

投资评级

增持

维持

股票数据

6 个月内目标价 (元)	13.65
08 月 07 日收盘价 (元)	12.72
52 周股价波动 (元)	9.83-15.17
总股本/流通 A 股 (百万股)	9127/6028
总市值/流通市值 (百万元)	116099/116099

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	11.0	15.8	12.2
市净率	2.5	2.1	1.9
市销率	1.2	1.2	0.9
EV/EBITDA	7.7	10.3	8.1
分红率(%)	0.69	0.30	0.30

相关研究

 《WEY 首月销 3166 辆, 开端良好》
 2017.07.10

《优化与重构, 正处关键时刻》2017.06.10

 《“产品锻造品牌”: WEY 品牌溢价之路》
 2017.05.25

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-0.5	11.2	1.4
相对涨幅 (%)	-4.4	1.7	-6.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓学

Tel: (0755) 23963569

Email: dx9618@htsec.com

证书: S0850514050002

分析师: 杜威

Tel: 0755-82900463

Email: dw11213@htsec.com

证书: S0850517070002

联系人: 谢亚彤

Tel: (021) 23154145

Email: xyt10421@htsec.com

联系人: 王猛

Tel: (021) 23154017

Email: wm10860@htsec.com

7 月销量同比持平, VV7 符合预期

投资要点:

- 长城 7 月销 6.91 万辆, 同比+0.13%基本持平。**长城汽车 7 月销 6.91 万辆, 同比+0.13%, 其中: (1) 皮卡风骏月销 8420 辆; (2) 哈弗品牌 SUV 销 5.39 万辆, 同比-10.25%, 其中①H6 销 3.7 万辆, 同比-4.5%, 新老产品切换, 新 H6 放量速度仍有提升空间, 后续带动 H6 向高水准恢复; ②H2 销 1.05 万辆, 同比+4.0%, 淡季结束后持续放量中, 未来将协同 H6 夯实中低端 SUV 霸主; ③H8、H9 销量同比、环比基本平稳, 自 5 月中旬换代新产品后表现稳健; (3) WEY 品牌首款车型 VV7 自 5 月 31 日起逐步交付, 6 月、7 月分别销 3166 辆、6075 辆, 开端良好、有序爬坡, 表现基本符合预期。
- 中报业绩下滑超预期, 下半年全新 H6、魏派 VV7/VV5 放量速度将显著影响全年业绩。**公司发布中报业绩快报, 上半年营收 413 亿元, 同比-1.0%, 归母净利 25 亿元、同比-49.4%。其中 17Q2 营收 179 亿元, 同比-14%, 归母净利润 5.4 亿元, 同比-78.8%, 下滑幅度超预期, 单车均价 8.7 万元, 同比-9.4%、环比-5.4%, 单车净利 0.26 万元, 同比-0.9 万元, 环比-0.5 万元。
- 我们预测, 2017 上半年业绩下滑主因 3 个:** ①17Q2 产销基本面较弱, H6 换代、新款爬坡适逢行业淡季、竞品夹击; WEY 渠道建设、终端铺货及交付都需时间, 6 月首月销 3166 辆, 潜在放量尚未开启。②10 亿元红包促销 Q2 执行, 测算覆盖 16 万辆新车, 假设 80%红包有效激活且其中 70%在 Q2 使用, 带动单车毛利下滑约 3500 元。③预计 17Q2 广告费和研发费用大幅增长、所得税率提升至约 24%等均对业绩形成拖累。
- 盈利预测与投资建议。**考虑 H6 新老切换缓冲期及其对毛利率影响、徐水整车和变速器工厂带来的项目和研发费用、以及 17 年 3 月公布的“10 亿元红包”优惠刺激计划, 调整公司 2017-2018 年对应 EPS 为 0.81 元、1.05 元, 对应 2017 年 8 月 7 日收盘价 PE 分别为 15.8 倍、12.2 倍。综合参考 A 股整车相关标的, 2018 年综合可比公司平均动态 PE 为 6.1~17.8 倍。考虑公司是 SUV 细分领域龙头、处于品牌升级关键时期, 未来自 2018 年起将受益 WEY 新品牌放量、长期成长性优越, 且蓝筹白马估值修复趋势明显, 给予公司 2018 年 13 倍动态 PE, 目标价 13.65 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示。**上年透支消费程度高于预期的风险。WEY 品牌销量爬坡低于预期。自产 7DCT 双离合变速器表现低于预期。

主要财务数据及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	76033.14	98615.70	98007.79	123697.77	142252.44
(+/-)YoY(%)	21.46%	29.70%	-0.62%	26.21%	15.00%
净利润(百万元)	8059.33	10551.16	7350.59	9544.36	10690.32
(+/-)YoY(%)	0.22%	30.92%	-30.33%	29.84%	12.01%
全面摊薄 EPS(元)	0.88	1.16	0.81	1.05	1.17
毛利率(%)	25.21%	24.60%	20.39%	21.32%	21.15%
净资产收益率(%)	22.45%	22.31%	13.45%	15.40%	15.31%

资料来源: 公司年报 (2015-2016), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

长城汽车发布 7 月销量数据，同比持平，H6 略有下滑、VV7 符合预期，后续仍需密切关注新车型放量情况。长城汽车 7 月销 6.91 万辆，同比+0.13%。其中皮卡风骏月销 8420 辆，同比+9.52%；哈弗品牌 SUV 销 5.39 万辆，同比-10.25%，其中 H6 销 3.7 万辆，同比-4.5%，H2 销 1.05 万辆，同比+4.0%，H8、H9 环比、同比基本平稳；WEY 品牌首款车型 VV7 自 5 月 31 日起逐步交付，6 月销 3166 辆、7 月销 6075 辆，开端良好、有序爬坡，表现基本符合预期。

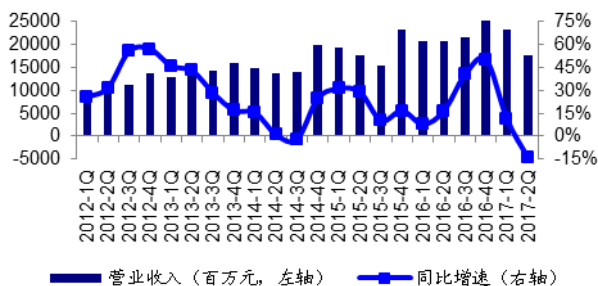
表 1 2016、2017 年 1~7 月长城汽车分车型销量数据（辆）

车型	2016 年							2017 年						
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
风骏	10,401	6,677	10,624	9,761	8,123	6,864	7,688	9,175	9,800	10,731	9,824	9,663	8,055	8,420
哈弗 H1	10,463	3,880	7,373	6,757	5,227	3,504	3,636	1,035	1,883	3,266	2,670	2,094	1,194	1,393
哈弗 H2	17,268	11,022	10,768	10,711	12,476	10,089	10,073	24,917	25,059	22,880	16,778	15,539	11,098	10,477
哈弗 H5	2,298	1,186	2,232	2,508	2,310	1,501	1,530	1,071	992	1,213	1,494	1,378	1,021	1,028
哈弗 H6	42,188	33,062	46,075	43,946	37,435	37,547	39,079	45,993	33,684	40,090	36,367	35,262	35,171	37,305
哈弗 H7				1,290	3,175	3,594	4,079	7,005	4,106	4,400	3,550	2,242	2,115	2,018
哈弗 H8	1,020	402	775	628	442	425	573	650	505	618	562	731	731	620
哈弗 H9	928	465	953	1,181	728	887	1,032	862	653	775	699	1,144	1,043	1,012
WEY VV7													3,166	6,075
长城 C30	4,688	1,677	3,727	2,675	1,720	1,172	1,286	525	814	1,457	1,227	889	877	715
长城 C50	1,340	930	1,004	150	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
合计	90,594	59,301	83,531	79,607	71,636	65,583	68,976	91,233	77,496	85,430	73,171	68,942	64,471	69,063

资料来源：乘联会厂家数据，海通证券研究所

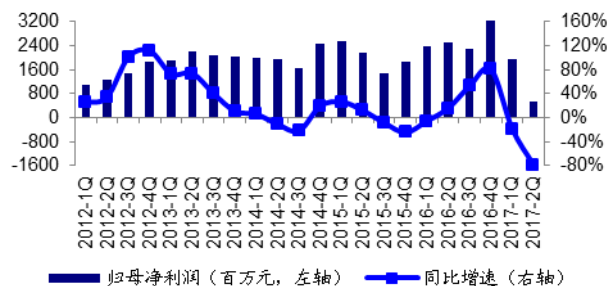
受淡季及新车型尚未开启大规模放量的影响，上半年净利润大幅下滑超预期，全年业绩承压，下半年全新 H6、魏派 VV7 及 VV5 产销爬坡速度将成为全年业绩的决定性因素。公司 2017 上半年实现营收 412.56 亿元、同比-1.00%，归母净利 24.92 亿元、同比-49.42%，对应基本每股收益 0.27 元。其中，17Q2 实现营收 179.4 亿元，同比-13.7%，归母利润 5.37 亿元，同比-78.8%，下滑幅度超预期。从单车贡献看，17Q2 公司单车均价 8.7 万元，同比下滑 9.4%、环比下滑 5.4%；单车净利 17Q2 为 0.26 万元，同比下滑 0.9 万元，环比下滑 0.5 万元，主要受大规模促销活动等影响。

图 1 公司营业收入及同比增速



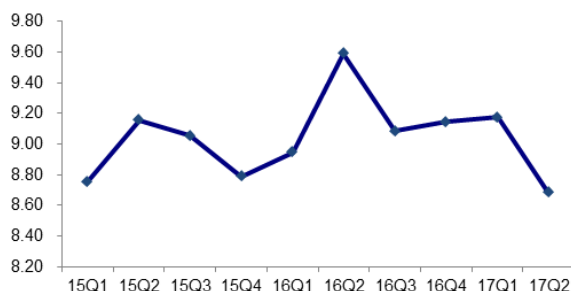
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 公司归母净利润及同比增速



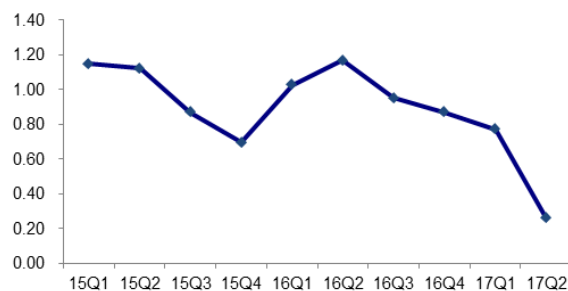
资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 公司单车均价（万元）



资料来源：2015-2017 年财报、乘联会、海通证券研究所

图4 公司单车净利（万元）



资料来源：2015-2017 年财报、乘联会、海通证券研究所

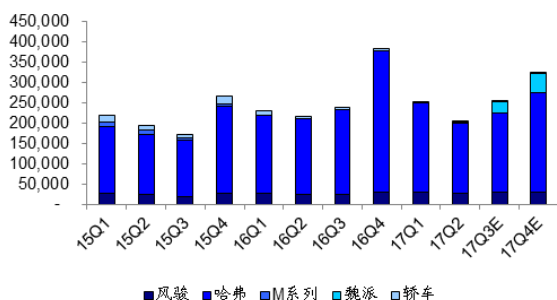
我们测算，公司 17Q2 营业收入、归母净利大幅下滑，主要来自于 3 个原因：

（1）公司 17Q2 车型产销基本偏弱： 17Q2 处于产品升级和结构优化的过渡期尴尬节点。

第一，新老 H6 于 4 月下旬起换代，其中升级版的全新 H6 销量在 4~6 月间正处缓慢爬坡期，我们测算从 3000 辆月销逐步爬升至 10000 辆，但产销大规模放量尚未开启，而在此期间，适逢行业受上年小排量购置税优惠影响、紧凑型 SUV 需求萎靡，竞品车型 RX5、GS4 等因推出相比新 H6 更较早，根基已稳表现强势，使得 H6 面临内外夹击的暂时性困境。

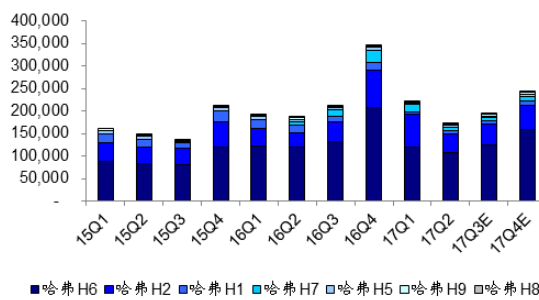
第二，高端品牌魏派于 4 月下旬车展开启预订，但由于 WEY 专属经销渠道尚在建设中、终端铺货及交付都需时间，首辆 VV7 于 5 月底才实现交付、6 月实现 3166 辆销售，潜在大规模放量尚未开启。

图5 公司销量结构（辆）



资料来源：乘联会、海通证券研究所

图6 公司哈弗品牌的销量结构（辆）



资料来源：乘联会、海通证券研究所

（2）大促销严重拖累了单车盈利能力： 公司“10 亿元红包”促销活动，主要于 17Q2 投放使用。

哈弗品牌于 2017 年 3 月 16 日推出近 10 亿元的购车红包+服务红包，同时推出金融贴息政策。“购车红包”包括 1000 元、2000 元、3000 元及 4999 元，面向哈弗 H2、H5、H6、H7、H8、H9 及蓝标 H6 Coupe1.5T 车型；“服务红包”包括 38 元、58 元、88 元、158 元、358 元五种，可用于售后保养、维修、救援、专项检测、购买保养养护配件等有偿消费使用。本次“10 亿元红包”的投放期为 2017 年 3 月 16 日至 4 月 30 日，其中购车红包验证截止时间为 2017 年 5 月 15 日；服务红包需在 2017 年 6 月 30 日前使用，过期失效。我们测算，17Q2 活动期间，哈弗品牌约 16 万辆新车能够受益，假设 10 亿元红包中 80% 被有效激活、且其中 70% 在 4~6 月使用，那么，单车可受益幅度在 3500 元左右，使得单车净利贡献近乎腰斩，因此，直接对 17Q2 归母净利造成拖累。

图7 哈弗 2017 年“10 亿元红包”促销活动



资料来源：长城汽车官网，海通证券研究所

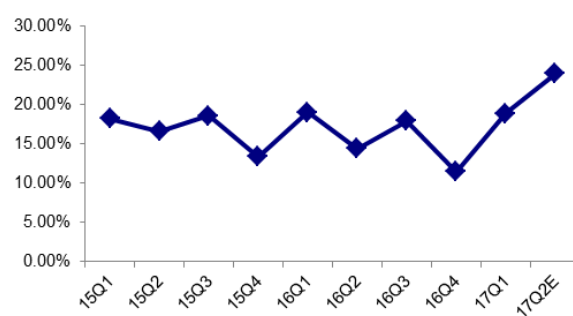
（3）预计广告和研发费用在 17Q2 有大幅增长：新品牌广告费用、核心零部件研发等都是主要费用增量来源。

2017 上半年，高端品牌 WEY 的发布是公司重点业务之一，期间公司通过网络类、电视类、户外类等媒体全方面进行品牌和产品推广，致使广告宣传费增幅较大。

同时，公司于上半年持续进行了全新 H8/H9、高端品牌 WEY 和 7DCT 自动变速箱、LED 前后大灯组、仪表板、发动机、变速箱、NVH 车身密封等核心零部件的自主研发；相应的，公司徐水整车工厂、徐水自动变速器工厂在 2017 上半年仍在持续投产中，例如，徐水自动变速器工厂一期于 2017 年 4 月 SOP，部分设备正处调试磨合中，部分设备尚在安装，而工厂二期尚在土建阶段；我们预测，这些都带来了较大的研发和折旧费用压力，对业绩造成拖累。

此外，我们测算，假设未确认投资收益等在 17Q2 不显著，那么，17Q2 所得税率预测应从早前 17%~19%左右显著提升至约 24%，亦小幅拖累归母净利润表现。

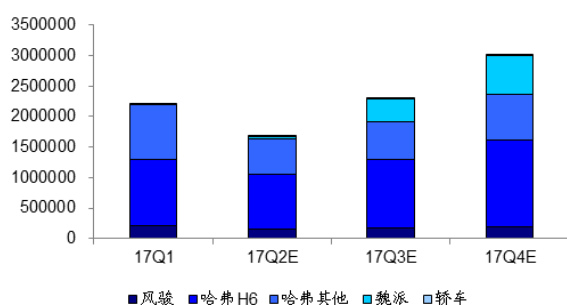
图8 公司所得税率（2015~2017 年单季）



资料来源：Wind，海通证券研究所

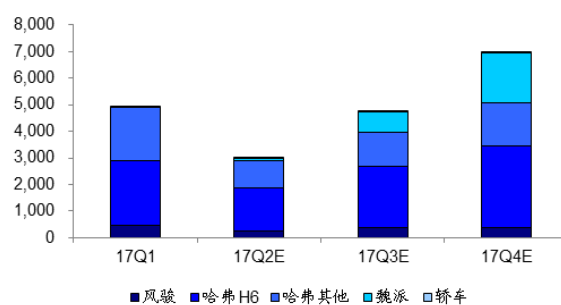
我们预测，随着 17Q3 行业逐步进入旺季，全新 H6、WEY VV7 逐步放量，公司营业收入及盈利规模有望环比逐步回升。我们预测，2017 下半年，主力车型哈弗 H6 仍将贡献约 50%左右的整车营业收入，WEY 品牌收入贡献将逐步提升至 20%左右，而毛利贡献上，WEY 品牌贡献将逐步加大 20%，H6 贡献将逐步稳定在 45%~50%。

图9 公司整车业务收入贡献测算（万元）



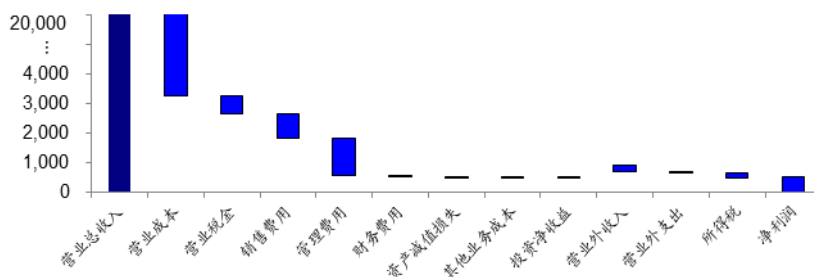
资料来源：Wind、乘联会，海通证券研究所

图10 公司整车业务毛利贡献测算（万元）



资料来源：Wind、乘联会，海通证券研究所

表2 长城汽车 17Q2 利润表拆分测算（百万元）

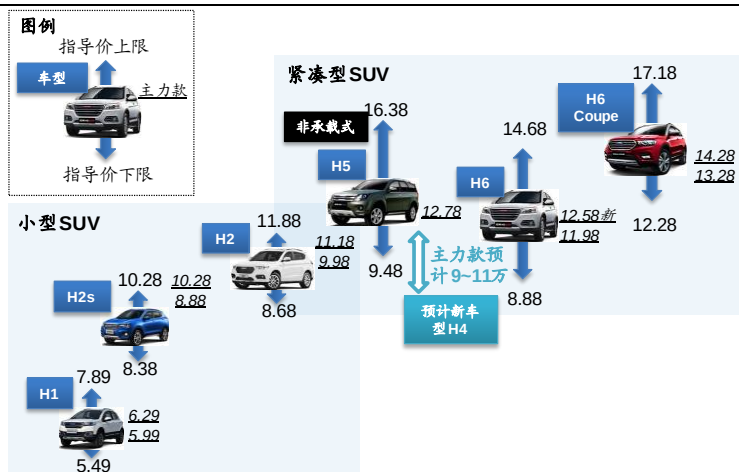


资料来源：Wind，海通证券研究所

我们认为，2017年是长城汽车优化与重构的关键时刻，也是艰难时刻。

一方面，神车老款 H6 将换代淡出历史舞台，其所奠定的中低端 SUV 霸主地位，预计未来将由 17 经典款 H6、H2/H2s、新上市的 M6 以及预计可能下半年上市的 H4 共同拱卫；短中期盈利能否获得有效支撑，取决于全新 H6 对抗竞品 RX5、GS4 等的成效、以及 M 系列返场新车型 M6（性能价格都与老 H6 接近）能否与经典款 H6 共同成功接棒老 H6。我们认为，下半年由于 1.6L 小排量购置税 7.5% 优惠将在年底确定性结束，小型和紧凑型轿车/SUV 可能迎来新一波小冲量，但 2018 年将是政策退出的艰难年份，企业产品力和成本把控能力都将接受严峻考验。

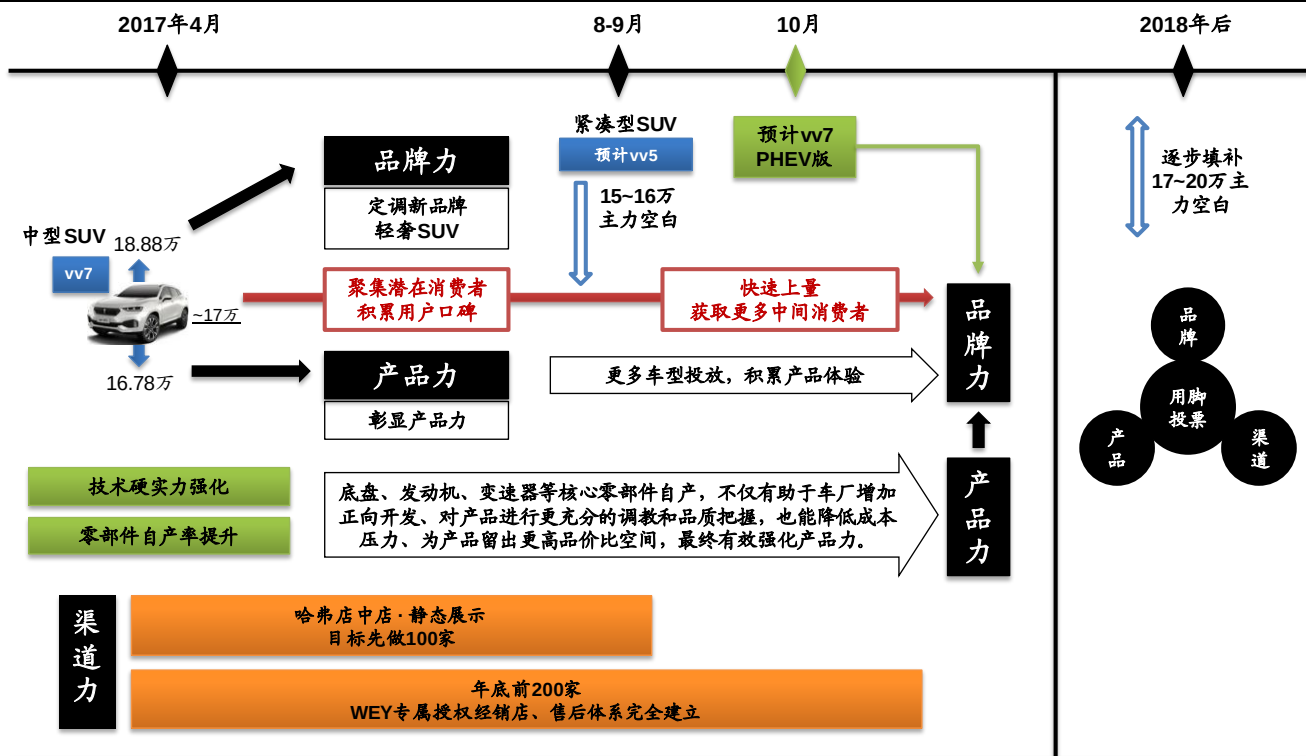
图11 哈弗品牌在小型、紧凑型 SUV 领域的新产品系列（单位：万元）



资料来源：汽车之家，海通证券研究所

另一方面，WEY 品牌的高端化之路是否成功，将在 2017 年下半年和 2018 年集中验证。我们认为，从产品品质和性能参数看，WEY vv7 堪称匠心之作，与竞品相比显示出良好的品价比优势，随着销售的逐步铺开，预计 2017 年下半年将是 WEY 品牌崛起的重要时点，新车型 vv7/vv5 销量、自产 7DCT 双离合变速器的性能表现、以及首批 WEY 用户反馈的新车型性能和稳定性，将直接影响品牌高端化路径的成功概率，我们认为，WEY 将实践“以产品力换品牌力”的高端化之路，通过“量”的积累完成 WEY 品牌溢价获得。

图12 WEY 品牌的产品和战略布局思考（单位：万元）



资料来源：汽车之家，海通证券研究所

盈利预测与投资建议。考虑 H6 新老切换缓冲期及其对毛利率影响、徐水整车和变速器工厂带来的项目和研发费用、以及 17 年 3 月公布的“10 亿元红包”优惠刺激计划，预计公司 2017-2018 年对应 EPS 为 0.81 元、1.05 元，对应 2017 年 8 月 7 日收盘价 PE 分别为 15.8 倍、12.2 倍。综合参考 A 股整车相关标的，2018 年综合可比公司平均动态 PE 为 6.1~17.8 倍。考虑公司是 SUV 细分领域龙头、处于品牌升级关键时期，未来自 2018 年起将受益 WEY 新品牌放量、长期成长性优越，且蓝筹白马估值修复趋势明显，给予公司 2018 年 13 倍动态 PE，目标价 13.65 元，维持“增持”评级。

风险提示。上年透支消费程度高于预期的风险。WEY 品牌销量爬坡低于预期。自产 7DCT 双离合变速器表现低于预期。

表 3 可比公司估值

股票代码	公司简称	当前股价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
			2017E	2018E	2017E	2018E
000625.SZ	长安汽车	14.19	2.14	2.34	6.6	6.1
600104.SH	上汽集团	29.56	3.10	3.42	9.5	8.7
601238.SH	广汽集团	25.86	1.68	2.13	15.4	12.1
600418.SH	江淮汽车	9.90	0.69	0.82	14.4	12.1
002594.SZ	比亚迪	48.91	2.04	2.75	24.0	17.8
	平均				14.0	11.3
601633.SH	长城汽车	12.72	0.81	1.05	15.8	12.2

资料来源：Wind，海通证券研究所。注：收盘价日期为 2017 年 8 月 7 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期。

信息披露

分析师声明

邓学 汽车行业
杜威 汽车行业

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： 中鼎股份,得润电子,松芝股份,四维图新,一汽轿车,八菱科技,纳川股份,长城汽车,德润能源,春兴精工,华域汽车,银轮股份,隆基机械,亚太股份,云意电气,金固股份,广东鸿图,青岛双星,东风科技,万安科技,索菱股份,富临精工,德联集团,鹏翎股份,福达股份,合锻智能,宁波高发,江淮汽车,众泰汽车,广汽集团

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
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	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		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 报告发布日后的 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。	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。