

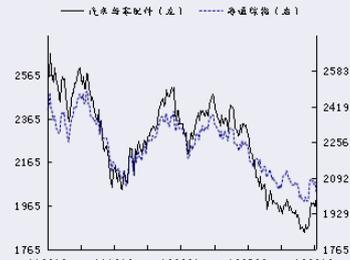


增持 维持

汽车行业-SUV 行业

2012 年 09 月 24 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

成长空间犹在，竞争日趋激烈

- **未来 SUV 市场销量增速仍有望高于轿车。**国内 SUV 和轿车销量增速具有同周期性，SUV 市场的销量增速高于轿车市场销量增速，表明 SUV 市场仍处于成长期。SUV 车型的关注度逐年上升，2011 年超过三厢轿车成为年度最受欢迎的车型。随着二次购车潮的来临，在汽车消费升级的带动下 SUV 的销量增速仍有望高于轿车。
- **自主品牌和合资品牌仍没形成直接竞争关系。**从 SUV 产品的售价及其所处的竞争市场来看，自主品牌在 15 万元以上细分市场市场份额较小，10 万元左右是自主品牌 SUV 最为热销的产品售价区间；而 20 万元左右是目前合资品牌最为热销的产品售价区间，以日系的 CR-V、RAV4 等车型，韩系的 IX35、智跑和德系的途观为代表。我们认为自主品牌与合资品牌并没有在 SUV 市场形成直接的竞争关系。
- **奥迪 Q5 领跑高端市场（30 万元以上）。**2012 年上半年国产高档 SUV 的市场份额达到 8.73%，相对 2011 年提升 1.74 个百分点，市场地位进一步增强。从竞争情况来看，日系的领导地位已被德系取代，这种取代趋势处于逐步增强的态势。目前奥迪 Q5 占国产高端 SUV 市场 50% 的销量份额。
- **中高端市场（15-30 万元）：合资品牌的角逐场。**中高端 SUV 细分市场占据国内 SUV 的主流，份额达 51.48%。中高端 SUV 市场基本被合资品牌占据，日系品牌份额稳定在 50% 左右，韩系品牌份额受途观冲击呈下降趋势，自主品牌中的荣威 W5 的月销量不足千辆，尚不足以挑战合资产品。中高端 SUV 市场今年年底和明年合资品牌和自主品牌分别有 5 款和 2 款车型上市，我们认为福特翼虎拥有对中高端 SUV 细分市场产生一定的冲击的竞争力，长城哈弗 H7 能否畅销将取决于其定价。
- **中端市场（8-15 万元）：竞争日益激烈，哈弗系列竞争优势明显。**中端 SUV 细分市场占国内 SUV 市场的份额为 28.26%。从车型之间的竞争来看，长城哈弗 H 系列、比亚迪 S6 和奇瑞瑞虎等车型在中端城市型 SUV 市场展开竞争，哈弗 H 系列占据中端 SUV 市场 32.85% 的市场份额，竞争优势明显。以福特、日产和别克为代表的合资品牌开始引进小型 SUV，或将价格向下延伸至 8-15 万元细分市场。
- **低端市场（5-8 万元）：众泰占据半壁江山，哈弗 M4 具备冲击力。**低端 SUV 市场容量较小，车型较少，销量仅有众泰和哈弗 M 系列表现不错。众泰是低端 SUV 细分市场的开拓者，市场份额约 50%。哈弗 M4 具备挑战众泰 5008 销量冠军的实力。
- **行业“增持”评级，关注 SUV 细分领域优势企业。**根据公司在 SUV 细分市场的竞争优势、收入贡献及未来发展前景，建议关注 A 股上市公司中的长城汽车和长安汽车。
- **风险提示：**竞争激烈导致的降价风险；国内外经济复苏速度或不达预期；原材料价格上涨的风险。

汽车行业高级分析师
 赵晨曦
 SAC 执业证书编号：
 S0850511010023
 电话：021-23219473
 Email: zhaocx@htsec.com

汽车行业分析师
 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

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2011	2012E	2013E	上期	本期
601633	长城汽车	1.13	1.70	2.05	增持	增持
000625	长安汽车	0.21	0.25	0.52	增持	增持

目 录

行业篇.....	4
1. SUV市场与轿车市场同周期，销量增速仍有望高于轿车.....	4
1.1 SUV市场与轿车市场同周期.....	4
1.2 城市型SUV驱动SUV销量快速增长.....	5
1.3 受益于二次购车，SUV销量增速仍将高于轿车.....	6
2. 自主品牌和合资品牌仍没形成直接竞争关系.....	7
3. 高端市场：奥迪Q5领跑.....	8
4. 中高端市场：合资品牌的角逐场.....	10
5. 中端市场：竞争日益激烈，哈弗系列优势突出.....	13
6. 低端市场：众泰占据半壁江山，哈弗M4具备冲击力.....	16
公司篇.....	18
7. 长城汽车：8-15万元SUV细分市场领导者.....	18
8. 长安汽车：关注长安福特带来的业绩弹性.....	19

图目录

图 1 2001-2012H1SUV市场销量及增速	4
图 2 SUV市场销量增速与轿车市场销量增速对比	5
图 3 城市型和越野型SUV销量及增速	6
图 4 城市型和越野型SUV市场份额变化 (%)	6
图 5 2001-2012H1 SUV市场销量占狭义乘用车销量比重	7
图 6 车型偏好的年度变化 (%)	7
图 7 我国乘用车主换车周期	7
图 8 SUV和轿车消费中二次购车占比 (%)	7
图 9 2005-2012H1SUV市场集中度变化 (%)	8
图 10 2007-2012H1SUV市场按国别品牌结构 (%)	8
图 11 SUV市场结构 (%) (按价格)	8
图 12 国产高端SUV市场销量及增速	9
图 13 2007-2012H1 国产高端SUV市场按国别品牌结构 (%)	9
图 14 中高端SUV市场销量、增速及占SUV市场份额	10
图 15 2012H1 中高端SUV市场按国别品牌结构 (%)	10
图 16 中高端SUV市场销量、增速及占SUV市场份额	13
图 17 2012 年哈弗H6 等车型月度销量对比 (辆)	13
图 18 哈弗H6 和全球鹰GX7 等车型的月度销量对比 (辆)	19
图 19 长安汽车 2008-2011 归属母公司净利润构成 (万元)	20

表目录

表 1 国内SUV市场发展历程.....	4
表 2 2012 年上半年国内销量排名前十SUV均属于城市型SUV	5
表 3 SUV与轿车、皮卡性能参数对比	6
表 4 国产高端SUV细分市场畅销车型性能参数对比.....	9
表 5 国内中高端SUV市场销量前六名车型销量及市场份额	10
表 6 中高端SUV细分市场畅销车型性能参数对比	11
表 7 中高端SUV细分市场即将上市车型	12
表 8 中高端SUV细分市场已上市和即将上市车型（大尺寸）	12
表 9 国内中端SUV市场销量前六名车型销量及市场份额	13
表 10 中端SUV细分市场畅销车型性能参数对比	14
表 11 中端SUV细分市场即将上市自主品牌车型	15
表 12 8-10 万元SUV细分市场即将上市车型	15
表 13 中端SUV细分市场即将上市合资品牌车型	16
表 14 国内低端SUV市场销量前六名车型销量及市场份额	16
表 15 低端SUV细分市场畅销车型性能参数对比	17
表 16 长城汽车现有生产基地及产能	18
表 17 长城汽车 2009-2012 年分车型汽车销量及增速	18
表 18 长城汽车 2012-2014 年分车型汽车销量及增速预测.....	19
表 19 长安汽车旗下主要资产情况.....	20
表 20 2012 -2013 年即将上市SUV一览	21

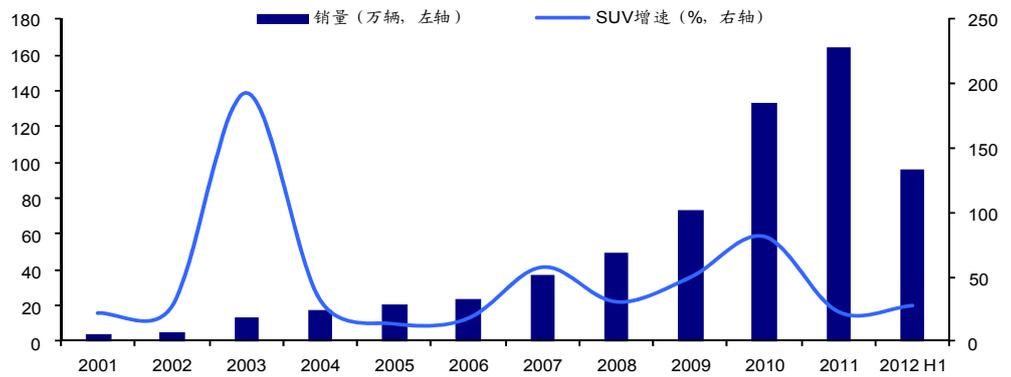
行业篇

1. SUV市场与轿车市场同周期，销量增速仍有望高于轿车

1.1 SUV市场与轿车市场同周期

SUV 进入中国市场后，以较高的性价比赢得众多消费者的青睐，随着 SUV 新车型陆续推出，其销量由 2001 年的 3.08 万辆增长到 2011 年的 164.25 万辆，年均复合增长率达到 46.52%。

图 1 2001-2012H1 SUV 市场销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

国内 SUV 市场的发展主要经历了三个阶段：1) 导入期 (2001-2004 年)：2003 年以前没有 SUV 的概念，均以越野车的名义出现。2003 年 SUV 概念开始导入，由皮卡改装的越野型 SUV 上市，这一阶段 SUV 市场车型少，车辆油耗大；2) 孕育期 (2005-2008 年)：CR-V 引领 SUV 主流车型由越野型向城市型过渡。油价的快速上涨令消费者对自主品牌的技术含量低且油耗高的皮卡改装 SUV 丧失了信心，转而购买日韩的城市 SUV。受此影响，自主品牌纷纷将产品向上延伸，开始生产城市 SUV；3) 成长期 (2009 年-至今)：城市型 SUV 成为市场主流，SUV 呈现平稳快速发展的趋势。这一阶段，SUV 细分市场的竞争格局逐渐形成，长城、比亚迪、奇瑞等陆续推出自主品牌 SUV，占据 15 万元以下市场；以日韩为主合资品牌不断推出新车型稳固市场份额，2009 年大众推出途观，打破日韩品牌对 15-30 万元市场的垄断。

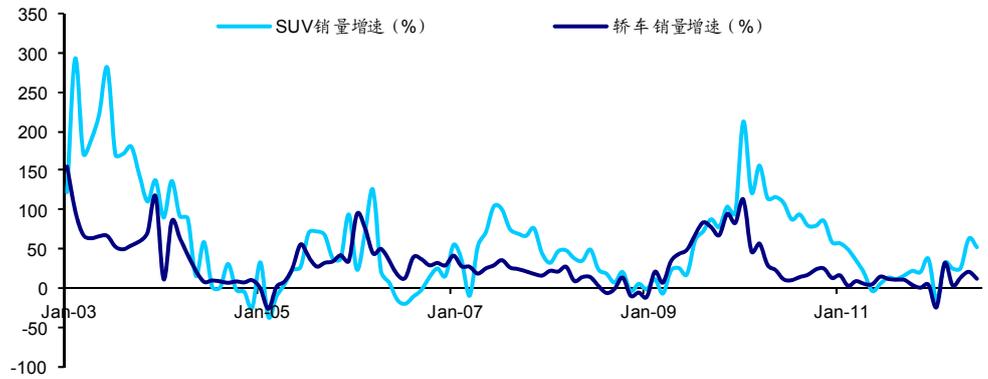
表 1 国内 SUV 市场发展历程

时间	主要新增车型
2001	猎豹、富利卡、BJ2020、切诺基、竞技者、开拓者、富奇、大切诺基
2002	陆风、赛弗、万丰、江铃宝威
2003	普拉多、陆地巡洋舰、速跑、帕拉丁、特拉卡、开拓者、BJ2500、风景冲浪、曙光、吉奥
2004	帕杰罗、欧蓝德、CR-V、猎豹飞腾
2005	凯迪拉克、途胜、哈弗、瑞虎、瑞鹰、中兴无限
2007	圣达菲、狮跑、科帕奇、日产奥丁
2008	道客、奇骏、帕杰罗、CRV 都市版、众泰 5008、圣达菲 1.8T、东南君阁、瑞虎
2009	RAV、猎豹 CS7、汉兰达、瑞鹰都市版、长城 M1、圣达菲 C9、瑞麒 X1、奥迪 Q5
2010	途观、IX35、马自达 CX7、哈弗 H5、骑士、哈弗 M2、智跑、狮跑
2011	比亚迪 S6、力帆 X60、荣威 W5、哈弗 H6、纳智捷大 7、中华 V5、华泰宝利格

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

我们对 2003-2012H1 国内 SUV 和轿车销量增速进行对比，发现 SUV 和轿车销量增速波动同步，具有同周期性，并且 SUV 市场的销量增速高于轿车市场销量增速，表明 SUV 市场仍处于成长期。

图 2 SUV 市场销量增速与轿车市场销量增速对比



资料来源：中汽协，海通证券研究所

1.2 城市型SUV驱动SUV销量快速增长

随着国内经济和消费环境的变化、消费观念的日益成熟、需求的多元化发展等，SUV 市场逐渐细分为越野型 SUV 和城市型 SUV。越野型 SUV 的特点是外形和内饰偏重运动化、非轿车底盘，多采用分时四驱技术；城市型 SUV 的特点是外形和内饰偏重轿车化、轿车底盘、独立悬挂、全承载车身，多采用全时四驱技术。

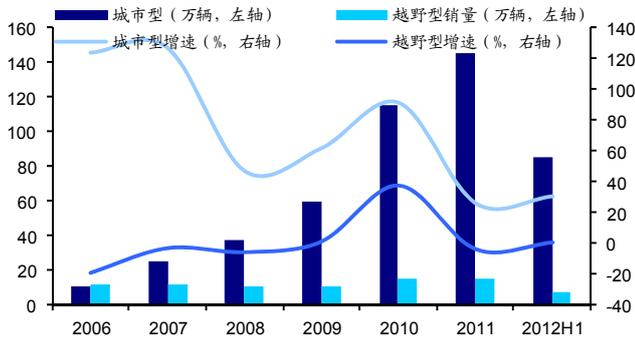
表 2 2012 年上半年国内销量排名前十 SUV 均属于城市型 SUV

车型名称	销量(辆)	类型	车型平台
途观	95341	城市型 SUV	PQ35
CRV	88800	城市型 SUV	思域平台
逍客	68110	城市型 SUV	日产 C 平台
RAV4	60425	城市型 SUV	卡罗拉平台
哈弗 H6	57963	城市型 SUV	CHB 平台
瑞虎	52908	城市型 SUV	--
S6	45549	城市型 SUV	--
奥迪 Q5	41847	城市型 SUV	MLP 平台
Ix35	41331	城市型 SUV	I30 平台
汉兰达	38439	城市型 SUV	凯美瑞平台

资料来源：中汽协，海通证券研究所

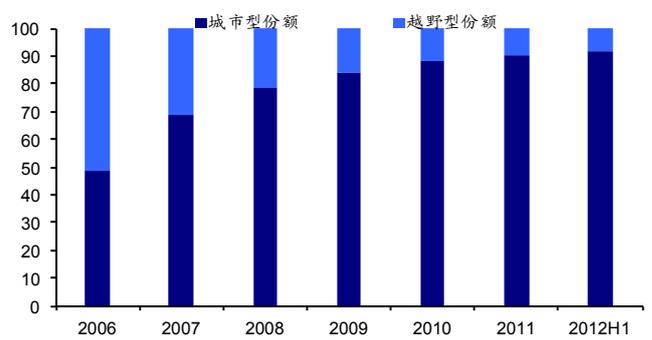
城市型 SUV 弱化了越野性能，提升了舒适性能，使 SUV 市场得了部分原属于轿车的消费者。随着众多城市型 SUV 的陆续推出，城市型 SUV 受关注度越来越高，逐渐成为换车人的首选。城市型 SUV 的热销，导致越野型 SUV 细分市场销售空间持续萎缩，其市场份额由 2006 年的 51.7% 下降至 2012 年上半年的 8.3%。

图 3 城市型和越野型 SUV 销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 4 城市型和越野型 SUV 市场份额变化 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

1.3 受益于二次购车，SUV 销量增速仍将高于轿车

我们对比了 SUV、轿车和皮卡的性能参数，发现 SUV 强调了舒适性和高通过性的设计理念，具体看来：1) SUV 相对轿车拥有更大尺寸的车身和更高的最小离地间隙，通过性高，具有行驶范围广、视野开阔、更富个性的外观和内饰设计等特点，在同价位区间，SUV 相比轿车更具有个性化，而且兼顾实用性；2) 与皮卡相比，城市 SUV 一般采用承载式车身和独立悬架，具备更强的舒适性，同时皮卡在我国大的行业分类中是归入轻卡口径的，因此很多大、中城市对使用皮卡有限制。

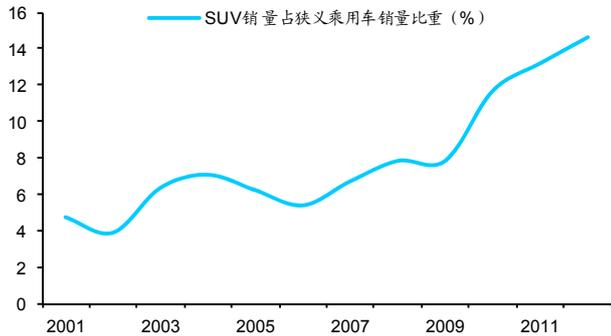
表 3 SUV 与轿车、皮卡性能参数对比

	哈弗 H6	帝豪 EC7	风骏 5	CRV	凯美瑞	日产 D22
类型	SUV	轿车	皮卡	SUV	轿车	皮卡
排量 (L)	2.0	1.8	2.2 (柴油)	2.0	2.0	2.4
最大功率 (kW/ rpm)	98/5500	98/6000	78/4600	114/6500	108/6000	110/4800
最大扭矩 (N·m /rpm)	186 /4000	170 /4400	190 /2400-2800	190 /4300	190N /4000	208 /3600
变速箱	5 档手动	5 档手动	5 档手动	5 档自动	4 档自动	5 档手动
理论油耗 (L/km)	8.70/100	7.60/100	10.20/100	8.60/100	8.40/100	12.60/101
最高时速 km/h	180	180	130	180	190	155
外形尺寸 (mm)	4640/1825/1690	4635 1789/1470	5060/1800/1730	4575/1820/1680	4825/1820/1485	4980/1690/1650
轴距 (mm)	2680	2650	3050	2620	2775	2950
最小离地间隙 (mm)	190	167	194	185	155	210
整备质量 (kg)	1520	1280	1765	1510	1490	1475
前悬挂类型	麦弗逊式	麦弗逊式	螺旋弹簧式	麦弗逊式	L 臂连杆麦弗逊	双横臂式独立
后悬挂类型	双叉臂式独立	拖曳臂式	--	双叉臂式独立	双连杆式悬挂	非独立悬挂
底盘结构	承载式	承载式	非承载式	承载式	承载式	非承载式
销售价格 (万元)	9.59-11.58	8.28-10.08	7.18-7.28	18.98-21.78	18.28-23.18	13.38-18.38

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

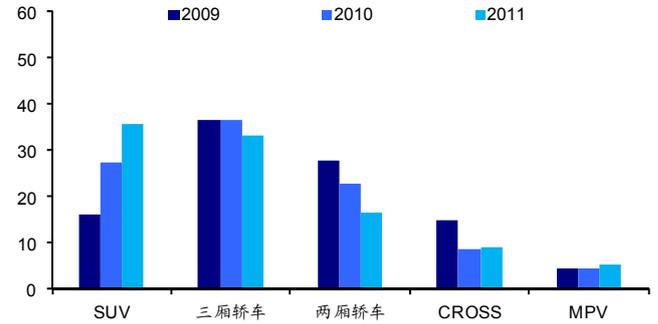
2007 年以来，SUV 销量增速显著超越乘用车增速，SUV 占狭义乘用车销量的比例由 2007 年的 6.73% 上升至 2012 年上半年的 14.65%，SUV 市场的重要性日益上升。从新华信调查的 2009-2011 年消费者对车型类别偏好的变化来看，SUV 车型的关注度呈逐年上升趋势，2011 年超过三厢轿车成为年度最受欢迎的车型。

图 5 2001-2012H1 SUV 市场销量占狭义乘用车销量比重



资料来源：中汽协，海通证券研究所

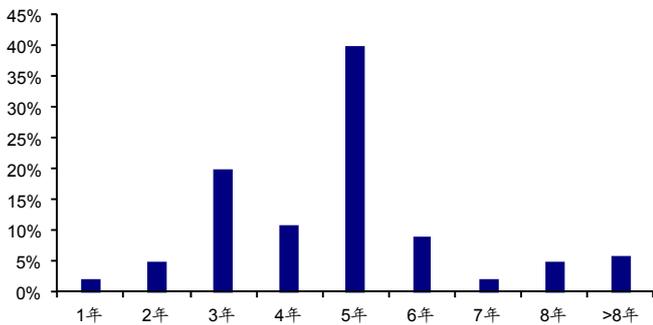
图 6 车型偏好的年度变化 (%)



资料来源：新华信《2011 年汽车消费十大流行趋势》，海通证券研究所

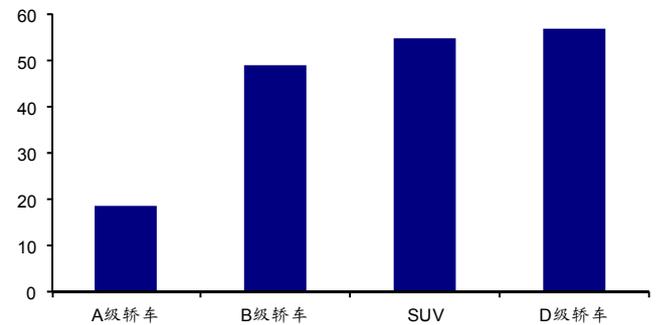
我国汽车行业销量在经历了上一轮的高速增长后，随着车龄的增加和消费能力的进一步提升，二次购车逐渐成为汽车市场销量增长的主要动力之一。麦威咨询的调研数据显示我国乘用车市场二次购车数量占总销量的比重由 2002 年的 2.9% 上升至 2010 年的 44.8%。同时，乘用车在购买后的 3-5 年是更新替换高峰期，由此推算 2007-2010 年购买的车辆将陆续进入置换期。同时，二次购车往往要比以前的车具有更高的档次，主要以 SUV、中高级轿车和豪华车为主。因此，我们认为在国家不出台相关扶持政策的情况下，SUV 的销量增速仍将高于轿车。

图 7 我国乘用车主换车周期



资料来源：新华信，海通证券研究所

图 8 SUV 和轿车消费中二次购车占比 (%)

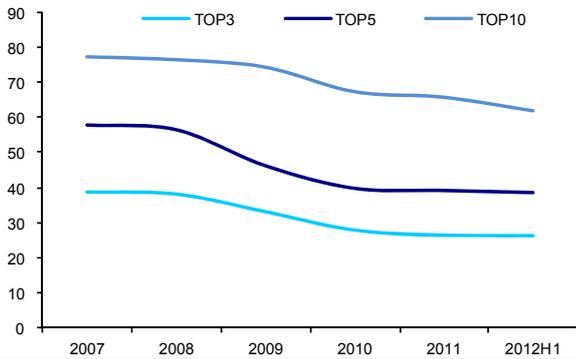


资料来源：麦威咨询，海通证券研究所

2. 自主品牌和合资品牌仍没形成直接竞争关系

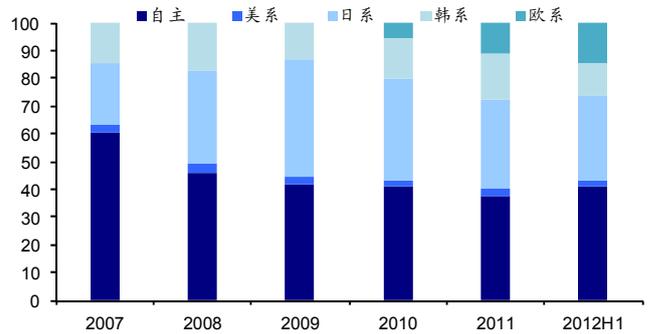
面对火爆的 SUV 市场，各厂商都试图在急剧扩大的市场中抢占更多的份额，而扩充产品线成为最直接的方法，从而导致 SUV 市场的竞争愈发激烈，市场集中度呈现下降趋势。分国别来看，2007-2011 年自主品牌在 SUV 销售份额呈下降趋势，2011 年下半年长城汽车推出新车型哈弗 H6 后迅速上量，扭转了自主品牌市场份额下降的趋势；欧系品牌（途观、Q5）的强势进入，抢占日系品牌 SUV 市场，2010 年以来市场份额迅速上升。

图 9 2005-2012H1 SUV 市场集中度变化 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

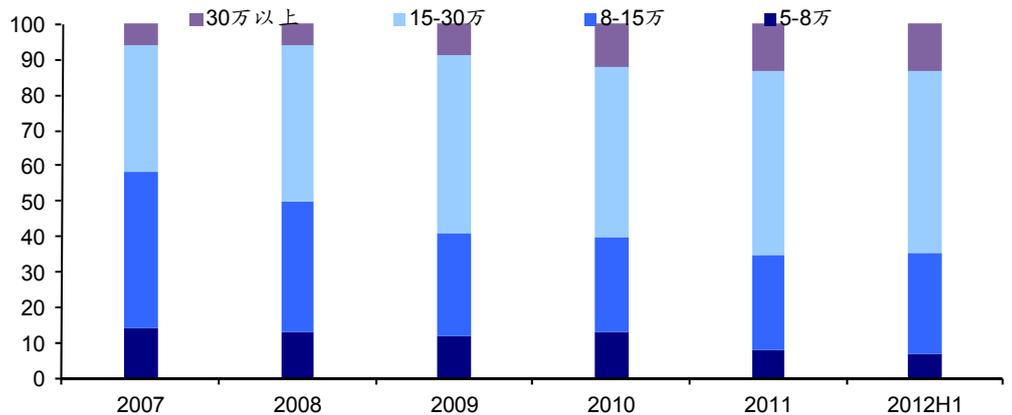
图 10 2007-2012H1 SUV 市场按国别品牌结构 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

我们以 8 万元、15 万元、30 万元为界点将国产 SUV 市场分为低端、中端、中高端、高端四个细分市场。15-30 万价格区间的中高端市场是 SUV 市场的主流，市场份额 50% 左右，主要被合资品牌占据，仅有少数几个自主品牌车型进入中高端市场，但销量表现不佳；15 万元以下市场份额维持在 35% 左右，主要被自主品牌占据，合资品牌 SUV 尚未进入该细分市场；30 万元以上市场份额维持在 10% 左右，主要由合资品牌和进口产品占据。

图 11 SUV 市场结构 (%) (按价格)



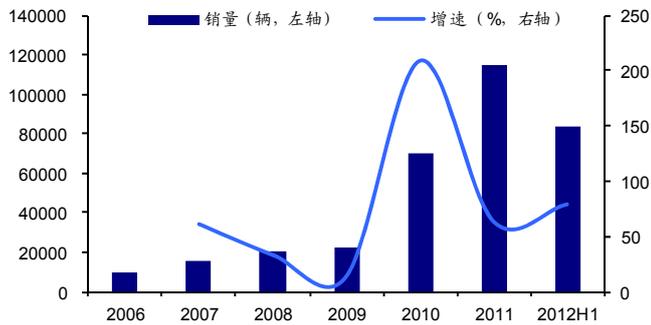
资料来源：中汽协，海通证券研究所

目前国内 SUV 市场已逐步形成了三足鼎立的局面，从 SUV 产品的售价及其所处的竞争市场来看，受品牌溢价能力不足和产品质量等因素影响，自主品牌在 15 万元以上细分市场份额较小，10 万元左右是自主品牌 SUV 最为热销的产品售价区间；而 20 万元左右是目前合资品牌最为热销的产品售价区间，以日系的 CR-V、RAV4 等车型，韩系的 IX35、智跑和德系的途观为代表，这些车型目前月销量基本都在万辆以上。由此，我们认为自主品牌与合资品牌并没有在 SUV 市场形成直接的竞争关系。

3. 高端市场：奥迪 Q5 领跑

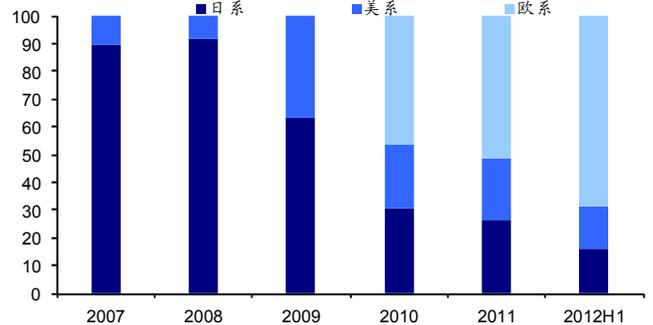
国产高档 SUV(30 万以上)由于奥迪 Q5、全新普拉多、汉兰达等车型的畅销热卖，近年来获得了较大的增长，2012 年上半年其占 SUV 市场的份额达到 8.73%，相对 2011 年提升 1.74 个百分点，市场地位进一步增强。从竞争情况来看，日系的领导地位已被德系取代，这种取代趋势处于逐步增强的态势，其中以奥迪 Q5 为代表的德系占有绝对优势地位。

图 12 国产高端 SUV 市场销量及增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

图 13 2007-2012H1 国产高端 SUV 市场按国别品牌结构 (%)



资料来源：中汽协，海通证券研究所

2012 年上半年奥迪 Q5 销量达到 41847 辆，同比增长 86.74%，占据国产高端 SUV50%的市场份额，继续领跑 30 万元以上 SUV 市场。奥迪 Q5 以 2.0TFSI 发动机、全时四驱技术、轻量化技术、底盘一体化技术赢得了消费者的青睐。同时，尽管奥迪 Q5 因为价格而使大多数 SUV 爱好者望而却步，但与竞争对手相比，其价格并不算高。

表 4 国产高端 SUV 细分市场畅销车型性能参数对比

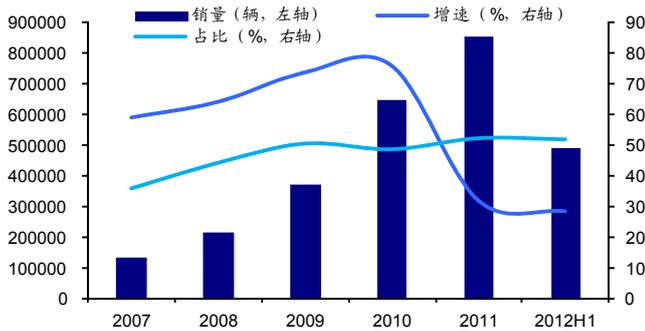
	奥迪 Q5	普拉多	陆地巡洋舰	BMW X1	奔驰 GLK
大小 (mm)	4629*1880*1653	4760*1885*1845	5095*1970*1930	4469*1798*1583	4528*1840*1691
行李箱容积 (L)	540	1850	--	--	450
轴距 (mm)	2807	2790	2850	2760	2755
最小离地间隙 (mm)	185	215	225	194	187
整备质量 (kg)	1900	2210/2280/2310	2540/2645/2725	1560/1605/1710	1830
前悬挂	五连杆式	双叉臂式	螺旋弹簧双叉臂式	双球节弹簧减震支柱前桥	麦弗逊配三连杆式
后悬挂	梯形连杆式	四连杆式非独立	四连杆式非独立	五连杆式	多连杆式
发动机	EA888	1GR	1GR/1UR	N46B20	272 948
排量	2.0T	4.0L	4.0L	2.0L/2.0T	3.0L
变速箱	8 挡手自一体	5 挡手自一体	5 挡手自一体	6 挡手自一体	7 挡手自一体
	7 挡双离合		6 挡手自一体	8 挡手自一体	--
最大功率(kW/rpm)	155/4300-6000	202/5600	202/5600	110/6400	180/6000
	--	--	228/5500	135/5000-6250	--
最大扭矩(N·m/rpm)	350/1500-4200	381/4400	385/4400	200/3600	300/2500-5000
	--	--	453/3400	270/1250-4500	--
油耗(L/100km)	9.6/9.9	12.2/12.6/12.8	--	7.1/8.4	--
价格(万元)	37.98 -56.77	53.80-69.80	76.50-115.90	28.20-49.80	40.80-55.70
保养政策	两年不限公里	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里	两年不限公里	三年不限公里

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

4. 中高端市场：合资品牌的角逐场

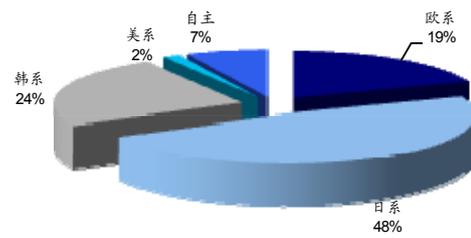
中高端（15万-30万元）SUV细分市场占据国内SUV的主流，2012年上半年销量同比增长28.26%至48.95万辆，占国内SUV市场的份额为51.48%。中高端SUV市场基本被合资品牌占据，日系品牌份额稳定在50%左右，韩系品牌份额受途观冲击呈下降趋势，自主品牌中的荣威W5的月销量不足千辆，尚不足以挑战合资产品。

图 14 中高端 SUV 市场销量、增速及占 SUV 市场份额



资料来源：新华信，海通证券研究所

图 15 2012H1 中高端 SUV 市场按国别品牌结构 (%)



资料来源：麦威咨询，海通证券研究所

从车型竞争情况来看，大众途观上市后表现强劲，2012年上半年已经取代本田 C-RV 占据中高端 SUV 细分市场销量排行榜第一，从我们终端调研的结果来看，途观目前仍处于供不应求的局面，与其竞争对手纷纷降价销售不同的是，途观目前并没有优惠，部分经销商甚至加价销售，因此我们认为如果途观的产能能够跟上，其市场份额将进一步提升。

表 5 国内中高端 SUV 市场销量前六名车型销量及市场份额

车型		2010	2011	2012H1
途观	销量 (万辆)	7.05	12.92	9.53
	市场份额 (%)	10.76	15.07	19.39
CRV	销量 (万辆)	14.00	16.00	8.88
	市场份额 (%)	21.38	18.66	18.06
逍客	销量 (万辆)	6.21	11.13	6.81
	市场份额 (%)	9.48	12.98	13.85
RAV4	销量 (万辆)	9.81	10.03	6.04
	市场份额 (%)	14.97	11.70	12.29
ix35	销量 (万辆)	6.33	10.30	4.13
	市场份额 (%)	9.66	12.02	8.41
智跑	销量 (万辆)	1.17	6.43	3.22
	市场份额 (%)	1.79	7.51	6.55
合计	销量 (万辆)	44.56	66.82	38.62
	市场份额 (%)	68.04	77.94	78.56

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

通过分析各产品的性能参数和销量数据，我们总结了中高端 SUV 细分市场畅销产品的共同特点：1) 自动挡销量份额高于手动挡，其中自动挡占比达 83%，手动挡占比仅 17%；2) 发动机排量集中在 2.0L-2.4L，其中 2.0L 占比约 50%，目前仅途观使用涡轮增压技术；3) 从尺寸来看，该细分市场的产品的轴距分布在 2.6-2.7 米之间，而车长和最小离地间隙范围广；4) 前悬架一般采用麦弗逊式独立悬架，后悬架多采用多连杆式或双横臂式独立悬架；

表 6 中高端 SUV 细分市场畅销车型性能参数对比

	大众途观	本田 CR-V	日产逍客	丰田 RAV4	现代 ix35	起亚智跑
大小 (mm)	4525*1809*1665	4550*1820*1685	4315*1783*1606	4630*1855*1720	4420*1820*1690	4440*1855*1635
行李箱容积 (L)	400	524	352	1031	465	--
轴距 (mm)	2684	2620	2630	2660	2640	2640
最小离地间隙 (mm)	160	170	200	190	170	146
整备质量 (kg)	1510-1720	1506-1641	1321-1545	1565-1620	1398-1521	1398-1521
前悬挂	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式
后悬挂	多连杆式	双横臂式	多连杆式	双横臂式	多连杆式	多连杆式
发动机	EA111/EA888	R20A7/K24Z8	HR16DE/MR20DE	1AZ-FE/2AZ-FE	G4KD	G4NA
排量	1.4T/1.8T/2.0T	2.0L/2.4L	1.6L/2.0L	2.0L/2.4L	2.0L/2.4L	2.0L、2.4L
变速箱	6 档手动	5 档自动	5/6 档手动	5 档手动	6 档手动	6 档手动/手自一体
	6 档手自一体	--	6 档 CVT	4 档自动	6 档手自一体	--
最大功率(kW/rpm)	96/5000	114/6500	89/6000	110/6000	121/6500	121/6500
	118/4500-6200	140/7000	106/5200	125/6000	128/6000	128/6000
	147/5100-6000	--	--	--	--	--
最大扭矩(N·m/rpm)	220/1750-3500	190/4300	154/4400	192/4000	199/4800	199/4500
	250/1500-4500	222/4400	198/4400	224/4000	226/4000	226/4000
	280/1700-5000	--	--	--	--	--
油耗(L/100km)	7.6/8.1/8.8/9.0/9.3	8.0/9.0	7.6/8.2/8.4/8.7	8.5/8.9/9.0/9.4	8.1/8.4/9.4	7.8/7.9/9.3
价格(万元)	18.98-30.98	19.38-26.28	13.98-21.98	21.18-24.38	16.98-24.28 万	16.48-24.98
保养政策	两年或 6 万公里	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里	两年或 6 万公里	五年或 10 万公里

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

今年年底和明年合资品牌将会有 5 款中高端 SUV 车型陆续上市。福特翼虎尺寸与大众途观相差无几，在车辆宽度和轴距上略胜一筹；外观设计上来看，相比途观保守的造型来说，福特翼虎有着相当动感前卫的设计，更能符合年轻人张扬的性格特点；翼虎搭配 1.6T 和 2.0T EcoBoost 发动机，动力相对途观更加充沛；翼虎配备了一套 19 寸 5 幅轮毂，风格张扬运动，配合 235/45R19 的轮胎，注重其运动定位，途观的尺寸则要略小一些，235/50 R18 的轮胎尺寸配合一套多幅轮毂，更注重舒适性的一些。从上述对比我们认为途观相对更适合家用，而翼虎偏运动可能，总体来看翼虎拥有对中高端 SUV 细分市场产生一定的冲击的竞争力。

表 7 中高端 SUV 细分市场即将上市车型

	福特翼虎	斯柯达 Yeti	马自达 CX-5	标致 3008	三菱劲炫
大小 (mm)	4524*1842*1669	4223*1793*1691	4555*1888*1765	4428*1840*1639	4295*1770*1615
轴距 (mm)	2690	2578	2700	2613	2670
最小离地间隙 (mm)	--	--	215		195
排量	1.6T/2.0T	1.4T/1.8T/2.0T	2.0L/2.4L	2.0L/1.6T	2.0L
变速箱	6 档手自一体	--	6 档手自一体	5 速手动/6 速自动	CVT
最大功率(kW)	132/176	--	114	108/120	110
最大扭矩(N·m)	240/340	154/4400	200	200/175	197
预计价格(万元)	19-26	18-24	18.70-22.54	--	16-22
预计上市时间	2012 年 11 月	2013 年国产	2013 年国产	2012 年底	2012 年 10 月

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

今年年底和明年自主品牌将会有 2 款中高端 SUV 车型陆续上市。长城汽车的哈弗 H7 尺寸大于 15-30 万细分市场的主流车型，尺寸参数可以同汉兰达等 SUV 相媲美，2910mm 的轴距表明哈弗 H7 的内部空间还是比较宽敞；动力方面，哈弗 H7 将搭载自主研发 2.0T 汽油发动机，并与 6 速自动变速器相匹配。从性能参数上来看，哈弗 H7 已经达到主流合资品牌的水平，与荣威 W5 等自主品牌车型相比，哈弗 H7 竞争优势明显，因此我们认为哈弗 H7 的销售情况将取决于其定价区间，如果其定价在 15 万元左右，将会取得较好的销量；若果定价过高，国内消费者对自主品牌质量的担忧和品牌认同度较低等因素可能导致哈弗 H7 的销量不达预期。

表 8 中高端 SUV 细分市场已上市和即将上市车型 (大尺寸)

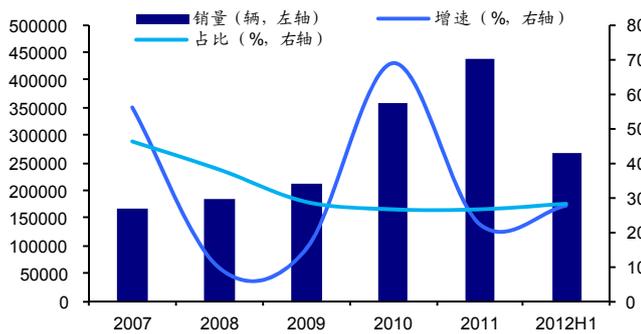
	已上市车型			即将上市车型	
	汉兰达	纳智捷达 7	荣威 W5	哈弗 H7	帝豪 EX8
大小 (mm)	4795*1910*1730	4800*1930*1730	4676*1888*1765	4800*1938*1785	4839/1884/1715
轴距 (mm)	2790	2910	2740	2915	2800
最小离地间隙 (mm)	203	229	165	210	--
排量	2.7L/3.5L	2.0T/2.2T	1.8L/3.2L	2.0T	2.4L
整备质量 (kg)	1775/1875/2005/2030	1860/1960	1750/1900/2020	2200	--
变速箱	5/6 档手自一体	5 档手自一体	5 档手动/5 档手自一体	6 速自动变速器	6MT/6AT
最大功率(kW)	138/201	120/131	118/162	160	--
最大扭矩(N·m)	252/337	250/275	215/310	324	--
价格(或预计价格)(万元)	24.88 -42.98	18.80-26.80	17.18-29.88	--	15-20
2012H1 销量	38439	14414	2251	--	--
预计上市时间	--	--	--	2013 年年底	2013 年年初

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

5. 中端市场：竞争日益激烈，哈弗系列优势突出

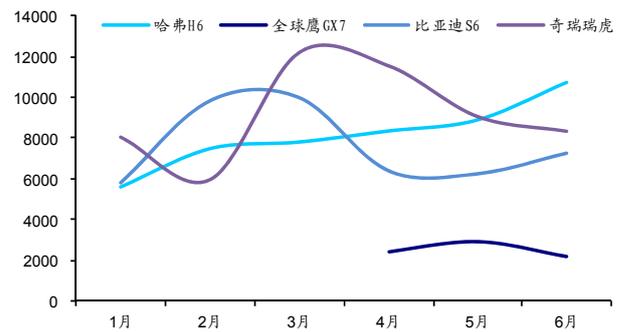
2012年上半年中端（8万-15万元）SUV细分市场销量同比增长27.74%至26.86万辆，占国内SUV市场的份额为28.26%。从车型之间的竞争来看，目前中端越野型SUV市场上长城汽车的哈弗H3和H5一枝独秀，尽管哈弗H6的上市对H5和H3的销量有一定的影响，但目前H3和H5的合计月销量仍然维持在6000辆左右。在长城哈弗H6、比亚迪S6和奇瑞瑞虎等车型在中端城市型SUV市场展开竞争，从各车型的月度销量对比来看H6的竞争力较强。

图 16 中高端 SUV 市场销量、增速及占 SUV 市场份额



资料来源：新华信，海通证券研究所

图 17 2012 年哈弗 H6 等车型月度销量对比 (辆)



资料来源：乘联会，海通证券研究所

长城汽车在中端 SUV 市场竞争优势明显，2012年上半年其市场份额高达35%。随着新车型的陆续推出，中端 SUV 市场的集中度呈下降趋势，2010-2012H1销量前三名合计市场份额由72.76%下降至54.20%，销量前五名合计市场份额由82.41%下降至74.61%。

表 9 国内中端 SUV 市场销量前六名车型销量及市场份额

		2010	2011	2012H1
哈弗 H3/H5	销量 (万辆)	11.71	14.38	4.11
	市场份额 (%)	32.86	32.95	15.30
哈弗 H6	销量 (万辆)	--	--	4.72
	市场份额 (%)	--	--	17.55
瑞虎	销量 (万辆)	6.50	9.93	5.29
	市场份额 (%)	18.25	22.76	19.70
比亚迪 S6	销量 (万辆)	0.00	6.02	4.55
	市场份额 (%)	0.00	13.79	16.96
圣达菲	销量 (万辆)	7.72	4.35	1.37
	市场份额 (%)	21.65	9.97	5.11
海马骑士	销量 (万辆)	1.55	2.66	0.96
	市场份额 (%)	4.36	6.10	3.56
合计	销量 (万辆)	27.48	37.35	16.28
	市场份额 (%)	77.11	85.58	78.17

资料来源：乘联会，海通证券研究所

与目前中端 SUV 市场相对畅销的比亚迪 S6 和奇瑞瑞虎相比，我们认为长城汽车哈弗 H6 在这一细分市场具有竞争优势: 1) 尽管比亚迪 S6 在空间和配置方面略胜哈弗 H6，但哈弗 H6 延续了长城哈弗系列的优势，在安全配置上更丰富一些，我们认为哈弗 H6 凭借其在 SUV 领域的品牌和技术积淀在竞争力上优于比亚迪 S6; 2) 哈弗 H6 无论是在外观尺寸，还是在动力选择方面均优于奇瑞瑞虎，但瑞虎在价格方面有一定的优势。

表 10 中端 SUV 细分市场畅销车型性能参数对比

	全球鹰 GX7	奇瑞瑞虎	比亚迪 S6	长城哈弗 H6	中华 V5
大小 (mm)	4541*1833*1700	4390*1765*1705	4810*1855*1680	4640*1825*1690	4405*1800*1614
行李箱容积 (L)	580	520	465	808	430
轴距 (mm)	2661	2510	2720	2680	2630
最小离地间隙 (mm)	172	190	190	190	175
整备质量 (kg)	1485/1550	1343/1403	1620/1665/1700	1520/1556/1615	1290/1400
前悬挂	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式
后悬挂	多连杆式	纵向拖曳臂式	三连杆式独立	双叉臂式	H 型纵向摆臂式
发动机	JL5-4G20	ACTECO-SQR481FC	BYD483QB	4G63S4M	4A92S
	JL4G18	ACTECO-SQR481F	BYD483QB	4G69S4M	--
	JL5-4G24	ACTECO-SQRE4G16	4G69	GW4D20	--
	--	ACTECO-SQR481FG	--	--	--
	--	ACTECO-SQR484F	--	--	--
排量	1.8L/2.0L/2.4L	1.6L/1.8L/2.0L	2.0L/2.4L	2.0L/2.0T/2.4L	1.6L
变速箱	5 挡手动	5 挡手动/CVT	5 挡手动	5/6 挡手动	5 挡手/自动
	6 挡手自一体	4/5 挡手自一体	4 挡手自一体	4 挡自动	5 挡手自一体
最大功率(kW/rpm)	102/6200	80/5800	103/6000	98/5500	87/5600-6000
	104/6000	93/6150	118/5000-6000	110/4000	--
	120/5700	97/5750	123/6000	120	--
	--	102/5750	--	--	--
	--	110/5500	--	--	--
最大扭矩(N·m/rpm)	172/4200	147/4300-4500	186/4250	186/4000	151/4000
	178/4000-4500	160/3900	215/3500-4500	310/1800-2800	--
	225/4000-4200	170/4300-4500	234/4000	210	--
	--	182/4300-4500	--	--	--
	--	205/3500-4500	--	--	--
油耗(L/100km)	8.1/9.6	6.7/8.6/9.1	8.6/10.6	7.4/8.7	6.9/7.2L
价格(万元)	9.29-12.99	8.48-12.38	8.99-13.09	9.58-14.18	10.98-14.58
保养政策	3 年或 10 万公里	2 年或 6 万公里	4 年或 10 万公里	5 年或 10 万公里	3 年或 6 万公里

资料来源: 汽车之家, 海通证券研究所

今年年底和明年自主品牌将会有 5 款中端 SUV 车型陆续上市, 分别为瑞鹰 II、莲花 T5 和吉利旗下的帝豪 EX7 及英伦 SX7。具体来看, 吉利旗下全球鹰 GX7 已经上市, 今年年底或明年年初将推出英伦 SX7 和帝豪 EX7。这三款车型在同一个平台开发出来, 从外形特征和性能参数来看, 三款车型相似度极高, 因此我们认为三款车型的竞争力相当。根据我们跟踪的中端销售情况, 全球鹰 GX7 于今年 4 月份上市后目前现车充足, 部分地区甚至有少量现金优惠, 而哈弗 H6 自去年 11 月上市后目前仍需要预定, 并且没有现金优惠, 因此我们认为吉利系列 SUV 竞争力弱于哈弗 H6。

与瑞鹰相比, 瑞鹰 II 外形更时尚, 更偏向于城市化, 外观尺寸较小但轴距略长。瑞鹰 II 将搭载 2.0T 的 HFC4GA31D 发动机, 最大功率达到了 120 千瓦, 峰值扭矩为 235

牛·米，传动匹配 6 速手动和 6 速 DCT 双离合变速器，我们预计其在动力上将会比瑞鹰有较大的改变。与哈弗 H6 相比，瑞鹰 II 除了在匹配最新双离合技术外基本没有竞争优势，而且自主品牌的双离合技术能否取得消费者的信任仍有待市场检验。

表 11 中端 SUV 细分市场即将上市自主品牌车型

	瑞鹰 II	莲花 T5	帝豪 EX7	瑞虎 5 (预计)	英伦 SX7
大小 (mm)	4430*1840*1660	4508*1782*1559	4600*1855*1720	--	4545*1832*1700
轴距 (mm)	2640	2730	2660	--	2661
最小离地间隙 (mm)	170	--	177	--	--
排量	2.0L	1.6L/1.8L/2.0L	1.8L/2.0L	2.0L/1.8L/1.6T	2.0L/2.4L
变速箱	6 速手动/ DCT	--	5 速手动/6 速自动	5 速手动	5 速手动/6 速自动
最大功率(kW)	120	132/176	102/106	--	--
最大扭矩(N·m)	235	240/340	170/188	--	--
预计价格(万元)	10-15	10-15	9-11	--	--
预计上市时间	2013 年年初	10 月	2013 年年初	2013 年	2012 年四季度

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

为避开主流产品的竞争激烈，部分自主品牌将陆续推出定位于 8-10 万元价格区间的 SUV 产品，这些车型的主要特点是：1) 价格定位避开主流中端 SUV 产品，价格中枢下移；2) 外形尺寸相对较小，动力配置相对较低。今年年底至明年该细分市场主要车型有长安 CS35、哈弗 H2 和帝豪 EX6。

表 12 8-10 万元 SUV 细分市场即将上市车型

	长安 CS35	哈弗 H2	帝豪 EX6
大小 (mm)	4160*1810*1635	4240*1780*1705	4120*1755*1600
轴距 (mm)	2560	2580	2461
最小离地间隙 (mm)	--	--	172
排量	1.6L/1.5T	1.5L	1.3T/1.5L
变速箱	5 档手动/4 档手自一体	5 档手动/CVT	6 档手动/6 档 DCT
最大功率(kW)	121/125	77	--
最大扭矩(N·m)	160/250	138	--
预计价格(万元)	8-10	8-12	7 万起
预计上市时间	2012 年 8 月	2013 年	未知

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

目前中端 SUV 市场的基本被自主品牌占据，只有小部分合资品牌车型价格下探至该区间，如日产逍客。SUV 的热销和 15-30 万元细分市场竞争的加剧引进小型 SUV，将价格向下延伸至 8-15 万元细分市场。今年年底和明年合资品牌将推出三款小型 SUV，分别为福特翼搏、别克 Encore 与日产 Juke。这三款车型采用小型车为其基础平台，三款车型各有其特点：1) 福特翼搏在尺寸和动力上均弱于别克 Encore，相对较低的售价和低油耗会是其竞争优势；2) 别克 Encore 的竞争优势在于舒适性和大空间；3) 日产 Juke 外形颇具个性、动力性能略胜一筹。

表 13 中端 SUV 细分市场即将上市合资品牌车型

	福特翼搏	别克 Encore	日产 Juke
大小 (mm)	4170*1750*1650	4280*1774*1646	4135*1765*1570
轴距 (mm)	2490	2555	2530
最小离地间隙 (mm)	--	158	--
排量	1.0T/1.5L	1.4T	1.6T/1.6L
变速箱	5 档手动/6 档 DCT	6 档手自一体	6 档手动变速器/CVT
最大功率(kW)	74/92	85/103	86/140
最大扭矩(N·m)	170	155/200	158/240
平台	福特 B 平台	通用 Gamma II 平台	日产 B 平台
该平台代表车型	福特嘉年华	雪佛兰爱唯欧	日产玛驰
预计价格(万元)	10-16	14-18	13-17
预计上市时间	2013 年	2012 年 11 月	2012 年底进口,2013 年国产

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

6. 低端市场：众泰占据半壁江山，哈弗M4 具备冲击力

低端 SUV 市场容量较小，其占 SUV 市场份额呈下降趋势，2012 年上半年低端 SUV 的市场份额仅 7% 左右。目前低端 SUV 目前车型较少，销量仅有众泰和哈弗 M 系列表现不错。众泰是低端 SUV 细分市场的开拓者，在业内一直保持着良好的口碑，但是随着瑞麒 X1、哈弗 M 系列等后来者的纷纷加入，小型 SUV 的竞争逐渐激烈起来，众泰的市场份额也逐渐减少至目前的 50% 左右。

表 14 国内低端 SUV 市场销量前六名车型销量及市场份额

车型		2010	2011	2012H1
众泰 5008 (含 2008)	销量 (辆)	93502	73349	28248
	市场份额 (%)	56.41	56.81	48.16
哈弗 M2 (含 M1)	销量 (辆)	33014	20563	7247
	市场份额 (%)	19.92	15.93	12.36
奇瑞 X1	销量 (辆)	18006	14596	7792
	市场份额 (%)	10.86	11.30	13.29
黄海 SUV	销量 (辆)	18744	17864	7330
	市场份额 (%)	11.31	13.83	12.50
合计	销量 (辆)	163266	126372	50617
	市场份额 (%)	98.49	97.87	86.30

资料来源：海通证券研究所根据公开资料整理

从尺寸参数对比中可以看出，哈弗 M4 略小于众泰 5008，哈弗 M4 CROSS 风格更浓，众泰 5008 更为硬朗；从动力匹配来看两款车型实力相当，众泰 5008 越野性更好，哈弗 M4 更适合城市驾驶；从保养政策来看，哈弗 M4 好于众泰 5008。从上述性能参数和保养政策上来看，我们认为哈弗 M4 具备较强竞争力。长城汽车 6 月份产销数据显示 M4 的销量约 5000 辆，通过我们与上海地区 4S 店的销售人员交流的情况来看，哈弗 M4 于 5 月上市后市场评价较好。综合来看，我们认为哈弗 M4 具备挑战众泰 5008 销量冠军的实力。

表 15 低端 SUV 细分市场畅销车型性能参数对比

	哈弗 M2	众泰 5008	瑞麒 X1	哈弗 M4	夏利 R008 (预计年底上市)
大小 (mm)	4011*1744*1735	3970*1570*1730	3866*1622*1638	3961*1728*1617	3920*1645*1485
行李箱容积 (L)	600	454	--	--	--
轴距 (mm)	2499	2420	2330	2383	2405
最小离地间隙 (mm)	163	190	180	185	--
整备质量 (kg)	1170	1130	1100	1106	--
前悬挂	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式	麦弗逊式
后悬挂	纵臂扭转梁式	五连杆式非独立	扭转梁式半独立	纵向拖曳臂式	双连杆麦弗逊滑柱式
发动机	GW4G15	4G13S1/4G15	SQRD4G15/SQR473F	GW4G15	CA4GA1
排量	1.5L	1.3L/1.5L	1.3L/1.5L	1.5L	1.3L
变速箱	5 挡手动/CVT	5 挡手动/CVT	5 挡手动/5 挡手自一体	5 挡手动	5 挡手动
最大功率(kW/rpm)	78/6000	68.5/6000	62/5750	78/6000	67/6000
	--	78/6000	80/6000	--	--
最大扭矩(N·m/rpm)	138/4200	113/4500	122/3800-4500	138/4200	120/4400
	--	134/4500	140/4500	--	--
油耗	6.7L	6.7L/7.1L	7.2/7.3	6.0L	--
价格	6.79-7.79	5.38-7.48	5.38-6.48	6.39-7.19	预计 5 万元左右
保养政策	3 年/10 万公里	2 年或 5 万公里	4 年/12 万公里	3 年/6 万公里	--

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

公司篇

7. 长城汽车：8-15 万元SUV细分市场领导者

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。保定一工厂产能 12 万辆，主要生产皮卡；保定二工厂产能 10 万辆，最大产能 14 万辆，主要生产 SUV，如果皮卡产能不足，可能会在该工厂生产部分皮卡；保定三工厂产能 20 万，最大产能 24 万辆，主要生产轿车（C30 和绚丽）和小型 SUV（M1 和 M2）；上述工厂产能利用率高，基本上是满负荷运行。天津工厂一期设计产能 20 万辆，主要生产 H6 和 C50，目前仍处于产能爬坡期，预计 2012 年底将全部达产，最大产能可达 24 万辆。同时，天津工厂二期设计产能 20 万辆在销量较好的情况下预计将于 2013 年上半年投产。

表 16 长城汽车现有生产基地及产能

生产基地	产能（万辆）	开工时间	投产时间	生产车型（含规划）
华北汽车（皮卡工厂）	12	-	2000 年	K 平台：迪尔、风骏皮卡等
保定长城工业园 1 期（SUV 工厂）	10	2003/5/19	2005/3/6	K 平台：哈弗 H3 和 H5、腾翼 V80、风骏皮卡等
保定长城工业园 2 期（轿车工厂）	18	2005/7/1	2007/10/29	CHA 平台：炫丽、腾翼 C30 等轿车、哈弗 M 系列 SUV
天津基地一期	20	2009/2/6	2011/8/15	CHB 平台：哈弗 H6、腾翼 C50
天津基地二期	20	2011 年底	2013 年上半年	CHB 平台：CH071
徐水基地一期	25	2012 年初	2013 年底	CHK 平台：哈弗 H7、风骏 CL
合计	105	--	--	--

资料来源：长城汽车招股说明书及历年年报，海通证券研究所

公司形成了 SUV、轿车、皮卡三大品类协同发展的业务格局，目前 SUV 销量占公司汽车销量的比重达 40%以上。与轿车和皮卡相比，SUV 毛利率相对较高，我们预计公司 60%左右的毛利润是由 SUV 贡献的。

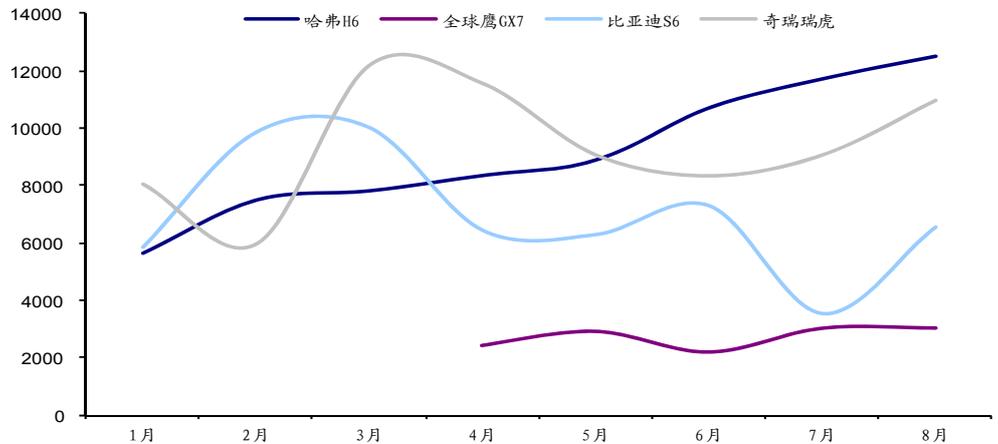
表 17 长城汽车 2009-2012 年分车型汽车销量及增速

公司名称	2009		2010		2011		1-8M2012	
	销量（万辆）	增速（%）	销量（万辆）	增速（%）	销量（万辆）	增速（%）	销量（万辆）	增速（%）
SUV	5.83	32.48%	13.70	134.96%	14.75	7.68%	15.44	67.21%
轿车	6.98	615.50%	12.28	76.02%	18.81	53.14%	11.77	4.30%
皮卡	7.53	19.14%	9.86	30.93%	12.17	23.39%	8.98	16.49%
其他车辆	20.34	73.88%	35.85	76.21%	45.73	27.58%	36.19	16.49%
合计	5.83	32.48%	13.70	134.96%	14.75	7.68%	15.44	67.21%

资料来源：长城汽车月度销量快报和历年年报，海通证券研究所

目前公司在 SUV 领域的主力车型为哈弗 H 系列。哈弗 H 系列定位于 8-15 万元 SUV 市场，从与全球鹰 GX7、比亚迪 S6 和奇瑞瑞虎的销量对比来看，哈弗 H 系列在 8-15 万元价位区间的 SUV 细分市场中的竞争优势明显，其中公司都市型 SUV 哈弗 H6 自去年上市以来销量保持强劲的增长势头，8 月份销量创新高至 12518 辆。

图 18 哈弗 H6 和全球鹰 GX7 等车型的月度销量对比 (辆)



注：表中 GX7、S6、瑞虎、V5 等销量数据来源于乘联会，哈弗 H6 销量数据来源于长城汽车产销数据；
 资料来源：乘联会，长城汽车，海通证券研究所

公司未来发展的重点仍将集中在 SUV 细分领域，产品定位于 6-15 万元的中低端价位细分 SUV 市场。与自主品牌相比，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；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。我们认为随着新车型的陆续推出，公司 SUV 销量有望快速增长。

表 18 长城汽车 2012-2014 年分车型汽车销量及增速预测

公司名称	2012		2013		2014	
	销量 (辆)	增速 (%)	销量 (辆)	增速 (%)	销量 (辆)	增速 (%)
SUV	256904	74.18	337876	31.52	390531	15.58
轿车	175157	-6.89	153725	-12.24	141836	-7.73
皮卡	146524	20.38	175137	19.53	205423	17.29
其他车辆	3500	-42.21	3675	5.00	3859	5.00
合计	582084	25.61	670413	15.17	741650	10.63

资料来源：海通证券研究所

我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年公司分别实现 EPS1.70 元、2.05 元和 2.20 元，以 9 月 21 日收盘价计算，2012 年、2013 年和 2014 年的动态 PE 分别为 9.82 倍、8.14 倍和 7.59 倍，维持对其“增持”评级，目标价为 16.40 元，对应 8 倍 2013 年 PE。

风险提示：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和毛利率下降的风险；行业竞争加剧的风险。

8. 长安汽车：关注长安福特带来的业绩弹性

公司本部及控股子公司产品涵盖微型车（包括微型客车和微型货车）和自主品牌轿车。公司旗下合营和联营企业长安福特、长安马自达、长安铃木等合资企业主要生产福特、马自达、铃木系列乘用车，江铃控股主要生产轻型商用车。2011 年，公司实现各类汽车销量为 169.64 万辆，其中合并范围内公司销量为 84.91 万辆，仅次于上汽、东风为国内销量第三的汽车集团。

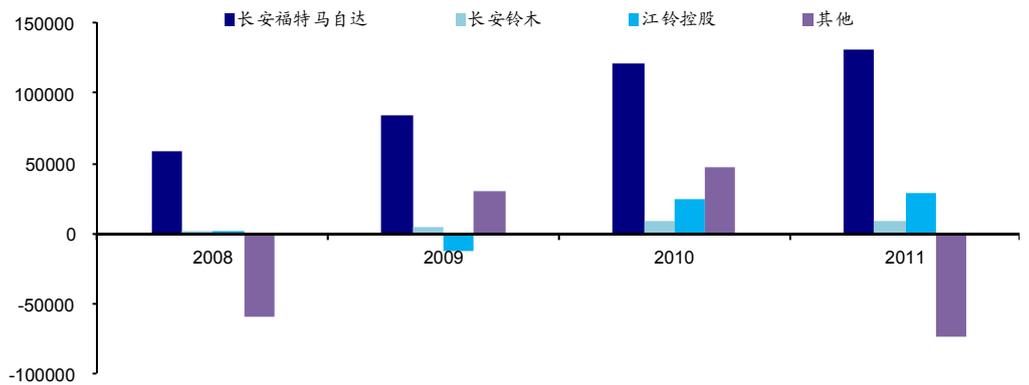
表 19 长安汽车旗下主要资产情况

名称	股权比例	产能	车辆类型	主要车型
本部	100.00%	60 万辆	交叉乘用车	长安之星 2、星光、长安之星 S460、4500、金牛星、欧诺
		40 万辆	轿车	奔奔、悦翔、CX30、CX20、逸动、悦翔 V3
河北长安	94.07%	20 万辆	微卡	长安星卡
			交叉乘用车	长安星光、星光 4500
南京长安	82.47%	20 万辆	交叉乘用车	长安之星、长安 S460
长安福特	50.00%	40 万辆	轿车	蒙迪欧、福克斯、沃尔沃 S40、沃尔沃 S80、新嘉年华、新福克斯
长安马自达	50.00%	20 万辆	轿车	马自达 3、马自达 2、马自达 3 星骋
长安铃木	51.00%	25 万辆	轿车	羚羊、雨燕、天语、新奥拓
江铃控股	50.00%	--	轻卡	江铃五十铃、JMC
		--	轻客	江铃全顺
		--	SUV	宝威、路风

注：长安汽车 2012 年 8 月 28 日发布公告，长安福特马自达分立为长安福特和长安马自达两家合资企业
 资料来源：海通证券研究所

投资收益是公司利润的主要来源，2011 年和 2012 年上半年归属母公司净利润中来源于投资收益的比重分别为 100.06% 和 128.54%。进一步来看，公司投资收益主要来源于长安福特马自达，2011 年归属母公司利润贡献为 136.10%。

图 19 长安汽车 2008-2011 归属母公司净利润构成 (万元)



资料来源：长安汽车历年年报，海通证券研究所

长安福特现有整车产能 40 万辆，随着福特汽车对国内市场重视程度的提升，其在国内的产能布局也在快速扩张：在重庆和杭州再建设两个工厂，分别是 35 万辆和 25 万辆，预计分别在 14 年和 15 年建成投产，届时长安福特在中国的总产能将达 100 万辆。同时，福特也将加大在中国市场投入全新车型的力度：2015 年前将对长安福特投入 11 款新车型，这就意味着每年长安福特将新增 2-3 款新车型。长安福特将于今年年底或明年年初引进翼虎和翼搏两款 SUV，SUV 相对较高车价和毛利率有望给长安汽车 2013 年带来较好的向上业绩弹性。

我们预计 2012 年、2013 年和 2014 年公司分别实现 EPS0.25 元、0.49 元和 0.62 元，以 9 月 21 日收盘价计算，2012 年、2013 年和 2014 年的动态 PE 分别为 20.28 倍、10.35 倍和 8.18 倍，维持对其“增持”评级，目标价为 4.90 元，对应 10 倍 2013 年 PE。

风险提示：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和毛利率下降的风险；福特车型引进中国进度低于预期。

附录：2012-2013 年即将上市 SUV 一览

表 20 2012-2013 年即将上市 SUV 一览

车型	生产厂家	预计价格(万元)	大小 (mm)	排量	变速箱	预计上市时间
福特翼虎	长安福特	19-26	4524*1842*1669	1.6T/2.0T	6 档手自一体	2012 年 11 月
斯柯达 Yeti	上海大众	18-24	4223*1793*1691	1.4T/1.8T/2.0T	--	2013 年国产
马自达 CX-5	一汽马自达	18.70-22.54	4555*1888*1765	2.0L/2.4L	6 档手自一体	2013 年国产
三菱劲炫	广汽三菱	16-22	4295*1770*1615	2.0L	CVT	2012 年 10 月
哈弗 H7	长城汽车	--	4800*1938*1785	2.0T	6 速自动变速器	2013 年年底
帝豪 EX8	吉利汽车	15-20	4839/1884/1715	2.4L	6MT/6AT	2013 年年初
瑞鹰 II	江淮汽车	10-15	4430*1840*1660	2.0L	6 速手动/ DCT	2013 年年初
莲花 T5	青年莲花	10-15	4508*1782*1559	1.6L/1.8L/2.0L	--	10 月
帝豪 EX7	吉利汽车	9-11	4600*1855*1720	1.8L/2.0L	5 速手动/6 速自动	2013 年年初
英伦 SX7	吉利汽车	--	4545*1832*1700	2.0L/2.4L	5 速手动/6 速自动	2012 年四季度
长安 CS35	长安汽车	8-10	4160*1810*1635	1.6L/1.5T	5 档手动/4 档手自一体	2012 年 8 月
哈弗 H2	长城汽车	8-12	4240*1780*1705	1.5L	5 档手动/CVT	2013 年
帝豪 EX6	吉利汽车	7 万起	4120*1755*1600	1.3T/1.5L	6 档手动/6 档 DCT	未知
福特翼搏	长安福特	10-16	4170*1750*1650	1.0T/1.5L	5 档手动/6 档 DCT	2013 年
别克 Encore	上海通用	14-18	4280*1774*1646	1.4T	6 档手自一体	2012 年 11 月
日产 Juke	郑州日产	13-17	4135*1765*1570	1.6T/1.6L	6 档手动变速器/CVT	2012 年底进口,2013 年国产
夏利 R008	一汽夏利	预计 5 万元左右	3920*1645*1485	1.3L	5 档手动	预计年底上市

资料来源：汽车之家，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

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；

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。

类别	评级	说明
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%。
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。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长 (021) 63411619 wangym@htsec.com	高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com	路颖 副所长 (021) 23219403 luying@htsec.com	江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
--	--	--	---

宏观经济研究团队 李明亮 (021) 23219434 汪辉 (021) 23219432 刘铁军 (021) 23219394 联系人 高远 (021) 23219669 李宁 (021) 23219431 周霞 (021) 23219807	lml@htsec.com wanghui@htsec.com liutj@htsec.com gaoy@htsec.com lin@htsec.com zx9807@htsec.com	策略研究团队 陈瑞明 (021) 23219197 吴一萍 (021) 23219387 荀玉根 (021) 23219658 联系人 王旭 (021) 23219396 汤慧 (021) 23219733 李珂 (021) 23219396	chenrm@htsec.com wuyiping@htsec.com xyg6052@htsec.com wx5937@htsec.com tangh@htsec.com lk6604@htsec.com	基金研究团队 娄静 (021) 23219450 单开佳 (021) 23219448 倪韵婷 (021) 23219419 罗震 (021) 23219326 唐洋运 (021) 23219004 联系人 陈瑶 (021) 23219645 伍彦妮 (021) 23219774 桑柳玉 (021) 23219686 曾逸名 (021) 23219773	loujing@htsec.com shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com chenyao@htsec.com wyn6254@htsec.com sly6635@htsec.com zym6586@htsec.com
---	--	--	--	--	--

金融工程研究团队 吴先兴 (021) 23219449 丁鲁明 (021) 23219068 郑雅斌 (021) 23219395 联系人 冯佳睿 (021) 23219732 朱剑涛 (021) 23219745 张欣慰 (021) 23219370 周雨卉 (021) 23219760	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com zxw6607@htsec.com zyh6106@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香 (021) 23219445 徐莹莹 (021) 23219885 联系人 武亮 (021) 23219883 黄轩 (021) 23219886	jiangjx@htsec.com xyy7285@htsec.com wl7222@htsec.com hx7252@htsec.com	政策研究团队 陈久红 (021) 23219393 陈嵘嵘 (021) 23219433 联系人 倪玉娟 (021) 23219820	chenjiuhong@htsec.com zrchen@htsec.com nyj6638@htsec.com
---	--	---	--	---	--

计算机及通信行业 陈美凤 (021) 23219409 袁兵兵 (021) 23219770 联系人 蒋科 (021) 23219474 侯云哲 (021) 23219815	chenmf@htsec.com ybb6053@htsec.com jiangk@htsec.com hyz6671@htsec.com	煤炭行业 朱洪波 (021) 23219438 刘惠莹 (021) 23219441	zhb6065@htsec.com liuhy@htsec.com	批发和零售贸易行业 路颖 (021) 23219403 潘鹤 (021) 23219423 汪立亭 (021) 23219399 联系人 李宏科 (021) 23219671	luying@htsec.com panh@htsec.com wanglt@htsec.com lhk6064@htsec.com
--	--	--	--------------------------------------	--	---

建筑工程行业 江孔亮 (021) 23219422 联系人 赵健 (021) 23219472 张显宁 (021) 23219813 张光鑫 (021) 23219818	kljiang@htsec.com zhaoj@htsec.com zxn6700@htsec.com zgx7065@htsec.com	石油化工行业 邓勇 (021) 23219404 联系人 王晓林 (021) 23219812	dengyong@htsec.com wxl6666@htsec.com	机械行业 龙华 (021) 23219411 联系人 何继红 (021) 23219674 熊哲颖 (021) 23219407	longh@htsec.com hejh@htsec.com xzy5559@htsec.com
--	--	--	---	--	--

农林牧渔行业 丁频 (021) 23219405 联系人 夏木 (021) 23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	纺织服装行业 卢媛媛 (021) 23219610 联系人 杨艺娟 (021) 23219811	lyy5991@htsec.com yyj7006@htsec.com	非银行金融行业 董乐 (021) 23219374 联系人 黄媚 (021) 23219638 汤婧 (021) 23219809	dl5573@htsec.com hm6139@htsec.com tj6639@htsec.com
---	-------------------------------------	---	--	---	--

电子元器件行业 邱春城 (021) 23219413 联系人 张孝达 (021) 23219697 郑震湘 (021) 23219816	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com zxx6787@htsec.com	互联网及传媒行业 联系人 白洋 (021) 23219646 薛婷婷 (021) 23219775	baiyang@htsec.com xtt6218@htsec.com	交通运输行业 钮宇鸣 (021) 23219420 钱列飞 (021) 23219104 联系人 虞楠 (021) 23219382 李晨 (021) 23219817	ymniu@htsec.com qianlf@htsec.com yun@htsec.com lc6668@htsec.com
--	---	--	--	---	--

汽车行业 赵晨曦 (021) 23219473 冯梓钦 (021) 23219402 联系人 陈鹏辉 (021) 23219814	zhaocx@htsec.com fengzq@htsec.com cph6819@htsec.com	食品饮料行业 赵勇 (0755) 82775282 齐莹 (021) 23219166	zhaoyong@htsec.com qiy@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇 (021) 23219391 联系人 任玲燕 (021) 23219406	liuyq@htsec.com rly6568@htsec.com
---	---	---	-------------------------------------	---	--------------------------------------

医药行业 联系人 刘宇 (021) 23219608 刘杰 (021) 23219269 冯皓琪 (021) 23219709 郑琴 (021) 23219808	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com zq6670@htsec.com	有色金属行业 联系人 刘博 (021) 23219401	liub5226@htsec.com	基础化工行业 曹小飞 (021) 23219267 联系人 易团辉 (021) 23219737 张瑞 (021) 23219634	caoxf@htsec.com yith@htsec.com zr6056@htsec.com
--	---	------------------------------------	--------------------	--	---

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mh6614@htsec.com	

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 (021) 63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 (021) 23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755) 23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755) 23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

高溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com
 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com
 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com
 朱昂 (021) 23219397 za6533@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com
 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com
 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com
 隋巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
 电话: (021) 23219000
 传真: (021) 23219392
 网址: www.htsec.com