



长城汽车

更坦然的心态，更清晰的战略

公司动态

公司近况

我们参加了长城汽车股东大会，并参加了与魏建军董事长的交流。我们认为长城经历了从 14~15 年拓展高端产品线到经济型 SUV 市场动荡之后，公司开始以更平和积极的心态面对挑战，未来虽然行业竞争加剧，但长城的成长战略日渐清晰。

评论

更坦然的心态，及时灵活应对挑战。从坦然面对 H8、H9 的不达预期，到直言 SUV 红海已经来临，未来将面对更加充分竞争的市场。我们认为管理层对今年行业突如其来的下滑已有了充分的准备。从 H6 及时降价应对竞争对手中，已看出管理层对市场的变化采取非常灵活的措施。未来在高端领域，H8 和 H9 将继续是长城的主力车型，但我们相信在价格和配置上会有更积极的调整。

管理层展示新思路。在互动中，我们重点关注三个问题：1) 长城在 H6 之后的下一个明星产品；2) 长城的管理方式与公司文化如何从管好“硬件”（制造）向管好“软件”（研发、品牌）转变；3) 产能建设如何适应新的需求增速和竞争环境。管理层的新思路让我们相信长城已及时从前期的挫折中找到新的发展战略。

下一个成长动力——或将推出轿车和 SUV 平台化产品。随着 SUV 红海的来临，长城能否推出更有竞争力的产品线，成为接替 H6 的下一个成长动力一直是市场关注的重点。公司认为经济型 SUV 的主流区间仍将是 4.5m 左右轴距的车型。更重要的是，公司重提轿车，认为在竞争加剧的市场里，轿车是完善产品线不可或缺的部分。我们猜测在未来徐水二期工厂中，将会生产新的类似 H6 左右价位和大小的 SUV，以及同平台的轿车，作为新的主打产品。

新能源的战略更清晰：由于前期投入较少，中短期，长城在新能源汽车发展上，将做追随者而不是领军者。这意味着，长城不会将研发的主要资源投入新能源汽车的前沿技术上，而更倾向于投入在和传统车可以共享的变速器、自动驾驶等技术上。在技术路线上，认同 PHEV 能够商业化，而 EV 主要起到降低企业平均油耗的作用。

估值建议

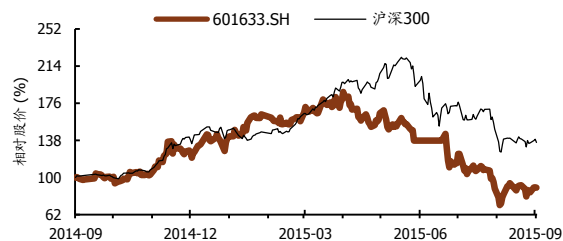
我们**维持 2015/2016 EPS 3.07 元/3.74 元的盈利预测**。我们认同且看好长城的管理能力和管理层在行业动荡中的积极转型和应对能力，认为股价进一步下调的空间已不大，但目前行业需求下行给盈利带来的压力需要 H6 和 Coupe 持续稳定的复苏来对冲。我们**维持 A 股 27 元、H 股 22 港元的目标价和“中性”评级**。

风险

销量大幅低于预期，行业需求下滑。

维持中性

股票代码	601633.SH	02333.HK
评级	中性	中性
最新收盘价	人民币 27.79	港币 21.50
目标价	人民币 27.00	港币 22.00
52 周最高价/最低价	人民币 59.50~21.40	港币 60.70~18.48
总市值(亿)	人民币 742	港币 900
30 日日均成交额(百万)	人民币 361.80	港币 384.79
发行股数(百万)	3,042	3,042
其中：自由流通股(%)	10	34
30 日日均成交量(百万股)	13.56	17.92
主营行业		汽车及零部件



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	56,784	62,591	84,104	104,322
增速	31.6%	10.2%	34.4%	24.0%
归属母公司净利润	8,224	8,037	9,344	11,390
增速	44.5%	-2.3%	16.3%	21.9%
每股净利润	2.70	2.64	3.07	3.74
每股净资产	9.21	11.02	13.27	16.08
每股股利	0.82	0.80	0.93	1.14
每股经营现金流	2.97	2.00	4.67	4.88
市盈率	10.3	10.5	9.0	7.4
市净率	3.0	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	7.3	7.2	5.4	4.1
股息收益率	3.0%	2.9%	3.4%	4.1%
平均总资产收益率	17.3%	14.1%	13.1%	12.5%
平均净资产收益率	33.1%	26.1%	25.3%	25.5%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

奉玮

分析师

wei.feng@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513110002

SFC CE Ref: BCK590

刘册

分析师

ce.liu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080513090002

SFC CE Ref: BCF475



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	56,784	62,591	84,104	104,322	营业收入	31.6%	10.2%	34.4%	24.0%
营业成本	40,538	45,252	62,557	77,783	营业利润	44.9%	-2.9%	16.9%	21.9%
营业税金及附加	2,057	2,282	2,944	3,651	EBITDA	42.0%	2.3%	17.2%	21.9%
营业费用	1,895	2,085	2,860	3,651	净利润	44.5%	-2.3%	16.3%	21.9%
管理费用	2,727	3,822	5,436	6,841	盈利能力				
财务费用	-80	-86	-126	-205	毛利率	28.6%	27.7%	25.6%	25.4%
其他	0	0	0	0	营业利润率	17.4%	15.4%	13.4%	13.1%
营业利润	9,908	9,620	11,244	13,704	EBITDA 利润率	19.5%	18.1%	15.7%	15.5%
营业外收支	11	20	20	26	净利润率	14.5%	12.8%	11.1%	10.9%
利润总额	9,920	9,640	11,263	13,730	偿债能力				
所得税	1,688	1,599	1,915	2,334	流动比率	1.36	1.35	1.40	1.44
少数股东损益	8	4	5	6	速动比率	1.24	1.22	1.26	1.30
归属母公司净利润	8,224	8,037	9,344	11,390	现金比率	0.24	0.13	0.33	0.40
EBITDA	11,054	11,304	13,246	16,147	资产负债率	46.8%	45.4%	50.5%	51.2%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	5,523	3,394	12,891	19,372	回报率分析				
应收账款及票据	20,615	27,719	34,598	41,575	总资产收益率	17.3%	14.1%	13.1%	12.5%
预付款项	3,067	4,366	5,867	7,278	净资产收益率	33.1%	26.1%	25.3%	25.5%
存货	2,764	3,470	5,313	7,032	每股指标				
其他流动资产	-943	-3,636	-3,926	-4,972	每股净利润 (元)	2.70	2.64	3.07	3.74
流动资产合计	31,026	35,314	54,744	70,285	每股净资产 (元)	9.21	11.02	13.27	16.08
固定资产及在建工程	18,646	22,548	23,443	26,492	每股股利 (元)	0.82	0.80	0.93	1.14
无形资产及其他长期资产	2,473	2,862	2,894	2,825	每股经营现金流 (元)	2.97	2.00	4.67	4.88
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	52,605	61,345	81,621	100,158	市盈率	10.3	10.5	9.0	7.4
短期借款	0	0	0	0	市净率	3.0	2.5	2.1	1.7
应付账款及票据	22,657	26,145	39,150	48,665	EV/EBITDA	7.3	7.2	5.4	4.1
其他流动负债	182	0	0	0	股息收益率	3.0%	2.9%	3.4%	4.1%
流动负债合计	22,839	26,145	39,150	48,665					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	1,757	1,682	2,107	2,577					
负债合计	24,597	27,827	41,257	51,241					
股东权益合计	28,008	33,518	40,364	48,916					
少数股东权益	12	67	12	12					
负债及股东权益合计	52,605	61,345	81,621	100,158					
现金流量表									
净利润	8,224	8,037	9,344	11,390					
折旧和摊销	1,146	1,672	1,975	2,410					
营运资本变动	1,913	2,928	-3,072	-454					
其他	0	0	0	0					
经营活动现金流	9,039	6,096	14,211	14,855					
投资活动现金流入	271	212	173	264					
投资活动现金流出	6,967	7,422	2,862	5,438					
投资活动现金流	-6,696	-7,210	-2,689	-5,174					
股权融资	56	57	0	0					
银行借款	333	0	1,125	1,170					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-2,404	-1,309	-2,025	-3,201					
汇率变动对现金的影响	-11	-18	0	0					
现金净增加额	-61	-2,423	9,497	6,481					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

长城汽车是中国规模最大的民营汽车制造企业，产品涵盖哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡三大品类。长城专注于 SUV，在 SUV 领域有很强的竞争力。2013 年，长城销量位居自主品牌乘用车第 1 名（2014 年上半年下滑至第 2 名）。2013 年，长城 SUV 的市场占有率达到 6%，H6 的销量居全国第一，M4 的销量居全国第 5。



目录

我们对于长城新战略的理解：调整产品布局 自主研发核心部件 从管“硬件”到管“软件”	4
附录 1：长城科技节技术亮点纪要	5
7 速湿式双离合自动变速器：长城技术研发的新骄傲	5
GW4B15：长城自主发动机的新高度	7
PHEV 技术：借助舍弗勒等供应商 迅速搭建完成核心零部件模块	8
附录 2：投资者交流环节 Q&A 纪要	15

图表

图表 1：长城汽车募集资金投向	5
图表 2：长城汽车 7DCT450 技术参数一览	6
图表 3：长城汽车 7DCT450 实机展示	6
图表 4：长城汽车 GW4B15 参数一览	7
图表 5：CVVL 是 2010 年之后才出现的新技术	8
图表 6：长城汽车 H7L（PHEV）前桥由内燃机驱动	8
图表 7：长城汽车 H7L（PHEV）后桥由电机驱动	9
图表 8：长城汽车的 P2 混合动力模块	10
图表 9：长城汽车的轮内驱动模块	11
图表 10：长城汽车 PHEV 两档减速器	12
图表 11：长城汽车 P/E Band 和 P/B Band	13
图表 12：可比估值表	14



我们对于长城新战略的理解：调整产品布局 自主研发核心部件 从管“硬件”到管“软件”

我们认为长城汽车股价在 2014 年和 2015 年的大幅波动，都是投资者在寻找长城汽车在 H6 之后新的明星产品。从延期上市的 H8，到略超预期的 H2，新的明星产品迟迟没有出现。而与此同时，SUV 市场在不经意间已成为又一个红海市场。长城汽车的两大主要战略利器：聚焦 SUV 市场和汇聚全球优秀零部件供应商资源，已被国内不少竞争对手学习借鉴。

我们认为，长城要继续保持国内自主品牌盈利能力领头羊的地位，需要：

- 1) **及时调整产品定位。**将哈弗品牌不能支持的 H8 和 H9 通过价格与配置的灵活搭配，拉动销量回升，亡羊补牢，为时未晚；
- 2) **打造下一个明星产品。**在竞争最为激烈的紧凑型 SUV 市场（轴距 4.4~4.6 米，发动机排量 1.5L~2.0L），加大产品投入，打造下一个明星产品。
- 3) **研发核心技术。**汇聚全球优秀的零部件供应商资源，可以较快提高产品品质，但牺牲的是新产品的盈利能力。以长城积累的财务资源，将采购大总成改为采购核心部件，将更多的系统集成工作从外包改为自制，形成新的技术壁垒、成本优势与资源优势。而这一战略的代表作，是公司即将于 2017 年投产的 7DCT450。

从管理方式和企业文化来看，长城原有的管理方式和企业文化无疑在制造管理和经销商管理、供应链管理等环节均较国内其他自主品牌有非常大的优势。往前看，长城要实现品牌与产品向上走，需要在研发、营销上加大投入，需要员工更多能进行原创性创新。如何在长城原有适应管理“硬件”的管理方式和企业文化中加入适应管理研发工程师、艺术造型、营销广告等人才特点的新特色，将是长城汽车新一轮大发展在管理层面需要解决的问题。



附录 1：长城科技节技术亮点纪要

在长城第 6 届科技节上，我们认为最值得长城引以为傲的新技术是以下三项：

- 1) 7DCT450: 7 速湿式双离合自动变速器，最大扭矩 450Nm。
- 2) GW4B15: 连续可变进气门升程技术让该款长城发动机的性能指标与大众、宝马等跨国车企的指标接近。
- 3) 长城汽车的 PHEV 系列技术：包括 P2 混合动力模块、动力电池模组等。

可以说，最让长城过去几年自主研发引以为傲的新技术，就是长城汽车此次定向增发的主要项目。

图表 1：长城汽车募集资金投向

序号	项目名称	总投资金额 (亿人民币)	拟使用募集资金金额 (亿人民币)	实施单位
1	新能源汽车研发项目	50.8	28	公司
2	年产 50 万台新能源智能变速器项目	41.4	40	公司
3	年产 50 万台新能源汽车电机及电机控制器项目	17.6	17	公司
4	年产 100 万套新能源汽车动力电池系统项目	10.4	10	公司
5	智能汽车研发项目	50.3	25	公司
	合计	170.6	120	-

资料来源：公司公告，中金公司研究部

7 速湿式双离合自动变速器：长城技术研发的新骄傲

包括长城在内的自主品牌长期受制于无法自主研发、生产自动变速器。

长城汽车在此次科技节上展示了其上述募投项目中的“新能源智能变速器”7DCT450。从公司披露的信息看，该变速器的特点是：

- 1) 采用湿式双离合模块，避免出现大众 DQ200 干式双离合自动变速器曾经遇到过的技术难题；
- 2) 设置 7 速，齿比跨度在目前的变速器中是最大的；
- 3) 最大扭矩 450Nm，可以匹配长城汽车几乎所有的横置发动机；
- 4) 重量轻、尺寸小，相关参数见下图所示；
- 5) 支持 BSG、P2 和 eAD 三种混合动力类型；
- 6) 核心部件供应商：博格华纳的双离合模块（大连工厂）和大陆的变速器控制单元（Transmission Control Unit）。

自动变速器是 PHEV 和混合动力的核心零部件，长城汽车利用原有的手动变速器制造资源，从博格华纳和大陆外购核心部件，自主投资 7 个多亿用于匹配等研发工作，终于即将拥有自主的自动变速器，这也为长城的新能源汽车奠定了物质基础。



图表 2：长城汽车 7DCT450 技术参数一览

双离合自动变速器	
技术参数	
代号	7DCT450
变速器类型	双离合
最大扭矩	450Nm
挡位数	7前1倒
中心距	197mm
长X宽X高	375mmx598mmx395mm
重量	85kg (含油)
双离合类型	湿式多片
控制系统类型	电液控制
驻车	机械/电子
支持混动类型	BSG/P2/eAD
使用寿命	10年或30万公里
润滑油量	5.5L

Dual Clutch Transmission	
Technical Parameters	
Name	7DCT450
Transmission Type	Dual Clutch Transmission
Max. Torque	450Nm
Gears	7 Forward and 1 Reverse
Center Distance	197mm
Length*Width*Height	375mm*598mm*395mm
Weight	85kg (Include oil)
Dual Clutch Type	Wet Multi-disc
Control and Actuator	Electro-Hydraulic System
Parking Lock	Mechanical/Electrical
Support for Hybrid Type	BSG/P2/eAD
Service Life	10 years or 300,000km
Oil Volume	5.5L

制作单位：传动研究院
Production unit: transmission research institute

资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部

图表 3：长城汽车 7DCT450 实机展示



资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



GW4B15：长城自主发动机的新高度

GW4B15 是此次长城科技节上又一个明星，可惜最大的亮点就在下图中蓝色的两个字“Valve Lift”上。

从参数看，GW4B15 的升功率达到 80kW/L，升扭矩达到 187Nm/L。作为对比，国内消费者较为熟知的大众 EA888 发动机（即大众奥林匹克计划中 TSI+DSG 黄金动力总成中的 1.8T 和 2.0T 发动机）。EA888 于 2006 年研发完成，分为 1.8L 和 2.0L 两个排量。1.8TSI 的功率为 118kW@5000~6200rpm，最大扭矩为 250Nm@1500~4500rpm；2.0TSI 的功率为 147kW@5100~6000rpm，最大扭矩为 280Nm@1700~5000rpm，即 EA888 两个机型对应的升功率分别为 56kW/L、73.5kW/L，升扭矩分别为 139Nm/L 和 140Nm/L。GW4B15 的参数已大幅领先于 EA888。

GW4B15 各项技术中最大的亮点是连续可变进气门升程（CVVL, Continuous Variable Valve Lift）。

图表 4：长城汽车 GW4B15 参数一览

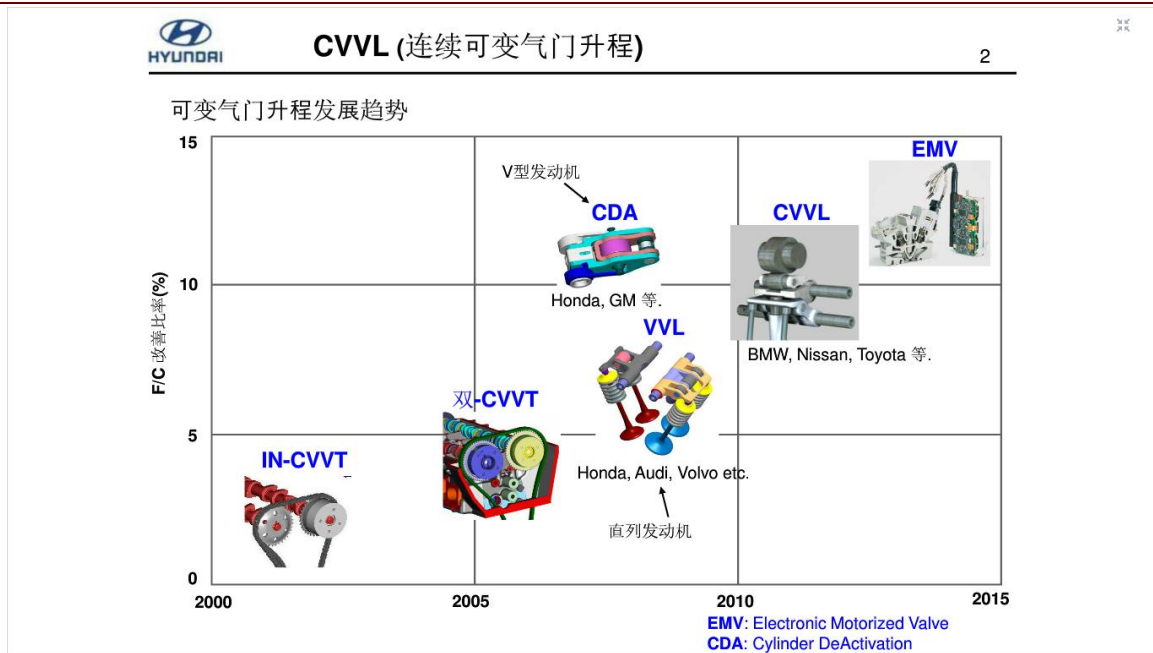
GW4B15+7DCT动力总成 GW4B15+7DCT Powertrain		
排 量 Displacement		1.5L
最大功率 Max. power		120kW/5000~5500rpm
最大扭矩 Max. torque		280N·m/1400~4000rpm
排放标准 Emission standard		Euro VIb
技术特点 Technology characteristics		
1 汽油缸内直喷	GDI	
2 中置喷油器	Central injection	
3 连续可变进气门升程	Continuous Variable Valve Lift	
4 缸盖集成排气歧管	Integrated exhaust manifold	
5 高瞬态响应性电控增压器	Electronic controlled rapid response turbocharger	
6 连续可变排量机油泵	Continuously variable displacement oil pump	
7 进排气VVT	Dual VVT	
8 双回路冷却系统	Double loop cooling system	
9 电控冷却活塞喷嘴	Electronic controlled piston cooling nozzle	
10 七速双离合变速器	7DCT	
制作单位：动力研究院 Production unit: Engine R&D Center		

资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



从下图可以看出，CVVL 是汽车行业在 2010 年之后才出现的高新技术。

图表 5: CVVL 是 2010 年之后才出现的新技术



资料来源：现代汽车，中金公司研究部

PHEV 技术：借助舍弗勒等供应商 迅速搭建完成核心零部件模块

通过与舍弗勒（Schaeffler）等国际汽车零部件供应商的合作，长城汽车在很快的时间内建立起了其混合动力各主要技术方向所需的 2 档减速器、轮内驱动模块、P2 混合动力模块等。

在 H7L 的驱动方案中，前桥仍将有内燃机驱动，但后桥将由电机驱动。

图表 6: 长城汽车 H7L (PHEV) 前桥由内燃机驱动



资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



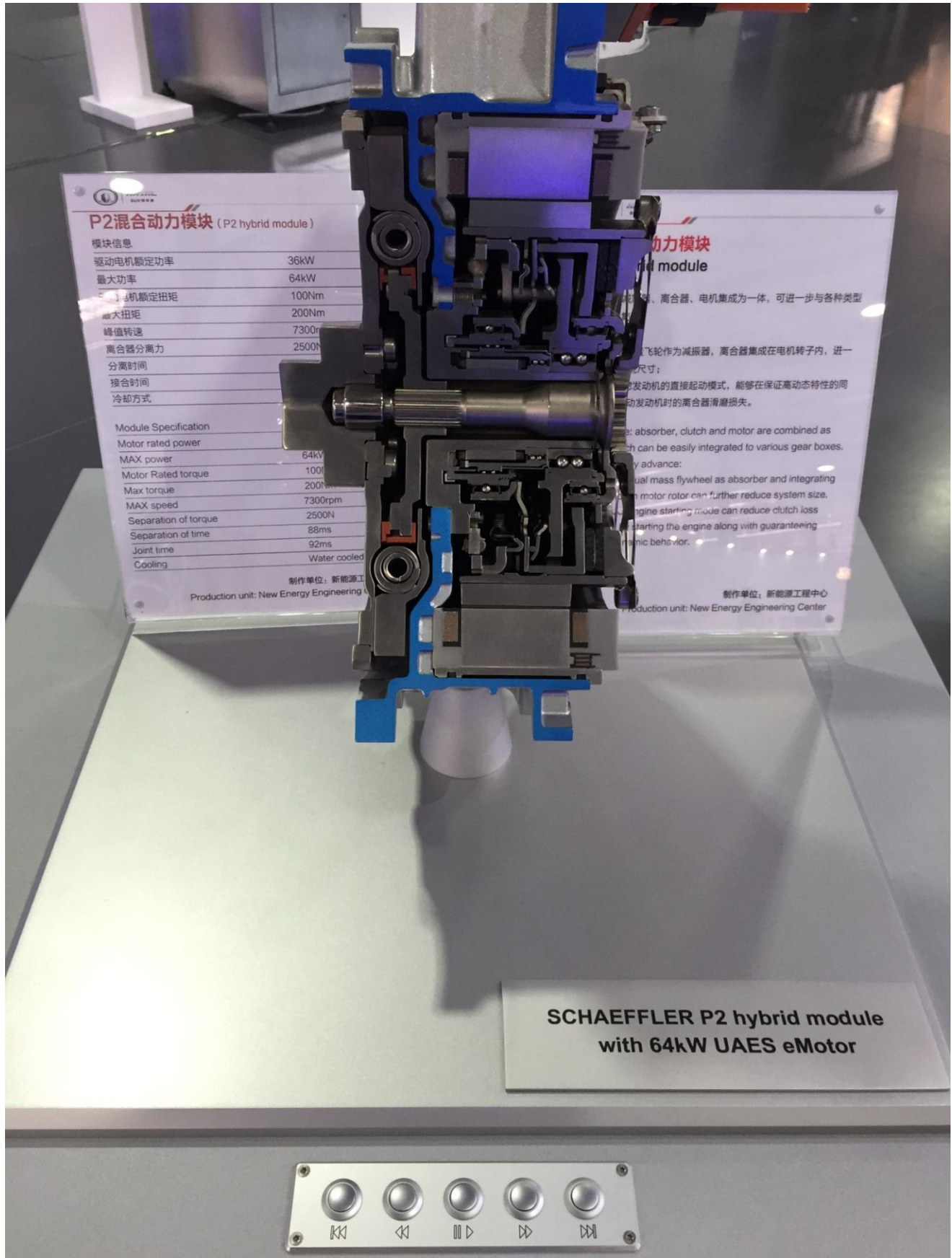
图表 7：长城汽车 H7L (PHEV) 后桥由电机驱动



资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



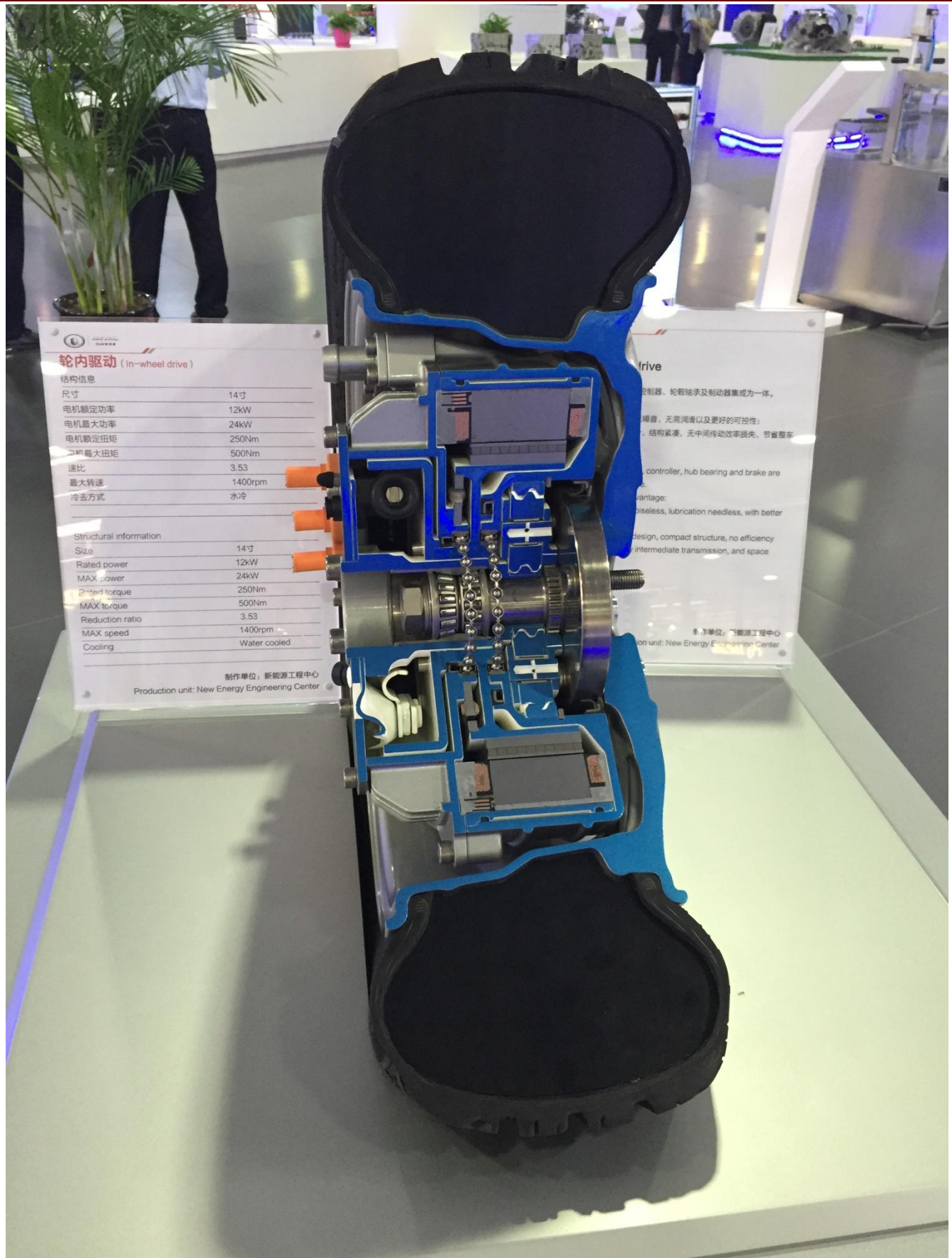
图表 8：长城汽车的 P2 混合动力模块



资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



图表 9：长城汽车的轮内驱动模块



资料来源：长城汽车第六届科技节现场照片，中金公司研究部



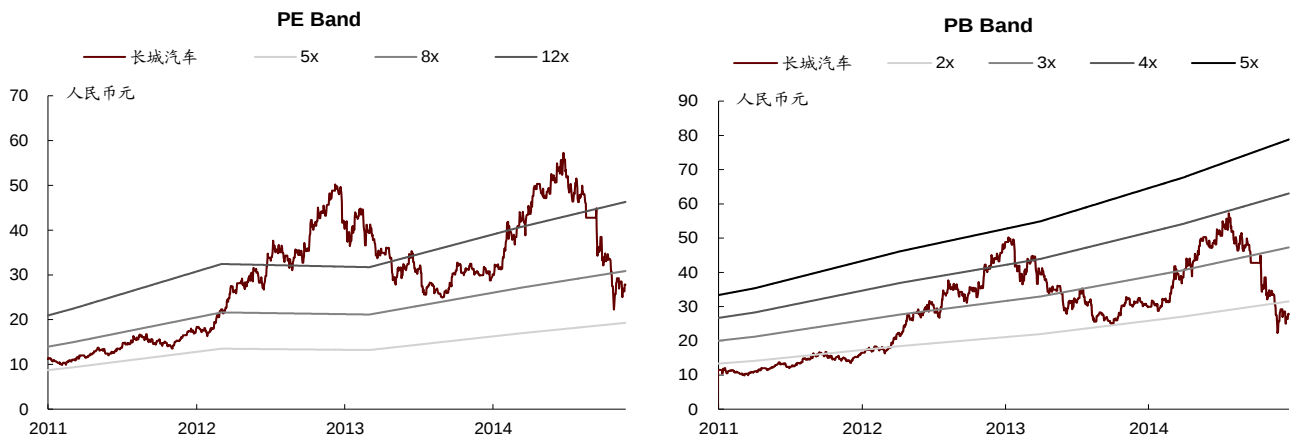
图表 10: 长城汽车 PHEV 两档减速器



资料来源: 长城汽车第六届科技节现场照片, 中金公司研究部



图表 11: 长城汽车 P/E Band 和 P/B Band



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 12: 可比估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率				市净率				EV/EBITDA			
		2015/9/23	百万美元	12A	13 A	14A	15E	12A	13 A	14A	15E	12A	13 A	14A	15E
中国A股上市公司															
中金覆盖															
长安汽车	PV	12.72	9,311	41.0	17.0	7.7	5.2	3.8	3.2	2.3	1.7	28.7	15.3	46.6	20.6
上汽集团	PV	16.55	28,646	8.8	7.4	6.5	6.0	1.5	1.3	1.2	1.1	6.3	6.1	6.0	5.4
江淮汽车	CV/PV	12.40	2,848	32.6	17.5	13.2	10.8	2.7	2.4	2.3	2.1	21.4	12.7	9.1	11.1
潍柴动力	CV	8.88	5,574	5.9	4.9	3.5	9.9	0.7	0.6	0.5	0.5	10.0	7.0	8.5	7.2
中国重汽	CV	13.25	872	119.6	14.6	12.9	11.1	1.5	1.4	1.3	1.2	23.4	17.3	14.3	9.8
宇通客车	CV	18.20	6,326	15.0	9.1	10.3	13.3	3.2	2.4	3.3	2.8	18.5	15.9	10.8	9.0
江铃汽车	CV	25.52	3,458	14.5	13.0	10.5	10.2	2.7	2.4	1.8	1.6	5.9	5.5	4.0	3.1
金龙汽车	CV	16.41	1,563	29.4	31.6	29.8	24.9	3.5	3.2	3.0	2.5	24.2	19.7	n.a.	11.9
福耀玻璃	Parts	11.91	4,690	15.6	12.4	10.7	11.4	3.4	3.7	2.7	1.9	10.3	8.6	7.4	6.9
银轮股份	Parts	14.41	816	110.8	48.0	30.0	21.5	3.8	3.5	3.2	2.8	55.6	29.8	21.1	14.4
威孚高科	Parts	23.06	3,653	17.6	21.2	13.7	13.0	1.8	2.5	2.2	2.2	19.2	16.0	12.9	15.1
均胜电子	Parts	24.40	2,641	67.8	54.2	44.4	39.4	8.4	6.8	6.4	4.3	26.5	21.3	19.7	18.4
比亚迪	PV	55.24	179	1,967.0	256.6	368.8	134.1	6.6	6.4	5.6	6.1	-	-	-	-
中金未覆盖															
福田汽车	CV	5.85	3,063	12.1	21.5	n.a.	n.a.	1.1	1.1	1.1	n.a.	88.4	14.2	9.5	n.a.
一汽轿车	PV	14.32	3,659	8.8	23.1	n.a.	43.2	3.1	2.7	2.7	2.5	8.7	12.3	n.a.	14.9
一汽夏利	PV	5.66	1,417	34.6	n.a.	n.a.	n.a.	2.5	2.8	5.9	n.a.	n.a.	69.3	n.a.	n.a.
东风汽车	CV	8.54	2,681	21.5	340.2	n.a.	21.9	2.9	2.9	2.8	2.5	26.5	21.2	n.a.	19.4
一汽富维	Parts	21.74	722	11.8	12.5	n.a.	8.1	1.6	1.5	1.3	1.1	21.6	23.7	n.a.	6.5
物产中大	Dealer	15.57	2,435	28.8	24.3	24.9	34.3	3.1	2.9	2.7	3.0	19.1	13.1	11.0	n.a.
亚夏汽车	Dealer	9.38	526	21.3	44.7	58.5	55.7	1.9	2.5	3.2	n.a.	38.5	23.8	18.3	n.a.
青岛双星	Parts	6.52	690	16.7	130.4	n.a.	49.9	2.2	2.2	1.8	1.7	10.3	14.7	n.a.	27.7
平均值	Median			19.5	21.5	17.1	19.3	2.6	2.5	2.7	2.3	19.2	15.9	11.0	10.8
香港上市公司															
中金覆盖															
华晨汽车	PV	9.36	6,070	16.7	11.5	7.2	6.4	3.9	3.0	2.1	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
吉利汽车	PV	3.24	3,680	9.9	8.3	16.6	11.1	1.6	1.4	1.2	1.1	5.4	4.5	4.7	3.9
东风汽车	PV	9.02	10,028	7.0	6.1	5.0	4.6	1.2	1.0	0.9	0.7	n.m.	n.m.	17.4	16.6
长城汽车	CV/PV	21.50	8,440	9.4	6.5	6.7	5.2	2.5	1.9	1.6	1.3	10.0	7.0	5.6	4.9
潍柴动力	CV	7.76	4,004	4.3	3.5	2.3	2.8	0.5	0.5	0.4	0.3	10.0	7.6	5.8	5.2
中国重汽	CV	2.94	1,047	60.4	24.2	16.1	12.7	0.4	0.4	0.3	0.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
敏实集团	Parts	14.04	2,005	13.0	13.0	11.3	9.6	1.8	1.7	1.5	1.4	13.8	10.9	8.4	7.3
中升集团	Dealer	3.19	884	6.7	4.9	6.7	4.9	0.6	0.5	0.4	0.4	9.5	8.2	7.7	6.8
正通汽车	Dealer	3.10	884	9.4	6.7	7.1	5.2	0.8	0.7	0.7	0.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
比亚迪股份	PV	37.10	218	24.0	14.1	n.a.	6.9	1.1	1.0	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
和谐汽车	Dealer	3.62	9	n.a.	7.7	5.7	4.8	n.a.	1.4	1.1	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
中金未覆盖															
信义玻璃	Parts	3.72	1,882	12.0	7.2	6.0	n.a.	1.4	1.3	1.1	n.a.	10.9	6.9	8.1	7.2
庆铃汽车	CV	2.59	830	21.6	17.3	13.3	11.5	0.9	0.9	0.8	0.8	2.6	2.3	2.5	2.3
宝信汽车	Dealer	3.31	1092	11.8	8.5	9.0	7.5	2.2	1.8	1.4	1.2	12.4	7.5	7.5	6.5
大昌行	Dealer	3.02	714	5.3	6.9	5.5	n.a.	0.6	0.6	0.6	n.a.	5.0	5.8	5.7	5.2
永达汽车	Dealer	3.73	712	11.0	9.3	8.3	6.6	1.8	1.6	1.2	1.1	12.8	10.7	7.5	6.2
平均值	Median			11.8	8.1	7.1	6.7	0.9	1.0	0.8	0.8	10.5	7.6	7.5	6.4
欧洲及美国上市公司															
雷诺	PV	67.66	22,322	10.4	31.5	6.9	5.8	0.8	0.9	0.7	0.7	5.4	5.9	3.8	3.49
标志	PV	14.02	12,634	n.m	n.m	10.1	7.9	0.6	0.9	1.1	1.0	7.1	5.1	2.2	2.04
宝马	PV	79.91	57,472	10.3	9.9	8.6	8.3	1.7	1.5	1.3	1.1	5.8	6.9	6.9	6.74
大众	PV	109.35	57,451	2.4	5.9	4.9	4.5	0.7	0.6	0.6	0.5	1.3	1.2	1.1	1.05
戴姆勒	CV/PV	66.92	79,870	11.1	10.5	8.3	7.6	1.9	1.7	1.4	1.3	4.2	4.2	2.7	2.49
福特汽车	CV/PV	14.32	56,819	9.7	7.8	8.4	7.4	3.5	2.2	1.9	1.6	4.1	3.9	4.1	3.55
通用汽车	CV/PV	30.62	48,502	9.9	11.3	6.9	6.0	1.6	1.1	1.3	1.2	n.m.	2.7	2.5	2.23
曼	CV	91.14	14,946	74.1	n.m	303.8	47.5	2.4	2.6	2.6	2.6	12.2	13.8	26.5	16.15
沃尔沃	CV	83.05	21,106	14.8	46.9	12.1	10.4	2.2	2.2	2.0	1.7	9.1	12.2	8.2	7.73
帕卡	CV	56.55	20,073	18.1	17.1	12.0	11.8	3.4	3.0	2.7	2.4	7.3	6.8	6.1	5.72
玛格纳	Parts	49.47	20,331	16.0	14.4	10.6	8.9	2.4	2.3	1.7	1.8	8.4	6.6	6.2	5.40
博格华纳	Parts	42.61	9,643	19.2	15.6	14.2	12.0	3.2	2.7	2.7	2.5	10.0	9.0	7.7	6.62
奥托立夫	Parts	106.88	9,411	20.7	21.0	16.8	15.0	2.7	2.5	2.7	2.5	9.9	9.3	8.5	7.56
爱尔特克	Parts	17.13	1,211	12.7	10.3	11.4	9.6	1.8	1.6	1.3	1.2	7.3	6.6	6.8	5.99
法雷奥	Parts	111.30	9,867	22.7	19.5	12.3	10.6	4.1	3.6	2.7	2.3	7.6	7.5	5.4	4.84
平均值	Median			18.6	17.1	12.2	11.2	2.6	2.6	2.6	2.3	8.7	8.3	7.3	6.3
日本上市公司															
马自达	PV	1970	9,851	34.3	8.7	9.8	9.8	2.4	1.8	1.8	1.4	11.9	5.6	5.6	4.8
本田	PV	3799	57,365	18.6	11.0	11.8	11.8	1.4	1.1	1.2	1.0	10.9	8.8	9.6	9.3
铃木	PV	3859	18,046	26.9	20.1	19.3	19.3	1.9	1.6	1.7	1.5	7.6	5.9	6.0	5.7
日产	PV	1140	42,961	14.0	12.3	12.8	12.8	1.3	1.1	1.1	1.0	4.5	3.9	5.0	4.1
丰田	CV/PV	7234	206,114	23.8	12.6	12.2	12.2	1.9	1.6	1.6	1.4	16.6	11.4	12.2	10.8
五十铃	CV	1295	9,155	11.4	9.2	9.7	9.7	2.1	1.7	1.7	1.5	6.8	5.2	5.3	5.2
日野汽车	CV	1340	6,418	16.0	8.6	9.7	9.7	2.9	2.3	2.4	2.0	8.3	5.9	6.0	6.2
电装	Parts	5635	41,528	24.9	16.2	15.8	17.0	1.9	1.6	1.7	1.5	10.2	7.9	7.6	7.8
爱信精机	Parts	4260	10,464	15.5	13.3	13.2	14.4	1.4	1.2	1.3	1.1	5.7	5.1	4.9	5.0
丰田纺织	Parts	2048	3,204	24.0	30.1	27.1	141.5	2.0	1.8	1.9	1.8	7.1	6.4	6.6	6.6
捷太格特	Parts	1839	5,263	45.4											

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部



附录 2：投资者交流环节 Q&A 纪要

1. 新能源汽车方面的计划和进展？在研产品介绍？

长城的新能源汽车分两个技术路线。小车 C50、C30 走纯电路线，成本压力较小，以满足企业平均油耗法规。

商业上更看好 PHEV，插电混动比纯电的成本高，因此大尺寸的车型更易被市场接受。长城的插电混动版都是四驱 SUV。

公司计划在 17 年推出新能源车型，今年年底样车可以完成。新车型将做到 8 秒以下的加速性能，外观和内饰能做到“高颜值”。新能源产品的盈利贡献展望？

在研发上，新能源和传统车并没有生硬的隔绝，变速器，自动驾驶等技术可以同时运用在新能源和传统车上。

2. 如何看待经济型 SUV 竞争对手的迅速上量？

不可否认 SUV 将会是下一个红海，长城以利润为先，挣不到利润的产品，长城不会轻易去做。

3. 竞争对手的价格在 7~8 月还在向下，未来长城是否会继续采取价格策略应对竞争对手的降价？

公司应该去适应市场形势。降价是竞争和经营的需要，长城降价，对手更被动，效果还是比较理想的。现在汽车的季节性非常明显，受淡季影响，3 季度整体的盈利情况不是很乐观，9 月份后市场的需求出现了明显的提升。

4. 管理层对高端产品 H8、H9 的看法，以及未来 20~30w 产品区间竞争者增多，如何面对即将而来的更激烈的竞争？

H8、H9 确实没有达到预期。H9 的量虽然小，但利润情况还是不错的。现在对长城做 20w 以上的乘用车，品牌支撑力确实受到压力。但不会放弃这两款高端车型，未来会做更多的品牌推广和活动，以及更新版的车型，主要体现在：1) 新的车型的动力系统如柴油双增压，新版本的发动机（8AT）；2) 内饰的更新（天窗版）。公司认为企业需要不断克服挑战才能走的更远。

5. 展望未来 2~3 年，SUV 可挖掘的空间有限，长城的战略是什么？

自主品牌要认清形势。未来的竞争肯定是越来越充份的，自主品牌没有几个能活的下来。合资品牌将来也会想做低端车。长城下一步的策略：SUV 包括轿车都要深度的做。实际上轿车、SUV、MPV 技术上没有本质的差别，长城的生产设备和效率、零部件供应、物流和渠道的质量都是非常高的，现在哈弗的品牌也是有价值的，哈弗降价，其他的竞争对手没有利润空间。未来长城要做好平台，采用“大单品”的策略。

6. 长城下一个明星产品是什么？

经济型 SUV 的主流产品区间还是在 4.4m~4.5m 的空间，1.5~2L 动力的车型。未来长城的主流产品还将继续深耕这个区间的产品。

7. 哈弗未来的产品战略？

未来哈弗将把价格和档次进一步拉开，1 年之后还将推出一个新的品牌。承载更高端的车型和大车型。插电混动车型将是这个品牌的第一款车型。



8. 以前长城的竞争力在生产质量等“硬”的方面，未来将着重建设品牌力等方面，从管“硬”到管“软”，长城如何面对这样的转变？

软性的东西需要投资，需要时间也需要好的环境。长城面临的挑战同样也是中国面临的挑战：发展迅猛，人员浮躁。长城建技术中心，并且周边打造幼儿园、学校等一系列配套设施的原因也在于此，学校毕业生到长城，还需要很长时间的培养和锻炼。公司希望从基础上从头培养自己的研发和工程师人才。

9. 徐水工厂 2~4 期的资本开支是否会放缓？

今年开支在 70 亿左右，现在在投入第三期，进度有所放缓。保定老工厂的产能在缩减（自动化率低成本高）。未来主要的投资还在研发上。

10. 是否会考虑增加广告投入来推广哈弗品牌？

广告方面确实是长城做得欠缺的。长城也一直在研究。小手笔的投入没有太大作用，消费者记不住。长城还是认为在自媒体上做一些有创意，“能讲故事”的广告会更有效。

11. 红蓝标网络的进展和规划？

红蓝标产品的推进需要时间。把以前长城的网络改成蓝标网。经销商渠道是长城品牌重要价值，长城的渠道建设是自主品牌里最好的，这也是为什么长城不打广告也能把车卖得好的原因。

12. 对增发的看法？

长城具备良好的融资能力，增发不是唯一的融资渠道。债券、贷款也是长城将来有可能选择的融资渠道。

13. 在股价低位的时候是否会考虑给管理层激励？

长城一直通过业绩激励而不是股价激烈来激励员工。长城不希望把管理层和股价联系在一起。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

