



# 长城汽车

## 加密紧凑型 SUV 布局 长城 H 中长期买点已现

### 公司动态

#### 公司近况

随着哈弗 H7 上市，长城今明两年将在紧凑型 SUV 市场投放 4 款新车型。通过近期参加股东大会和店访，我们认可长城汽车加大在紧凑型 SUV 市场加密产品线的战略，认为长城 H 的中长期买点已经出现，而长城 H 短期的股价变动将主要取决于 H7 的月度销量能否有效突破至 6,000 辆以上，此外现金牛车型 H6 的终端销量今年能否稳定在 3 万辆以上也对股价和盈利有重大影响。

#### 评论

**H7 定价有弹性，在销量与毛利率之间寻找最佳点。**从消费者和各类汽车论坛的反馈来看，H7 上市定价不高，但配置偏低，很多重要的配置都被打包在冬季选装包、舒适选装包和科技选装包中，并以 1,000/5,000/7,000 元出售。我们认为，这实际是长城采取的弹性定价策略，未来如果 H7 的销量低于预期，不排除长城会免费增配。这也反映长城在新车定价上更为谨慎。因此未来 2 个月 H7 的终端市场反应和定价变化将成为影响长城股价最重要的变量。

**我们认可长城产品布局方向：在紧凑型 SUV 市场加密产品线。**以哈弗 H6 为代表的紧凑型 SUV 市场是自主品牌 SUV 销量最大的市场，长城的成本控制、客户口碑和供应链资源也使得其在这一细分市场具有非常强的竞争力，此前 2 年长城将主要的研发资源投放于 H8 和 H9，使得今天 H6 需要独自面对众多强劲竞争对手，随着 H7 及之后的 3 款紧凑型 SUV 车型上市，投资者对于长城过度倚重 H6 一款车型的担忧也会有所缓解。

**H6 库存存在压力，H6 Coupe 月销有望破万。**16 年以来，长城将天津工厂产能全部用于生产 H6，供应的增长导致经销商库存系数由此前 1.2~1.3 个月提升至 1.8~2.0 个月。随着 1.5T 版本上市，H6 Coupe 销量继续增长，月销量预计将在 2 个月内突破万辆。

#### 估值建议

鉴于 H7 和 H6 销量的不确定性，我们暂维持盈利预测不变，目前长城 H 仅对应 6.3x 2016 年 P/E，我们认为是中长期买点，未来 2 个月 H7 和 H6 的销量有望成为长城 H 股价上涨的催化剂，而长城 A 较长城 H 有较大溢价，因此长城 A 的股价上涨将滞后于长城 H 维持 2016/17 年 81.2 亿/85.4 亿盈利预测，**维持长城 A 和 H 目标价分别为 7.5 元和 6.5 港币。维持长城 A/H 中性评级。**

#### 风险

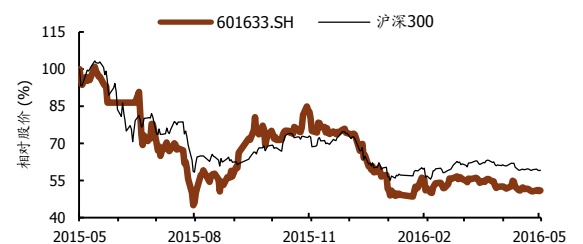
H6 销量下滑，H7 销量不及预期。

#### 奉玮

分析师  
 wei.feng@cicc.com.cn  
 SAC 执证编号: S0080513110002  
 SFC CE Ref: BCK590

### 维持中性

股票代码	601633.SH	02333.HK
评级	中性	中性
最新收盘价	人民币 8.34	港币 5.67
目标价	人民币 7.50	港币 6.50
52 周最高价/最低价	人民币 16.65~7.09	港币 16.81~4.74
总市值(亿)	人民币 651	港币 771
30 日日均成交额(百万)	人民币 88.25	港币 126.04
发行股数(百万)	9,127	9,127
其中: 自由流通股(%)	66	34
30 日日均成交量(百万股)	10.31	22.00
主营行业		汽车及零部件



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	62,599	76,033	84,720	95,237
增速	10.2%	21.5%	11.4%	12.4%
归属母公司净利润	8,042	8,059	8,124	8,544
增速	-2.2%	0.2%	0.8%	5.2%
每股净利润	2.64	0.88	0.89	0.94
每股净资产	11.00	4.20	4.82	5.48
每股股利	0.80	0.27	0.28	0.29
每股经营现金流	2.00	1.10	1.50	1.20
市盈率	3.2	9.4	9.4	8.9
市净率	0.8	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	2.0	6.2	5.4	4.8
股息收益率	3.2%	3.3%	3.3%	3.5%
平均总资产收益率	14.1%	12.1%	10.7%	10.0%
平均净资产收益率	26.2%	22.5%	19.7%	18.2%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	62,599	76,033	84,720	95,237	营业收入	10.2%	21.5%	11.4%	12.4%
营业成本	45,252	56,871	64,424	72,799	营业利润	-4.2%	-0.4%	3.1%	5.3%
营业税金及附加	2,282	2,886	2,965	3,333	EBITDA	1.8%	5.5%	3.7%	7.0%
营业费用	2,085	2,842	2,711	3,333	净利润	-2.2%	0.2%	0.8%	5.2%
管理费用	3,822	4,031	5,083	5,714	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-129	139	-30	-63	毛利率	27.7%	25.2%	24.0%	23.6%
其他	0	0	0	0	营业利润率	14.7%	12.1%	11.2%	10.5%
营业利润	9,216	9,183	9,467	9,970	EBITDA 利润率	17.9%	15.5%	14.4%	13.8%
营业外收支	428	506	381	389	净利润率	12.8%	10.6%	9.6%	9.0%
利润总额	9,640	9,689	9,848	10,359	<b>偿债能力</b>				
所得税	1,599	1,628	1,724	1,815	流动比率	1.35	1.27	1.39	1.43
少数股东损益	0	1	0	0	速动比率	1.22	1.14	1.25	1.30
归属母公司净利润	8,042	8,059	8,124	8,544	现金比率	0.13	0.11	0.29	0.34
EBITDA	11,195	11,808	12,240	13,102	资产负债率	45.4%	46.6%	45.3%	45.0%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	3,394	3,642	10,164	13,375	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	26,984	28,945	32,252	36,255	总资产收益率	14.1%	12.1%	10.7%	10.0%
预付款项	723	881	998	1,127	净资产收益率	26.2%	22.5%	19.7%	18.2%
存货	3,470	4,120	4,667	5,274	<b>每股指标</b>				
其他流动资产	742	2,803	0	0	每股净利润 (元)	2.64	0.88	0.89	0.94
流动资产合计	35,314	40,390	48,081	56,031	每股净资产 (元)	11.00	4.20	4.82	5.48
固定资产及在建工程	22,548	25,397	27,931	30,150	每股股利 (元)	0.80	0.27	0.28	0.29
无形资产及其他长期资产	2,976	5,396	3,717	4,038	每股经营现金流 (元)	2.00	1.10	1.50	1.20
非流动资产合计	26,032	31,521	32,376	34,921	<b>估值分析</b>				
资产合计	61,345	71,911	80,457	90,952	市盈率	3.2	9.4	9.4	8.9
短期借款	76	383	0	0	市净率	0.8	2.0	1.7	1.5
应付账款及票据	21,336	24,284	27,484	31,057	EV/EBITDA	2.0	6.2	5.4	4.8
其他流动负债	4,808	7,203	7,211	8,089	股息收益率	3.2%	3.3%	3.3%	3.5%
流动负债合计	26,145	31,786	34,695	39,145					
长期借款和应付债券	0	50	67	92					
非流动负债合计	1,682	1,737	1,754	1,779					
负债合计	27,827	33,524	36,449	40,924					
股东权益合计	33,452	38,331	43,963	49,995					
少数股东权益	67	56	44	33					
负债及股东权益合计	61,345	71,911	80,457	90,952					
<b>现金流量表</b>									
净利润	8,042	8,059	8,124	8,544					
折旧和摊销	1,684	1,981	2,422	2,806					
营运资本变动	-3,723	2,567	-679	-290					
其他	22	-2,657	3,697	-213					
经营活动现金流	6,096	10,034	13,663	10,997					
投资活动现金流入	19	-660	1,752	-261					
投资活动现金流出	-7,229	-5,857	-5,030	-5,090					
投资活动现金流	-7,210	-6,517	-3,278	-5,351					
股权融资	55	0	0	0					
银行借款	-176	358	-367	25					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-1,309	-4,112	-2,840	-2,435					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-2,441	-623	7,546	3,211					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

长城汽车是中国规模最大的民营汽车制造企业，产品涵盖哈弗 SUV、腾翼轿车、风骏皮卡三大品类。长城专注于 SUV，在 SUV 领域有很强的竞争力。2015 年，长城汽车总销量排名第八，哈弗 SUV 已连续 13 年夺得市场销量冠军，皮卡销量连续 18 年保持全国第一。



## 附录 1: H7 与主要竞品汉兰达配置对比

图表 1: H7 三款车型及竞品汉兰达配置对比

	哈弗 H72016 款 蓝标 2.0T 自动两驱舒适型	哈弗 H72016 款 蓝标 2.0T 自动两驱精英型	哈弗 H72016 款 蓝标 2.0T 自动两驱豪华型	汉兰达 2015 款 2.0T 两 驱精英版 5 座
官方价	14.98 万	15.98 万	16.98 万	23.98 万
级别	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
上市时间	42461	42461	42461	42064
发动机	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4	2.0T L4
进气形式	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压
最大马力(PS)	231	231	231	220
最大扭矩(N·m)	355	355	355	350
变速箱	6 挡双离合	6 挡双离合	6 挡双离合	6 挡手自一体
车身类型	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV	5 门 5 座 SUV
长×宽×高(mm)	4700×1925×1718	4700×1925×1718	4700×1925×1718	4855×1925×1720
轴距(mm)	2850	2850	2850	2790
最高车速(km/h)	-	-	-	175
官方 0-100km/h 加速(s)	-	-	9.43	9.9
工信部综合油耗 (L/100km)	-	-	-	8.2
整车质保	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里	三年或 10 万公里
车身类型	SUV	SUV	SUV	SUV
长度(mm)	4700	4700	4700	4855
宽度(mm)	1925	1925	1925	1925
高度(mm)	1718	1718	1718	1720
轴距(mm)	2850	2850	2850	2790
前轮距(mm)	1645	1645	1645	1635
后轮距(mm)	1596	1596	1596	1630
最小离地间隙 (mm)	-	-	0	-
车重(kg)	-	-	0	1900
车门数(个)	5	5	5	5
座位数(个)	5	5	5	5
油箱容积(L)	-	-	-	72
发动机型号	-	-	-	8AR-FTS
排量(mL)	1967	1967	1967	1998
进气形式	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压	涡轮增压
最大马力(PS)	231	231	231	220
最大功率(kW)	170	170	170	162
最大功率转速 (rpm)	5500	5500	5500	4800-5600
最大扭矩(N·m)	355	355	355	350
最大扭矩转速 (rpm)	2200-4000	2200-4000	2200-4000	1700-4000
气缸排列形式	直列	直列	直列	直列
气缸数(个)	4	4	4	4
每缸气门数(个)	4	4	4	4
压缩比	-	-	-	10
配气机构	DOHC	DOHC	DOHC	DOHC
缸径(mm)	-	-	-	86
行程(mm)	-	-	-	86
发动机特有技术	双 VVT	双 VVT	双 VVT	Dual VVT-iW
燃料形式	汽油	汽油	汽油	汽油



燃油标号	92号(原93号)	92号(原93号)	92号(原93号)	95号(原97号)
供油方式	直喷	直喷	直喷	混合喷射
缸盖材料	铝	铝	铝	铝
缸体材料	铝	铝	铝	铝
排放标准	国V	国V	国V	国IV/国V
变速箱				
简称	6挡双离合	6挡双离合	6挡双离合	6挡手自一体
挡位个数	6	6	6	6
变速箱类型	双离合变速箱(DCT)	双离合变速箱(DCT)	双离合变速箱(DCT)	自动变速箱(AT)

资料来源: 太平洋汽车网, 中金公司研究部



## 附录 2：长城汽车股东大会会议纪要

投资建议：如果 H7 销量今年能够破 8,000 辆，现在就是长城汽车 H 的买点

4月25日我们以附件中的大报告，表达了对长城更为乐观的展望。往前看，我们认为接下来对长城汽车的股价有重要影响的事件有：1) H7 的销量，目前看有产能限制，但是从过往的历史看，上市第三和第四个月的销量最为关键（H2 在 2014 年 7 月上市，7~10 月的销量分别为 1,260 辆、3,859 辆、8,288 辆和 11,678 辆）；2) 长城的中报，2 季度是淡季，但长城 2Q15 和 3Q15 的基数都相对较低，从今天魏总的信心看，今年长城净利润正增长似乎应是很有信心。

在年度股东大会的交流中，我们最为认可的是长城重新将产品布局的重心移回紧凑型 SUV 市场。长城在 2015 年遭遇的困难，我们认为都可以简单归纳为在长城将资源用于推出 H8 和 H9 时，减少对其核心市场（H6 大小的紧凑型 SUV）的车型投放，导致竞争对手车型纷纷上市时长城仅能依靠 H6 一款车型。这种 H6 一款车型独大的局面，如果在明年上半年 H6 换代车型、H6 Coupe、H7 和 H7L 这四款车型有 3 款车型过万、1 款车型维持在 2.5 万辆以上，那么长城的产品换代问题就得到解决。

关于长城未来产品研发体系的猜想：

魏总一直强调长城要做的是“模块化”而非“平台化”，今天在交流中更是对大众的平台战略不以为然。我们猜想，长城未来能够在相对较短的时间内推出众多车型，同时还能保证产品的盈利能力不错，一个核心的思路可能是“拼积木”式的模块化设计思路。

在这次股东大会中，我重点关注的是以下问题：

魏总从 2015 年以来管理思路的变化？

思路没有变化，就是“聚焦再聚焦”。请孙红雷做广告属于品牌维护，增强长城 SUV 领导者的市场形象。动作挺大，但其实广告的频次不高（因此花销也不大）。

长城现在不做轿车的问题是能力不足。未来长城如果再做轿车，也不会用“哈弗”这个品牌。在充分竞争的时代，必须通过品类打造品牌。

长城汽车接下来一年的车型规划？

到 2017 年底长城会有 3 款与 H6 尺寸相仿的 SUV 车型和为了满足油耗法规要求的纯电动轿车。今年年底会有红标 H7 和红标 H7L 上市，明年下半年还会有一款运动型 SUV 上市（H7 Coupe？）。

因此我们估计这三款 SUV 将分别是：H6 换代，H7L 和 H7 Coupe。

另外基于 Concept B 打造的小型 SUV 已经被命名为 H1 Coupe，预计年内上市。这样即是以目前最热销的 H1/H2/H6/H7 这 4 个车型，就会衍生出 16 个车型（4X2X2，即正常版本和 Coupe 版，再乘以红标与蓝标）。

长城会提高 SUV 车型上市的频次和产品的档次，哈弗 SUV 的性价比会越来越越好。

如何看待 SUV 市场竞争加剧？

长城汽车专注于 SUV 就是为 SUV 成为红海市场而做准备。一般的思维是狡兔三窟，把鸡蛋放在多个篮子里面，但长城就只有 SUV 这一个篮子。在 2016 年年底再看业绩，长城的业绩依然会是亮点。估计 2016 年依然有很多 SUV 车企不能赚钱，因为以前轿车不赚钱的车企，在竞争激烈的 SUV 市场依然不能赚钱。

3 月 H6 降价之后，毛利率是否有下降？



H6 降价之后，毛利率维持了以前的毛利率。H6 毛利率能够保持稳定的原因：a) 销量上去了，而且还能持续；b) 做内部管控降成本，不是往供应商降成本，而是通过内部优化组织，削减开支，消除浪费，优化流程，提升管控能力。

长城目前的净利润目前仍主要倚重 H6 一款车型，未来 H6 对利润贡献的占比是否会下降？

目前与 H6 尺寸相仿的车型中：H7 随着产能的释放会逐步上量，H6 Coupe 接下来每个月的销量也能突破 1 万辆，而 2017 年上市的 3 款 SUV 车型也都有希望上量。

技术中心投入运营一年后，是否对长城的产品研发能力有所提升？

没有明显提升。在技术中心里面做的试验，长城以前也在现有的总部里面做研发，只是把试验室搬过去，办公场地更高大上了。

其他投资者的问题有：

今年 95 万辆的销量目标现在看起来是否能够完成？

有信心完成。

新的涡轮增压缸内直喷发动机 1.3T/1.5T 和 DCT 变速器何时可以投产？

2017 年 8~9 月投产，1.5T 发动机会成为新一代发动机的主力机型。

长城汽车未来毛利率和净利率的展望？

未来长城汽车的毛利率和利润率还有望继续提升。

长城新车开发思路的变化？

大众的平台化战略不可取。长城要做的是模块化而非平台化。经济型 SUV 生命周期会缩短，款式则会更多。车企需要在一个平台上搭配不同配置，对外观、内饰的要求越来越多。

长城汽车是否会产能过剩？

不担心产能，有信心销量和产能相匹配。

H2 的毛利率是否还会有进一步提升的空间？

H2 的利润率还不错，不过由于车型已较老，毛利率不会再提高了。

员工流动率？如何看待高管流动？

天津工厂的员工流动率高一些，有 9~10%，保定工厂的员工流动率相对更低一些。对于高管的流动，有一定的流动性是正常的，说明行业对于长城汽车培养的人才认可。但流失一些人才之后，长城还从海外招聘了很多更为厉害的各类人才。

新能源汽车的规划？

感觉新能源乘用车比新能源客车更有意义。长城汽车的战略是在新能源汽车行业做跟随者，抓住纯市场化的时机推出有竞争力的车型。长城一直在算，如果不要补贴，长城的新能源汽车是否有竞争力。感觉可能还需要 5~6 年的时间，有待电池能量密度的提升和成本的降低。

H7 的销量预期？



目前是以产定销，有一个产能爬坡过程。目前的月产能为4,000台。

H7有顿挫感，H8感觉动力不足？

H7的顿挫感是因为标定时希望降低油耗，如果油耗高一点，可以有效降低顿挫感。H8不会推出更大排量的发动机，因为成本和税负（汽车消费税与发动机排量相关）。

长城提出要成为世界级SUV企业，可否描述世界级SUV企业的特征？

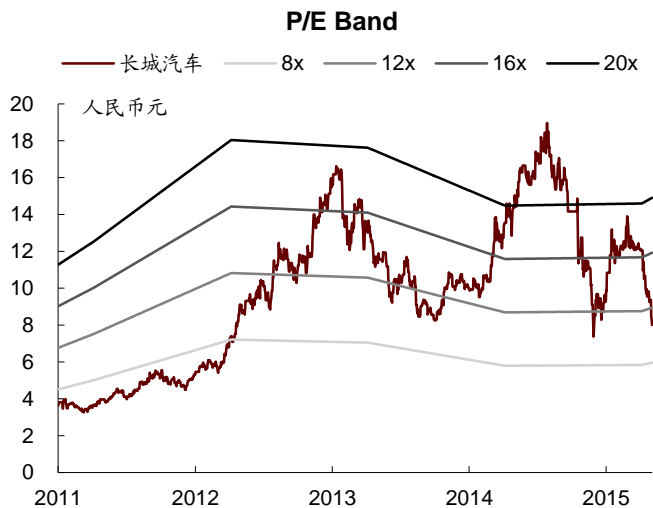
魏总认为，世界级SUV企业意味着：

- a) 在品类中要有相当的分量，市场份额；
- b) 要在多个市场要有运营的能力，全球的概念不一定要全球做透，比如大众今天还没有进入东南亚市场，在美国市场做得也不好，这不妨碍大众在全球进入前二；
- c) 有良好的口碑；
- d) 品牌要有价值，需要有利润，赚不到钱的市场份额没有意义。

关于未来的规划，中国本土化的市场很大，还没有进入消费的成熟阶段，因此中国的汽车市场并不成熟，竞争也不激烈。长城在本土市场一定要有绝对的优势，做到让外资感到有巨大压力。与外资同台竞技，能得到外资的尊重。如果在本土市场不能打胜，海外市场很难做得更好。

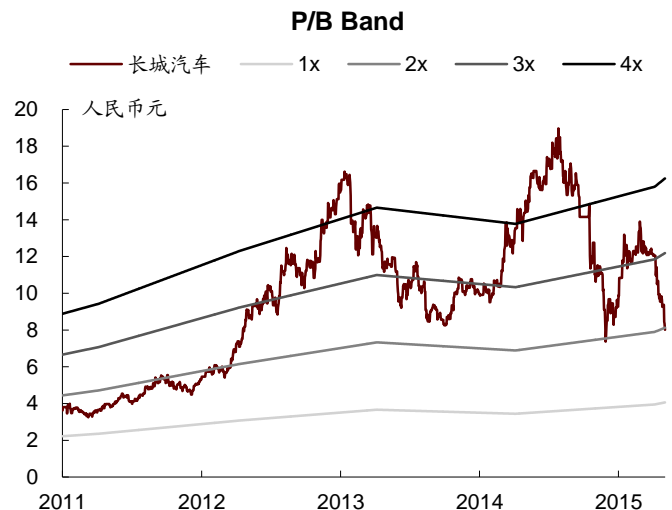
先国内、再国外。目前的产品是泛中国市场，中国推行的第四阶段油耗标准和当前的排放标准，有些指标已经超过欧盟和美国。长城认为这是好事，中国对于汽车安全性的要求和欧盟没有差异，但与北美差异较大，主要是侧重点不一样。通过技术、产品质量满足法规，市场的面会扩大。

图表 2: P/E Band



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3: P/B Band



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表4：可比估值表

公司名称	类别	货币	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA		
			2016/5/26	百万美元	14A	15A	16E	14A	15A	16E	14A	15A	16E
<b>中国A股上市公司</b>													
<b>中金覆盖</b>													
长安汽车	PV	RMB	14.16	10,070	8.7	6.6	5.4	2.6	1.9	1.4	36.6	26.1	26.8
江淮汽车	CV/PV	RMB	11.04	2,464	26.3	18.4	14.9	2.0	2.3	2.1	11.1	8.5	7.0
潍柴动力	CV	RMB	7.66	4,671	3.1	21.9	17.4	1.0	0.9	0.9	8.5	7.2	5.8
中国重汽	CV	RMB	8.88	909	8.6	13.5	11.1	0.8	0.8	0.7	11.0	14.6	13.0
宇通客车	CV	RMB	19.11	6,452	10.8	11.9	10.2	3.3	3.1	2.8	11.2	9.2	8.3
江铃汽车	CV	RMB	23.42	3,083	9.6	9.1	9.1	1.7	1.5	1.3	3.2	3.1	2.4
金龙汽车	CV	RMB	12.87	1,191	23.0	14.6	12.9	2.3	2.0	1.8	20.1	12.4	10.0
福耀玻璃	Parts	RMB	14.22	5,440	16.2	13.7	11.9	3.2	2.2	2.0	9.6	9.7	7.2
银轮股份	Parts	RMB	15.43	848	33.5	27.6	23.0	3.4	3.3	2.9	18.7	16.2	13.3
威孚高科	Parts	RMB	17.09	2,630	11.3	11.4	9.8	1.6	1.6	1.5	8.8	8.8	8.8
均胜电子	Parts	RMB	36.19	3,805	65.8	62.4	28.5	9.5	6.6	5.3	26.2	22.0	15.7
万丰奥威	Parts	RMB	15.57	4,327	32.4	17.7	14.7	7.2	3.5	2.8	38.6	26.6	17.5
隆鑫通用	Parts	RMB	17.21	2,199	23.6	18.7	16.9	3.5	2.8	2.5	15.7	13.4	11.1
双林股份	Parts	RMB	41.59	2,510	122.3	66.0	47.3	8.7	7.9	7.0	65.0	46.0	34.8
亚太股份	Parts	RMB	19.87	2,235	82.8	104.6	79.5	5.9	5.7	5.4	47.3	51.4	42.4
大洋电机	Parts	RMB	10.07	3,628	59.2	71.9	40.3	4.8	6.6	3.7	49.8	42.8	22.7
精锻科技	Parts	RMB	19.98	823	42.5	38.4	29.0	4.6	4.2	3.7	24.6	20.5	17.0
中原内配	Parts	RMB	14.21	1,275	45.8	43.1	39.5	4.4	4.1	3.8	28.0	25.8	23.6
信质电机	Parts	RMB	29.69	1,811	31.9	58.2	40.7	4.5	8.0	6.8	44.0	42.4	30.2
宁波华翔	Parts	RMB	19.88	1,607	20.1	40.6	18.4	2.5	2.3	2.2	10.2	14.7	7.6
方正电机	Parts	RMB	26.00	1,052	650.0	118.2	42.6	8.6	3.1	2.9	154.1	67.3	30.1
东风科技	Parts	RMB	15.23	728	23.4	31.1	33.8	4.8	4.4	4.1	10.6	12.8	12.3
天润曲轴	Parts	RMB	17.15	1,463	71.5	63.5	53.6	3.0	2.9	2.8	29.5	25.6	22.2
广汇汽车	Dealer	RMB	10.78	9,043	22.5	29.9	21.1	2.5	2.8	2.5	22.9	18.0	12.8
<b>中金未覆盖</b>													
福田汽车	CV	RMB	5.40	2,747	31.8	n.a.	37.7	1.0	n.a.	0.9	10.3	n.a.	n.a.
一汽轿车	PV	RMB	12.99	3,224	131.1	87.1	n.a.	2.4	2.4	2.5	19.1	18.0	42.4
东风汽车	CV	RMB	6.26	1,909	89.0	28.2	21.7	2.1	1.9	1.8	22.6	24.0	26.5
一汽富维	Parts	RMB	26.39	851	10.1	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	6.3	n.a.	n.a.
亚夏汽车	Dealer	RMB	10.51	731	65.6	250.2	64.9	3.6	4.6	5.4	23.6	42.3	42.3
<b>平均值</b>	<b>Median</b>				<b>31.7</b>	<b>30.4</b>	<b>22.7</b>	<b>3.2</b>	<b>3.1</b>	<b>2.8</b>	<b>18.9</b>	<b>17.5</b>	<b>13.3</b>
<b>香港上市公司</b>													
<b>中金覆盖</b>													
华晨汽车	PV	HKD	7.13	4,626	5.6	8.6	7.8	1.7	1.4	1.2	n.a.	n.a.	n.a.
吉利汽车	PV	HKD	3.92	4,444	20.7	12.7	10.3	1.5	1.5	1.3	4.4	3.7	3.2
东风汽车	PV	HKD	8.06	8,945	4.6	5.1	4.9	0.8	0.6	0.6	16.0	14.8	13.7
长城汽车	CV/PV	HKD	5.67	6,666	1.8	5.4	5.4	0.4	1.1	1.0	5.6	5.3	5.5
潍柴动力	CV	HKD	9.04	4,656	15.6	21.8	19.1	0.5	1.0	0.9	5.3	4.8	4.0
敏实集团	Parts	HKD	22.65	3,256	18.7	16.6	14.5	2.5	2.3	2.1	9.6	8.3	7.3
中升集团	Dealer	HKD	4.00	1,106	9.6	16.1	9.6	0.5	0.6	0.5	8.3	7.6	7.0
正通汽车	Dealer	HKD	2.75	783	6.4	7.0	5.5	0.6	0.6	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
和谐汽车	Dealer	HKD	4.22	10	7.1	9.9	7.4	1.4	1.0	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
<b>中金未覆盖</b>													
宝信汽车	Dealer	HKD	4.66	1535	17.1	13.9	10.4	2.0	1.8	1.6	10.3	8.3	8.1
大昌行	Dealer	HKD	3.35	791	6.1	n.a.	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	6.4	5.9	5.3
永达汽车	Dealer	HKD	3.62	690	9.4	5.9	5.6	1.1	0.8	n.a.	5.4	4.6	4.4
<b>平均值</b>	<b>Median</b>				<b>9.6</b>	<b>12.6</b>	<b>8.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>8.3</b>	<b>7.3</b>	<b>6.5</b>

资料来源：彭博资讯，万得资讯，中金公司研究部





## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL），星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：江薇



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

