

长城汽车 (601633.SH) 轿车行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

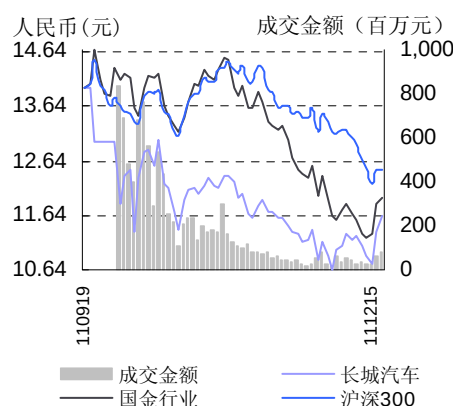
市价(人民币): 11.64元

H6、C50 上量将带动业绩继续快速增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	244.24
流通港股(百万股)	1,033.18
总市值(百万元)	35,413.80
年内股价最高最低(元)	14.00/10.64
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

1. 《增速有所放缓但仍远高于行业整体水平》，2011.10.31
2. 《专注创造领先,品质铸就长城》，2011.9.12

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.916	2.466	1.055	1.475	1.727
每股净资产(元)	6.93	9.14	4.22	5.56	7.16
每股经营性现金流(元)	1.19	2.91	1.20	1.74	2.09
市盈率(倍)	N/A	N/A	10.98	7.86	6.72
行业优化市盈率(倍)	45.08	27.65	26.48	26.48	26.48
净利润增长率(%)	95.16%	169.17%	18.84%	39.86%	17.05%
净资产收益率(%)	13.21%	26.97%	25.01%	26.52%	24.12%
总股本(百万股)	1,095.27	1,095.27	3,042.42	3,042.42	3,042.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **H6 竞争力突出, 将带动公司 SUV 销量继续快速增长:** H6 是长城首款城市型 SUV, 经过详细比较, 我们发现能与 H6 全面竞争的仅有比亚迪的 S6, 且 H6 仍然在主要性能方面占据优势。我们认为, 依托突出的性价比以及长城在 SUV 市场的品牌优势, H6 市场表现将不逊于 S6。此外, H6 上市仅 3 个月, 目前月销量已超过 5000, 其强大的市场竞争力已得到初步验证。
- **C50 优势显著, 有望复制 C30 的成功:** C50 具有“9 万元以内 T 动力家轿 +5 年/15 万公里质保”的突出卖点, 在涡轮增压盛行的当下对消费者有着强烈吸引力。同样基于详细的车型比较, 我们发现 C50 无论对于同价位合资品牌还是自主品牌都具有显著的性价比优势, 获得市场追捧只是时间问题。我们认为, C50 将可迅速成为明星车型, 取得接近乃至超越 C30 的市场表现。
- **所处细分市场竞争仍较为缓和, 盈利能力有望保持稳定:** 皮卡市场是小众市场, 行业集中度高且长城具有绝对龙头地位, 公司产品可保持盈利能力稳定。在 SUV 以及轿车市场, 尽管竞争较为激烈, 但依托精准的产品定位以及突出的性价比优势, 公司产品所处细分市场竞争仍相对缓和, 且长城历来强调品质而非价格竞争, 公司产品仍有望保持较好的盈利能力。

盈利预测与估值

- 我们预测公司 2011-2013 EPS 分别为 1.06、1.48、1.73 元, 当前股价对应 2011-2013 年分别为 10.98、7.86、6.72 倍 PE。由于公司可较为确定的实现业绩的继续快速增长, 我们认为公司至少应按 2012 年 10 倍 PE 估值, 目标价为 14.8 元。

投资建议

- 我们认为公司是当前整车板块中最为确定的 2012 年仍可实现业绩快速增长的企业, 且当前估值仍然偏低, 我们维持公司“买入”评级。

风险

- 宏观经济严重衰退风险; 汽车行业出现严重价格战风险; 新车型出现品质问题风险。

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

内容目录

H6 将带动长城 SUV 继续快速增长	4
SUV 成长空间广阔，城市型 SUV 将继续主导	4
SUV 行业整体竞争加剧，但经济型 SUV 竞争仍相对缓和	6
H6 性价比突出，竞争力将不逊于比亚迪 S6	8
预计 2012 年长城 SUV 销量可达 20.5 万辆	11
C50 优势显著，有望复制 C30 的成功	13
涡轮增压普及率与日俱增，性能与油耗优势明显	13
C50 卖点突出、优势明显，C30 的成功有望复制	14
预计 2012 年长城轿车销量可达 25 万辆	16
所处细分市场竞争相对缓和，盈利能力有望保持稳定	18
所处细分市场竞争均相对缓和	18
天津基地短期内产能释放有限，公司产能利用率有望逐步上升	19
盈利预测与评级	20
盈利预测	20
估值与投资建议	20
风险提示	21
宏观经济严重衰退风险	21
汽车行业发生严重价格战风险	21
新车型出现品质问题风险	21
附录：三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1：近年 SUV 行业销量与增速（辆）	4
图表 2：近年 SUV 占狭义乘用车比例快速提升	4
图表 3：我国近年二次购车比例变化	5
图表 4：现有车主再购车以 SUV 为首选车型	5
图表 5：2010 年 SUV 销量前十名车型概况（辆）	5
图表 6：承载式车身示意图-城市型 SUV	6
图表 7：非承载式车身示意图-越野型 SUV	6
图表 8：SUV 行业当年品牌数及新增品牌数	6
图表 9：SUV 行业车型及近年新增车型概况	7
图表 10：SUV 市场销量结构	7
图表 11：各价位区间主流 SUV 今年 1-11 月份累计销量	7
图表 12：长城 SUV 近年销量及增速（辆）	9
图表 13：长城 SUV 近年市场份额情况	9

图表 14: 哈弗 H6 外形之-风尚蓝	9
图表 15: 比亚迪 S6 外形之-雅典银	9
图表 16: 消费者购车时的主要关注因素	9
图表 17: 哈弗 H6 与比亚迪 S6 主要参数比较	10
图表 18: 长城 H6 与潜在竞争车型参数比较	11
图表 19: 部分城市长城 H6 订货情况调研- (2011 年 11 月底)	12
图表 20: 哈弗 H6 车型外观	12
图表 21: 哈弗 H5 车型外观	12
图表 22: 长城 SUV 近年销量及预测 (辆)	13
图表 23: 2010-2011 年涡轮增压新车型概况	13
图表 24: 近年涡轮增压车型销量及增速 (辆)	13
图表 25: 涡轮增压器工作示意图	14
图表 26: 腾翼 C50 外形	14
图表 27: 腾翼 C50 内饰 (尊贵型)	14
图表 28: 国内主流涡轮增压车型及售价	15
图表 29: 腾翼 C50 与主要竞争车型参数比较	16
图表 30: 腾翼 C50 与 C30 主要参数比较	17
图表 31: 长城轿车近年销量及预测 (辆)	17
图表 32: 长城皮卡近年销量及增速 (万辆)	18
图表 33: 长城市场占有率领先优势逐渐扩大	18
图表 34: 主要 SUV 11 年 1-11 月销量及厂商指导价区间 (万元)	18
图表 35: 主要 A 级车 11 年 1-11 月销量及厂商指导价区间 (万元)	19
图表 36: 长城汽车产能及产能利用率预测 (万辆)	19
图表 37: 公司近年整车分车型与综合毛利率	20
图表 38: 公司近年毛利率与净利率	20
图表 39: 可比整车企业当前估值情况	21
图表 40: 长城汽车分业务收入与毛利预测	22

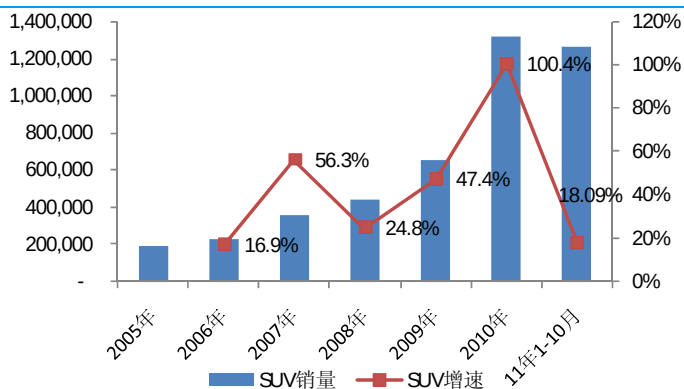
引言：众所周知，汽车市场竞争存在明显的“车型为王”特征，整车制造公司的业绩增长取决于其主打车型能否迅速获得市场认可并实现销量突破。长城汽车已于今年 8 月推出新的 SUV 车型 H6，11 月则推出了新的轿车车型 C50，这两款新车都是公司主打车型，其市场表现将直接决定公司未来的业绩增长。鉴于此，本文将着重从车型分析角度详细剖析长城未来的业绩增长。

H6 将带动长城 SUV 继续快速增长

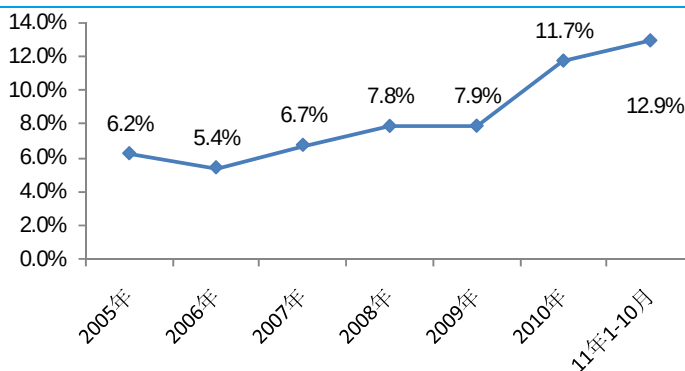
SUV 成长空间广阔，城市型 SUV 将继续主导

- **SUV 仍有较大增长空间：**SUV 因造型大、空间足、功能多、乘坐舒适等特点深受消费者喜爱。2005-2010 年，国产 SUV 销量增长 5.7 倍，年复合增速达 46.5%，远超狭义乘用车行业 28.2% 的增速；SUV 在狭义乘用车市场的份额也从 2005 年的 6.2% 上升至 11 年的 12.9%，但与美国 30% 的占比仍有较大差距。

图表1：近年 SUV 行业销量与增速（辆）



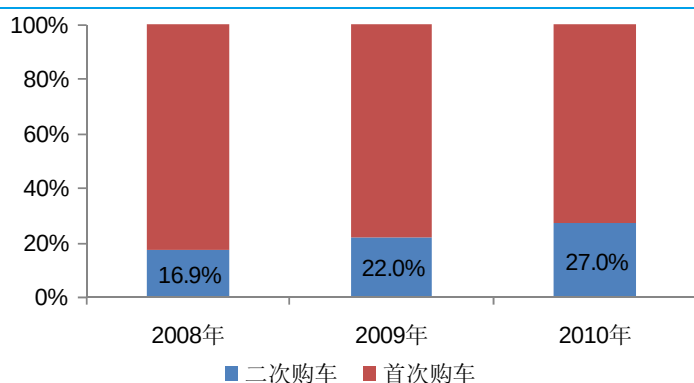
图表2：近年 SUV 占狭义乘用车比例快速提升



来源：中汽协、国金证券研究所

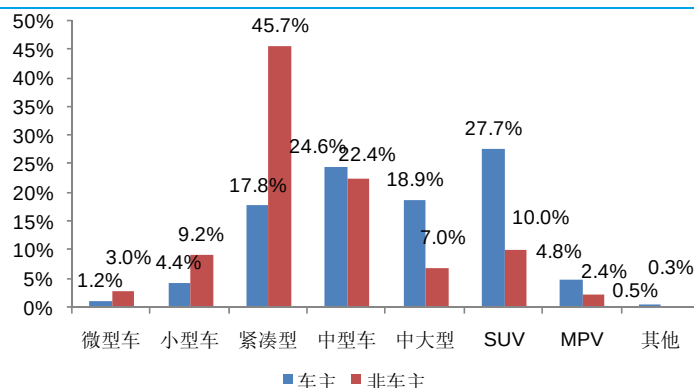
- **二次购车比例提高将带动 SUV 销量：**众所周知，二次购车（包括增购与换购）的消费者对于 SUV 有明显偏好。根据新华信的调查数据，车主对 SUV 的偏好率达 27.7%，为二购意向中最高的车型；而根据麦威咨询 2010 年的调研数据，SUV 潜在购买者中 54.9% 为二次购车者。2008-2010 年国内二次购车比例已从 16.9% 增加至 27.0%，二次购车比例的提高将继续带动 SUV 行业的增长。

图表3：我国近年二次购车比例变化



来源：麦威咨询、新华信、国金证券研究所

图表4：现有车主再购车以 SUV 为首选车型



注：一类城市为特大型城市，二类次之，依次递减，六类人口规模最小

- **城市型 SUV 占绝对主导：**根据车身设计不同，SUV 可分别城市型与越野型两大类。依靠更好的舒适性与稳定性，城市型 SUV 已成为 SUV 行业主流。2010 年城市型 SUV 占 SUV 总销量的 80% 以上，且销量前十大的品牌中，仅有长城的哈弗 H 系为越野型 SUV。在城市化率逐渐提高的中国，城市型 SUV 仍将是未来主流。

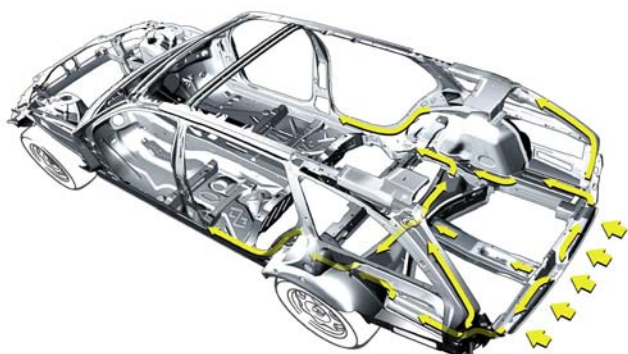
图表5：2010 年 SUV 销量前十名车型概况 (辆)

车企	品牌	2010年销量	销量排名	类型
东风本田	CR-V	140,000	1	城市型
长城汽车	哈弗H	116,790	2	越野型
一汽丰田	RAV4	98,057	3	城市型
广汽丰田	汉兰达	80,956	4	城市型
华泰汽车	圣达菲	77,159	5	城市型
湖南江南	众泰5008	70,919	6	城市型
上海大众	途观	70,455	7	城市型
东风悦达	狮跑	67,740	8	城市型
奇瑞汽车	瑞虎	65,062	9	城市型
现代汽车	IX35	63,278	10	城市型

来源：中汽协、国金证券研究所

- **城市型与越野型 SUV 比较：**城市型 SUV 普遍为承载式车身，即悬挂直接与车身相连；越野型 SUV 普遍为非承载式车身，即拥有刚性车架。相对而言，越野型 SUV 更适宜在较差路况上行驶，强调通过能力与操控新能；城市型 SUV 主要诉求为家用，在乘坐舒适性、外形尺寸等方面更具优势。

图表6：承载式车身示意图-城市型 SUV



图表7：非承载式车身示意图-越野型 SUV



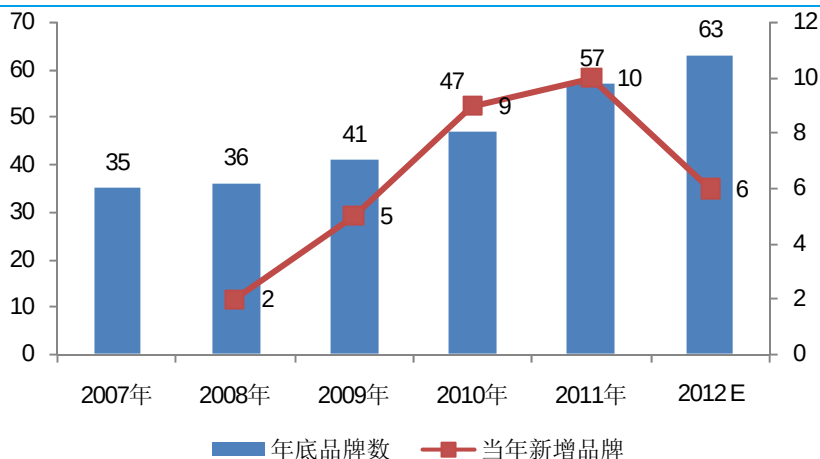
来源：国金证券研究所

- **预测 2012 年 SUV 行业销量增长 25%，继续领跑各细分行业：**今年 1-11 月，我国 SUV 总销量已达 142.04 万辆，增速达 18.38%。我们预计 2011 年 SUV 总销量将为 161 万辆，增长 22%。由于今年汽车行业遭遇了多重负面因素的叠加打击，而这些因素的负面作用已趋于衰减，我们预测 2012 年汽车行业销量增速将比今年有明显回升，SUV 也不例外。我们预测 2012 年 SUV 总销量将超过 200 万辆，增速可达 25% 左右，继续领跑各细分行业。

SUV 行业整体竞争加剧，但经济型 SUV 竞争仍相对缓和

- **SUV 行业整体竞争加剧：**较快的增速与较好的盈利能力，使众多厂商纷纷进入 SUV 领域。2010 年 SUV 新增 9 个品牌，今年则新增 10 个品牌，目前预计 2012 年仍将增加 6 个品牌。

图表8：SUV 行业当年品牌数及新增品牌数



来源：国金证券研究所

注：统计中剔除了当年销量<500 的品牌

- **经济型 SUV 竞争仍相对缓和：**尽管笼统地看，SUV 行业的竞争程度无疑在加剧。但若细分来看，不难看出经济型 SUV（9-14 万元）市场竞争仍相对缓和。
 - 首先，当前 SUV 市场的主流仍为 15 万元以上的中高档车型，占 SUV 销量的比例高达 65% 左右，竞争也最激烈。这一细分领域是合资企业

扎堆的地方，一些背靠大集团支撑的自主品牌如荣威 W5、广汽传祺 GS5 等也开始进入这一市场。

- 经济型 SUV (9-14) 万元车型也较多，但实际有市场竞争力的车型屈指可数（见图表 11）。这一区间也是长城 H 系 SUV 的所在区域，真正富有竞争力的车型仅有长城 H 系以及比亚迪 S6，我们后文对此有详细分析。
- 入门级 SUV (9 万元以下) 这一区间的品牌数也较多，但主要为行业二三线企业产品，品牌价值低，实际销量也不大，更难对比其定位高的经济型 SUV 构成威胁，我们在此不做重点分析。

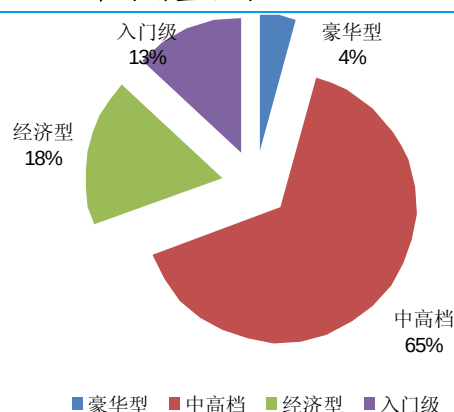
图表9：SUV 行业车型及近年新增车型概况

分类	价格(元)	车型总数	2010新增	2011新增	2012新增 (E)
豪华型	> 30万	3	Q5		宝马X1 奔驰GLK
中高档	15-30万	17	IX35、智跑、途观	华泰保利格、纳智捷大7、荣威W5	科帕奇，传祺GS5
经济型	9-14万	19	海马骑士、奥吉奥奥轩G5	哈弗H6、比亚迪S6、中华V5、奇瑞X5、金杯S50、黄海旗胜V3	吉利GX7
入门级	< 9万	18	吉奥帅舰、奥轩G3、众泰5008、众泰2008	力帆X60	金杯S30

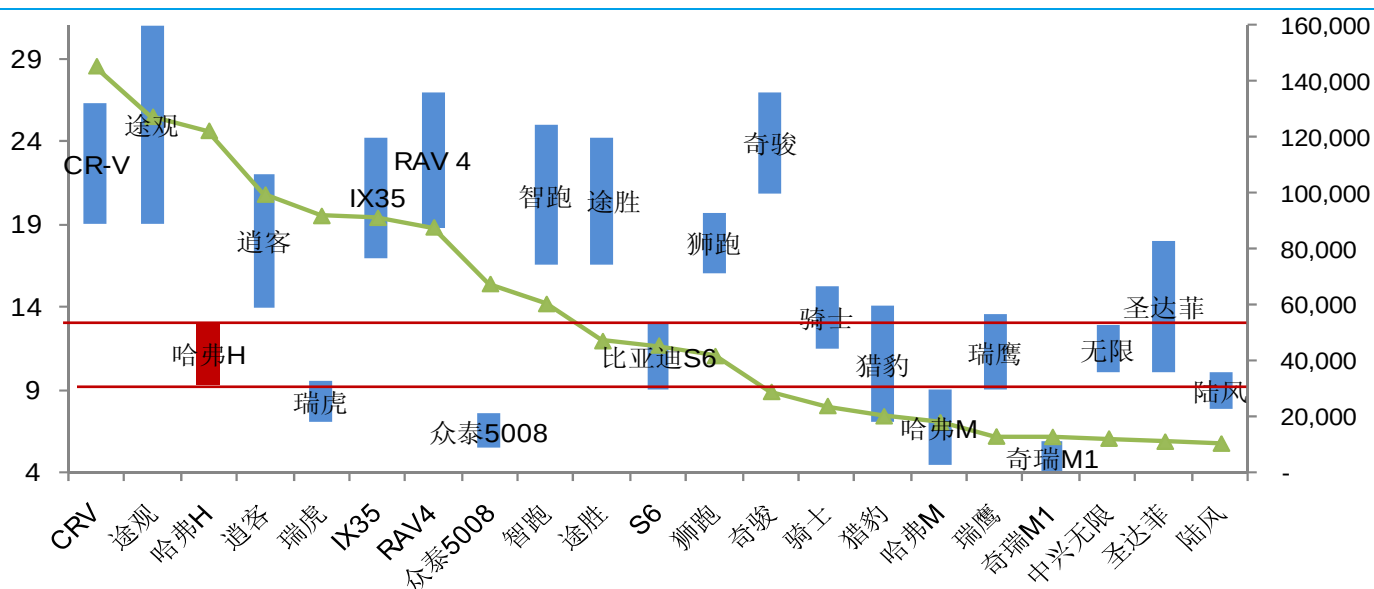
来源：CAAM、国金证券研究所

注：不包括进口车型

图表10：SUV 市场销量结构



图表11：各价位区间主流 SUV 今年 1-11 月份累计销量



来源：CAAM、网上车市、国金证券研究所

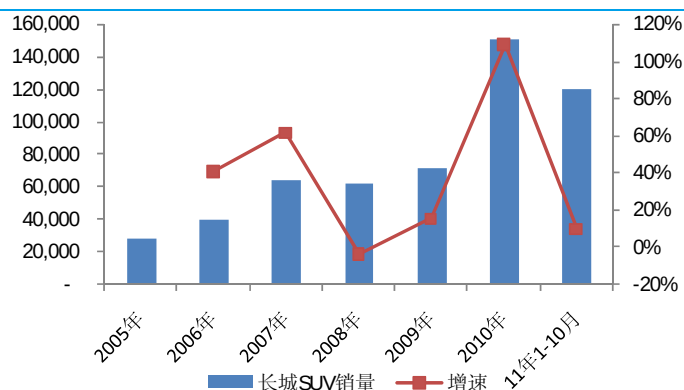
- 中高档车型降价空间有限，对经济型 SUV 的实质影响不大：由于行业竞争的加剧，我们并不能排除行业发生竞相降价促销的局面。就长城所在的

经济型 SUV 市场而言，理论上它将面临部分中高档 SUV 降价的威胁。但实际上，降价是有限制的，SUV 净利率一般为 8-15%，越高档车型越高，以 15-20 万元的中档 SUV 为例，纵使按 15% 的净利率计算，只要不亏本甩卖（实际可能性极小），其最大降价区间也就为 2-3 万元，其降价后的价格至少也在 13 万元以上，这或许对部分经济型 SUV 的高配车型有所影响，但对其价格为 9-12 万元的主导车型是难以有实质性影响的。以今年以来降价最凶的起亚狮跑 2.0L 低配型为例，其官方指导价为 15.98 万元，目前市场上经销商最低报价也为 13.68 万元，而这已经基本是目前价位最低的合资 SUV 了。

H6 性价比突出，竞争力将不逊于比亚迪 S6

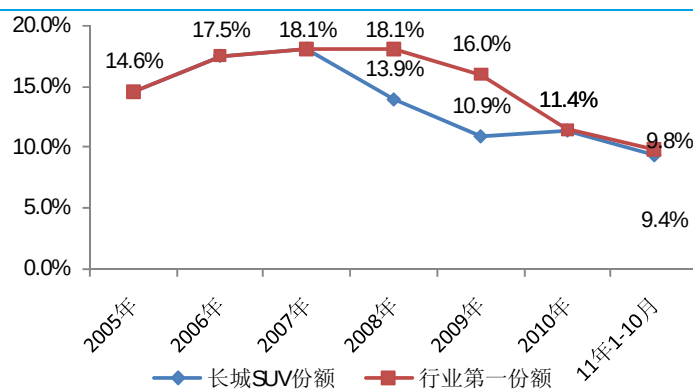
- **智能型城市 SUV 是 H6 核心理念：**作为长城首款城市型 SUV，H6 以智能型城市 SUV 为核心理念，在外观、内饰与配置均有明显突破。与长城原有的 H3 与 H5 相比，H6 外形上明显更为圆润，做工上也精致许多，呈现明显的城市型 SUV 风格。从价格与定位看，H6 9.58-14.18 万元的定价，则继续沿袭长城较同档次合资品牌略低、较自主品牌略高的中端路线。
- **H6 市场竞争力将不逊于比亚迪 S6：**从价格与定位出发，比亚迪 S6 是目前市场中唯一可与 H6 全面竞争的对标车型。我们发现，二者在性能、价格等决定消费者购买的主要因素方面各有优劣、不相伯仲。S6 是比亚迪首次推出的 SUV 车型，自 2011 年 5 月上市以来，10 月份月度销量已达 9,647 辆。相比于比亚迪，长城依靠 SUV “发家”，在 SUV 市场一直处于领先地位，我们认为 H6 的市场表现将不逊于 S6。

图表12: 长城 SUV 近年销量及增速 (辆)



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表13: 长城 SUV 近年市场份额情况



图表14: 哈弗 H6 外形之-风尚蓝

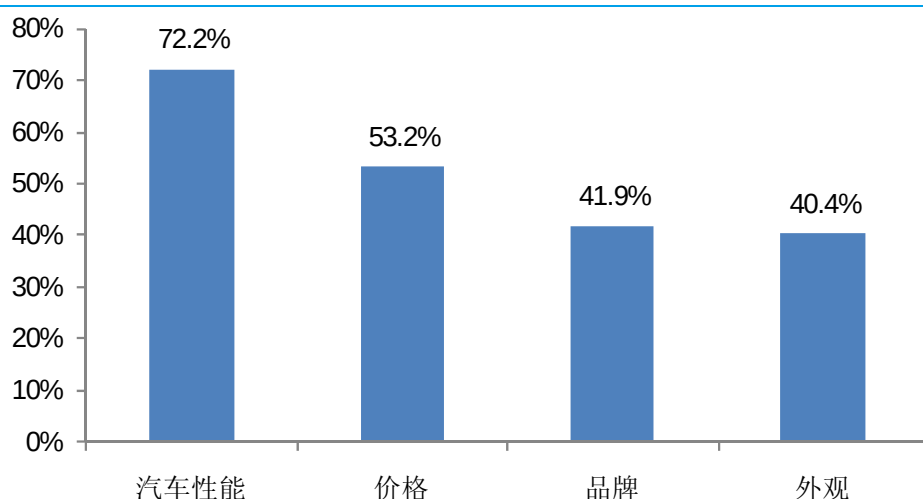


来源: 汽车之家、国金证券研究所

图表15: 比亚迪 S6 外形之-雅典银



图表16: 消费者购车时的主要关注因素



来源: 网上车市、国金证券研究所

- **动力性能 H6 占优：**从上图可以看出，性能是消费者购车时首要的关注因素，其中动力性又是其中消费者最为看重的选项。在这一方面，H6 配备了 2.0L 汽油机和 2.0T 柴油机，明年还将推出 1.5T 的汽油机，S6 则仅配备 2.0L 与 2.4L 两款汽油机，H6 的动力配置更为丰富，且由于 H6 车重较小，H6 单位功率也略强于 S6。此外，两者目前已推出的均为两驱车型，但凭借长城在 SUV 领域的多年积累，公司将在明年推出实时四驱版 H6，届时 H6 在动力以及操控性上的优势将更为明显。
- **安全性配置 H6 占优：**两款车均主打城市智能概念，各种舒适性、科技型配置都颇为丰富，但在消费者更为关注的安全性方面，H6 提供了更多保障。除 ABS 与 EBD 之外，H6 还配备了智能胎压监测以及智能刹车辅助系统。
- **乘坐空间 S6 略大：**S6 长度较 H6 多 170mm，轴距多 40mm，前后空间优于 H6，宽度与高度二者基本持平，S6 略有优势。考虑到 H6 的空间已能满足绝大部分用户，且过大体积在城市中行驶以及停车均颇为不便，我们认为 S6 在这方面的优势并非是决定性的。
- **售后保养 H6 显著领先：**售后保养无疑也是消费者对汽车性能中较为关注的方面。在这一点，H6 提供 3 年/10 万公里质保，明显优于 S6 的 2 年/6 万公里，H6 明显领先。
- **产品售价 S6 略低：**S6 指导价为 8.98-12.98 万元，H6 指导价为 9.58-14.18 万元；整体区间较 S6 高 6,000-12,000 万元。考虑到 H6 在主要性能方面均较 S6 有一定优势，且长城 SUV 的品牌口碑也要强于比亚迪，我们认为 H6 的性价比以及综合竞争力绝不亚于 S6。

图表17：哈弗 H6 与比亚迪 S6 主要参数比较

指标	哈弗H6	比亚迪 S6
排量	2.0L与2.0T(T为柴油)	2.0L与2.4L
现有车型款式	6款	3款
售价(万元)	2.0L为9.58-11.58; 2.0T为12.18-14.18	2.0L为8.98-10.38 2.4L为12.98
轴距(mm)	2680	2720
长-宽-高(mm)	4640×1825×1690	4810×1855×1680
车重(kg)	2.0L为1520, 2.0T为1615	2.0L为1620, 2.4L为1700
发动机及技术特征	2.0T为自主, 涡轮增压 2.0L为三菱, 多点喷射	2.0L为自主, 可变进气 2.4L为三菱, 智能可变气门
最大功率(kw)	2.0L为98, 2.0T为110	2.0L为103, 2.4L为118
最大扭矩(N.M)	2.0L为186, 2.0T为310	2.0L为186, 2.0T为215
变速箱	5/6档手动	5档手动/4档手自一体
驱动形式	前置两驱	前置两驱
保修	3年/10万公里	2年/5万公里
智能配置	CAN-BUS, 倒车影像, 定速巡航, 行车电脑, GPS导航, 大灯自动点亮, 亮灯寻车	CAN-BUS, 7英寸彩色触摸屏, 集成导航、车载电视、倒车影像, 右前轮盲区可视
安全配置	智能胎压监测, BAS智能刹车辅助, 博世ABS+EBD, 高强度吸能车身	博世ABS+EBD, 防撞钢梁, 高强度吸能车身

来源：公司网站、汽车之家、国金证券研究所

- **其它潜在竞争对手仅有吉利全球鹰 GX7：**由于 SUV 行业快速增长，生产企业竞相进入这一细分领域，H6 可能还将遭遇其它新进入者的强烈竞争。根据我们梳理，合资企业的 SUV 价格普遍在 15 万元以上，对长城的 SUV

不构成直接竞争。自主品牌 SUV 中，已上市车型中仅有华泰圣达菲 2.0L 车型与公司价位相近，但圣达菲车型较旧，技术水平不高，各项配置也远不及 H6，这一车型对 H6 的实质威胁不大；在新近上市或即将上市 SUV 中，也仅有吉利的 GX7 未来可能与 H6 形成直接竞争，而 H6 相比 GX7 仍拥有明显的安全性能、售后保养以及品牌优势。

- **中华 V5:** 这一车型尺寸明显比 H6 小，但售价却高出一截，其 1.6L 低配售价已达 10.98 万元，较 H6 最低配的 9.58 万元高出 1.4 万元，1.6L 的动力对于 SUV 而言也最多只能算是“凑合”，我们认为 V5 的性价比与 H6 几乎不可同日而语。
- **吉利全球鹰 GX 7:** 这一车型预计 12 年 1-2 月上市，预计售价 9-12 万元，动力配置与车型尺寸也与 H6 较为相近。这一车型上市后将有可能成为 H6 的直接竞争对手，但 H6 仍将拥有动力配置多样、安全性能突出、质保期超长等显著优势，加上行业本身需求的快速增长，预计 GX7 上市后对 H6 的影响将较为有限。
- **广汽传祺 GS 5:** 这一车型预计 12 年 4 月上市，首期将推出 2.0L 款，从媒体报道看，预计售价将达 16 万，这一价位已处于合资 SUV 市场领地也已脱离 H6 的价格区间，对 H6 构不成直接竞争。

图表18：长城 H6 与潜在竞争车型参数比较

指标	哈弗H6	华泰 圣达菲	中华V5	全球鹰GX 7	传祺GS 5
预计上市时间	已上市	已上市	11年12月上市	12年2月前上市	12年4月上市
排量	2.0L与2.0T(T为柴油)	1.8T、2.0L与2.0T	1.6L与1.5T(后期)	1.8L与2.0L	2.0L与1.8T
车型款式	6款	5款以上	4款	n/a	n/a
售价(万元)	2.0L为9.58-11.58; 2.0T为12.18-14.18	2.0L为9.98-11.88 1.8T为13.58-13.98 2.0T为16.68-17.68	1.6L为10.98-12.98; 1.5T尚未上市	预售9-12万元	预计16万元
轴距(mm)	2680	2620	2630	2660	2700
长-宽-高(mm)	4640×1825×1690	4500×1820×1675	4405×1800×1627	4600×1855×1720	n/a
车重(kg)	2.0L为1520, 2.0T为1615	1665	n/a	n/a	n/a
最大功率(kw)	2.0L为98, 2.0T为110	2.0L为93	1.6L为87	n/a	n/a
最大扭矩(N.M)	2.0L为186, 2.0T为310	2.0L为170	1.6L为151	n/a	n/a
变速箱	5/6档手动	5档手动	5档手动/手自一体	6档手自一体	5档手动/手自一体
驱动形式	前置两驱	前置两驱	前置两驱	n/a	两驱/四驱可切换
保修	3年/10万公里	2年/6万公里	3年/6万公里	n/a	n/a
智能配置	CAN-BUS, 倒车影像, 定速巡航, 行车电脑, GPS导航; 大灯自动点亮, 亮灯寻车	泊车辅助	行车电脑、泊车辅助	行车电脑、GPS导航、可视泊车雷达	n/a
安全配置	智能胎压监测, BAS智能刹车辅助, 博世ABS+EBD, 高强度吸能车身	ABS+EBD	ABS+EBD, BAS+ASR	n/a	n/a

来源：汽车之家、国金证券研究所

预计 2012 年长城 SUV 销量可达 20.5 万辆

- **H6 销量增长迅猛，预计明年一季度即有望月销上万：**H6 于今年 8 月底上市，由于公司产能爬坡以及经销商铺货均需一定时间，9 月份未形成实际销售，10 月份销量为 2298 辆，而 11 月份则达 5108 辆。在当前汽车行业整体需求仍较低迷的背景下，H6 在 3 个月内单月销量便已突破 5000 辆已初步证明了这一车型的强大竞争力。此外，据我们了解，目前 H6 在许多城市实际上处于供不应求状态，诸多长城 4S 店的 H6 均需订车，提车需等待 1-2 个月，且在手订单数额也都较大。由此，我们预计随着公司产能的逐步释放，H6 销量将继续快速增长，到明年 3、4 月份，H6 当月销量即有望达到万辆左右，赶上乃至超过 S6 月销水平。

图表19：部分城市长城 H6 订货情况调研（2011 年 11 月底）

城市	门店	4S店	地址	等车时间	H6是否有货	H3与H5的优惠
北京	合众明达店	4S店	朝阳区东五环平房桥	1.5个月	加8,000可提车	中配均优惠9,000元
上海	华安旗舰店	4S店	浦东新区沪南公路4777号	2个月	n/a	
广州	友道汽车	4S店, 广州总代理	白云区白云大道南1951	1个月	加钱也无现车	以前优惠4,000元, 车展期间优惠6,000元
深圳	时兴实业	4S店	龙岗区中心城38区	2个月	加钱也无现车	最高优惠13,000元
杭州	百福达	4S店, 杭州总代理	石祥路192号	1-1.5个月	加5,000元可提车	H5智尊优惠3,000元, 欧风优惠
成都	嘉诚汽车	4S店	高新区益新大道288号	1-2月	加钱也无现车	五周年庆, 白色优惠9,000元, 银色优惠11,000元
重庆	轻舟汽车	4S店	渝北区红锦大道557号	1个月	n/a	汽油最高8,000元

来源：国金证券研究所

- **H6 与 H5/H3 定位差异明显，H6 上量不会严重影响后两者销量：**H3 与 H5 均为非承载式车身的越野型 SUV，而 H6 为城市型 SUV，虽然二者价格相近，但在性能特征、外观、内饰等方面都存在较大差异，对应的消费群体不尽相同。通常而言，越野型 SUV 的购买者要么用车区域路况较差，必须使用具有高通过能力的越野型 SUV，要么本身对于越野运动有着特殊偏好。对于这类人群，城市型 SUV 并不适合其需求，由此也可预测，H6 上量后，H5/H3 的销量将不会受到很大影响。

图表20：哈弗 H6 车型外观



来源：汽车之家、国金证券研究所

图表21：哈弗 H5 车型外观



- **预计 2012 年长城 SUV 销量为 20.5 万辆：**H 系方面，预计 H6 月均销量可达 8,000 辆；考虑到 H6 上量后仍将对 H5/H3 销量仍有一定影响，我们预计 2012 年 H5 月均销量将为 7,000 辆左右，即“H6+H5（H3）”组合的月销量可达 15,000 辆，年销量将达 18 万辆左右。此外，新款 M4 的上市有望改变公司 M 系 SUV 目前的销量颓势，预计 2012 年全系月销量可达 2,000 辆左右，全年即为 2.4 万辆。综合来看，我们预计长城 2012 年 SUV 销量可达 20.5 万辆，同比增长 41%。

图表22：长城SUV近年销量及预测（辆）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
哈弗H5与H3	44,006	50,300	105,100	114,000	85,500	94,050
增速		14.3%	108.9%	8.5%	-25.0%	10.0%
哈弗H6	-	-	-	14,000	96,040	119,090
增速				n/a	586.0%	24.0%
哈弗M	-	6,900	31,900	18,000	24,120	28,944
增速		n/a	362.3%	-43.6%	34.0%	20.0%
SUV总销量	44,006	57,200	137,000	146,000	205,660	242,084
增速		30.0%	139.5%	6.6%	40.9%	17.7%

来源：中汽协、国金证券研究所

C50 优势显著，有望复制 C30 的成功

涡轮增压普及率与日俱增，性能与油耗优势明显

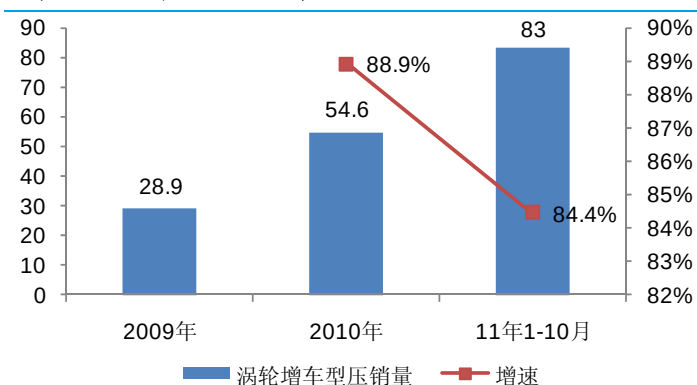
- **涡轮增压愈渐流行：**日益高涨的油价、趋于严格的排放标准，以及消费者对汽车经济性与燃效性能的需求，使得涡轮增压在全球范围内的普及率日益上升。在国内，大众、通用、福特、现代、比亚迪、奇瑞、长城、华晨等主流企业均已推出或计划推出加 T 车型，日系的日产也已加入这一阵型。据我们统计，2011 年 1-10 月涡轮增压轿车销量已达 83 万辆，较 2010 年增加约 85%，远超轿车行业 8% 的增速，占轿车销量份额也已从 5.5% 提升至 10.1%。

图表23：2010-2011 年涡轮增压新车型概况

2011年	长城汽车 哈弗H5、H6、C50	比亚迪 G6	上海汽车 荣威550、MG6
	奔驰 C级、E级	宝马 5系	东风日产 骐达
	长安福特 蒙迪欧	东风裕隆 纳智捷大7	
2010年	上海通用 君越、科鲁兹、英朗	上海大众 途观	一汽大众 Q5

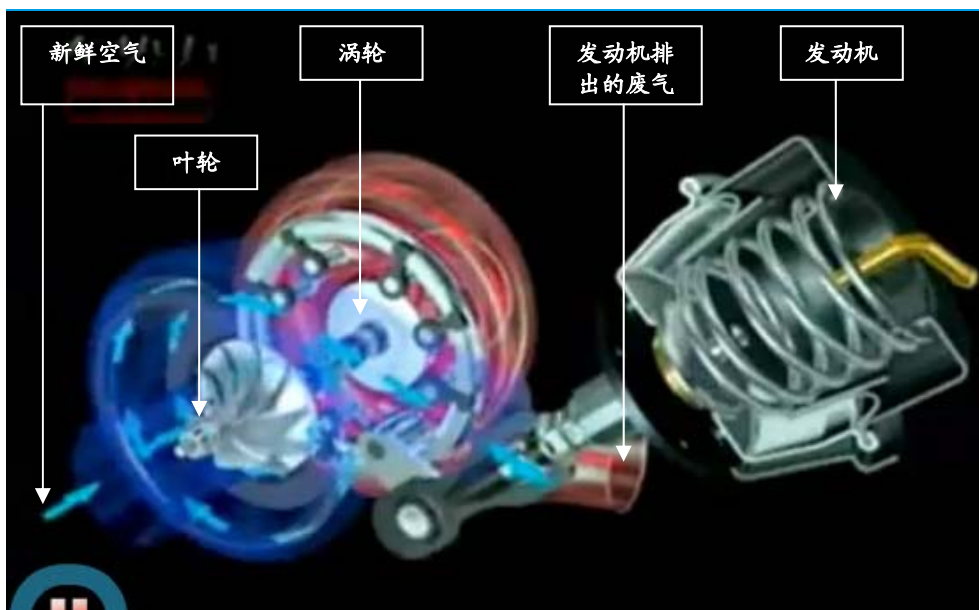
来源：中汽协、国金证券研究所

图表24：近年涡轮增压车型销量及增速（辆）



- **涡轮增压节能优势明显：**涡轮增压是利用发动机排出的废气带动涡轮旋转，涡轮又带动同轴的叶轮转动，进而压送更多的新鲜空气进入发动机气缸，从而使燃料更加充分地燃烧以提供更强的动力。从性能看，安装涡轮增压后发动机的最大功率可提高约 20%-30%，即 1.5T 与 1.8T 发动机的动力分别相当于 2.0L 与 2.2L 自然吸气发动机，而其油耗仍与 1.5L 与 1.8L 基本持平。

图表25：涡轮增压器工作示意图



来源：国金证券研究所

C50 卖点突出、优势明显，C30 的成功有望复制

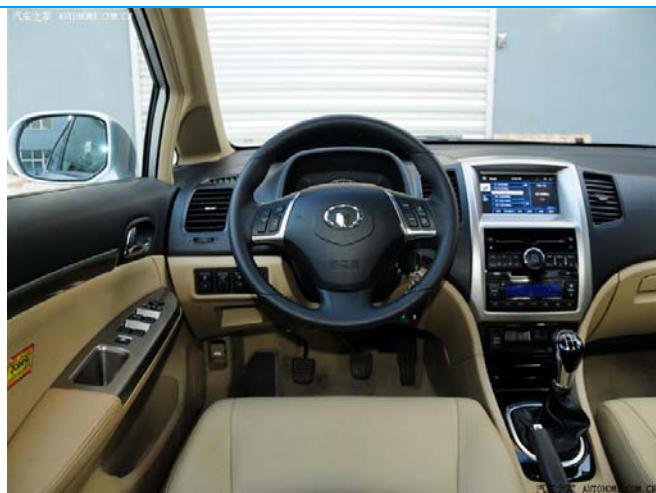
- **腾翼 C50 具有两大突出卖点：**C50 是公司继 C30 之后推出的第二款精品家轿并已于 11 月下旬在广州车展上市。C50 目前的价位区间定为 7.8-9.18 万元，全系标配 1.5T 涡轮增压发动机，并且提供 5 年/15 万公里的超长质保期。这两大突出卖点可谓是 C50 的“杀手锏”，其竞争车型均无法比拟。

图表26：腾翼 C50 外形



来源：汽车之家、国金证券研究所

图表27：腾翼 C50 内饰（尊贵型）



- **7-9 万元 T 动力家轿：**在涡轮增压相当 Fashion 的年代，拥有一辆加 T 车型，对普通消费者极具诱惑力。纵观国内目前的涡轮增压车型，大众系均超 12.8 万元，通用系均超 17 万元；自主品牌仅有奇瑞、上汽、华晨与比亚迪拥有加 T 车型，价格最低的比亚迪 G6，指导价也在 9.98-11.28 元。根据长城在广州车展公布的价格，腾翼 C50 售价区间为 7.8-9.18 万元，较 G6 1.5T 各级别售价均便宜 2.1 万元，价格优势明显，而且这是在 C50 超强配置的基础上实现的。

图表28：国内主流涡轮增压车型及售价

车企	品牌	涡轮增压排量	厂商指导价(万元)
一汽大众	新宝来	1.4T	12.88-14.68
	高尔夫	1.4T	13.58-16.82
	速腾	1.4T	14.88-16.98
	迈腾	1.4/1.8T	19.98-25.28
	CC	1.8/2.0T	25.38-30.08
上海大众	明锐	1.4/1.8T	14.70-18.05
	朗逸	1.4T	13.28-16.28
	昊锐	1.4/1.8/2.0T	17.19-27.13
	新帕萨特	1.4/1.8/2.0T	19.48-28.48
上海通用	英朗	1.6T	17.15-18.73
	君威	1.6/2.0T	20.69-28.39
东风日产	骐达	1.6T	13.88-14.68
奇瑞汽车	瑞麟G6	2.0T	18.98-25.98
上海汽车	荣威550	1.8T	15.48-18.98
	MG 6	1.8T	14.68-18.98
华晨中华	骏捷	1.8T	13.88-15.88
比亚迪	G6	1.5T	9.98-11.28

来源：汽车之家、国金证券研究所

- **5年/15万公里超长质保期：**超长质保期一直是长城汽车的独到之处，这一举措不仅表明了长城对自身产品品质的高度信心，帮助长城树立了“高品质自主品牌”形象，同时也可有效减少消费者对购买长城产品的后顾之忧，直接带动公司产品销量。腾翼 C30 的成功就与其 4 年/15 万公里的质保期密不可分。C50 推出的 5 年/15 万公里的质保期比起 C30 的 4 年/15 万公司有有过之而无不及，我们认为这也将有力增强 C50 的市场竞争力。
- **C50 定位精准、竞争优势极为显著：**C50 7.8-9.18 万的定价，处于 A 级车的中端区域，向上成功避开科鲁兹、朗逸等合资品牌畅销 A 级车的价格区间，向下则又与比亚迪 F3 等低价自主车型拉开差距。从消费者较为关注的主要性能出发，我们发现 C50 较同价位合资车型及自主车型均有显著的优势。
 - **与合资品牌相比：**同价位主要竞争车型有起亚 K2、大众捷达、现代瑞纳、雪佛兰爱唯欧等几款。与这些车型相比，C50 首先在动力配置上明显占优，尺寸上也足足大出一圈，各项舒适性或安全性配置也丰富得多。总体而言，C50 性价比优势十分明显，对于更为追求实用性能而非品牌的消费者而言将具有巨大吸引力。
 - **与自主品牌相比：**同价位主要竞争车型有中华 H530、吉利帝豪 EC7、比亚迪 G6 等几款。**1) 中华 H530：**1.6L 发动机性能较弱，且其价格较 C50 高 8,000-12,000，性价比显然无法同 C50 相比。**3) 吉利 EC7：**1.8L 价格较 C50 高 5,000-15,000 元，且动力性能仍较 C50 略差，而其 1.6L 车型虽然价格与 C50 持平但其动力性能与 C50 的 1.5T 差距甚远，性价比也明显不及 C50。**2) 比亚迪 G6：**G6 定位于中级车，与 C50 基本不在一个层次竞争，G6 轴距与空间明显优于 C50，但同样配备 1.5T 动力的版本价格仍较 C50 高 2 万元；G6 2.0L 的价格与 C50 持平，二者配置也各有千秋，但 G6 在空间方面明显占优，对 C50 可能会形成一定竞争压力，但迄今 G6 月销量水平仅为数千辆，市场认可度并不高，由此可见其对 C50 纵使有冲击也将不甚有力。

图表29：腾翼 C50 与主要竞争车型参数比较

品牌	腾翼C50	H530	帝豪EC7	G6	K2	捷达	瑞纳
车级	紧凑型车	紧凑型	紧凑型	中型车	小型车	紧凑型	小型车
排量(L)	1.5T	1.6L/1.5T(后期)	1.5L/1.8L	1.5T/2.0L	1.4L/1.6L	1.6L/1.9L	1.4L/1.6L
主导售价(万元)	7.80-9.18	8.58-10.38	1.5L为7.58-7.88; 1.8L为8.28-10.98	1.5T为9.98-11.28 万 2.0L为7.98-8.88 万	7.29-9.99	1.6L 为7.58-8.88 1.9L 为9.88	1.4L为7.39-10.19 1.6L为10.69
轴距(mm)	2700	2700	2650	2745	2570	2471	2570
长-宽-高(mm)	4650×1775×1455	4708×1788×1475	4635×1789×1470	4860×1825×1463	4370 x 1700 x 1460	4415 x 1674 x 1415	4340×1700×1460
车重(kg)	1255	1290	1258	1450	1039	1091	1065
最大功率(kw)	93	87	80/98/102	113/103	78.7/90.4	70	79/90
最大扭矩(N.M)	180	151	135/170	240/186	135/155	140	135/155
变速箱	5档手动	5档手动	5档手动/无级变速	6档双离合/手动, 5档手动	5档手动/4档自动	5档手动	4/5档手动
油耗-工信部(L/100Km)	n/a	n/a	7.3	2.0L为8.3	6.1/6.5	6.8	6.1-6.7
整车质保	5年/15万公里	3年/6万公里	3年/10万公里	2年/6万公里	5年/10万公里	2年/6万公里	2年/6万公里
智能配置	行车电脑、倒车影像、定速巡航、GPS导航、恒温空调	行车电脑、泊车辅助	行车电脑、泊车辅助, 1.8L装配GPS导航、	行车电脑、倒车影像、泊车辅助、GPS导航、车载电视	n/a	n/a	泊车辅助、行车电脑
安全配置	ABS+EBD、胎压监测	ABS+EBD BAS+ASR	ABS+EBD、胎压监测	ABS+EBD、胎压监测	ABS+EBD	ABS+EBD	ABS+EBD

来源：汽车之家、国金证券研究所

预计 2012 年长城轿车销量可达 25 万辆

- **预计 C50 有望在明年 3、4 月份放量。**由于刚刚上市，11 月份 C50 尚未形成实际销售，但根据我们了解，市场对其关注度已经空前高涨。此外，C50 与 H6 为同平台车型，且均在公司天津新基地生产，随着天津基地的产能逐渐爬坡，C50 销售放量已只是时间问题。我们预计，明年 3、4 月份 C50 销量即有望达到或接近万辆水平，2012 年全年销量则有望达到 10 万辆以上。
- **C50 放量不会对 C30 销量构成严重打压。**C30 已经成为公司的明星车型，目前月销量稳定在 1 万辆以上。由于 C50 与 C30 两者定位有明显区别，价格也有近 2 万元差距，我们认为 C50 上量后会对 C30 销量产生一定影响，但不至于构成严重打压，未来公司轿车品类有望形成 C50 与 C30 比翼齐飞的良好局面。
- **两者定位与性能差异明显：**C50 定位为高端 A 级车，后者则为入门级 A 级车，这点两者车型尺寸即可明显体现。其次在性能方面，C50 装载 1.5T 的涡轮增压发动机，在功率与扭矩上均远胜 C30，C50 还配备倒车影像、定速巡航、GPS 导航、胎压监测等多项智能装置，明显强于 C30。
- **价格差异明显：**C50 7.8-9.18 万元的指导价，较 C30 6.45-8.35 万元的指导价高出 8,000-14,000 万元，加上目前 C30 终端销售渠道已有 5,000-10,000 元的优惠，二者终端价差可达 2 万元。由于自主品牌尤其是 10 万元以下的汽车消费者对价格非常敏感，近 2 万元的差距也可有效区分两者不同的购车群体。

图表30：腾翼C50与C30主要参数比较

品牌	腾翼C50	腾翼C30
车级	紧凑型车	紧凑型
排量(L)	1.5T	1.5L
售价(万元)	7.80-9.18	6.45-8.35
轴距(mm)	2700	2610
长-宽-高(mm)	4650×1775×1455	4452×1705×1480
车重(kg)	1255	1125
最大功率(kw)	93	77
最大扭矩(N.M)	180	138
变速箱	5档手动	5档手动/CVT
油耗-工信部(L/100Km)	n/a	6.9
整车质保	5年/15万公里	4年/15万公里
智能配置	行车电脑、倒车影像、定速巡航、GPS导航、恒温空调	行车电脑、泊车辅助、选配GPS导航
安全配置	ABS+EBD、胎压监测	ABS+EBD

来源：国金证券研究所

- **预计 2012 年长城轿车销量可达约 25 万辆：**目前，公司 C30 月销量已可达 12000 辆左右，与 C50 配置相近、但无 T 动力的吉利帝豪 EC7 月销量也有 7000-8000 辆，与其价格相近但性能较差的 K2 与瑞纳月销量也均超万辆。综合前文对 C50 的性价比分析以及相近车型的销量表现，我们认为 C50 放量后的月销量将可轻松达到万辆水平。我们预测 2012 年 C50 销量为 10.8 万辆，月均 9000 辆。综合预计公司 2011-2013 年公司轿车销量为 18.7、25.0、28.0 万辆，同比增加 53.2%、33.3%、12%。值得说明的是，从谨慎角度出发，我们的预测已经充分考虑了明年 C50 上量对 C30 的影响，我们预测的明年 C30 销量比今年下降了 30%。

图表31：长城轿车近年销量及预测（辆）

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
腾翼C30	-	-	58,500	148,000	103,600	113,960
增速	n/a	n/a	n/a	153.0%	-30.0%	10.0%
腾翼C50	-	-	-	2,000	108,000	128,520
增速	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	19.0%
腾翼C20R	-	-	-	5,000	24,000	30,000
增速				n/a	380.0%	25.0%
炫丽	2,226	51,100	50,200	31,200	14,040	7,020
增速	n/a	2195.6%	-1.8%	-37.8%	-55.0%	-50.0%
精灵	7,478	9,100	600	-	-	-
增速	n/a	n/a	-93.4%	-100.0%	n/a	n/a
酷熊	513	10,200	3,200	200	-	-
增速	n/a	1888.3%	-68.6%	-93.8%	n/a	n/a
凌傲	-	400	9,800	930	-	-
增速	n/a	n/a	n/a	-90.5%	n/a	n/a
轿车销量	10,217	70,800	122,300	187,330	249,640	279,500
增速		593.0%	72.7%	53.2%	33.3%	12.0%

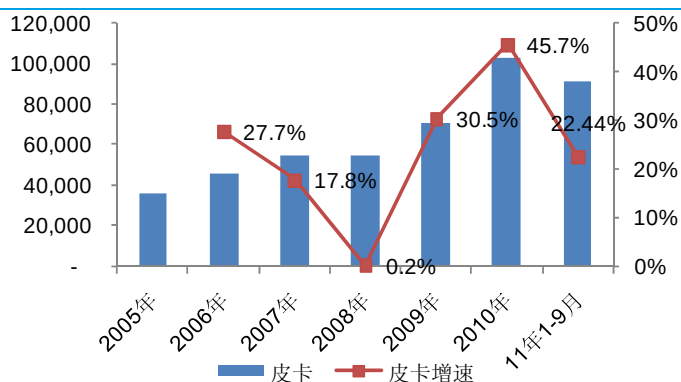
来源：中汽协、国金证券研究所

所处细分市场竞争相对缓和，盈利能力有望保持稳定

所处细分市场竞争均相对缓和

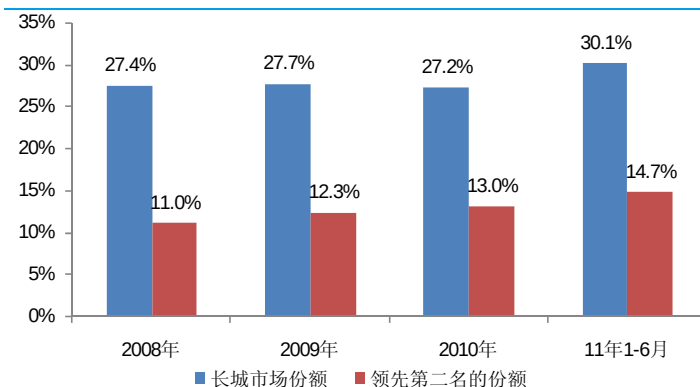
- **皮卡属于小众市场，长城龙头地位极为稳固：**皮卡在我国由于受到政策限制，容量较小，2010年销量仅为37.9万辆，市场参与者数量不多，集中度很高（CR4约70%）。不仅如此，皮卡市场增长也较为稳定，07年以来增速都在20%左右，今年增速也仍可接近这一水平。而长城还是皮卡市场的绝对龙头，已连续13年保持市场份额第一且遥遥领先第二名。不难看出，在这一容量小、增长稳定且长城具有绝对领先地位的细分市场，长城产品将可轻松保持皮卡产品盈利能力的稳定。事实上，近几年长城皮卡的毛利率呈明显提升态势，2008年-2010年，长城皮卡毛利率已从19.5%提升至25.2%，我们认为2012年公司皮卡毛利率可维持在25%左右。

图表32：长城皮卡近年销量及增速（万辆）



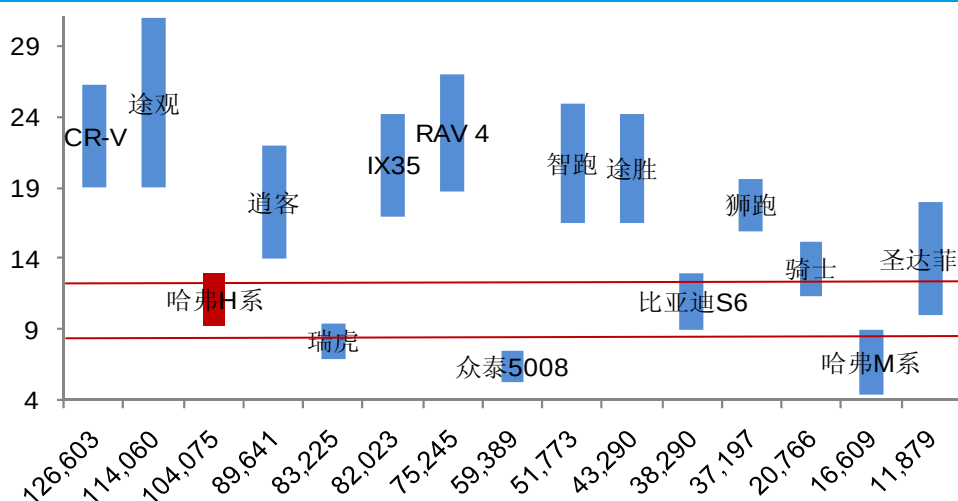
来源：中汽协、国金证券研究所

图表33：长城市场占有率领先优势逐渐扩大



- **9-14万元SUV市场竞争仍较缓和：**我们并不否认SUV行业的竞争正在加剧，诸多品牌都在竞相进入这一细分市场。但就长城而言，公司SUV主打的H系列价格区间位于9-14万元（主导价格实际为9-12万元），从前文对H6的分析可以看出，H系SUV（H6与H5/H3价格区间基本一致）实际的竞争对手仅有比亚迪S6以及华泰圣达菲，这一价格区间的市场竞争实际上仍较为缓和，且长城在SUV市场已长期居于行业领先地位，公SUV产品由此也有望保持盈利能力的基本稳定。

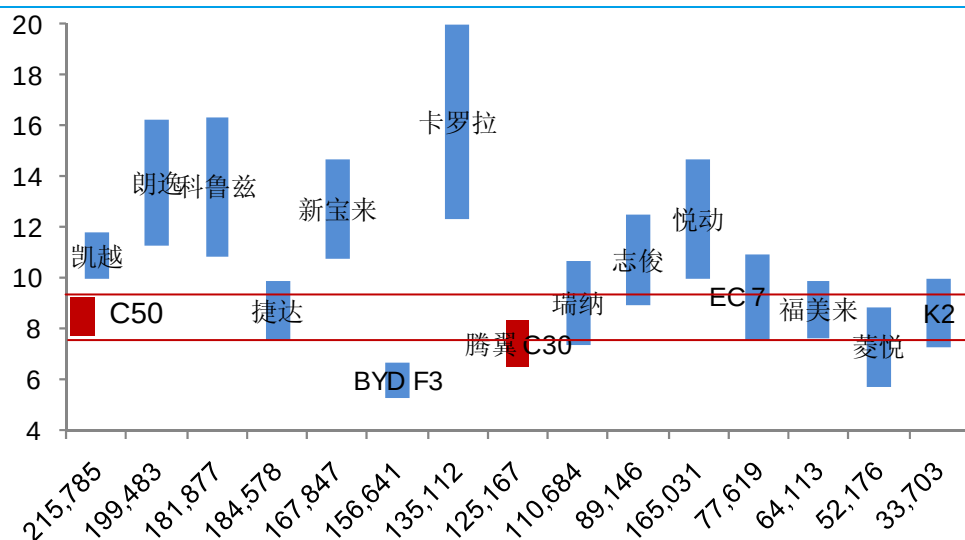
图表34：主要SUV 11年1-11月销量及厂商指导价格区间（万元）



来源：中汽协、汽车之家、国金证券研究所

- **腾翼轿车竞争力突出，不易陷入价格战泥潭：**相比于皮卡以及 SUV 市场，C30、C50 所处的 A 级轿车市场竞争无疑更为激烈。但就长城而言，公司轿车业务可能面临的盈利能力下降压力仍然不大。一方面，长城的经营策略为打造“高品质自主品牌”，公司一向高度重视产品品质而不喜欢低价竞争，一般情况下公司产品都坚持“不降价”，每年推出改款车型时甚至还小幅上调售价；另一方面，公司 C30 已经取得了出色的市场表现，毛利率也已随着销量攀升而迅速提升，而根据我们前面的分析，C50 在其价位区间也属优势显著，竞争力强大。我们基本可判断，**长城将来既无动力也无必要依靠价格来取得销量突破，陷入价格战的可能性很低，由此也可预见公司轿车业务盈利能力将可基本维持稳定。**

图表35：主要 A 级车 11 年 1-11 月 销量及厂商指导价区间（万元）



来源：中汽协、汽车之家、国金证券研究所

天津基地短期内产能释放有限，公司产能利用率有望逐步上升

- 公司现有 4 个工厂，其中保定 3 个：皮卡工厂产能已从 4 万辆提至 12 万辆，轿车工厂（生产除 C50 以外的所有轿车及 M 系 SUV）为 20 万辆，SUV 厂（生产 H3 与 H5）产能已从 8 万辆提升至 12 万辆。天津基地（目前生产 H6、C50）远期规划 80 万辆，但目前实际产能仅 10 万辆，2012 年有望达到 20 万辆；天津二期已经动工，建成后可新增 20 万辆产能，但产能释放要到 2014 年。我们测算，公司 2011-2013 年产能分别为 54、64、64 万辆。
- 根据我们的销量预测，公司 2011-2013 年销量将分别达到 46 万辆、60 万辆、70 万辆，由此公司 2012-2013 年产能利用率将分别为 94.5% 与 109.8%，较 2011 年明显上升，作为影响盈利能力的核心因素，公司产能利用率的提升也将有助于公司盈利能力的稳定。

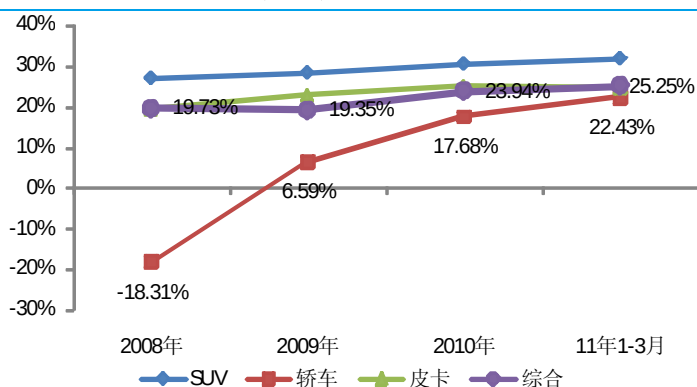
图表36：长城汽车产能及产能利用率预测（万辆）

万辆	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
皮卡基地	40,000	120,000	120,000	120,000	120,000
轿车基地	130,000	200,000	200,000	200,000	200,000
SUV基地	80,000	80,000	120,000	120,000	120,000
天津基地	-	-	100,000	200,000	200,000
产能合计	250,000	400,000	540,000	640,000	640,000
销量及预测	209,830	362,714	462,347	604,721	702,855
产能利用率	83.9%	90.7%	85.6%	94.5%	109.8%

来源：中汽协、国金证券研究所

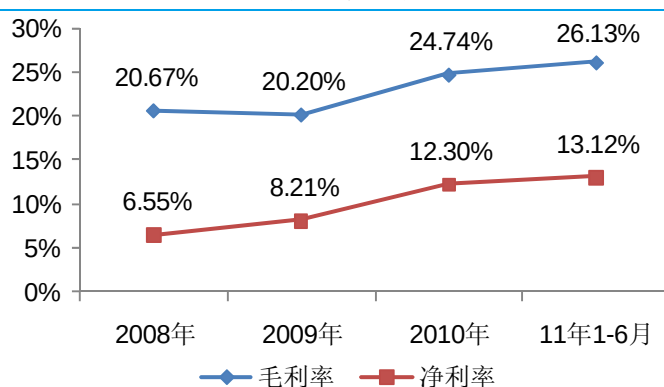
- 综合以上分析，我们认为公司整体盈利能力将可保持基本稳定，我们预测的公司 2011-2013 年综合毛利率为 24.53%、24.82%、24.90%。

图表37：公司近年整车分车型与综合毛利率



来源：招股书、国金证券研究所

图表38：公司近年毛利率与净利率



盈利预测与评级

盈利预测

- 我们预测公司 2011-2013 年销售收入分别为 299.2、416.0、488.5 亿元，分别增长 30.2%、39.0%、17.4%；归属母公司净利润分别为 32.1、44.9、52.5 亿元，分别增长 18.8%、39.9%、17.5%，对应的 EPS 分别为 1.06、1.48、1.73 元。
- 关键假设如下：
 - 预期公司新建增产能将如期投放，2011-2013 年公司产能将分别为 54、64、64 万辆，在此基础上 H6 与 C50 销售将如期上量。
 - 2012 年国内汽车行业恢复正常增长，公司由于 H6、C50 迅速上量增速将继续快于行业整体水平，2011-2013 年汽车销量分别为 46.2、60.5、70.3 万辆，增速为 27.5%、30.8%、16.2%。
 - 尽管明年汽车行业整体景气程度可能难以显著提高，但考虑公司所处细分行业竞争仍相对缓和且主打产品均具备强大竞争力，加上公司产品结构也朝着有利盈利能力提高方向变化，预测公司整体盈利能力可基本维持稳定，预测公司 2011-2013 年综合毛利率分别为 24.5%、24.8%、24.9%。

估值与投资建议

- 公司当前股价为 11.64 元，对应 2011-2013 年分别为 10.98、7.86、6.73 倍 PE。参考当前整车企业的估值情况，可以发现公司 2011 年 PE 或可认为合理，但 2012 年 PE 就已明显偏低。
- 根据全文分析，我们认为公司依托 H6、C50 的成功放量实现业绩的继续快速增长是非常确定的。我们认为公司是整车板块中最为确定的 2012 年仍可实现业绩快速增长的企业，由此我们维持公司的“买入”评级，我们认为公司至少应按 2012 年 10 倍 PE 估值，目标价为 14.8 元。

图表39：可比整车企业当前估值情况

简称	最新股价	EPS			PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
上海汽车	13.68	1.84	2.05	2.27	7.42	6.68	6.02
一汽轿车	8.30	0.54	0.58	0.66	15.37	14.31	12.58
长安汽车	3.43	0.20	0.23	0.26	17.15	14.91	13.19
福田汽车	6.31	0.50	0.52	0.58	12.62	12.13	10.88
江淮汽车	5.70	0.60	0.62	0.76	9.50	9.19	7.50
江铃汽车	19.73	2.08	2.37	2.63	9.49	8.32	7.50
平均值					11.92	10.93	10.33

来源：wind、国金证券研究所

风险提示

宏观经济严重衰退风险

- 汽车行业是典型的周期性行业，任何一家企业的业绩增长都离不开良好的经济环境支持。当前我国仍存在较大的经济下行压力，若这一势头得不到有效遏制乃至进一步恶化，公司销量和业绩增长有可能达不到预期。

汽车行业发生严重价格战风险

- 2012 年汽车行业产能增速较快，产能扩张或将带来行业竞争的进一步加剧。尽管根据我们分析，长城所处的细分行业竞争均较为缓和，但若行业发生严重的价格战，仍不能完全排除殃及长城的可能性。一旦如此公司产品有可能被迫降价，公司盈利能力有可能出现严重下滑。

新车型出现品质问题风险

- 尽管长城一向高度重视产品品质，迄今也未出现过严重的品质事件，但新车型毕竟仍存在一定的质量风险。若公司产品出现严重的品质问题乃至引起大规模召回，公司产品销量以及品牌形象都将严重受损，公司业绩也将难达预期。

图表40：长城汽车分业务收入与毛利预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
SUV业务						
单车均价（万元）	8.69	7.90	7.32	7.76	7.79	7.78
增长率（YOY）	N/A	-9.04%	-7.41%	6.01%	0.36%	-0.14%
销售数量（辆）	44,006	57,200	137,000	146,000	205,660	242,084
增长率（YOY）	N/A	29.98%	139.51%	6.57%	40.86%	17.71%
销售收入（百万元）	3,824	4,521	10,027	11,328	16,015	18,825
增长率（YOY）	N/A	18.23%	121.76%	12.98%	41.37%	17.55%
毛利率	26.80%	28.31%	30.41%	28.69%	28.58%	28.57%
毛利（百万元）	1,025	1,280	3,049	3,250	4,576	5,378
增长率（YOY）	N/A	24.90%	138.19%	6.60%	40.81%	17.51%
占总销售额比重	45.40%	35.28%	43.62%	37.86%	38.50%	38.54%
占主营业务利润比重	58.86%	49.44%	53.60%	44.28%	44.33%	44.22%
轿车业务						
单车均价（万元）	3.69	4.39	4.87	5.12	5.93	5.98
增长率（YOY）	N/A	18.85%	11.14%	4.97%	15.86%	0.89%
销售数量（辆）	10,217	70,800	122,300	187,330	249,640	279,500
增长率（YOY）	N/A	592.96%	72.74%	53.17%	33.26%	11.96%
销售收入（百万元）	377	3,105	5,961	9,585	14,799	16,717
增长率（YOY）	N/A	723.61%	91.98%	60.79%	54.40%	12.96%
毛利率	-18.30%	6.58%	17.68%	21.57%	22.63%	22.82%
毛利（百万元）	-69.01	204.46	1,053.78	2,067.30	3,348.27	3,815.31
增长率（YOY）	N/A	-396.29%	415.40%	96.18%	61.96%	13.95%
占总销售额比重	4.48%	24.23%	25.93%	32.03%	35.58%	34.22%
占主营业务利润比重	-3.96%	7.90%	18.53%	28.17%	32.44%	31.37%
皮卡业务						
单车均价（万元）	5.46	5.46	5.48	5.66	5.79	5.88
增长率（YOY）	N/A	0.10%	0.21%	3.34%	2.37%	1.51%
销售数量（辆）	63,235	75,400	98,400	123,000	141,900	171,870
增长率（YOY）	N/A	19.24%	30.50%	25.00%	15.37%	21.12%
销售收入（百万元）	3,452	4,120	5,388	6,960	8,220	10,106
增长率（YOY）	N/A	19.35%	30.78%	29.18%	18.10%	22.95%
毛利率	19.53%	22.86%	25.06%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利（百万元）	674.16	941.86	1,350.20	1,740.00	2,055.00	2,526.60
增长率（YOY）	N/A	39.71%	43.36%	28.87%	18.10%	22.95%
占总销售额比重	40.98%	32.15%	23.44%	23.26%	19.76%	20.69%
占主营业务利润比重	38.72%	36.38%	23.74%	23.71%	19.91%	20.78%
其他车辆						
单车均价（万元）	7.69	7.13	6.97	6.80	6.80	6.80
增长率（YOY）	N/A	-7.27%	-2.25%	-2.38%	0.00%	0.00%
销售数量（辆）	3,451	6,430	5,014	6,017	7,521	9,401
增长率（YOY）	N/A	86.32%	-22.02%	20.00%	25.00%	25.00%
销售收入（百万元）	265	458	349	409	511	639
增长率（YOY）	N/A	72.78%	-23.78%	17.14%	25.00%	25.00%
毛利率	12.18%	11.78%	14.49%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	32.30	54.00	50.62	61.37	76.71	95.89
增长率（YOY）	N/A	67.17%	-6.25%	21.24%	25.00%	25.00%
占总销售额比重	3.15%	3.58%	1.52%	1.37%	1.23%	1.31%
占主营业务利润比重	1.86%	2.09%	0.89%	0.84%	0.74%	0.79%
销售总收入（百万元）	8,424	12,815	22,987	29,922	41,595	48,850
销售总成本（百万元）	6,683	10,226	17,299	22,582	31,272	36,689
毛利（百万元）	1,741	2,589	5,688	7,340	10,323	12,161
平均毛利率	20.67%	20.20%	24.74%	24.53%	24.82%	24.90%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	8,425	12,815	22,986	29,922	41,595	48,850	货币资金	2,092	2,592	3,095	3,500	6,000	9,007
增长率		52.1%	79.4%	30.2%	39.0%	17.4%	应收款项	1,487	3,410	9,255	10,688	14,851	17,433
主营业务成本	-6,684	-10,226	-17,298	-22,582	-31,272	-36,689	存货	876	1,590	2,104	2,784	3,855	4,523
%销售收入	79.3%	79.8%	75.3%	75.5%	75.2%	75.1%	其他流动资产	401	436	371	679	940	1,103
毛利	1,741	2,589	5,688	7,340	10,323	12,161	流动资产	4,857	8,027	14,825	17,652	25,647	32,066
%销售收入	20.7%	20.2%	24.7%	24.5%	24.8%	24.9%	%总资产	45.9%	54.2%	62.6%	61.2%	65.1%	70.8%
营业税金及附加	-217	-426	-811	-1,032	-1,435	-1,685	长期投资	197	237	149	150	149	149
%销售收入	2.6%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	4,593	5,268	7,313	9,458	11,826	11,247
营业费用	-462	-705	-1,070	-1,287	-1,872	-2,149	%总资产	43.4%	35.5%	30.9%	32.8%	30.0%	24.8%
%销售收入	5.5%	5.5%	4.7%	4.3%	4.5%	4.4%	无形资产	870	997	1,115	1,595	1,769	1,842
管理费用	-560	-627	-874	-1,197	-1,664	-1,954	非流动资产	5,733	6,793	8,874	11,205	13,747	13,240
%销售收入	6.6%	4.9%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	54.1%	45.8%	37.4%	38.8%	34.9%	29.2%
息税前利润 (EBIT)	502	831	2,933	3,824	5,352	6,373	资产总计	10,590	14,820	23,698	28,856	39,393	45,306
%销售收入	6.0%	6.5%	12.8%	12.8%	12.9%	13.0%	短期借款	4	98	26	1,457	2,443	0
财务费用	49	24	8	100	150	75	应付款项	3,481	6,043	11,131	12,884	17,861	20,958
%销售收入	-0.6%	-0.2%	0.0%	-0.3%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	127	335	731	1,146	1,437	1,618
资产减值损失	-35	-17	-27	-10	-11	-12	流动负债	3,612	6,477	11,887	15,487	21,741	22,576
公允价值变动收益	0	0	-2	5	5	5	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	15	21	56	30	40	52	其他长期负债	67	654	1,410	0	0	0
%税前利润	2.6%	2.3%	1.9%	0.7%	0.7%	0.8%	负债	3,679	7,131	13,298	15,487	21,741	22,577
营业利润	532	859	2,968	3,950	5,537	6,493	普通股股东权益	6,734	7,593	10,015	12,833	16,926	21,785
营业利润率	6.3%	6.7%	12.9%	13.2%	13.3%	13.3%	少数股东权益	283	245	385	537	726	944
营业外收支	54	54	73	100	100	100	负债股东权益合计	10,697	14,970	23,698	28,856	39,393	45,306
税前利润	586	913	3,041	4,050	5,637	6,593	比率分析						
利润率	7.0%	7.1%	13.2%	13.5%	13.6%	13.5%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-33	140	-214	-688	-958	-1,121	每股指标						
所得税率	5.7%	-15.3%	7.0%	17.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.469	0.916	2.466	1.055	1.475	1.727
净利润	552	1,053	2,827	3,361	4,678	5,472	每股净资产	6.149	6.932	9.144	4.218	5.563	7.160
少数股东损益	38	49	126	152	190	218	每股经营现金净流	0.754	1.190	2.914	1.196	1.739	2.093
归属于母公司的净利润	514	1,003	2,701	3,210	4,489	5,254	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	6.1%	7.8%	11.7%	10.73%	10.79%	10.76%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.63%	13.21%	26.97%	25.01%	26.52%	24.12%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	4.81%	6.70%	11.40%	11.12%	11.40%	11.60%
净利润	552	1,053	2,827	3,361	4,678	5,472	投入资本收益率	6.75%	12.08%	26.15%	21.41%	22.11%	23.27%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	273	417	576	686	868	1,118	主营业务收入增长率	6.68%	52.11%	79.37%	30.17%	39.01%	17.44%
非经营收益	-3	-228	-42	209	-17	-77	EBIT增长率	-50.74%	65.48%	252.73%	30.39%	39.96%	19.07%
营运资金变动	22	90	-143	-618	-238	-146	净利润增长率	-45.62%	95.16%	169.17%	18.84%	39.86%	17.05%
经营活动现金净流	845	1,332	3,219	3,638	5,291	6,367	总资产增长率	6.07%	39.94%	58.31%	21.77%	36.52%	15.01%
资本开支	-1,765	-1,212	-3,206	-3,203	-3,299	-500	资产管理能力						
投资	235	1,842	1,744	-1	0	0	应收账款周转天数	8.8	5.7	3.8	6.0	6.0	6.0
其他	24	635	803	35	45	57	存货周转天数	50.1	44.0	39.0	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-1,505	1,265	-659	-3,169	-3,254	-443	应付账款周转天数	85.4	80.5	84.4	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	119.7	119.1	85.1	72.0	62.1	63.5
债权募资	0	76	-76	18	986	-2,442	偿债能力						
其他	-493	-49	-1,155	-82	-524	-476	净负债/股东权益	-29.76%	-31.81%	-29.51%	-15.28%	-20.15%	-39.62%
筹资活动现金净流	-493	27	-1,230	-64	463	-2,918	EBIT利息保障倍数	-10.2	-35.3	-375.0	-38.1	-35.6	-84.9
现金净流量	-1,154	2,624	1,330	405	2,500	3,007	资产负债率	34.40%	47.64%	56.11%	53.67%	55.19%	49.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	4	8	8	8
买入	0	1	5	5	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.17	1.32	1.34	1.36

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-10-31	买入	12.32	N/A

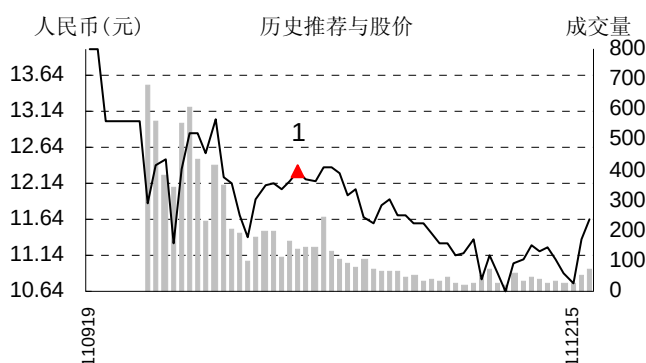
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

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

优化市盈率计算的说明：

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

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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

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

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B