

【广发汽车&海外】长城汽车（2333.HK）

主力车型稳健增长，高端市场二次创业值得期待

● 国内 SUV 龙头，主力车型哈弗 H6、哈弗 H2 有望维持较高销量

公司是我国 SUV 行业龙头，产品包括 SUV、轿车、皮卡整车及发动机、变速器等核心零部件，SUV 是公司主要业务。公司 SUV 产品线丰富，产品涵盖小型、紧凑型、中型及中大型 SUV。今年 1-11 月公司累计销售汽车 92.4 万辆，同比增长 22.1%，其中 SUV 销售 80.1 万辆，同比增长 29.3%。细分车型方面，哈弗 H6、哈弗 H2 是公司目前主力车型，今年前 11 个月哈弗 H6、H2 分别销售 50.0 万辆、16.2 万辆，占公司 SUV 总销量的 83%。我们认为，哈弗 H6 新品上市、哈弗 H2 组合拳哈弗 H2s 推出叠加 17 年行业政策基调友好+中西部需求崛起，公司主力车型明年有望维持较高销量。

● 哈弗 H7、WEY 品牌促进产品结构上移，公司盈利能力有望提升

我们认为，哈弗 H7 热销、轻奢品牌 WEY 车型明年上市，有望促进公司产品结构上移。作为初试高端车型，哈弗 H8、H9 不算成功，但为哈弗 H7 的成功积累了宝贵经验。哈弗 H7 4 月上市以来销量逐步提升，11 月销量超 1 万辆，公司初站稳中高端市场，明年该车型有望进一步放量。此外，公司今年 11 月中旬发布了全新轻奢豪华品牌“WEY”，该品牌定位高于哈弗，专注生产高端 SUV，产品定价在 15-20 万元。车型规划方面，明年 4 月 W01 将上市，W02、W03 计划于 17 年 8 月上市。今年公司 SUV 热销，品牌知名度、认可度有所提升，哈弗 H7、WEY 有望提升公司盈利水平。

● 投资建议

公司是极具经营质量的优秀民营车企，公司未来两年将受益于 H7 进一步放量、自产自动变速箱进口替代爬坡及新的高端品牌“WEY”带来的产品升级，业绩成长可期。我们预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.08 元、1.20 元、1.31 元，对应 12 月 29 日 H 股收盘价 7.23 港币（对应人民币 6.48 元），PE 分别为 6.0、5.4、4.9 倍，给予“买入”评级。

● 风险提示

港股与 A 股市场环境差异、市场风险差异；汇率变动风险；宏观经济增速不及预期；市场竞争超预期；车型销量不及预期。

盈利预测：

单位：人民币	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	62,599	76,033	91,557	105,754	110,908
增长率(%)	14.4%	21.5%	20.4%	15.5%	4.9%
EBITDA(百万元)	10,806	11,324	14,036	15,539	16,797
净利润(百万元)	8,042	8,059	9,824	10,979	11,986
增长率(%)	-2.2%	0.2%	21.9%	11.8%	9.2%
EPS（元/股）	2.643	0.883	1.076	1.203	1.313
市盈率（P/E）	2.4	7.2	6.0	5.4	4.9
市净率（P/B）	0.6	1.5	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.1	7.9	6.6	6.0	5.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

行业评级

买入

当前价格

7.23 港币

报告日期

2016-12-30

相对市场表现



分析师：张乐 S0260512030010

021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

分析师：闫俊刚 S0260516010001

021-60750621

yanjungang@gf.com.cn

分析师：唐哲 S0260516090003

021-60750621

abigale.tang@aliyun.com

相关研究：

联系人：刘智琪 021-60750604

liuzhiqi@gf.com.cn

目录索引

长城汽车：中国 SUV 行业龙头	5
哈弗 H6、哈弗 H2 支撑公司业绩，明年有望维持较高销量	14
公司汽车销量增长显著，SUV 占比进一步提升	14
哈弗 H6、哈弗 H2 提供业绩支撑	16
公司明年产能较为充足	22
行业政策基调友好+中西部需求崛起，H6、H2 有望维持较高销量	22
哈弗 H7、WEY 品牌促进产品结构上移，公司盈利能力有望提升	24
哈弗 H8、哈弗 H9 初试高端，为后续车型成功奠定基础	24
哈弗 H7 热销，公司中高端市场初站稳	25
WEY 品牌发布，产品结构有望进一步上移	27
投资建议	28
风险提示	28

图表索引

图 1: 公司发展沿革	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 2013-2016 年各季度公司轿车、SUV、皮卡占比情况 (单位: 万辆)	6
图 4: 公司主要产品	7
图 5: 公司 SUV 车型上市时间	8
图 6: 公司 SUV 分细分市场	8
图 7: 2016 年中国汽车行业用户满意度测评 10-15 万 A 级 SUV 满意度排名	9
图 8: 2016 年中国汽车行业用户满意度测评自主品牌售后服务满意度	9
图 9: 双离合变速箱结构	10
图 10: 公司年度销量和增速情况 (辆)	11
图 11: 公司营业收入和净利润情况 (单位: 百万元)	11
图 12: 公司 2011-2015 年毛利率、净利率、销售、管理和财务费用率	12
图 13: 公司 14-15 年各个境外国家营业收入占比情况 (外圈为 15 年)	12
图 14: 2011-2015 年公司研发支出 (万元) 及占营业收入比重情况	13
图 15: 2015 年公司研发支出 (万元) 和占营业收入比重与其他厂商对比	13
图 16: 2016 年公司月度汽车销量及增速情况 (辆)	14
图 17: 2016 年 1-11 月公司 SUV、皮卡、轿车销量占比及同比增速 (辆)	15
图 18: 16 年公司 SUV 月度销量及同比增速 (辆)	15
图 19: 16 年 SUV 行业月度销量及公司 SUV 市占率 (万辆)	16
图 20: 公司 SUV 产品结构	16
图 21: 2016 年 1-11 月哈弗系列 SUV 产品结构	17
图 22: 2016 年哈弗 H6 月销量及同比增速 (辆)	17
图 23: 2016 年 1-11 月 H6 和主要竞争对手月度销量对比	18
图 24: 2016 年 1-11 月 H6 和主要竞争对手月度销量对比	18
图 25: 哈弗 H6 与竞品对比情况	19
图 26: 2017 年将上市的哈弗 H6 蓝标新品	19
图 27: 2016 年哈弗 H2 月销量及同比增速 (辆)	20
图 28: 2016 年 1-11 月 H2 销量情况	20
图 29: 哈弗 H2 与竞品对比情况	21
图 30: 广义乘用车年度销量及同比增速 (万辆)	22
图 31: 16 年 1-10 月及去年同期广义乘用车分地区保险数及同比增速 (万辆)	23
图 32: 哈弗 H8 和哈弗 H9 上市来销量情况 (辆)	24
图 33: 2015 年我国 SUV 市场销量结构	24
图 34: 公司 SUV 价格区间 (万元)	25
图 35: 公司 SUV 价格区间 (万元)	26
图 36: 2016 年 1-11 月 H7 销量和竞品销量情况	26
图 37: 公司高端品牌 WEY 车型	27
表 1: 公司自有资金投入相关项目进展情况	10

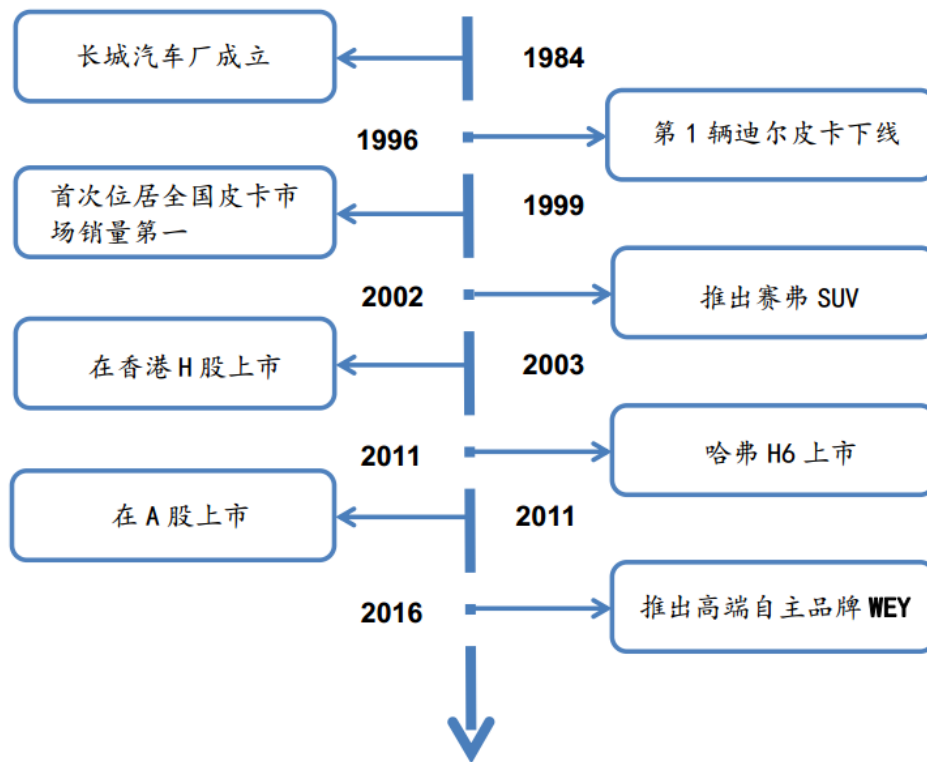
表 2: 哈弗 H6 与竞品基本参数	18
表 3: 哈弗 H62017 新款	19
表 4: 哈弗 H2 与竞品基本参数	21
表 5: 2017 年 H2s 新车型	21
表 6: 公司 2015 年产能情况	22
表 7: 哈弗 H7 与竞品基本参数	26
表 8: 公司 WEY 品牌新车型计划	27

长城汽车：中国 SUV 行业龙头

➤ 公司简介

长城汽车股份有限公司是我国SUV行业龙头，是极具经营质量的优秀民营车企。公司于2003年、2011年分别在香港H股和国内A股上市，截止2015年底公司资产总计719.1亿元。目前公司产品涵盖SUV、轿车、皮卡三大品类，拥有四个整车生产基地，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力，下属控股子公司40余家，员工近7万人。

图 1：公司发展沿革

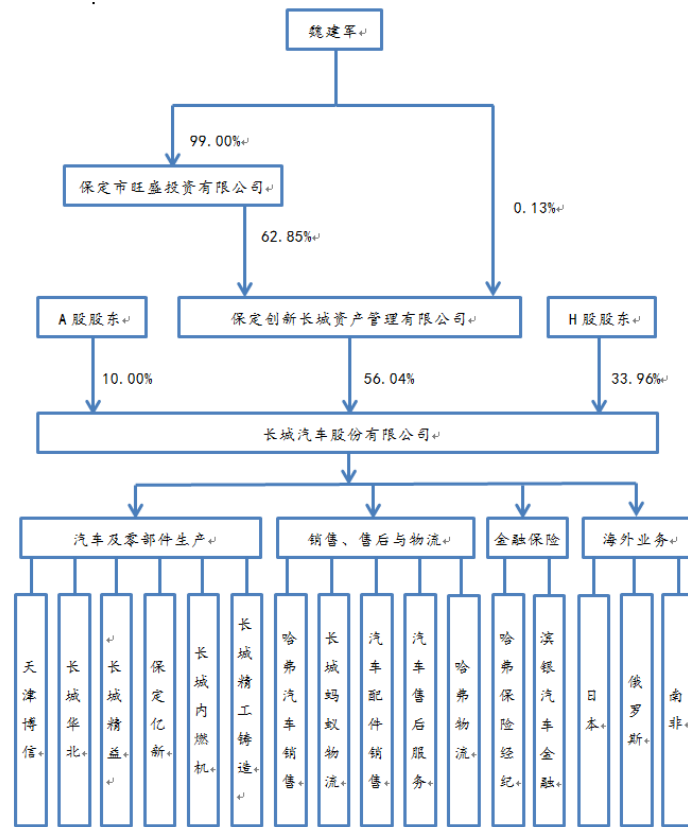


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

➤ 股权结构

公司第一大股东为保定创新长城资产管理有限公司，魏建军为公司实际控制人。根据公司2016年中期报告，保定创新长城资产管理有限公司持有公司股票51.2亿股，占公司总股本的56.0%，是公司第一大股东；香港中央结算有限公司持有30.8亿股，占公司总股本的33.8%，是公司第二大股东。

图 2: 公司股权结构

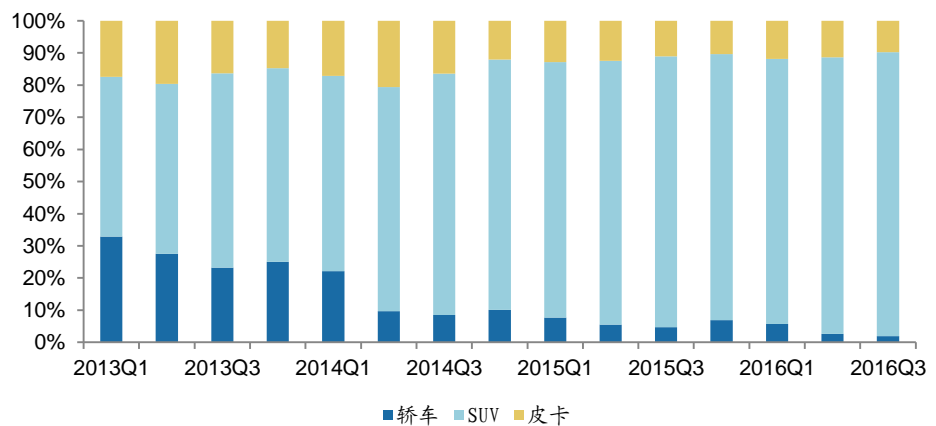


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司 产品

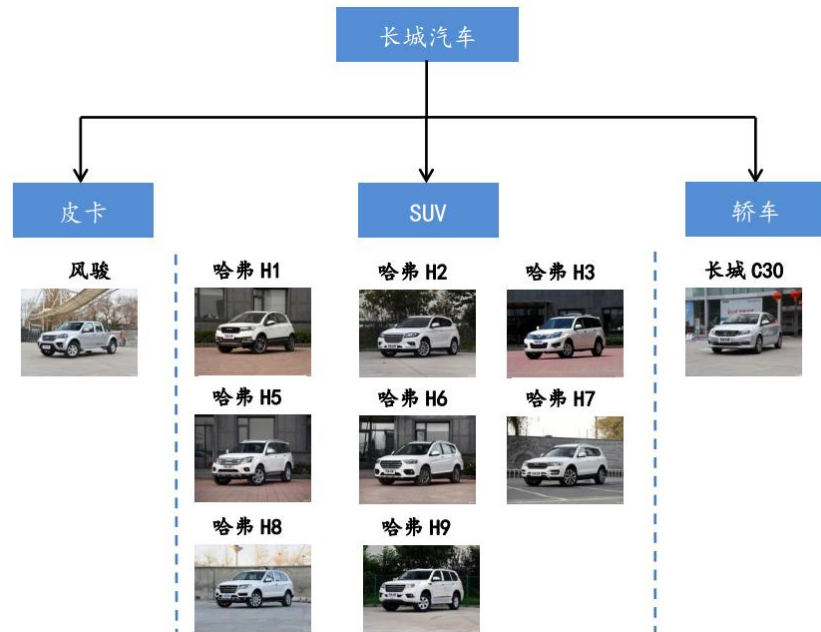
公司整车产品涵盖SUV、皮卡、轿车三个细分领域, 其中, 在SUV和皮卡领域, 公司是细分市场的龙头。SUV是目前公司的主要产品, 16年3季度公司销售SUV 21.2万辆, SUV在公司销售车型中结构占比提升至88.3%。

图3: 2013-2016年各季度公司轿车、SUV、皮卡占比情况 (单位: 万辆)



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图4：公司主要产品



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

公司以皮卡起家，1996年3月5日，公司第一辆皮卡迪尔下线。1998年底，公司皮卡首次位居全国皮卡市场销量第一，至今已经连续18年位居国内皮卡车销量榜首。

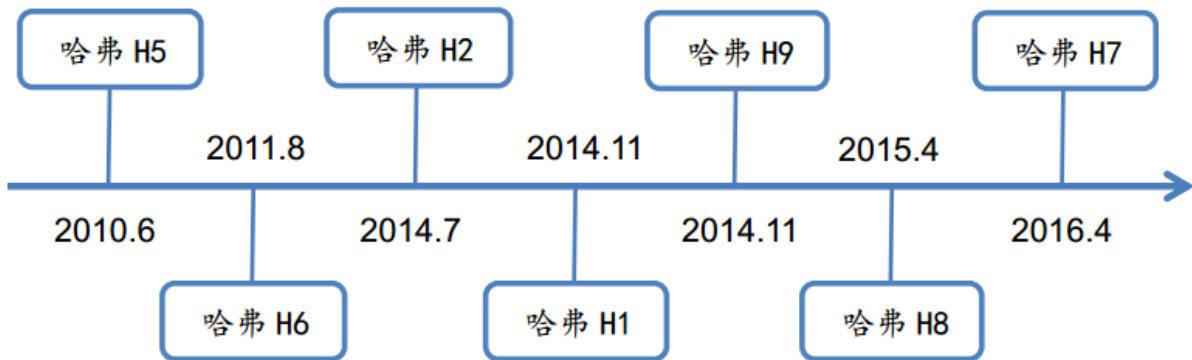
2002年5月，公司推出了第一款经济型SUV“赛弗”，2003年该车型即夺得全国SUV销量冠军。随后，公司又推出了“赛影”和“赛骏”两款SUV新车型，进一步巩固了公司的SUV市场地位。

2005年，公司为赛弗重新起名“哈弗”，将其定义为“城市、跨界、混合SUV”。2013年4月，公司实施了分品牌战略：“哈弗”品牌专注于生产专业SUV，作为独立品牌在研发、生产、销售、服务、后市场等方面与公司全面剥离。2015年，哈弗发布红蓝标战略，形成了以红色、蓝色LOGO为代表的双产品线：红标哈弗体现豪华、经典，覆盖主流家用市场；蓝标哈弗体现炫酷、时尚，针对年轻群体。公司哈弗H6、近期上市的H2s等车型都进行了红蓝标的区分。

目前，公司哈弗SUV系列主要产品有H1、H2、H3、H5、H6、H7、H8、H9。H后数字为单数的车型将被界定为硬派越野风格的SUV，例如H3、H5；H后数字为双数的车型将被界定为城市风格的SUV，如H8。

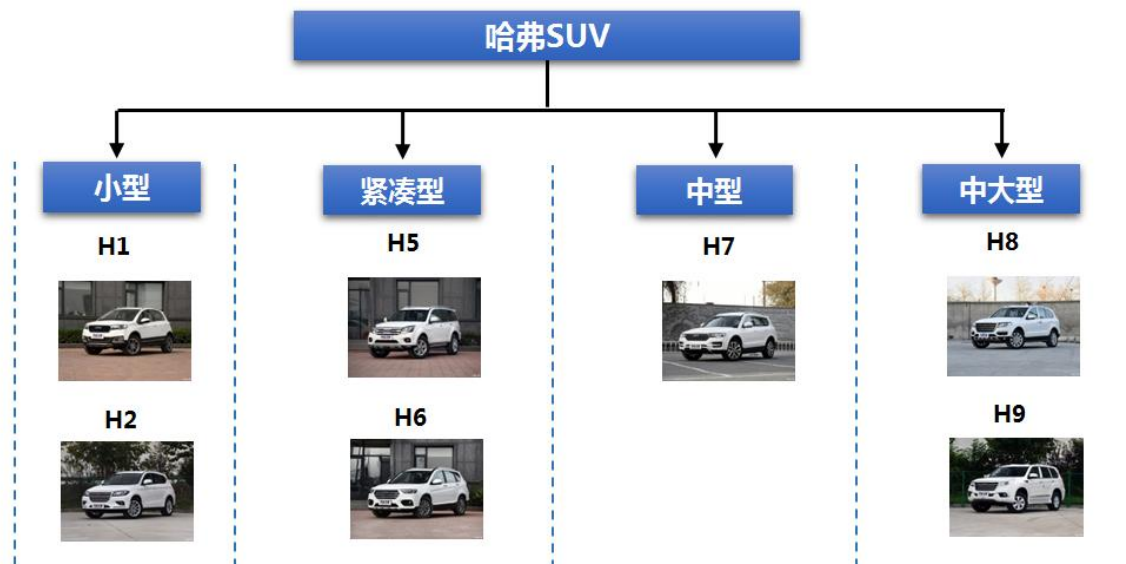
从SUV细分市场来看，哈弗H1、哈弗H2为小型SUV，哈弗H5、哈弗H6为紧凑型SUV，哈弗H7为中型SUV，哈弗H8、哈弗H9为中大型SUV。

图 5: 公司 SUV 车型上市时间



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

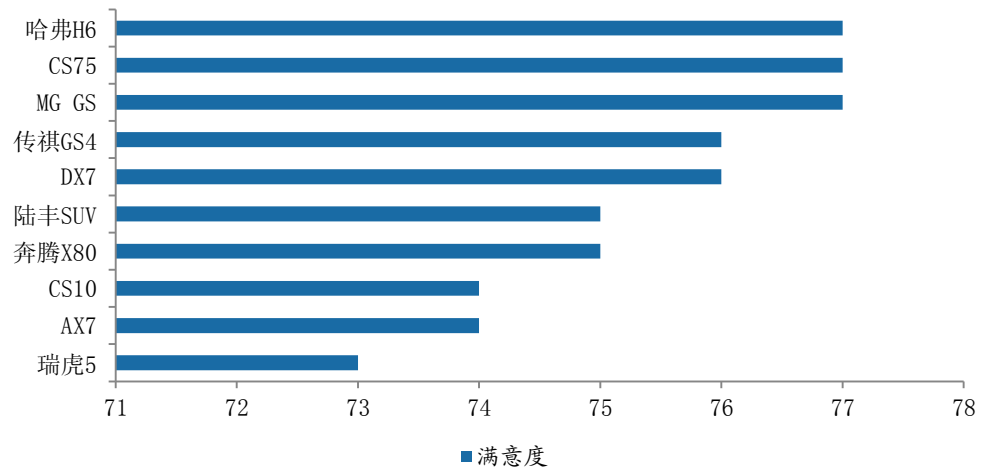
图 6: 公司 SUV 细分市场



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

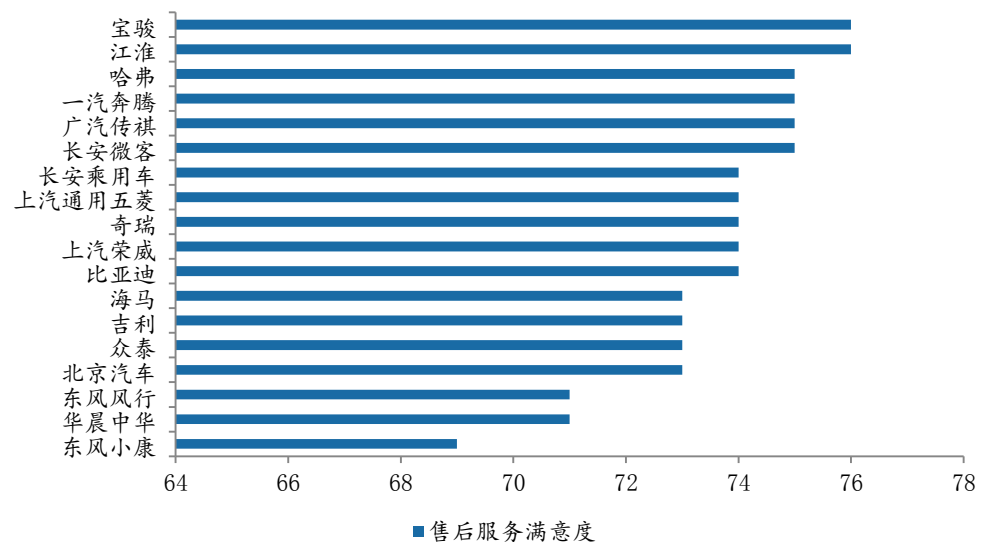
公司产品在用户中获得了良好的口碑。在中国质量协会、全国用户委员会组织的2016年中国汽车行业用户满意度测评(CACSI)中,在10-15万A级SUV的细分市场中,公司的哈弗H6、长安汽车的CS75和上汽的MG GS都以77的满意度并列第一。在自主品牌售后服务满意度排名中,哈弗仅次于宝骏和江淮以75分的满意度与一汽奔腾、广汽传祺、长安微客并列第三名。公司2013年的顾客满意度为63分,2014年为76分,2015年为79分,满意度的提升体现了顾客对公司品牌和产品的认可和公司竞争力的提升。

图7：2016年中国汽车行业用户满意度测评10-15万A级SUV满意度排名



数据来源：中国质量协会、广发证券发展研究中心

图8：2016年中国汽车行业用户满意度测评自主品牌售后服务满意度



数据来源：中国质量协会、广发证券发展研究中心

此外，公司具备发动机、变速器核心零部件的自主配套能力。变速器方面，目前公司开发完成的变速器项目有5MT及其增扭项目、6MT项目等项目，分别搭载于长城C30、长城M4、哈弗H2、哈弗H6等车型。此外，公司先后开发了AMT、AT等项目。工厂方面，公司目前拥有保定、天津两大变速器生产基地，合计年产量达50万台，同时正在筹备徐水生产基地。

► 新能源业务

我国新能源汽车行业发展迅速，公司积极布局新能源汽车及产业链。15年8月，公司拟募资120亿元用于新能源汽车、智能汽车以及关键零部件的研究开发，16年3

月由于股价低于定增预案发行底价，公司终止定增，宣布继续以自有资金投入相关项目的建设。

表 1: 公司自有资金投入相关项目进展情况

序号	项目名称	项目进展
1	新能源汽车研发项目	研发车型已完成样车标定，将开展试制工作
2	年产 50 万台新能源智能变速器项目	项目已开工，生产基地已开工建设并采购生产设备
3	年产 50 万套新能源汽车电机及电机控制器项目	已根据公司整车规划开始进行产品策划
4	年产 100 万套新能源汽车动力电池系统项目	项目已开工，生产基地已开工建设并已安装及调试生产设备
5	智能汽车研发项目	部分功能已在现有车型搭载销售，其他系统已开始产品开发

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

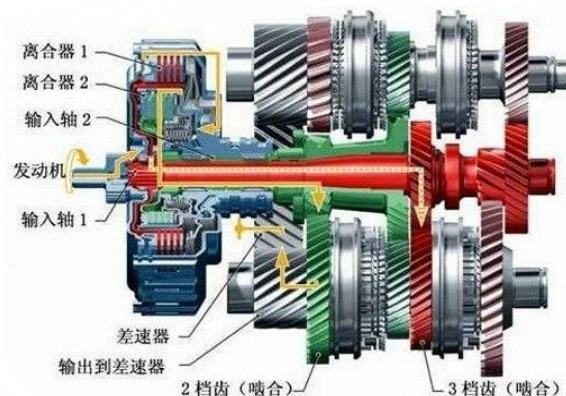
按照公司的规划，会在未来推出多款新能源车型。公司在新能源发展的主要方向是在轿车领域发展纯电动汽车及48V-BSG（轻混），在SUV领域应用插电式混合动力技术。公司针对不同级别的车型平台及自身的产品特点制定了相适应的新能源技术路线，包括 ISG 轻混车型、P2 强混和插电式混合动力车型、电动四驱（eAD）强混和插电式混合动力车型、纯电动车型等平台。

新能源变速器方面，公司新能源智能变速器项目于2015年10月进行奠基仪式，项目分两期建设，总投资40亿元，整体项目建成后预计可以实现100万台总产能，能够满足旗下所有SUV车型。该双离合变速器还可以支持插电混动、混动四驱系统匹配，生产线设在河北徐水经济开发区，预计将于近两年量产。

新能源电机及电机控制器方面，公司计划投资17.62亿元，建设期为30个月。项目建成后，将形成年产新能源汽车驱动电机及电机控制器50万套产能。

新能源汽车动力电池系统方面，公司计划投资10.44亿元，建设期为30个月。项目建成后，将形成年产新能源汽车驱动电机及电机控制器50万套产能。

图9: 双离合变速箱结构

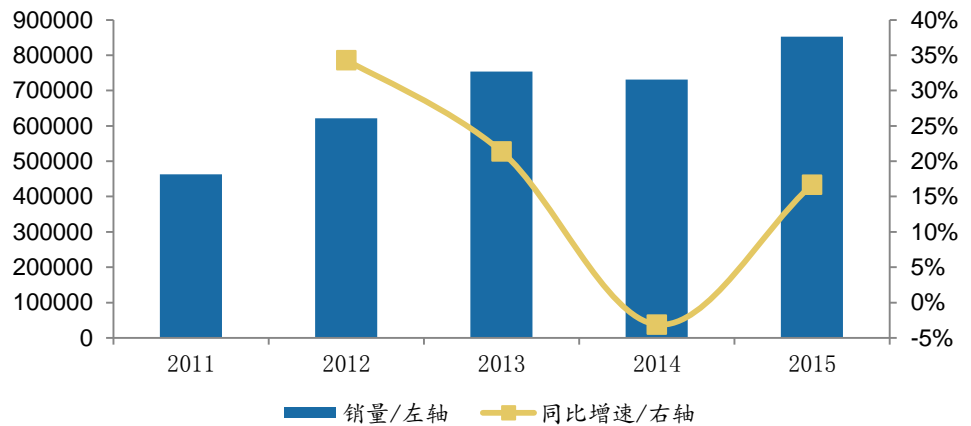


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 公司运营情况

2011年至2015年，公司汽车销量由46.3万辆增加至85.3万辆。2016年公司目标销量为95万辆，1-11月公司已销售汽车92.4万辆，今年将超额完成目标。

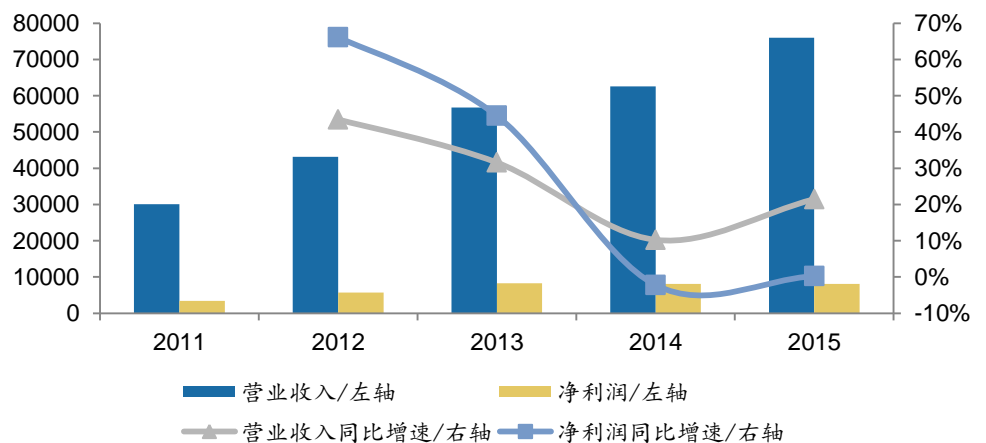
图10: 公司年度销量和增速情况 (辆)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

近年来，公司业绩维持了较高增速。2015年公司实现营业收入760.3亿元，同比增长21.5%，实现净利润80.6亿元，同比上升0.24%，与2014年基本持平。2011年至2015年，公司营业收入从300.9亿元上升至760.3亿元，年均复合增速为26.1%；净利润从35.1亿元上升至80.6亿元，年均复合增速高达23.1%。

图11: 公司营业收入和净利润情况 (单位: 百万元)

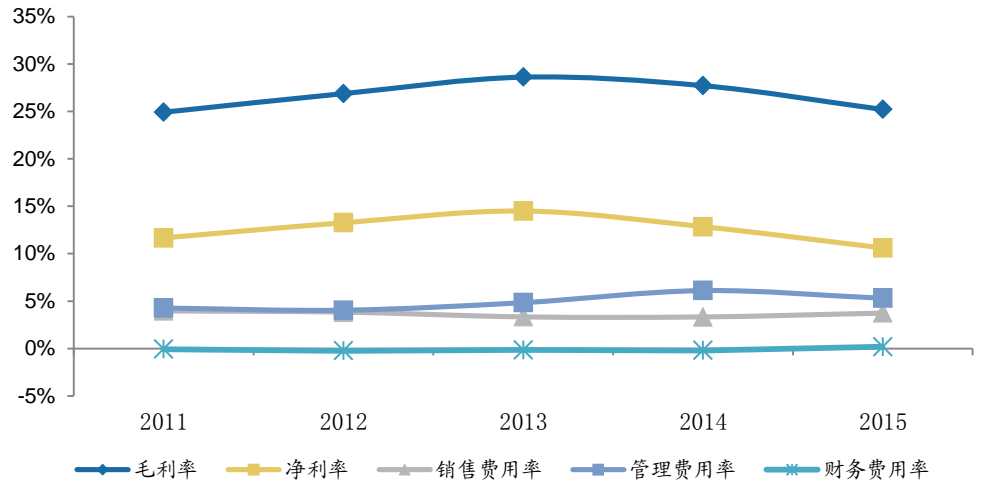


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司毛利率较为稳定，2015年公司毛利率为25.2%。2015年，公司净利率为10.6%，较2014年同期有所下降与公司采取优惠促销策略有关，2015年公司销售费用率较2014年同期提升0.4个百分点。2014、2015年毛利率较2013年有所下降，与

期间费用率提升有关。2011-2015年公司的财务费用率分别为-0.08%、-0.24%、-0.15%、-0.21%和0.18%，公司2015年财务费用增长的主要由于账龄超1年的应收土地履约保证金折现确认财务费用所致。

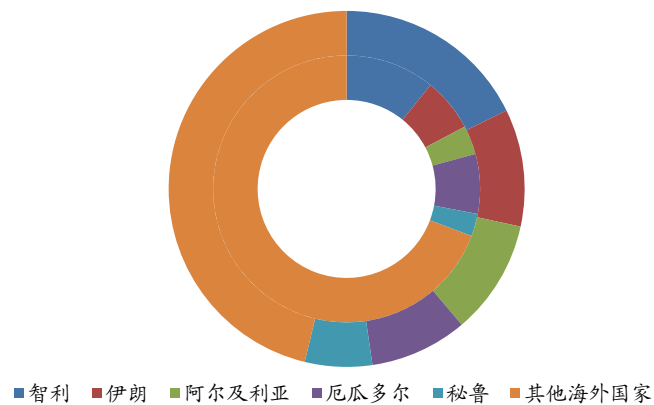
图12: 公司2011-2015年毛利率、净利率、销售、管理和财务费用率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司产品主要在国内销售。2015年, 公司实现营业总收入760.3亿元, 海外营业收入为14.6亿元, 仅占总营收的1.9%。2015年营业额前五名的境外国家分别是智利、伊朗、阿尔及利亚、厄瓜多尔和秘鲁, 主要集中在南美洲和中东等地区。

图13: 公司14-15年各个境外国家营业收入占比情况 (外圈为15年)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

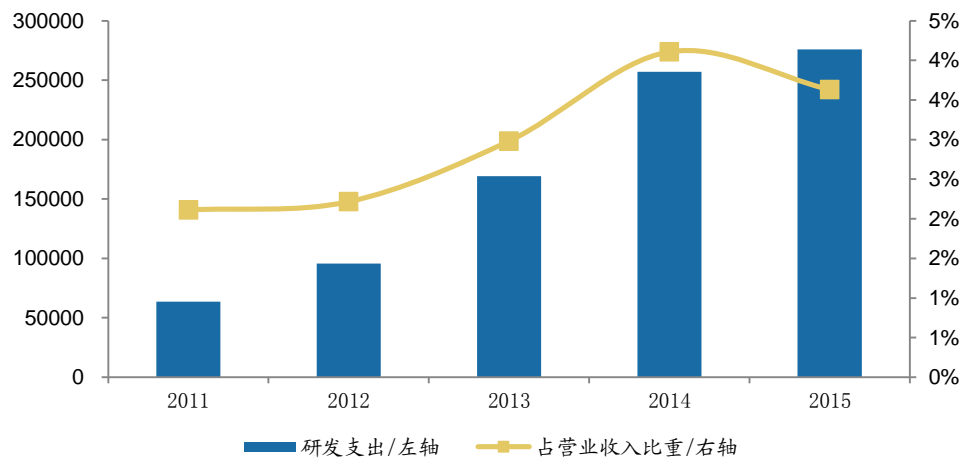
公司高度重视研发, 近年公司研发支出持续增加, 研发支出占营收比例除15年略有下滑外, 2011年至2014年持续上升。2011年至2015年公司研发支出分别为6.4亿元、9.6亿元、16.9亿元、25.7亿元和27.6亿元, 逐年递增, 2011年到2015年研发支出占营业收入的比重分别为2.1%、2.2%、2.9%、4.1%和3.6%。

与上汽集团、东风汽车和长安汽车相比, 作为一家民营企业, 无论是相对值还

是绝对值公司来看，公司研发投入均处于较高水平，绝对量上已超过长安汽车。从研发投入额度来看，2015年上汽集团、东风汽车和长安汽车研发投入分别为83.7亿元、6.4亿元和25.6亿元，占营业收入比重分别为1.2%、3.8%和3.8%。

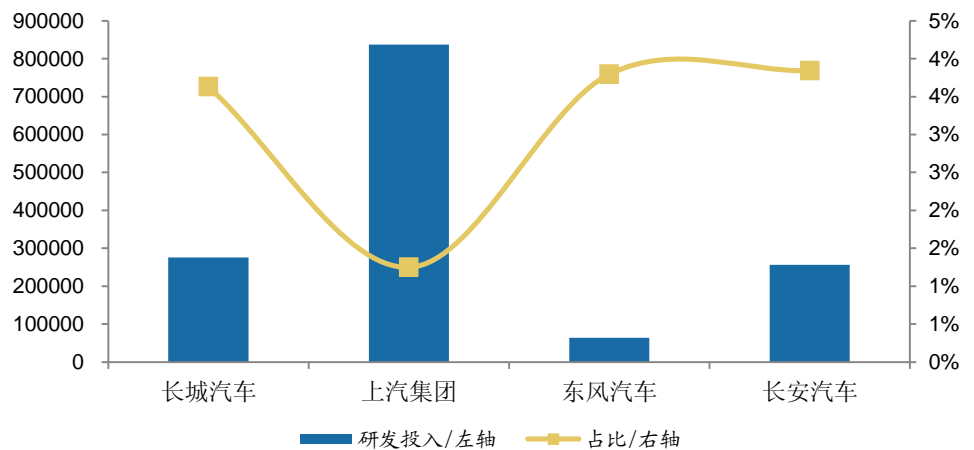
截止2015年底，公司研发人员数量为15920人，占公司总人数比例为23.1%。专利方面，公司申请国内外专利总计5333项，授权专利3937项，涉及发动机、变速器、新能源、电子电器等核心技术领域。同时，公司加强与知名院校的合作，2015年，公司与清华大学、同济大学等多所高校在汽车发动机开发、试验分析与验证等方面开展合作。

图14: 2011-2015年公司研发支出（万元）及占营业收入比重情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 2015年公司研发支出（万元）和占营业收入比重与其他厂商对比



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司斥资50亿元打造的哈弗技术中心于2015年开始投入使用，它是目前国内规模最大的整车研发技术中心。新技术中心包括研发中心、试制中心、试验中心、造型中心和数据中心五大区域，可完成产品企划、造型规划、工程设计、产品试制及

试验等完备的整车产品开发工作。其中试验中心包括环境风洞试验室、高海拔环境模拟试验室、EMC试验室、整车四驱NVH半消音试验室等14类大型综合试验室，均处于国际领先水平。技术中心围绕SUV产品开发，从组织规划和硬件设施为SUV整车产品开发和产品验证工作提供保障。

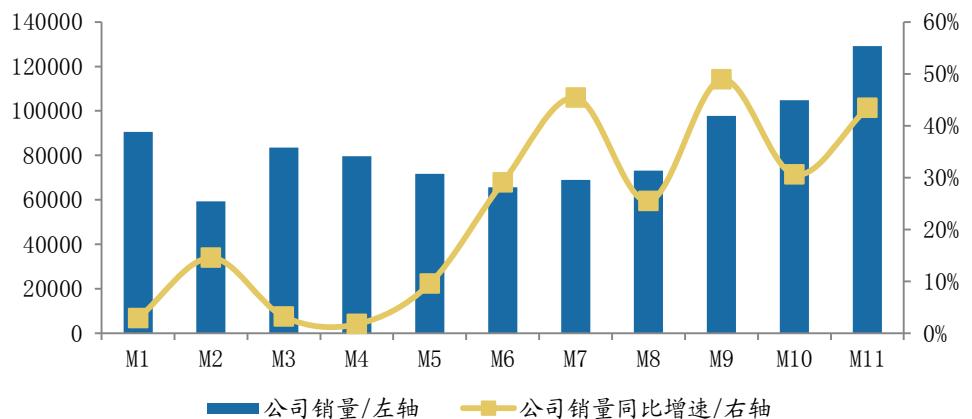
此外，2016年上半年，公司在日本成立的技术研发中心正式开业，这是公司汽车投入运营的第一个海外技术中心。

哈弗 H6、哈弗 H2 支撑公司业绩，明年有望维持较高销量

公司汽车销量增长显著，SUV 占比进一步提升

今年公司汽车销量稳健增长，近几个月维持了很高的同比增速。2016年1-11月公司累计销售汽车92.4万辆，同比增长22.1%。根据月度数据，1-4月公司销量增长缓慢；4月份后公司销量增速回升，6-11月维持了很高的增速，其中7月和9月公司销量同比增速分别达到45.4%和48.9%，11月公司汽车销量达到12.9万辆，创下历史新高。

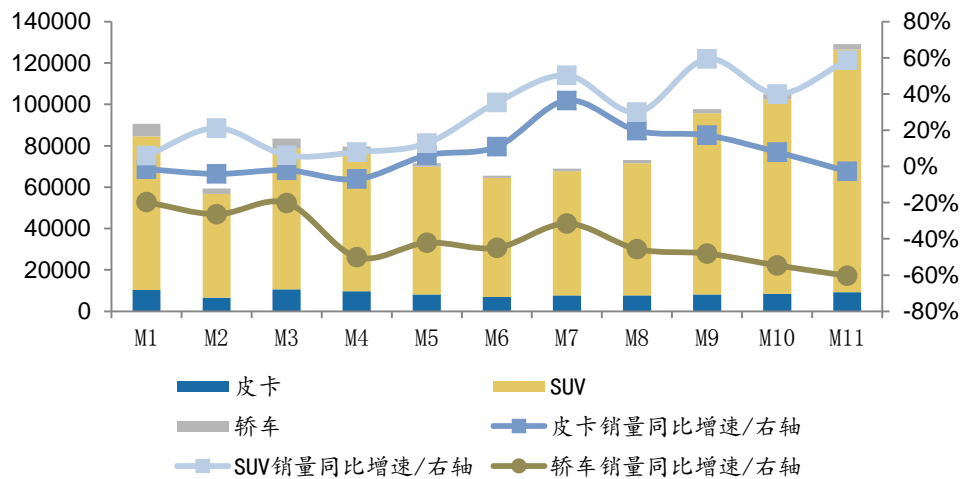
图16: 2016年公司月度汽车销量及增速情况 (辆)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

产品结构方面，公司SUV占比进一步提升，已成为公司的绝对中心车型。公司汽车总销量中SUV销量占比由今年1月的81.9%上升到11月的90.8%，轿车销量由1月份的6028辆下降到11月份的2612辆（同比下降60.4%），轿车结构占比由今年1月份的6.7%进一步下滑至2.0%；皮卡结构占比由今年1月份的11.5%下滑至7.2%。

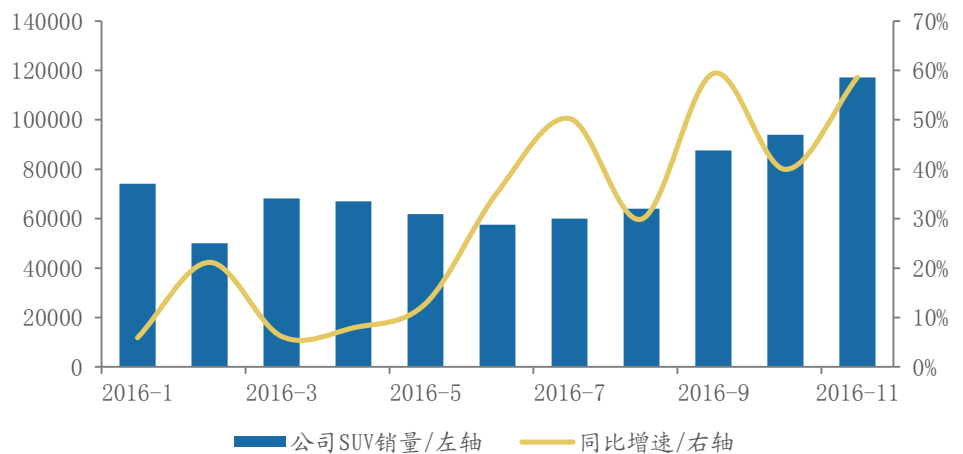
图17: 2016年1-11月公司SUV、皮卡、轿车销量占比及同比增速(辆)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

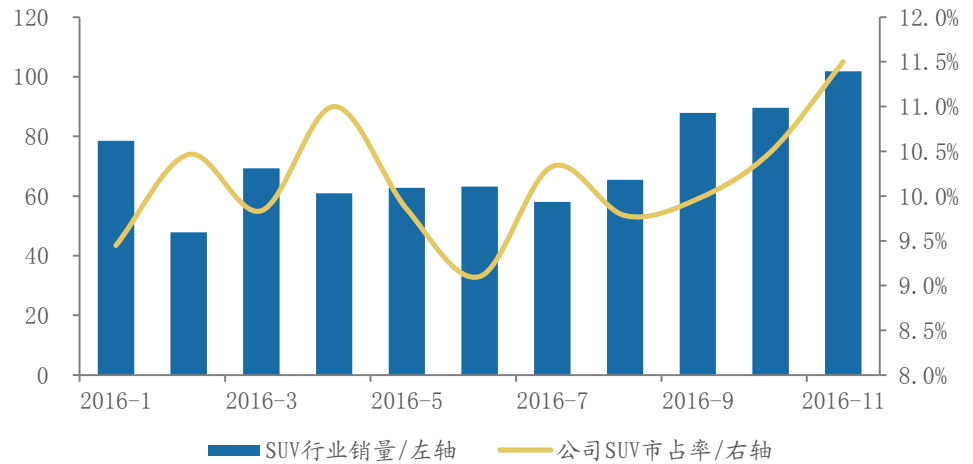
公司今年SUV销量显著增长, SUV市占率进一步提升。今年1-11月份, 公司销售SUV 80.1万辆, 同比增长29.3%, 其中9月、10月、11月同比增速达59.4%、40.0%及58.6%, 11月销量达11.7万辆。今年11月份, 公司SUV市占率为11.5%, 相较1月份提升2.1个百分点。

图18: 16年公司SUV月度销量及同比增速(辆)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图19: 16年SUV行业月度销量及公司SUV市占率(万辆)



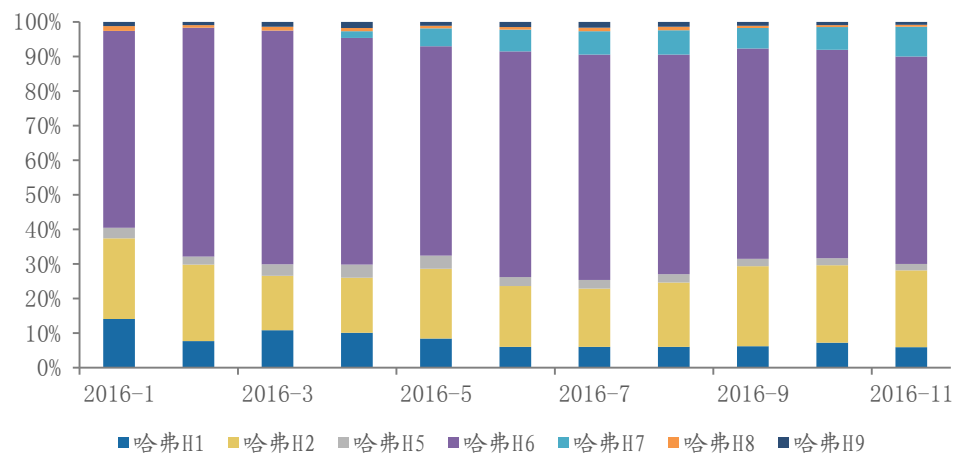
数据来源: 中汽协、公司公告、广发证券发展研究中心

哈弗 H6、哈弗 H2 提供业绩支撑

从公司SUV车型来看, 哈弗H6、哈弗H2是SUV销量的主要贡献车型, 今年1-11月, 两者累计销量占公司SUV总销量比例超过80%。

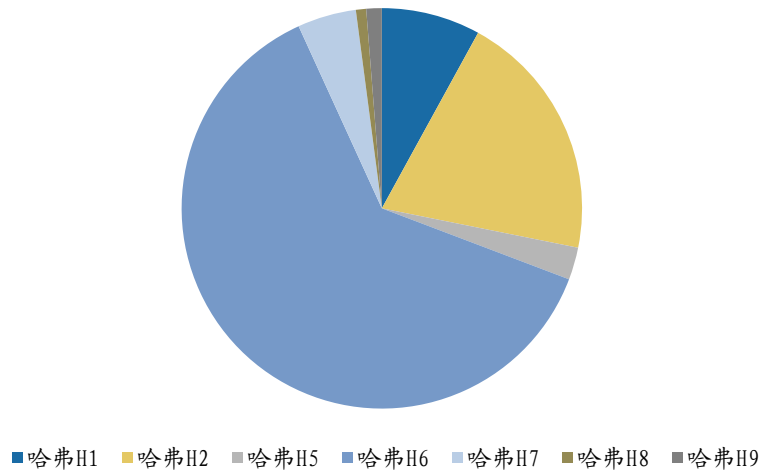
2016年前11个月哈弗H6累计销量为50.0万辆, 占公司SUV销量的62.4%, 是关键支撑车型; 哈弗H2累计销量为16.2万辆, 占公司SUV销量的20.2%, 是公司第二畅销的车型; 哈弗H1累计销量为6.4万辆, 结构占比为8.0%; 哈弗H7今年4月25日上市, 逐渐被市场认可, 累计销量达到3.8万辆, 占比4.7%, 其中11月份销量突破1万辆。

图20: 公司SUV产品结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图21：2016年1-11月哈弗系列SUV产品结构

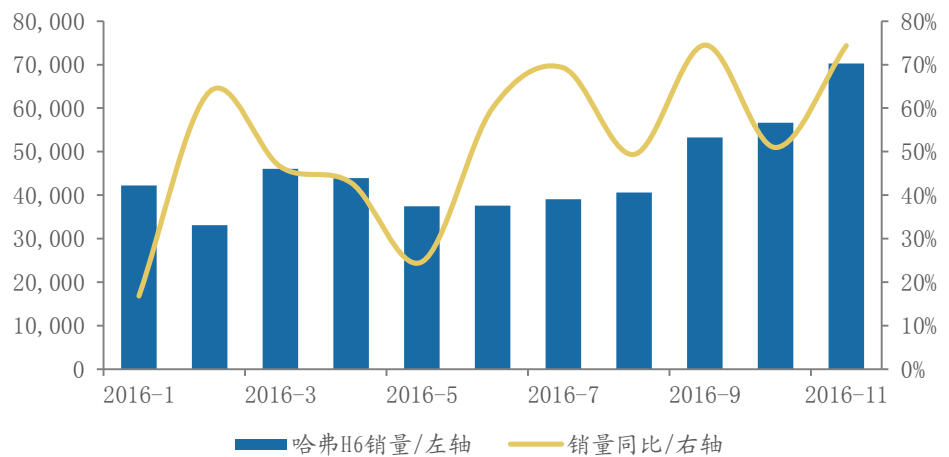


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 哈弗H6：SUV行业明星产品

哈弗H6是公司2011年8月上市的一款紧凑型SUV，是SUV行业的明星产品。2015年，哈弗H6年销量达37.3万辆，较2014年增长18.2%，月均销量超过3万辆。今年1-11月份，哈弗H6销量达50.0万辆，同比大幅增长51.3%

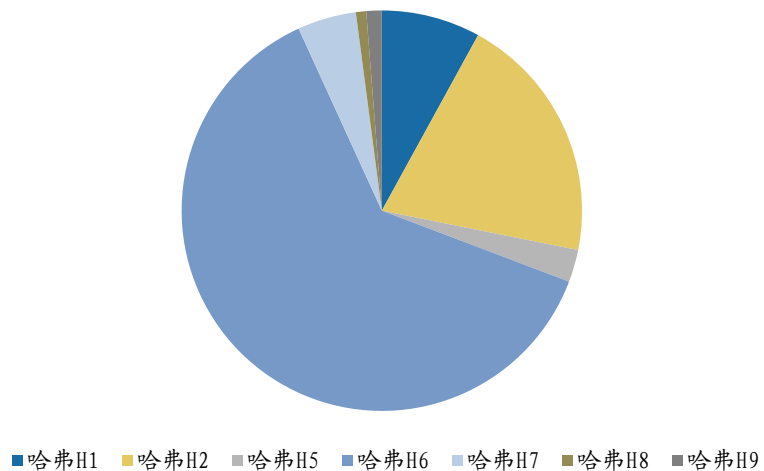
图22：2016年哈弗H6月销量及同比增速（辆）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

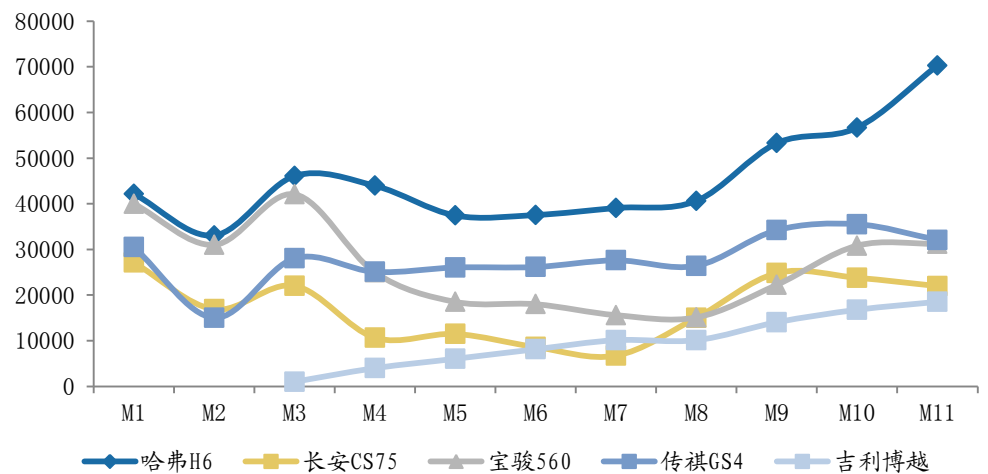
目前哈弗H6的主要竞品有长安CS75、吉利博越、宝骏560和传祺GS4，通过参数的比对，H6空间较为宽敞，性价比适中，配置丰富。此外，公司该车型近期热销，进一步扩大了受众群体，形成了一定的口碑，有利于提升品牌知名度。

图23: 2016年1-11月H6和主要竞争对手月度销量对比



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图24: 2016年1-11月H6和主要竞争对手月度销量对比



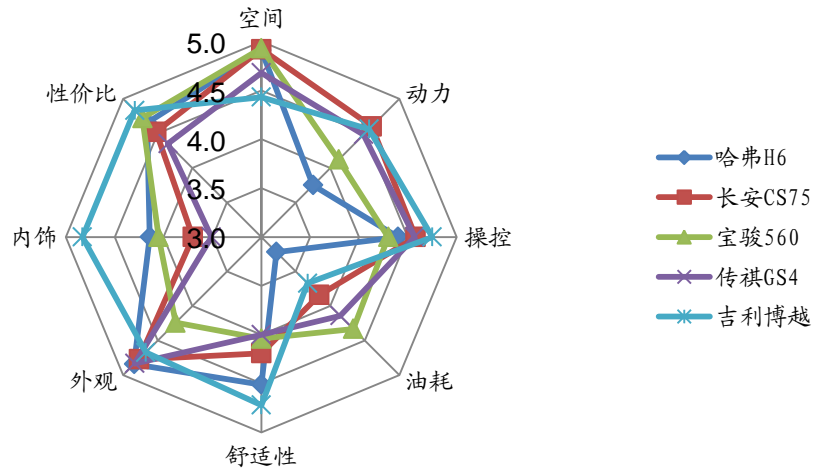
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

表 2: 哈弗 H6 与竞品基本参数

车型	哈弗 H6	长安 CS75	宝骏 560	吉利博越
级别	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV	紧凑型 SUV
发动机	1.5T 150 马力 L4/ 2.0T 163 马力 L4	1.5T 170 马力 L4/ 1.8T 177 马力 L4/ 2.0L 158 马力 L4	1.5T 150 马力 L4/ 1.8L 137 马力 L4	1.8T 163 马力 L4/ 2.0L 141 马力 L4
变速箱	6MT/6DCT	6MT/6DCT	5MT/6MT	6MT/6DCT
尺寸 (mm)	4640*1825*1690	4650*1850*1705	4620*1820*1750	4519*1831*1694
轴距(mm)	2680	2700	2750	2670
排量(mL)	1497-1996	1798-1998	1451-1798	1799-1997
指导价 (万元)	8.88-16.28	9.28-15.88	6.98-9.48	9.88-15.78

数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图25: 哈弗H6与竞品对比情况



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

哈弗H6已上市5年,但对消费者有极强吸引力,与其车型保持较高更新频率有关。近期,公司推出了哈弗H6 2017年新款,新车采用了全新的外观设计风格,有助于改车型销量的稳健增长。我们预计该车型明年较高的单月销量仍有望维持。

图26: 2017年将上市的哈弗H6蓝标新品



数据来源: 公司网站、广发证券发展研究中心

表 3: 哈弗 H62017 新款

类型	发动机	变速箱	长*宽*高
红标 精英型	1.5T 150 马力 L4	6MT	4649*1852*1710
红标 尊享型	1.5T 150 马力 L4	6AT	4649*1852*1710
红标 豪华型	1.5T 150 马力 L4	6MT, 6AT	4649*1852*1710
蓝标 精英型	1.5T 150 马力 L4	6MT	4681*1827*1710
蓝标 尊享型	1.5T 150 马力 L4	6MT	4681*1827*1710

蓝标 豪华型	1.5T 150 马力 L4	6MT, 6AT	4681*1827*1710
--------	----------------	----------	----------------

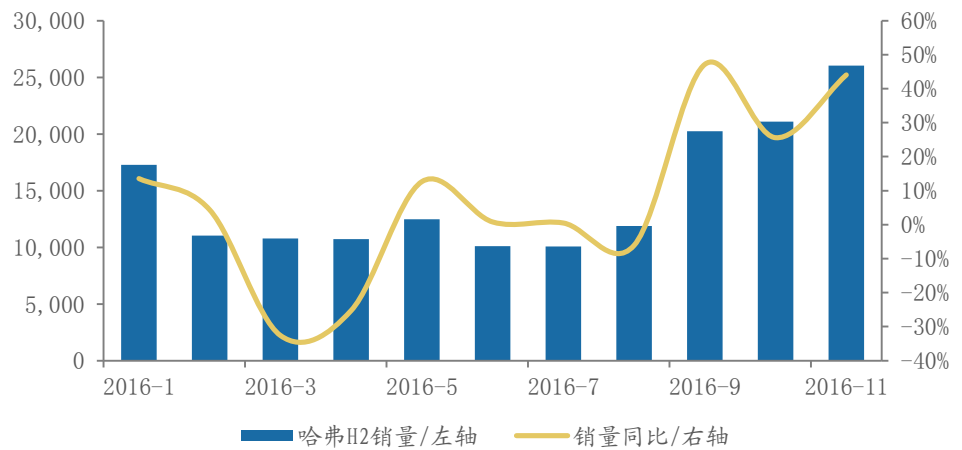
数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

➤ 哈弗H2

哈弗H2自2014年上市以来月销量总体来看较为平稳，增速有波动。2015年哈弗H2销量为16.8万辆，位居自主品牌SUV销量第5位，2016年1-8月销量稳定在1万辆以上，9-11月哈弗H2销量增速显著提升，同比分别达到47.2%、25.6%和44.0%，11月销量达到2.6万辆，创单月销量新高，坐稳中端小型SUV市场。

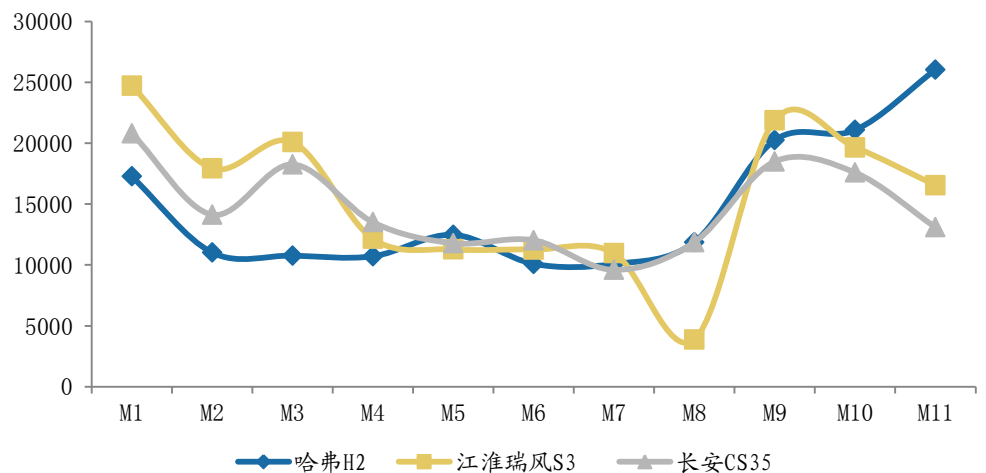
目前哈弗H2的主要竞品有江淮瑞风S3、长安CS35和东南DX3，参数比对显示，哈弗H2动力方面更为强劲，在外观、内饰、舒适性方面也有较佳表现，但售价相对较高。

图27：2016年哈弗H2月销量及同比增速（辆）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图28：2016年1-11月H2销量情况



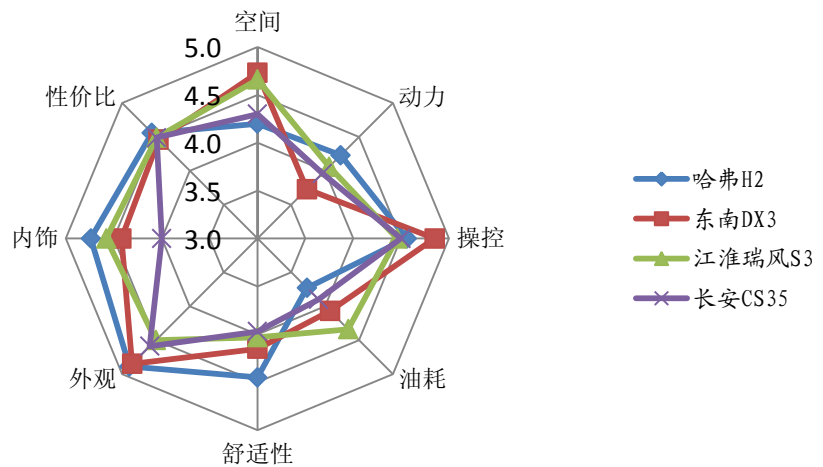
数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

表 4: 哈弗 H2 与竞品基本参数

产品	哈弗 H2	东南 DX3	江淮瑞风 S3	长安 CS35
发动机	1.5T 150 马力 L4	1.5L 120 马力 L4/ 1.5T 156 马力 L4	1.5L 113 马力 L4	1.6L 125 马力 L4/ 1.5T 156 马力 L4
尺寸 (mm)	4335*1814*1695	4354*1840*1670	4345*1765*1615	4160*1810*1670
变速箱	6MT/6AT	5MT/CVT	6MT/CVT	5MT/4DCT
轴距 (mm)	2560	2610	2560	2560
排量 (mL)	1497	1499	1499	1468-1598
最大扭矩 (N.m)	210	143	146	160
最大功率 (kW)	110	88	83	92
厂商指导价 (万)	8.68-12.88	6.79-10.09	6.58-9.58	7.89-9.89

数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

图 29: 哈弗 H2 与竞品对比情况



数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

此外, 公司另一款小型 SUV 哈弗 H2s 于 11 月上市。哈弗 H2s 同时提供蓝标和红标版两种外观设计, 全系车型均搭载 1.5T 发动机, 并匹配了 6MT 和 7DCT 自动变速器, 设计简约时尚, 主要面向年轻顾客群体。

我们认为, 小型 SUV 市场竞争较为激烈, 哈弗 H2s 上市后进一步丰富了公司 SUV 产品线, 与哈弗 H2 在小型 SUV 市场形成组合拳, 公司小型 SUV 市占率有望提高。

表 5: 2017 年 H2s 新车型

红标			蓝标		
发动机	自动/手动	类型	发动机	自动/手动	类型
1.5T	6MT	两驱舒适型	1.5T	6MT	两驱舒适型
1.5T	6MT	两驱精英型	1.5T	6MT	两驱精英型
1.5T	7DCT	两驱舒适型	1.5T	7DCT	两驱舒适型
1.5T	7DCT	两驱精英型	1.5T	7DCT	两驱精英型
1.5T	7DCT	两驱豪华型	1.5T	7DCT	两驱豪华型

数据来源: 汽车之家、广发证券发展研究中心

公司明年产能较为充足

公司拥有保定、天津两大生产基地。其中天津整车、零部件两期生产基地已经全部达产，徐水整车一工厂已经投入使用。公司2015年年报数据显示，2015年保定基地产能50万，天津基地产能为45万，合计产能95万，公司产能利用率为90%。公司2016年半年报数据显示，徐水整车二工厂已经竣工投产，主要生产哈弗H2和哈弗H7车型，产能为10万辆，目前公司的总产能达到105万辆。

表 6: 公司 2015 年产能情况

主要工厂名称	设计产能 (万辆)	报告期内产能	产能利用率 (%)
保定 (含徐水整车一工厂)	50	32.9	65.8
天津	45	52.6	116.9
合计	95	85.5	90.0

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

目前公司的在建产能情况如下:

徐水整车三工厂: 装配更多自动化、智能化设备, 计划投资金额为36.1亿元, 截止2015年累计投资14.5亿元, 预计投产日期为2017年, 预计产能为10万辆。

俄罗斯整车厂: 计划投资金额24.4亿元, 截止2015年累计投资0.5亿元, 预计投产日期为2018年, 预计产能为5万辆, 投产SUV车型。

随着徐水整车二工厂的竣工投产, 徐水整车三工厂预计2017年投产, 公司国内总产能将达到115万辆, 公司明年产能较为充足。

行业政策基调友好+中西部需求崛起, H6、H2 有望维持较高销量

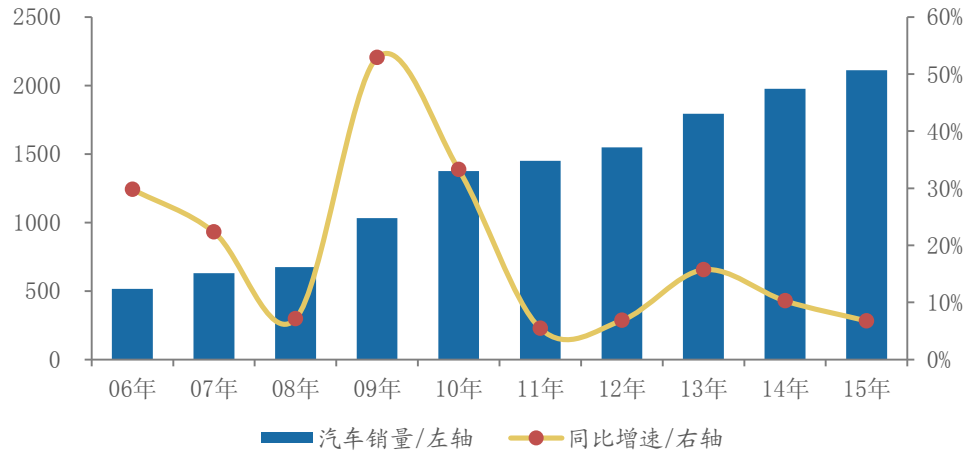
我们认为, 中共中央政治局会议提出的稳中求进工作基调及1.6L及以下排量车减按7.5%征收购置税优惠政策的实施, 表明政府稳增长思路未发生变化, 明年汽车行业政策基调大概率友好, 叠加中西部需求尤其利好自主品牌, 公司主力车型哈弗H6、哈弗H2明年有望维持单月较高销量。

➤ 17年行业政策基调大概率友好

中共中央政治局会议于12月9日召开, 中央经济工作会议于12月中旬召开, 均指出要坚持稳中求进工作总基调。此外, 财政部、国家税务总局发布公告, 自2017年1月1日起至12月31日止, 对购置1.6升及以下排量的乘用车减按7.5%的税率征收车辆购置税。我们认为, 管理层稳增长思路未变, 明年汽车行业政策基调大概率友好, 不排除仍有其他汽车刺激政策出台的可能。

汽车行业刺激政策效果往往较为显著。从政策效果看, 在09年广义乘用车行业销量同比增长52.9%至1031.5万辆较高基数下, 10年行业销量仍达到1374.9万辆, 同比增长33.3%, 我们估计, 考虑本次小排量车购置税优惠政策, 17年乘用车行业销量增速或在5-10%。

图30: 广义乘用车年度销量及同比增速 (万辆)

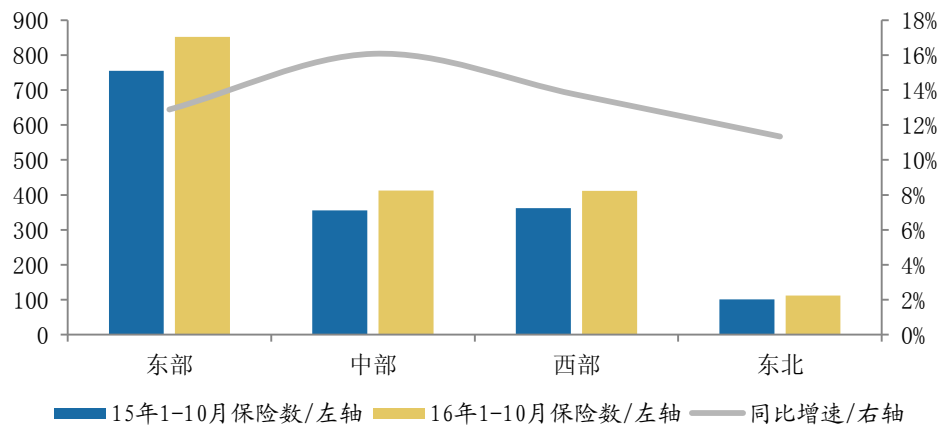


数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

➤ 中西部需求崛起，尤其利好自主品牌

从销量的区域结构来看，中西部需求崛起利好自主品牌。根据我们对各地区保险数的统计情况，相对东部地区，基数较低的中西部地区16年1-10月份反而贡献了更多的增量：16年1-10月东部地区保险数为852.0万辆，相较15年同期754.8万辆的基数增加97.3万辆；16年1-10月中西部地区保险数为824.1万辆，相较去年同期717.3万辆的基数同比增加106.8万辆。

图31: 16年1-10月及去年同期广义乘用车分地区保险数及同比增速（万辆）



数据来源：保险数、广发证券发展研究中心

由于中西部地区人均可支配收入水平远低于东部地区，售价较低的自主品牌有望受益。考虑到汽车主要销售地区转移的趋势较难逆转，且人均收入水平提升是一个渐进的过程，我们认为，自主品牌优秀的销量表现有望持续。

东部地区受保有量、限牌等因素限制，汽车销量增速放缓，而且东部地区收入水平高，性能强、价格高的合资品牌更受欢迎，自主品牌发展空间受限；中西部地区收入水平较低，偏爱售价较低的自主品牌车型，随着中西部地区需求崛起，自主

品牌未来空间较大，我们预计自主品牌销量在17年有望维持较高增速。

行业政策基调友好+中西部需求崛起，作为经营质量极高的自主品牌车企，公司或将显著受益。哈弗H6更新换代的新品上市、哈弗H2的组合拳哈弗H2s的推出，对明年公司主力车型维持较高销量都是利好。

哈弗 H7、WEY 品牌促进产品结构上移，公司盈利能力有望提升

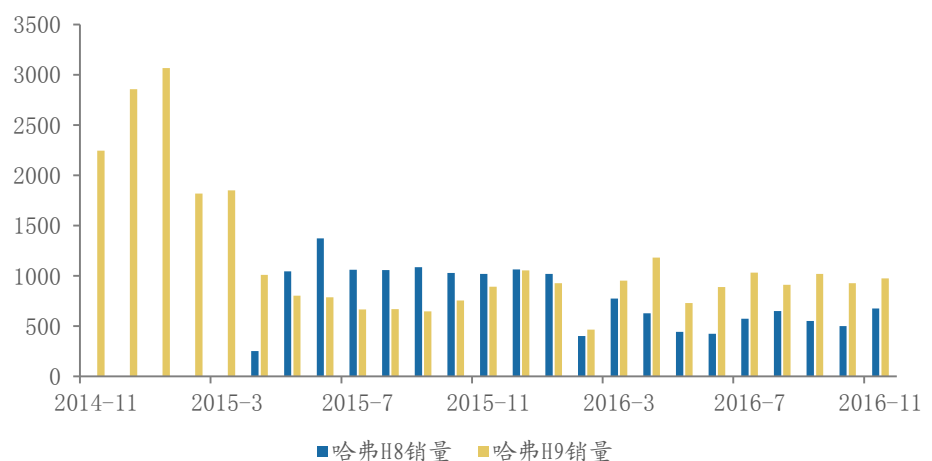
哈弗 H8、哈弗 H9 初试高端，为后续车型成功奠定基础

相继于14年11月、15年4月上市的哈弗H9和哈弗H8是公司的高端市场的首次尝试，但两款车都不算成功。今年11月份，哈弗H8、哈弗H9销量分别仅为676辆、976辆。今年1-11月份，哈弗H8累计销售6643辆，同比下滑16.1%，哈弗H9累计销售10008辆，同比下滑22.8%。

哈弗H8、哈弗H9未被市场广泛接受，主要有以下几方面原因：

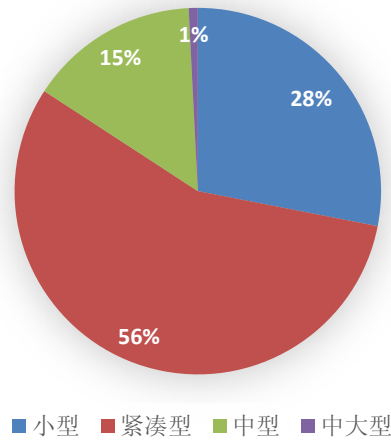
- 1、作为初次尝试高端市场的车型，两款车售价过高。哈弗H8售价区间高达18.88-25.68万元，哈弗H9售价高达20.98-27.28万元，此价位对于公司绝大部分客户过高，同时在此价位上有大量的合资品牌竞品；
- 2、哈弗H8、哈弗H9均为中大型SUV，但此细分市场空间很小。根据盖世汽车统计数据，2015年我国中大型SUV销量仅为5.0万辆，市场份额不足1%，小型和紧凑型SUV结构占比分别高达28%和56%；
- 3、哈弗H8延迟上市也有负面影响。

图32: 哈弗H8和哈弗H9上市来销量情况(辆)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图33: 2015年我国SUV市场销量结构



资料来源：盖世汽车、广发证券发展研究中心

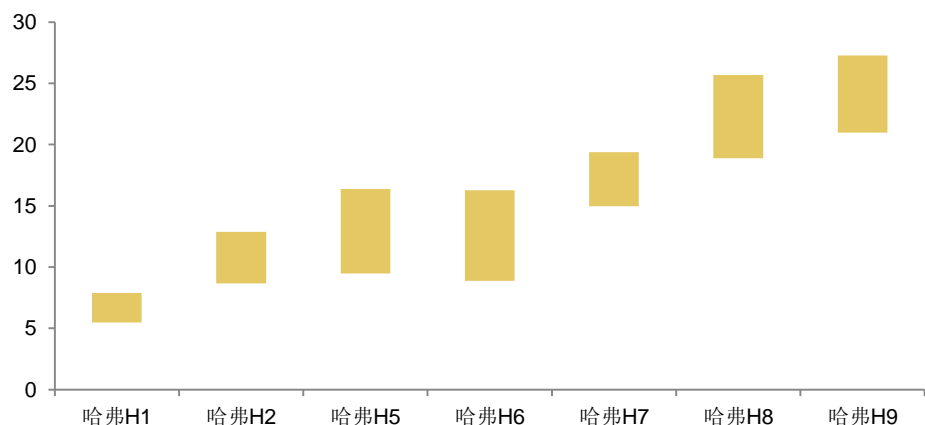
公司中高端SUV市场的初次尝试不算成功，但积累的丰富经验对于哈弗H7的热销极为关键。

哈弗 H7 热销，公司中高端市场初站稳

哈弗H7自今年4月上市以来逐渐被市场认可，11月销量达到10105辆，突破一万辆大关，环比增长64.7%。哈弗H7的初期成功，与哈弗H8、哈弗H9在中高端SUV市场的尝试密不可分：

1、哈弗H8、哈弗H9当初定价过高，哈弗H7售价为14.98-19.38万，相对哈弗H8、哈弗H9较大幅度下调了价格，相较合资竞品，性价比极高；

图34：公司SUV价格区间（万元）



资料来源：公司官网、广发证券发展研究中心

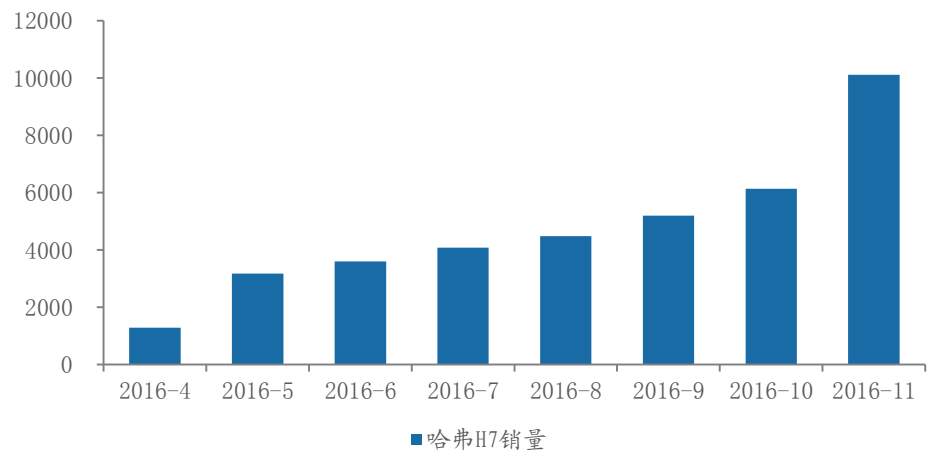
2、不同于哈弗H8、哈弗H9，哈弗H7被设计成一款中型SUV。由盖世汽车数据，2015年我国中大型SUV销量仅为5.0万辆，市场份额不足1%，但中型SUV销量为94.2

万辆，结构占比为15%，市场空间显著较大；

3、与日产奇骏、本田CR-V、现代途胜等竞品相比，除了高性价比外，哈弗H7在动力、空间等方面均有不错表现。哈弗H7展现出的高性能、可靠、易用特性获得了业界好评，在今年中国汽车品牌消费报告中，哈弗H7荣获“年度最佳中型SUV奖”。

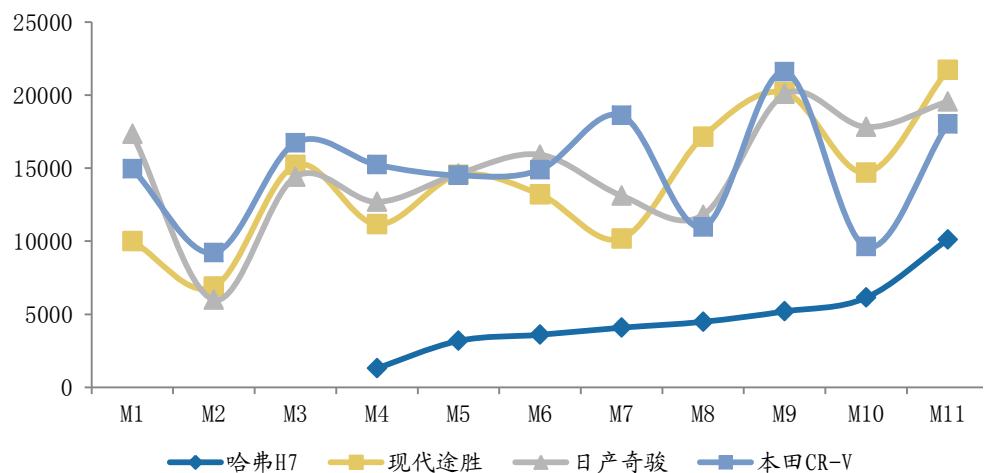
我们认为，哈弗H7近期热销与行业高景气度有关，但更重要的是车本身的品质及公司做SUV的丰富经验。哈弗H7热销有利于公司产品结构上移，将给公司业绩带来弹性。

图35: 公司SUV价格区间（万元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图36: 2016年1-11月H7销量和竞品销量情况



数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

表 7: 哈弗 H7 与竞品基本参数

产品	哈弗 H7	日产奇骏	本田 CR-V	现代途胜
发动机	2.0T 231 马力 L4	2.0L 150 马力 L4/ 2.5L 186 马力 L4	2.0L 155 马力 L4	1.6T 177 马力 L4/ 2.0L 165 马力 L4
尺寸 (mm)	4700*1925*1718	4643*1820*1725	4585*1820*1685	4475*1850*1655
变速箱	6DCT	CVT	CVT	7DCT/7MT
轴距 (mm)	2850	2706	2620	2670
排量 (mL)	1967	1997-2488	1997	1591-1999
最大扭矩 (N.m)	355	200	190	265
最大功率 (kW)	170	110	114	130
厂商指导价 (万)	14.98-19.38	18.18-26.78	17.98-24.98	15.99-23.99

数据来源：汽车之家、广发证券发展研究中心

WEY 品牌发布，产品结构有望进一步上移

中低端SUV已经成为红海市场，自主品牌的竞争日益加剧，加之公司在中高端市场的初步积累，公司16年11月中旬发布全新轻奢豪华品牌“WEY”，中文名为魏派。WEY品牌发布会上亮相了两款试装概念车型W01（车长4.75米）和W02（车长4.45米）。WEY品牌定位高于哈弗，其营销和网络也将在哈弗之外独立建设。

WEY品牌专注生产高端SUV，其产品定价区间在15-20万元。车型规划方面，明年4月上海车展上该品牌旗下第一款车型W01正式上市，W02、W03计划于17年8月上市，2018年WEY品牌计划再推出2至3款车型。

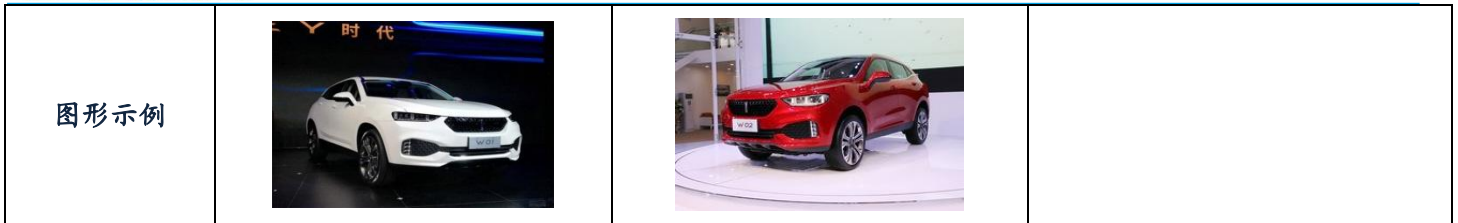
图37：公司高端品牌WEY车型



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

表 8：公司 WEY 品牌新车型计划

产品	W01	W02	W03
车型	中型 SUV	紧凑型 SUV	SUV
价格区间	15-20 万元	15-20 万元	15-20 万元
预计上市时间	2017 年 4 月	2017 年 8 月	2017 年 8 月



数据来源：公司网站、广发证券发展研究中心

WEY品牌产品将会配备车道偏离警告、车道保持辅助、并线辅助以及ACC自适应巡航等主动安全系统，产品或覆盖传统汽车、电动车、无人驾驶汽车等。

WEY有望获得成功：1、WEY品牌推出时机较为合适，哈弗今年热销，消费者对于公司SUV品质有了一定认可，对品牌好感度有所提升；2、曾担任奥迪Q3产品管理经理闫斯·施泰因格莱贝尔担任WEY品牌CEO，前宝马设计总监皮埃尔·勒克莱克出任WEY品牌设计总监，勒克莱克先后创作出宝马X5和X6等作品，WEY产品设计、运营有一定保证；3、公司先后用哈弗H9、哈弗H8、哈弗H7尝试中高端SUV市场，积累了宝贵经验。

公司哈弗H7已初步获得成功，WEY品牌推出有利于公司产品结构上移，未来将进一步提升公司的盈利能力。

投资建议

公司是极具经营质量的优秀民营车企，公司未来两年将受益于H7进一步放量、自产自动变速箱进口替代爬坡及新的高端品牌“WEY”带来的产品升级，业绩成长可期。我们预计公司16-18年EPS分别为1.08元、1.20元、1.31元，对应12月29日H股收盘价7.23港币（对应人民币6.48元），PE 分别为6.0、5.4、4.9倍，给予“买入”评级。

风险提示

港股与A股市场环境差异、市场风险差异；汇率变动风险；宏观经济增速不及预期；市场竞争超预期；车型销量不及预期。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
非流动资产	26,032	31,521	32,975	34,344	34,978
固定资产	22,548	25,397	26,897	27,897	28,397
权益性投资	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
商誉及无形资产	79	89	90	95	98
其他非流动资产	3,405	6,035	5,988	6,352	6,484
流动资产	35,314	40,390	51,096	59,083	64,238
存货	3,470	4,120	4,669	5,393	5,656
应收及预付	27,715	29,835	36,623	42,301	44,363
短期投资	0	0	0	0	0
现金及现金等价	3,082	2,458	5,493	6,345	8,873
其他流动资产	1,046	3,977	4,310	5,043	5,346
资产总计	61,345	71,911	84,071	93,427	99,217
流动负债	26,145	31,786	37,750	39,124	36,700
短期借款	76	383	383	383	383
应付及预收	19,111	22,063	26,019	28,321	28,562
其他流动负债	6,958	9,340	11,348	10,420	7,755
流动净资产	9,169	8,604	13,346	19,959	27,538
总资产减流动负	35,201	40,124	46,320	54,302	62,517
非流动负债	1,682	1,737	1,735	1,736	1,735
长期借款	0	50	50	50	50
其他非流动负债	1,682	1,687	1,685	1,686	1,685
负债总计	27,827	33,524	39,485	40,860	38,436
净资产	33,518	38,387	44,586	52,566	60,781
普通股股本	3,042	9,127	9,127	9,127	9,127
储备	30,409	29,204	35,383	43,352	51,564
其他权益	0	0	0	0	0
归母公司权益	33,452	38,331	44,511	52,479	60,691
少数股东权益	66	56	75	87	90
股东权益合计	33,518	38,387	44,586	52,566	60,781

利润表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	62,599	76,033	91,557	105,754	110,908
营业成本	45,252	56,864	68,326	78,994	82,841
毛利	17,347	19,169	23,232	26,759	28,067
其他经营收入	0	0	0	0	0
营业开支	8,225	9,827	11,811	13,959	14,085
EBIT	9,122	9,343	11,421	12,800	13,982
利息净损益	86	7	37	47	75
非经营性损益	0	0	0	0	0
非经常项目损益	432	339	350	350	350
税前利润	9,640	9,689	11,808	13,197	14,407
所得税	1,599	1,628	1,984	2,218	2,421
少数股东损益	0	-1	0	0	0
非持续经营净利润	0	0	0	0	0
净利润	8,042	8,059	9,824	10,979	11,986
优先股利及其他	0	0	0	0	0
归属母净利润	8,042	8,059	9,824	10,979	11,986
综合收益	8,042	8,059	9,824	10,979	11,986
EBITDA	10,806	11,324	14,036	15,539	16,797
EPS (元)	2.643	0.883	1.076	1.203	1.313

现金流量表

单位: 人民币百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	6,096	10,032	12,303	10,925	13,007
净利润	8,042	8,059	9,824	10,979	11,986
折旧摊销	1,684	1,981	2,615	2,740	2,815
营运资本变动	-3,529	145	68	-2,432	-1,632
其他	-101	-153	-203	-361	-161
投资活动现金流	-7,210	-6,517	-6,464	-6,403	-6,588
资本支出	-7,223	-5,838	-6,309	-6,309	-6,659
投资活动	0	-1,040	-400	-300	-200
其他	13	362	245	207	271
筹资活动现金流	-1,309	-4,112	-2,805	-3,671	-3,891
净增权益	5,510	4,868	6,199	7,981	8,215
净增债务	3,230	5,697	5,961	1,376	-2,425
支付股息	-2,506	-3,199	-2,947	-3,513	-4,195
其他融资现金流	-7,544	-11,479	-12,017	-9,514	-5,487
现金净增加额	-2,441	-625	3,035	852	2,528
期初现金余额	5,523	3,082	2,458	5,493	6,345
期末现金余额	3,082	2,458	5,493	6,345	8,873

广发汽车行业研究小组

- 张乐:** 首席分析师,暨南大学企业管理专业硕士,华中科技大学发动机专业学士,5年半汽车产业工作经历,7年卖方研究经验。新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名,2015 年第四名,2014 年第五名,2011、2012、2013 年入围;2016 年第三届中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师 IAMAC 奖第一名,2014、2015 年第三名;水晶球、金牛奖评比中多次上榜和入围;2012 年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚:** 资深分析师,吉林工业大学汽车专业学士,13 年汽车产业工作经历,3 年卖方研究经验,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲:** 高级分析师,复旦大学金融学硕士,浙江大学金融学学士,CPA,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名、2015 年第四名、2014 年第五名团队成员,2014 年加入广发证券发展研究中心。
- 刘智琪:** 联系人,复旦大学资产评估硕士,复旦大学金融学学士,新财富最佳汽车行业分析师 2016 年第一名团队成员,2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有:** 预期未来 12 个月内,股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内,股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持:** 预期未来 12 个月内,股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有:** 预期未来 12 个月内,股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出:** 预期未来 12 个月内,股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 17 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。