

谨慎申购

长城汽车（601633）

2011年9月16日

股票价格

发行价格区间	13.00-14.00 元
合理价值区间	12.84-14.98 元
网下发行数量（万股）	6000
网上发行数量（万股）	24424.3

股本结构(发行后)

总股本（万股）	304243
流通 A 股（万股）	30424.3
B 股/H 股（万股）	0/103318

重要日期

网下缴款日	2011 年 9 月 19 日
网上申购日	2011 年 9 月 19 日

重点关注 SUV 细分领域，期待轿车新突破

公司具备 SUV、轿车、皮卡三大品类合计 40 万辆整车的生产能力，市场定位于二三线城市，致力于在细分领域推出高品质产品。SUV 产品连续 8 年保持国内销量前三，自主品牌销量第一；皮卡连续 13 年销量第一；轿车发展迅速，2011 年 1-7 月腾翼 C30 累计销售 86404 辆。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率（%）	79.36	30.96	20.89	19.32
净利润增长率（%）	24.74	24.47	24.57	24.65
毛利率（%）	11.75	10.79	11.20	11.59
每股收益（元）	0.89	1.07	1.34	1.66

资料来源：公司公告，海通证券研究所

注：每股收益按本次发行结束后的总股本计算

- **公司增长快于行业整体水平。**公司目前总体上形成了SUV、轿车、皮卡三大品类协同发展的业务格局。公司2006到2010年的营业收入的复合增长率为46%，净利润的复合增长率为39%。2011年上半年未经审计的营业收入为136.69亿元，同比增长50%，净利润为18.12亿元，同比增长109%，远超行业整体水平。
- **重点关注SUV、皮卡销量增长日趋稳定、轿车快速成长。**公司2010年SUV实现毛利30.5亿，轿车实现毛利10.5亿，皮卡实现毛利13.5亿元。2011年上半年长城汽车收入中SUV收入占比38%、轿车收入占比31%，皮卡收入占比23%。我们认为SUV和皮卡已成为公司稳定的利润增长点，公司未来发展的重点仍将集中在SUV细分领域，同时轿车领域的明星车型的开发和销量值得期待。
- **公司的竞争优势。**1) **完整的产业链提升公司竞争力。**公司拥有生产整车和发动机、变速箱、前后桥、空调系统、内饰等完整的产业链，能够增强公司的生产控制能力，提升盈利能力。同时坚持部件高标准外购，引入竞争机制。2) **聚焦细分市场，不断开发新车型。**公司高度聚焦细分市场，把握细分市场发展脉络，适时推出高质量产品，公司计划在2011-2013年间推出车型11款，保证未来业绩的增长。3) **定位清晰、布局完善的销售网络。**公司拥有完善的营销网络，销售网点、4S 专卖店、单体店遍布全国287个大小城市。公司87%以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，符合国内汽车市场的渠道发展方向。
- **募投项目。**本次募集资金将投向发动机、变速箱、车桥及制动器、内外饰及车灯等7个汽车核心部件扩产项目，用于满足天津基地40万辆整车对核心零部件的配套需求。我们认为募投项目的实施将带动零部件的技术升级，进一步提升整车的市场竞争力，为公司产品线向中高端领域拓展提供支撑。
- **公司股票合理价格区间：12.84-14.98元。**我们预测公司2011-2013年的全面摊薄EPS分别为1.07元、1.34元和1.66元。综合绝对估值和相对估值的结果，我们认为公司2011年的合理PE区间在12-14倍之间，合理价格区间为12.84-14.98元。公司发行价格区间为13-14元，建议谨慎申购。
- **风险提示：**1) 国内乘用车销量低于预期导致公司产品销量波动超出预期的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 人力成本和主要原材料价格上升超出预期的风险。

汽车行业高级分析师

赵晨曦

SAC 执业证书编号：S0850208120586

电话：021-23219473

Email: zhaocx@htsec.com

汽车行业助理分析师

冯梓钦

SAC 执业证书编号：S0850511040003

电话：021-23219402

Email: fengzq@htsec.com

联系人

陈鹏辉

电话：021-23219814

Email: cph6819@htsec.com

目 录

1. 专注细分市场的自主品牌乘用车公司	5
1.1 公司实际控制人及股本结构	5
1.2 公司主要产品为 SUV、皮卡、轿车	5
1.3 公司盈利快速增长	6
2. SUV 市场：最主要的利润来源	8
2.1 SUV 盈利能力稳定，重点关注销量增长	8
2.2 中低端 SUV 市场竞争将进一步加剧	8
2.3 公司在中低端 SUV 市场竞争优势明显	10
3. 轿车：专注 A 级细分市场，成长迅速	11
3.1 公司轿车销量增速有望高于行业增速	11
3.2 腾翼 C30：品质决定销量	12
4. 皮卡市场：龙头地位稳固，进军中高端市场	13
5. 率先进军海外市场，出口市场稳定发展	15
6. 公司竞争力分析	16
6.1 产业链垂直整合提升公司盈利能力	16
6.2 聚焦细分市场，不断开发新车型	18
6.3 定位清晰、布局完善的销售网络	18
7. 募投项目：整车竞争力的提升和自主配套能力的增强	18
8. 公司盈利预测和估值	19
8.1 业务预测和关键假设	19
8.2 DCF 绝对估值：合理价值为 14.47 元	21
8.3 相对估值：合理估值区间为 12.84-14.98 元	21
9. 风险提示	22
9.1 汽车行业波动风险	22
9.2 竞争加剧风险	22
9.3 原材料和人力成本上升的风险	22

图目录

图 1 公司发行后股权结构（按本次 A 股拟发行 30424.3 万股计）	5
图 2 公司主要产品发展史	6
图 3 2006-2010 公司产能增加及利用率	6
图 4 2006-2010 公司分车型产销率(%)	6
图 5 2006-2011H1 公司营业收入及增速	7
图 6 2006-2011H1 公司净利润及增速	7
图 7 2008-2011H1 公司营业收入构成（百万元）	7
图 8 2008-2011H1 公司收入中分车型收入贡献（百万元）	7
图 9 2008-2010 公司毛利中分车型毛利贡献（百万元）	7
图 10 2006-2011H1 公司分车型毛利率（%）	7
图 11 2005-2011H1 公司 SUV 销量及增速	8
图 12 2005-2011H1 公司 SUV 单车价格和单车毛利变动	8
图 13 2005-2011H1 SUV 市场销量及增速	9
图 14 2005-2011H1 SUV 市场销量占狭义乘用车比重(%)	9
图 15 2005-2010 SUV 市场按价位结构（%）	9
图 16 2005-2010 SUV 市场按国别品牌结构（%）	9
图 17 2005-2010 SUV 市场按排量结构（%）	10
图 18 2007-2011 1-7M SUV 市场按品牌集中度（%）	10
图 19 2011 1-7M 主流 SUV 企业销量及增速	10
图 20 2005-2010 年 SUV 产品毛利率与竞争对手对比（%）	10
图 21 2008-2011H1 公司轿车销量及市占率	11
图 22 2008-2010H1 公司单车价格和毛利	11
图 23 2008-2011H1 公司轿车毛利率（%）	12
图 24 2011 年 1-7 月自主品牌轿车份额持续下降(%)	12
图 25 2005-2011H1 公司皮卡销量、增速及市占率	13
图 26 2005-2011H1 我国皮卡销量及增速	13
图 27 2005-2011H1 公司皮卡单车价格和毛利	14
图 28 2008-2011-3M 公司皮卡分车型收入（亿元）	14
图 29 2005-2011H1 公司皮卡与江铃汽车毛利率比较(%)	14
图 30 我国皮卡市场价格结构	14

图 31 我国皮卡市场竞争结构	15
图 32 2006-2011H1 公司出口收入、增速及占营业收入比重	15
图 33 2006-2011H1 公司汽车出口量及市场占有率	15
图 34 公司 2011 年上半年汽车出口金额构成	16
图 35 2010 年公司前五大出口国出口量及占比	16
图 36 公司产业链垂直整合模式	17
图 37 募投项目提升产品竞争力	19

表目录

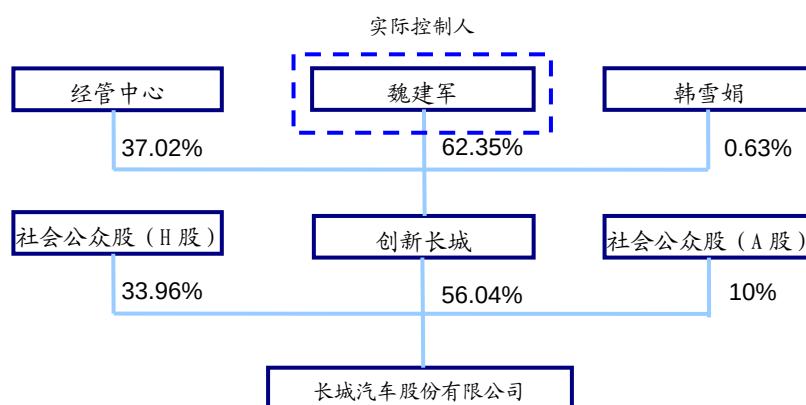
表 1 公司主要产品情况	5
表 2 各国 SUV 市场份额（%）	9
表 3 中档 SUV 产品比较	11
表 4 公司轿车领域主要的竞争对手	12
表 5 腾翼 C30 竞争车型对比	12
表 6 腾翼 C30 的主要优势	13
表 7 长城风骏 5 与其他主要皮卡产品比较	14
表 8 公司出口国家认证获得情况	16
表 9 公司未来 2 年出口规划	16
表 10 自供零部件对成本降低的影响	17
表 11 外购零部件品牌列表	17
表 12 2011-2013 年公司将陆续推出新的车型	18
表 13 公司国内销售网络城市分布情况（截至 2011 年 3 月）	18
表 14 公司本次募投项目情况	19
表 15 盈利预测假设条件	20
表 16 绝对估值关键假设	21
表 17 三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）	21
表 18 可比上市公司估值对比	22

1. 专注细分市场的自主品牌乘用车公司

1.1 公司实际控制人及股本结构

本次发行前公司总股本为 273818 万股，其中 H 股为 103318 万股，分别占公司发行前总股本的 37.73%和本次发行后总股本的 33.96%。本次拟在 A 股发行 30424.3 万股，占发行后总股本的 10%。公司的控股股东为创新长城，持有公司股份 170500 万股，占发行后总股本的 56.04%。公司的实际控制人为魏建军，担任公司董事长、执行董事。

图 1 公司发行后股权结构（按本次 A 股拟发行 30424.3 万股计）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1.2 公司主要产品为 SUV、皮卡、轿车

公司主营业务为汽车整车及汽车零部件的研发、生产及销售，目前具备 SUV、轿车、皮卡三大品类合计 40 万辆整车的生产能力，拥有发动机、变速器、车桥等核心零部件的自主配套能力。公司产品定位二三线城市消费市场，致力于高品质细分车型的生产。

表 1 公司主要产品情况

车型分类	车型	上市时间	指导价格	搭载动力	综合油	燃油补贴
A 级两厢轿车	凌傲	2009.11	5.79-7.19 万元	1.3L/1.5L 汽油机	7.6-13.6 L/100km	部分享有
	酷熊	2009.03	6.39-7.79 万	1.5L 汽油机	7.2-7.2 L/100km	无
	炫丽	008.11	5.59-7.89 万元	1.3L/1.5L 汽油机	6.5-7.4 L/100km	部分享有
	长城精灵	2008.0	3.69-4.99 万	1.3L 汽油机	6.7-6.7 L/100km	无
	腾翼 C20R	2011.09		1.5L 汽油机		无
A 级三厢轿车	腾翼 C30	2010.05	6.45-8.35 万元	1.5L 汽油机	6.5-7.1 L/100km	部分享有
MPV	腾翼 V80	2010.08	6.98-11.48 万元	2.0L/2.4L 汽油机	----	
迷你 SUV	哈弗 M1	2 09.09	4.29-5.99 万元	1.3L 汽油机	6.7-7.8 L/100km	部分享有
小型 SUV	哈弗 M2	2010 03	6.59-8.99 万元	1.5L 汽油机	7-7 L/100km	部分享有
中型 SUV	哈 H3	2009.04	8.78-15.88 万元	2.0L 汽油机	10.7-10.7 L/100km	无
	哈弗 H5 欧风版	2010.08	9.28-16.08 万元	2.0L/2.4L 柴油机	7.5-10.5 L/100km	无
	哈弗 H5 至尊版	201 .09	9.38-14.38 万元	2.0L/2.5L 汽油机		无
	哈弗 H6	2011.08	9.58-14.18 万元	2.0L 柴油机、2.0L 汽油机	----	无
中低端皮卡	风骏 3	2 06.12	7.78-12.38 万元	2.4L 汽油机、2.8 柴油机	-- -	无
	风骏 5	2009.10	----	2.0L/2.4L 汽油机、2.0L/2.5L/2.8L 柴油机	----	无

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

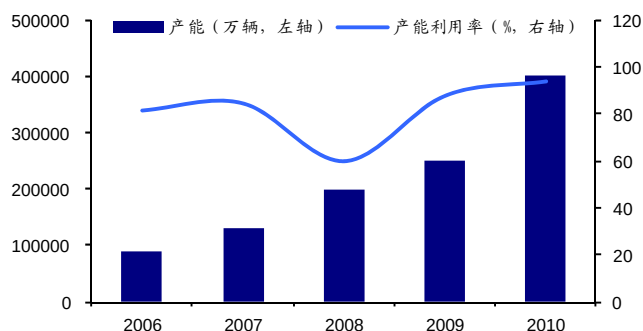
图 2 公司主要产品发展史

1998年	第1辆皮卡下线，标志着公司进入国内皮卡市场；开始进行悬架系统的生产
1998年	公司成为国内皮卡市场销量冠军，并保持至今
2001年	公司开始生产发动机产品，为皮卡产品和SUV产品配套
2002年	公司第一款SUV产品投产，标志着开始进入SUV市场
2003年	公司成功登陆H股；从年开始SUV稳居国内市场销量前三
2006年	公司开始研发、生产变速器产品
2008年	陆续推出精灵、凌傲和炫丽轿车，标志着公司正式进军轿车行业
2009年	公司开始生产轿车发动机
2010年	公司首款A级三厢轿车腾翼C30上市，标志着公司全面进入轿车生产领域
2011年	国家工商总局商标局发布公告，长城汽车被认定为“中国驰名商标”

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

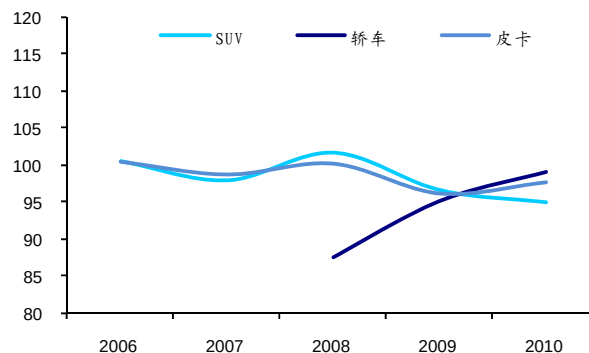
随着汽车行业销量的增长，公司产能不断扩大，由2006年年产9万辆扩大到2010年年产40万辆，产能利用率近年不断提升。

图 3 2006-2010 公司产能增加及利用率



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 4 2006-2010 公司分车型产销率(%)



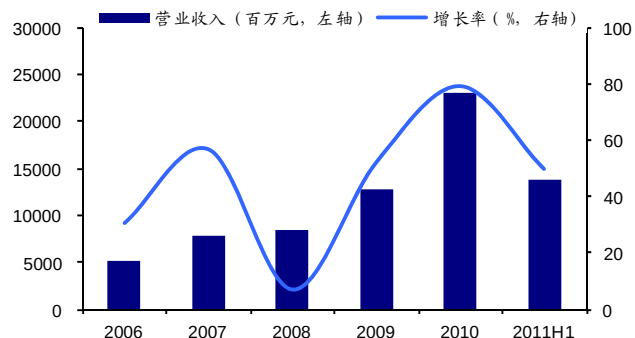
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

1.3 公司盈利快速增长

公司2011年上半年未经审计的营业收入为136.69亿元，同比增长50%，净利润为18.12亿元，同比增长109%。公司近五年营业年收入与净利润快速成长，2006到2010年的营业收入的复合增长率为46%，净利润的复合增长率为39%。

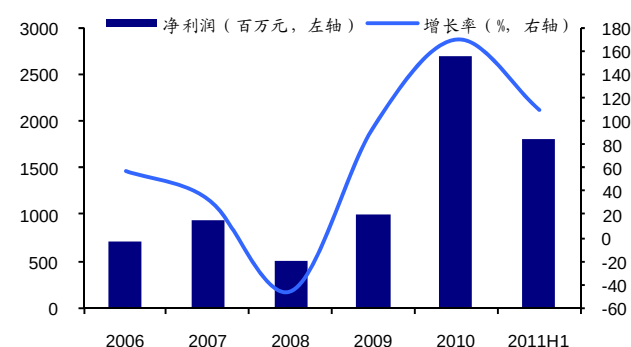
公司主营业务收入主要来源于销售汽车整车、汽车零部件以及提供运输服务，其他业务收入主要是汽车生产过程中产生的边角料和零散的原材料销售收入。近年来，公司营业收入结构稳定，汽车整车销售收入为营业收入的主要来源，贡献了营业收入的94%左右。

图 5 2006-2011H1 公司营业收入及增速



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

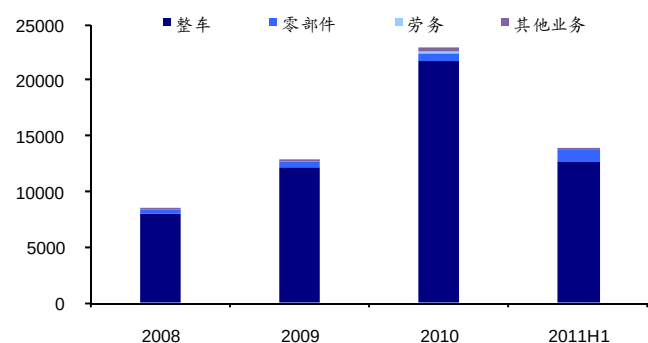
图 6 2006-2011H1 公司净利润及增速



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

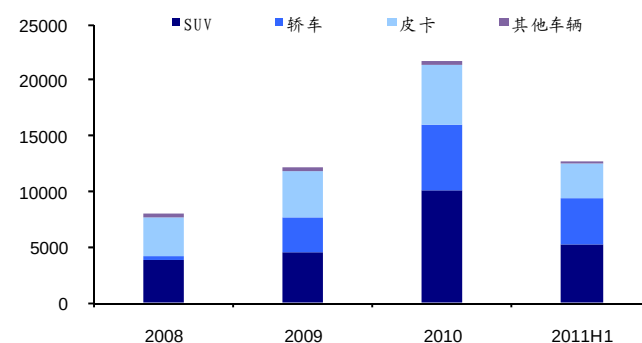
公司目前总体上形成了 SUV、轿车、皮卡三大品类协同发展的业务格局。2008 年皮卡和 SUV 收入贡献分别为 44%、48%，轿车收入占比仅 5%，并且由于品牌认知度不高且竞争激烈，轿车业务当年出现亏损。2010 年 SUV、皮卡、轿车的收入贡献分别为 46%、25%、27%，毛利润贡献分别为 55%、25%、19%。

图 7 2008-2011H1 公司营业收入构成（百万元）



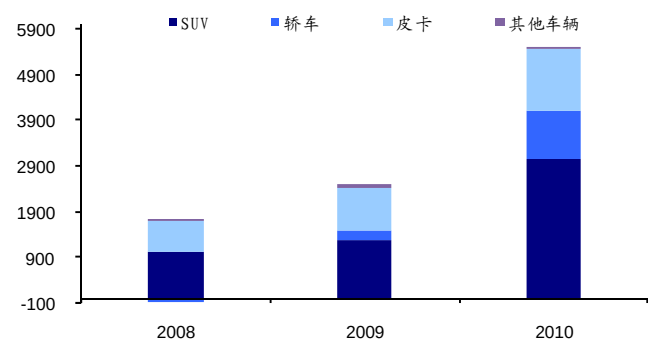
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 8 2008-2011H1 公司收入中分车型收入贡献（百万元）



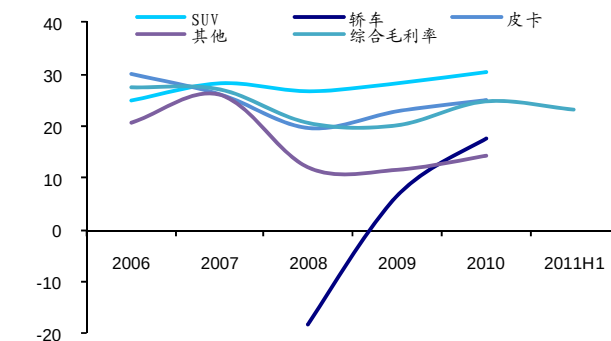
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 9 2008-2010 公司毛利中分车型毛利贡献（百万元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 10 2006-2011H1 公司分车型毛利率（%）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

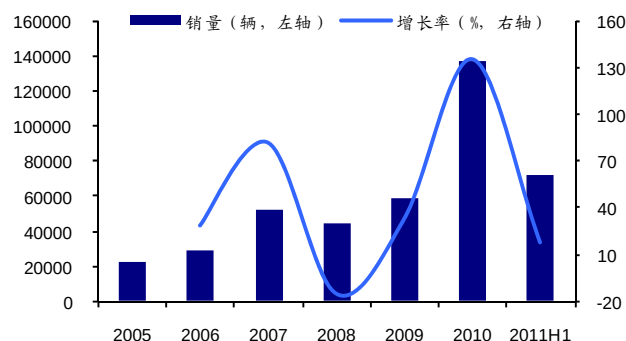
2. SUV市场：最主要的利润来源

2.1 SUV盈利能力稳定，重点关注销量增长

公司 SUV 产品统一以哈弗命名。哈弗 M 系列小型 SUV 包括 M1 和 M2，分别从轿车长城精灵和酷熊车型上改款而来，排量 1.3-1.5L，价格在 4-8 万元之间，兼有轿车的舒适性和 SUV 的通过性，适合年纪较轻的消费者。中型 SUV 哈弗 H 系列是公司的明星产品，尺寸适中、节油、外型大气，排量 2.0-2.5L，价格在 10-15 万之间。2010 年度两大系列销售收入占公司 SUV 销售收入的 99.79%，其中哈弗 H 系列约占公司 SUV 销售收入的 85.22%。

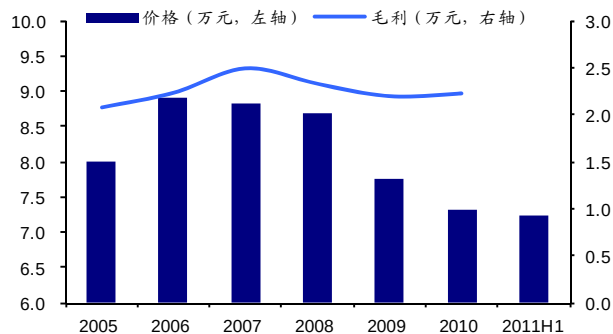
公司 SUV 产品定位于二、三线城市，性价比突出，既避开了与合资品牌的直接竞争，又在自主品牌中具有相对较高的质量水平，竞争优势明显。2008 年至 2010 年，公司 SUV 销量分别约为 4.4 万辆、5.8 万辆、13.7 万辆，复合增长率 76.5%。2010 年，公司 SUV 全国销量第一，市场占有率 11.3%。

图 11 2005-2011H1 公司 SUV 销量及增速



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 12 2005-2011H1 公司 SUV 单车价格和单车毛利变动



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

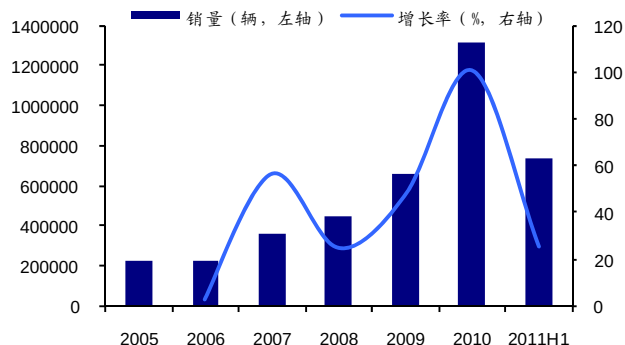
公司 SUV 产品单车价格近年呈下降趋势，我们认为原因主要有两点：一方面是自主品牌新车型的推出加剧了中低端 SUV 市场的竞争，这一点可以由公司近年产销率的下滑得到验证；另一方面公司 2009 年推出的哈弗 M 系列小型 SUV 一定程度上拉低了产品的均价。但是，尽管单车价格下降，公司 SUV 产品仍然能够保持比较稳定的单车毛利和毛利率，我们认为主要原因是销量的上升导致规模效益的显著提升，公司的盈利能力增强。

SUV 细分领域仍是公司未来发展的重点，我们预计公司将继续保持自主品牌 SUV 龙头地位，产品未来销量将稳步增长，尽管竞争的加剧产品面临降价的风险，但是随着规模报酬的进一步显现，SUV 单车成本的下降使利率保持稳定，盈利能力有望保持稳定。

2.2 中低端SUV市场竞争将进一步加剧

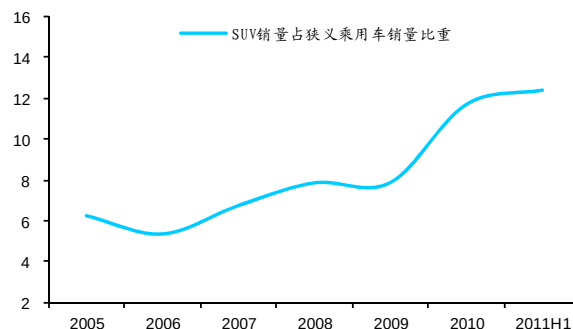
由于兼具轿车的舒适性以及越野车的高通过性，且具有行驶范围广，离地间隙高，视野开阔，安全性好等特点，SUV 日渐受到追捧，成为增速最快的细分车型，2001-2010 年，国内 SUV 销量复合年均增长率达到 46.8%，2010 年国内 SUV 销量为 132.6 万辆，同比增长 101.2%。由图 13 和图 14 可知，由于近年 SUV 销量增速高于轿车，SUV 销量占狭义乘用车销量的比例逐年上升，我们认为 SUV 行业销量增速在短期内将减缓，但由于 SUV 销量相对于轿车销量基数较低，未来 SUV 销量增速仍将高于轿车增速。

图 13 2005-2011H1 SUV 市场销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 14 2005-2011H1 SUV 市场销量占狭义乘用车比重(%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

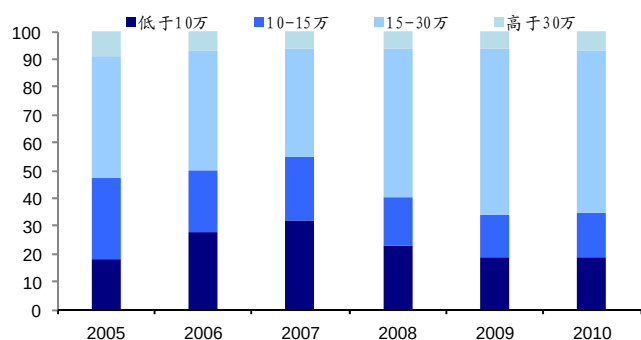
表 2 各国 SUV 市场份额 (%)

	美国	韩国	台湾	日本	法国	德国
历史最高市场份额	28% (2009)	30% (2004)	19% (2009)	10% (1996)	6.4% (2007)	8.2% (2008)
2009 年市场份额	28%	22%	19%	5%	5.80%	7.30%
备注	SUV 偏好性强，市场产品丰富			SUV 偏好性不强，MPV 较为兴盛		

资料来源：比亚迪股份，海通证券研究所

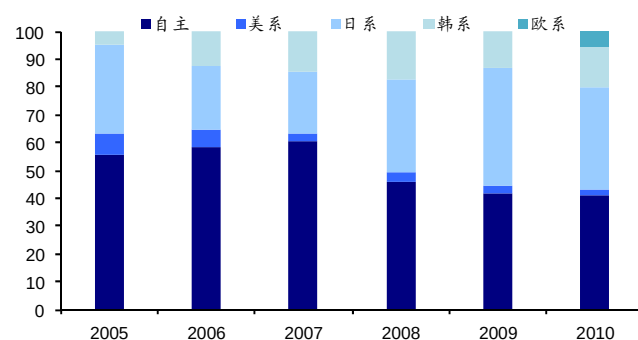
从价位结构来看，15-30 万价格区间为中高端市场，是 SUV 市场的主流，市场份额主要被以日、韩、德为代表合资品牌占据。10-15 万为中端市场，低于 10 万为低端市场，是自主品牌集中的细分市场，中端和低端市场份额之和维持在 35%-40% 左右。

图 15 2005-2010 SUV 市场按价位结构 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

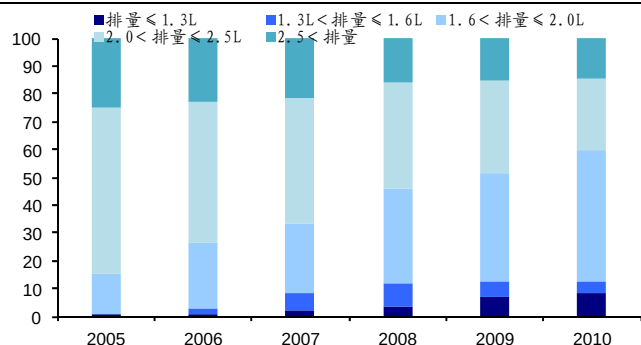
图 16 2005-2010 SUV 市场按国别品牌结构 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

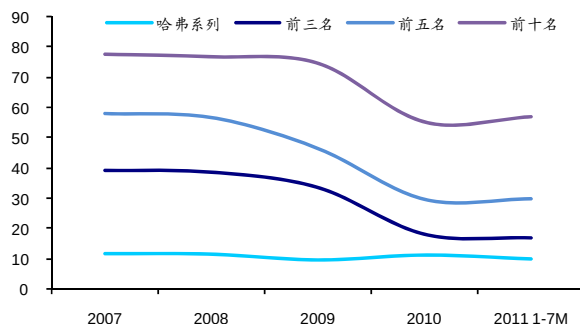
在油价居高不下的趋势下，油耗指标直接影响 SUV 产品发展态势，节能将是未来 SUV 产品竞争焦点。从排量结构上看，1.6-2.5L 为 SUV 主流排量区间，市场排量结构呈现下移趋势，1.6-2.0L SUV 市场份额越来越大，在 2010 年达到 47% 的市场份额，1.6L 以下的经济型 SUV 市场份额呈上升趋势，2.5L 以上的大排量 SUV 市场份额呈下滑趋势。我们认为燃油经济性高的 SUV 已逐渐成为主力车型，具有环保、省油、节能优点的 SUV 将继续得到消费者认同。其中赛弗 H 系列排量为 2.0-2.5L，赛弗 M 系列排量为 1.3-1.5L，燃油经济性高，符合市场发展趋势。由图 18 可以看出，SUV 市场集中度呈现下降趋势，合资品牌纷纷更新换代，推出新车型，竞争将更加激烈。但长城汽车哈弗系列 SUV 产品竞争力较强，龙头地位相对稳固。

图 17 2005-2010 SUV 市场按排量结构（%）



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 18 2007-2011 1-7M SUV 市场按品牌集中度（%）



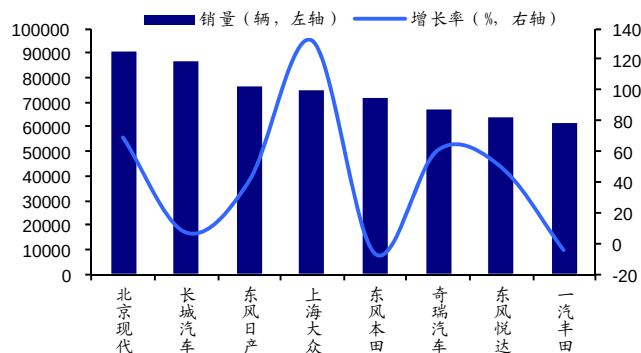
资料来源：乘联会，海通证券研究所

基于以上分析，近年中低端产品份额相对稳定，而自主品牌市场份额略呈下降趋势，我们认为这种现象是由合资品牌 SUV 产品价格逐步下移和新产品的陆续推出造成的。同时，SUV 市场的高增长促使更多车企参与竞争，2011 年自主品牌中吉利、华晨、上汽、力帆等纷纷涉足中低端市场，推出自主品牌 SUV，我们预计自主品牌在中低端市场面临的竞争将进一步加剧。

2.3 公司在中低端 SUV 市场竞争优势明显

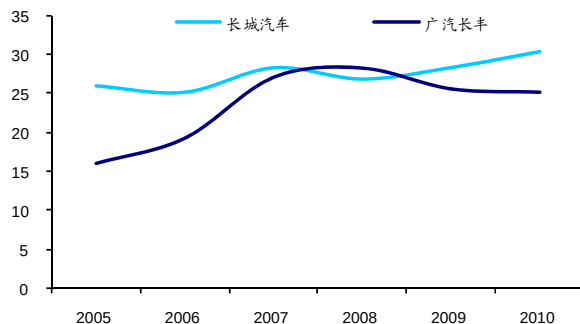
公司 SUV 定位的细分市场主要是价格在 6-15 万之间的中低端价位细分市场，与公司在该细分市场竞争的企业主要有奇瑞、江淮、华泰汽车、众泰汽车、郑州日产、北京现代等。

图 19 2011 1-7M 主流 SUV 企业销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 20 2005-2010 年 SUV 产品毛利率与竞争对手对比（%）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

在中低端 SUV 市场中，哈弗 H 系列产品具有汽油、柴油、两驱、四驱等不同车型，品种齐全，是同价位 SUV 中可选择范围最广的车型。公司在 SUV 领域生产销售的时间长，产品相对成熟，在售后服务方面也占据一定的优势，因此公司在自主品牌汽车中定价处于较高水平。与合资品牌相比，公司产品在价格方面占据绝对优势，性价比优势明显。公司的皮卡、SUV 产品定位于中档市场，性价比突出。既避开了与合资品牌的竞争，又凭借在国产品牌中相对较高的质量水平取得竞争优势。

表 3 中档 SUV 产品比较

产品名	奇瑞瑞虎	比亚迪 S6	哈弗 H	哈弗 H5	起亚狮跑	现代途胜
排量 (L)	2.0/2.4/2.5	2.0/2.4	2.0/2.4/2.5T	2.0/2.4/2.0T	2.0/2.7	2.0/2.7
变速箱	4 档手自一体 5 档手动	手动 5 档 自动 4 档	5 挡手动	5 挡手动 5 挡手自一体	5 挡手动 4 挡自动	4 挡手自一体 5 挡手动
长 宽/高(mm)	4285/1765 17 5	4810/1855/1680	4700/1 00/1810	4649/ 8 0/1740	4350/1840/173	325/1830/1 30
价格 (万元)	8.48-11.58	8.98-2.98	8.78-15.88	9.28-16.08	15.98-23.88	16.58-24.18
车体结构	承载式	承载式	非承载式	非承载式	承载式	承载式
综合油耗 (L/100km)	7.3-9.	8.6-10	10.7-10.7	7.5-10.5	.7-10.6	9.6-11.1
保 里程	2 年或 6 万公里	2 年或 6 万公里	2 年或 6 万公里	2 年或 6 万公里	2 年或 6 万公里	5 年或 10 万公里
2011 1-7 月销量(辆)	57477	9 11	74336	26433	32530	
2011 1-7 月市占率(%)	6.56	1.11	8.48	3.02	3.71	

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

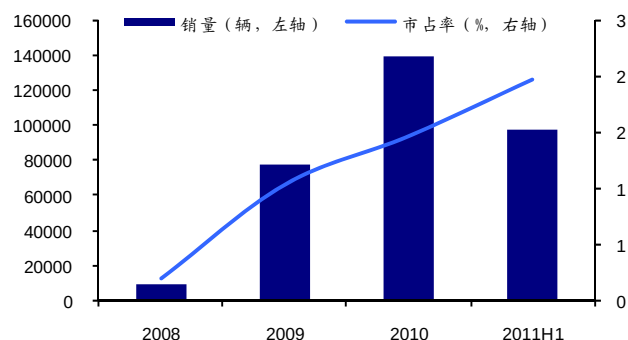
3. 轿车：专注A级细分市场，成长迅速

3.1 公司轿车销量增速有望高于行业增速

公司 2008 年进入轿车领域，先后推出了长城精灵、炫丽、酷熊、凌傲、腾翼 C30 五款车型，依托已在皮卡和 SUV 领域建立起的品牌优势，公司成为近年来轿车业务增长最快的汽车企业。公司 2011 年上半年轿车销量 85530 辆，同比增长 76.32%，远远高于轿车市场 8% 增速。公司 2011 年上半年轿车实现收入 41.67 亿元，同比增长 136%。

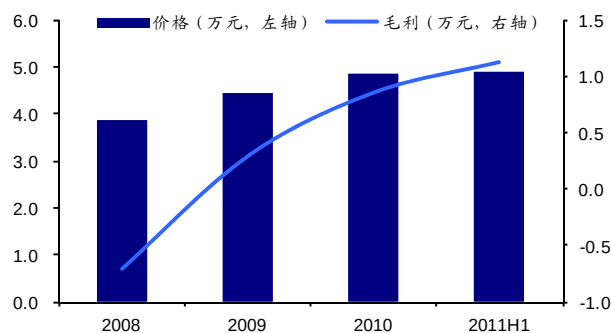
公司轿车采用自主品牌、自主研发的经营与发展模式，定位高品质精致小车，在自主品牌 5-8 万元价格区间的轿车市场中，竞争优势较大。自 2009 年以来，炫丽平均月销量保持在 4000 辆以上，为 2009 年自主品牌 A0 级两厢轿车销量冠军。2010 年 5 月腾翼 C30 成功上市，上市仅半年，单车月销量即突破 1 万辆，并位列 2010 年 12 月全国轿车品牌销量第 4 位、自主品牌第 2 位。

图 21 2008-2011H1 公司轿车销量及市占率



资料来源：招股说明书，中汽协，海通证券研究所

图 22 2008-2010H1 公司轿车单车价格和毛利



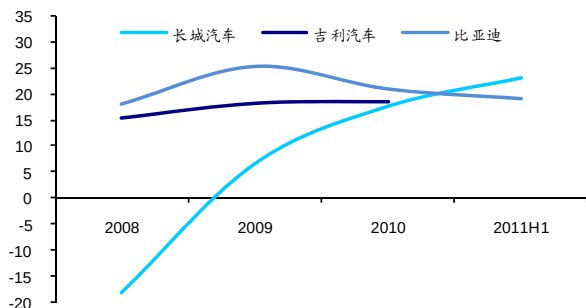
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

在汽车销量增速放缓的大背景下，公司轿车销量同比增速显著快于行业增速，一方面原因是公司轿车销量基数较低，另一方面原因是公司持续推出新车型并能迅速让市场接受的能力较强。同时，由于 A 级轿车市场自主品牌竞争者众多，比如吉利、奇瑞、比亚迪等在这一领域耕耘多年，在销量压力下合资品牌低端车价格下探可能性增大，这一点可以从今年上半年自主品牌乘用车份额持续下降得到印证。因此我们认为自主品牌面临的竞争日趋激烈，不排除未来进一步降价促销的可能性。

综合上述考虑，我们认为公司轿车业务在近两年销量基数较低的情况下，保持高于

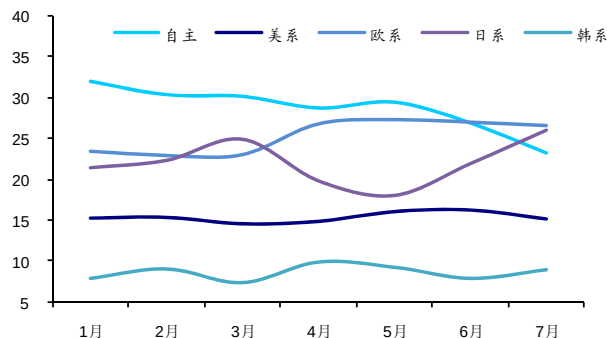
行业增速增长的可能性比较大。但同时需要关注行业整体销量下滑给公司带来的销量和盈利能力下降的风险。

图 23 2008-2011H1 公司轿车毛利率 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 24 2011 年 1-7 月自主品牌轿车份额持续下降(%)



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

3.2 腾翼C30: 品质决定销量

公司轿车采用自主品牌、自主研发的经营与发展模式，目前主要产品类型为 A0、A 级，在同等价位区间内，主要企业有奇瑞、比亚迪、吉利、江淮等。

表 4 公司轿车领域主要的竞争对手

企业名称	主要车型	轿车销量 (辆)		销量排名
		2011 1-7 月	2010	
奇瑞汽车	QQ 系列、A3、东方之子、风云、旗云等	257062	502103	1
比亚迪	F3、F3R、F6、F0、G3、L3	247934	517087	2
吉利汽车	熊猫、帝豪、自由舰、金刚、远景、上海华普	240031	416168	3
长安汽车	奔奔、悦翔、奔奔mini、CX20、CX30	128138	194598	4
长城汽车	炫丽、酷熊、凌傲、腾翼 C30、翼 C20R 等	10882	15979	5
江淮汽车	宾悦、和悦、同悦、悦悦	9291	1 6497	6

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

2011 年 1-7 月腾翼 C30 累计销售 86404 辆，取得了极大成功，主要得益于良好的品质和市场的认同。

表 5 腾翼 C30 竞争车型对比

产品名称	腾翼 C30	比亚迪 F3	旗云 3	爱丽舍	V3 菱悦	骏捷 FRV
排量 (L)	1.5	1.5	1.5/1.8/2.0	1.6	1.5	1.3/1.5
变 箱	5 档手动 CVT	5 档手动	5 档手动 4 档手自一体	5 档手动 4 档自动	5 档手动 CVT	4 档手自一体 5 档手动
长/宽/高(mm)	4452/1705/1480	4533/1705/1490	4552/1750/1483	4367/1708/1413	4405/1700/1415	4210/1755/1460
轴距	2610	2600	2600	2540	2500	2580
价格 (万元)	5.89-8.35	5.28 -7.98	5.78 -9.38	7.38-8.48	5.78-8.89	5.73-8.53
综合油耗 (L/100km)	7.1-7.1	6.5-6.5	7.4-7.4	7.8-8.2	6.9-7.4	6.9-7.1
保修里程	4年或15万公里	2年或6万公里	3 年或 6 万公里	2 年或 6 万公里	2年或6万公里	3年或6万公里

资料来源：易车网，海通证券研究所

表 6 腾翼 C30 的主要优势

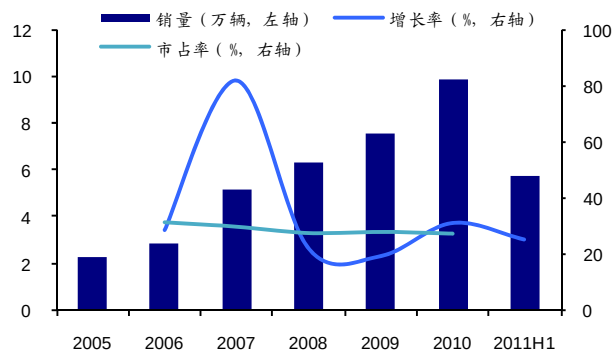
企业名称	
造型时尚	流畅车身，动感腰线，时尚仪表台
节能环保	风阻系数仅0.30，采用1.5VVT全铝发动机，有效降低了油耗，百公里综合油耗仅6.9升，60公里等速油耗4.85L/百公里
安全性高	德国博世最高8.1版本的ABS+EBD、奥托立夫的安全气囊、四轮盘式刹车
空间宽适	轴距达2610mm，远超越了凯越、卡罗拉等，内部空间宽敞；国内第一款也是唯一一款后排全平地板设计车型；后排靠背设有中央扶手
配置豪华	全铝发动机、VVT、CVT、ABS+EBD、双气囊、天窗、真皮座椅、发动机电子防盗等高档配置
超长保修	4年或15万公里超长质保，国内同级车型保修时间/里程最长

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

4. 皮卡市场：龙头地位稳固，进军中高端市场

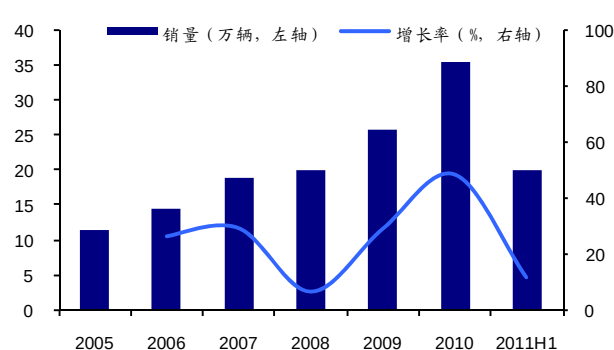
皮卡业务是公司从事最早、最具竞争优势的业务。自 1998 年成为全国皮卡销量冠军后，公司连续 13 年在全国保持皮卡销量、占有率、出口数量、市场保有量第一。近年来，公司皮卡市场占有率基本保持在 27% 以上，超过第二名近 13 个百分点，占据绝对优势。通过图 25 和 26 的对比，我们认为公司近年依靠产品积累、品牌积淀在皮卡领域树立了独有的优势，并通过应用更先进的动力技术和完善售后服务等措施不断巩固扩大这种优势，从而使公司销量增速相对整个皮卡市场更加稳定，龙头地位稳固。

图 25 2005-2011H1 公司皮卡销量、增速及市占率



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

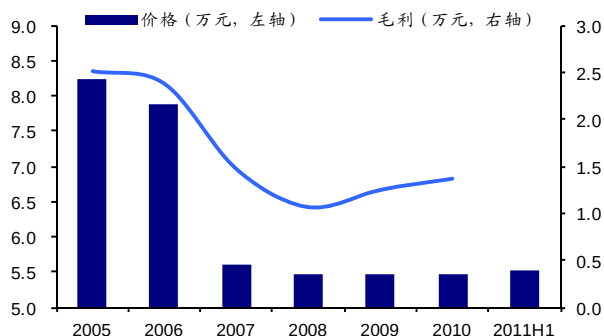
图 26 2005-2011H1 我国皮卡销量及增速



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

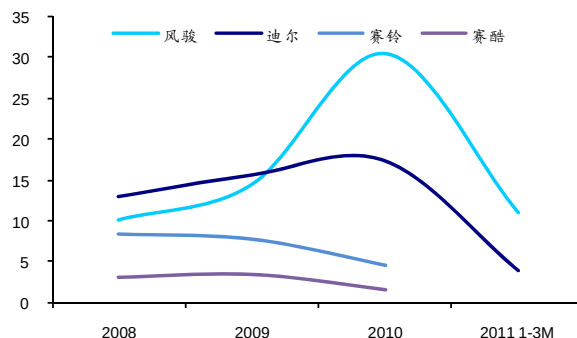
公司近年皮卡单车价格和毛利稳中有升，一方面受益于皮卡市场的快速发展公司皮卡销量强劲，另一方面是由于中低端市场利润率低，公司主动调整产品结构，逐步把产品重点放在中高端产品上，公司皮卡产品向高端发展的趋势明显。风骏为公司近年来推出的新款皮卡，定位在中高端，是皮卡中的主力车型，自 2007 年度上市后销售成绩优异，销售收入从 2008 年度的 10.17 亿元增至 2010 年度的 30.40 亿元，占目前公司皮卡销售收入的 70% 以上。迪尔推出较早，尺寸与风骏相比较小，定位在低端，并且这两款车型在价格上也拉开了一定差距。

图 27 2005-2011H1 公司皮卡单车价格和毛利



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 28 2008-2011-3M 公司皮卡分车型收入（亿元）



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

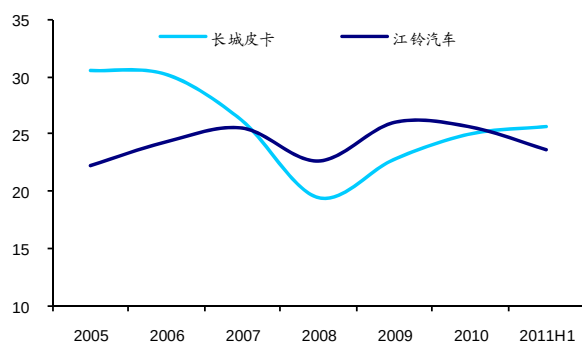
表 7 长城风骏 5 与其他主要皮卡产品比较

产品名称	黄海大柴神	长城风骏 5	江铃宝典	日产锐琪	中兴威虎	吉奥奥腾
排量 (L)	2.2/2.4/2.5/3.2	2.4/2.8	2.0/2.8	2.4/2.5/3.0	2.2/2.4/2.5/2.8/3.0	2.2/2.8
长/宽/高(mm)	5350/1725/1690	5320/1800/1730	4975/1690/1645	4980/1690/1650	5280/1750/1735	5155/1690/1710
价格 (万元)	6.78-8.18	7.98-12.48	8.08-11.98	7.98-12.48	6.89-11.78	5.99-7.78
货箱尺寸	1715/1455/475	1680/1460/480	1480/1470/415	1395/1390/430	1600/1505/480	5155/1690/1710
综合油耗 (L/100km)	8.8-10.7	7.1-10.8	6.0-10.1	8.3-10.0	6.8-13.2	7.6-10.3
保修里程	2年或5万公里	3年或6万公里	--	2年或5万公里	3年或6万公里	--
风骏 5 主要卖点	国内市场第一款获得欧盟 WVTA 认证的高端皮卡，搭载了长城与德国博世联合开发的电控高压共轨柴油“智能节油王”（INTEC）发动机，关键部件德国原装进口；采用低重心加宽设计梯形车架和轿车化螺旋弹簧独立前悬架					

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

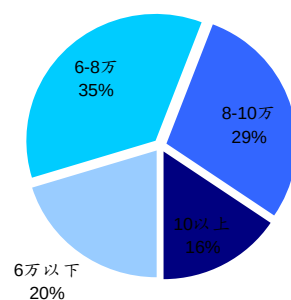
自主品牌企业占据国内 80% 的市场份额主要集中在中、低端市场，合资品牌虽然市场份额不大但占据的是附加值很高的高端领域。国内皮卡销量的主流价位区间在 6-9 万元，也是自主品牌竞争最为激烈的区域。

图 29 2005-2011H1 公司皮卡与江铃汽车毛利率比较(%)



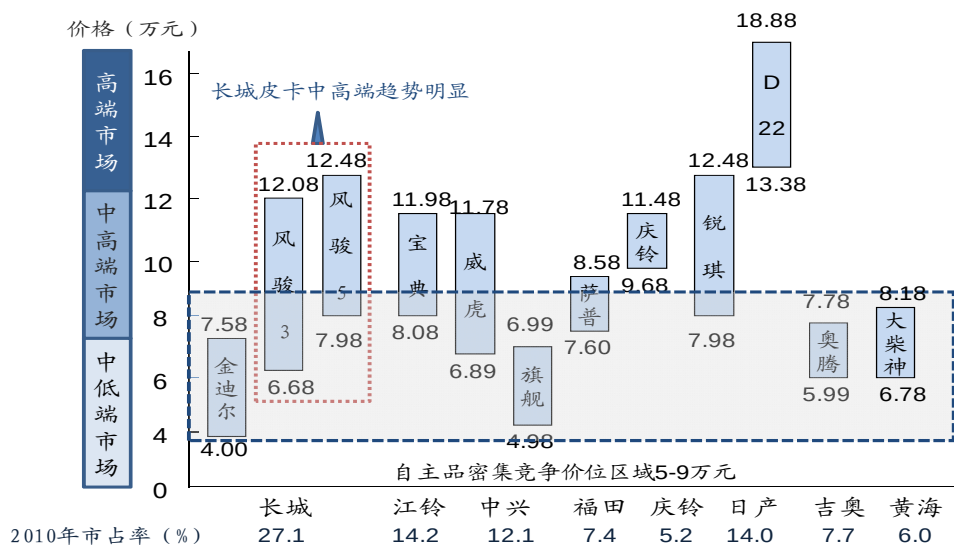
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 30 我国皮卡市场价格结构



资料来源：新车注册数据，海通证券研究所

图 31 我国皮卡市场竞争结构

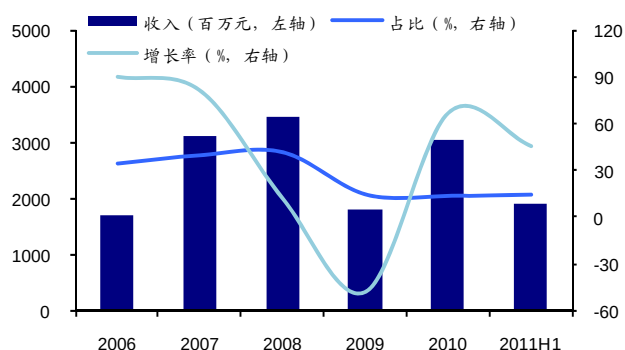


资料来源：乘联会，易车网，海通证券研究所

5. 率先进军海外市场，出口市场稳定发展

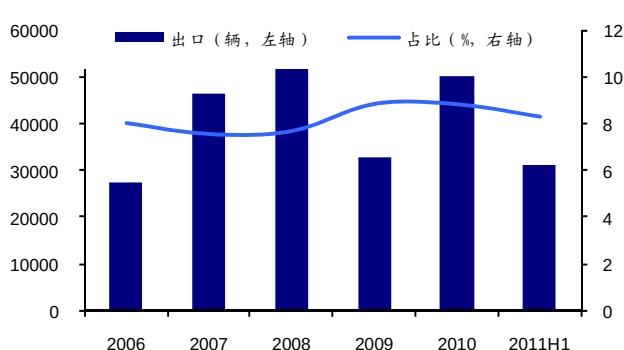
公司对海外市场开拓较早，产品已经出口到 128 个国家和地区，截至 2011 年 7 月，公司海外经销商已达 487 家，在保有量较大的区域服务半径控制在 300 公里以内，领先国内汽车企业，形成了稳固的海外营销网络。公司 2011 年上半年出口汽车 31168 辆，出口金额达 18.38 亿元，占到了营业总收入比重的 13.4%。2008 年公司出口量和出口额在金融危机影响下大幅度下降，但是随着全球经济的企稳，公司出口开始稳定增长，2009 年以来公司汽车出口销量和出口金额稳居中国汽车企业前二位，我们预计海外市场尤其是发展中国家的市场将是公司稳定的利润增长点。

图 32 2006-2011H1 公司出口收入、增速及占营业收入比重



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

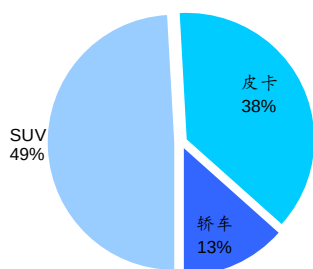
图 33 2006-2011H1 公司汽车出口量及市场占有率



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

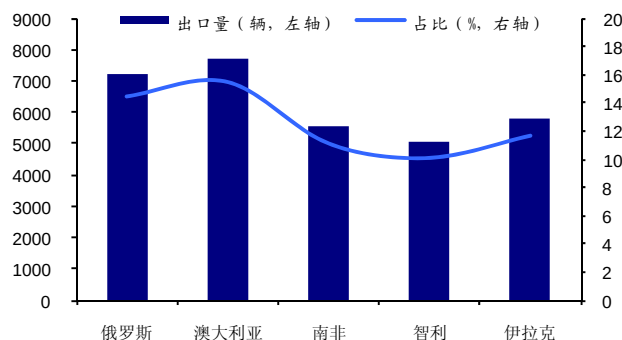
2009 年以前，皮卡出口金额占总出口金额的 75% 以上，是公司出口的主要产品。2009 年以来，随着 SUV 产品的日益成熟出口份额迅速扩大并超过皮卡，公司逐渐形成 SUV 和皮卡两大主打出口产品，同时轿车的出口份额也在逐年增加。公司出口产品主要销往中东、南美和部分欧洲国家，其中俄罗斯、澳大利亚、南非、智利、伊拉克等是主要的出口国。

图 34 公司 2011 年上半年汽车出口金额构成



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 35 2010 年公司前五大出口国出口量及占比



资料来源：新车注册数据，海通证券研究所

公司已获得欧盟、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，并被允许向上述国家出口汽车产品。2009 年 8 月，包括炫丽、酷熊、哈弗、风骏在内的四款车型同时通过欧盟整车型式认证，获得在欧盟市场的无限制自由销售权，这在中国自主品牌汽车尚属首次。

表 8 公司出口国家认证获得情况

针对国家	认证名称	主要标准（解释）		获得车型
俄罗斯	GOST 认证	GOST 标准、ECE 法规（欧洲经济委员会法规）	完成包括碰撞等 27 项欧盟认证项目，以及俄罗斯 7 项 GOST 标准认证项目	哈弗、风骏、长城精灵、嘉誉、炫丽、酷熊
欧盟	欧盟认证	EC 指令（布鲁塞尔指令）	完成包括 ELV、行人保护、空调泄露、碰撞等 40 余项欧盟认证项目	哈弗、风骏、炫丽、酷熊
GCC7 国（沙特、科威特、阿联酋、卡塔尔、阿曼、巴林和也门）	GCC 认证	GSO 标准（海湾标准化组织）	完成 GSO 工程师目击试验项目（正碰、侧碰、后碰、车门静压、顶部加压）在内的二十多项认证项目	哈弗、风骏、长城精灵、嘉誉、炫丽、酷熊、腾翼 C30、凌傲、
南非	SABS 认证	SABS（南非标准局）、ECE（欧洲经济委员会法规）	完成碰撞、噪声等 27 项欧盟认证项目	赛铃、风骏、赛影、哈弗、炫丽、酷熊
智利	3CV 认证	认可 EC 指令（布鲁塞尔指令）或 ECE 法规（欧洲经济委员会法规）	完成包括碰撞等 10 项欧盟认证项目	哈弗、赛弗、迪尔、风骏、长城精灵、赛铃、赛酷、炫丽

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

目前公司 KD 和整车出口比例为 3:7，天津生产基地具有最大规模的 KD 和整车输出能力，将成为长城出口的重要生产基地，同时公司拟在俄罗斯、巴西、保加利亚设立组装厂，支撑未来出口快速上量。

表 9 公司未来 2 年出口规划

年份	进口商数	经销商数	覆盖国家（地区）数	预计销量（万辆）
2011	133	487	128	8.0
2012	140	583	133	10.1
2013	153	671	139	13.8

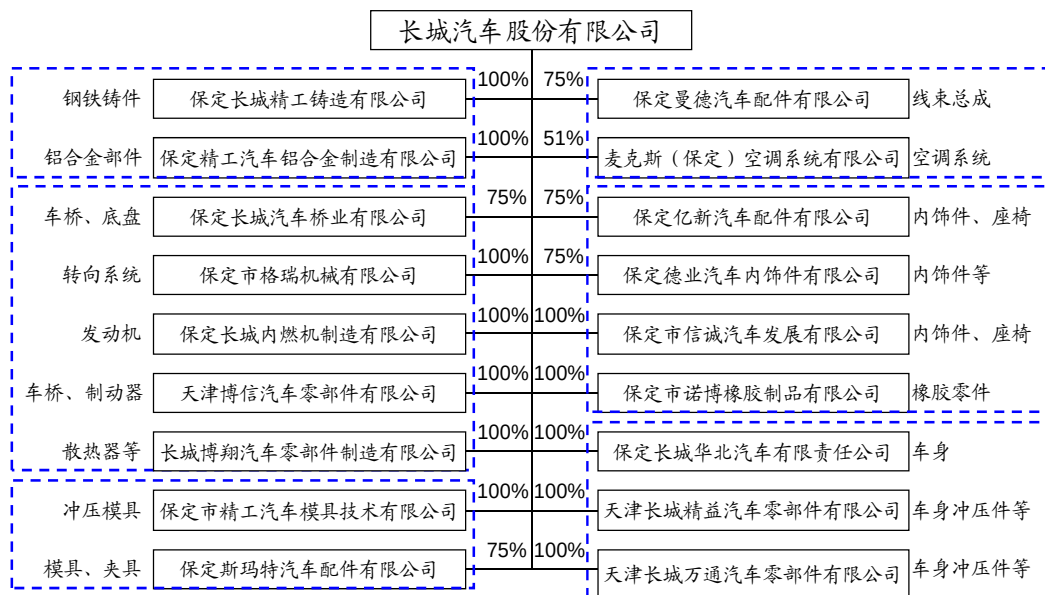
资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6. 公司竞争力分析

6.1 产业链垂直整合提升公司盈利能力

公司零部件自供率达 50%-60%，主要包括发动机、变速箱、前后桥等核心零部件及空调系统、内饰等。完整的产业链一方面可以保证主要核心部件的及时供应，增强公司生产控制能力，另一方面可以有效控制汽车生产各环节的成本，提升盈利能力。

图 36 公司产业链垂直整合模式



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

表 10 自供零部件对成本降低的影响

	哈弗 H5	风骏	腾翼 C30
自供零部件成本占总成本的比例(%)	53.2%	59.4%	50.1%
同一质量标准下，全部外购下成本增加的比例(%)	7.0%	7.8%	8.2%
该车型使用的关键零部件外购高于成本价的比例(%)	14.9%	11.6%	13.5%

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

同时，公司为克服自供零部件易造成技术研发的落后不利于质量的改进等弊端，零配件部分向外资或合资零部件企业采购，并在公司下属零部件子公司引入竞争机制，促进自产零部件的技术进步。这一模式一方面使公司采用与合资企业同档次的零部件，有利于提升整车性能，另一方面子公司通过与高品质的外购零部件供应商竞争，有利于公司零部件质量和技术升级。

表 11 外购零部件品牌列表

零部件	品牌	公司配套占比	使用该品牌的其他车企
发动机	航天三菱	15%	三菱
轮胎	固特异	10%	宝马、奔驰、大众
	佳通	60%	通用
	正新	10%	通用
安全气囊	奥托立夫	60%	宝马、奔驰、大众
ABS	博世	100%	宝马、奔驰、大众
变速箱	MOBIS	5%	现代
消声器总成	天纳克	50%	大众、通用
分动器	北京博格华纳	100%	大众、通用、丰田
驱动轴、组合仪表	上海纳铁福	30%	大众、通用
	耐世特	40%	大众、丰田
	大陆	40%	大众、宝马
	德科	40%	大众、通用、丰田

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6.2 聚焦细分市场，不断开发新车型

公司高度聚焦细分市场，把握细分市场发展脉络，适时推出高质量产品。公司 1996 年瞄准民营经济发展对皮卡的需求，迅速推出皮卡产品奠定公司国内皮卡龙头企业地位；2002 年公司把握乘用车个性化和二次购车需求的发展趋势进入 SUV 领域，在自主 SUV 品牌领域始终处于领导地位；2008 年进入轿车领域后，迅速将产品定位于 A 级细分市场，根据市场情况推出有竞争力的车型。我们认为对细分市场的专注有利于公司精准把握市场动向，使新产品迅速获得市场认同，在短期内达到规模效应，降低产品成本。

2011 年公司已上市新车型包括：炫丽 CROSS、哈弗 H6 和腾翼 C20R。未来三年公司将陆续推出 11 款新车型，以高性价比参与国内和国际市场竞争。

表 12 2011-2013 年公司将陆续推出新的车型

	车型	细分市场	车型简介及卖点
2011 年	腾翼 C50	三厢轿车	9 万元以内第一款带 T 的家用轿车
	腾翼 C30i	三厢轿车	大空间、高安全等级的紧凑型家用轿车
	哈弗 M4	小型 SUV	小排量、高性能的小型家用 SUV
	CHB022	中型 SUV	休闲、时尚的中型承载式 SUV
2012 年	腾翼 C50i	三厢轿车	造型时尚、动感的家用轿车
	CHB051	三厢轿车	高科技、高品质 B 级轿车
	CH061	三厢轿车	高性能、高配路紧凑型家用轿车
	哈弗 H2	中小型 SUV	运动、时尚的中小型承载式 SUV
	哈弗 H4	中小型 SUV	高性能、高配路承载式 SUV
	哈弗 SC60	大型 SUV	拥有出色公路性能与良好越野通过能力
2013 年	CHK041	中大型 SUV	越野型非承载式 SUV

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

6.3 定位清晰、布局完善的销售网络

公司在国内建立健全了较为完善的营销网络，销售网点、4S 专卖店、单体店已经遍布全国各个省、市、自治区 287 个大小城市，服务网络遍及全国、服务半径控制在 50 公里以内。截至 2011 年 3 月，公司拥有经销商 496 家，运营及在建的 4S 店及单体店 724 家。此外，公司 87% 以上的网点分布在市场增长最快的三级及以下城市，更符合国内汽车市场的渠道发展方向，这将成为公司角逐三级及以下市场的一大竞争优势。

表 13 公司国内销售网络城市分布情况（截至 2011 年 3 月）

城市分级	经销商	4S 店	单体店
一级城市	13	18	13
二级城市	36	43	19
三级城市	74	81	41
四级城市	114	121	51
五级城市	259	205	132
合计	496	468	256

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

7. 募投项目：整车竞争力的提升和自主配套能力的增强

公司本次募集资金将投向发动机、变速箱、车桥及制动器、内外饰及车灯等 7 个汽车核心部件扩产项目。项目达产后将每年为公司新增收入 85 亿，新增净利润 9.8 亿元。投资的静态回收期（税后）为 7.9 年，项目内部收益率为 16.2%（税后）。表 14 中所列项目所需投资将全部采用本次募集资金，该等投资项目的实施，不仅满足了天津基地 40

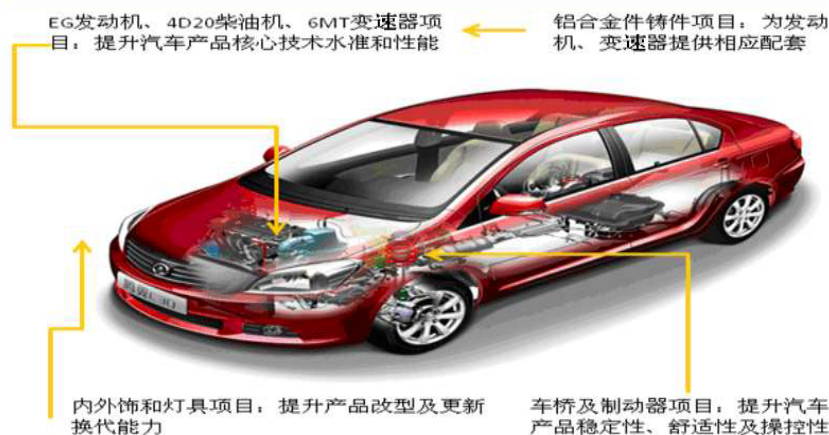
万辆整车对核心零部件的配套需求，更通过零部件自身的技术升级，进一步提升了公司整车的市场竞争力，为公司产品线向中高端领域拓展提供支撑。

表 14 公司本次募投项目情况

项目名称	代表产品	技术升级	项目投资	营业收入	净利润	建设期
10 万 GW4D20 柴油机项目	2.0L 柴油机，排放标准欧 IV/欧 V	油耗及排放降低，动力输出大幅提升，升功率提升 72%-120%，升扭矩提升 93%-94%	4.1 亿元	20.90 亿元	1.39 亿元	24 月
30 万台 EG 发动机项目	1.5T、1.5B 增压汽油发动机，排放标准欧 IV	油耗及排放不增加，动力输出大幅提升，升功率提升 21%-43%，升扭矩提升 30%-52%	5.7 亿元	27.18 亿元	1.62 亿元	36 月
20 万台 6MT 变速器项目	6 速手动变速器	换挡平顺，降低油耗，提升舒适性	5.2 亿元	7.60 亿元	1.94 亿元	36 月
40 万套车桥及制动器项目	悬架、制动系统	提高汽车行驶稳定性、乘坐舒适性和操控灵活性	5.7 亿元	13.03 亿元	1.80 亿元	24 月
40 万套铝合金铸件项目	发动机的缸体、缸盖铸造件、变速器壳体的铸造件	配套 10 万台 GW4D20 柴油发动机、30 万台 EG 发动机和 20 万台 6MT 变速器等项目	4.2 亿元	4.41 亿元	1.21 亿元	36 月
40 万套内外饰项目	保险杠为主，涵盖仪表板、门芯板、ABC 柱等	实现自我配套可使公司更为迅速的根据市场需求的变化进行车型改款	4.9 亿元	9.37 亿元	1.29 亿元	24 月
40 万套灯具项目	照明类车灯、尾灯、前雾灯、室内灯		1.9 亿元	2.93 亿元	0.59 亿元	12 月
合计	--	--	31.7 亿元	85.43 亿元	9.82 亿元	--

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

图 37 募投项目提升产品竞争力



资料来源：招股说明书，海通证券研究所

8. 公司盈利预测和估值

8.1 业务预测和关键假设

我们采用分车型预测销量与价格、成本的方式分别对公司的 SUV、皮卡、轿车业务收入进行预测，主要基于以下假设：（1）天津基地 40 万辆在 2011 年 8 月投产，产能将逐步释放，公司产能增加能够满足销量增长；（2）公司新推车型能迅速得到市场认可。2011 年新推 SUV 哈弗 H6 上市后得到的市场认同，腾翼 C30 销量增速非常快，皮卡的收入增速相对稳定，因此我们认为在汽车行业增长趋稳的情况下，公司销量增速快于行业增速，2011-2013 年销量增速分别为 30.56%、20.40%和 19.64%。（3）考虑到公司专注细分领域，产品竞争力和车型更新换代能力较强，同时考虑到行业竞争可能加剧，我们预测公司未来三年毛利率将有小幅度提升，2011-2013 年毛利率分别为 22.50%、22.69%和 22.90%。

表 15 盈利预测假设条件

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
SUV						
销量（辆）	46082	60583	137280	159054	202161	254124
增长率（%）	(15)	31	127	16	27	26
单车均价（万元）	77689	74632	73034	77326	77833	77579
SUV 销售收入（万元）	358009	452144	1002605	1229905	1573476	1971469
增长率（%）	(15)	26	122	23	28	25
毛利率（%）	27	28	30	31	31	31
轿车						
销量（辆）	9754	69790	122843	186315	210305	238415
增长率（%）	--	615	76	52	13	13
单车均价（元）	38649	44491	48517	49560	48861	47809
轿车销售收入（万元）	37700	310500	596000	923377	1027582	1139839
增长率（%）	--	724	92	55	11	11
毛利率（%）	(18)	7	18	19	18	18
皮卡						
销量（辆）	63235	75341	98643	123304	151664	181996
增长率（%）	22	19	31	25	23	20
单车均价（元）	54597	54687	54626	54600	54600	54600
皮卡销售收入（万元）	37700	310500	596000	923377	1027582	1139839
增长率（%）	19	19	31	25	23	20
毛利率（%）	20	23	25	24	23	23
其他车辆						
销量（辆）	3451	6430	5014	6268	7709	9636
增长率（%）	15	19	31	25	23	25
单车均价（元）	76853	71265	69661	70000	70000	70000
其他车辆销售收入（万元）	26522	45824	34928	43873	53963	67454
增长率（%）	25	73	(24)	26	23	25
毛利率（%）	12	12	14	13	13	12
汽车合计						
销量（辆）	122522	212144	363780	474941	571839	684172
增长率（%）	--	73	71	31	20	20
汽车销售收入（万元）	767476	1220485	2172379	2870393	3483104	4172463
增长率（%）	--	59	78	32	21	20
毛利率（%）	21	20	25	25	25	25
汽车零部件						
零部件收入（万元）	37352	40694	70026	80530	90194	99213
增长率（%）	69	9	72	15	12	10
毛利率（%）	14	18	17	17	17	17
劳务收入						
劳务收入（万元）	0	5037	6105	7326	8791	10550
增长率（%）	--	--	21	20	20	20
毛利率（%）	--	17	7	12	12	12
主营业务收入						
主营业务收入（万元）	804828	1266216	2248511	2958249	3582089	4282225
增长率（%）	7	57	78	32	21	20
毛利率（%）	17	17	22	22	23	23

资料来源：公司公告，海通证券研究所

8.2 DCF绝对估值：合理价值为 14.47 元

表 16 绝对估值关键假设

项目	比率（%）
无风险利率	3.81
风险溢价	10.00
Kd	6.90
T	15.00
Ka	14.93
股票 Beta	1.20
Ke	15.81
E/(D+E)	60.00
D/(D+E)	40.00
WACC	11.83
TV 增长率	2.00

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

表 17 三阶段 DCF 模型敏感性分析（元）

投资价值	TV（%）							
WACC（%）	14.47	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
	10.93%	14.85	15.17	15.52	15.91	16.34	16.84	17.40
	11.23%	14.42	14.72	15.04	15.40	15.80	16.24	16.75
	11.53%	14.02	14.29	14.59	14.92	15.28	15.69	16.15
	11.83%	13.65	13.90	14.17	14.47	14.80	15.18	15.59
	12.13%	13.29	13.52	13.77	14.05	14.35	14.69	15.07
	12.43%	12.95	13.16	13.39	13.65	13.93	14.24	14.59
	12.73%	12.62	12.82	13.04	13.27	13.53	13.82	14.14

资料来源：招股说明书，海通证券研究所

8.3 相对估值：合理估值区间为 12.84-14.98 元

基于公司未来的产能投放的假定和和未来公司业务的预测，我们计算得出公司 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 1.07 元、1.34 元和 1.66 元。公司是乘用车生产与销售企业，我们选取了 A 股乘用车上市公司进行比较其中比亚迪具有锂电池概念，一汽夏利具有一汽集团重组概念，上海汽车主要为合资品牌，广汽长丰有广汽集团换股概念，因此将这 4 个特殊的公司剔除。同时考虑到江铃汽车与公司在 SUV 和皮卡业务上的相似，我们加入江铃汽车作为参考。

相对估值显示，可比公司的平均 PE 为 11 倍，同时考虑到公司在轿车领域处于快速发展阶段、SUV 行业仍存在较大的发展空间等因素，我们认为公司的合理 PE 区间在 12-14 倍之间，对应公司 11 年 EPS 为 1.07 元，价格区间为 12.84-14.98 元。

表 18 可比上市公司估值对比

公司简称	公司代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (倍)		
		9 月 15 日	9 月 15 日	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
长安汽车	000625	4.21	203.53	0.43	0.50	0.61	9.78	8.43	6.92
海马汽车	000572	4.23	69.57	0.23	0.27	0.30	18.31	15.78	13.95
一汽轿车	000800	11.65	189.60	0.99	1.18	1.30	11.80	9.91	8.96
江淮汽车	600418	7.97	102.71	1.02	1.28	1.56	7.80	6.16	4.99
江铃汽车	000550	20.00	172.64	2.33	2.78	3.32	8.58	7.19	6.02
行业平均							11.25	9.49	8.17

资料来源：wind，海通证券研究所

9. 风险提示

9.1 汽车行业波动风险

汽车行业受宏观经济和相关政策的影响较大，如果汽车行业景气度下滑，公司产品的销量增速有下滑的风险。

9.2 竞争加剧风险

目前 SUV 产品是公司最主要的利润贡献点，随着自主品牌陆续推出 SUV 车型和合资品牌 SUV 车型价格下探，公司在 SUV 领域面临的竞争加剧的风险。同时，公司轿车所出的细分行业竞争激烈，竞争的进一步加剧可能导致价格竞争的风险。

9.3 原材料和人力成本上升的风险

公司所处行业同时为劳动密集型行业，人工费用的增长将直接影响行业盈利水平。同时，钢材、铝、橡胶、塑料等大宗原材料价格波动较大，主要原材料价格上涨幅度过快，可能会对公司盈利产生一定影响。

报表分析和预测

利润表（亿元）	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债表（亿元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	229.86	301.03	364.52	435.76	货币资金	30.95	60.07	65.85	101.51
营业成本	172.98	227.38	274.94	328.36	存货	21.04	29.38	38.11	48.76
毛利率	24.74	24.47	24.57	24.65	应收账款	3.27	4.33	5.25	6.27
营业税金及附加	8.11	10.69	13.05	15.69	其他流动资产	92.99	124.98	149.45	177.78
营业费用	10.70	13.80	16.19	18.74	流动资产	148.25	218.77	258.65	334.33
营业费用率	4.66	4.59	4.44	4.30	流动资产占比	0.63	0.63	0.62	0.68
管理费用	11.74	13.27	15.06	20.05	固定资产	53.60	73.23	100.14	106.16
管理费用率	5.11	4.41	4.13	4.60	长期股权投资	1.47	1.47	1.47	1.47
财务费用	-0.08	-0.11	-0.08	-0.19	无形资产	11.11	11.11	11.11	11.11
财务费用率	-0.03	-0.04	-0.02	-0.04	其他非流动资产	22.56	40.28	50.20	42.86
投资收益	0.56	0.59	0.62	0.65	非流动资产	88.74	126.08	162.91	161.60
营业利润	29.68	37.86	47.46	58.56	非流动资产占比	0.37	0.37	0.38	0.32
营业利润率	12.91	12.58	13.02	13.44	资产总计	236.98	344.85	421.56	495.93
营业外收入	0.82	0.85	0.88	0.90	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.09	0.09	0.10	0.10	应付账款	49.04	68.21	90.02	98.51
利润总额	30.41	38.62	48.24	59.36	其他流动负债	69.84	85.19	101.26	119.25
所得税	2.14	4.75	5.95	7.34	流动负债	118.87	153.40	191.28	217.76
所得税率	7.04	12.31	12.34	12.36	流动负债占比	0.89	0.92	0.93	0.94
少数股东损益	1.26	1.39	1.46	1.53	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股东的净利润	27.01	32.48	40.83	50.49	其他长期负债	14.10	13.90	13.80	13.75
净利率	11.75	10.79	11.20	11.59	非流动性负债	14.10	13.90	13.80	13.75
EPS	0.89	1.07	1.34	1.66	非流动负债占比	0.11	0.08	0.07	0.06
					负债合计	132.98	167.30	205.08	231.51
现金流量表（亿元）	2010	2011E	2012E	2013E	股本	10.95	30.42	30.42	30.42
经营活动现金流	31.91	36.52	50.50	60.71	资本公积	25.65	45.73	45.73	45.73
投资活动现金流	-23.07	-46.66	-48.97	-13.55	少数股东权益	3.85	5.24	6.70	8.23
筹资活动现金流	-12.30	39.27	4.25	-11.50	股东权益合计	104.00	177.44	216.48	264.42
现金净流量	-3.46	29.13	5.78	35.67	负债股东权益总计	236.98	344.74	421.56	495.93

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

赵晨曦：汽车行业高级分析师

冯梓钦：汽车行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：上海汽车（600104.SH）、长安汽车（000625.SZ）、中国重汽（000951.SZ）、潍柴动力（000338.SZ）、江铃汽车（000550.SZ）、一汽轿车（000800.SZ）、威孚高科（000581.SZ）、宇通客车（600066.SH）

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
		买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。