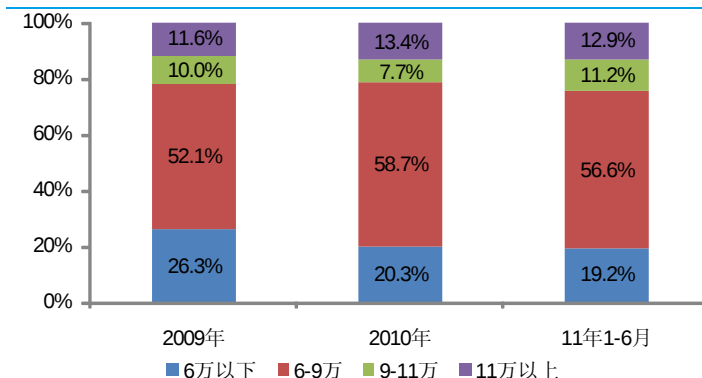
- 中小企业与私营业主，公安、电信、电力等政府机关，以及石油等特殊行业是皮卡的主要消费群体。分地域看，国内广东、内蒙、山东等地的二、三线城市是皮卡消费主力，出口主要往中东、非洲等新兴市场。价格方面，国内皮卡主流价位约 6-9 万元/辆，低端皮卡的份额则在逐步缩小。油耗方面，因在动力性能、成本等方面的优势，柴油皮卡近年发展迅速。从产品特征看，长城汽车积极推动的宽体皮卡近年发展迅速，占比逐年上升。

图表10：皮卡下游客户需求分析

主要用户	所属行业	需求类型	地域分布
中小企业、私营业主	家电、家具、建材、五金、小商业（超市）、批零	中低端皮卡	广东、内蒙古、山东、浙江、福建、河北、云南、四川等地区的二、三线城市
政府机关	公安、司法、邮政、电信、电力、税务、工商、海关	高端皮卡	
特殊行业	石油、油田、地质、警务	中高端皮卡	
海外市场	n/a	n/a	中东、非洲、南美新兴市场

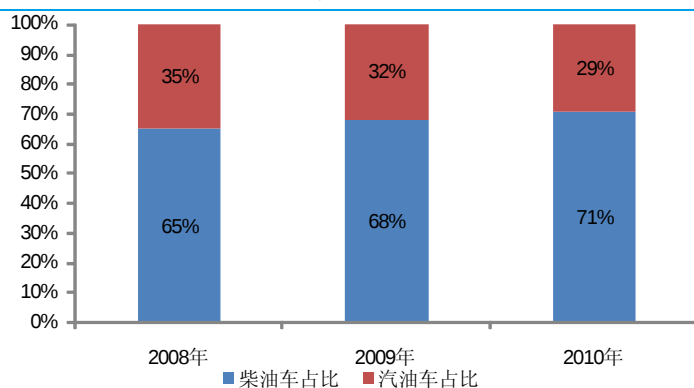
来源：皮卡车网、国金证券研究所

图表11：皮卡按价格档次销量占比



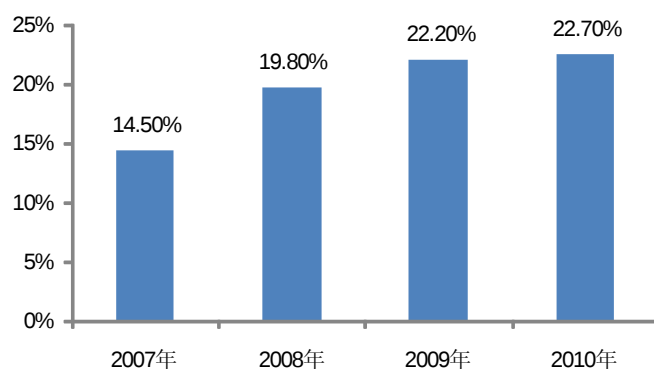
来源：皮卡车网、国金证券研究所

图表12：2008-2010 年皮卡分油种销量比例



来源：招股书、国金证券研究所

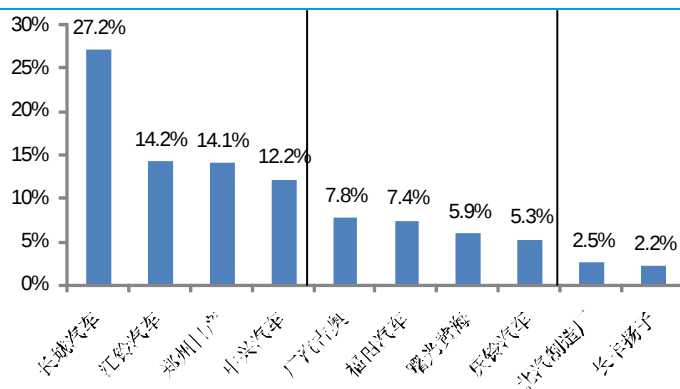
图表13：宽体皮卡近年销量占比



注：宽度在 2,800 mm 及以上成为宽体皮卡

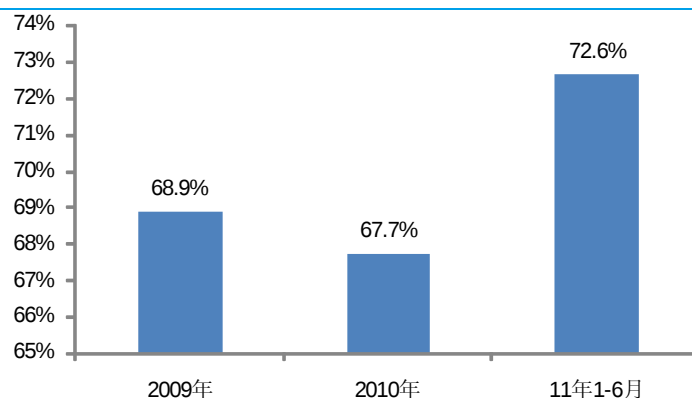
- **行业集中度较高，企业呈三梯队分布：**国内皮卡企业相对较少，市场集中度较高，目前行业 CR4 份额约 70%。根据市场份额，国内皮卡可分为三个梯队，第一梯队包括长城、江铃、郑州日产与中兴四家，单家份额均在 12% 以上，整体份额约 70%；第二梯队包括广汽吉奥、福田、黄海与庆铃四家，每家份额约 5%-8%，整体份额约 25%；第三梯队包括长丰、北汽制造厂等其他企业，市场份额均在 3% 以下，整体份额约 5%。主流厂商中，除江铃汽车、郑州日产、庆铃汽车为合资企业外，其余均为自主品牌，销量占比约 2/3。

图表14：2010 年主要皮卡企业市场份额



来源：皮卡车网、国金证券研究所

图表15：皮卡行业 CR4 近年市场份额及变化



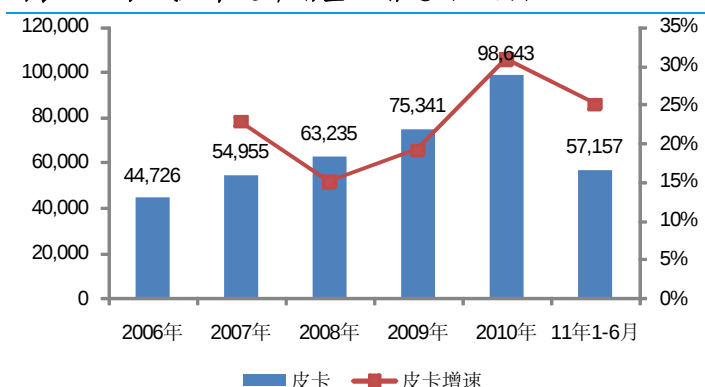
图表16：国内主要皮卡企业在售车型对比

车企	长城汽车	长城汽车	江铃汽车	郑州日产	郑州日产	中兴
车型	风骏3	风骏5	宝典	锐骐	D22	威虎
官方指导价(万元)	6.5-12万	6.7-12.5万	8-12万	8.38 -12.48万	13.38 -18.88万	6.89-11.78万
排量(L)	2.2L/2.4L/2.8L	2.4L/2.8L	2.2L/2.4L/2.8L	2.4L/2.5L/3.0L/3.2L	2.4L/2.5L	2.2L-3.0L
轴距(mm)	3050/3350	3050/3350	3025	2950	2950	2900
长-宽-高(mm)	5040×1720×1675	5040/5360×1720×1675	5005×1690×1645 5185×1720×1710	4980×1690×1650 4980×1820×1715	4980×1690×1650 4980×1820×1715	5310×1750×1710 5080×1750×1735
离地间隙(mm)	178/194	178/194	185/220	210/215	210/215	191/200
最大功率(kw)	70 /77 /100	100	68/84	96/102	98/110	75-100
最大扭矩(N.M)	190 /200 /250	200	163/200	217/280	208/294	193-340
变速箱	5档手动/自动	5档手动	5档手动	5档手动	5档手动	5档手动
驱动形式	后驱/四驱	后驱/四驱	后驱/四驱	前驱/后驱/四驱	前驱/四驱	后驱/四驱
官方油耗(L/100Km)	8.5-13.1	6.3-12.2	6.9-11.9	10	n/a	n/a
油种	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油/柴油
最新款	2007款	2009款	2009款	2010款	2009款	2010款
特色配置		涡轮增压	涡轮增压			

来源：国金证券研究所

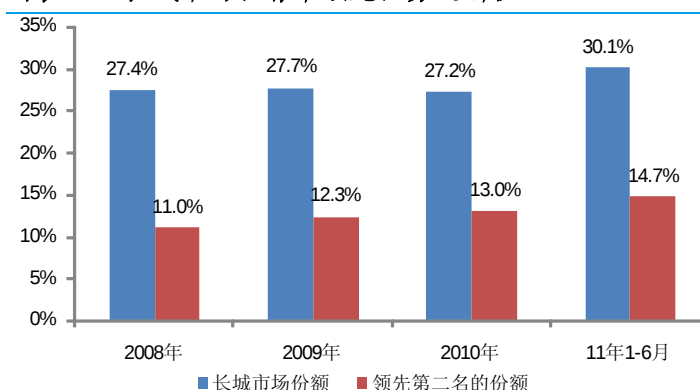
- **长城皮卡优势明显，龙头地位稳固：**长城皮卡统一用“风骏”命名，现有风骏3与风骏5两大系列。2010年，长城皮卡销量约10万辆，已连续13年位居国内第一。公司最新的市场份额达30.1%，较第二名高出14.7%，龙头地位非常稳固。公司在皮卡领域的优势主要如下：

图表17：长城皮卡近年销量及增速（万辆）



来源：招股书、国金证券研究所

图表18：长城市场占有率领先优势逐渐扩大



来源：皮卡车网、国金证券研究所

- **产品优势明显：**外观方面，宽、高、大是风骏非常明显的特点；作为宽体皮卡的推动者，风骏在乘坐舒适度与载货空间上有明显优势。安全性方面，风骏具有高强度框架式结构的加固底盘，并安装了博世ABS系统与双安全气囊。操纵性方面，风骏的电控四驱与电子油门令其驾驶感良好。此外，风骏5系还增加了方向盘音响控制系统、发动机防盗系统等高端配置。
- **省油与耐用性能突出：**油耗方面，风骏百公里油耗的最好记录是2.56升。与同类产品比，风骏百公里耗油可少1-1.5升。耐用也是风骏的一大特征，公司今年曾举办了“耐力长征行”，期间风骏皮卡穿越25个省区，经受了沙场、雷暴等各种恶劣天气以及复杂路况，顺利行驶25000里，出色表现令客户由衷信服。
- **品牌与服务优势难以比拟：**长城皮卡蝉联国内13年的皮卡销量冠军，品牌与渠道优势无人能及。2010年，长城在宁夏建立国内皮卡专属4S店，让风骏赚足关注度。同年，风骏还推出国内首个专属皮卡用户的定制服务-“服务快递”，在全国各市、县定点展示，为县镇皮

卡免费上门检测，并在家门口优惠维修。此外，风骏皮卡提供 3 年/6 万公里的超长保修，亦是国内独有。

- **预测长城皮卡未来仍可保持较快增长：**尽管部分城市对皮卡的禁限政策很难取消，但皮卡由于其自身的优点仍在诸多未被禁限的城市与农村大受欢迎。与此同时，中东、非洲等新兴市场对皮卡的旺盛需求也有增无减。我们认为，皮卡行业在未来仍有望较快增长，而作为行业绝对龙头的长城汽车，其销量将继续保持快速增长。我们预测长城汽车 2011-2013 年皮卡销量有望达 12.0、14.4、17.3 万辆，分别增长 22%、20%、20%。

图表19：长城皮卡销量预测（辆）

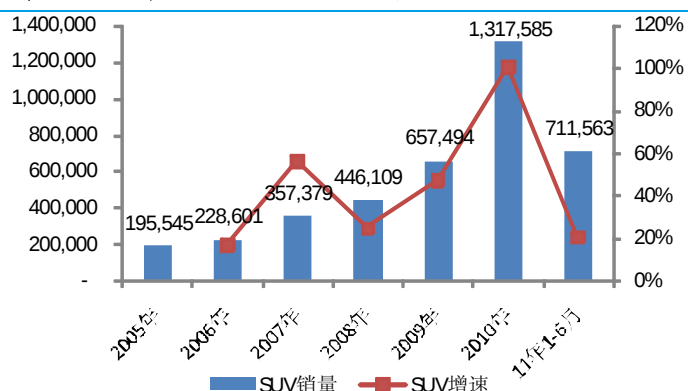
	2008年	2009年	2010年	11年1-6月	2011年	2012年	2013年
皮卡销量	63,235	75,341	98,643	57,157	120,344	144,413	173,296
增速		19.1%	30.9%	25.1%	22.0%	20.0%	20.0%

来源：招股书、国金证券研究所

SUV 市场爆发式增长，长城哈弗持续领先

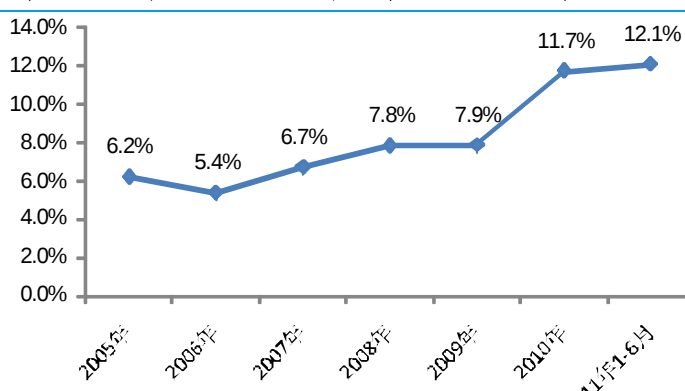
- **SUV 近年爆发式增长：**SUV 因造型大、空间足、功能多、乘坐舒适等特点深受消费者喜爱。2005-2010 年，国产 SUV 销量增长 5.7 倍，年复合增速达 46.5%，远超狭义乘用车行业 28.2% 的增速，SUV 在狭义乘用车市场的份额也从 2005 年的 6.2% 一路提高到了 11 年上半年的 12.1%，未来也仍呈持续提升之势。

图表20：近年 SUV 行业销量与增速（辆）



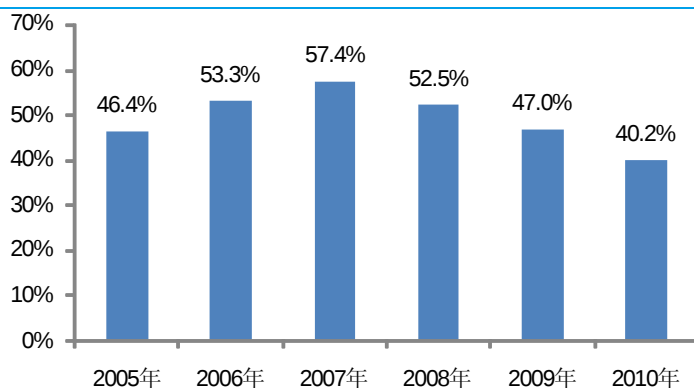
来源：中汽协、国金证券研究所

图表21：近年 SUV 占狭义乘用车比例快速提升



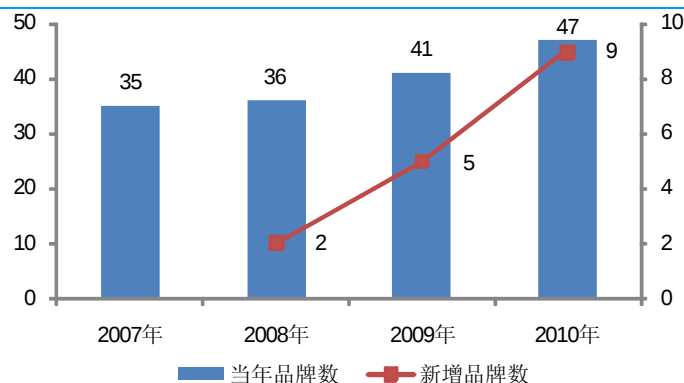
- **行业竞争日益激烈，小型化是发展趋势：**较快的增速与较好的盈利能力，使众多厂商纷纷进入 SUV 领域。2010 年 SUV 新增 9 个品牌，当年底行业品牌数达 47 个。竞争加剧使得行业集中度逐渐下滑，2010 年行业 CR4 指标已从 2007 年的 57.4% 下滑至 40.2%。从排量看，小排量 SUV 越来越受到欢迎，1.6-2.0L 已替代 2.0-2.5L 成为行业主导排量，其销量占比也从 33.4% 提升至 45.9%，1.0-1.6L 排量销量占比则从 4.2% 提升至 14.5%。从价格看，2010 年 15-20 万的销量占比达 31%，为最大的细分市场；20-25 万档次紧随其后，占比达 24%，二者合计占比达 45%。

图表22: SUV 行业近年 CR4 比例及变化



来源: 中汽协、国金证券研究所

图表23: SUV 行业当年品牌数及新增品牌数



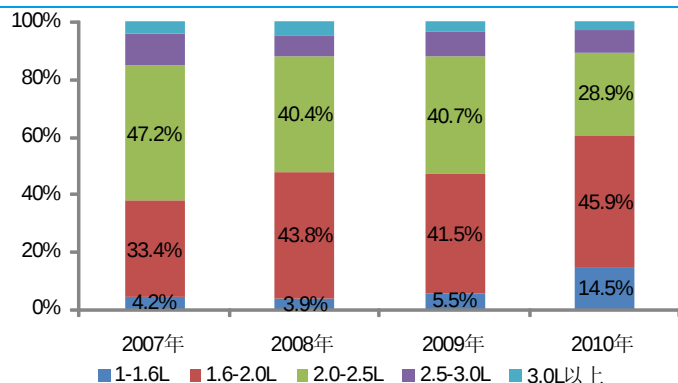
注: 统计中剔除了当年销量<500 的品牌

图表24: 主流企业 2011 年 SUV 销量及价位

公司	11年1-7月销量	销量增速	主打SUV车型	主流车型价位
北京现代	90,648	69.31%	途胜、IX35	16.38-24.28万
长城汽车	86,649	7.51%	哈弗H3、H5	9.28-16.88万
东风日产	76,163	40.81%	逍客、奇骏	13.98-26.98万
上海大众	74,921	132.46%	途观	19.98-30.98万
东风本田	71,890	-6.18%	CR-V	18.98-26.28万
奇瑞汽车	66,874	61.02%	瑞虎	8.68-12.38万
东风悦达	63,497	50.35%	狮跑、智跑	15.98-24.98万
一汽丰田	61,589	-3.92%	RAV4、普拉多	18.78-25.98万

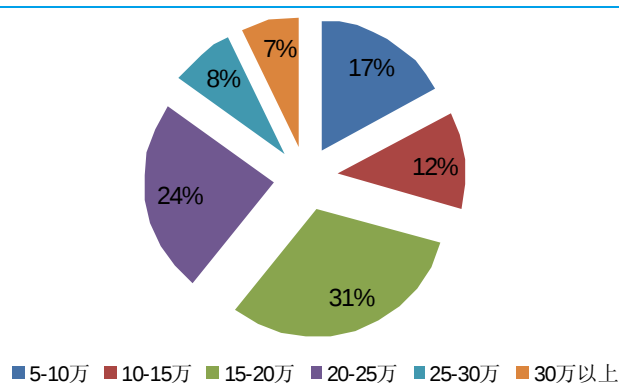
来源: 中汽协、汽车之家、国金证券研究所

图表25: 近年各排量SUV 销量占比变化



来源: 中汽协、国金证券研究所

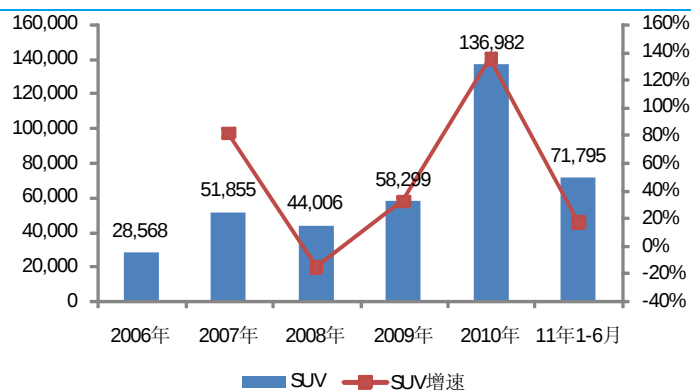
图表26: 2010 年 SUV 各价位销量占比



来源: 招股书、国金证券研究所

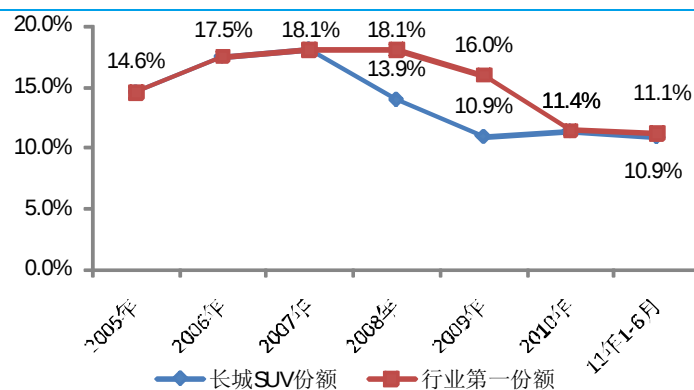
- **长城 SUV 已多年位居行业第一:** 长城首款 SUV 赛弗在 2003 年下线, 2005 年哈弗 SUV 问世。2009 年, 长城对 SUV 重新规划, 将所有 SUV 归于“哈弗”品牌旗下, 中型 SUV 以哈弗 H 系命名, 小型 SUV 以哈弗 M 系命名。目前, 哈弗 H 系共有 H3 与 H5、H6 三款, M 系有 M1 与 M2 两款。H 系为长城 SUV 主力, 销量占比约 85%。2005-2010 年, 长城 SUV 销量年复合增速约 37%, 市场份额多年位居行业第一; 2011 年上半年, 长城 SUV 销量为 7.74 万辆, 增速达 8.59%, 表现仍较为突出。

图表27：长城 SUV 近年销量及增速

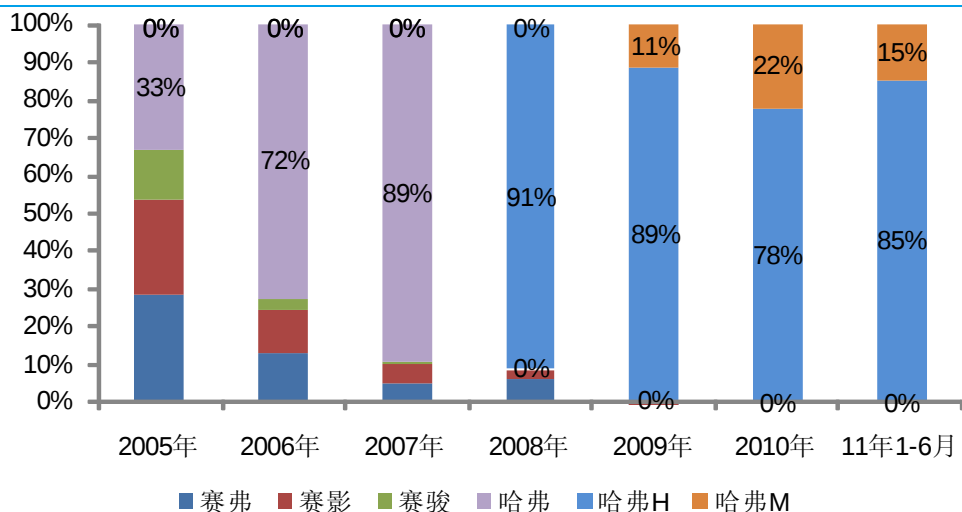


来源：公司公告、国金证券研究所

图表28：长城 SUV 近年市场份额情况



图表29：05-11 年长城各品牌 SUV 销量占比



来源：中汽协、国金证券研究所

- **哈弗 H 系较竞争对手有明显优势：**从外形看，长城哈弗 H 系高大威猛，除比亚迪 S6 外，哈弗 H 系在尺寸与轴距上均远胜竞争对手。动力方面，哈弗 H5 与 H6 均有涡轮增压车型，在同档 SUV 中尚属少见，动力性能与油耗方面领先对手。配置方面，哈弗具有 ABS+EBD、双气囊等基本安全配备，其余各项配置也不必竞争对手落后。售后方面，哈弗 H 系可达 10 万公里的保修期明显强于竞争对手。价格方面，哈弗 H 系较 S6、瑞虎等自主品牌略高，较智跑、逍客、途胜等合资品牌略低，差异化定价策略非常明显。哈弗 H 在 10 万 SUV 这一细分市场已饱受赞誉，市场地位稳固。

图表30: 哈弗H系SUV与主要竞争车型性能指标比较

车企品牌	长城哈弗H3	哈弗哈弗H5	哈弗哈弗H6	比亚迪S6	奇瑞瑞虎	悦达起亚狮跑	悦达起亚智跑	东风日产逍客	北京现代途胜
售价(万元-2.0L)	9-13万	9-17万	9.5-14.2万	8.5-13万	8.5-13万	14-24万	15-25万	13-25万	14-24万
排量	2.0L/2.4L/2.5L	2.0L/2.0T/2.4L	2.0L/2.0T	2.0L/2.4L	1.6L/1.8L/2.0L	2.0L/2.7L	2.0L/2.4L	1.6L/2.0L	2.0L/2.7L
轴距(mm)	2700	2700	2680	2720	2510	2630	2640	2630	2630
长-宽-高(mm)	4650×1800×1810	4649×1810×1745	4640×1825×1690	4810×1855×1680	4390×1765×1705	4350×1840×1730	4440×1855×1635	4315×1783×1606	4325×1830×1730
离地间隙	200	200	190	190	190	185	146	205	195
最大功率(kw)	90/100	136/150	98/110	103	93	105	120	106	104
最大扭矩	170/300	200/310	186/310	186	160	184	194	198	184
变速箱	5档手动	5档手自一体	5/6档手动	5档手动/自动	5档手动	5档手动/4档手自一体	5档手动/6档手自一体	5档手动/6档CVT	5档手动/4档手自一体
驱动形式	后驱/四驱	后驱/四驱	前驱	前驱	前驱	前驱/四驱	前驱/四驱	前驱/四驱	前驱/四驱
油耗-工信部(L/100Km)	10.7	n/a	7.4/8.7	n/a	7.3	8.7/9.7	8.3/8.4/9.3	7.6/8.4/8.7	9.6/11.1
油种	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油/柴油	汽油	汽油	汽油	汽油	汽油	汽油
保修期	3年或10/20/30万公里	2年/6万公里, 3年/10万公里	5年/10万公里	2年/6万公里	2年/6万公里	3年/5万公里	3年/5万公里	2年/6万公里	2年/6万公里

来源: 汽车之家、国金证券研究所

- **新车型有望带动长城 SUV 销量持续增长:** 据公司规划, 今明两年将陆续推出 H6 与 M4 两款全新车型, 以及 M2 的升级车型。H6 已在 8 月上市, 现有 2.0L 汽油与 2.0T 柴油两款, 定位智能型城市 SUV, 以高性能、高科技为卖点, 价格为 9-14 万, 同时推出 5 年/10 万公里的保修服务。依靠哈弗品牌的口碑与品质, 以及陆续推出的新车型, 我们认为长城 SUV 销量有望持续增长。我们预计, 公司 2011-2013 年 SUV 销量有望达 16.9、21.9、26.6 万辆。

图表31: 长城2011-2012年SUV新车型规划

级别	车型	搭载动力	类型	目前进展
中型SUV	哈弗H6	1.5L、2.0L、2.4L汽油机、2.0L柴油机	中型SUV	11年8月已上市
	哈弗H6改款	1.5L、2.0L、2.4L汽油机、2.0L柴油机	中型SUV	预计2012年上市
小型SUV	哈弗M2 2012款	1.5L汽油机	小型SUV	预计2012年上市
	哈弗M2升级	1.5L汽油机	小型SUV	n/a
	哈弗M4	1.5L汽油机	小型SUV	预计2012年上市

来源: 招股书、国金证券研究所

图表32: 长城SUV销量预测(辆)

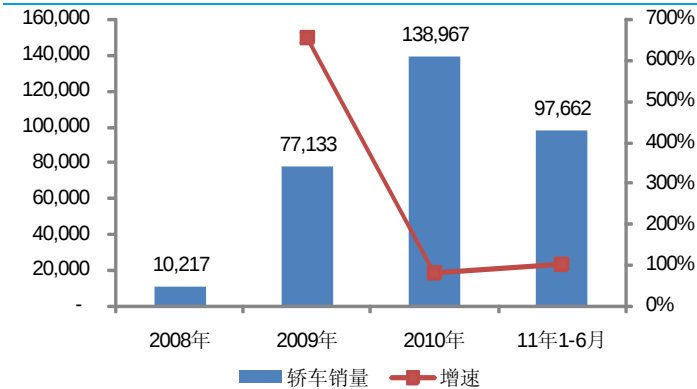
	2008年	2009年	2010年	11年1-6月	2011年	2012年	2013年
哈弗H	56,669	63,479	116,790	65,942	149,491	186,864	224,237
增速		12.0%	84.0%	26.1%	28.0%	25.0%	20.0%
哈弗M	0	8,058	33,314	11,434	19,988	31,981	41,576
增速		n/a	313.4%	-47.41%	-40.00%	60.00%	30.00%
其他	5,543	108	-	-	-	-	-
增速		-98.1%	-100.0%	n/a	n/a	n/a	n/a
中汽协销量	62,212	71,645	150,104	77,376	169,480	218,845	265,813
增速		15.2%	109.5%	4.1%	12.9%	29.1%	21.5%

来源: 中汽协、公司公告、国金证券研究所

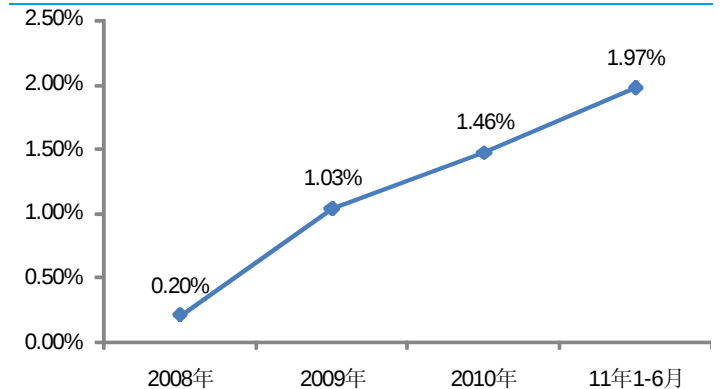
轿车市场的后起之秀，腾翼系列销量劲增

- **长城轿车迅速崛起：**长城在 2008 年推出首款轿车-精灵，之后陆续推出炫丽、酷熊、凌傲三款轿车，但均为两厢车。2010 年 4 月，公司首款三厢轿车腾翼 C30 上市，不足半月销量便破万辆大关，标志着长城开始立足轿车市场。2008-2010 年，公司轿车销量增长 12.5 倍，从 1.02 万辆增加至 13.90 万辆。2011 年 1-6 月，长城轿车销量增长 101.3%，远超轿车行业 8.02% 的增速，更是远远好于其他自主品牌。依靠腾翼 C30 的优秀表现，公司在轿车市场的份额从 2008 年的 0.2% 快速提升至 1.97%。

图表33：长城汽车近年轿车销量及增速（辆）



图表34：长城汽车近年轿车市场份额快速提升



来源：公司公告、国金证券研究所

- **品质是腾翼 C30 成功的根本因素：**腾翼 C30 是公司首款三厢轿车，上市半年内销量已过万辆，11 年上半年已占公司轿车销量的 79%。从外形看，腾翼 C30 简洁美观，其长、宽、高为同类车型中等水平，但 2610mm 的轴距远胜竞争对手，使其拥有更加舒适的乘坐空间。动力方面，C30 配备了长城自主研发的 1.5L 发动机，功率与扭矩均居同类车前列。配置方面，C30 具有 ABS+EBD、双气囊等基本安全配备，并配备四轮盘刹、前排座椅加热、大灯高度可调等多项同级车少有的舒适性或安全性装备，在配置方面具有相当的竞争力。售后方面，C30 4 年/15 万公里的保修期远超竞争车型的 2 年/6 万公里，这也是其能在短期内脱颖而出的重要砝码。价格方面，C30 2012 款在 6.45-8.35 万间，较 F3、新赛欧等略高，但比 K2、捷达等略低。由此可见，C30 兼具极具竞争力的品质和价格，在紧凑型家轿市场的崛起自然在情理之中。

图表35：腾翼C30与主要竞争车型性能指标比较

车企	长城汽车	比亚迪	悦达起亚	上海通用	一汽大众	上海汽车	华晨	北京现代	长安铃木	东风标致
品牌	腾翼C30	F3	K2	赛欧	捷达	MG 3	骏捷FRV	雅绅特	雨燕	207
车级	紧凑型	紧凑型	小型车	小型车	紧凑型	小型车	紧凑型	小型车	小型车	小型车
售价(万元-2.0L)	5.5-8.5万	5-7.5万	7-10万	5.5-8万	7.5-10万	7-10.5万	5.5-9万	7-11万	5.5-9.5万	7-11万
排量(L)	1.5L	1.5L	1.4L/1.6L	1.2L/1.4L	1.6L	1.3L/1.5L	1.3L/1.5L	1.4L	1.3L/1.5L	1.4L/1.6L
轴距(mm)	2610	2600	2570	2465	2471	2520	2580	2500	2390	2450
长-宽-高(mm)	4452×1705×1480	4533×1705×1490	4370×1700×1460	4249×1690×1500	4415×1674×1415	3999×1728×1520	4210×1755×1460	4310×1695×1480	3695×1690×1510	4260×1680×1468
最大功率	77	79	78.7/90.4	64/76	70	68/80	65/75	70	63/76	56/78
最大扭矩(N.M)	138	144	135/155	115/131	140	118/135	120/135	125	110/138	120/142
变速箱	5档手动/CVT	5档手动	5档手动/4档自动	5档手动/自一体	5档手动	5档手动/EMT/AMT	5档手动/4档自动	5档手动/4档自动	5档手动/4档自动	5档手动
驱动形式	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱	前置前驱
油耗-工信部(L/100Km)	6.9	6.5	6.1/6.5	5.7/5.9	6.1	6.3/6.5/6.7	6.9	7.1	5.0/5.3	6.5/6.8
最新款时间	2012款	2011款	2011款	2011款	2011款	2011款	2010款	2011款	2011款	2011款

来源：汽车之家、国金证券研究所

- **新车型储备充足，长城轿车后劲十足：**公司在轿车市场已经取得初步成功，公司将延续“A级豪华车”的竞争策略，并已经储备了丰富的后续车型。2011-2012年，公司将推出腾翼C50、C20R、C30i、C50i共4款新车，其中腾翼C50即将在今年9月上市。我们认为，依托长城轿车已初步建立的高品质形象以及C30取得的成功经验、加上公司完善的销售网络，公司轿车销量有望保持持续快速增长。我们预测长城2011-2013年轿车销量有望达20.2、26.7、31.7万辆。

图表36：长城2011-2012年轿车新车型规划

车型	搭载动力	类型	车型特点	目前进展
腾翼C20R	1.5L汽油机	A级两厢轿车	时尚、运动的小型家轿	预计2011年上市
腾翼C30i	1.5L汽油机	A级三厢轿车	大空间、高安全紧凑型家轿	预计2012年上市
腾翼C50	1.5L汽油机	A级三厢轿车	9万元以内首款带T家轿	预计2011年上市
腾翼C50i	1.5L汽油机	A级三厢轿车	造型时尚、劲感的家轿	预计2012年上市

来源：公司资料、国金证券研究所

图表37：长城汽车轿车销量预测（辆）

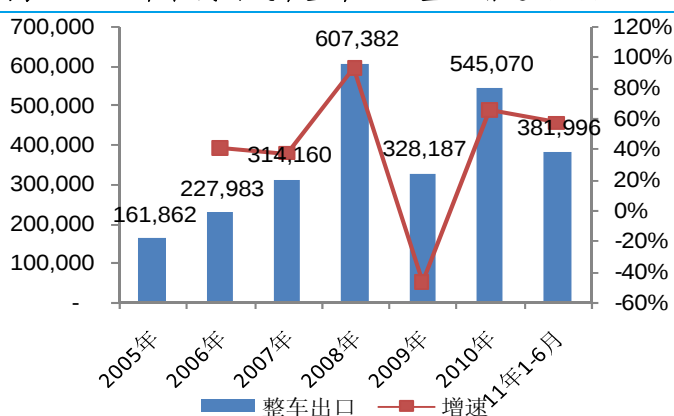
	2008年	2009年	2010年	11年1-6月	2011年	2012年	2013年
腾翼C30		-	71,689	76,861	150,547	173,129	190,442
增速	n/a	n/a	n/a	337.4%	110.0%	15.0%	10.0%
腾翼C50	-	-	-	-	10,000	70,000	112,000
增速	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	600.0%	60.0%
炫丽	2,226	57,225	54,029	20,446	40,522	24,313	14,588
增速	n/a	2470.8%	-5.6%	-39.5%	-25.0%	-40.0%	-40.0%
精灵	7,478	9,870	303	-	-	-	-
增速	n/a	n/a	-96.9%	-100.00%	-40.00%	5.00%	10.00%
酷熊	513	10,038	2,918	54	117	-	-
增速	n/a	1856.7%	-70.9%	-97.7%	-96.0%	n/a	n/a
凌傲	-	-	10,028	301	602	-	-
增速	n/a	n/a	n/a	-96.6%	-94.0%	n/a	n/a
中汽协销量	10,217	77,133	138,967	97,662	201,787	267,442	317,030
增速		654.9%	80.2%	4.1%	45.2%	32.5%	18.5%

来源：中汽协、公司公告、国金证券研究所

海外市场潜力巨大，长城出口快速增长

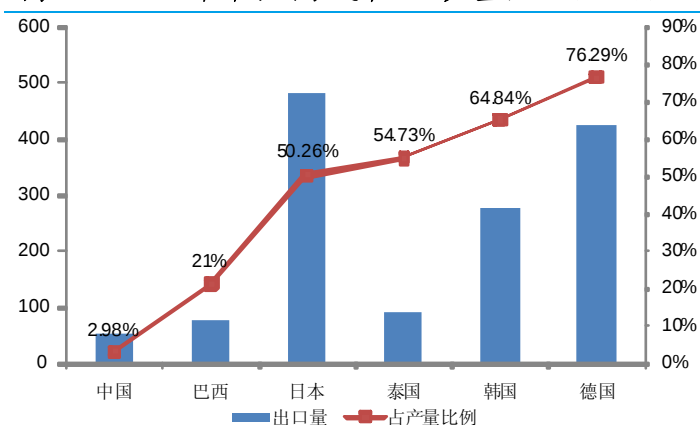
- **中国汽车出口潜力巨大，优质自主品牌担当主角：**随着我国汽车工业的发展壮大，我国汽车出口已进入快速发展期。2005-2010年，我国汽车出口从16.1万辆增长至54.5万辆，年复合增速为27.5%。尽管如此，我国汽车出口比例仍非常低，2010年出口量不足产量的3%，不仅比美、日、德等汽车强国有巨大差距，离巴西、泰国等新兴国家也仍差距明显，由此也可看出我国汽车出口方兴未艾，潜力非常巨大。众所周知，合资企业受制于外方合作伙伴的全球战略布局，不可能大力拓展海外市场，自主品牌企业则是出口的主角，尤其是奇瑞、长城等实力较强且较早走出国内，海外市场经验丰富的优质自主品牌企业。

图表38：近年来我国汽车整车出口量及增速（辆）



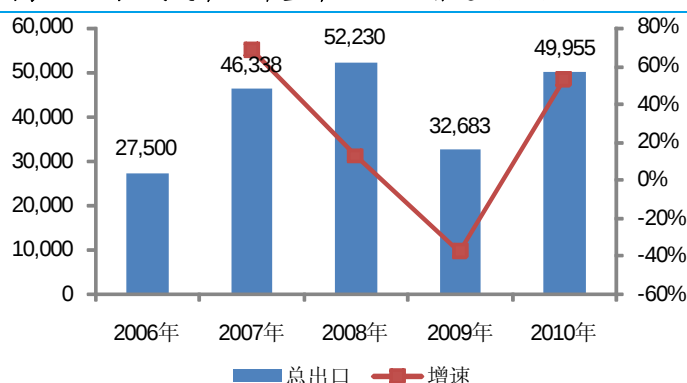
来源：中汽协、国金证券研究所

图表39：2010年部分国家汽车出口产量占比（万辆）



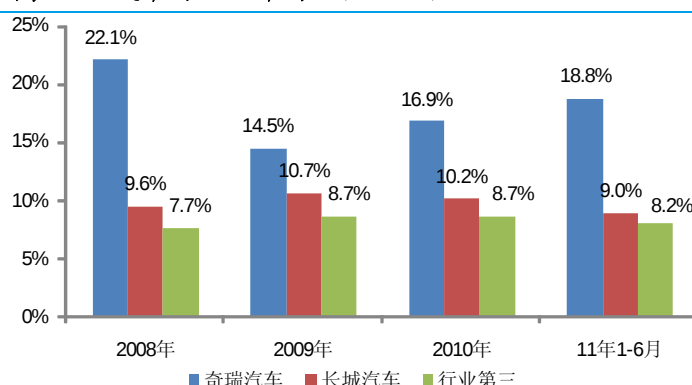
- **长城出口量国内领先，未来仍有望快速增长：**公司是国内汽车出口的领先企业，出口量增长较快、出口占比较高。2006-2010年，长城汽车出口从2.75万辆增长至5.0万辆，复合增速达16.1%。公司已位居国内汽车企业出口量第二位，2010年公司出口收入占比也已提高至15%左右。由于公司高度重视产品品质和售后服务，在海外耕耘多年且已建立有一定规模的销售和服务网络，我们认为公司出口量仍有望持续快速增长。

图表40：长城汽车近年整车出口及增速（辆）



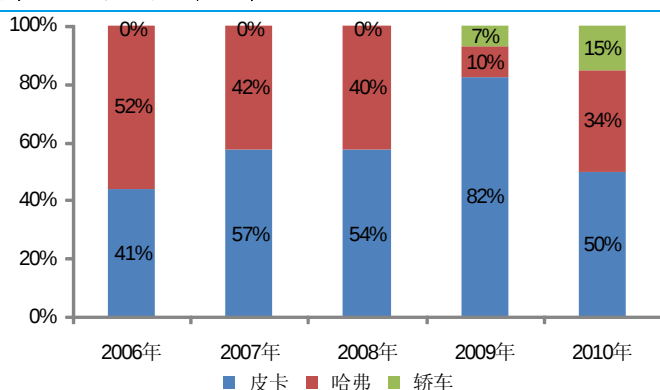
来源：公司公告、国金证券研究所

图表41：汽车行业近年前三位出口占比



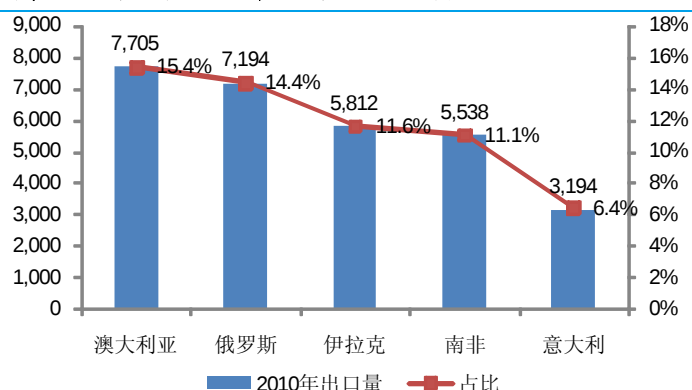
- **三大品类全面出口：**长城皮卡一直是公司出口主力，但随着轿车出口的增加以及 SUV 出口的恢复，2010 年长城皮卡、SUV、轿车的出口数量已呈 50:34:15 分布。从地域看，除亚非拉等新兴市场外，公司 2010 年对澳大利亚与意大利的出口占比分别达 15.4%与 6.4%，表明公司产品在发达国家也具有一定竞争力。

图表42：长城近年各车型出口占比



来源：招股书、国金证券研究所

图表43：长城2010年主要出口国销量及占比（辆）



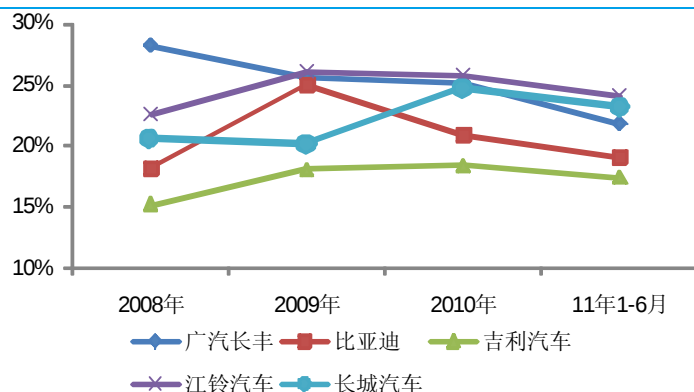
- **车型认证优势明显：**2009 年 8 月，长城炫丽、酷熊、哈弗、风骏四款车型获得欧盟车型认证，开创自主品牌先河也从侧面证明了公司产品的高品质。截止目前，公司已获欧盟、澳大利亚、俄罗斯、南非、智利、沙特、科威特、阿联酋、卡塔尔、阿曼、巴林及也门等多个国家的出口认证证书，海外销售畅通无阻。
- **海外销售网络较为发达：**长城 1996 年开始出口整车，在国际市场已耕耘 10 余年。截止 2011 年 3 月，长城已向海外 128 个国家与地区出口汽车，销售网点达 585 家，在保有量较大的区域服务半径控制在 300 公里以内，领先国内汽车企业。丰富的海外市场经验与相对充足的经销网点，有望使公司保持较高的出口增速。

盈利能力业内领先且稳步提升

- **盈利能力业内领先且仍稳步提升：**由于专注细分市场且注重高品质，不走低质低价路线，长城汽车盈利能力居于行业领先水平。毛利率方面，公司 2010 年以来的毛利率仅次于江铃汽车，远好于比亚迪与吉利汽车这两家民族品牌。此外，公司近年盈利能力还稳步提升。2008 年以来，公司综合毛

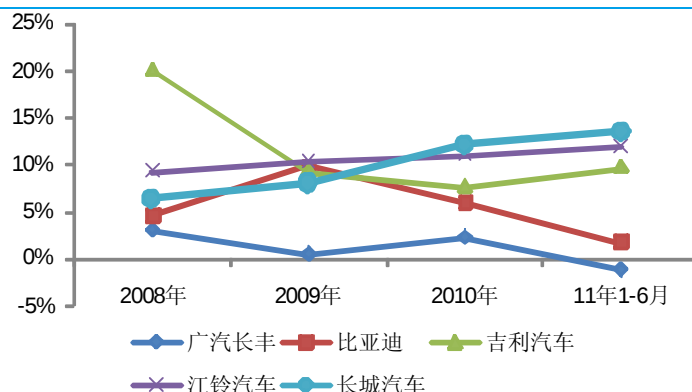
利率已从 20.7% 提升至今年年中的 23.2%，公司净利率则从 08 年的 6.6% 提高至目前的今年年中的 13.6%；单车净利润也从 4,584 元提升至 8,535，已接近合资车企平均水平。

图表44：长城汽车与可比企业毛利率比较

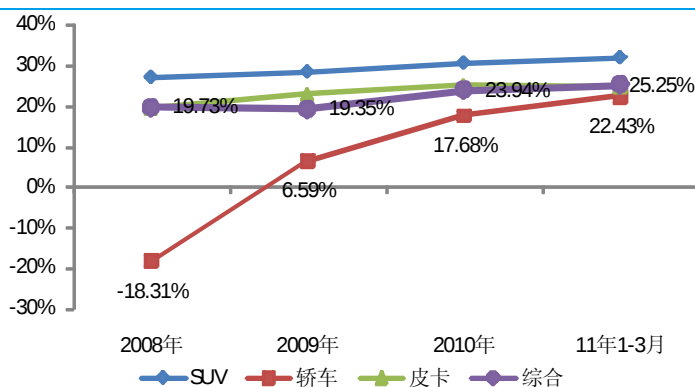


来源：各公司公告、国金证券研究所

图表45：长城汽车与可比企业净利率比较

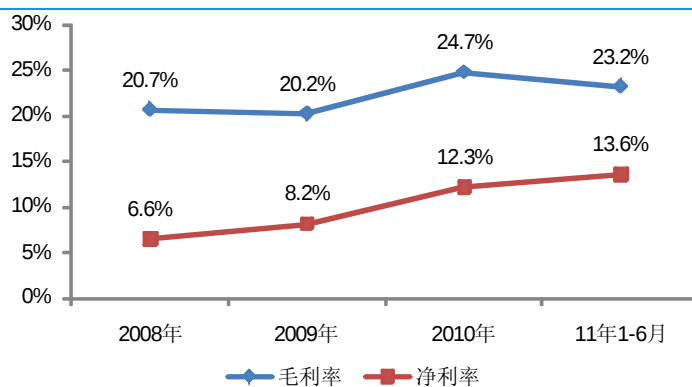


图表46：公司近年整车分车型与综合毛利率

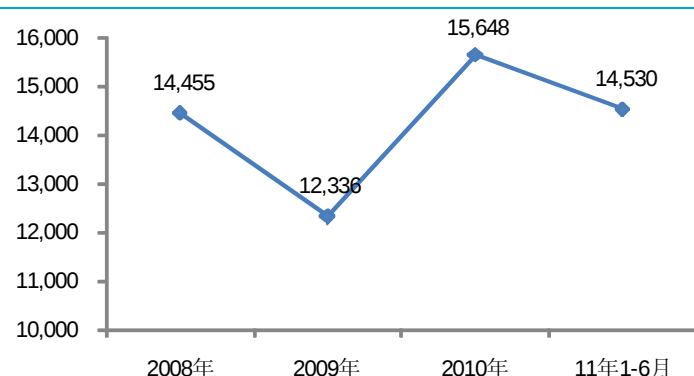


来源：招股书、国金证券研究所

图表47：公司近年毛利率与净利率

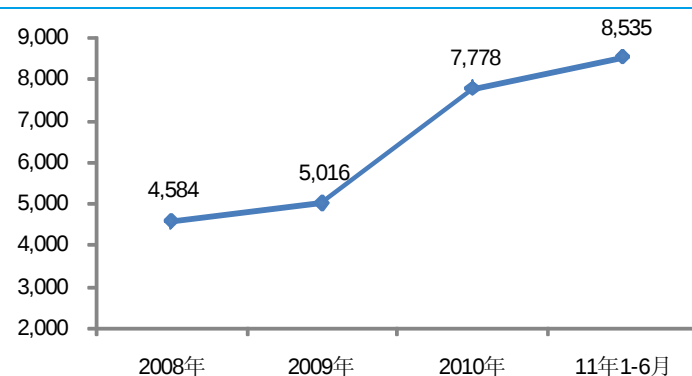


图表48：长城汽车近年单车毛利（元）



来源：招股书、国金证券研究所

图表49：长城汽车近年单车净利润（元）



- **零部件自主配套与同平台生产保障公司盈利能力：**公司核心零部件的自主配套能力与整车同平台化生产，是长城盈利能力较高的重要原因。本次 A 股 IPO 募投项目逐步建成投产后，公司的零部件自主配套比例将可继续有所提升，公司未来的车型开发也将坚持平台化策略，在公司产能利用率不发生大幅下滑的前提下，公司良好的盈利能力有望保持。
- **核心零部件自配率较高：**长城已具备较完善的核心零部件自主配套能力，整车生产所需的大部分零部件，包括发动机、变速器、前后桥、空调设备、灯具等均为公司内部配套。公司动力总成的自配价格较外购低 10%-15%，而风骏皮卡、哈弗 H5、腾翼 C30 等明星车型的零部件自配比例已超过 50%，可助公司节省约 7% 的采购成本。
- **平台化生产降低单位固定成本：**公司对整车实施平台化生产，可以按照市场需求变化改变同一平台下产品的生产种类和数量，提高生产设备的利用效率，降低单位固定生产成本。如新推出的非承载式车身 SUV H6，便能与皮卡共用研发与生产平台，而 SUV 中 M2 与 M1 的车身与底盘，均由长城的轿车车型升级而来。此外公司推行的 TPS（Toyota Production System）管理体系，也有助于降低生产成本。

产能扩张过快或有可能成为公司隐忧

- **未来产能快速扩张：**由于销量快速增长而新增产能较少，公司近几年产能颇为紧张。为满足公司长远发展需要，公司制定了宏伟的产能扩张计划。据悉，公司天津新基地规划产能 80 万辆，2011-2013 年分别投产 25、25、30 万辆，保定基地 2013 年将扩产 25 万辆。按此规划，长城 2011-2013 年底产能分别为 65、90、145 万辆，增长幅度飞快。

图表50：长城汽车未来产能及增幅预测（辆）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
天津基地新增				250,000	250,000	300,000
保定基地新增						250,000
新增产能合计		50,000	150,000	250,000	250,000	550,000
当年底产能	200,000	250,000	400,000	650,000	900,000	1,450,000
产能增幅		25.0%	60.0%	62.5%	38.5%	61.1%

来源：招股书、国金证券研究所

- **产能利用率下滑或将拖累公司盈利能力：**尽管公司三大业务均已有良好的发展前景，未来销量有望保持快速增长，但我们担心公司的产能扩张仍稍显激进。按照我们预测，长城销量分别有望达 49.9、64.1、77.0 万辆，未来 3 年的产能利用率分别为 76.8%、71.2%、53.1%，较 2010 年的 89.6% 将有大幅下滑，由此公司的整体盈利能力将面临一定的下滑风险。
- **值得说明的是，我们在此提出公司存在的这一隐忧完全出于谨慎考虑。若公司考虑市场整体增速的下降，适度放缓新产能的建设进程，则公司较高的产能利用率仍有望保持，盈利能力也有望保持。我们将密切关注公司的产能建设进程。**

图表51：长城汽车总销量及产能利用率预测（辆）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
公司销量	116,995	203,430	358,468	499,132	641,230	769,827
增速		73.9%	76.2%	39.2%	28.5%	20.1%
未来产能	200,000	250,000	400,000	650,000	900,000	1,450,000
产能利用率	58.5%	81.4%	89.6%	76.8%	71.2%	53.1%

来源：公司资料、国金证券研究所

募投项目主要为天津新基地配套零部件

- 公司此次 A 股 IPO 拟发行不超过 30,424.3 万股，以投资发动机、变速箱、车桥等 40 万辆整车配套项目，计划使用募集资金 31.66 亿元。

图表52：长城汽车 A 股融资募投项目情况（万元）

募投项目	总投资	拟使用募集资金	新增收入	新增净利润
年产10万台GW4D20柴油	41,190	41,190	209,000	13,857
年产30万台EG发动机	56,800	56,800	271,800	16,159
年产20万台6MT变速器	52,026	52,026	76,000	19,368
年产40万套铝合金铸件	42,027	42,027	44,080	12,069
年产40万套车桥及制动器	57,166	57,166	130,340	18,002
年产40万套内外饰	48,793	48,793	93,744	12,888
年产40万套灯具	18,584	18,584	29,295	5,856
合计	316,586	316,586	854,259	98,199

来源：招股书、国金证券研究所

- 公司募投项目主要为天津基地的 40 万辆整车产能配套核心零部件，包括发动机、变速箱、内饰等。保持较高的零部件自主配套比例是公司维持盈利能力的重要保障，募投项目的建成将有助于保障公司新产能建成后的整体盈利能力。

图表53：公司募投项目投资额及投资进程（万元）

募投项目	第一年	第二年	第三年	第四年
年产10万台GW4D20柴油机	8,656	20,198	12,336	
年产30万台EG发动机	10,000	26,557	13,200	7,043
年产20万台6MT变速器	17,977	13,483	13,483	7,083
年产40万套铝合金铸件	15,174	11,380	11,380	4,092
年产40万套车桥及制动器	22,175	22,888	12,103	
年产40万套内外饰	21,948	17,957	8,889	
年产40万套灯具	15,809	2,775		
合计	111,739	115,239	71,390	18,219

来源：招股书、国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 300.2、403.5、493.7 亿元，分别增长 30.6%、34.4%、22.4%；归属母公司净利润分别为 32.2、38.8、47.0 亿元，分别增长 19.2%、20.6%、21.0%，对应的 EPS 分别为 1.06、1.28、1.54 元。
- 关键假设如下：
 - 预期公司新建增产能将如期投放，2011-2013 年公司产能将分别为 65、90、145 万辆。
 - 国内汽车行业恢复正常增长，公司由于自身竞争优势增速继续快于行业整体水平，2011-2013 年汽车销量分别为 49.9、64.1、77.0 万辆，增速为 28.6%、28.2%、20.1%。
 - 公司盈利能力非常突出，近年持续提升。但考虑行业竞争越来越激烈且公司未来产能扩张较快，各业务毛利率均将有所降低，预测公司未来三年综合毛利率分别为 24.65%、23.60%、23.55%。

估值与投资建议

- 我们选取上海汽车、一汽轿车、江淮汽车、海马汽车四家企业作为长城汽车的估值参照。A 股其它乘用车类整车公司中，比亚迪因涉及非汽车业务且具备较强的新能源汽车概念、广汽长丰因广汽集团换股事宜、一汽夏利因一汽集团重组事宜等因素，均未入选参照范围。
- 可比公司 2011 年 PE 均值约 11.7 倍，这一估值水平也是当前汽车整车板块的平均估值水平；
- 公司盈利能力和成长能力均强于一般企业，在自主品牌企业属于质地最优的领先企业，未来 3 年 EPS 复合增长率约 22%，理应享受一定的估值溢价；
- 公司港股价格为 11.12 港元（2011 年 9 月 8 日，约 9.11 元人民币），对应 2011 年估值水平为 8.6 倍。乘用车企业中，比亚迪也为 A+H 上市公司，其目前的 A 股溢价率为 75%，我们认为公司 A 股亦可有一定的溢价。
- 综合以上数点，我们认为长城汽车 A 股的合理估值水平为 2011 年 12-15 倍 PE，对应的合理价格区间为 12.7-15.9 元，较其 H 股溢价 39%-75%。

图表54：可比上市公司估值比较（2011 年 9 月 9 日）

		收盘价	EPS				PE			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
600104.SH	上海汽车	14.90	1.49	1.83	2.12	2.37	10.00	8.15	7.03	6.30
000800.SZ	一汽轿车	11.72	1.14	0.83	0.98	1.18	10.28	14.12	11.96	9.93
600418.SH	江淮汽车	7.86	0.90	0.97	1.17	1.45	8.73	8.09	6.75	5.42
000572.SZ	海马汽车	4.23	0.31	0.26	0.31	0.36	13.53	16.27	13.65	11.75
均值							10.64	11.66	9.84	8.35

来源：聚源、国金证券研究所

风险提示

国内汽车行业景气度超预期下滑的风险

- 2011 年 1-7 月，国内狭义乘用车行业销量同比增加 10.3%，增幅较过去两年大幅放缓。公司尽管市场表现远强于其它企业，但若国内车市持续超预期下滑，公司市场表现也难免受到拖累。

产能过快扩张导致的盈利能力下滑风险

- 产能利用率是决定汽车制造企业盈利能力的核心因素。尽管公司当前产能仍较为紧张，但未来颇为激进的产能扩张计划仍有可能导致公司未来产能利用率大幅下滑、盈利能力大幅下滑。

主要出口国家政策与经济环境变化的风险

- 公司出口增长快且比例较高，但海外市场风云变幻莫测，出口销量增长容易受到进口国政策与经济环境变化的影响。2011 年以来，埃及、利比亚等中东、非洲国家陆续出现政治动荡，公司汽车出口多以新兴市场为主，如公司主要出口国发生类似政治事件，将对公司出口造成较大影响。同时，巴西、阿根廷等国家近来陆续收紧汽车及零部件进口政策，以保护本土车企，如公司主要出口国调整政策，亦有可能影响公司的整车出口。

图表55：长城汽车分业务收入与毛利预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
SUV业务					
单车均价（万元）	6.31	6.68	7.24	7.33	7.32
增长率（YOY）	2.66%	5.85%	8.39%	1.27%	-0.24%
销售数量（辆）	71,645	150,104	169,480	218,845	265,813
增长率（YOY）	15.16%	109.51%	12.91%	29.13%	21.46%
销售收入（百万元）	4,521	10,027	12,271	16,047	19,445
增长率（YOY）	18.23%	121.76%	22.38%	30.77%	21.18%
毛利率	28.31%	30.41%	30.00%	29.00%	29.00%
毛利（百万元）	1,280	3,049	3,681	4,653	5,639
增长率（YOY）	24.90%	138.19%	20.75%	26.41%	21.18%
占总销售额比重	35.28%	43.62%	40.88%	39.77%	39.39%
占主营业务利润比重	49.44%	53.60%	49.76%	48.88%	48.49%
轿车业务					
单车均价（万元）	4.03	4.29	4.41	5.05	5.30
增长率（YOY）	9.10%	6.55%	2.92%	14.38%	5.00%
销售数量（辆）	77,133	138,967	201,787	267,442	317,030
增长率（YOY）	654.95%	80.17%	45.21%	32.54%	18.54%
销售收入（百万元）	3,105	5,960	8,907	13,503	16,807
增长率（YOY）	723.65%	91.97%	49.45%	51.60%	24.47%
毛利率	6.59%	17.68%	20.00%	19.00%	19.00%
毛利（百万元）	204.46	1,053.78	1,781.42	2,565.52	3,193.39
增长率（YOY）	-396.29%	415.40%	69.05%	44.02%	24.47%
占总销售额比重	24.23%	25.93%	29.67%	33.47%	34.05%
占主营业务利润比重	7.90%	18.53%	24.08%	26.95%	27.46%
皮卡业务					
单车均价（万元）	5.47	5.46	5.55	5.56	5.56
增长率（YOY）	0.16%	-0.11%	1.60%	0.18%	0.00%
销售数量（辆）	75,341	98,643	120,344	144,413	173,296
增长率（YOY）	19.14%	30.93%	22.00%	20.00%	20.00%
销售收入（百万元）	4,120	5,388	6,679	8,029	9,635
增长率（YOY）	19.34%	30.78%	23.95%	20.22%	20.00%
毛利率	22.86%	25.06%	24.50%	24.00%	24.00%
毛利（百万元）	941.86	1,350.20	1,636.38	1,927.05	2,312.46
增长率（YOY）	39.71%	43.36%	21.20%	17.76%	20.00%
占总销售额比重	32.15%	23.44%	22.25%	19.90%	19.52%
占主营业务利润比重	36.38%	23.74%	22.12%	20.24%	19.89%
其他车辆					
单车均价（万元）	7.13	6.97	6.90	6.80	6.70
增长率（YOY）	-7.27%	-2.25%	-0.95%	-1.45%	-1.47%
销售数量（辆）	6,430	5,014	7,521	10,529	13,688
增长率（YOY）	86.32%	-22.02%	50.00%	40.00%	30.00%
销售收入（百万元）	458	349	519	716	917
增长率（YOY）	72.78%	-23.78%	48.58%	37.97%	28.09%
毛利率	11.78%	14.49%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	54.00	50.62	77.84	107.40	137.57
增长率（YOY）	67.17%	-6.25%	53.78%	37.97%	28.09%
占总销售额比重	3.58%	1.52%	1.73%	1.77%	1.86%
占主营业务利润比重	2.09%	0.89%	1.05%	1.13%	1.18%
销售总收入（百万元）	12,815	22,986	30,016	40,345	49,367
销售总成本（百万元）	10,226	17,298	22,618	30,825	37,739
毛利（百万元）	2,589	5,688	7,398	9,520	11,628
平均毛利率	20.20%	24.74%	24.65%	23.60%	23.55%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	8,425	12,815	22,986	30,016	40,345	49,367
增长率		52.1%	79.4%	30.6%	34.4%	22.4%
主营业务成本	-6,684	-10,226	-17,298	-22,618	-30,825	-37,739
%销售收入	79.3%	79.8%	75.3%	75.4%	76.4%	76.4%
毛利	1,741	2,589	5,688	7,398	9,520	11,628
%销售收入	20.7%	20.2%	24.7%	24.6%	23.6%	23.6%
营业税金及附加	-217	-426	-811	-1,051	-1,412	-1,728
%销售收入	2.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	-462	-705	-1,070	-1,411	-1,916	-2,345
%销售收入	5.5%	5.5%	4.7%	4.7%	4.8%	4.8%
管理费用	-560	-627	-874	-1,171	-1,573	-1,925
%销售收入	6.6%	4.9%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	502	831	2,933	3,766	4,618	5,630
%销售收入	6.0%	6.5%	12.8%	12.5%	11.4%	11.4%
财务费用	49	24	8	-8	-74	-121
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-35	-17	-27	-12	-21	-28
公允价值变动收益	0	0	-2	5	5	5
投资收益	15	21	56	20	22	25
%税前利润	2.6%	2.3%	1.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	532	859	2,968	3,771	4,551	5,512
营业利润率	6.3%	6.7%	12.9%	12.6%	11.3%	11.2%
营业外收支	54	54	73	30	30	30
税前利润	586	913	3,041	3,801	4,581	5,542
利润率	7.0%	7.1%	13.2%	12.7%	11.4%	11.2%
所得税	-33	140	-214	-570	-687	-831
所得税率	5.7%	-15.3%	7.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	552	1,053	2,827	3,231	3,894	4,710
少数股东损益	38	49	126	14	14	14
归属于母公司的净利润	514	1,003	2,701	3,217	3,880	4,696
净利率	6.1%	7.8%	11.7%	10.7%	9.6%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	552	1,053	2,827	3,231	3,894	4,710
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	273	417	576	458	606	858
非经营收益	-3	-228	-42	245	-44	-51
营运资金变动	22	90	-143	-2,321	-675	-645
经营活动现金净流	845	1,332	3,219	1,613	3,781	4,873
资本开支	-1,765	-1,212	-3,206	-2,479	-3,479	-2,480
投资	235	1,842	1,744	-1	0	0
其他	24	635	803	25	27	30
投资活动现金净流	-1,505	1,265	-659	-2,455	-3,452	-2,450
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	76	-76	-1,315	146	-269
其他	-493	-49	-1,155	-38	-408	-404
筹资活动现金净流	-493	27	-1,230	-1,353	-262	-673
现金净流量	-1,154	2,624	1,330	-2,195	67	1,749

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2,092	2,592	3,095	900	967	2,716
应收款项	1,487	3,410	9,255	9,343	12,541	15,325
存货	876	1,590	2,104	6,816	9,290	11,373
其他流动资产	401	436	371	2,264	3,084	3,776
流动资产	4,857	8,027	14,825	19,323	25,882	33,191
%总资产	45.9%	54.2%	62.6%	64.5%	65.6%	68.5%
长期投资	197	237	149	150	149	149
固定资产	4,593	5,268	7,313	9,386	12,318	14,006
%总资产	43.4%	35.5%	30.9%	31.3%	31.2%	28.9%
无形资产	870	997	1,115	1,103	1,095	1,087
非流动资产	5,733	6,793	8,874	10,641	13,564	15,244
%总资产	54.1%	45.8%	37.4%	35.5%	34.4%	31.5%
资产总计	10,590	14,820	23,698	29,963	39,446	48,435
短期借款	4	98	26	123	270	0
应付款项	3,481	6,043	11,131	15,792	21,486	26,303
其他流动负债	127	335	731	809	953	1,078
流动负债	3,612	6,477	11,887	16,724	22,709	27,381
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	67	654	1,410	0	0	0
负债	3,679	7,131	13,298	16,724	22,709	27,382
普通股股东权益	6,734	7,593	10,015	12,840	16,324	20,625
少数股东权益	283	245	385	399	413	427
负债股东权益合计	10,697	14,970	23,698	29,963	39,446	48,435

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.469	0.916	2.466	1.057	1.275	1.544
每股净资产	6.149	6.932	9.144	4.220	5.366	6.779
每股经营现金净流	0.754	1.190	2.914	0.530	1.243	1.602
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	7.63%	13.21%	26.97%	25.05%	23.77%	22.77%
总资产收益率	4.81%	6.70%	11.40%	10.74%	9.84%	9.70%
投入资本收益率	6.75%	12.08%	26.15%	23.96%	23.08%	22.73%
增长率						
主营业务收入增长率	6.68%	52.11%	79.37%	30.58%	34.41%	22.36%
EBIT增长率	-50.74%	65.48%	252.73%	28.42%	22.61%	21.92%
净利润增长率	-45.62%	95.16%	169.17%	19.12%	20.59%	21.06%
总资产增长率	6.07%	39.94%	58.31%	26.44%	31.65%	22.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.8	5.7	3.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	50.1	44.0	39.0	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	85.4	80.5	84.4	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	119.7	119.1	85.1	78.2	75.7	89.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-29.76%	-31.81%	-29.51%	-5.87%	-4.17%	-12.90%
EBIT利息保障倍数	-10.2	-35.3	-375.0	488.6	62.8	46.6
资产负债率	34.40%	47.64%	56.11%	55.81%	57.57%	56.53%

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6-12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B