

2020年07月07日

长城汽车 (601633.SH)

新周期新市场，开启新征程

■ **新平台新市场，SUV 量价齐升。**国内乘用车市场迎来换购周期，首购比例将持续下降，竞争加剧致尾部自主不断出清，头部自主集中度提高，消费升级有望带动中高端 SUV 快速扩容。面对龙头自主的竞争和合资下探的威胁，公司坚持研发“过度投入”，不断突破发动机和变速箱的技术瓶颈，提前布局电动化全产业链，加快实现智能网联功能升级。随着哈弗和 WEY 系列换代产品的密集上市，预测公司 2020 年国内总销量可达 81.3 万辆。此外，公司长期坚持全球化战略布局海外市场，随着未来新平台高性价比的产品向俄罗斯和印度导入，将进一步满足当地 SUV 的需求，预测长城 2020 年全球总销量可达 86 万辆，2022 年突破 127 万辆，CAGR 为 14.4%。目前长城单车利润低于吉利，未来公司将从整体销量结构、平台通用化水平和供应链三个方面进行降本增效，有望实现量价齐升，在存量博弈中赢得胜利。

■ **政策松绑，皮卡崛起势不可挡。**受制于中国皮卡政策的桎梏、中外汽车文化和生活方式的差异以及皮卡优质供给的缺乏，中国皮卡市场发展缓慢。自 2016 年中国首次提出“皮卡解禁试点”以来，皮卡解禁政策层出，皮卡的商乘两用属性加速释放，乘用车化、高端化和电动化趋势确定。考虑到皮卡对于微卡、微面的替代需求空间和乘用车化需求，中性预计我国皮卡车市场每年增速可达 17.5% 左右，五年后的市场空间可达 121 万辆。我国皮卡市场集中度高，长城汽车一枝独秀，两极分化明显，长城皮卡综合实力最强，市场份额有望进一步提升。在皮卡消费升级趋势下，随着皮卡向乘用车化、高端化、电动化转型，主流皮卡的价位将逐渐由 8-12 万元向 12-16 万元靠拢，单车售价的走高和销量的增长将有望带动单车盈利持续走高，我们预测皮卡的单车盈利将由目前的 0.72 万元提升至 2023 年的 1.08 万元。

■ **投资建议：**国内乘用车行业进入换购周期，电动化智能化高端化叠加新品周期，公司有望实现首换购两端开花，全球化战略布局扩容海外市场，皮卡解禁利好政策下，皮卡乘用车化高端化电动化趋势释放增量。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 962.48、1104.65、1215.74 亿元，收入增速分别为 0.04%、14.77%、10.06%，归母净利润分别为 40.13、50.91、55.58 亿元，维持增持-A 的投资评级，受益于今年下半年新平台新产品的推出和皮卡炮的持续热销，我们将 6 个月目标价上调为 10.00 元。

■ **风险提示：**公司销量不及预期；全球化战略不及预期；政策落地不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	99,230.0	96,210.7	96,248.3	110,465.0	121,574.3
净利润	5,207.3	4,496.9	4,013.3	5,091.1	5,557.7
每股收益(元)	0.57	0.49	0.44	0.55	0.61
每股净资产(元)	5.72	5.93	6.20	6.49	6.81

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	14.5	16.8	18.9	14.9	13.6
市净率(倍)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
净利润率	5.2%	4.7%	4.2%	4.6%	4.6%
净资产收益率	9.9%	8.3%	7.0%	8.5%	8.9%
股息收益率	3.5%	3.0%	2.3%	3.3%	3.5%
ROIC	10.4%	10.5%	8.4%	7.1%	13.4%

公司深度分析

证券研究报告

乘用车

投资评级 **增持-A**

维持评级

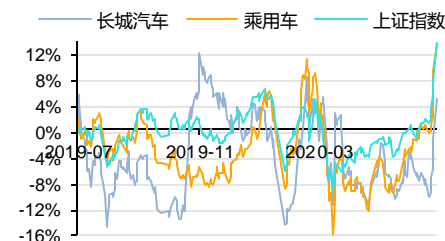
6 个月目标价: **10.00 元**

股价 (2020-07-06) **8.95 元**

交易数据

总市值(百万元)	82,130.32
流通市值(百万元)	53,948.17
总股本(百万股)	9,176.57
流通股本(百万股)	6,027.73
12 个月价格区间	7.50/9.88 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.74	-7.33	-10.02
绝对收益	12.98	13.26	0.67

袁伟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518100002
yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

相关报告

- 长城汽车: 销量增速行业领先, 皮卡销量持续走高/袁伟 2020-06-10
- 长城汽车: 销量全面回暖, 皮卡一骑绝尘/袁伟 2020-05-09
- 长城汽车: 长城皮卡逆势增长, 复工复产高效推进/袁伟 2020-04-10
- 长城汽车: 新冠疫情冲击大, 3 月销量有望回暖/袁伟 2020-03-12
- 长城汽车: 盈利符合预期, 增量空间广阔/袁伟 2020-02-22

内容目录

1. 皮卡王者，SUV 龙头	7
1.1. 自主品牌龙头，深耕汽车三十载	7
1.2. 坐拥核心竞争力，高铸长城护城河	8
1.3. 控本见长，营运高效	11
1.4. 小结	13
2. 一体两翼，SUV 启动下半场	13
2.1. 新品周期，跑赢突围赛	13
2.1.1. 历史复盘：聚焦 SUV，上半场成功落幕	13
2.1.2. 国内市场：首购+换购，长城两端开花	16
2.2. 海外扩容，开辟新蓝海	25
2.2.1. 汽车出口市场基数低，海外研产供销加速破局	25
2.2.2. 俄罗斯市场空间广阔，长城份额有望快速增长	27
2.2.3. 印度市场发展潜力大，燃油电动齐放量	30
2.3. 平台降本，决胜存量市场	33
2.4. 小结	36
3. 政策松绑，皮卡崛起势不可挡	36
3.1. 进城解禁，皮卡崛起在即	36
3.1.1. 全球皮卡发展差距大，国情不同是核心	36
3.1.2. 中国皮卡发展慢，四大因素是主因	39
3.1.3. 乘用车高端化趋势确定，中国皮卡市场需求旺盛	41
3.2. 市场高度集中，长城强者恒强	45
3.3. 消费升级，推动单车盈利走高	45
3.4. 小结	47
4. 盈利预测与投资建议	48
5. 风险提示	48

图表目录

图 1：公司拥有哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡四个品牌	7
图 2：长城发展历程：起步发展期、高速腾飞期、减速调整期	8
图 3：公司股权结构集中	8
图 4：哈弗车身采用环状包络骨架、冲击能量吸收结构、高刚度设计	9
图 5：长城供应链控本能力较强，单车利润高于大部分自主车企（单位：千元/辆）	11
图 6：2010-2019 年，公司营收 GAGR 高达 17.24%	11
图 7：2010-2019 年，公司归母净利 GAGR 为 5.83%	11
图 8：2010-2019 年，公司盈利水平自 2017 年下滑	12
图 9：2010-2019 年，SUV 销量和占比大幅提升	12
图 10：2010-2019 年，公司销售费用率行业最低	12
图 11：2010-2019 年，公司管理费用率处于行业较低水平	12
图 12：2010-2019 年，公司财务费用率处于行业较低水平	12
图 13：2010-2019 年，公司期间费用率行业最低	12
图 14：2010-2019 年，公司应收账款周转率行业最高	13

图 15: 2010-2019 年, 公司应付账款周转率行业最低.....	13
图 16: 2010-2016 年为 SUV 红利期, SUV 行业 CAGR 为 37.6%.....	14
图 17: 2010-2016 年为 SUV 红利期, 占比迅速提升.....	14
图 18: 长城把握住 SUV 浪潮, SUV 销量 CAGR 为 37.6%.....	14
图 19: 历史: 长城以皮卡为基础, 认准时机快速决策推出 SUV, 奠定龙头基础.....	15
图 20: SUV 市场萎缩期, A 级与 A0 级降幅较大, 行业 CAGR 为-4.5%.....	15
图 21: 长城 SUV 销量下滑, A 级销量占比增加, CAGR 为-3.2%.....	15
图 22: 中低端 SUV 新进入者增多, 压缩长城市场销量.....	16
图 23: 2016 年开始, 中国乘用车市场进入换购周期.....	17
图 24: 自主现有换购市场空间小, 突入 15-20 万后, 换购空间将接近翻倍.....	17
图 25: 长城 15 万以下车型销量占比大, 对应换购市场空间小.....	17
图 26: SUV 车型是半数换购消费者的首选.....	18
图 27: 自主 SUV 现有市场空间小, 高端化突破为破局关键.....	18
图 28: 长城新能源目前产品覆盖纯电动+混动+氢燃料车型.....	20
图 29: 长城汽车在新能源全产业链布局, 未来将降低原材料及零部件成本, 产生协同效应..	22
图 30: 同级别中高端 SUV 中, WEY 销量水平明显低于合资 SUV.....	22
图 31: 新产品周期预计将推动 10-20 万 SUV 市占率提升.....	25
图 32: 得益于新产品上市与车型换代, 预测长城未来 3 年内销量上涨, CAGR 为 8.7%.....	25
图 33: 2015 年开始, 汽车出口销量稳步攀升, CAGR 5% (2013-2019)	25
图 34: 国内汽车出口量过往十年占比不超过 5%, 未来提升空间较大.....	25
图 35: 13-16 年受海外政治因素影响, 出口下滑, 2017 年起触底反弹.....	26
图 36: 长城 SUV 出口市场占有率在 16 年之前大幅下降, 17-19 年小幅回升.....	26
图 37: 汽车产业链微笑曲线, 曲线前后端具备高附加值.....	26
图 38: 长城在全球七国十地的国际化研发布局.....	27
图 39: 海外市场覆盖欧洲、中南美洲、南亚、中东和非洲地区.....	27
图 40: 长城重点在俄罗斯、印度和泰国布局海外全工艺工厂, 未来增量可期.....	27
图 41: 俄罗斯汽车行业受经济与地缘政治因素影响较大, 2017-2019 年 CAGR 为 3.6%.....	28
图 42: 2019 年俄罗斯车市中 SUV 占 41.2%, 且逐年递增.....	29
图 43: 俄罗斯紧凑型 and 小型 SUV 占比较高, 超过 75%.....	29
图 44: 俄罗斯 SUV 市场以中低端车型为主, 销量结构逐年升级.....	29
图 45: 哈弗 SUV 在俄罗斯销量增长迅猛, 预测 2022 年将突破 2.8 万辆.....	30
图 46: 印度市场多年稳步增长, 2019 年受经济放缓影响下滑.....	30
图 47: 印度千人汽车保有量仅 22 辆, 未来增长空间巨大.....	30
图 48: 市场份额高度集中, 前四大车企占据超过 80% 份额.....	31
图 49: 2015-2018 年, SUV 占比持续提升.....	31
图 50: 印度 SUV 市场以 <10 和 10-15 万的中低端车型为主.....	31
图 51: 长城 SUV 与欧拉 2021 年在印度上市后, 预计到 2025 有望达到 9 万辆.....	32
图 52: 得益于新产品上市与车型换代, 预测未来 3 年内长城全球销量上涨, CAGR 为 14.4%.....	33
图 53: 长城单车利润水平低于吉利, 未来将逐步降本增利.....	33
图 54: 中高端新产品将放量, 改善销量结构.....	34
图 55: 长城的无形资产基数在自主车企中较低 (2018 年)	35
图 56: 长城将研发支出资本化, 减少费用化支出, 以控制固定成本.....	35
图 57: 随着新平台新产品推出, 预测长城未来 3 年内毛利率将提升, CAGR 为 5.4%.....	36
图 58: 2010-2019 年全球皮卡销量年均复合增速为 4.26%.....	37

图 59: 北美是全球最大的皮卡市场.....	37
图 60: 各国皮卡市场规模特征, 中国市场大, 渗透率低.....	37
图 61: 各国皮卡风格迥异, 形态不一.....	37
图 62: 皮卡在美国的发展可分为五个阶段.....	38
图 63: 2004-2019 年美国皮卡销量及同比.....	38
图 64: 2010-2019, 美国皮卡份额上涨 3.96%.....	38
图 65: 各国皮卡市场发展不同.....	38
图 66: 除中国外皮卡销量预测.....	39
图 67: 中国皮卡销量增长缓慢.....	40
图 68: 皮卡被强制贴反光条.....	40
图 69: 皮卡被强制喷字.....	40
图 70: 皮卡在售车型以 6-12 万为主.....	41
图 71: 皮卡外型不美观.....	41
图 72: 皮卡同时兼具商用车属性和乘用车属性.....	41
图 73: 长城炮乘用车版.....	41
图 74: 特斯拉超级皮卡.....	41
图 75: 2019 年皮卡销量按燃料类型划分.....	42
图 76: 柴油皮卡与汽油皮卡市场份额变动.....	42
图 77: 皮卡禁令解除省份.....	42
图 78: 云南、辽宁、河北 解禁后销量增速先增后降.....	43
图 79: 第二批解禁省份解禁当年销量增速达两位数.....	43
图 80: 解禁各省份 2019 年销量较解禁前增长率远高于全国水平.....	44
图 81: 中性预计 2020 年及 2025 年国内皮卡销量.....	44
图 82: 皮卡市场集中度高.....	45
图 83: 皮卡市场集中度高.....	46
图 84: 9 万元以上中高端皮卡走强.....	46
图 85: 家用为主和越野玩车的用户可以接受的价格更高.....	47
图 86: 2010-2019 年, 美国皮卡售价提高 35.1%.....	47
图 87: 预测未来皮卡单车盈利持续走高 (万元).....	47
表 1: 哈弗 SUV 安全性在碰撞测试中超越部分合资车型.....	9
表 2: 哈弗 SUV 在主被动安全性能上拥有越级的配置表现.....	10
表 3: 哈弗 SUV 在维修、配件和养护上的成本优势领先于其他自主与合资车企 (2019 年).....	10
表 4: 长城中高端 SUV 技术与品牌力不足、油耗偏高, 造成销量乏力.....	16
表 5: 哈弗系列换代产品变化少、差异化不足, 造成 A0 级车型销量大幅下滑.....	16
表 6: 第三代 1.5T 发动机性能显著突破.....	18
表 7: 长城最新 1.5T 发动机动力性能与功率在自主中名列前茅, 将搭载于哈弗系列畅销车型.....	19
表 8: 全新 9DCT 变速器性能显著提升.....	19
表 9: 同级别车型中, 全新 9DCT 变速器拥有更大扭矩容量和更快的换挡速度.....	19
表 10: 蜂巢易创打造多款电动平台, 涵盖多种动力, 覆盖轿车、SUV 和皮卡.....	20
表 11: 基于新平台两款新电动车将上市, 内部空间越级.....	20
表 12: 长城坚持“过度投入”, 蜂巢能源动力电池研发水准不断提高.....	21
表 13: 电动产品目前已覆盖 A00 级至 B 级车, 已配套长城所有新能源车型.....	21
表 14: 蜂巢 2025 年外供比例将达到 70%, 未来订单可期.....	21

表 15: 同级别合资 SUV, 在智能网联的配置上整体低于 WEY 系列	23
表 16: 长城自动驾驶规划, 预计 2025 年完全实现 L5 级自动驾驶.....	23
表 17: 长城深度合作国内外互联网巨头共同打造车联网生态, 在自主当中是最为全面的合作.....	24
表 18: 未来两年内长城进入 SUV 新产品投放期	24
表 19: 海外市场成为长城汽车销量扩容的重要战略目标.....	27
表 20: 俄罗斯远东经济开发战略和“左右舵转换”政策, SUV 销量有望增长	28
表 21: 未来长城将在印度投放 15 万以下的哈弗新产品以及 10 万以下的电动车	32
表 22: 长城 10-20 万价区将推出多款换代产品车型与新产品.....	34
表 23: 长城 A30, B30, C30 三款平台将有效提升通用化率, 降低成本.....	34
表 24: 长城旗下供应链子公司.....	35
表 25: 影响皮卡渗透率的因素梳理.....	39
表 26: 皮卡解禁政策梳理.....	43
表 27: 可比公司 PB 估值.....	48

1. 皮卡王者，SUV 龙头

1.1. 自主品牌龙头，深耕汽车三十载

公司是中国自主品牌龙头车企。公司是全球知名的 SUV 和皮卡制造企业，于 2003 年和 2011 年分别在香港和内地上市，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，动力包括传统动力车型和新能源车型，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力。2019 年，公司共销售新车 105.86 万辆，同比增长 1.43%，连续第四年突破百万销量大关。其中，长城皮卡 2019 年销售 14.88 万辆，连续 22 年蝉联中国皮卡销售冠军，哈弗 H6 全年销售 38.64 万辆，累计 79 个月 SUV 销量第一。

图 1：公司拥有哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡四个品牌



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

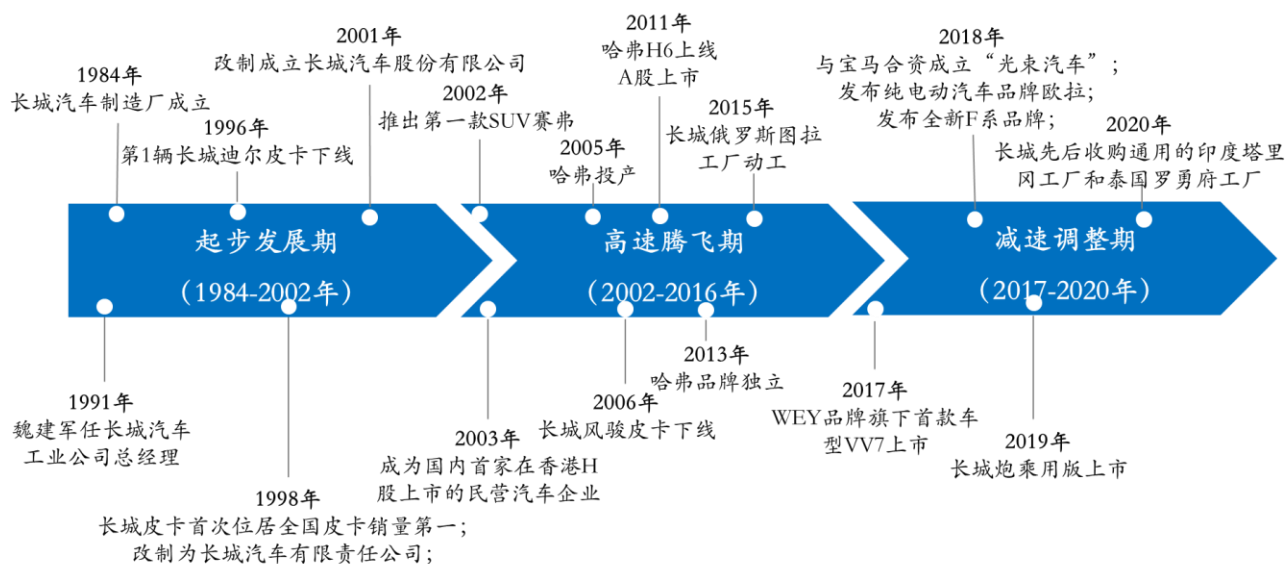
深耕三十载，专注皮卡和 SUV。 公司的前身是 1984 年的长城汽车制造厂，主要从事汽车改装业务，1991 年魏建军担任长城汽车总经理，公司正式进军整车制造领域。三十年里，公司先后经历了“起步发展期——高速腾飞期——减速调整期”，始终专注于皮卡和 SUV 车型，终于成长为中国自主品牌龙头车企。

1) 起步发展期（1984-2002 年）：1984 年长城汽车制造厂成立，主要从事汽车改装业务，1991 年魏建军担任长城汽车工业公司总经理，开始生产长城轻型客货汽车，连续 4 年产销量翻番。随后长城聚焦皮卡，1996 年公司第 1 辆皮卡迪尔下线，凭借领先的性价比优势，仅 2 年时间长城皮卡首次位居全国皮卡市场销量第一，此后连续 22 年蝉联中国皮卡销售冠军。

2) 高速腾飞期（2002-2016 年）：2002 年，公司抓住国内 SUV 市场空白的机遇，推出了第一款 SUV 产品赛弗，首开中国经济型 SUV 先河。2005 年公司推出哈弗第一款产品，随后公司又先后推出哈弗多款产品，实现了自 H1 到 H9 的全尺寸多价位车型覆盖。2011 年公司哈弗 H6 上市引爆国内 SUV 市场，爆款车型就此诞生。2013 年，哈弗品牌正式独立，公司从此进入哈弗与长城双品牌时代。

3) 减速调整期(2017-2020年): 整体经济下行、SUV 市场萎缩以及竞争加剧的多重因素下, 2017 年公司销量下滑利润腰斩, 公司开始探索出路, 希望通过多品系打造差异化竞争。2017 年公司推出定位中高端 SUV 的 WEY 品牌, 2018 年公司又发布了欧拉品牌剑指新能源市场, 2019 年公司在皮卡市场上实现突破, 推出了炮乘用车版。2020 年以来, 公司坚定全球化战略, 短短 2 个月内先后收购通用在印度和泰国的 2 家工厂。

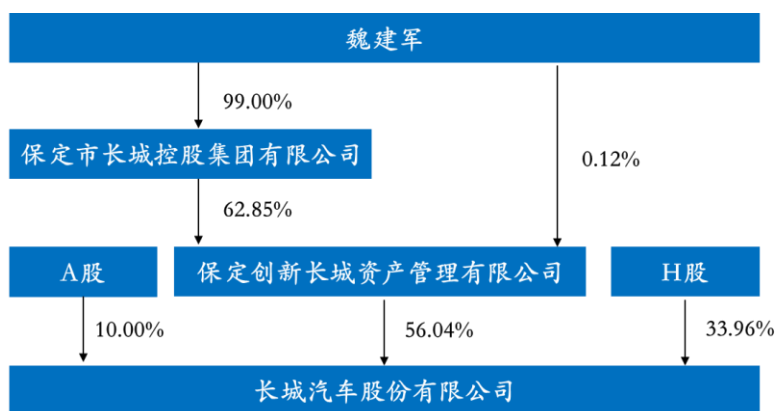
图 2: 长城发展历程: 起步发展期、高速腾飞期、减速调整期



资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

A/H 两地上市, 公司股权结构集中。 截止 2020 年一季度, 保定创新长城资产管理有限公司直接持股 56.04%, 为公司的控股股东。公司董事长魏建军直接持有保定创新长城资产管理有限公司 0.12% 股份, 通过保定市长城控股集团有限公司持有保定创新长城资产管理有限公司 99.00% 股份, 为公司的实际控制人, 股权结构集中。

图 3: 公司股权结构集中



资料来源: wind, 安信证券研究中心

1.2. 坐拥核心竞争力, 高铸长城护城河

公司从 1984 年的只做改装业务的小制造厂发展成为中国自主汽车品牌龙头, 在皮卡和 SUV

市场叱咤风云，关键在于公司具备三大核心竞争力。

1) 公司产品质量好，SUV 安全性能国内领先。安全性一直都是长城最为重视的核心价值与品质承诺，并切实体现在每款车的车身安全设计和主被动安全配置上。长城安全技术的领先源于长期坚持对研发的“过度投入”，公司在 2008 年即建成了国内首个能够进行多项世界先进碰撞测试的碰撞安全实验室，在近年更是迎来多项技术成果的“收割期”。从应对碰撞的溃缩吸能设计上看，哈弗和 WEY 均采用了高强度车架、溃缩式吸能管柱和多方位安全气囊，有效守护驾乘人员安全，相比于其他多款自主与合资 SUV 车型，长城的抗压和耐撞性具有较大的优势。从主被动安全智能配置上看，哈弗的“铠甲安全系统”与 WEY 的“Collie 牧羊犬智能安全系统”通过多项智能驾驶辅助配置预防了驾驶人员的潜在行车危险，智能配置相较于同级别的合资与自主更为丰富与有效。

图 4：哈弗车身采用环状包络骨架、冲击能量吸收结构、高刚度设计



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 1：哈弗 SUV 安全性在碰撞测试中超越部分合资车型

2018 年 C-NCAP 碰撞测试成绩	长城汽车	广汽本田	东风雪铁龙
车型	哈弗 H6	冠道	天逸
完全正面碰撞	16.74	14.59	16.8
40%偏置碰撞	16.66	14.8	16.24
侧面碰撞	18	18	18
座椅鞭打	3.51	3.76	3.38
加分项：安全带提醒	1	1	1
加分项：侧面安全气囊及气帘	1	1	1
加分项：ESC 装置（车身电子稳定控制）	1	1	1
总分	57.9	54.2	56.8

资料来源：C-NCAP，安信证券研究中心

表 2: 哈弗 SUV 在主被动安全性能上拥有越级的配置表现

车型	哈弗 H6 铂金豪华版	吉利博越 1.8TD 智慧 PRO	现代 ix35 智勇·畅享版
指导价 (万元)	12.90	13.68	13.99
被动安全配置差异			
主/副驾驶气囊	主•/副•	主•/副•	主•/副•
前/后排侧气囊	前•/后-	前•/后-	前•/后-
前/后排头部气帘	前•/后•	-	-
主动安全配置差异			
并线辅助	•	-	-
车道偏离预警	•	-	- (可选装)
车道保持辅助	•	-	-
驾驶辅助影像	高清 360 环视	高清 360 环视	倒车影像
雾灯	•	-	•

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

2) 保有量大, 维修与配件成本优势国内领先。据公司官网, 哈弗 SUV 在国内保有量超过 300 万辆, 居全国 SUV 保有量第一, 公司的规模化优势将显著摊薄维修和配件成本。根据 2019 年中国保险行业协会发布的汽车零整比数据, 哈弗的零整比、常用配件负担指数及保养指数在自主 SUV 车型中最低, 公司在零部件更换、整车保养的单车成本上具有绝对优势。

表 3: 哈弗 SUV 在维修、配件和养护上的成本优势领先于其他自主与合资车企 (2019 年)

SUV 零整比排名	品牌	车型	厂商指导价 (万元)	零整比 ¹	常用配件负担指数 ²	保养指数 ³
1	长城	哈弗 H6	11.98	185.41%	10.56	8.72
2	长安	长安 CS75	14.48	202.78%	12.01	15.72
3	吉利	远景 SUV	8.79	203.36%	15.62	9.55
4	长安	长安 CS35	7.89	210.11%	17.75	12.36
5	北京现代	现代 ix25	14.28	225.78%	11.29	15.87
6	北京现代	途胜	16.99	227.95%	10.14	12.85
7	上汽	荣威 RX5	14.88	268.04%	16.71	13.91
8	广汽	传祺 GS8	18.28	328.21%	14.81	11.49
9	东风本田	炫威 XR-V	14.98	344.80%	15.43	10.37

资料来源: 中国保险行业协会, 安信证券研究中心

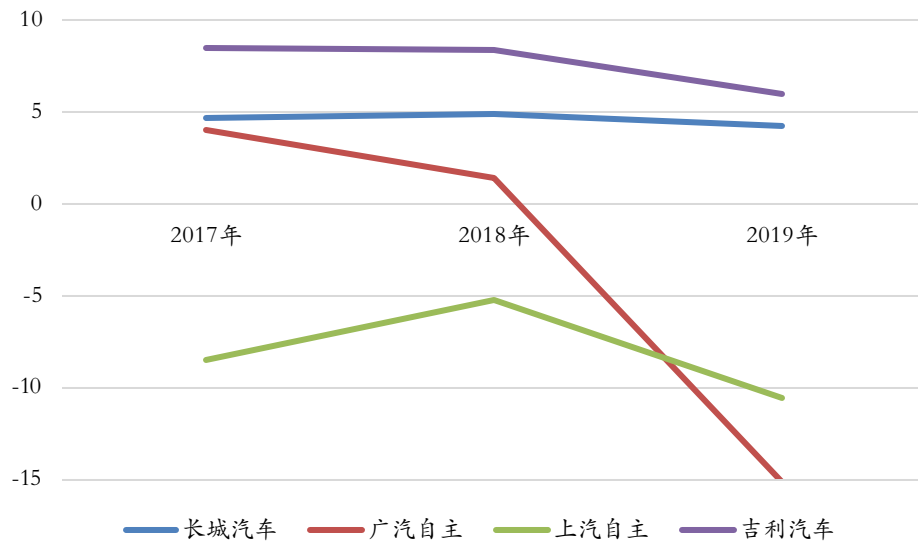
 注: 零整比系数 (反映维修成本) = \sum 整车所有装车配件价格 / 整车销售价格 $\times 100\%$;

 常用配件负担指数 (反映维修过程中更换配件费用负担) = \sum (单个常用配件价格 \times 配件损失率) / 整车销售价格 $\times 100$;

 保养指数 (反映每百公里养护所需的费用) = \sum 周期内养护负担费用 / 60000 $\times 100$

3) 公司践行廉洁文化, 供应链控本能力出色。廉洁文化是长城企业文化中的一个重要组成部分, 公司明确规定员工不得以任何理由与供应商私下用餐。为了杜绝腐败, 长城会跟每个供应商签订“阳光协议”, 明令禁止合作企业以任何形式向长城员工赠送礼金、礼品或邀请餐饮娱乐等消费活动。企业以这种形式杜绝了腐败现象的滋生, 消除了企业员工可能的“灰色收入”, 从而降低了可能因腐败而产生的“多余的”零部件成本。为了保证员工的绝对廉洁, 长城还对“重点廉洁岗位人员”的在岗时长进行限制, 用轮岗制度杜绝腐败产生。由于供应链的有效控本, 公司的单车盈利水平在自主中相较于上汽、广汽具有较大的优势。(吉利单车利润略高于长城的主要原因在于吉利将大部分的研发支出资本化, 而长城将大部分研发支出费用化, 直到 2018 年开始长城才将部分研发支出资本化, 导致过往年份整体期间费用长城远高于吉利。)

图 5：长城供应链控本能力较强，单车利润高于大部分自主车企（单位：千元/辆）

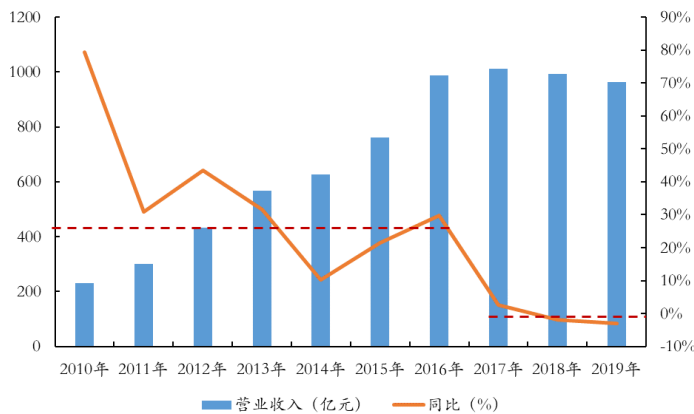


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.3. 控本见长，营运高效

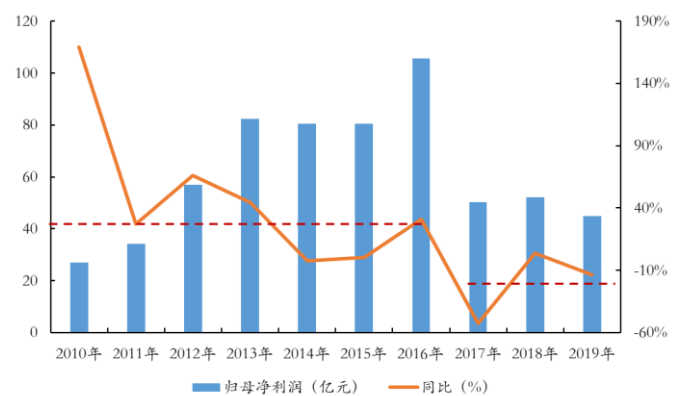
把握 SUV 红利，公司营收实现九年五倍，CAGR 达 17.24%。2010-2019 年，公司营收由 229.86 亿元增长至 951.08 亿元，CAGR 高达 17.24%。其中，2010-2016 年，公司成功把握 SUV 红利，SUV 销量六年增长 6 倍，SUV 占比增长了 40%，营收和归母净利快速增长，GAGR 分别高达 27.47%和 25.50%，毛利率和净利率分别稳定保持在 25-30%和 10%-15%。2017 年后，受行业萎缩和 SUV 市场竞争加剧的影响，公司营收停滞不前，稳定维持在 950-1000 亿元，业绩出现腰斩，2017-2019 年归母净利仅为 2016 年的一半，盈利水平下跌。

图 6：2010-2019 年，公司营收 GAGR 高达 17.24%



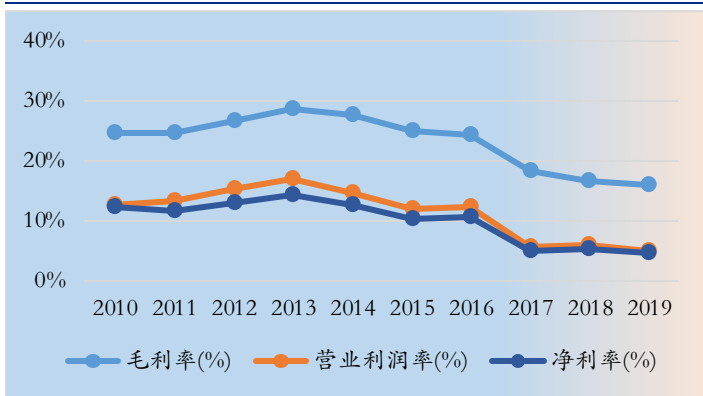
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：2010-2019 年，公司归母净利 GAGR 为 5.83%



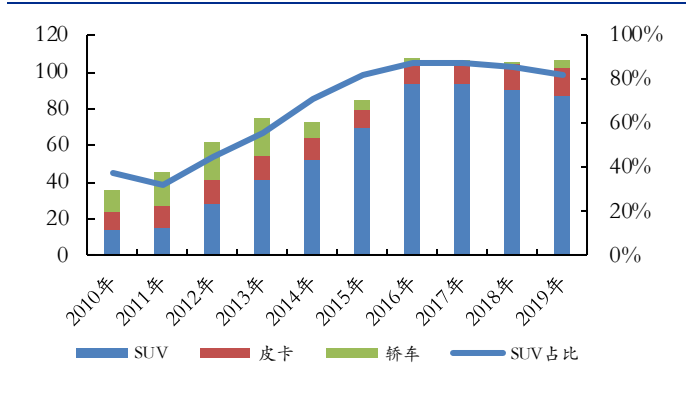
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：2010-2019 年，公司盈利水平自 2017 年下滑



资料来源：wind，安信证券研究中心

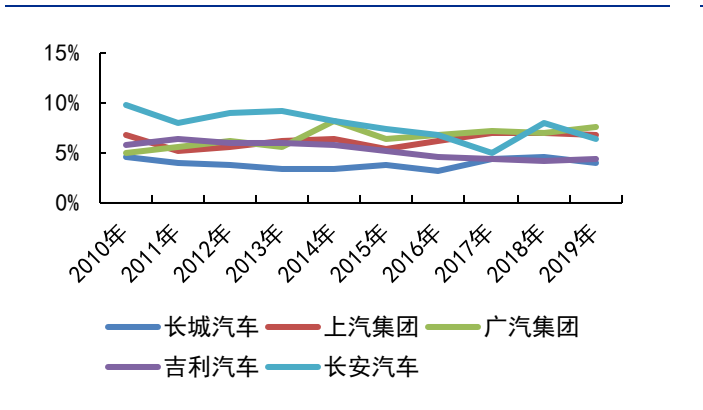
图 9：2010-2019 年，SUV 销量和占比大幅提升



资料来源：wind，安信证券研究中心

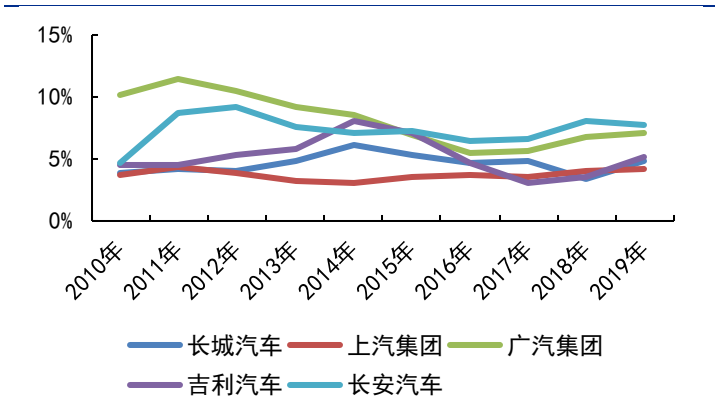
公司控本能力一流。从费用率来看，公司的销售费用率一直保持在 5% 以下，处于行业最低水平，主要原因是早期公司长期坚持不打广告，后期即使加大广宣投入，销售费用率仍低于同行。2010-2019 年，公司的管理费用率行业第二，仅高于上汽，主要原因是公司长期坚持研发的“过度投入”，导致其管理费用中的技术开发费较高，2018 年公司通过将大部分研发支出进行资本化有效降低了管理费用率。2010-2019 年，公司财务费用率在 0% 上下波动，处于行业较低水平。整体来看，公司控本能力一流，2010-2019 年公司期间费用率整体控制在 8% 左右，是行业最低水平，低于行业平均水平 3-4pct。

图 10：2010-2019 年，公司销售费用率行业最低



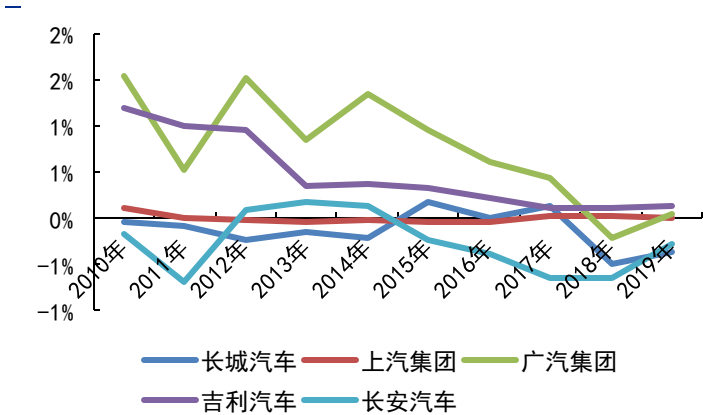
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11：2010-2019 年，公司管理费用率处于行业较低水平



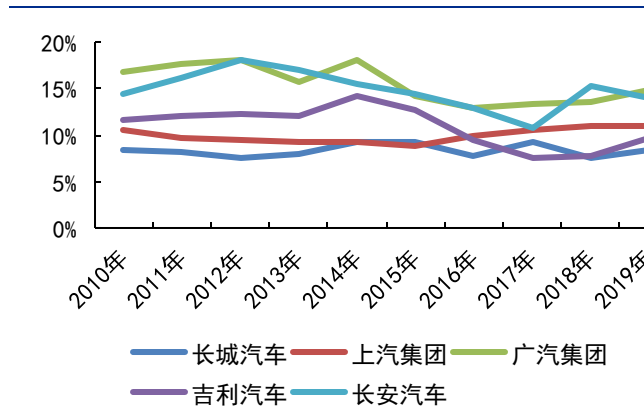
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 12：2010-2019 年，公司财务费用率处于行业较低水平



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 13：2010-2019 年，公司期间费用率行业最低



资料来源：wind，安信证券研究中心

公司营运能力出众。2010-2019 年，公司应收账款周转率行业最高，超过行业平均水平 20 以上，而应付账款周转率维持在 3-4，与长安汽车同处行业最低，低于上汽和广汽至少 2-3，在产业链中的话语权高，营运能力强。

图 14：2010-2019 年，公司应收账款周转率行业最高

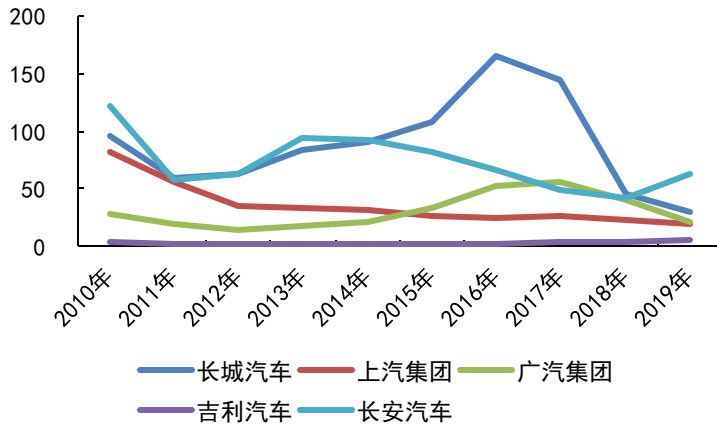
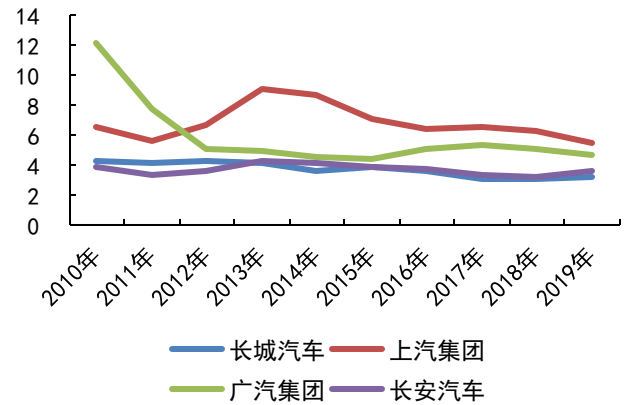


图 15：2010-2019 年，公司应付账款周转率行业最低



资料来源：wind，安信证券研究中心

资料来源：wind，安信证券研究中心

1.4. 小结

公司作为自主品牌龙头，深耕汽车三十载，专注皮卡和 SUV。公司从 1984 年的只做改装业务的小制造厂发展成为中国自主汽车品牌龙头，在皮卡和 SUV 市场叱咤风云，把握 SUV 红利，营收实现九年五倍，关键在于公司具备三大核心竞争力。1) 公司产品质量好，SUV 安全性能国内领先。2) 保有量大，维修与配件成本优势国内领先。3) 公司践行廉洁文化，供应链控本能力出色。

2. 一体两翼，SUV 启动下半场

2.1. 新品周期，跑赢突围赛

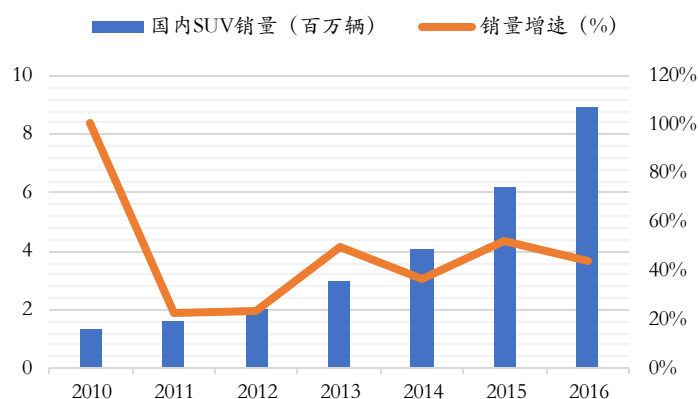
2.1.1. 历史复盘：聚焦 SUV，上半场成功落幕

2017 年前长城成功把握 SUV 红利，而后盈利增长逐步减速进入调整期。我们以 2017 年为节点，对长城过去发展的高峰与低谷进行复盘。

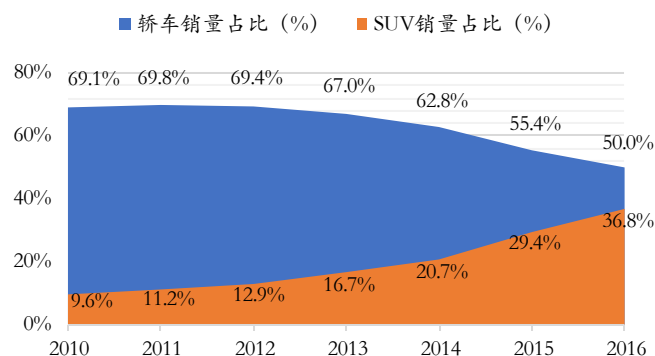
1) 2010-2016 年：长城成功把握 SUV 浪潮而崛起

2010 年-2016 年长城把握住 SUV 浪潮进入高速发展期。SUV 行业的销量从 2010 年至 2016 年增长了 760 万辆，复合增速约为 37.6%。SUV 车型在国内乘用车的销量占比也从 2010 年的 10% 大幅上升到 2017 年的 37%，相较于轿车市占率的连年下降，可以看出国民对 SUV 的喜爱也越发高涨。其背后的主要原因是由于居民购买力的提升，增强了消费者对城市 SUV 空间大、视野好、通过性高等优势的偏好。

图 16:2010-2016 年为 SUV 红利期, SUV 行业 CAGR 为 37.6% 图 17: 2010-2016 年为 SUV 红利期, 占比迅速提升



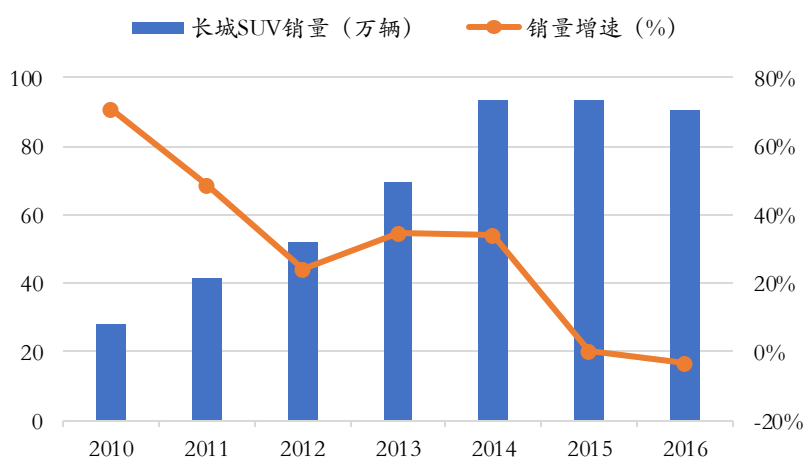
资料来源: WIND, 安信证券研究中心



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

长城凭借哈弗的高性价比快速打开中低端 SUV 市场。长城作为专注于皮卡与 SUV 领域的自主龙头车企, 最初借助皮卡市场的基础于 2002 年进入 SUV 市场, 当时 SUV 市场尚处于启动阶段, 竞品较少。长城将自身定位于优秀自主品牌, 与合资品牌相比保持明显的价格优势, 与自主品牌竞争中依靠优良品质与先进技术获得溢价, 满足二三线省市中等收入居民的购车需求。据公司官网, 公司通过长期聚焦 SUV 市场, 凭借哈弗品牌连续多年占据 SUV 市场的销量第一, 成功把握住了 SUV 市场高速增长的机会。

图 18: 长城把握住 SUV 浪潮, SUV 销量 CAGR 为 37.6%



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

长城基因中的廉洁文化与高效决策奠定龙头基础。长城的 SUV 崛起离不开其优秀的控本能力, 其中对供应链采购成本的把控尤为严格。长城以高额罚款杜绝了其他企业经常发生的采购“回扣”等腐败现象, 降低了零部件采购“多余”的成本。同时, 长城管理层对于市场机遇的快速反应与决策, 也使之成为 SUV 市场红利的最大受益者之一。在 21 世纪初, 相较于长安、奇瑞和吉利, 长城在乘用车领域处于下风, 仅拥有皮卡的生产资质, 而其他三家自主已具备轿车生产资格。但董事长魏建军先生及管理层并不满足于皮卡领域, 通过自主研发与海外考察、合作, 在 2002 年就推出了全国首款经济型 SUV 赛弗, 年销量突破三万辆, 而在短短 3 年后, 就再次推出爆款车型哈弗 SUV, 据汽车之家, 并在之后连续 7 年占据了销量冠军的位置。对比之下, 其他三家自主品牌, 对 SUV 市场的判断与反应速度不及长城, 在 2003 年步入 SUV 元年后, 经过多年才推出自己的首款 SUV, 但此时中低端 SUV 市场已被长城牢牢把握。

图 19: 历史: 长城以皮卡为基础, 认准时机快速决策推出 SUV, 奠定龙头基础

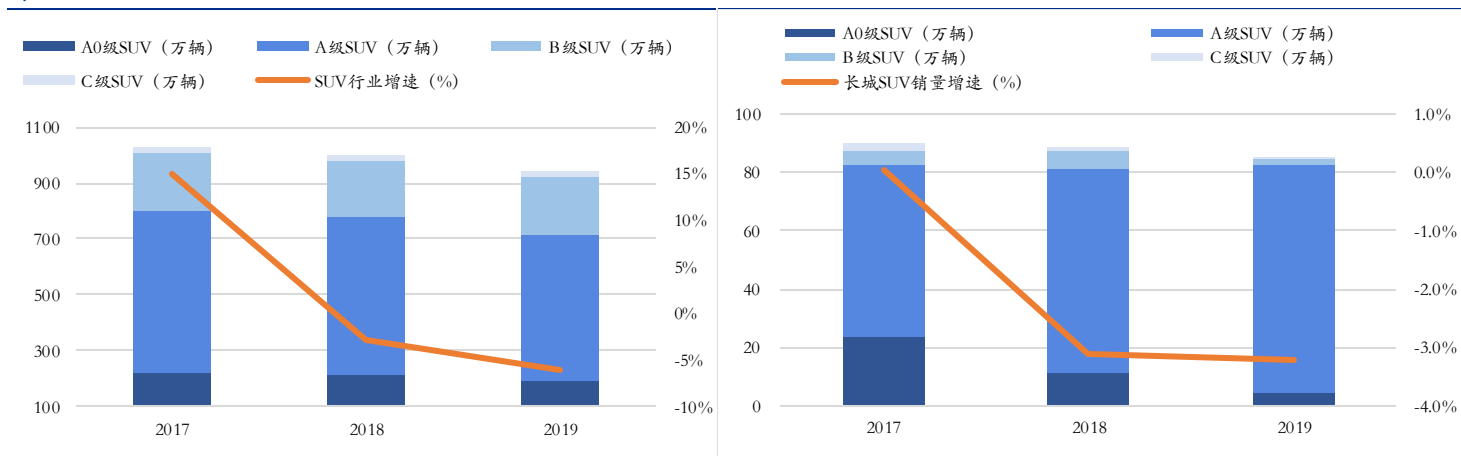


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2) 2017-2019年: 长城受SUV需求疲软与竞争加剧影响开始减速调整

2017-2019年长城受SUV需求疲软影响步入减速调整期。随着经济增速放缓, SUV渗透率逐渐提高等因素, SUV行业从供不应求转向供过于求, 造成SUV销量增速陷入下行的整体趋势。同时, 中低端SUV市场的新进入者快速增多, 叠加生产商产能的盲目扩张, 也加剧了同业之间竞争。其中紧凑型 and 小型SUV的市场, 由于中低端消费者的价格敏感性高, 销量降幅最大, 整体SUV行业的年复合增速为-4.5%。受行业需求减少影响, 长城的销量增速也开始由正转负, 年复合增速为-3.2%, 造成整体盈利水平下滑。

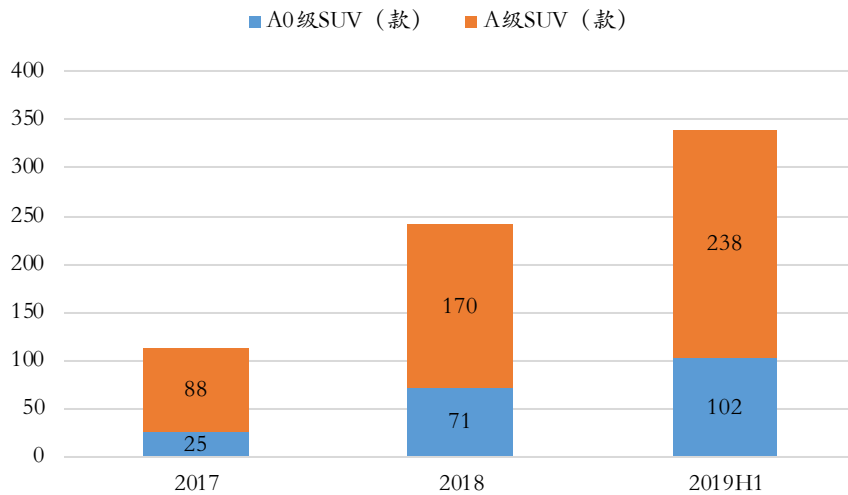
图 20: SUV市场萎缩期, A级与A0级降幅较大, 行业CAGR图 21: 长城SUV销量下滑, A级销量占比增加, CAGR为-4.5%



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 22: 中低端 SUV 新进入者增多, 压缩长城市场销量



资料来源: 威尔森监测, 安信证券研究中心

长城中高端技术与品牌力较弱加上产品差异化不足进一步造成销量下滑。长城 SUV 产品长期囿于中低端市场, 市场空间较小。背后原因是长城中高端技术的缺失, 造成产品性能难以超越同价位的合资产品。消费者长期对哈弗品牌中低端的认知, 也削弱了其在中高端市场的品牌号召力。同时, 其他自主品牌推出越来越多优质的中低端 SUV 车型, 相比之下, 哈弗的新产品与换代车型在性能与设计上没有体现出明显的差异化, 降低了消费者的新鲜感与购买欲望。加之哈弗 SUV 长期在油耗上高于其他自主品牌, 共同造成长城 SUV 的销量下滑。

表 4: 长城中高端 SUV 技术与品牌力不足、油耗偏高, 造成销量乏力

	哈弗 H8 (2017 款)	广汽丰田汉兰达 (2017 款)
2017 年销量 (万辆)	0.8	10
厂商指导价 (元)	21 万	24 万
轴距 (mm)	2915	2790
工信部综合油耗 (L/100km)	9.5	8.2
并线辅助、车道偏离预警系统、车道保持辅助系统 (智能功能)	✓	×
前/后驻车雷达、驾驶辅助影像	✓	×
巡航系统 (自动驾驶功能)	自适应巡航	×
技术缺陷	后主减速器精度差, 用户反馈存在敲击杂音	

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

表 5: 哈弗系列换代产品变化少、差异化不足, 造成 A0 级车型销量大幅下滑

改款前后对比	哈弗 H2 (2018 中期改款)	长安 CS35 Plus (2018 改款)
18-19 年销量变化	下降 7 万辆	增长 1 万辆
外观变化	延续家族设计, 变化较少	全新造型 (黑曜石贯通式格栅、贯穿式尾灯)
智能网联功能变化	无新增智能配置	首款搭载“腾讯智能生态系统”车型
车身尺寸变化	车身高度提升 0.1 米	车长增加 0.2 米, 轴距增加 40mm
内饰设计变化	延续家族设计, 内饰变化较少	全新的环抱式中控设计, 全新样式的挡杆和全景天窗

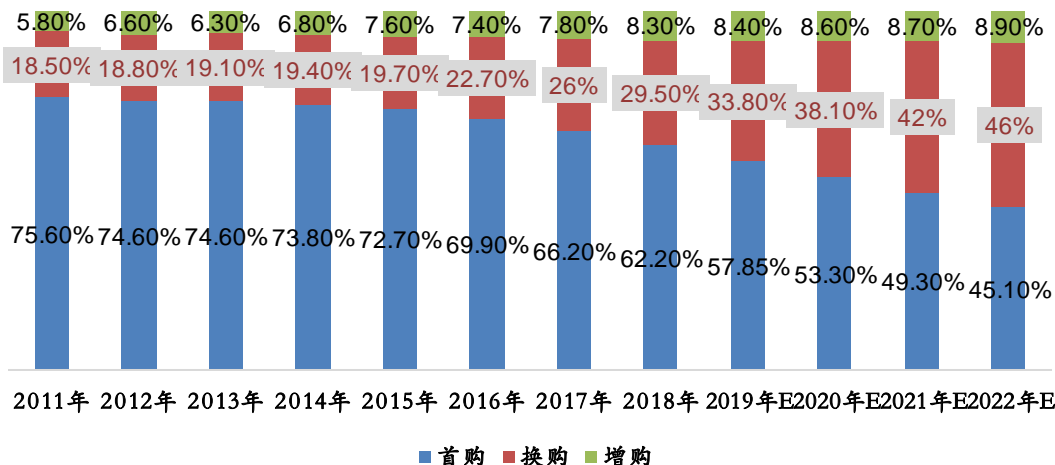
资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

2.1.2. 国内市场: 首购+换购, 长城两端开花

中国乘用车市场进入换购期。根据每年出生人口推演, 中国人口拐点已现, 预计 2018 年适龄购车人口数量开始步入下滑期, 直至 2030 年逐步企稳。1985-1991 年“婴儿潮”期间出

生的人口已迈入三十岁，不少已购车，而婴儿潮后出生人口呈显著下降趋势，预计未来十年乘用车首购人群基数将进一步降低。同时，中国年轻人口向用车成本更高的一二线城市流入的整体趋势不变，单身和晚婚群体增加，首购潜在人群购车欲望受削弱。根据国家信息中心数据和安信证券研究中心测算，2016年开始，中国乘用车市场进入换购周期，2019年换购比例约为33.8%，预计未来三年每年以4pp快速提升，至2022年换购比例将超过首购。

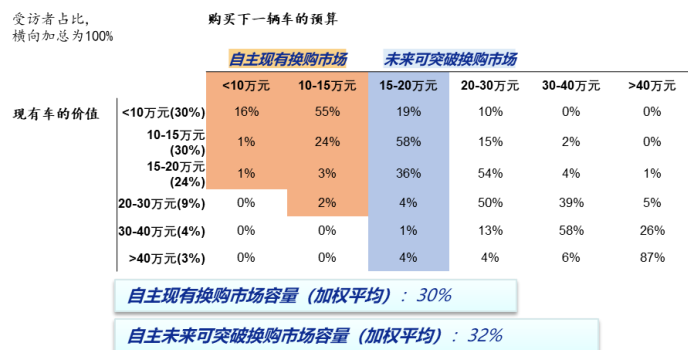
图 23：2016 年开始，中国乘用车市场进入换购周期



资料来源：国家信息中心，安信证券研究中心

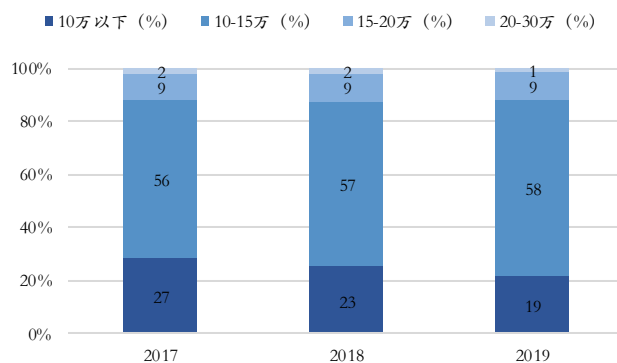
换购对于自主来说，是挑战也是机遇。1) 挑战：换购消费升级趋势明显，换购市场的参与者以 15 万元以上的车型为主，多是合资和豪华品牌，低端车型的换购市场较小。自主价格区间多集中在 15 万元以下，对应的换购容量较小。2) 机遇：一方面，自主高端化破局迎来增量。据麦肯锡数据，我们测算出自主现有的换购市场容量是 30%，如果自主能够突破 15-20 万价位区间，那么换购市场容量将接近翻倍。另一方面，一半左右的换购消费者都偏好选择 SUV，根据测算，2020-2022 年自主 SUV 现有换购市场容量分别为 117 万辆、141 万辆、158 万辆，假设分别突破 15-20 万价位和 15-30 万价位，换购市场总容量将分别提升 32%和 58%，自主高端化突破将显著提升 SUV 换购市场容量。

图 24：自主现有换购市场空间小，突入 15-20 万后，换购空间将接近翻倍



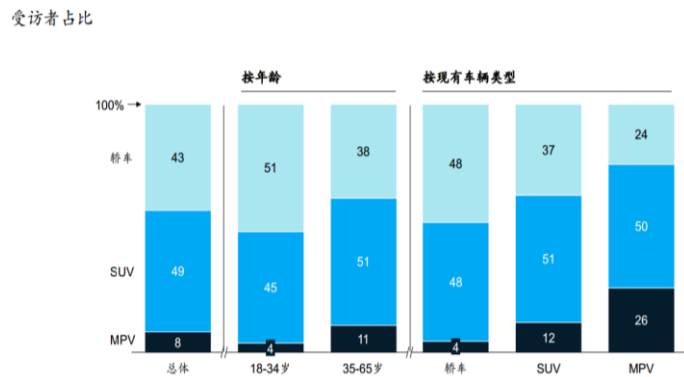
资料来源：麦肯锡，安信证券研究中心

图 25：长城 15 万以下车型销量占比大，对应换购市场空间小



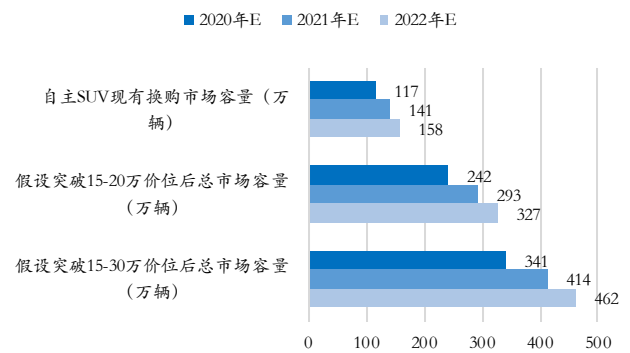
资料来源：麦肯锡，安信证券研究中心

图 26: SUV 车型是半数换购消费者的首选



资料来源: 麦肯锡, 安信证券研究中心

图 27: 自主 SUV 现有市场空间小, 高端化突破为破局关键



资料来源: 麦肯锡, 安信证券研究中心

全新动力总成问世, 大幅增强公司产品竞争力。短期来看, 面对市场需求下滑, 竞争加剧的挑战, 长城发挥了长期坚持研发“过度投入”的优势, 实现了在发动机和变速箱领域的技术突破。1) **第三代 1.5T 发动机提升动力性能, 降低油耗**: 最大功率与扭矩在自主中名列前茅, 2020 年下半年将搭载哈弗 H6、M6 和 F7 等畅销车型上市, 能够在城市工况和起步情况下增大动力输出, 同时有效降低油耗。是同价位竞品中性能较高的发动机。相比前一代机型, 最大功率与升功率提升 8% 以上, 而热效率将提升 3.4%, 预计在 2020 年 6 月投产。2) **全新 9DCT 变速器**: 长城在 2019 年发布了中国首款 9DCT 变速器, 以及基于此 9 速平台的混合动力版本。它是基于全新架构开发的具有高承载、轻量化、小型化特性的 9 挡湿式双离合自动变速器, 其内置了集成式 TCU (自动变速控制单元)、双驱动泵等技术, 使得综合效率提升了 3.5%, 重量降低了近 10%, 搭载长度也缩短了近 10%。从 7DCT 进化到 9DCT, 将进一步提升长城 SUV 在档位切换过程中的经济性与动力性, 支持其向高端化的突破。而**基于 9DCT 打造的混动高性能版三离合器变速器 9HDCT**, 由于体积比 7DCT 更小, 可以布局在插混车型的 P2 位置形成三离合器设计, 配合 P2+P4 电机构型, 形成高性能全时电四驱系统, 使车辆的百公里加速时间缩短到 5 秒。面对威胁, 长城推出性能更强的发动机和变速器, 以及与动力总成更加匹配的全新平台架构, 未来随着哈弗、WEY 系列的换代与新车型的上市, 长城 10-20 万价区的 SUV 市场份额有望提升。

表 6: 第三代 1.5T 发动机性能显著突破

发动机	长城第二代 1.5T	长城第三代 1.5T	性能提升
最大功率 (kW)	124	135	↑8.9%
峰值扭矩 (Nm)	285	285	不变
升功率 (Kw/L)	80	86.7	↑8.4%
最大热效率	35.30%	36.50%	↑3.4%
第三代 1.5T 投产时间与产能	将于 2020.6 投产, 年产 25 万台		

资料来源: 汽车之家, 环评数据, 安信证券研究中心

表 7：长城最新 1.5T 发动机动力性能与功率在自主中名列前茅，将搭载于哈弗系列畅销车型

	长城	长安	吉利	广汽	上汽
型号	第三代 1.5T(EB07)	JL476ZQCF	JLH-3G15TD	4A15J1	15E4E
最大功率 (Kw)	135	131	130	124	124
最大功率转速 (n/min)	5500~6000	5500	5500	5000	5500
最大扭矩 (Nm)	285	265	255	265	250
最大扭矩转速 (n/min)	1400~3500	1450-4500	1500-4000	1700-4000	1700-4300
升功率 (Kw/L)	86.7	87.4	88	82.9	83.2
搭载车型	未来将配套哈弗 H6、M6、F7 等畅销车型	长安 CS75	吉利 ICON	传祺 GS4	荣威 RX5

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

表 8：全新 9DCT 变速器性能显著提升

性能提升指标	长城最新 9DCT 变速器
变速器综合效率	提升 3.5%
变速器重量	降低 10%
油耗	降低 4%
百公里加速时间	缩短 4%

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 9：同级别车型中，全新 9DCT 变速器拥有更大扭矩容量和更快的换挡速度

	长城	吉利	长安
最新变速器	自研 9DCT 变速器	自研 7DCT 变速器	爱信 6AT 变速器
配套车型	WEY	领克 02	长安 CS75
最大扭矩容量 (Nm)	400	330	250
变速器供油方式 (影响液压传动平顺性)	机械泵+电子泵的双泵供油	电子油泵供油	-
换挡平顺性	平顺性较好	一般，低档位稍有顿挫	平顺性极佳

资料来源：公司官网，汽车之家，安信证券研究中心

长期来看，面向新能源，长城已在电动化全产业链进行布局，旗下蜂巢能源电池已经实现自产自销。在电动整车领域，长城坚持“多条腿走路”，产品覆盖了纯电动+混动+氢燃料车型，在推出纯电动“欧拉”品牌的同时，与宝马合资成立“光束”。长城旗下“欧拉”电动车重点聚焦中低端城市代步车市场，基于自主研发的 ME 纯电动平台，将分别打造 R 系列 A00 级纯电代步车和 iQ 系列纯电紧凑型跨界 SUV，目前推出了 iQ、R1、R2 三款产品。相较于市面上大多数自主电动品牌，长城不做“油改电”，不做“政策车”，反而坚持正向研发电动平台，未来在政策补贴退坡后，将更有能力利用平台化降本在激烈的竞争中存活下来。同时还与宝马合资成立“光束”，未来将研发 MINI 电动版以及长城新车型。目前已规划产能 16 万辆，预计 2022 年投产。

图 28：长城新能源目前产品覆盖纯电动+混动+氢燃料车型



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

长城旗下蜂巢易创正向开发多款电动平台，2020 年将推出全新平台架构，未来将衍生出多款新能源轿车、皮卡与 SUV。在纯电动领域，已开发出属 ME 平台，产品涵盖 A00 到 A0 级轿车、SUV 以及商用车；混动领域，开发出了 Pi4 平台，主打“插混+智能化+四驱”的高端插混 SUV 产品，目前是 WEY 系列专属平台；在新能源皮卡领域，还开发了 PEi 非承载电驱平台，主打未来高端乘用车化皮卡产品。

表 10：蜂巢易创打造多款电动平台，涵盖多种动力，覆盖轿车、SUV 和皮卡

	平台名称	衍生产品
纯电动	2020 全新平台 ME 平台	2020 全新电动车型，分别为 A 级车和 B 级车，空间将越级 产品涵盖 A00 到 A0 级轿车、SUV 以及商用车
混动	Pi4 平台	“插混+智能化+四驱”的高端插混 SUV 产品，目前是 WEY 插混系列专属平台
氢动力	XEV 平台	2020 年将推出第一款氢动力车
皮卡领域	PEi 非承载电驱平台	主打未来高端乘用车化皮卡产品

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 11：基于新平台两款新电动车将上市，内部空间越级

	A 级轿车	B 级轿车
产能 (万辆)	4	6
发动机	80kW (电动机)	80kW (电动机)
车身结构	5 门 5 座 两厢轿车	4 门 5 座 三厢轿车
最高车速 (km/h)	144	150
保修政策	5 年或 12 万公里	3 年或 12 万公里
动力类型	纯电动	纯电动
长 x 宽 x 高 (mm)	4467x1771x1549	4642x1850x1642
轴距 (mm)	2700	2880
车重 (kg)	1494	2090
内部空间越级	在车长短 10cm 的情况下，轴距能长 15cm	

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在电池领域，长城独立了蜂巢能源，实现动力电池技术自主可控。蜂巢能源前身为 2012 年成立的长城汽车动力电池项目组，2016 年成立电池事业部，2018 年 2 月独立为蜂巢能源科技有限公司。蜂巢目前电池产品已覆盖 A00 级至 B 级车，并配套长城所有新能源车型。

表 12：长城坚持“过度投入”，蜂巢能源动力电池研发水准不断提高

研发领域	新能源汽车电池、电芯、模组、电池系统、BMS 储能系统的研发制造及创新
资金投入	至 2020 研发投入预计达 13.3 亿，在全球 6 个国家，设有 7 个研发中心和 5 个制造基地
研发人员	高管团队主要来自三星 SDI、奥托立夫、法雷奥等 tier1 企业，共有 1100 多名研发人员
研发成果	能源电池领域已完成申请专利 650 项，其中发明型专利占比 40%

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

表 13：电动产品目前已覆盖 A00 级至 B 级车，已配套长城所有新能源车型

应用领域	电池名称	电池性能	已配套车型
PHEV 车型	51Ah (PHEV)	纯电续航里程 80km	WEY P8
增程式混动车型	软包 56Ah(1.6C 快充)	续航里程达到 400km，整车质保达到 5 年 50 万 km 的要求	欧拉 IQ
A00 级纯电动车	104Ah (BEV)	续航里程 300-350km	欧拉 R1
A0 级纯电动车	126Ah (BEV)	续航里程 300-400km	
A 级运营版纯电动车	86Ah (2C 快充)	续航里程 400-450km，满足 5 年 50 万 km 的质保要求	
B 级纯电动车	126Ah (BEV)	续航里程 500km	
全新纯电动平台 A 级车型	156Ah (BEV)		
全新纯电动平台 B 级以上车型	117Ah (BEV)		

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

蜂巢能源技术出众，逐步实现大比例外供，向长城提供利润回报。从未来订单角度来看，由于公司与宝马的良好合作关系和欧洲新能源补贴标准提高，公司将率先发力欧洲市场，已经开始与包括宝马、PSA 等在内的国际车企洽谈对接，按照规划，到 2025 年，蜂巢外供比例将达到 70%，成为市场化的独立供应商。目前正在做公司产品测评的车企包括国内的吉利、奇瑞、广汽、一汽、东风、蔚来、北汽等，欧洲 PSA 已经通过了蜂巢电池的测评，奥迪、戴姆勒也正在测评，其未来订单可期。

表 14：蜂巢 2025 年外供比例将达到 70%，未来订单可期

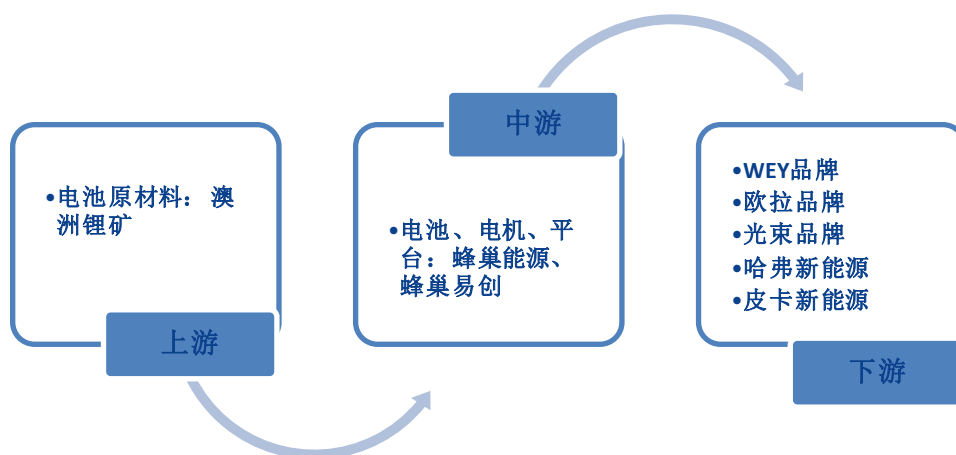
电池外供车企	目前进度
欧洲市场：宝马、PSA、奥迪、戴姆勒	PSA 已经通过了蜂巢电池的测评；其余三家已洽谈对接，正在测评，按照规划，到 2025 年，蜂巢外供比例将达到 70%
国内市场：吉利、奇瑞、广汽、一汽、东风、蔚来、北汽	正在做公司产品测评

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

在电池上游原材料领域，长城收购澳洲锂矿企业 3.5% 的股份。长城汽车在 2017 年以 1.46 亿元人民币收购了拥有澳洲 Pilgangoora 锂矿的 pilbaraMinerals 公司 3.5% 的股份，成功切入电池原材料上游领域。

总结来看，基于全球电动化政策导向的大背景下，长城在动力电池、电驱动和电动平台的技术积累与突破，以及在全产业链的布局将产生协同效应。在未来电动汽车领域的竞争中，长城将拥有更高的护城河，为发展新能源汽车提供有力保障，并有机会在电动市场持续抢占市场份额。

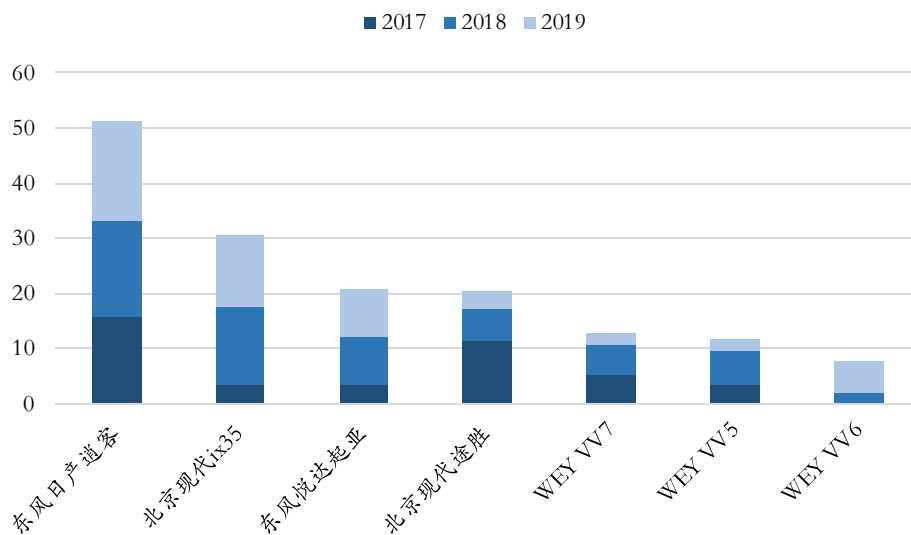
图 29：长城汽车在新能源全产业链布局，未来将降低原材料及零部件成本，产生协同效应



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

合资价格下探，长城高端化承压。近年来，合资品牌价格不断下探，面对 15-20 万市场中合资 SUV 的品牌和实力，长城在中高端产品竞争力不足，同级别中高端 SUV 中，WEY 销量水平明显低于合资 SUV。2020 年二季度长城车型将实现 L2.9 级别的自动驾驶，2021 年将达到 L3 级别，但在同等价位的合资车由于品牌溢价较高，智能级别将低于长城。随着国内消费群体年轻化，智能网联功能愈发得到重视，长城有望凭借其智能化配置在中高端 SUV 市场获得更多增量。

图 30：同级别中高端 SUV 中，WEY 销量水平明显低于合资 SUV



资料来源：交强险，安信证券研究中心

表 15: 同级别合资 SUV, 在智能网联的配置上整体低于 WEY 系列

	WEY VV7	途胜	逍客	WEY VV6	智跑	ix35
厂商指导价(元)	18.88 万	18.99 万	18.59 万	15.50 万	14.89 万	15.19 万
厂商	长城汽车	北京现代	东风日产	长城汽车	东风悦达起亚	北京现代
级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
最大功率(kW)	167	130	113	167	103	118
最大扭矩(N·m)	387	265	204	387	242	193
发动机	2.0T 227 马力 L4	1.6T 177 马力 L4	2.0L 154 马力 L4	2.0T 227 马力 L4	1.4T 140 马力 L4	2.0L 160 马力 L4
车道保持辅助系统	√	√	×	√	×	×
道路交通标识识别	√	×	×	√	×	×
倒车车侧预警系统	√	×	√	√	×	×
巡航系统	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航	定速巡航
自动泊车入位	√ 可选装	×	×	×	×	×
陡坡缓降	√	×	×	√	√	√
远程启动功能	√	×	×	√	√	×
方向盘换挡	√	×	×	√	×	×
全液晶仪表盘	√	×	×	√	×	×
液晶仪表尺寸	12.3 英寸	7 英寸	5 英寸	12.3 英寸	7 英寸	-
内置行车记录仪	√	×	×	×	×	×
主动降噪	√	×	×	×	×	×
手机无线充电功能	√	×	×	×	×	×
中控液晶屏尺寸	12.3 英寸	10.3 英寸	9 英寸	12.3 英寸	8 英寸	9.6 英寸
面部识别	√	×	×	×	×	×
OTA 升级	√	×	×	√	×	×

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

中远期看, 长城有望借道智能化逐步缩小与合资车企的差距。

1) 自动驾驶: 长城自动驾驶产品性价比高, i-Pilot 自动驾驶平台技术领先, 五年后全力实现 L5 自动驾驶。长城从 2009 年开始进行驾驶辅助的技术研发, 2017 年公司正式发布了“i-Pilot 智慧领航”自动驾驶平台, 该平台集成了长城汽车自动驾驶软硬件系统, 采用可扩展结构和车规级开发流程。目前长城汽车中搭载 i-Pilot 自动驾驶平台的代表车型为哈弗 F7, WEY VV6 以及长城炮皮卡, 都已完全实现真正意义上的 L2 级自动驾驶功能, 整车售价普遍低于市面具备相同功能的合资车型。公司计划到 2020 年, 量产车将超过 L3 级别的自动驾驶水平, 到 2025 年完全实现 L5 级别的自动驾驶。

表 16: 长城自动驾驶规划, 预计 2025 年完全实现 L5 级自动驾驶

	2020	2023	2025
自动驾驶系统	i-Pilot 1.0 与 i-Pilot 2.0	i-Pilot 3.0	i-Pilot 4.0
自动驾驶级别	L3 级	L4 级	L5 级
主要功能	高速路自动驾驶	无人驾驶、车联网 V2X、车辆远程召唤	高适应性无人驾驶

资料来源: 公司官网, 安信证券

2) 网联化领域: 公司与国内外互联网巨头、通信巨头和通信技术巨头深度合作, 共同打造车联网生态, 在自主当中是最为全面的合作。

表 17: 长城深度合作国内外互联网巨头共同打造车联网生态, 在自主当中是最为全面的合作

合作伙伴	具体合作内容与成果
百度	采用百度的小度车载 OS、百度车载视觉 AI、百度车载语音 AI 等多项 AI 能力支持, 实现车内 360 度多模交互的全方位人工智能体验
高德	高德将基于车载导航和 LBS (基于位置的服务) 大数据展开生态合作, 助力长城汽车打造自己的用户运营能力。
腾讯	· 引入腾讯车联 TAI 汽车智能系统生态产品, 在人工智能、内容生态、出行社交等方面深度合作, 并基于长城汽车长期的车型或硬件平台规划, 共同规划下一代“出行机器人”领先型产品、 · 将一同构建智能网联的数据中台, 推动长城汽车完成数据的体系化建设
联通	· 5G&V2X 战略合作 · 提供联通智网科技, 全面承接长城车联网产品和业务, 打造一套可提供包括综合通信服务、智能呼叫中心服务、在线商店、商务运营、TSP 平台等等差异化产品以及先进服务的一体化车联网创新服务体系
移动	· 5G&V2X 战略合作 · 2018 年, 长城汽车与中国移动、华为联合开发的基于 5G 的自动远程驾驶技术在试验场通过测试。
电信	· 5G&V2X 战略合作
华为	将在智能驾驶、智能网联、智能座舱、智能电动、云服务和大数据以及出行服务等方面展开全面战略合作。
高通	提供骁龙汽车 5G 平台, 将提供的低时延数千兆比特传输速度、车道级导航精度和完整的集成式 C-V2X 解决方案, 不仅可以丰富的车载体验、提高汽车和交通基础设施的安全性, 还将助力进入 5G 时代。

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

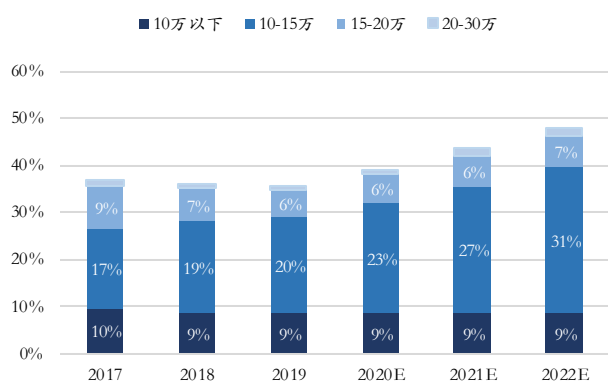
新品周期, 增换购两端放量。未来两年内长城进入 SUV 新产品投放期, 10-20 万 SUV 迎来集中换代, 考虑到新品的价位和竞争力, 我们预计未来 3 年内, 10-15 万价位段的市占率将以 12% 左右的增速提升, 15-20 万的市占率将以 5% 左右的增速增长。得益于 10-20 万集中换代产品带来的销量, 以及尾部自主出清, 长城首购量未来三年将稳步增长。根据换购的预测, SUV 换购占比将持续提升, 随着未来 WEY 系列中高端 SUV 的换代产品推出, 预计长城有望在消费升级明显的换购市场突破 15-20 万元价位区间, 获得更多换购市场份额。加总分价位区间的首购市场和换购市场, 我们预测公司 2020 年总销量可达 81.3 万辆, 至 2022 年突破 110 万辆, CAGR 为 8.7% (2019-2022)。

表 18: 未来两年内长城进入 SUV 新产品投放期

车型	类型	价位区间 (万元)	上市时间
哈弗 H6 换代	紧凑型 SUV	10-15 万	2020 年 8 月
全新越野车 B06	硬派小型 SUV	未知	2020 年 9 月
哈弗 H5 换代	紧凑型 SUV	10-15 万	2020 年底
B01	中型 SUV	未知	2020 年下半年
A30 纯电动	小型 SUV	未知	2020 年下半年
WEY VV5	紧凑型 SUV	10-15 万	2021 年一季度
WEY VV7	中型 SUV	15-20 万	2021 年一季度
哈弗 H2 换代	小型 SUV	10 万以下	2021 年下半年
哈弗 H4 换代	紧凑型 SUV	10 万以下	2021 年下半年

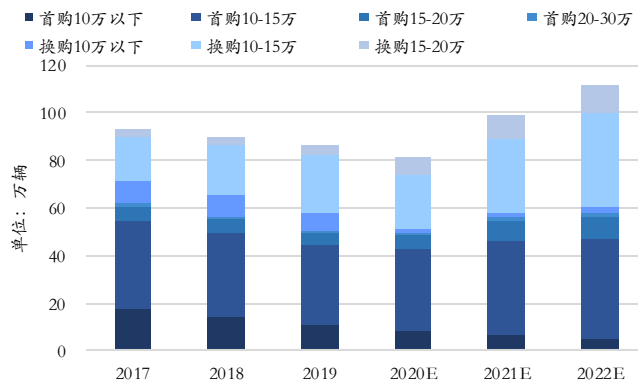
资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

图 31: 新产品周期预计将推动 10-20 万 SUV 市占率提升



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 32: 得益于新产品上市与车型换代, 预测长城未来 3 年内销量上涨, CAGR 为 8.7%



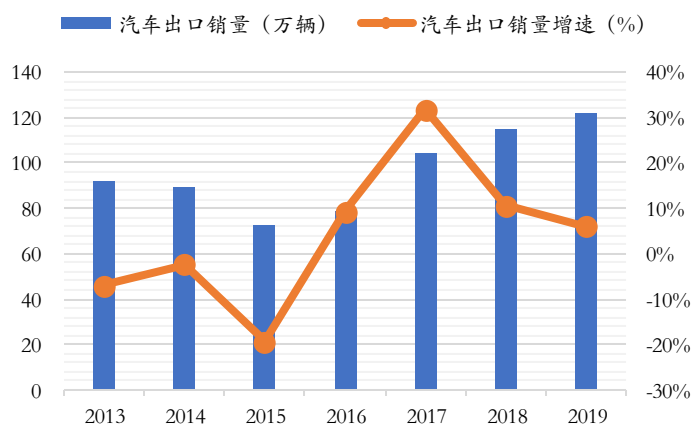
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心测算

2.2. 海外扩容, 开辟新蓝海

2.2.1. 汽车出口市场基数低, 海外研产销加速破局

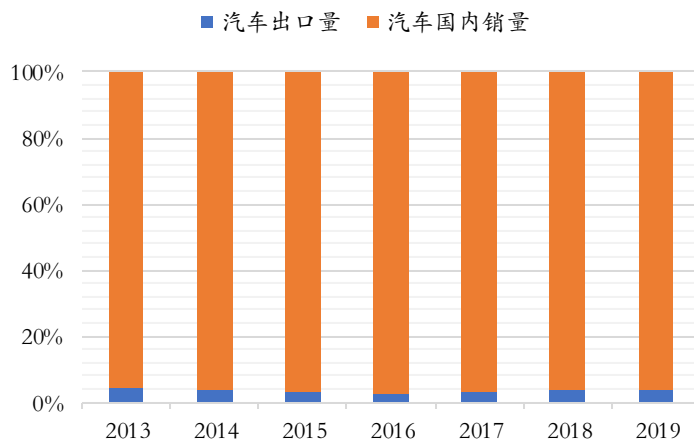
国内汽车市场进入存量博弈阶段, 全球化助力自主车企持续增长。目前我国每年出口乘用车仅约 70 万辆, 相对于 2000 多万辆的国内市场, 目前出口依然处在发展初期阶段。随着近年自主汽车电动化、智能化的性能逐步提升, 在国际车市上的竞争力逐步增强, 近年来越来越多的国产车出口销量提升, 包括上汽、长城和吉利等车企均有不错的业绩表现, 预计自主汽车的出口将成为其新的业绩增长点。

图 33: 2015 年开始, 汽车出口销量稳步攀升, CAGR 5% (2013-2019)



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

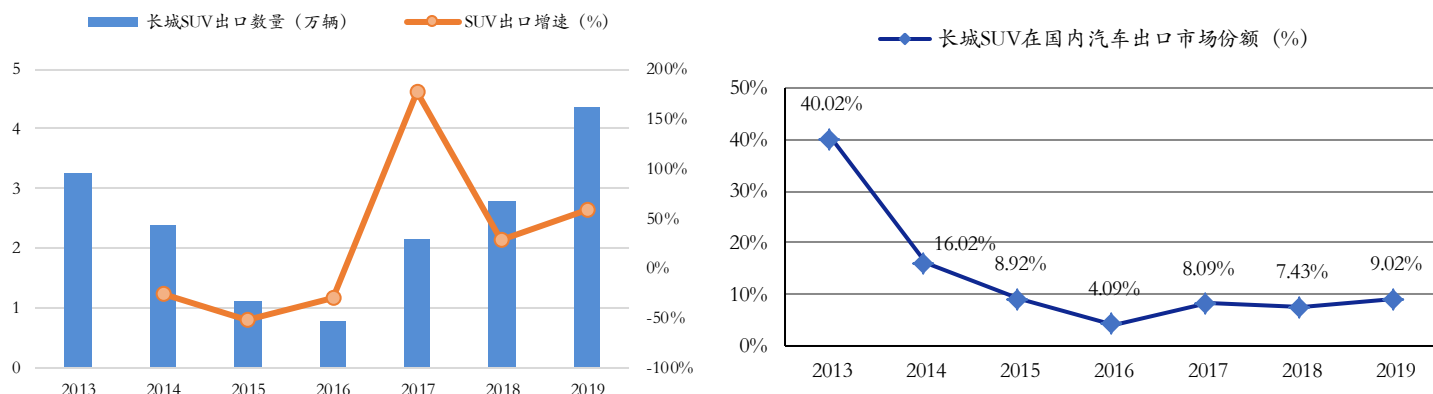
图 34: 国内汽车出口量过往十年占比不超过 5%, 未来提升空间较大



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

长城出口加速, 销量与市占率触底回升。长城 SUV 出口量从 2013 年至 2016 年一路下滑, 主要是由于俄罗斯的乌克兰危机等政治因素影响, 加上卢布暴跌, 导致从中国进口的零部件价格高昂, 长城在俄罗斯失去性价比优势。随着俄罗斯车市回暖, 自 2017 年长城海外的研产销基地逐步发力, SUV 出口量大幅上涨, CAGR 高达 42% (2017-2019 年)。同时, 长城在 SUV 出口市场占有率在 2016 年之前大幅下滑, 主要由于国内汽车出口竞争者不断增多, 整体出口量不断增长, 2019 年长城 SUV 出口市占率回到 9%, 全国排名第六, 未来 SUV 将主要出口俄罗斯和印度。

图 35: 13-16 年受海外政治因素影响, 出口下滑, 2017 年起触底反弹
图 36: 长城 SUV 出口市场占有率在 16 年之前大幅下降, 17-19 年小幅回升

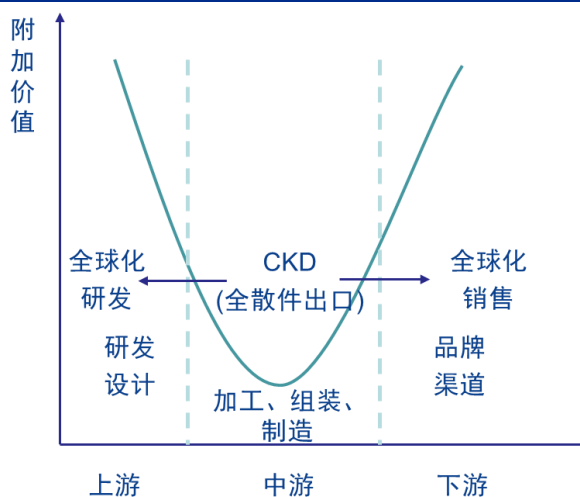


资料来源: WIND, 安信证券研究中心

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

对标丰田, 摆脱 CKD 低附加值出口模式, 长城加快实现海外“研产供销”一体化, 提高资源配置效率。丰田作为全球最成功的跨国车企之一, 其达到在海外量价齐升的局面也是经历了从出口到对外直接投资再到全球资源直接配置的过程。然而对于长城来说, 从宏观的产业链价值上来看, 长城汽车目前仅仅处在出口的初级阶段。产业链的附加价值更多被掌握在左右两端的产品研发与产品营销, 而处在曲线中部的加工制造附加值最低。目前长城汽车以 CKD 模式 (即全散件出口, 并利用当地劳动力组装成整车, 以较低零售价出售) 在海外经营所能带来的附加价值并不高, 在海外经营的价值增量仅处于微笑价值曲线的最下端。

图 37: 汽车产业链微笑曲线, 曲线前后端具备高附加值

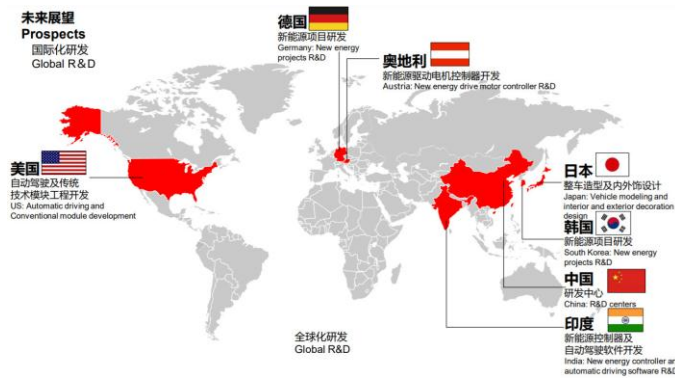


资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

注: CKD 模式 (即全散件出口, 并利用当地劳动力组装成整车, 以较低零售价出售)

长城正朝着类似丰田的产业链全球化不断迈进。1) 在国际化研发方面, 长城在全球七国十地进行国际化研发布局, 先后在德国、日本、美国、印度、奥地利、韩国设立海外研发中心, 推动全球化研发。2) 在生产领域, 长城通过打造“11+5”全球化生产布局, 进一步支撑起长城汽车全球化战略。公司在海外拥有俄罗斯、印度和泰国三个全工艺整车工厂, 以及厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、保加利亚等地的 KD 组装厂, 全球总产能已达 100 万辆。3) 在市场网络建设方面, 公司在海外市场覆盖欧洲、中南美洲、南亚地区、中东地区和非洲地区, 在全球 60 多个国家建立了营销网络, 海外网络已达 500 余家。

图 38：长城在全球七国十地的国际化研发布局



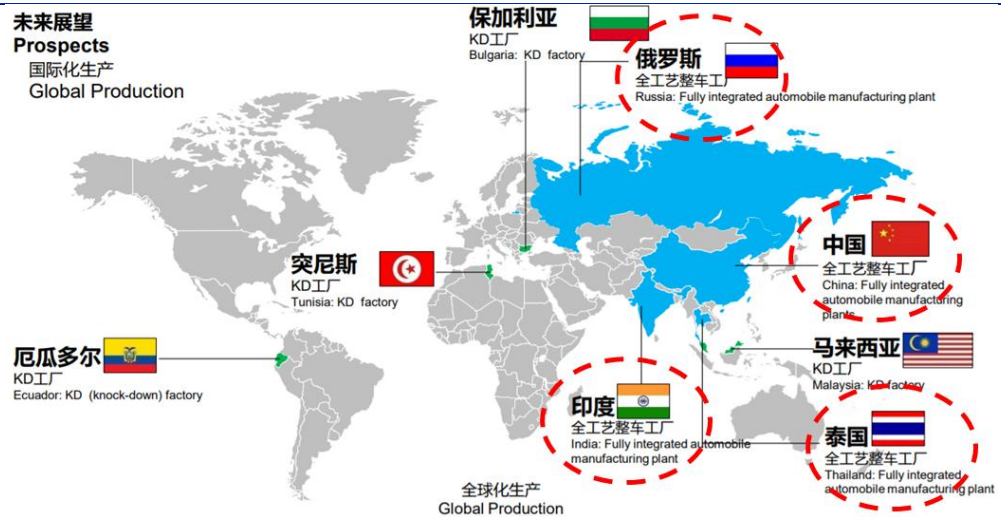
资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 39：海外市场覆盖欧洲、中南美洲、南亚、中东和非洲地区



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 40：长城重点在俄罗斯、印度和泰国布局海外全工艺工厂，未来增量可期



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

注：全工艺整车厂：涵盖冲压、焊接、涂装、总装四大生产工艺的整车制造厂

长城针对中低端 SUV（哈弗品牌）、高端 SUV（WEY）和皮卡车型分别制定了海外战略。具体来看长城在出口海外市场上的战略部署，哈弗“5-2-1”、皮卡“1-2-3”以及“WEY 进军海外”将带领长城汽车进一步出口海外。从市场角度看，SUV 销量扩容重点看俄罗斯和印度，而皮卡增量重点看泰国。

表 19：海外市场成为长城汽车销量扩容的重要战略目标

品牌	提出时间	战略名称	战略内容
哈弗	2019 年	“5-2-1”战略	将利用 5 年时间，实现单年销量 200 万辆，成为全球专业 SUV 第一品牌。
皮卡	2019 年	“1-2-3”战略	在保持国内、出口销量第一的同时，力争于 2020 年实现年销量突破 20 万辆，2025 年全球累计销量突破 300 万辆的目标。
WEY	2018 年	“进军海外市场”	2021 年，品牌计划正式出征海外，进军北美与德国市场

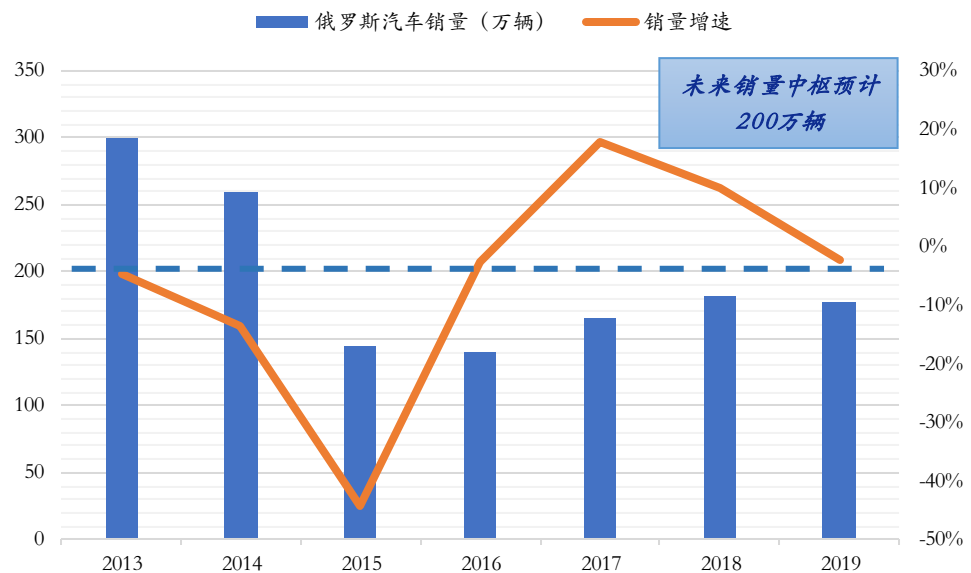
资料来源：公司公告，安信证券

2.2.2. 俄罗斯市场空间广阔，长城份额有望快速增长

俄罗斯是长城正式出征海外的第一站，2019 年 6 月长城在俄罗斯图拉州建造的首个全工艺整车工厂正式投产。从历史销量来看，俄罗斯汽车行业受宏观经济与地缘政治因素影响较大，

2009 年金融危机致销量暴跌，受乌克兰危机、欧美经济制裁等政治因素影响，2012 年起销量大幅下滑，2016 年销量稳步小幅回升，2017-2019 年销量 CAGR 为 3.6%。长期来看，得益于俄罗斯未来远东经济开发战略和“左右舵转换”政策加速，预计销量中枢有望达到 200 万辆。

图 41：俄罗斯汽车行业受经济与地缘政治因素影响较大，2017-2019 年 CAGR 为 3.6%



资料来源：WIND，安信证券研究中心

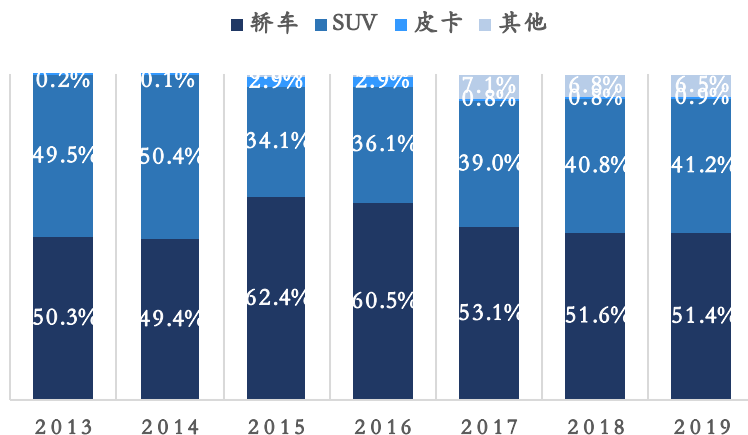
表 20：俄罗斯远东经济开发战略和“左右舵转换”政策，SUV 销量有望增长

未来战略和出口优势	具体内容
俄罗斯远东开发战略	俄远东地区是最大的经济开发区。远东开发作为国家战略，政府推进了一系列基建项目（索契冬奥会、海参崴公路）。基建项目推动了商用车销量攀升，同时经济发展也刺激私家车销量增长。2019 年远东地区汽车销量逆势上涨。
右舵转左舵以旧换新	2018 年，俄罗斯制定政策，限制右舵车的使用，要求居民 2 年内改为左舵车。俄罗斯市场大多是右舵车，意味着大量的旧车需要更换。政府也通过一系列贷款补贴政策推进“右转左”的以旧换新。
气候恶劣、地势起伏	俄罗斯气候寒冷、整体路况条件复杂，加之俄罗斯人身材较为高大，因而 SUV 车型由于空间大、安全性与路面适应性较强，深受俄罗斯人们喜爱。同时由于石油资源丰富，油价便宜（92 号汽油仅 20 卢布约合 2 元/升），降低了 SUV 的使用成本。

资料来源：WIND，安信证券研究中心

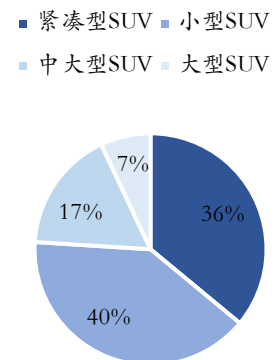
俄罗斯市场 SUV 占比高，份额逐年提升。2013-2014 年，俄罗斯车市中轿车和 SUV 平分秋色，2015 年受外部政治因素影响，价位较高的 SUV 销量大幅下滑至 34.1%，SUV 占比落后轿车近 30%，2016 年以来 SUV 占比逐年回升，2019 年占比达 41.2%，与轿车的差距缩小至 10%。从尺寸来看，俄罗斯 SUV 市场以紧凑型与小型 SUV 为主，份额超过 75%。从价位来看，俄罗斯 SUV 市场以低端车型（约合 10 万元以下）为主，近三年结构逐步向上，中高端 SUV 占比稳步增长。

图 42: 2019 年俄罗斯车市中 SUV 占 41.2%，且逐年递增



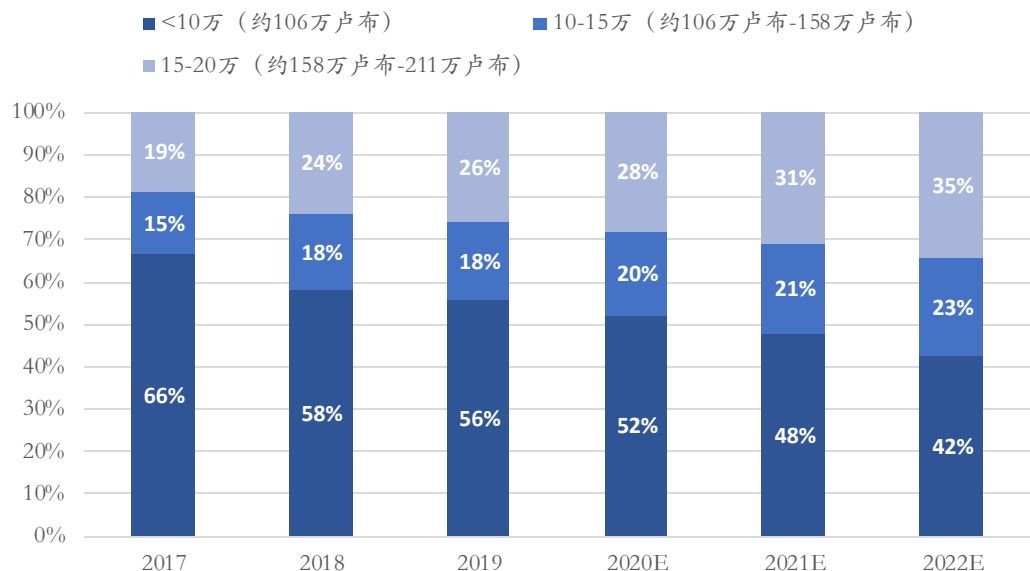
资料来源: WIND, 安信证券研究中心

图 43: 俄罗斯紧凑型 and 小型 SUV 占比较高, 超过 75%



资料来源: 欧洲商业协会 (AEB), 安信证券研究中心

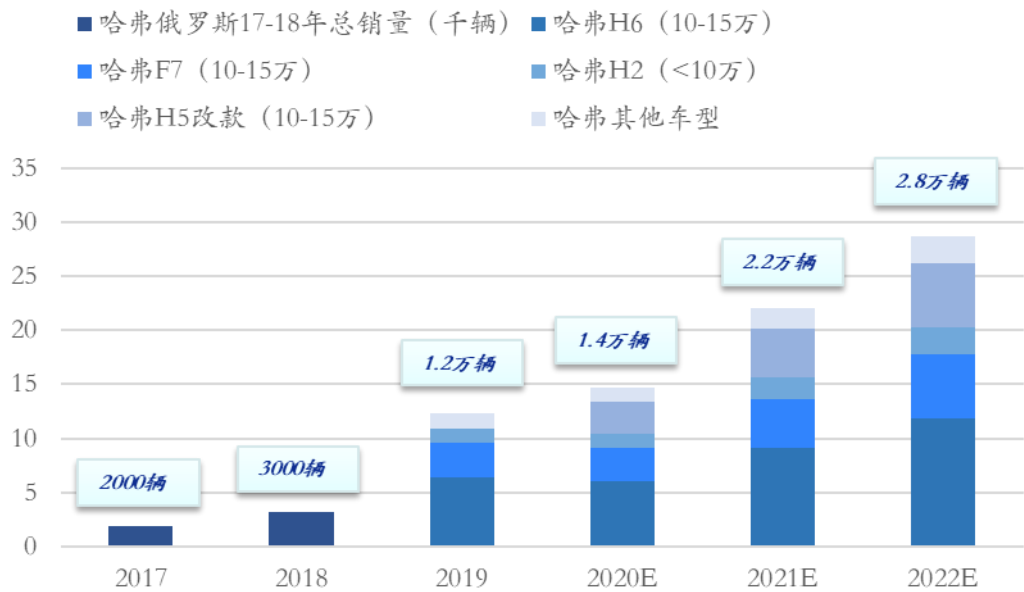
图 44: 俄罗斯 SUV 市场以中低端车型为主, 销量结构逐年升级



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

新车上市, 哈弗在俄罗斯市场销量可期。哈弗系列从 2017 年的不到 2000 辆, 增长至 2019 年超过 1.2 万辆, CAGR 为 144.95%。全新的越野 SUV 哈弗 H5 将在俄罗斯投产上市, 该车已有 10 年未全新换代, 价格区间为 10.78-13.68 万, 上市后预计将进一步提升哈弗整体销量。未来哈弗系列中的其他车型也将在俄罗斯全系上市, 通过预测各车型的销量, 我们预测长城 2020 年年销量可达 1.4 万辆, 同比增长 16.7%, 至 2022 年年突破 2.8 万辆, 2019-2022 年 CAGR 将达 32.6%。

图 45: 哈弗 SUV 在俄罗斯销量增长迅猛, 预测 2022 年将突破 2.8 万辆

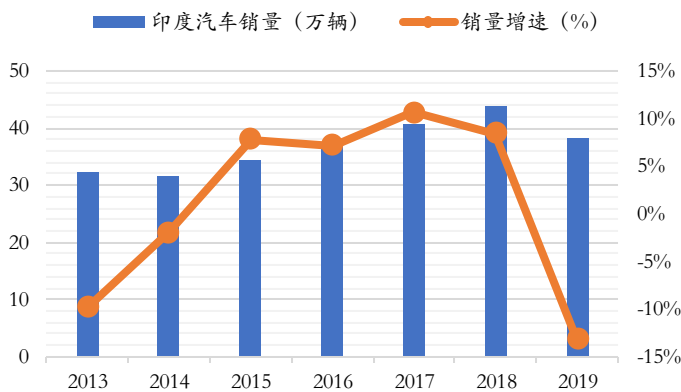


资料来源: WIND, 安信证券研究中心测算

2.2.3. 印度市场发展潜力大, 燃油电动齐放量

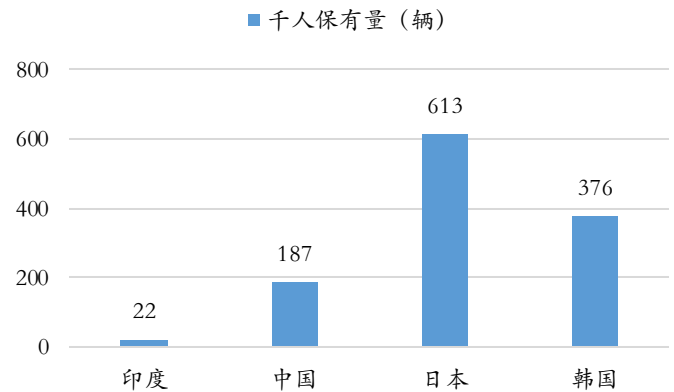
印度是全球第四大汽车市场, 发展潜力大。印度是仅次于中、美、日的全球第四大汽车市场, 销量多年稳步增长, 2019 年受印度整体经济不景气影响略有下滑。印度总人口数超过 13 亿, 而千人汽车保有量却仅仅 20 余辆, 只是中国千人保有量的 1/9, 远远落后于日韩, 增长潜力巨大。

图 46: 印度市场多年稳步增长, 2019 年受经济放缓影响下滑



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

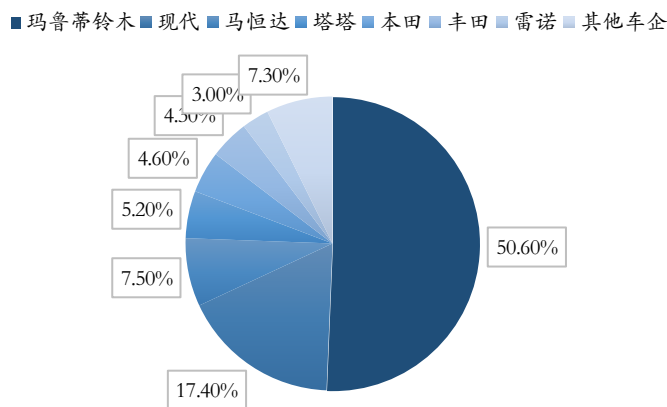
图 47: 印度千人汽车保有量仅 22 辆, 未来增长空间巨大



资料来源: 欧洲商业协会 (AEB), 安信证券研究中心

印度市场集中度高, 铃木一枝独秀。印度汽车市场份额高度集中, CR4 超过 80%, 玛鲁蒂铃木一枝独秀, 占据印度市场半壁江山, 是长城进入印度市场的一大挑战。铃木的竞争优势体现在, 1) 控本能力强: 铃木完美承袭日系的精益生产, 成本控制出色, 提供了适合印度国情的廉价优质车型, 如微型车。2) 印度市场产品矩阵全面: 铃木车型投放全面, 不仅有低成本的微型车, 还有给用户充分置换空间的中高档车型。3) 渠道建设广: 铃木在印度拥有近 3000 家经销商, 销售、服务有保障。4) 规模化优势: 铃木在印度累计销量已达到 2000 万台, 保有量巨大, 维修、备件具有成本优势。

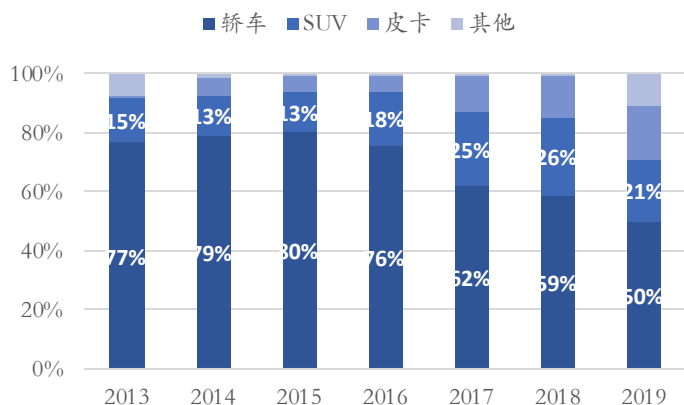
图 48: 市场份额高度集中, 前四大车企占据超过 80% 份额



资料来源: Marklines, 安信证券研究中心

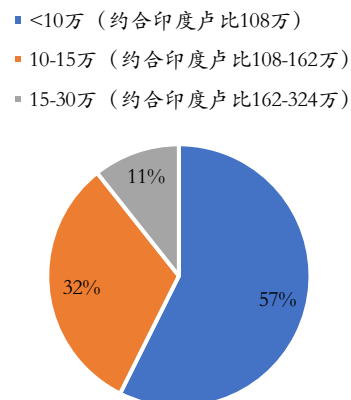
SUV 崛起进行时, 中低端是主力。受整体购买力低和人口密度大的制约, 印度人民对能耗低和价格低的小型车情有独钟。2016 年起印度 SUV 开始崛起, SUV 占比由 2015 年的 13% 提升至 2018 年的 26%, 2019 年在汽车销量大幅下挫 13% 的情况下, SUV 销量增长了 5%。从价位来说, 受经济水平影响, 印度 SUV 市场中低端车型占将近 90% (15 万元以下)。

图 49: 2015-2018 年, SUV 占比持续提升



资料来源: Marklines, 安信证券研究中心

图 50: 印度 SUV 市场以 <10 和 10-15 万的中低端车型为主



资料来源: 欧洲商业协会 (AEB), 安信证券研究中心

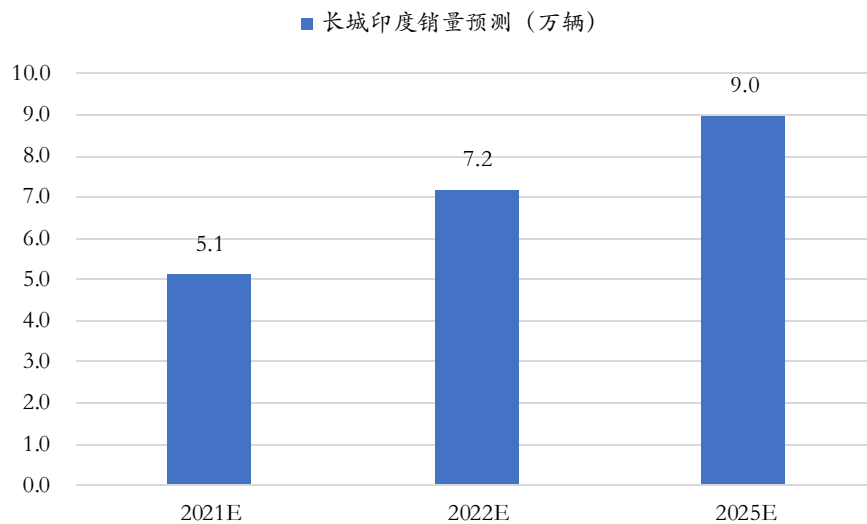
新品投放, 燃油+电动齐放量。一方面, 在印度 SUV 崛起, 中低端 SUV 热销的背景下, 哈弗的新平台产品将在印度市场投放, 针对印度市场对小型车与中低端 SUV 的偏好, 2021 年将上市多款 A 平台小型 SUV 与 B 平台紧凑型 SUV。另一方面, 由于空气污染严重, 印度政府宣布将在 2030 年实现所有汽车都是电动汽车的目标, 欧拉品牌也将在印度市场面向出行及私人用车推出不同产品。得益于哈弗和欧拉车型在印度上市, 我们预计长城 2021 年年销量可突破 5 万辆, 至 2025 年达到 9 万辆, 2021-2025 年 CAGR 为 15%。

表 21: 未来长城将在印度投放 15 万以下的哈弗新产品以及 10 万以下的电动车

价格 (万元)	SUV		新能源车型	
	车型	具体价格区间	车型	具体价格区间
[5-10]	哈弗 H1	[5.49-7.39]	欧拉 IQ	[9.98-10.88]
	哈弗 H2	[7.19-9.60]	欧拉 R1	[5.98-7.78]
	哈弗 H4	[7.30-10.70]		
	哈弗 H5	[9.48-16.38]		
	哈弗 H6	[8.30-13.40]		
	哈弗 M 系列	[6.50-8.50]		
	哈弗 H4	[7.30-10.70]		
[10-15]	哈弗 H5	[9.48-16.38]		
	哈弗 H6	[8.30-13.40]		
	哈弗 F5	[9.90-12.70]		
	哈弗 F7	[10.80-14.80]		
	哈弗 F7 X	[10.90-14.90]		

资料来源: 汽车之家, 安信证券研究中心

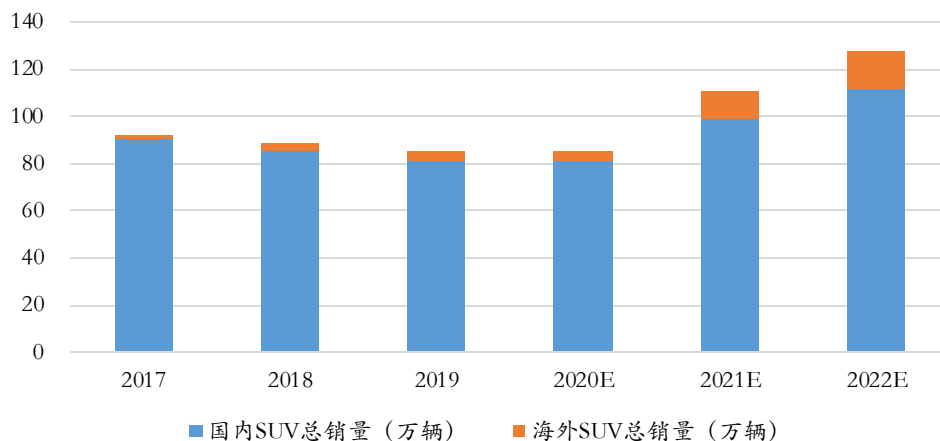
图 51: 长城 SUV 与欧拉 2021 年在印度上市后, 预计到 2025 有望达到 9 万辆



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2020 年长城全球销量预计可达 86 万辆, 2019-2022 年 CAGR 为 14.4%。受益于新平台产品上市和车型集中换代, 预测长城 2020-2022 年国内市场 SUV 销量将持续上涨。随着未来新平台高性价比的产品向俄罗斯和印度导入, 将进一步满足当地 SUV 的需求, 扩大长城 SUV 全球销量。得益于未来长城汽车在国内外的新产品放量增长, 加总国内和海外市场, 我们预测长城 2020 年总销量可达 86 万辆, 至 2022 年突破 127 万辆, 2019-2022 年 CAGR 为 14.4%。

图 52: 得益于新产品上市与车型换代, 预测未来 3 年内长城全球销量上涨, CAGR 为 14.4%

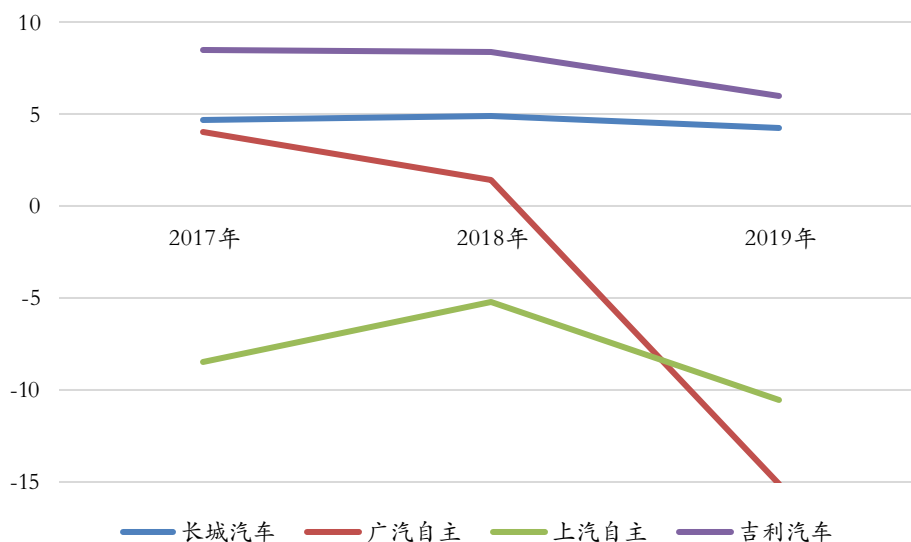


资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2.3. 平台降本, 决胜存量市场

2017-2019 年, 长城单车利润稳定保持在 4000-5000 元/辆, 略低于吉利 1500-3500 元/辆, 但高于上汽自主和广汽自主至少 3000 元/辆。未来长城将进一步发力, 从整体销量结构、平台通用化水平、供应链和研发支出资本化四个方面进行降本增效, 争取在存量博弈中赢得胜利。

图 53: 长城单车利润水平低于吉利, 未来将逐步降本增利



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

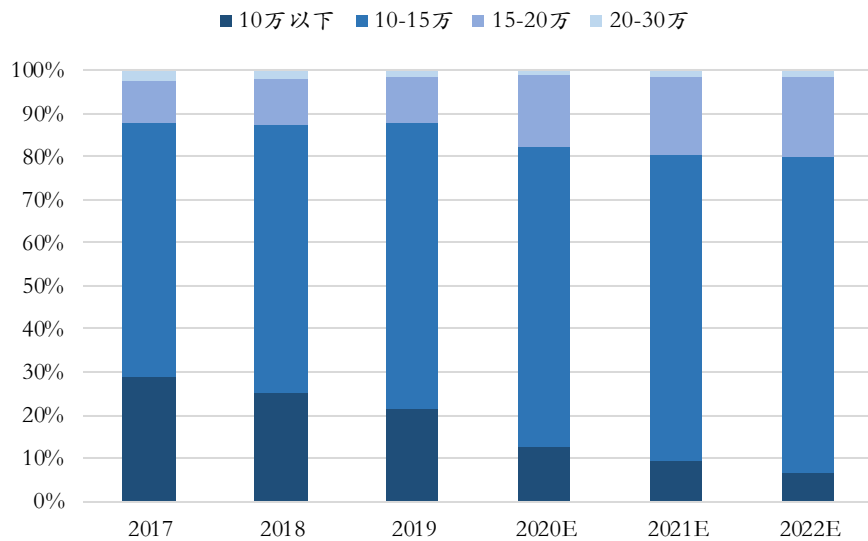
1) 销量结构改善, 单车盈利提升。随着 2020 年哈弗 H5 迎来 10 年后的首次换代, H6 也将迎来换代, 加上全新越野车 B06 以及紧凑型 SUV (B01) 的推出, 预计 10-15 万的中端 SUV 销量占比将大幅提升; 同时, 在 2021 年初将推出的 WEY 系列换代产品车型, 参考 VV5 和 VV7 过往销量, 预计上市后月销量有望破万。随着哈弗中端车型与豪华品牌 WEY 系列的放量, 长城的销量结构有望进一步改善, 单车盈利能力也有望提升。

表 22：长城 10-20 万价区将推出多款换代产品车型与新产品

车型	类型	价位区间 (万元)	上市时间
哈弗 H6 换代产品	紧凑型 SUV	10-15 万	2020 年 8 月
全新越野车 B06	硬派小型 SUV	未知	2020 年 9 月
哈弗 H5 换代产品	紧凑型 SUV	10-15 万	2020 年底
B01	紧凑型 SUV	未知	2020 年下半年
WEY VV5	紧凑型 SUV	10-15 万	2021 年一季度
WEY VV7	中型 SUV	15-20 万	2021 年一季度

资料来源：汽车之家，安信证券研究中心

图 54：中高端新产品将放量，改善销量结构



资料来源：交强险，安信证券研究中心

2) 新平台提升零部件与底盘通用化率，降低生产成本。长城目前研发出 A30、B30、C30 三款新平台架构，对应车身尺寸由小到大，A30 平台 4.2 米，B30 平台 4.6 米，而 C30 平台在 4.8 米左右。平台化研发通过大量采用标准化的通用零部件与底盘，有效降低了采购与制造成本，同时利用同一平台扩大生产规模，也将显著摊平高昂的研发成本。目前长城新平台的零部件通用化率达 60%，底盘的通用化率达 80%，整体节约了 3% 的成本。除此之外，零件的通用化还将有效降低未来的维修成本。目前一个平台至少能够衍生出 5 款车型，规划在 2020 年下半年将推出两款 B30 平台的 SUV，以及一款 A30 平台纯电动车型，平台化产品的投放带动整体成本降低，有效保障长城在存量博弈中存活到最后。

表 23：长城 A30，B30，C30 三款平台将有效提升通用化率，降低成本

	车身长度	技术提升	覆盖车型	平台通用化率与降本
A30 平台	4.2 米	安全性 ↑		
B30 平台	4.6 米	轻量化 ↑ 共通化 ↑	轿车+SUV 传统动力+新	- 零部件通用化率：60% - 底盘通用化率：80%
C30 平台	4.8 米	加入清洁动力+电子电 气架构	能源	- 整体营业成本：↓3%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3) 供应链子公司独立分拆，带来投资收益。长城旗下运营多家供应链子公司，2019 年 H1 曼德电子、诺博汽车和精诚工科营收占比分别达到母公司的 14.3%、13.8%和 21%，利润占比分别达到了 3.9%、5.1%和 8.5%。在当前行业困难的情况下，长城逐步将具有广阔发展前

景的零部件子公司独立运营，有助于摆脱对主机厂的依赖，提升零部件业务的竞争力。未来子公司独立上市融资后，也将给长城带来丰厚的投资收益。2018年11月，蜂巢能源从长城汽车中剥离，目前已经与多家车企达成合作意向，订单可期，据第一财经，并计划2022年在科创板IPO上市，未来净利润增长将为长城集团带来可观的投资收益回报。

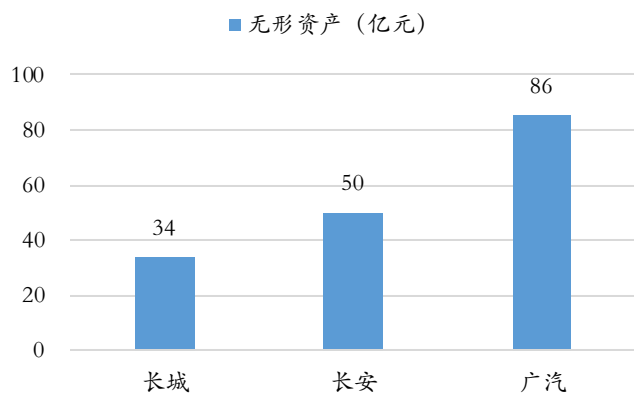
表 24：长城旗下供应链子公司

零部件子公司	成立时间	控股股东	董事长	所在地	主要产品	经营目标
蜂巢易创	2018年6月	长城汽车股份有限公司	唐海峰（长城汽车副总）	保定	动力总成	成为国内外领先的汽车零部件集团，到2025年实现营业收入超过550亿元
蜂巢能源（已独立）	2018年2月	保定市瑞茂企业管理咨询有限公司（魏建军个人控股）	唐海峰（长城汽车副总）	保定/江苏	方形铝壳电芯	2025年，蜂巢能源国内规划产能达到60GWh，未来全球规划产能100GWh
曼德电子	2003年3月	长城汽车股份有限公司	金如河	保定	电气系统	/
诺博汽车	2018年6月	长城汽车股份有限公司	郑春来（原长城汽车副总）	保定	汽车内外饰、座椅	150万台套/年的整车配套能力
精诚工科	2018年6月	长城汽车股份有限公司	张德慧	重庆、扬中	汽车底盘	/

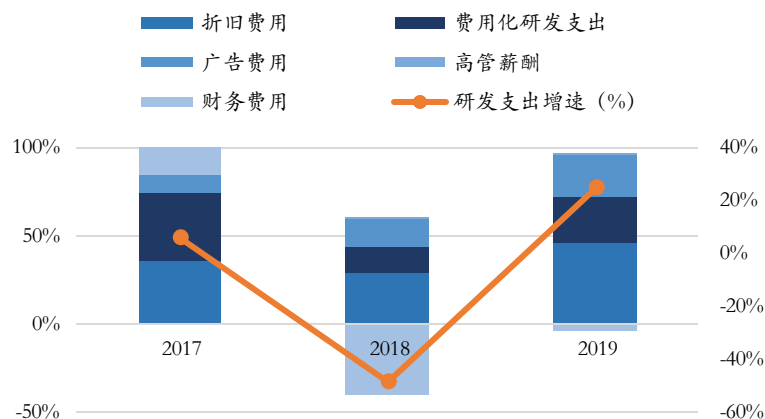
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4) 短期内利用资本化研发支出控制固定成本。长城汽车从2018年开始将研发成本资本化，由于长城无形资产基数较小，2018年资本化对于费用的减少比较可观，2019年由于研发总支出较大，同比增长7.3%，造成费用化研发支出占比小幅回升。未来研发费用资本化的比例将保持在50%-60%，将有效降低短期固定成本。

图 55：长城的无形资产基数在自主车企中较低（2018年） 图 56：长城将研发支出资本化，减少费用化支出，以控制固定成本



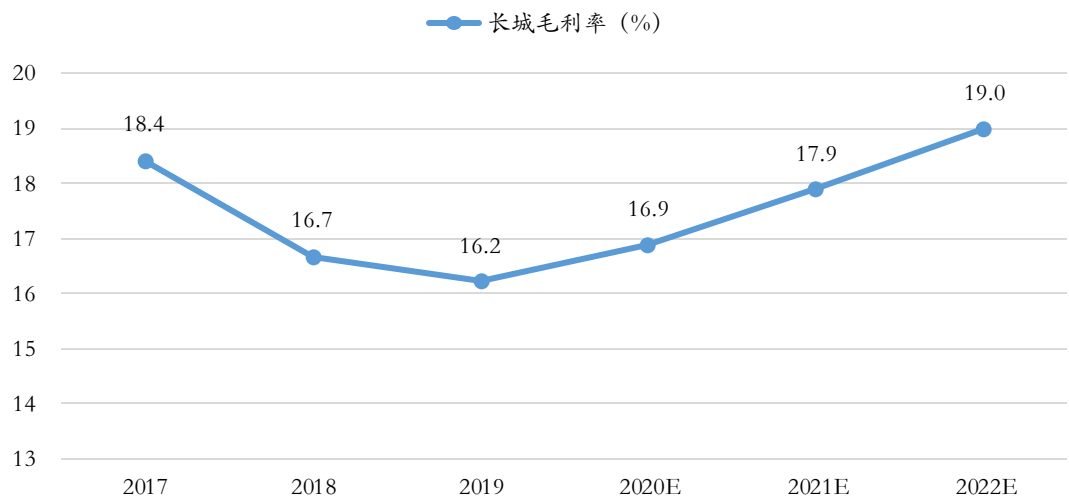
资料来源：WIND，安信证券研究中心



资料来源：WIND，安信证券研究中心

公司毛利率水平提升空间大。一方面，长城作为自主当中控本能力较强的选手，随着中高端车型盈利的提升和整体销量结构的改善，将进一步改善单车盈利。此外，长城新平台的通用化开发将有效降本，并形成规模化优势，加上零部件子公司独立市场化运营后带来的投资收益，预计长城未来将迎来单车盈利水平的提升。得益于新平台新产品的上市和销量结构逐步改善，基于历史毛利率，我们预测长城2020的毛利率可达16.9%，至2022年将达到19%，2019-2022年CAGR为5.4%。

图 57: 随着新平台新产品推出, 预测长城未来 3 年内毛利率将提升, CAGR 为 5.4%



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2.4. 小结

国内乘用车市场迎来换购周期, 首购比例将持续下降, 竞争加剧致尾部自主不断出清, 头部自主集中度提高, 消费升级有望带动中高端 SUV 快速扩容。面对龙头自主的竞争和合资下探的威胁, 公司坚持研发“过度投入”, 不断突破发动机和变速箱的技术瓶颈, 提前布局电动化全产业链, 加快实现智能网联功能升级。随着哈弗和 WEY 系列换代产品的密集上市, 预测公司 2020 年国内总销量可达 81.3 万辆。此外, 公司长期坚持全球化战略布局海外市场, 随着未来新平台高性价比的产品向俄罗斯和印度导入, 将进一步满足当地 SUV 的需求, 预测长城 2020 年全球总销量可达 86 万辆, 2022 年突破 127 万辆, CAGR 为 14.4%。目前长城单车利润低于吉利, 未来公司将从整体销量结构、平台通用化水平和供应链三个方面进行降本增效, 有望实现量价齐升, 在存量博弈中赢得胜利。

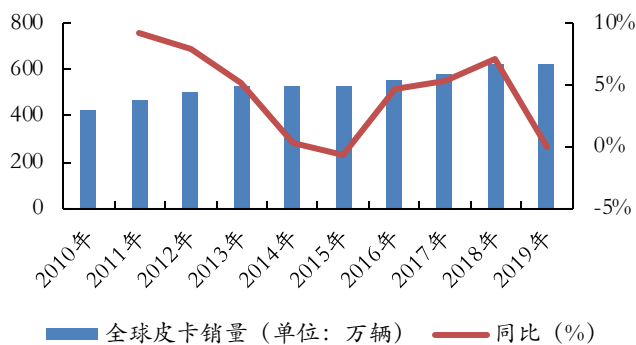
3. 政策松绑, 皮卡崛起势不可挡

3.1. 进城解禁, 皮卡崛起在即

3.1.1. 全球皮卡发展差距大, 国情不同是核心

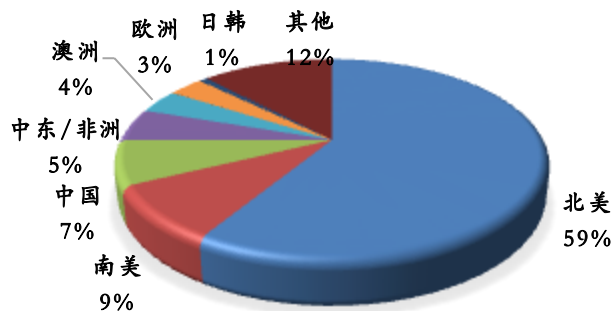
全球皮卡市场发展差距大, 风格迥异。据 IHS 数据, 2010-2019 年全球皮卡销量年均复合增速为 4.26%, 持续微增。其中, 2019 年全球皮卡销量约为 622.4 万辆, 北美市场销量 365.6 万辆, 占全球销量 50% 以上, 是全球最大的皮卡市场。南美、中国、中东/非洲、澳洲、欧洲和日韩的销量合计仅为 182.4 万辆, 占比 29.31%, 其中中国皮卡销量 45.2 万, 占比仅 7.26%, 市场规模较小。按照整体汽车销量及皮卡渗透率划分, 全球各区域呈现不同的规模特征。美国汽车总量大且皮卡份额高达 17.81%, 为皮卡核心市场, 中国汽车总量大但皮卡份额仅 1.75%, 澳大利亚和泰国汽车总量虽小, 但皮卡份额高, 为主销品类之一, 日本汽车总量小且皮卡份额低。此外, 各国皮卡市场风格迥异, 北美以全尺寸皮卡为主, 澳洲以轿车皮卡 (UTE) 为主, 泰国以日系中小型皮卡为主, 日本以 K-Car 微卡为主, 中国的皮卡形态与北美类似, 尺寸小于美式大皮卡。

图 58:2010-2019 年全球皮卡销量年均复合增速为 4.26%



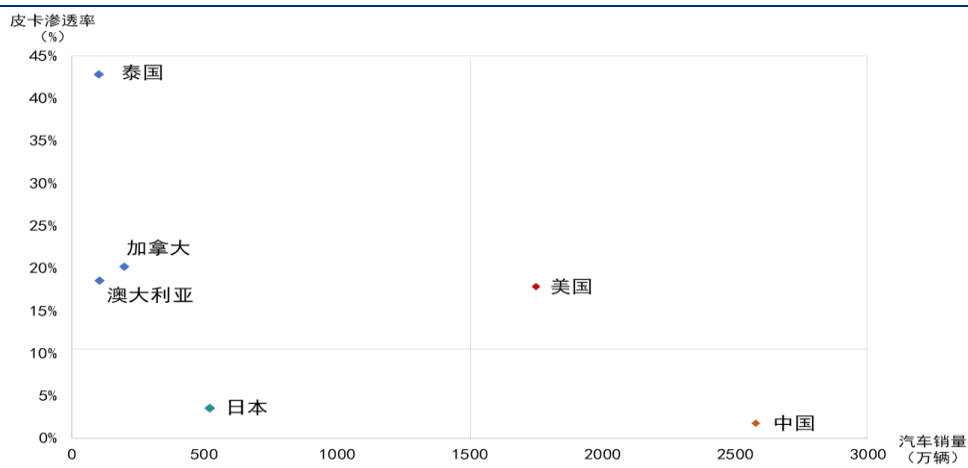
资料来源: IHS、中汽协、安信证券研究中心

图 59: 北美是全球最大的皮卡市场



资料来源: Marklines、wind、安信证券研究中心

图 60: 各国皮卡市场规模特征, 中国市场大, 渗透率低



资料来源: Marklines、中汽协、安信证券研究中心

图 61: 各国皮卡风格迥异, 形态不一



资料来源: 汽车之家、中国皮卡网、安信证券研究中心

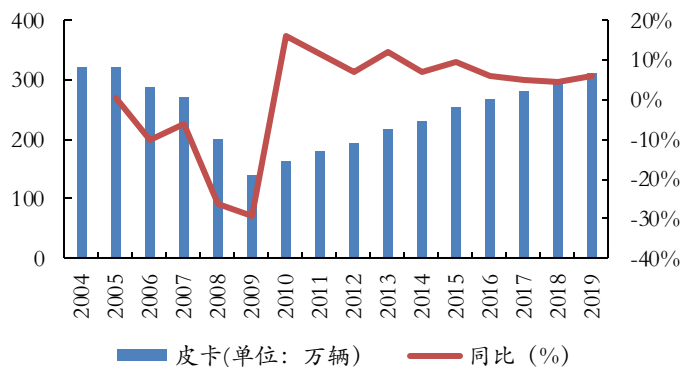
美国是皮卡的发源地, 皮卡从商用到乘用经历了 30 年, 常年霸占美国汽车销量榜前三。美国皮卡车型的发展, 因需求而诞生, 因贸易和政策保护而繁荣, 因历史发展而获得情怀, 因美国人民生活方式而完成角色的过渡。美国的皮卡车型在新世纪交接之时, 已经全面完成了从生产工具到享乐工具的转换。在过去 10 年中, 美国市场轿车份额被 SUV 和皮卡等多功能车型不断挤压, 份额缩水近 16.8%, 而皮卡在美国市场的份额较 10 年前则上涨了 3.96%, 皮卡也常年霸占美国汽车销量榜前三。

图 62：皮卡在美国的发展可分为五个阶段



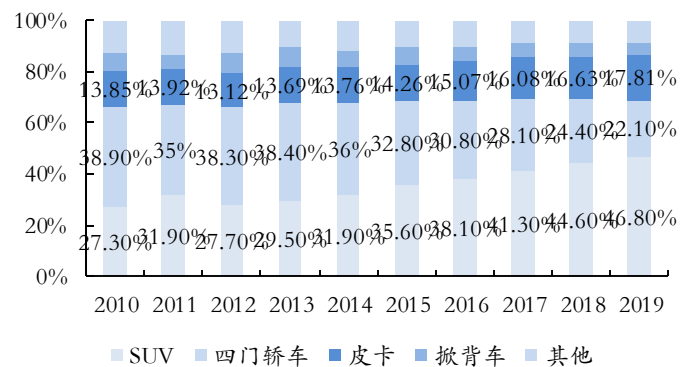
资料来源：汽车之家、中国皮卡网、安信证券研究中心

图 63：2004-2019 年美国皮卡销量及同比



资料来源：Marklines、安信证券研究中心

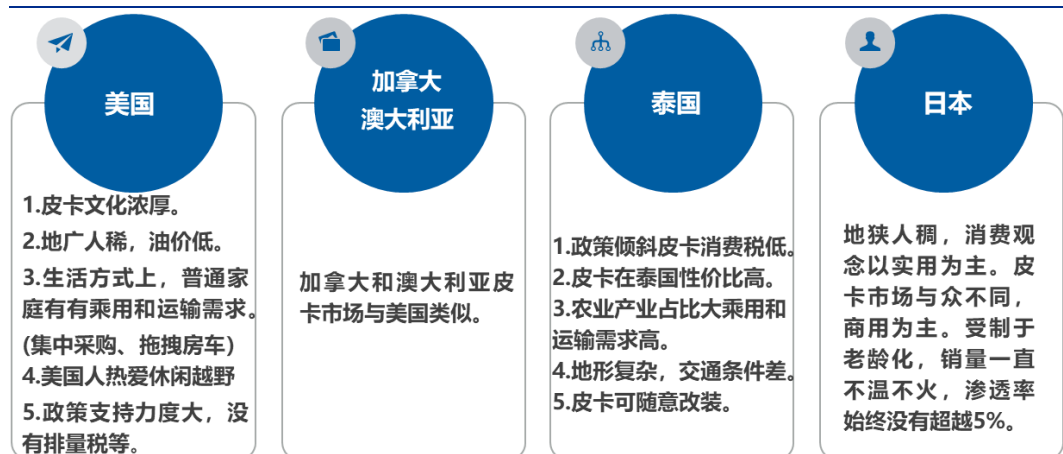
图 64：2010-2019，美国皮卡份额上涨 3.96%



资料来源：JATO、安信证券研究中心

各国皮卡市场各不相同，美国、加拿大和澳大利亚类似，泰国是典型的政策推动的、以皮卡为主导的汽车市场，日本皮卡发展缓慢，商用为主。通过梳理全球五个典型国家的皮卡市场，我们认为相对于低渗透率市场，高渗透率市场在政策、社会及生活环境各方面均具有更好的皮卡市场培育条件，其中政策只是促进皮卡市场发展的表面原因，而商用刚需和生活模式才是决定皮卡销量的根本因素。发展中国家的泰国车市尚处普及期，皮卡渗透率虽高，但主要受商用化需求驱动。而发达国家的北美和澳洲车市早已进入成熟期，既满足商用刚需又具备乘用车需求，皮卡市场也由最初的商用主导转变至乘用车主导。

图 65：各国皮卡市场发展不同



资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

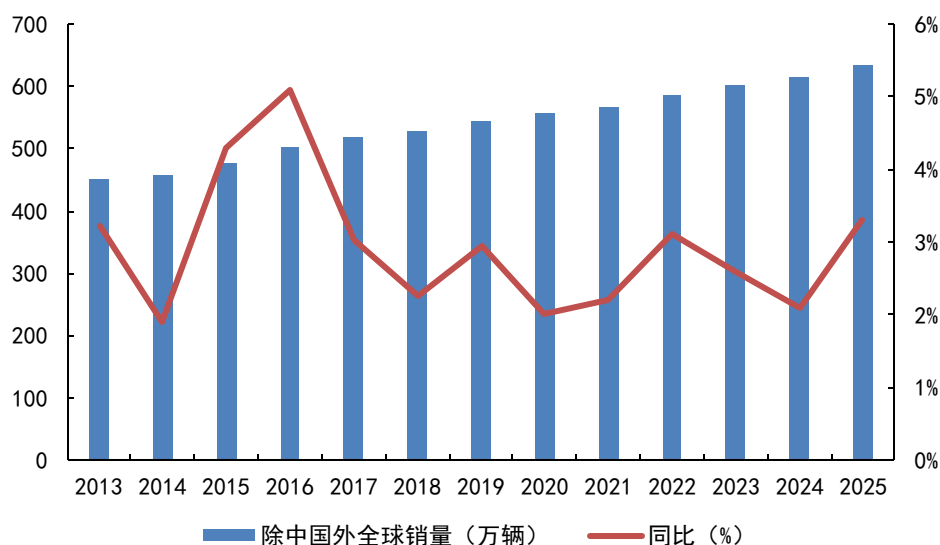
表 25：影响皮卡渗透率的因素梳理

影响因素	皮卡高渗透率市场				皮卡低渗透率市场
	美国	加拿大	澳大利亚	泰国	日本
政策	1) 乘用车对待，无歧视政策； 2) 部分地区鼓励政策；	✓	✓	✓	✓
皮卡文化/认知	1) 特有的皮卡文化，皮卡历史久； 2) 宜商宜乘宜越野的多用途乘用车；	✓	✓	✓	✓
汽车观	汽车历史久，汽车消费重实用	✓	✓	✓	✓
生活方式	1) 居住于郊区或农村的独栋，需要集中采购物资； 2) 人工成本高，有较强的DIY文化；	✓	✓	✓	
生活环境	地广人稀，公路网络发达	✓	✓	✓	
休闲方式	热爱户外和公路旅行	✓	✓	✓	
产业支持	有发达的农牧业等产业输出需求	✓	✓	✓	
发展阶段	1) 发达复数保有市场，皮卡满足多元化需求 2) 尚处汽车普及期满足一车多用需求	✓	✓	✓	✓

资料来源：汽车之家，新浪财经，安信证券研究中心

预计 2025 年除中国外全球皮卡市场空间可达 634 万辆，2025 年长城在泰国市场销量可达 10 万辆。2013-2019 年，除中国外全球皮卡销量平稳微涨，CAGR 达 3%，预测 2020-2025 年每年销量增幅保持 2-3%，2025 年销量可达 634 万辆。泰国市场对于皮卡和 SUV 需求火爆，而长城术业专攻，刚好能满足这个需求。2020 年 2 月长城通过收购通用泰国工厂正式进军泰国，极有可能率先引入风骏 7 和长城炮这两款长城最火皮卡车型，最终目标就是取代日产、三菱追上丰田的脚步。与泰国的皮卡销量王丰田海拉克斯相比，长城炮马力更足，搭配 8AT 变速箱，在主被动安全装备、辅助和操控配置等方面领先，而且长城炮的国内售价低于丰田海拉克斯 4-7 万元，性价比更高。据新浪财经，长城泰国工厂预计 2020 年底交付，最大产能为 13.5 万辆，随着泰国工厂的落地，长城汽车有望凭借领先的性价比优势以每年新增 4% 的市占率，在 2025 年销量达到 10 万辆。

图 66：除中国外皮卡销量预测

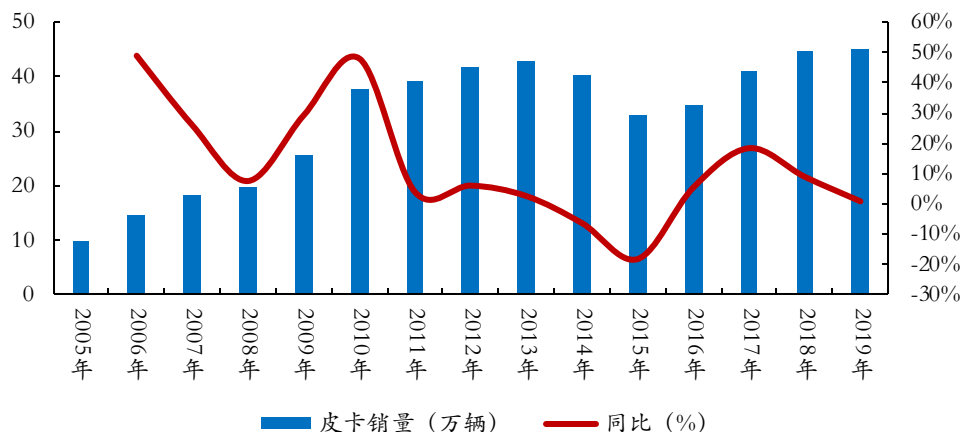


资料来源：Marklines、安信证券研究中心

3.1.2. 中国皮卡发展慢，四大因素是主因

三十年来，中国皮卡市场发展缓慢。1986年，中国第一辆自主知识产权的皮卡车——中兴皮卡诞生，称为中国皮卡元年。此后三十年，中国皮卡一直不温不火，2005-2019年，中国皮卡销量从9.8万量增长至45.2万辆，2010-2019年的销量CAGR仅为1.98%。与国际相比，中国皮卡渗透率仅为1.6%，不到加拿大、澳大利亚和美国的1/10，也略低于日本。

图 67：中国皮卡销量增长缓慢



资料来源：安信证券研究中心

四大因素限制中国皮卡市场发展。一直以来，中国皮卡市场的发展受限于多种因素。**1) 政策桎梏：**在中国，皮卡被归类为货车，不仅被强制要求15年内报废，还必须在车身喷漆、车尾张贴反光条，极大影响车辆的实用性和美观性。此外，随着城市化进程的加快，许多城市为打造良好城市形象和保护环境，对各类货车包括皮卡实施限行，严重抑制了皮卡的消费需求。**2) 汽车文化：**与发达国家相比，汽车走入寻常百姓家的时间短，中国汽车消费观念重“面子”轻实用，且消费者对皮卡认知不足，因此在乘用车需求方面皮卡不敌同样具备多用途和越野优势的SUV，在商用需求方面又逊于物美价廉的微车。**3) 生活方式：**与北美不同，中国虽地大物博，但是众多居民聚集于中东部地区，人口密度高，居住方式多为城市公寓，对皮卡的需求相对较低。此外，中国尚处于发展中国家，虽然近几年居民生活水平有所提高，但是户外活动和越野等休闲方式尚未普及。**3) 缺乏优质供给：**据汽车之家，目前国内在售的皮卡车型仅76款，其中6-12万的车型共48款，多为以商用为主的工具型皮卡，技术、配置相对低端落后，外型不太美观。而15万以上的车型仅11款，多为进口车型，加上税费后价格高昂，主要是高端玩家消费消遣，市场相对小众。

图 68：皮卡被强制贴反光条



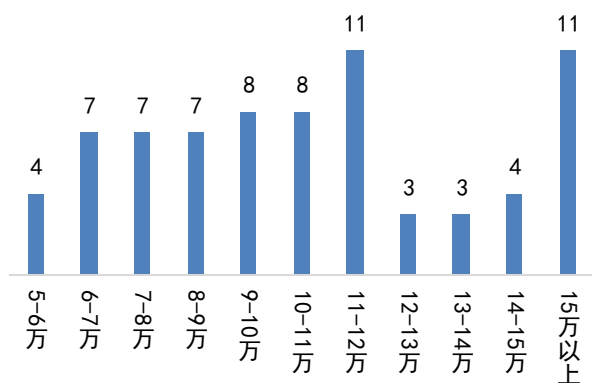
资料来源：百度图库、安信证券研究中心

图 69：皮卡被强制喷漆



资料来源：百度图库、安信证券研究中心

图 70：皮卡在售车型以 6-12 万为主



资料来源：汽车之家、安信证券研究中心

图 71：皮卡外型不美观



资料来源：百度图库、安信证券研究中心

3.1.3. 乘用车高端化趋势确定，中国皮卡市场需求旺盛

国内皮卡乘用车化加速，汽油版和电动化大势所趋。皮卡用途广泛，兼具商乘属性，目前我国皮卡的使用场景仍以货用为主。据中国皮卡网，在政策利好背景下，乘用车、越野休闲需求在皮卡需求中的占比正在快速上升，2018 年家商两用的皮卡用户占比 31%，家用为主的皮卡用户占比 24%，越野为主的皮卡用户占 3%，单纯以商用为主的皮卡用户只占 42%。随着皮卡乘用车化的加速，相对于工作车种，人们更注重车的舒适性以及驾驶感，汽油皮卡启动快、发动机震动小、噪音小、维护容易、整车的配饰可选择性高、售价低和环保性也更强。据中汽协，2019 年全国皮卡车中柴油皮卡占比 71.49%，汽油皮卡为 28.29%，电动皮卡为 0.22%，柴油皮卡份额同比下降 1.3%。在新能源汽车蓬勃发展的之际，电动皮卡也呼之欲出，特斯拉、通用、福特等全球各大厂商积极布局电动皮卡，纯电动皮卡在高端化、智能化、专用化、定制化方向的发展将拥有强劲动能。

图 72：皮卡同时兼具商用车属性和乘用车属性



资料来源：中国皮卡网、安信证券研究中心

图 73：长城炮乘用车版

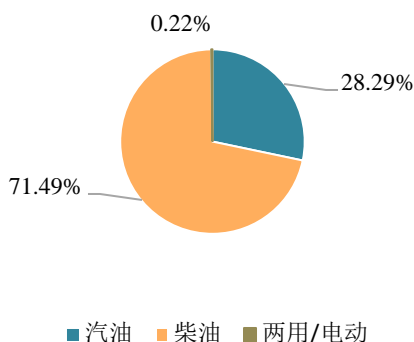


图 74：特斯拉超级皮卡



资料来源：长城汽车官网，安信证券研究中心

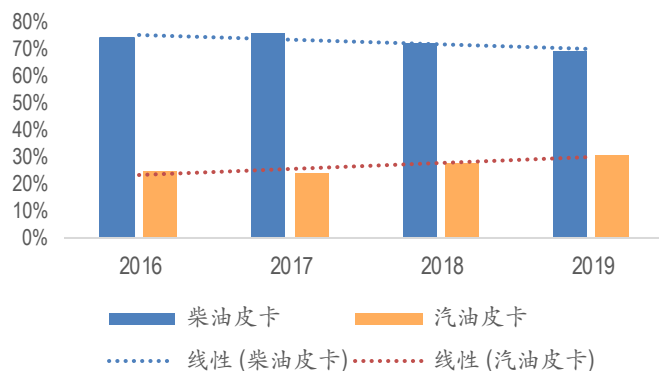
图 75：2019 年皮卡销量按燃料类型划分



资料来源：中国汽车工业协会，安信证券研究中心

资料来源：特斯拉官网，安信证券研究中心

图 76：柴油皮卡与汽油皮卡市场份额变动



资料来源：中国皮卡网，安信证券研究中心

皮卡利好政策来袭，皮卡市场空间广阔。截止至今年4月21日，全国已有包括河南、河北、辽宁、云南、湖北、新疆、吉林、重庆和江西九个地方宣布解除对皮卡进城的限制，全国其他地区也在逐步优化推进皮卡进城的管制（山东济南、江苏抚州、浙江宁波也已解禁）。除了解除皮卡进城限制放开路权以外相关政策红利还包括不再强制要求皮卡车粘贴反光条标志、允许皮卡车办理ETC、取消皮卡车无证经营的行政处罚、取消高速限速等。这一系列政策举措表明政府层面已经注意到了皮卡这一多用途车型广阔的发展空间，并将从政策层面进行鼓励和引导消费，这对国内皮卡市场有着极为重要的刺激作用。

图 77：皮卡禁令解除省份



资料来源：各地方政府网站，安信证券研究中心

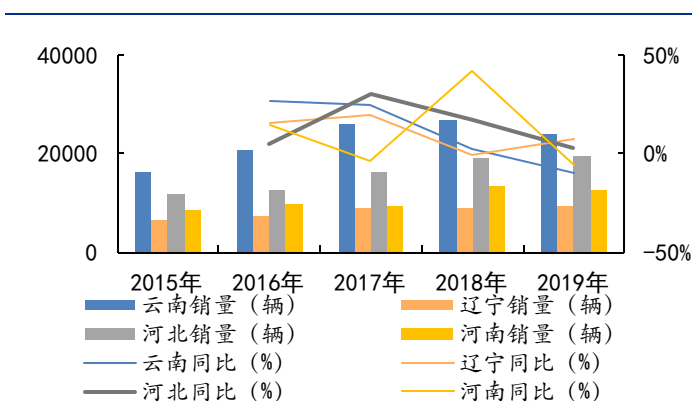
表 26: 皮卡解禁政策梳理

时间	政策文件	主要内容
2016.2	《关于开展放宽皮卡进城限制试点促进皮卡消费的通知》	开展放宽辽宁、河北、河南、云南四省限制皮卡车进城试点工作
2016.12	《扩大皮卡汽车进城限制试点范围的通知》	将新疆维吾尔自治区和湖北省也列入皮卡进城解禁的试点省份，新疆、湖北已于 2017 年开始逐步执行试点工作
2018.5	新版《机动车运行安全技术条件》(GB7258-2017)	皮卡车被定义成了多用途货车，不再被强制要求粘贴反光条标志
2018.5	-	2018 年底前实现货车年审、年检和尾气排放检验“三检合一”，实现皮卡“一次上线、
2018.12	《促进道路货运行业健康稳定发展行动计划(2017-2020 年)》	2019 年 1 月 1 日取消 4.5 吨及以下双证并且相关部门不能驾驶员以“无证经营”和“未取得相应从业资格证件，驾驶道路客货运输车辆”为由实施行政处罚
2019.1	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案》	在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、新疆 6 省区放开皮卡进城限制试点政策效果的基础上，稳妥有序扩大皮卡进城限制范围
2019.4	《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案(2019-2020 年)(征求意见稿)》	将皮卡进城试点范围从河北等 6 省区扩大到市场需求旺盛的地区,2020 年前,地级及以下城市全部取消皮卡进城限制
2019.5	《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》	皮卡车型可办理 ETC
2019.6	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020 年)》	鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制，充分发挥皮卡客货两用功能
2020.1	《关于加快发展流通促进商业消费若干举措》	吉林省明确提出放宽进城限制范围，取消进城和通行限制
2020.1	重庆市公安局交巡警总队推出五项优化货车通行管理的改革服务措施	登记地在主城区的皮卡车，实施备案通行管理，不再核发通行证；登记地在我市但非主城区的皮卡车实行预约通行管理，先申办后通行
2020.4	《关于促进汽车消费若干措施》	江西省人民政府提出全省范围内取消皮卡进城的限制措施

资料来源：各地政府网站，安信证券研究中心

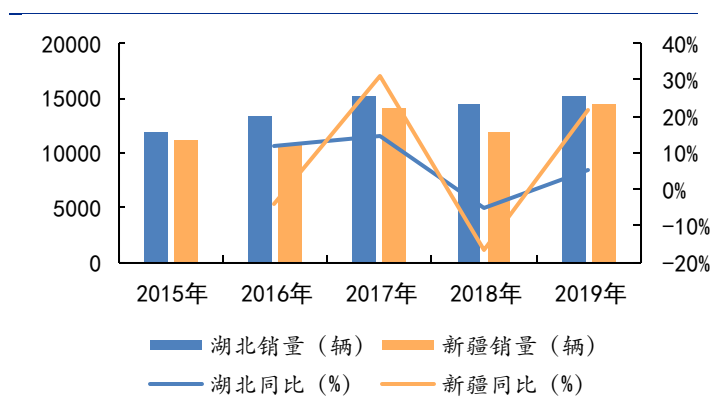
皮卡解禁成效显著，但货车身份一定程度上阻碍乘用车化进程。根据六大解禁省份 2015-2019 年销量数据，剔除 2018-2019 年汽车整体不景气影响，六大省份解禁后销量都有两位数的增长，皮卡车解禁省份 2019 年的销量较解禁前增速远高于全国水平。但值得注意的是，六大省份解禁政策带来销量增长的同时也隐藏着增速回落的风险，皮卡销量的稳定增长还需要其他政策的配套实施来促进。除此之外，地方政府在政策方面的积极落实和皮卡厂商对优质供给的加快推出都是皮卡销量长期增长的关键因素。目前国内仍将皮卡划分为轻型货车，其相关管理标准仍按轻型货车执行将会阻碍皮卡乘用车化的进程。从长远来看，皮卡的乘用车化进程，亟待相关乘用车化标准的制定及实施来保障。

图 78: 云南、辽宁、河北 解禁后销量增速先增后降



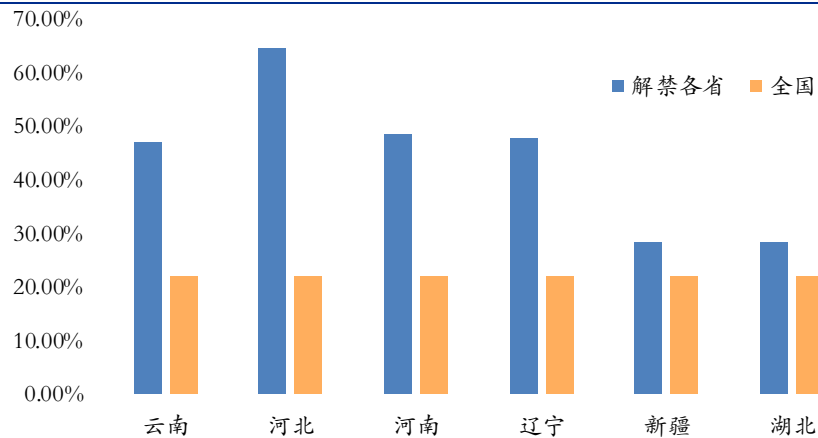
资料来源：中国皮卡网、安信证券研究中心

图 79: 第二批解禁省份解禁当年销量增速达两位数



资料来源：中国皮卡网、安信证券研究中心

图 80：解禁各省份 2019 年销量较解禁前增长率远高于全国水平

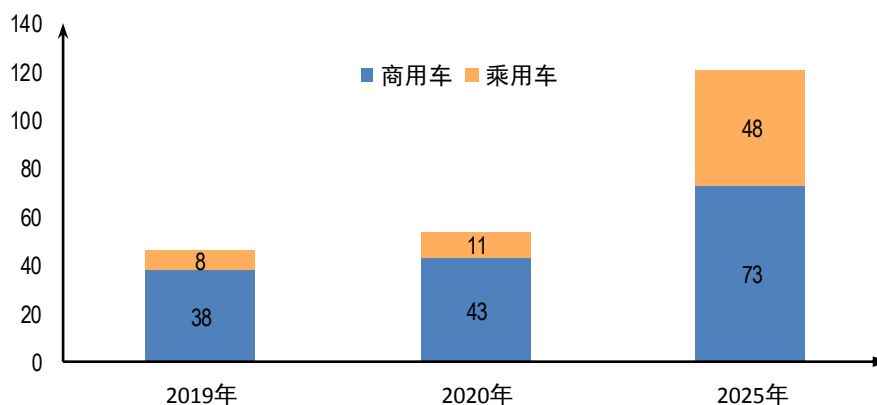


资料来源：中国皮卡网，安信证券研究中心

同为生产工具用车，皮卡对于微卡、微面具有较强的替代优势。传统微货是指以微面为底盘，核载质量在 1.0 吨以下货车。微货、微面与皮卡在使用场景上有一定重合，但具备商用与乘用双重属性的皮卡是微型卡车所不具备的功能性优势，同时其安全性、驾驭操纵性和舒适性都远大于微型卡车。在国 VI 标准实行后，微卡、微面还将面临排放法规、安全法规等问题，对发动机、安全装置的全面更换会造成整车造价上浮 1-3 万元，其对于皮卡的价格优势也将不复存在。伴随着皮卡消费属性与路权的回归，微面和微卡预计会被 7-12 万元区间的中低端皮卡取代。考虑到微卡、微面价格上涨以及消费升级，预计未来有 10%-30% 的微卡、微面将被 7-12 万元的皮卡替代。我国 2019 年微卡销量 66 万辆，微面销量 43 万辆，预计皮卡可带来的替代需求空间在 10.8-32.4 万辆。

预计 2025 年我国皮卡渗透率有望达到 4.2%，市场空间达 121 万辆，全球皮卡销量将达 755 万辆。考虑到中国尚属于发展中国家，三线以下及农村人口数量多，再加上我国西北地区幅员辽阔，随着皮卡政策的不断松绑，乘用化需求有望释放出巨大的消费潜力。基于历史增速和影响皮卡销量的因素，中性预计我国皮卡车市场每年增速可达 17.5% 左右，五年后的市场空间可达 121 万辆，我国皮卡渗透率有望超越日本的 3.5% 达到 4.2% 左右（以 2019 年汽车销量 2576 万辆，未来年复合增长率 2% 测算未来中国汽车年销量）。加总国内皮卡销量和除中国外全球皮卡销量，预测 2025 年全球皮卡销量将达 772 万辆。

图 81：中性预计 2020 年及 2025 年国内皮卡销量

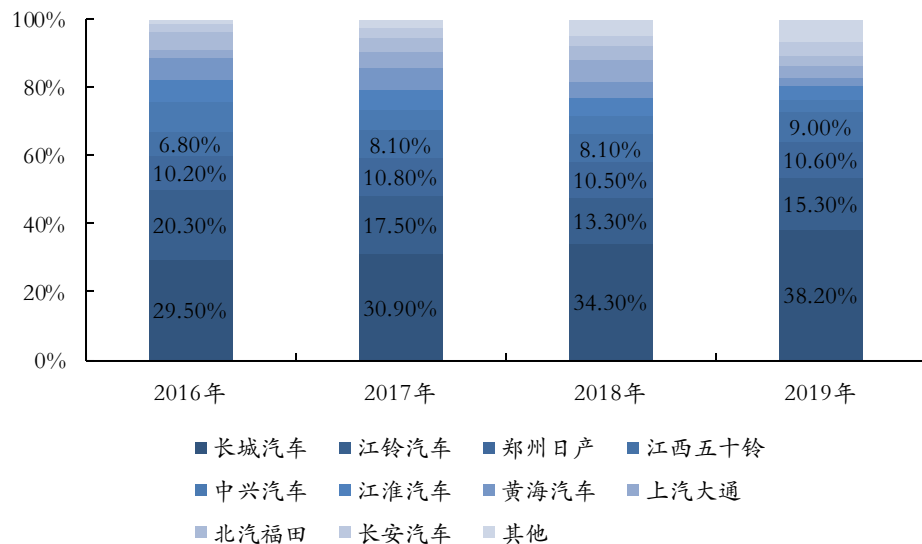


资料来源：中国汽车工业协会、中国皮卡网，安信证券研究中心

3.2. 市场高度集中，长城强者恒强

皮卡市场格局好，长城汽车一枝独秀，两极分化明显。据汽车之家，中国共有 28 家皮卡车企，据乘联会数据，中国皮卡市场集中度高，前四大车企合计市场份额为 73%。整个皮卡市场大致可分为三个梯队，长城汽车一枝独秀，2019 年市占率高达 38.20%，超过第二、第三和第四位之和。第二梯队的是市场份额 10%以上的江铃汽车和郑州日产，属于传统强势的皮卡车企，市场份额在 4%~8%之间的是第三梯队，主要包括江西五十铃、江淮、上汽大通、福田、长安、中兴、黄海等车企。长城汽车市场份额从 2016 年的 29.50%提升至 2019 年的 38.20%，CR4 市场份额也从 2016 年的 66.8%提升至 2019 年的 73.1%。但是尾部车企份额不断萎缩，2019 年 7 家企业的市占率不足 1%，市场占有率超过 5%的车企数量从 2016 年的 8 家降低至 2019 年的 6 家，广汽吉奥、福田等曾经很早推出皮卡产品的品牌，以及金龙海格、恒天等新进入者，都已经被市场边缘化，国内皮卡市场两极分化明显。

图 82：皮卡市场集中度高



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

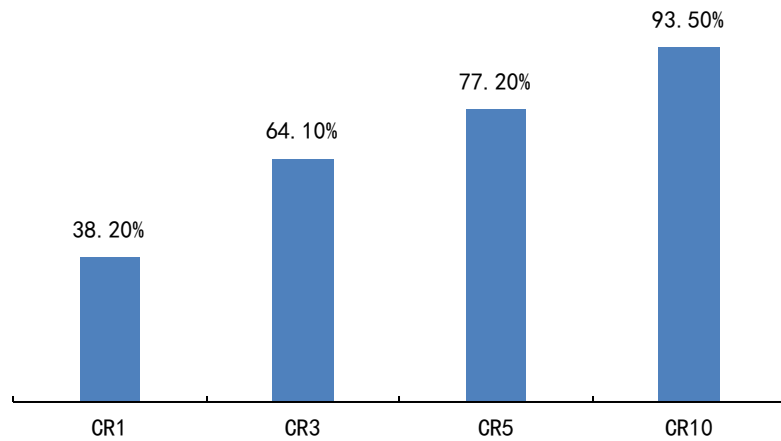
皮卡市场优胜劣汰，长城汽车强者恒强。皮卡乘用化和高端化的趋势及国六提前实施向皮卡车企提出了更高的挑战，皮卡市场迎来洗牌，优胜劣汰在所难免。长城皮卡在国内皮卡行业的综合实力无人能及，在品牌、技术、产品、性价比、渠道、基因和经验等方面均拥有明显的领先优势，行业第一位置稳固，有望依托在商用化方面领先的风骏系列和在乘用化方面领先的炮系列，市场份额进一步提升，我们预计长城的市场份额将每年增长 2%，2020 年长城皮卡销量为 19 万辆，2022 年达 29 万辆。第二梯队竞争加剧，从份额趋势来看，江铃汽车近 4 年份额持续下滑，第二梯队的郑州日产和第三梯队头部车企江西五十铃均有合资背景优势，在中高端产品上具有品牌支撑，销量处于上升通道。随着皮卡乘用化时代的到来，家用人群的增多，合资品牌具有更大的优势，郑州日产和江西五十铃或将赶超江铃汽车。第三梯队两极分化，头部企业如上汽大通背靠上汽集团，是率先推出国六产品的首批皮卡企业，产品实力强，具有发动机核心技术，拥有很强的产品竞争力，市场份额有望上升，而尾部车企或将面临淘汰。

3.3. 消费升级，推动单车盈利走高

皮卡市场竞争格局好，配置低单车盈利高。2019 年国内皮卡市场 CR1 长城汽车市场份额高达 38.20%，CR3 高达 64.10%，CR5 和 CR10 分别高达 77.20%和 93.50%，皮卡市场集中

度高，各车企通过打价格战抢占市场份额的可能性较低，皮卡价格相对稳定。我们选择了 9 万元的哈弗 H2 和风骏 5，以及 10 万元的哈弗 F5 和风骏 7 进行对比，相对于同公司同价位的 SUV，皮卡在辅助和操控配置、多媒体配置以及主/被动安全配置方面比较欠缺，单车盈利相对更高。

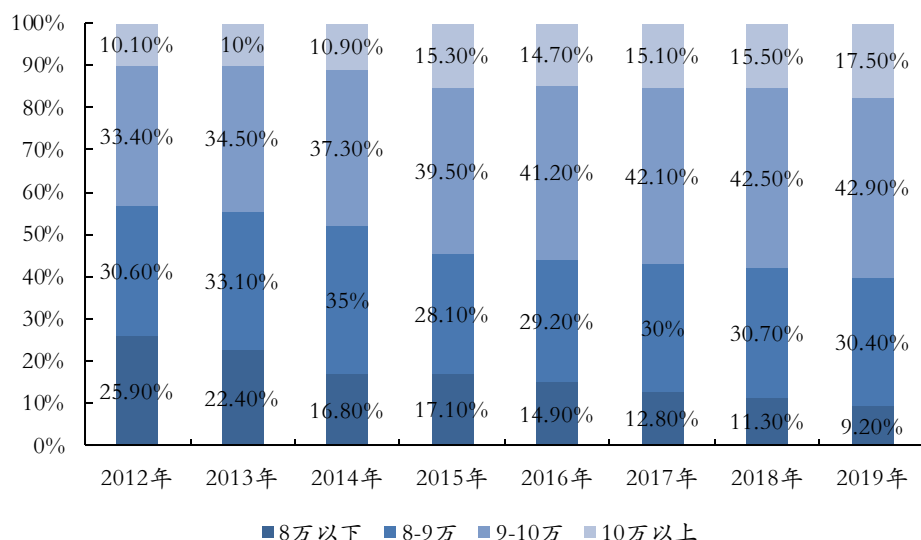
图 83：皮卡市场集中度高



资料来源：乘联会，安信证券研究中心

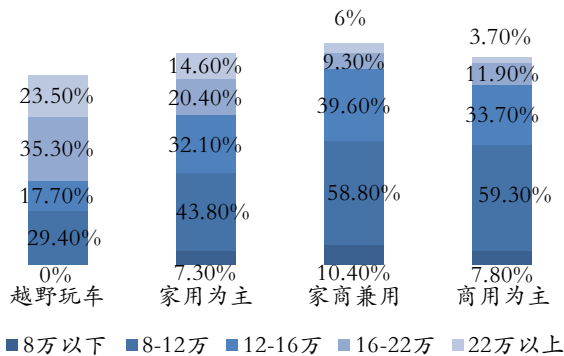
乘用车高端化趋势，消费升级持续。据乘联会数据，9 万元以上中高端皮卡走强。皮卡市场主销区间集中在 8-10 万元，占比在 73%左右，10 万元以上区间市场份额从 2012 年的 10.1% 稳步提升至 2019 年的 17.5%，8 万以下市场份额则从 25.9% 萎缩至 9.2%，消费升级趋势明显。据中国皮卡网，家商兼用和商用为主的用户主要选择 12 万以下车型，而家用为主和越野玩车的用户可以接受的价位更高，主要在 16 万及以上。以美国为例，2010-2019 年，美国皮卡的售价从 3.2 万美元上涨至 4.4 万美元，2019 年推出的皮卡比 2010 年的产品贵了 35.1%。主要原因是皮卡相较于十年前更加乘用车化，导致产品售价不断高涨。同样，2019 年 9 月长城汽车推出的长城炮乘用车版的售价也比商用版高 2-3 万。目前热门的皮卡价位在 8-12 万元，未来随着皮卡从传统工具车向时尚、乘用车化的家用车转变，功能和配置愈加完善，皮卡单价有望持续走高，向 12-16 万靠拢。

图 84：9 万元以上中高端皮卡走强



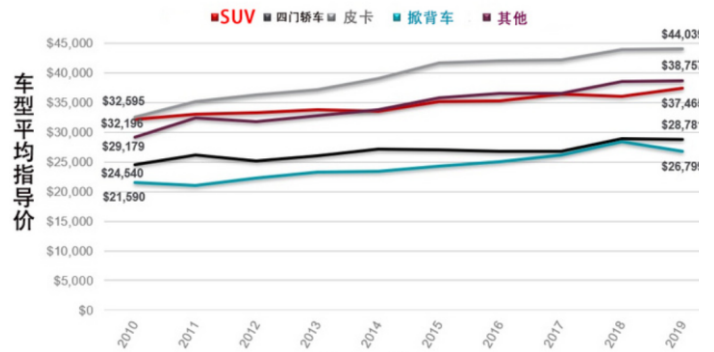
资料来源：乘联会，安信证券研究中心

图 85：家用为主和越野玩车的用户可以接受的价格更高



资料来源：中国皮卡网，安信证券研究中心

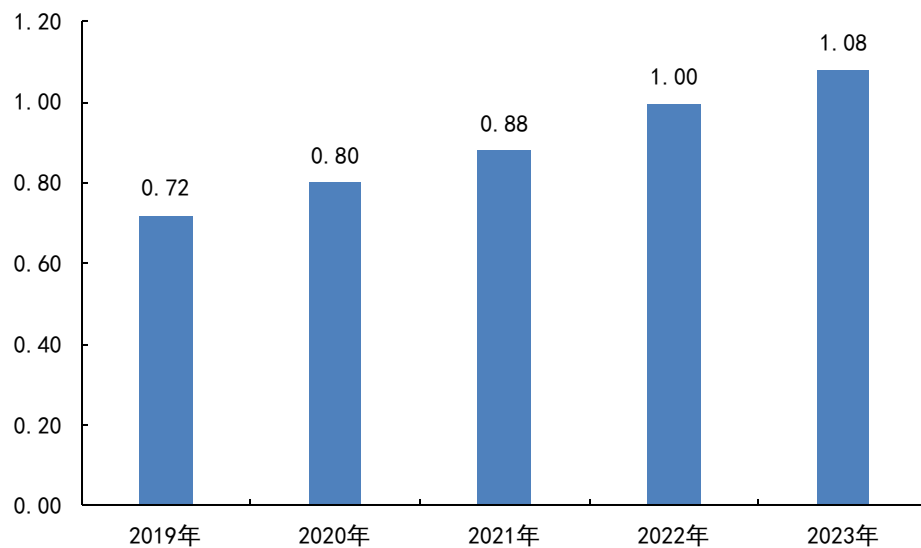
图 86：2010-2019 年，美国皮卡售价提高 35.1%



资料来源：JATO，安信证券研究中心

当前国内皮卡市场集中度高，竞争格局好，较 SUV 更低的配置为皮卡贡献了更高的单车盈利，未来在皮卡乘用车化、高端化、电动化大趋势下，主流皮卡的价位将逐渐由 8-12 万元向 12-16 万元靠拢，单车售价的走高和销量的增长将有望带动单车盈利持续走高，在当前皮卡车单车盈利基础上，我们预测皮卡的单车盈利将由目前的 0.72 万元提升至 2023 年的 1.08 万元。

图 87：预测未来皮卡单车盈利持续走高（万元）



资料来源：中汽协，安信证券研究中心测算

3.4. 小结

受制于中国皮卡政策的桎梏、中外汽车文化和生活方式的差异以及皮卡优质供给的缺乏，中国皮卡市场发展缓慢。自 2016 年中国首次提出“皮卡解禁试点”以来，皮卡解禁政策层出，皮卡的商乘两用属性加速释放，乘用车化、高端化和电动化趋势确定。考虑到皮卡对于微卡、微面的替代需求空间和乘用车化需求，中性预计我国皮卡车市场每年增速可达 17.5% 左右，五年后的市场空间可达 121 万辆。我国皮卡市场集中度高，长城汽车一枝独秀，两极分化明显，长城皮卡综合实力最强，市场份额有望进一步提升。在皮卡消费升级趋势下，随着皮卡向乘用车化、高端化、电动化转型，主流皮卡的价位将逐渐由 8-12 万元向 12-16 万元靠拢，单车售价的走高和销量的增长将有望带动单车盈利持续走高，我们预测皮卡的单车盈利将由目前

的 0.72 万元提升至 2023 年的 1.08 万元。

4. 盈利预测与投资建议

国内市场：国内乘用车市场迎来换购周期，首购比例将持续下降，竞争加剧致尾部自主不断出清，头部自主集中度提高，消费升级有望带动中高端 SUV 快速扩容。面对龙头自主的竞争和合资下探的威胁，公司坚持研发“过度投入”，不断突破发动机和变速箱的技术瓶颈，提前布局电动化全产业链，加快实现智能网联功能升级。随着哈弗和 WEY 系列换代产品的密集上市，预测公司 2020 年国内总销量可达 81.3 万辆。

海外市场：公司长期坚持全球化战略布局海外市场，随着未来新平台高性价比的产品向俄罗斯和印度导入，将进一步满足当地 SUV 的需求，预测长城 2020 年全球总销量可达 86 万辆，2022 年突破 127 万辆，CAGR 为 14.4%。目前长城单车利润低于吉利，未来公司将从整体销量结构、平台通用化水平和供应链三个方面进行降本增效，有望实现量价齐升，在存量博弈中赢得胜利。

皮卡市场：受制于中国皮卡政策的桎梏、中外汽车文化和生活方式的差异以及皮卡优质供给的缺乏，中国皮卡市场发展缓慢。自 2016 年中国首次提出“皮卡解禁试点”以来，皮卡解禁政策层出，皮卡的商乘两用属性加速释放，乘用车化、高端化和电动化趋势确定。考虑到皮卡对于微卡、微面的替代需求空间和乘用车化需求，中性预计我国皮卡车市场每年增速可达 17.5% 左右，五年后的市场空间可达 121 万辆。我国皮卡市场集中度高，长城汽车一枝独秀，两极分化明显，长城皮卡综合实力最强，市场份额有望进一步提升。在皮卡消费升级趋势下，随着皮卡向乘用车化、高端化、电动化转型，主流皮卡的价位将逐渐由 8-12 万元向 12-16 万元靠拢，单车售价的走高和销量的增长将有望带动单车盈利持续走高，我们预测皮卡的单车盈利将由目前的 0.72 万元提升至 2023 年的 1.08 万元。

盈利预测与投资建议：国内乘用车行业进入换购周期，电动化智能化高端化叠加新品周期，公司有望实现首换购两端开花，全球化战略布局扩容海外市场，皮卡解禁利好政策下，皮卡乘用车化高端化电动化趋势释放增量。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 962.48、1104.65、1215.74 亿元，收入增速分别为 0.04%、14.77%、10.06%，归母净利润分别为 40.13、50.91、55.58 亿元。近年来汽车行业低迷，受整体盈利下滑影响，PE 弹性较小，因此我们选取长城汽车 A 股四家可比公司进行 PB 估值。根据我们的盈利预测，2020 年 BVPS 的预测值为 6.20 元，对应 PB 为 1.3 倍。可比上市公司 2020 年 Wind 一致预测 PB 均值为 1.7991 倍，我们认为虽然公司 PB 低估，但是考虑到 2020 年新冠疫情业绩承压，维持增持 -A 的投资评级。

表 27：可比公司 PB 估值

证券代码	证券简称	2020 年 PB 估值 (倍)
600104.SH	上汽集团	0.8815
601238.SH	广汽集团	1.2006
000625.SZ	长安汽车	1.2565
002594.SZ	比亚迪	3.8581
	平均值	1.7991

资料来源：wind，安信证券研究中心

5. 风险提示

公司销量不及预期：近年来汽车行业不景气持续，长城众多新平台新产品存在盈利和销量不及预期风险。

全球化战略不及预期：海外布局和全球化战略是长城扩张的重要过程，但是海外建厂受诸多政治政策等影响。

政策落地不及预期：不同于美国、加拿大和泰国，皮卡在中国以商用为主，且受到较大的政策桎梏，目前虽然皮卡政策在进一步放开，但是仍然存在政策不及预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	99,230.0	96,210.7	96,248.3	110,465.0	121,574.3	成长性					
减:营业成本	81,480.9	79,684.5	80,733.5	91,718.9	100,891.0	营业收入增长率	-1.9%	-3.0%	0.0%	14.8%	10.1%
营业税费	3,627.4	3,168.6	3,464.9	3,976.7	4,376.7	营业利润增长率	6.5%	-23.4%	-5.5%	29.3%	10.1%
销售费用	4,575.2	3,896.7	3,924.5	4,560.6	4,723.9	净利润增长率	3.6%	-13.6%	-10.8%	26.9%	9.2%
管理费用	1,676.3	1,955.5	3,849.9	4,418.6	4,863.0	EBITDA 增长率	27.7%	7.6%	-29.0%	13.0%	6.0%
财务费用	-493.9	-351.0	-232.7	-406.7	-395.0	EBIT 增长率	32.2%	1.8%	-46.1%	26.9%	11.1%
资产减值损失	136.5	-503.6	100.0	400.0	660.0	NOPLAT 增长率	-4.1%	-15.4%	-9.0%	26.9%	10.3%
加:公允价值变动收益	-140.4	-73.3	-12.8	-75.5	-53.8	投资资本增长率	-16.3%	13.1%	51.5%	-42.1%	-20.4%
投资和汇兑收益	219.3	15.5	119.7	118.1	30.0	净资产增长率	7.0%	3.2%	4.7%	4.7%	4.9%
营业利润	6,232.0	4,776.8	4,515.0	5,839.5	6,431.0	利润率					
加:营业外净收支	245.0	323.7	315.9	294.9	311.5	毛利率	17.9%	17.2%	16.1%	17.0%	17.0%
利润总额	6,477.1	5,100.6	4,830.9	6,134.4	6,742.5	营业利润率	6.3%	5.0%	4.7%	5.3%	5.3%
减:所得税	1,229.4	569.8	792.9	1,006.9	1,146.2	净利润率	5.2%	4.7%	4.2%	4.6%	4.6%
净利润	5,207.3	4,496.9	4,013.3	5,091.1	5,557.7	EBITDA/营业收入	11.7%	13.0%	9.2%	9.1%	8.7%
						EBIT/营业收入	7.9%	8.3%	4.4%	4.9%	5.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	103	110	104	78	59
货币资金	7,682.1	9,723.3	7,699.9	8,890.8	22,490.2	流动营业资本周转天数	22	9	61	59	16
交易性金融资产	3,177.6	4,362.7	2,619.4	3,386.6	3,456.2	流动资产周转天数	246	252	302	289	255
应收账款	3,994.2	4,139.9	857.9	6,084.0	1,993.2	应收账款周转天数	9	15	9	11	12
应收票据	-	-	44,046.5	17,530.7	13,877.3	存货周转天数	18	20	20	19	20
预付账款	440.8	441.2	731.1	434.1	853.7	总资产周转天数	403	421	465	420	359
存货	4,445.1	6,237.2	4,500.0	7,424.2	5,929.1	投资资本周转天数	150	150	200	166	99
其他流动资产	46,386.4	43,597.9	32,575.8	40,853.4	39,009.0						
可供出售金融资产	-	-	2.6	0.9	1.1	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.9%	8.3%	7.0%	8.5%	8.9%
长期股权投资	-	3,112.7	3,112.7	3,112.7	3,112.7	ROA	4.7%	4.0%	3.0%	4.2%	4.7%
投资性房地产	183.7	322.2	322.2	322.2	322.2	ROIC	10.4%	10.5%	8.4%	7.1%	13.4%
固定资产	28,993.6	29,743.3	25,882.9	22,022.5	18,162.2	费用率					
在建工程	4,405.6	2,247.4	2,247.4	2,247.4	2,247.4	销售费用率	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	3.9%
无形资产	5,244.5	6,898.9	6,164.6	5,430.2	4,695.8	管理费用率	1.7%	2.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	1,030.2	2,269.8	1,326.7	1,477.6	1,621.0	财务费用率	-0.5%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	-0.3%
资产总额	111,800.4	113,096.4	135,504.7	122,294.4	119,935.1	三费/营业收入	5.8%	5.7%	7.8%	7.8%	7.6%
短期债务	12,800.0	1,180.5	15,860.3	-	-	偿债能力					
应付账款	28,113.1	25,439.5	30,883.1	32,975.6	36,502.6	资产负债率	52.9%	51.9%	58.0%	51.3%	47.8%
应付票据	4,205.2	10,020.9	95.0	12,227.6	2,508.6	负债权益比	112.2%	107.9%	137.9%	105.2%	91.8%
其他流动负债	9,500.1	17,958.9	16,660.4	14,938.2	15,763.6	流动比率	1.21	1.25	1.47	1.41	1.60
长期借款	2,157.8	1,205.7	12,645.1	-	-	速动比率	1.13	1.14	1.39	1.28	1.49
其他非流动负债	2,335.6	2,891.7	2,403.8	2,543.7	2,613.1	利息保障倍数	-15.82	-22.65	-18.40	-13.36	-15.28
负债总额	59,111.8	58,697.2	78,547.7	62,685.2	57,387.9	分红指标					
少数股东权益	163.8	-	23.5	59.2	96.9	DPS(元)	0.29	0.25	0.19	0.27	0.29
股本	9,127.3	9,127.3	9,176.6	9,176.6	9,176.6	分红比率	50.8%	50.7%	44.1%	48.6%	47.8%
留存收益	43,659.9	45,512.8	47,756.9	50,373.4	53,273.7	股息收益率	3.5%	3.0%	2.3%	3.3%	3.5%
股东权益	52,688.6	54,399.2	56,957.0	59,609.2	62,547.2						
						现金流量表					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E						
净利润	5,247.6	4,530.7	4,013.3	5,091.1	5,557.7	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	3,887.9	4,593.9	4,594.7	4,594.7	4,594.7	EPS(元)	0.57	0.49	0.44	0.55	0.61
资产减值准备	136.5	503.6	-	-	-	BVPS(元)	5.72	5.93	6.20	6.49	6.81
公允价值变动损失	140.4	73.3	-12.8	-75.5	-53.8	PE(X)	14.5	16.8	18.9	14.9	13.6
财务费用	577.0	335.1	-232.7	-406.7	-395.0	PB(X)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
投资损失	-219.3	-214.4	-119.7	-118.1	-30.0	P/FCF	5.4	-7.5	12.1	18.8	5.6
少数股东损益	40.3	33.9	24.7	36.4	38.6	P/S	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6
营运资金的变动	-20,510.9	513.4	-25,536.8	22,345.6	2,883.0	EV/EBITDA	3.1	5.5	9.4	5.3	4.0
经营活动产生现金流量	19,697.8	13,972.3	-17,269.2	31,467.5	12,595.1	CAGR(%)	-0.8%	7.3%	-7.1%	-0.8%	7.3%
投资活动产生现金流量	-10,040.4	-15,801.7	-7,633.1	-50.9	2,835.4	PEG	-18.9	2.3	-2.6	-19.3	1.9
融资活动产生现金流量	-6,500.8	3,943.9	22,878.9	-30,225.7	-1,831.1	ROIC/WACC	1.3	1.3	1.1	0.9	1.7
						REP	0.7	1.2	1.2	1.6	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

袁伟、徐慧雄声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034