

投资评级 **增持** 首次覆盖

股票数据

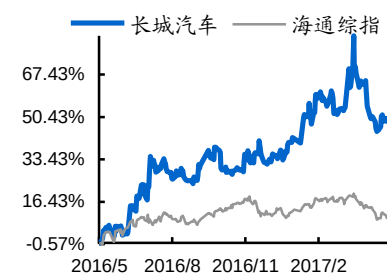
6 个月内目标价（元）	13.00
05 月 24 日收盘价（元）	12.31
52 周股价波动（元）	8.23-15.17
总股本/流通 A 股（百万股）	9127/6028
总市值/流通市值（百万元）	112357/112357

主要估值指标

	2016	2017E	2018E
市盈率	10.6	9.5	8.0
市净率	2.4	1.9	1.6
市销率	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	7.5	6.6	5.6
分红率(%)	0.69	0.30	0.30

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-7.7	-1.7	-4.4
相对涨幅 (%)	-7.5	0.2	-2.9

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

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

联系人:杜威

Tel:0755-82900463

Email:dwl1213@htsec.com

“产品锻造品牌”：WEY 品牌溢价之路

投资要点:

- **长城汽车：SUV 龙头，一路前行。**长城汽车是中国最大的 SUV 制造企业，2016 年销售 107 万辆，其中 SUV 占比达 88%，拳头产品+利润主力是紧凑型 SUV 哈弗 H6，历史最高月销达 8 万辆，是细分领域绝对龙头。
- **自主崛起在今天发生，根源在于本届人民更给力。**自主品牌的产品价格是否能突破 15 万天花板，是本轮自主崛起成功与否的核心问题。我们认为，当前自主发力是市场供、需两侧共同调整的必然结果。①**从需求端看**，汽车消费人群正在形成两大新主力，一是个性化且消费意愿强的 90 后，二是受二孩政策驱动的 80 后年轻家庭，新主力带动了品牌偏见的弱化、消费能力的提高以及全新产品偏好的形成。②**从供给端看**，在中低端 SUV 领域，自主品牌的地位正受合资产品投放挤压，竞争白热化，未来寻求新蓝海是必然；此间，自主品牌百花齐放、强势车型井喷，带动“自主”大标签实现品牌价值提升和溢出效应，有效驱动车企全面崛起。
- **沃尔沃 Mini VS 哈弗 Plus——“以产品力换品牌力”是 WEY 的必然道路。**（1）**往历史看**，长城汽车具有顺势而变的灵活性，过去 20 年间，准确抓住需求变迁的机会，从皮卡龙头逐步成长为 SUV 龙头，并创造了“结构化市场+新车周期造就神车 H6”的典型案列。（2）**向未来看**，优化与重构将是必然之路。①**优化**：由 17 经典款 H6、H2/H2s 和预计下半年上市的 H4，共同拱卫老牌神车 H6 奠定的中低端 SUV 霸主地位，支撑短中期盈利。②**重构**：推出 WEY 品牌，明确定位“时尚、空间、轻奢”中型城市 SUV；与吉利不同，WEY 毫无血统背书，使得“以产品力换品牌力”成为其高端化的必然道路，这将是—条通过“量”的积累完成“螺旋式上升”的 WEY 品牌溢价获得之路。
- **盈利预测与投资建议。**2017 年下半年将是 WEY 品牌崛起的重要时点，新车型 wv7/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，我们拭目以待。预计公司 2017-2018 年对应 EPS 为 1.30 元、1.54 元，对应 2017 年 5 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.5 倍、8.0 倍。综合参考 A 股整车相关标的，2017 年综合可比公司平均动态 PE 为 6.0~15.1 倍。考虑公司是 SUV 细分领域龙头、处于品牌升级关键时期、未来成长性优越，给予公司 2017 年 10 倍动态 PE，目标价 13.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示。**汽车行业景气度波动。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	121687.85	148299.67	170544.62
(+/-)YoY(%)	21.46%	29.70%	23.40%	21.87%	15.00%
净利润(百万元)	8059.33	10551.16	11855.81	14017.51	16722.42
(+/-)YoY(%)	0.22%	30.92%	12.36%	18.23%	19.30%
全面摊薄 EPS(元)	0.88	1.16	1.30	1.54	1.83
毛利率(%)	25.21%	24.60%	24.10%	23.78%	24.22%
净资产收益率(%)	22.45%	22.31%	20.04%	20.14%	20.36%

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

目 录

1. 长城汽车：SUV 龙头，一路前行	6
2. 自主品牌再升级，为什么在今天发生？	7
2.1 本届人民更给力——80、90 后的消费新思路	7
2.1.1 居民消费升级，长期带动汽车行业成长	7
2.1.2 消费群体更新换代，衍生结构性机会	8
2.2 风起云涌正当时——自主井喷，产品爆发	9
2.2.1 深耕中低端 SUV，自主与合作差异化竞争	10
2.2.2 结构化机会+新车周期，带动自主品牌崛起	11
2.2.3 自主品牌各出奇招，品牌提升具溢出效应	12
3. 为什么说长城具有二次崛起的潜力？	12
3.1 看历史：长城是低头做事、自我超越的典型	12
3.1.1 从皮卡到 SUV，思路灵活、持续挖掘结构性机遇	12
3.1.2 老牌神车 H6，新品周期+结构性机会双击的典范	13
3.2 看未来：优化与重构，新主力阵列的诞生	15
3.2.1 优化与重构，形成长城全新产品阵列	15
3.2.2 神车 H6 换代：紧凑型 SUV 宝座如何坐稳？	17
3.2.3 WEY 的关键词：大空间、高性能的城市轻奢 SUV	22
3.2.4 以产品力塑造品牌力，WEY 正面迎战、寻求溢价	27
4. 盈利预测与投资建议	29
5. 风险提示	30
财务报表分析和预测	31

图目录

图 1	公司股权结构（截止 2017 年一季报）	6
图 2	长城汽车销量结构（2012~2016 年）	6
图 3	长城汽车按车型销量结构（2012 年 5 月~2016 年 12 月）	7
图 4	公司近 6 年营业收入、归母净利及其同比增速	7
图 5	公司近 5 年研发费用占营收及归母净利的比例	7
图 6	全球各国乘用车千人保有量数据（辆/千人）	8
图 7	我国城镇居民人均可支配收入持续增长	8
图 8	中国汽车消费群体的需求来源	9
图 9	国内自主品牌汽车销量及市场份额	10
图 10	自主品牌在各细分市场的市场份额变化	11
图 11	自主品牌在各价位车型的销量占比	11
图 12	国内汽车销量及同比增速	11
图 13	爆品拉动中国自主车企爆发（各品牌 2004~2015 年销量，辆）	12
图 14	2005~2013 年国内汽车销量结构	14
图 15	2008~2013 年国内轿车及 SUV 月度销量同比增速	14
图 16	长城汽车：2010~2013 年轿车月度销量（辆）	14
图 17	长城汽车：2010~2013 年 SUV 月度销量（辆）	14
图 18	H6 新车周期带动长城汽车 2011-2012 年间逆势增长（辆）	15
图 19	哈弗 H6 外观图	15
图 20	哈弗 H6 内饰图	15
图 21	哈弗品牌的 SUV 车型及其价格分布	16
图 22	SUV 细分市场的销量结构（按 2016 年 1-10 月累计销量）	16
图 23	哈弗+WEY：现有 SUV 产品阵列（按级别和指导价，万元）	17
图 24	全新 H6 2.0T 的竞争力蛛网图	19
图 25	全新 H6 竞品的上市销量表现：传祺 GS4（辆）	21
图 26	全新 H6 竞品的上市销量表现：吉利博越（辆）	21
图 27	全新 H6 竞品的上市销量表现：荣威 RX5（辆）	21
图 28	哈弗品牌在小型、紧凑型 SUV 领域的新产品系列	22
图 29	长城 WEY 品牌概念车	22

图 30	长城 WEY 内饰一览.....	22
图 31	WEY w7 与 H7、H8、H9 的定位区别	23
图 32	全新 H6 2.0T 的竞争力蛛网图	25
图 33	竞品 2017 新车型 KX7 和探界者的销量表现（辆）	25
图 34	WEY 品牌 w7、VV5 的 2017 年销量预测（辆）	25
图 35	WEY 品牌的现有 SUV 产品阵列及预测（按级别和官方指导价，万元）	29

表目录

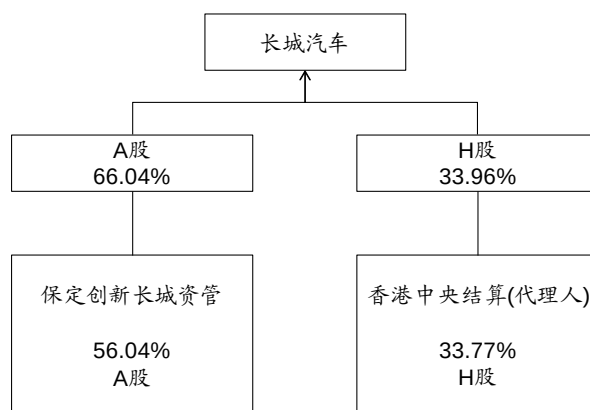
表 1	长城汽车的产品结构调整历史	13
表 2	长城汽车：2010-2012 年主力新车周期	14
表 3	哈弗全新 H6 与经典款 H6、2016 老款 H6 的区别	18
表 4	全新 H6 1.3T 与竞品 GS4 的参数比较	18
表 5	全新 H6 2.0T 与 3 款竞品的参数比较	20
表 6	WEY 品牌 w7 与哈佛 H7、H8、H9 的参数比较	24
表 7	长城 WEY 新车型 w7 与 3 款合资竞品的比较	26
表 8	公司主要业务板块的分项收入、毛利估算	30
表 9	可比公司估值	30

1. 长城汽车：SUV 龙头，一路前行

长城汽车是中国最大的 SUV 制造企业。目前，公司旗下主要有哈弗、长城两个品牌，覆盖 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。公司是国内最大的 SUV 制造企业，其 SUV 车型已连续 13 年国内销量第一，市场地位稳固。

大股东保定创新长城资产管理公司，持股比例 56.04%。公司 A 股、H 股占比分别 66.04%、33.96%；目前控股股东为创新长城，持股比例 56.04%，实际控制人为魏建军。

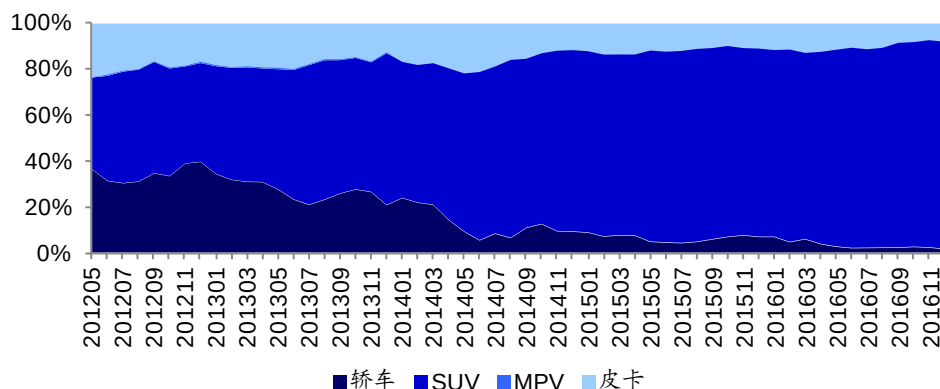
图1 公司股权结构（截止 2017 年一季度）



资料来源：2017 年一季度，海通证券研究所

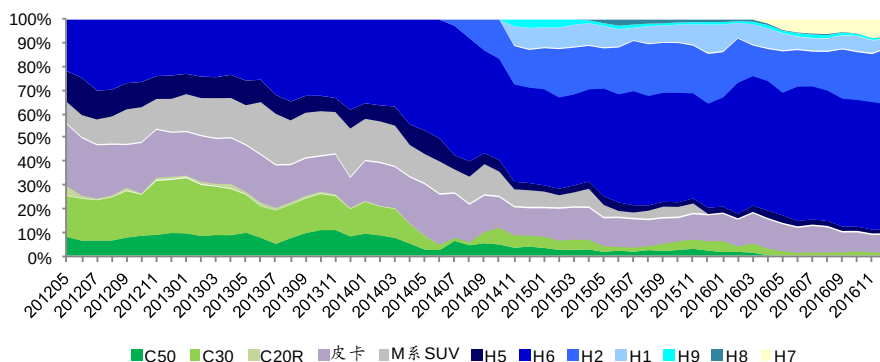
主力产品哈弗 H6，紧凑型 SUV 领域绝对龙头。公司是国内 SUV 龙头，自主品牌深挖细分领域的成功典范。2016 年，公司年销量在 107 万辆，其中 SUV 销 93.8 万辆，占比达 87.7%；其中，拳头产品、利润主力是紧凑型 SUV 哈弗 H6，2016 年销 58 万辆，最高月销达 8 万辆，在紧凑型 SUV 领域占据绝对龙头地位。

图2 长城汽车销量结构（2012-2016 年）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

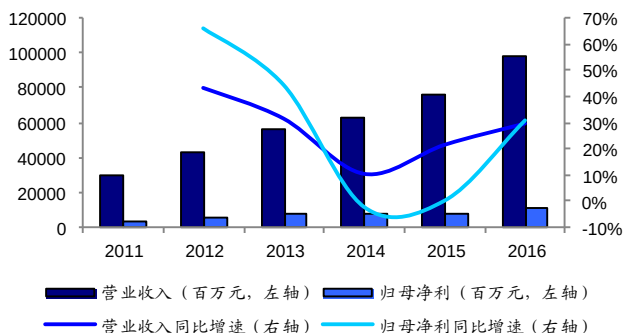
图3 长城汽车按车型销量结构（2012年5月~2016年12月）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

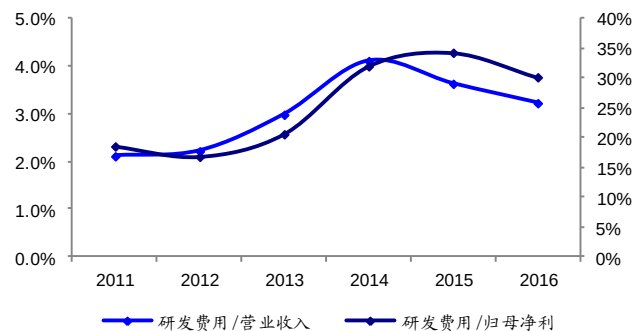
公司业绩受汽车行业周期性影响明显，14-15年研发投入大、未来3-5年有望逐步收获。过去5年中，公司营收和归母净利的增速出现较大波动，主要由于受汽车行业周期性影响，2014-2015Q3汽车行业景气度低迷、上一轮汽车购置税优惠政策透支了终端需求，使得峰值后的年份景气度低迷。同时，长城汽车近年来不断加大产品研发投入，从研发费用占营收或归母净利的比例看，2014-2015年处于研发费用压力的高点，因此，对业绩造成了压力；我们预计，随着前期研发成功的落地（包括全新H6、WEY品牌、新能源车型等），未来3-5年前期研发投入有望逐步带来收获。

图4 公司近6年营业收入、归母净利及其同比增速



资料来源：Wind，海通证券研究所

图5 公司近5年研发费用占营收及归母净利的比例



资料来源：Wind，海通证券研究所

2. 自主品牌再升级，为什么在今天发生？

自主品牌是否能做15万以上的车品，是本轮自主崛起成功与否的核心问题。无论上汽荣威、吉利、长城，其早前主力车型的价格都未突破15万元的天花板，那么，为什么在当前这一时点上，自主品牌纷纷发力、冲击15万元以上价位车型呢？我们认为，这是供需共同调整的必然结果。

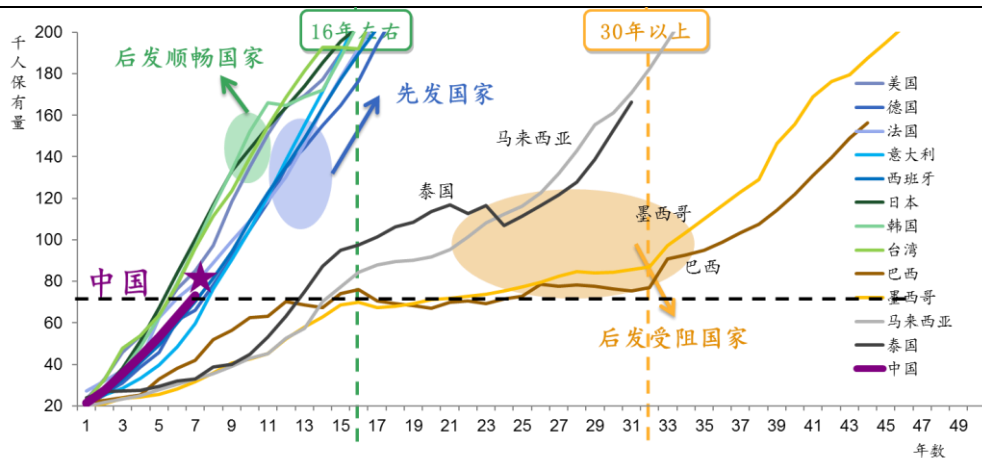
2.1 本届人民更给力——80、90后的消费新思路

2.1.1 居民消费升级，长期带动汽车行业成长

国内千人汽车保有量正值70辆大关。从全球各国的历史经验比较来看，千人汽车保有量超过70辆时，各国产业路径发生了明显分化，可能成为拐点；经济基本面与消

费需求，将成为路径分化的关键因素之一。

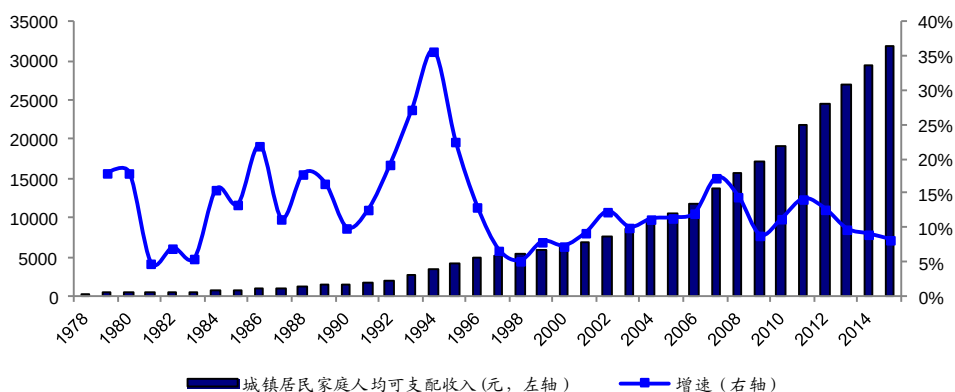
图6 全球各国乘用车千人保有量数据（辆/千人）



资料来源：OICA，海通证券研究所

我国居民消费能力具有持续升级潜力，有望助力我国乘用车市场突破拐点、持续渗透。与国际各国相比，中国乘用车市场从2008年开始进入普及期，经过7年的快速发展，到2014年保有量已达到75.6辆/千人。但目前，我国城镇居民人均可支配收入仍在持续增长，2015年我国人均收入达31790元、同比+8.20%；与发达国家（如美国2015年人均可支配收入4.2万美元）相比仍有显著差距。同时，我国城镇居民的恩格尔系数（用于食品及烟酒的消费占收入比例）为21%，距发达国家（如美国7%、英国9%）仍有较大差距，表明我国居民消费能力（尤其是可选消费）具有持续升级潜力，有望助力乘用车保有量持续提升、加大渗透。

图7 我国城镇居民人均可支配收入持续增长



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.1.2 消费群体更新换代，衍生结构性机会

我们认为，随着80后、90后扎根职场、逐步成为社会支柱群体之一，未来汽车消费的主力人群正在变迁，新需求将来自于三大群体：

（1）以90后为代表的、尤其是三四线城市的首次购车者，他们具备更强烈、且更个性化的消费意愿。

90 后购车者的年龄分布在 18~27 岁，以职场新人、大学生、新婚夫妇为主，是具有较强个性化诉求的一代，大部分具有较长的电子产品、智能产品使用历史，因此对车辆丰富功能性的要求更强；同时，90 后（未来可能包括 00 后）是目击并参与了小米、华为、OPPO 等消费电子民族品牌崛起的一代，因此相比其父辈，90 后的品牌偏见相对较轻，对自主品牌产品的接受度更高，且由于成长环境普遍比较宽松，他们更愿意为个人偏好付出更高的价格，具有更强的消费意愿。我们认为，在购车上，三四线城市和一二线城市的首次购车人群，将分别对标 10-15 万及 20 万价位车型，综合考虑较强的消费意愿和分化较大的消费能力，我们认为，这一人群将在 A 级、B 级轿车到紧凑型、中型 SUV 等主流车型中做出个性化选择。

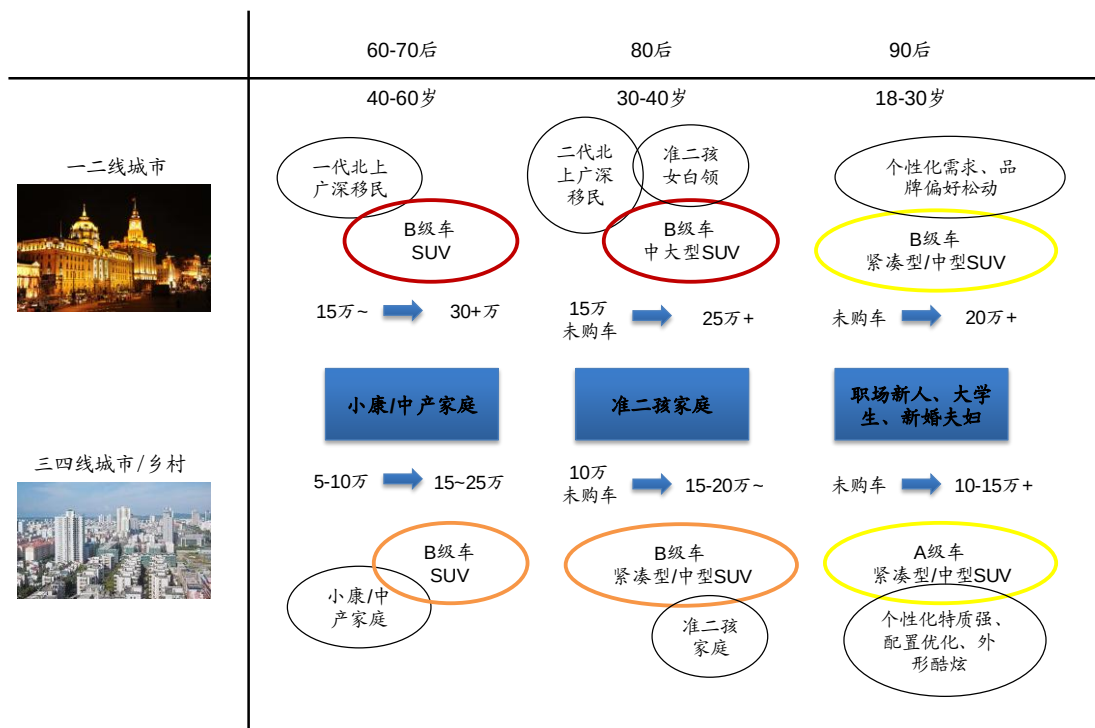
（2）受二孩政策驱动的 80 后（年轻父母辈）人群，尤其是一二线城市的换购者。

80 后购车者的年龄分布在 30-40 岁，以准二孩家庭为典型标志。我国近年的全面二胎政策最早在 2015 年 10 月提出讨论，并与 2016 年 1 月 1 日正式实行。按平均年龄 35 岁计，这一政策直接影响的就是自身多为独生子女、大多已生育 1 名子女、且正处于适宜生育年龄尾巴上的 80 后人群，因此，在汽车需求上，由于二孩政策的实施，80 后具有较迫切的换车需求，尤其对空间大小、安全性能等提出了更高的要求，我们认为，这部分人群的主力消费领域在 15~20 万以上（三四线城市）或 25 万以上（一二线城市）的 B 级轿车或中型以上 SUV。

（3）60-70 后是老牌换购车主，对品质、品牌要求较高，但换购量相对不大。

60-70 后购车者的年龄分布主要是 45-60 岁，以第一代北上广深移民和三四线城市的小康或中产阶级家庭为特征，已经经历过较长时间的财富积累和汽车产品消费体验，是典型的换购消费者，对品牌、品质等都有较高要求。

图8 中国汽车消费群体的需求来源



资料来源：海通证券研究所

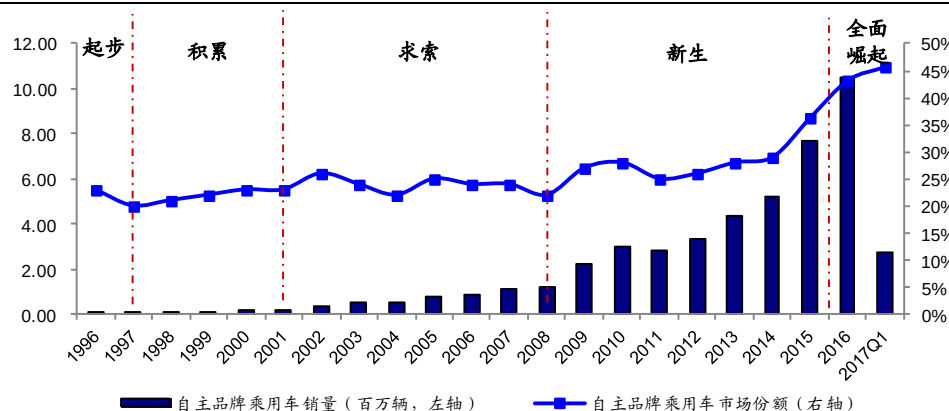
2.2 风起云涌正当时——自主井喷，产品爆发

2.2.1 深耕中低端 SUV，自主与合作差异化竞争

我国汽车行业竞争态势早期以“合资强、自主弱”为特点。1990 年代~2000 年前，自主品牌车企技术差、成熟产品少，极其弱势；自 2000 年起，随着奇瑞、比亚迪、长城、长安、吉利等逐步丰富车型，但由于合资品牌成熟车型在 2000-2010 年间大批攻占中国市场，自主发展速度仍较慢，市占率在 24% 上下波动。

但自 2009 年起，SUV 消费浪潮带动自主品牌新生。2009-2010 年，受益于 1.6L 以下小排量购置税减半政策刺激、及《汽车产业调整振兴规划》拉动内需（减征购置税、汽车下乡、加快老旧汽车报废更新、清理旧有不合理政策如限购等），国内汽车产业迎来高速增长期，连续两年全行业销量同比增速达 48%、32%；在此节点上，自主品牌车企抓住机会，深入挖掘 SUV 细分市场，推出爆款车型、与合资品牌形成了差异化竞争的基本格局。

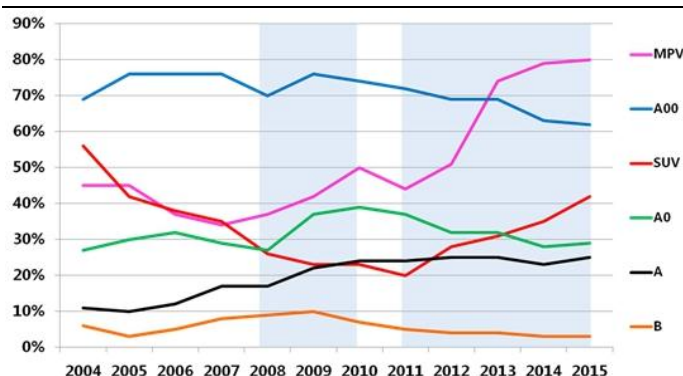
图9 国内自主品牌汽车销量及市场份额



资料来源：Wind，海通证券研究所

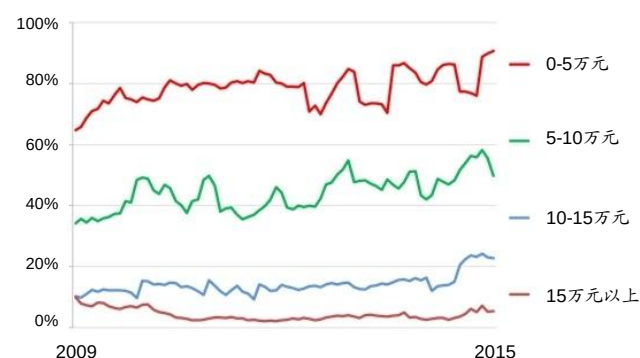
合资品牌专注于 15~20 万元以上中高端车型；自主品牌在 10 万元以下中低端车、MPV 等领域占据较大份额，但近年来，可以明显看到，自主品牌正在 10~15 万车型中获得更多市场，向中高端市场挺进的步伐加速。2009 年前，自主品牌市场份额的增长主要来源于 A00 级、A0 级、A 级车及 MPV，其中 A00 级车的市占率高达 70% 以上；2010 年后，自主品牌的车型出现一定的高端化，SUV、MPV 市场份额持续提升，而 A00 级轿车市占率下滑至 60%，但占据销量结构最大份额的 A 级车市场，仍主要被合资品牌占据，自主品牌市占率仅 25% 左右。而从自主品牌在各价位车型的销量占比看，自主品牌的市占率提升主要来源于 10 万元以下的中低端车型，但 2015 年后 10~15 万元、及 15 万元以上的车型市占率也有所提升，显示出自主品牌在长期积累后逐步开始了品牌提升，向中高端市场进军。

图10 自主品牌在各细分市场的市场份额变化



资料来源：WAYS，海通证券研究所

图11 自主品牌在各价位车型的销量占比



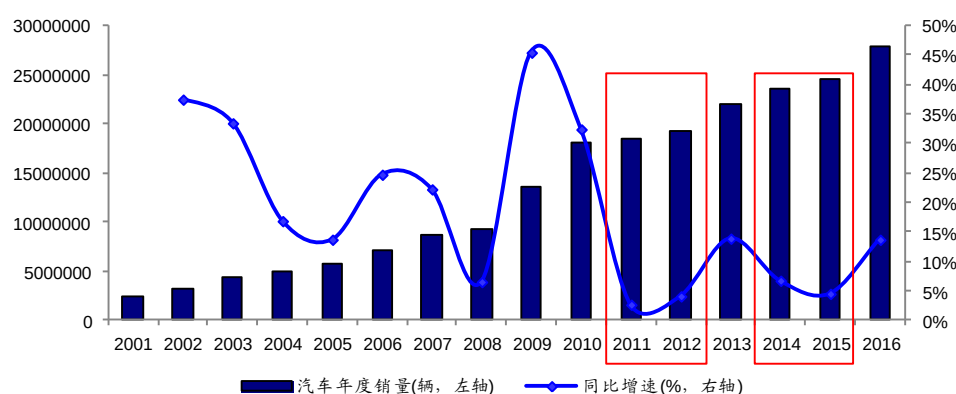
资料来源：WAYS，海通证券研究所

2.2.2 结构化机会+新车周期，带动自主品牌崛起

结构化机会+新车周期，是我国自主品牌发展的有效产业逻辑。

中国汽车市场从 2002 年井喷以来，已走过四次消费周期，其高峰分别出现在 2002-2003 年、2006-2007 年、2010-2011 年和 2013-2014 年；受居民消费升级或二次消费、库存周期、经济周期叠加等作用，汽车景气周期基本贴近 3~4 年的消费周期规律。

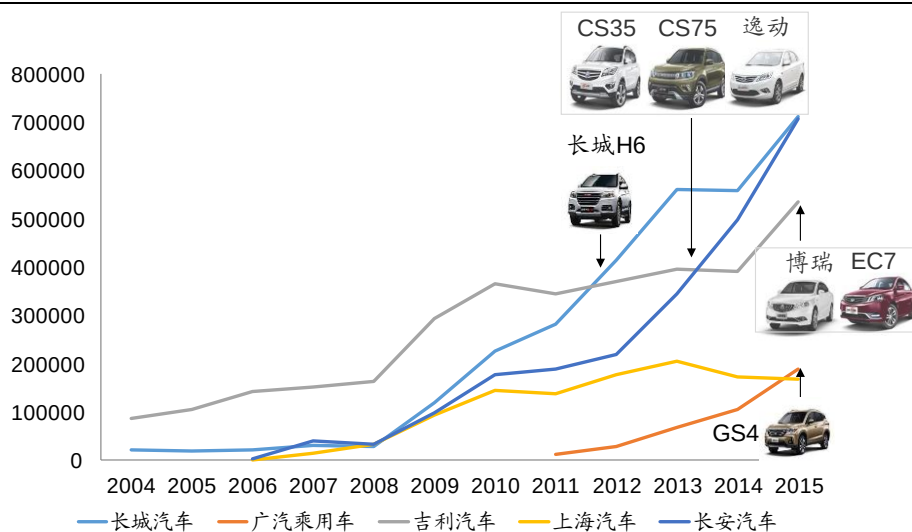
图12 国内汽车销量及同比增速



资料来源：中汽协，海通证券研究所

在数次汽车消费周期中，我们可以看到，自主品牌的典型发展轨迹，都是由爆款新车型的周期所开启，尤其在行业清淡的环境下，适时推出强力车型、抓住结构性机会尤为重要。例如，2011 年的长城 H6、2013 年的长安乘用车、2015 年的吉利博瑞博越、2015 年的广汽乘用车等。

图13 爆品拉动中国自主车企爆发（各品牌 2004-2015 年销量，辆）



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.2.3 自主品牌各出奇招，品牌提升具溢出效应

自主品牌战略更迭/优化已成必然。从当前形势看，自主品牌单一 SUV 战略的未来空间比较有限，这是由于合资 SUV 加大投放的趋势已较为明显，原在紧凑型及小型 SUV 细分市场占据优势的自主品牌，正在逐步受到挑战。

自主品牌各出奇招，有望成为新一轮消费升级下的最大受益者。在单一 SUV 战略承压的背景下，只有通过更高的电子化率、更出众的产品，才能维护性价比优势。自 2016 年以来，自主品牌华山论剑各出奇招，在细分领域的挖掘上频频有典型案例。

①上汽荣威：首创并力推“互联网汽车”概念，提升品牌时尚度、丰富电子化配置，成功推出 RX5、轿跑 i6，市场反响热烈、产销旺盛，且未来所有荣威车型都将具备互联网版；并且，上汽在新能源汽车领域积累深厚，自主品牌计划 18 年量产的 Vision E 等新能源车型，续航可达 400-500 公里、具备“充电 5 分钟、续航 2 小时”的快充性能。

②吉利汽车：推出主力车型博越，电子化、智能化配置提升，并发布高端品牌领克，密集展示技术实力及 CMA 平台等，具有显著的高级时尚感。

③广汽传祺：密集投放 SUV 新车型，紧凑型 GS4 对标哈弗 H6、爬坡快速，中型 GS8 空间大、品质优良、首款突破合资封锁线的自主车型。

我们认为，品牌价值的提升具有一定的溢出效应。随着各家自主品牌纷纷发力，市场将迎来一大批配置丰富、性价比优势明显的自主品牌新车型的井喷；我们认为，自主品牌将有望相互受益正外部性，虽然自主品牌之间存在竞争，但这些新产品都贴着“自主”这一大标签，强势产品的不断爆发将有效提升消费者对“自主品牌”标签的认可度，带动自主品牌全面升级崛起。

3. 为什么说长城具有二次崛起的潜力？

3.1 看历史：长城是低头做事、自我超越的典型

3.1.1 从皮卡到 SUV，思路灵活、持续挖掘结构性机遇

从历史经验看，长城汽车具有顺势而变的灵活性，通过产品结构的战略调整、延续品牌竞争力，在过去 20 年间，准确抓住了消费环境优化、需求变迁的机会，从皮卡龙头逐步成长为 SUV 龙头。

皮卡龙头时代：1990 年代到 2000 年代间，正是改革开放带动私营经济快速发展的时期，私营业主的载货需求持续增长。皮卡具有耐用性好、载货量大、成本较低的优势，具有显著的商用车价值，需求比较旺盛。因此，2006 年前，长城汽车的主力产品是皮卡，拥有迪尔、赛铃、赛酷、风骏等丰富车型，连续多年是国内皮卡龙头之一。

向乘用车转型，以轿车试水：2000 年后，由于合资品牌轿车大举进入和居民收入水平的提升，国内私人汽车消费市场快速打开，需求持续增长，而皮卡则在城市化过程中面临了越来越多大中城市的限行门槛，与汽车主力消费人群形成一定隔离，因此，公司自 2000 年代开始拓展轿车等快速增长的主流乘用车细分领域，并通过推出轿车产品精灵、炫丽等试水乘用车市场，完成了乘用车技术、设计和市场等经验的初步积累。

主打高性价比 SUV，龙头崛起：2009 年，《汽车产业调整振兴规划》发布，1.6L 及以下小排量车型的购置税减半至 5%，配合汽车下乡、加快老旧汽车报废更新、清理旧有不合理政策如限购等一系列振兴措施，内需得到有效拉动，国内汽车产业迎来高速增长期；在此节点上，长城抓住了当时尚处相对空白的 SUV 细分市场，推出 M 系列、哈弗系列，集中火力拓展 SUV 市场，以高性价比爆款车型 M4、H6 等放量，在小型、紧凑型 SUV 领域占据霸主地位。

表 1 长城汽车的产品结构调整历史

	皮卡	轿车	SUV				MPV	消费环境
			小型	紧凑型	中型	中大型		
1997 2002 2003 2006	迪尔 赛铃 赛酷 风骏							
2007		精灵					嘉誉	
2008		炫丽						1. 2008年消费税调整：大排量乘用车上调、小排量下调 2. 《汽车产业调整振兴规划》：2009年1.6L及以下购置税减半至5% 3. 汽车下乡政策：2009年3月~2010年底，补助轻卡及小排量微客等
2009		酷熊/凌傲 精灵/炫丽 Cross 炫丽/酷熊 CVT版	M1				嘉誉自动挡	
2010 70万辆 下线	赛铃/赛酷停产 皮卡专注风骏 风骏5	C30、C50	M2	M3 H3、H5、H6			嘉誉更名 V80	
2011			哈弗 SUV 下线 60 万辆					
2012			M4					
2013			哈弗品牌独立					
2014	风骏6		H1、H2			H9		
2015				H6 Coupe	H8			1. 2015年10月~2016年底：1.6L及以下购置税减半至5% 2. 2017全年：1.6L及以下购置税减至7.5%
2016			H2s		H7、H7L			
2017E				F6、F6s WEY W02	WEY W01	H9 3.0T		
			WEY W03（未知）					

资料来源：长城汽车官网，海通证券研究所

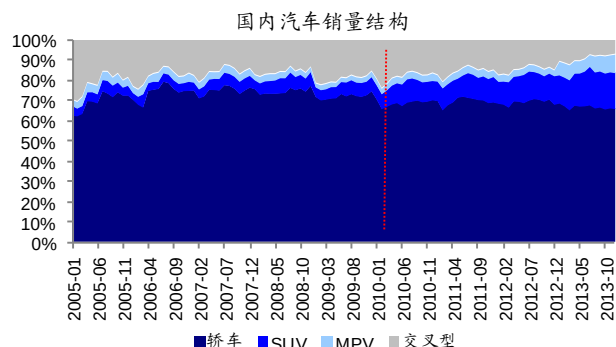
3.1.2 老牌神车 H6，新品周期+结构性机会双击的典范

从车型来看，长城拥有成功的借新车周期发力的经验，是自主品牌历史上典型的“结构化市场+新车周期”成功案例。

2011 年前是 SUV 市场空白期。2011-2012 年是汽车消费高峰 2009-2010 年的后续 1-2 年；在此期间，全行业汽车销量保持低增速 2.7%、4.2%，显著低于上年高峰增速 10+% 的水平。但是，从细分市场来看，在 2010 年前我国 SUV 车型的市占率仅约 7%，

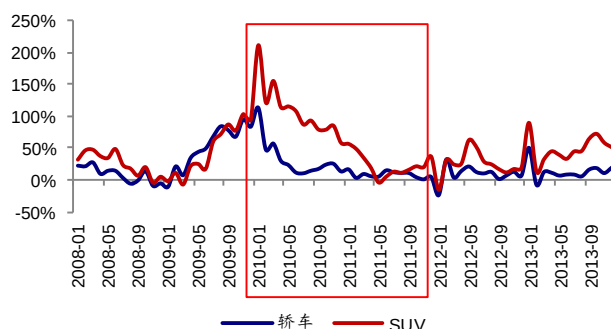
合资竞品少，存在明显的市场空白。

图14 2005~2013 年国内汽车销量结构



资料来源：乘联会，海通证券研究所

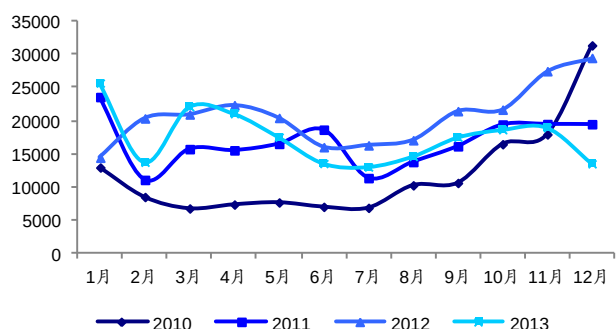
图15 2008~2013 年国内轿车及 SUV 月度销量同比增速



资料来源：乘联会，海通证券研究所

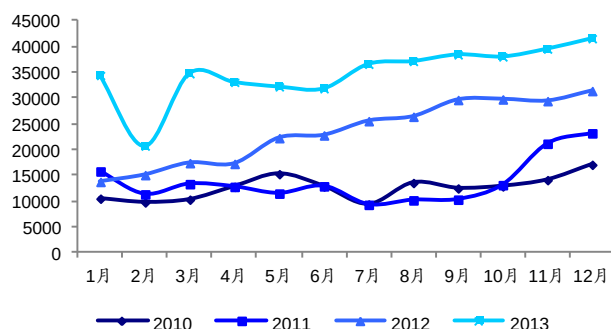
哈弗 H6 产品周期爆发，享受 SUV 结构性机会红利。长城汽车以 M 系列 SUV 初探市场，并紧接着于 2011 年 9 月推出重磅车型 H6，抓住行业结构性景气趋势，充分受益于国内 SUV 市场份额从 2010 年前的 7%快速提升至 2013 年初 15%的翻番机遇（按销量占比测算），在整体中性环境下，仍分别实现了 2011、2012 年 22.5%、28.3%的增长，远超其轿车产品 C30、C50 的同期表现，证实了紧抓结构性机会的显著效果。

图16 长城汽车：2010~2013 年轿车月度销量（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

图17 长城汽车：2010~2013 年 SUV 月度销量（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

表 2 长城汽车：2010-2012 年主力新车周期

	2010年			2011年			2012年				
	...	5月	...	...	9月	12月	...	7月	...	9月	10月
轿车		C30			C20R	C50					C30-月销超1.5万辆
SUV					H6	H6-月销超1万辆		H6-连续3月超万辆		H6-月销超1.5万辆	

资料来源：乘联会、腾讯汽车，海通证券研究所

图18 H6 新车周期带动长城汽车 2011-2012 年间逆势增长（辆）

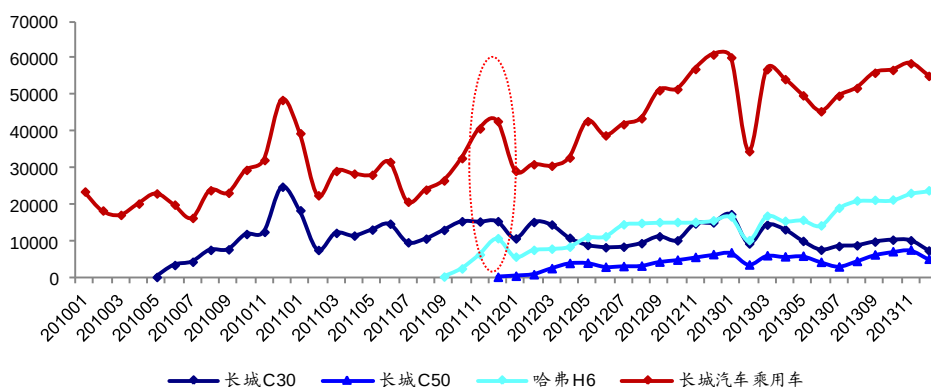


图19 哈弗 H6 外观图



资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

图20 哈弗 H6 内饰图



资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

3.2 看未来：优化与重构，新主力阵列的诞生

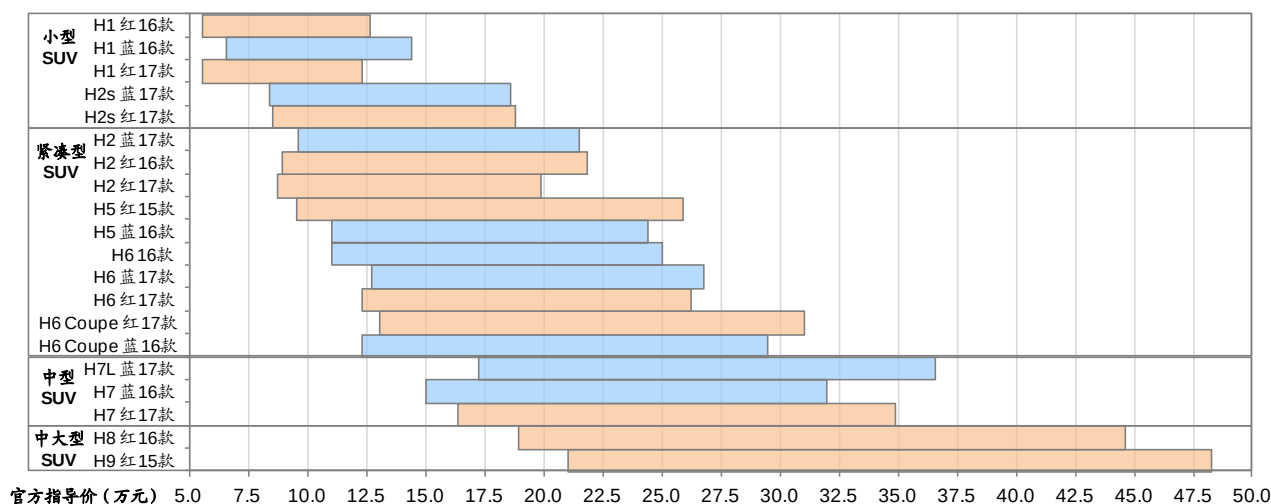
我们认为，虽然合资品牌在技术积累、平台成熟度、品牌溢价等上优势突出，但以长城汽车为代表的自主品牌机制灵活、成本控制能力强，且已有过去十数年间核心技术、产品打造和市场营销的经验，其产品力、品牌力、渠道力都有长足的进步，并非不能造出优秀的产品、强势的品牌、细分领域的龙头。

那么，在本轮景气周期中，自主车企想要再上一个台阶，面临的最大问题是：如何实现品牌定位的稳健向上突破？也即，如何在保持原有竞争力的基础上，培育新的潜在消费人群、并将其自主品牌购车意愿提升至 15 万元以上？

3.2.1 优化与重构，形成长城全新产品阵列

对于长城汽车而言，其主力产品哈弗 H6、H2 分别是小型、紧凑型 SUV 领域的龙头，也是公司销量和利润主要来源；其中，2016 年哈弗 H6 销 50 万辆，占公司全年销量超过 50%。

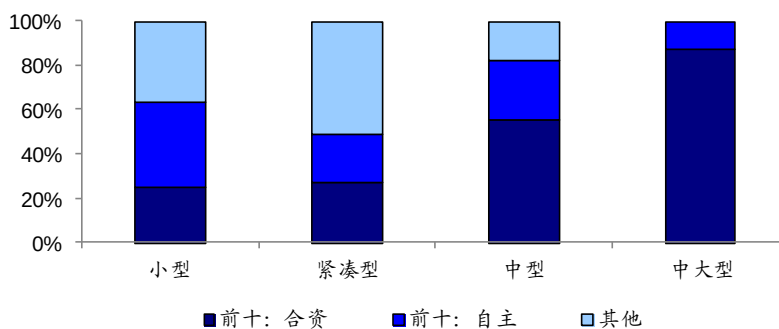
图21 哈弗品牌的 SUV 车型及其价格分布



资料来源：汽车之家，海通证券研究所

同时，从市场竞争格局来看，小型、紧凑型 SUV 是乘用车终端销售中竞争最激烈的一个细分领域，且自主品牌普遍已有较高市场份额。例如，从 2016 年前十月累计销量看，小型、紧凑型 SUV 的前十大品牌市占率分别达 63%、47%，其中自主品牌 38%、22%，合资品牌 25%、25%；相比之下，中型、中大型 SUV 市场的前十大品牌市占率高达 82%、100%，其中自主品牌仅 26%、13%，合资高达 56%、87%。由此看来，小型、紧凑型 SUV 市场更加分散，竞争激烈日趋白热化，自主品牌发展已相对比较成熟；再考虑 16 年来合资品牌（如上汽大众等）集中投放 SUV 车型，我们认为，自主品牌在小型、紧凑型领域持续高速发展的空间相对有限。

图22 SUV 细分市场的销量结构（按 2016 年 1-10 月累计销量）

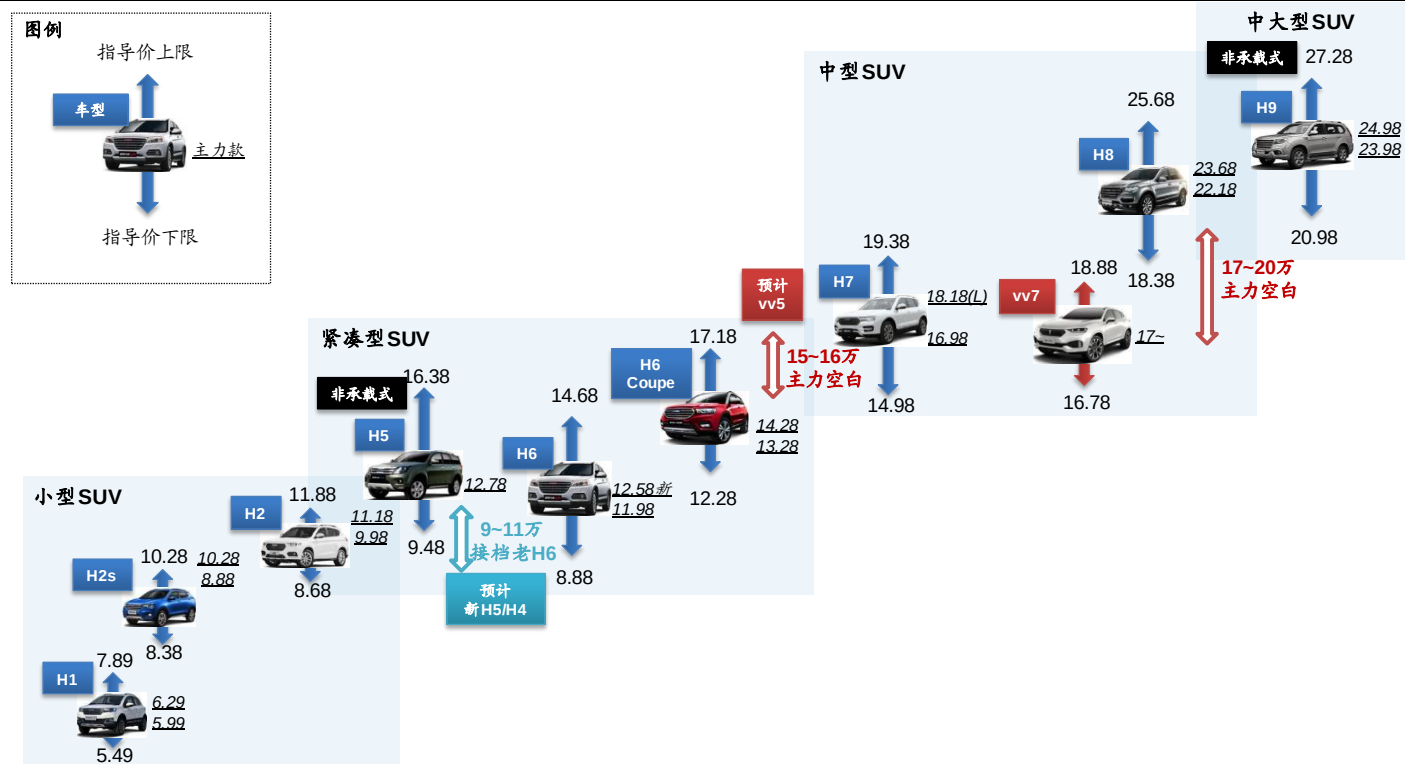


资料来源：乘联会，海通证券研究所

因此，我们认为，对应长城汽车而言，未来产品战略的必然之路将是优化与重构并重。

从目前 SUV 产品阵列来看，长城哈弗品牌在小型、紧凑型领域投放车型较丰富，包括 H1、H2s、H2、H5、H6（已换代）、H6 Coupe 等；在中型和中大型只有 H7（含 H7L）、H8、H9 三款，且销量表现都相对一般，尤其在中型 SUV 领域，缺乏有竞争力的城市 SUV，这一细分领域有望直接对标未来消费主力，包括准二胎家庭等。

图23 哈弗+WEY：现有 SUV 产品阵列（按级别和指导价，万元）



资料来源：汽车之家，海通证券研究所

基于此，我们认为，长城汽车未来产品阵列的优化方向应当是：一方面，强化 H6 霸主地位，保持公司短中期的盈利能力，以支持品牌提升所需的研发等大量支出；另一方面，加大中型及以上、高端车型等产品投放，谋求长期上的品牌升级和发展。

3.2.2 神车 H6 换代：紧凑型 SUV 宝座如何坐稳？

2017 年 4 月，哈弗发布了 2017 款全新 H6，并将老款更新为 2017 款经典版，实现新老同堂销售。我们认为，与老款 H6 相比，全新 H6 的动力性能、配置丰富程度、内饰品质、外观设计等都有明显提升，定位升级、将直接对标 GS4、RX5、博越等。同时，老款 H6 所奠定的中低端 SUV 霸主地位，将由老款升级的 17 经典款 H6、哈弗 H2/H2s、以及预计 17 下半年发布的 H4 等共同拱卫，实现对小型和紧凑型 SUV 霸主地位的巩固和加强。

一方面，全新 H6 品价比升级明显，对标竞品也将升级为 RX5、GS4 等自主爆品。

(1) 全新 H6 比老款高 2.7 万元，但配置更新有明显的提升。全新 H6 与经典款、2016 款相比，在动力性能、功能性配置等方面都有显著更新，原 1.5T 发动机全部更换为全新的 1.3T 发动机，且具备自动启停功能；同时，手动档全部取消，替换为 7DCT 湿式双离合变速箱；在功能性配置方面，全新 H6 新增标配了大量丰富的实用功能，包括电动助力、电子驻车制动、弯道辅助照明灯、全景式天窗等。最后，在价格方面，全新款比经典款高 1.4 万元，比老款提高了 1.2 万元（考虑优惠 1.5 万元后价格提高为 2.7

万元）。

表 3 哈弗全新 H6 与经典款 H6、2016 老款 H6 的区别

	2017款哈弗H6 全新 蓝标 1.3T 自动风尚型	2017款哈弗H6 经典版 1.5T 自动两驱精英型	2016款哈弗H6 升级版 1.5T 自动两驱精英型
厂商指导价	12.58万	11.18万	11.38万
优惠	-	-	1.5万以上
发动机	102kW 139Ps 1.3L涡轮增压 自动启停 直喷	110kW 150Ps 1.5L涡轮增压 多点电喷	
变速箱	7DCT双离合	6AT手自一体	
长×宽×高(mm)	4600×1860×1720	4640×1825×1690	
轴距(mm)	2680	2680	2680
前轮胎规格	235/60 R18	225/65 R17	225/65 R17
底盘转向和制动	承载式车身，前置前驱，麦弗逊式独立前悬挂，双横臂式独立后悬挂		
	电动助力	机械液压助力	
	电子驻车制动	手刹制动	
	自动驻车、换挡拨片	-	
灯光及外部配置	日间行车灯、自动头灯、弯道辅助照明灯	日间行车灯	-
	全景式全景天窗	分段式全景天窗	-
	雨量感应雨刷	后视镜加热、后视镜电动折叠	
	定位互动服务、后视镜自动防眩目（选）	主驾电动调节、腰部支撑调节、座椅加热	-
内部及多媒体等配置	倒车视频影像（选）	标配	
	GPS导航系统（选）		

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

（2）全新 H6 提供 1.3T、2.0T 两种动力设计，对标竞品从 CS95、宝骏 560 等提
升至 RX5、博越、GS4 等，相较之下，品价比特点仍比较明显。

在竞品方面，我们认为，从价格和参数看，其主要竞品从老 H6 原先面对的长安 CS75、宝骏 560、远景 SUV 等，转换为自主品牌近年来推出的几款热销车型，包括上汽荣威 RX5、吉利博越、广汽传祺 GS4 等。

①1.3T 自动风尚型的售价、发动机、变速箱等配置均与传祺 GS4 200T G-DCT 相近，形成直接竞争；在自动启停、电子驻车等操控性能和内部、多媒体等配置上，1.3T 全新 H6 都优于竞品，但后悬挂采用双横臂式，相比竞品的多连杆式，结构简单坚固，但在舒适性上表现相对一般。

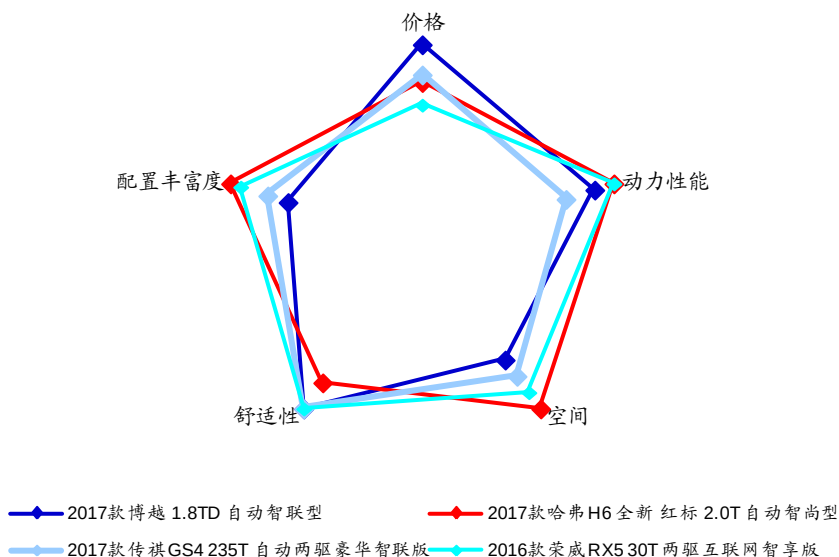
表 4 全新 H6 1.3T 与竞品 GS4 的参数比较

	2017款哈弗H6 全新 蓝标 1.3T 自动风尚型	2017款传祺GS4 200T G-DCT两驱精英版
厂商指导价	12.58万	12.58万
发动机	102kW 1.3L涡轮增压 139Ps 直喷	101kW 1.3L涡轮增压 137Ps 多点电喷
变速箱	7DCT双离合	7DCT双离合
长×宽×高(mm)	4600×1860×1720	4510×1852×1677
轴距(mm)	2680	2650
发动机自动启/停	●	-
后悬挂类型	双横臂式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
驻车制动类型	电子驻车	手刹
轮胎规格	235/60 R18	215/60 R17
标配比较 (已忽略双方都标配的配置)	胎压监测装置、第二排背部角度调节、自动驻车、全景式天窗、真皮方向盘、换挡拨片、后排杯架、蓝牙/车载电话、9英寸中控台彩色大屏、自动头灯、弯道辅助照明灯、雨量感应雨刷、自动空调	手动空调、防盗报警器
选配比较	倒车视频影像、定位互动服务、GPS导航系统、后视镜自动防眩目	

资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

②2.0T 全新 H6 自动智尚型，其主力竞品是博越 1.8T、GS4 1.5T、RX5 2.0T。从价格看，新 H6 与 GS4 竞品最接近，但具有明显动力性能优势，且车型在同级竞品中最大。从动力性能看，新 H6 与 RX5 最接近，但官方指导价低于竞品 2.7 万元，即使考虑终端优惠 7000 元，新 H6 的价格优势也在 2.0 万元，并且变速在 7DCT 优于竞品 6DCT。

图24 全新 H6 2.0T 的竞争力蛛网图



资料来源：海通证券研究所

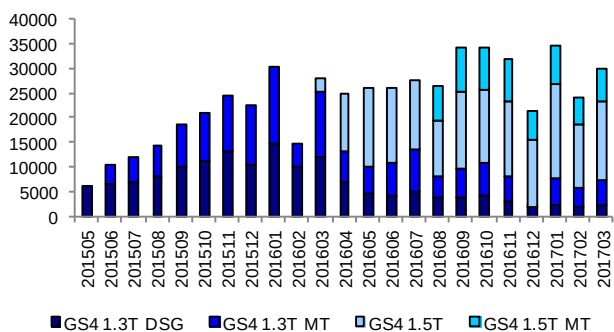
表 5 全新 H6 2.0T 与 3 款竞品的参数比较

	2017款博越 1.8TD 自动智联型	2017款哈弗H6 全新 红标 2.0T 自动智尚型	2017款传祺GS4 235T 自动两驱豪华智联版	2016款荣威RX5 30T 两驱互联网智享版
厂商指导价	12.78万	13.98万	14.38万	16.68万
优惠				0.7万
发动机	135kW 1.8L 涡轮增压 直喷	145kW 2.0L涡轮增压 直喷	112kW 1.5L 涡轮增压 多点电喷	162kW 2.0L 涡轮增压 直喷
发动机自动启/停	-	●	-	●
变速箱	6AT手自一体	7DCT双离合	6AT手自一体	6DCT双离合
长×宽×高(mm)	4519×1831×1694	4600×1860×1720	4510×1852×1708	4545×1855×1719
轴距(mm)	2670	2680	2650	2700
后悬挂类型	多连杆式独立悬挂	双横臂式独立悬挂	多连杆式独立悬挂	多连杆式独立悬挂
安全配置				
头部气囊(气帘)	-	前 ● / 后 ●	前 ● / 后 ●	-
防盗报警器	●	-	●	-
外部配置				
全景天窗	全景式	全景式	-	全景式
电动后备厢	-	-	-	●
内部配置				
方向盘加热	-	●	-	-
换挡拨片	-	●	-	-
全景摄像头	-	-	●	-
全液晶仪表盘	●	-	-	-
座椅配置				
主/副驾驶座电动调节	-	主 ● / 副 -	主 ● / 副 -	主 ● / 副 -
腰部支撑调节	-	●	-	●
座椅加热	-	前 ○ / 后 -	前 ● / 后 -	前 ● / 后 -
第二排背部角度调节	-	●	-	●
多媒体配置				
车载Wi-Fi	●	-	-	●
中控台彩色大屏尺寸	8英寸	9英寸	8英寸	10.4英寸
后排液晶屏	-	-	-	-
语音控制系统	●	-	-	●
定位互动服务	-	●	●	●
灯光配置				
自动头灯	●	●	-	●
弯道辅助照明灯	-	●	-	●
车内氛围灯	-	●	-	●
玻璃/后视镜				
后排隐私玻璃	-	-	●	-
后视镜电动折叠	-	●	●	●
后视镜自动防眩目	-	内 ● / 外 -	-	内 ● / 外 -
空气净化/花粉过滤	-	●	●	-

资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

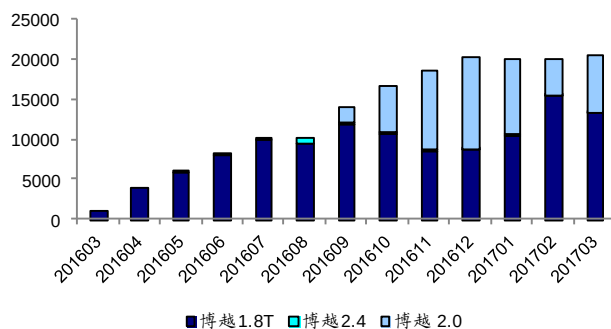
参考竞品上市的销量爬坡轨迹，我们认为，全新 H6 的上市试点与传祺 GS4、吉利博越等自主爆款比较相似；虽然 2017 年购置税优惠幅度较小，但综合考虑全新 H6 的品价比，新 H6 有望做到在相同价位上提供更大空间、更强动力性能和更丰富功能性配置，是一款具备品价比的产品。我们预计，全新 H6（不含经典版）的月销水平在 2017 年底大概率突破 1.5 万辆，成为公司销量支柱之一。

图25 全新 H6 竞品的上市销量表现：传祺 GS4（辆）



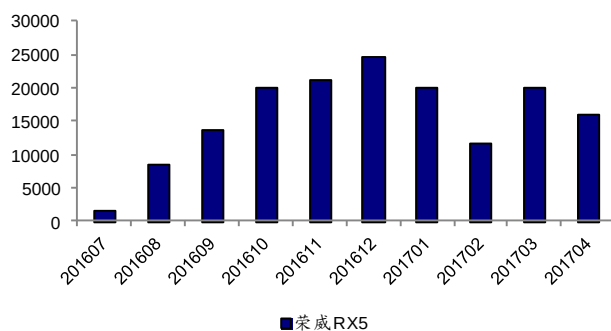
资料来源：乘联会，海通证券研究所

图26 全新 H6 竞品的上市销量表现：吉利博越（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

图27 全新 H6 竞品的上市销量表现：荣威 RX5（辆）

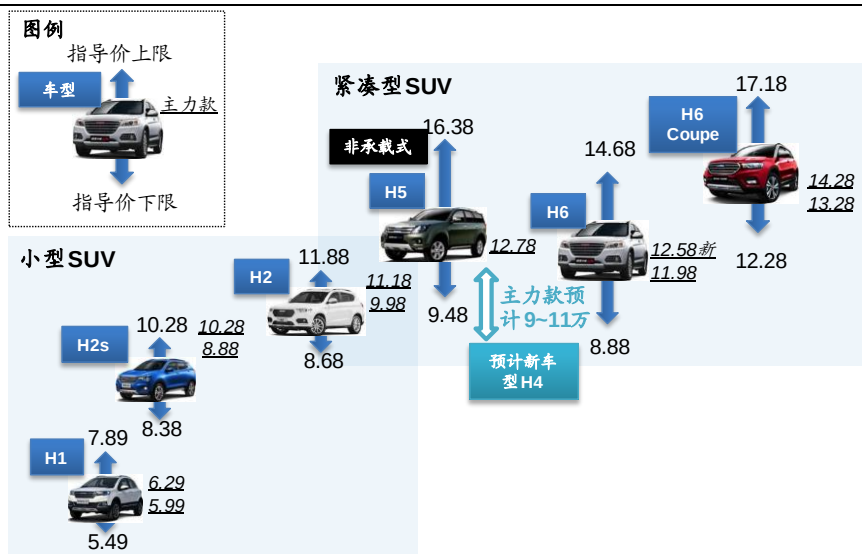


资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

另一方面，2017 经典款 H6、H2 以及预计 17 下半年上市的 H4，将共同拱卫老 H6 在中低端 SUV 领域的霸主地位。

我们认为，老款 H6 这样月销峰值可达 8 万辆的神车，再次出现并不是大概率事件，H6 单一霸主的诞生不仅与其超强性价比有关，更是时代的产物，老 H6 的上市适逢紧凑型 SUV 市场快速扩张，当时消费者的较高价格敏感度与 H6 的性价比优势完美契合，带动了 H6 销量的持续爬坡，后续规模优势的加速积累，使得 H6 的龙头地位愈发难以撼动。但是，在目前时点上，随着合资及自主竞品大举进入市场，紧凑型 SUV 领域竞争日益白热化，新推一款神车是十分困难的任务；因此，我们认为，未来哈弗在小型和紧凑型 SUV 领域的龙头地位，将由经典 H6、H2 和预计 17 下半年上市的 H4 来共同拱卫，通过为提供充分覆盖不同排量（1.3T/1.8T/2.0T）、不同车身大小（小型/紧凑型/Coupe/5 座 7 座）、不同配置（丰富功能性配置）、不同风格（红蓝标）的高度密集产品系列，满足当前 70 后、80 后、90 后新一代消费者的多样化、个性化的需求；另一方面，虽然可能单品难以达到老 H6 的规模，但柔性产线的运用将有效提高生产效率，核心零部件（如 7DCT 变速箱）的自产等也将有效降低生产成本，维持哈弗品牌在“性价比、品价比”上的固有优势。

图28 哈弗品牌在小型、紧凑型 SUV 领域的新产品系列



资料来源：海通证券研究所

3.2.3 WEY 的关键词：大空间、高性能的城市轻奢 SUV

WEY 品牌新车上市，定位轻奢 SUV，开启长城高端化路径。

2016 年 11 月 16 日，长城汽车发布高端品牌 WEY 概念车 W01、W02，定位轻奢 SUV，官方指导价 15-20 万。

2017 年 4 月，WEY 发布首款量产车型 vv7，基于 H7 底盘系统升级，配置有 7DCT 湿式双离合变速器、21 寸超大轮毂、十大主动安全系统（车道偏离预警 LDWS，车道保持 LCA，自适应巡航系统 ACC 等），座舱电子化率高，配置 Infinity 鉴赏级音响系统、12.3 寸虚拟组合仪表盘、流媒体后视镜等。

图29 长城 WEY 品牌概念车



资料来源：Wey 品牌发布会，海通证券研究所

图30 长城 WEY 内饰一览



资料来源：乘联会，海通证券研究所

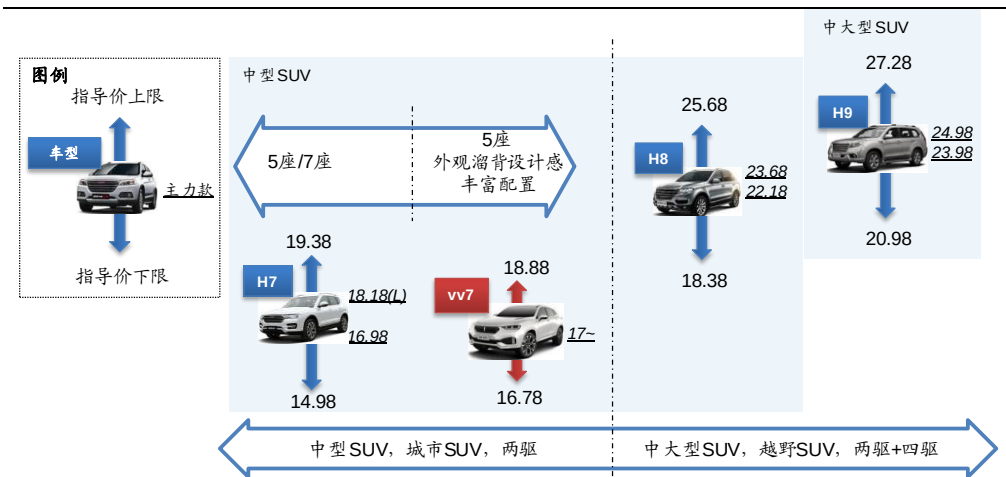
WEY 品牌 vv7 定位明确，与哈弗产品明确割裂，通过动力配置、车身结构、外观设计、功能性配置等，界定出了一款以“时尚、空间、轻奢”为关键词的中型城市 SUV。

（1）与哈弗 H8、H9 通过“城市 VS 越野”明确区分定位。vv7 和 H7 采用了承载式车身、麦弗逊式独立悬架、多连杆独立悬架、前置两驱、换到速度快且燃油经济性好

的双离合器变速器等，使得驾驶舒适灵活，且中型 SUV 的定位既提供了准二胎家庭所需的充分空间，又避免了车型过大带来的驾驶操作难题，是合适的城市 SUV 选择。相反，H8、H9 的双叉臂式独立悬架、机械液压助力、四驱设计等都更加适合越野 SUV，相比之下坚固性和操作性能更好。

（2）与 H7 通过 5 座 VS 7 座、外形设计感、配置丰富度等明确区分了定位。vv7 与 H7 相比，其车身长（5 座版）和宽更大、高更小，车头长且有溜背感，外形比 H7 更加时尚运动；同时，H7 额外提供了 7 座版选择，vv7 提供了更多功能性配置如主动安全系统、LED 大灯、自适应巡航等，在配置和空间上进行了对标消费者的区分。

图31 WEY vv7 与 H7、H8、H9 的定位区别



资料来源：海通证券研究所

表 6 WEY 品牌 vv7 与哈佛 H7、H8、H9 的参数比较

	WEY VV7 2017款 VV7s 豪华型	H7 2016款 蓝标H7/H7L 2.0T 自动豪华型	H8 2017款 2.0T 汽油两/四驱智享型	H9 2017款 2.0T 汽油四驱舒适型
厂商指导价	16.98万	16.98/18.18万	19.88/21.38万	21.98/22.98万
优惠		0.5万		
级别	中型 SUV		中大型 SUV	
车型结构	5座	5座/7座	5座	5座/7座
发动机（涡轮增压，直喷）	2.0T 234马力 L4		2.0T 252马力 L4	
变速箱	7DCT双离合	6DCT双离合	8AT手自一体	
长*宽*高(mm)	4765*1931*1655	4700/4900*1925*1718/1785	4820*1975*1794	4856*1926*1900
轴距(mm)	2950	2850	2915	2800
驱动方式	前置前驱两驱		前置，后驱两驱/适时四驱	前置适时四驱
中央差速器结构	-		四驱配多片离合器	多片离合器
车体结构	承载式			非承载式
后悬架类型	多连杆独立悬架			多连杆非独立悬架
前悬架类型	麦弗逊式独立悬架		双叉臂式独立悬架	
助力类型	电动助力		机械液压助力	
安全配置				
并线辅助	-	○/-	○	-
车道偏离预警系统	-	-	○	-
主动刹车/主动安全系统	●	-	●	-
辅助/操控配置				
全景摄像头	●	○	●	-
自适应巡航	●	-	●	-
自动泊车入位	-	○/-	-	-
外部/防盗配置				
全景天窗	●	●	●	-
电动后备厢	-	●	●	-
内部配置				
方向盘换挡	●	○/-	●	●
方向盘加热	-	-	○	-
全液晶仪表盘	●	○/-	-	-
座椅配置				
腰部支撑调节	-	-	●	●
第二排靠背角度调节	●	●	-	●
第二排座椅移动	-	-	-	●
电动座椅记忆	-	-	●	-
前/后排座椅加热	前●/后-	前●/后○	前○/后○	-
前/后排座椅通风、按摩	-	-	前○/后-	-
多媒体配置				
定位互动服务	○	○	-	-
后排液晶屏	-	-	○	-
灯光配置				
近、远光灯	LED	氙气	氙气	氙气
转向灯、大灯清洗装置	-	-	○	-
玻璃/后视镜/空调/冰箱				
防紫外线/隔热玻璃	-	-	-	●
后视镜加热、电动折叠	-	●	●	●
后视镜记忆	-	-	●	-
后排侧隐私玻璃	●	-	-	-
后排独立空调	-	-/●	●	●

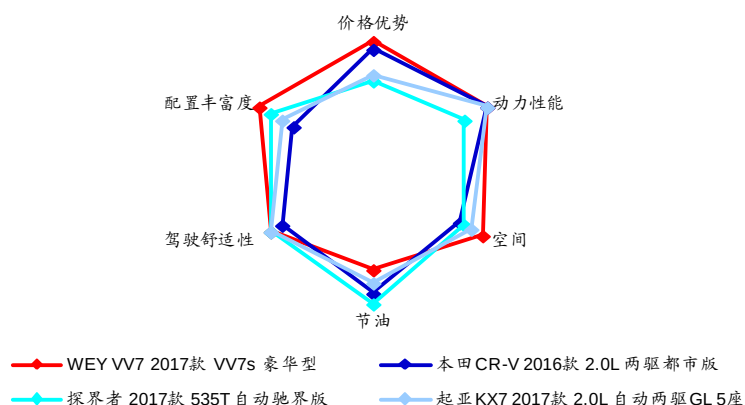
资料来源：爱卡汽车，海通证券研究所

与竞品相比，WEY 首款中型 vv7 配备 2.0T 发动机及 7DCT 湿式双离合变速箱，整体产品力比较均衡，在价格、配置丰富程度和空间上具有明显优势。

在竞品方面，我们认为，从价格和参数看，w7 的主要竞品是合资紧凑型 SUV 及少量自主中型 SUV，如本田 CRV、起亚 KX7、雪佛兰探界者等。

从价格看，w7s 与本田 CRV 竞品最接近，但在配置丰富度上有明显优势，且车型长、宽在同级竞品中最大，仅车身高由于其运动时尚的溜背感设计而相对较低，但总体上提供了较有优势的车内空间。从动力性能看，除了探界者为 1.5T 外，w7s 与竞品都是 2.0T 发动机，但 CRV 和 KX7 由于搭载自然吸气发动机、节油效果相对较好。总体而言，WEY w7 目前来看在价格、配置丰富程度和空间上有比较明显的优势，动力性能上，采用 2.0T 涡轮增压发动机，配置 7DCT 湿式双离合变速箱，整体配置中等水平，由于其变速箱为首次自产产品，长期稳定性和使用效果仍需持续跟踪。

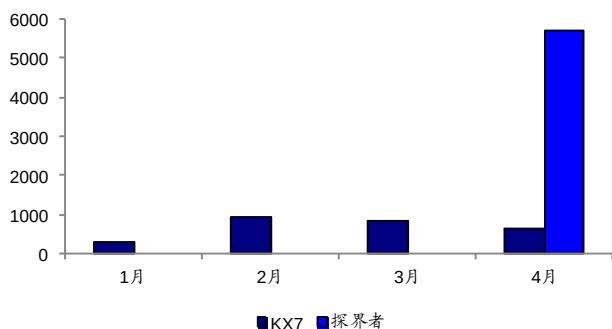
图32 全新 H6 2.0T 的竞争力蛛网图



资料来源：海通证券研究所

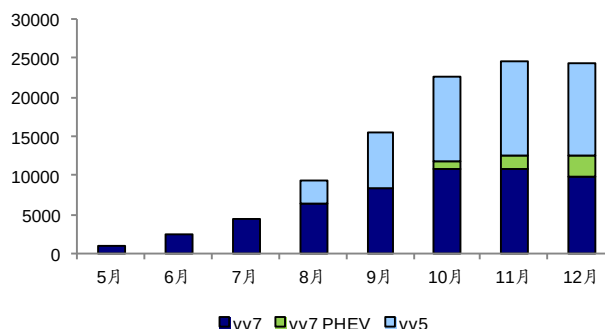
WEY w7 的主流竞品中，探界者和 KX7 都是新上市的车型。其中，KX7 由于是韩系品牌，受到国际政治因素的严重影响，上市后连续 4 月销量不足 1000 台，被挤出了主力竞品队伍；上汽通用雪佛兰探界者，于 4 月发布上市，首月销量突破 5000 台，表明市场对 15-20 万中型 SUV 不仅热情高涨、更存在较大的实际需求。而在现有主力竞品中，缺乏完全对标的中型 SUV 产品，但 w7 在动力性能和终端价格上与紧凑型 SUV 本田 CR-V 比较相近，但是，CR-V 在车型级别、空间大小、驾驶舒适度（后悬架）、功能性配置（主被动安全、车灯等）都显著处于劣势，我们认为，w7 具备与 CR-V 一战的实力。综上，参考探界者上市爬坡速度及 CR-V 月销 1.5 万辆水平，我们认为，w7 上市后有望在 1~2 个月内爬升至 5000 辆/月销量水平，并在 17 年底前提升至 1 万辆以上月销水平，全年贡献 5~6 万辆增量。

图33 竞品 2017 新车型 KX7 和探界者的销量表现（辆）



资料来源：乘联会，海通证券研究所

图34 WEY 品牌 w7、VV5 的 2017 年销量预测（辆）



资料来源：海通证券研究所

表 7 长城 WEY 新车型 vv7 与 3 款合资竞品的比较

	WEY VV7 2017款 VV7s 豪华型	本田 CR-V 2016款 2.0L 两驱都市版	探界者 2017款 535T 自动四驱版	起亚 KX7 2017款 2.0L 自动两驱 GL 5座
厂商指导价	16.98万	18.98万	18.99万	18.68万
优惠		1.6万		
级别	中型 SUV	紧凑型 SUV	中型 SUV	中型 SUV
发动机	2.0T 234马力 L4 涡轮增压 直喷	2.0L 155马力 L4 自然吸气 多点电喷	1.5T 180马力 L4 涡轮增压 直喷	2.0L 163马力 L4 自然吸气 直喷
变速箱	7DCT双离合	CVT无级变速	6AT手自一体	6AT手自一体
工信部百公里油耗(L)	8	7.1	6.7	7.6
长*宽*高(mm)	4765*1931*1655	4585*1820*1685	4652*1843*1688	4730*1890*1730
轴距(mm)	2950	2620	2725	2700
整备质量(kg)	1985	1540	1520	1610
后悬架类型	多连杆独立悬架	双横臂式独立悬架	多连杆独立悬架	多连杆独立悬架
驻车制动类型	电子驻车	脚刹	电子驻车	脚刹
前轮胎规格	235/55 R20	225/65 R17	225/65 R17	235/65 R17
后轮胎规格	235/55 R20	225/65 R17	225/65 R17	235/65 R17
主/被动安全装备				
前排侧/头部气囊	●	●	●	-
胎压监测装置	●	●	●	-
主动刹车/主动安全系统	●	-	-	-
辅助/操控配置				
前/后驻车雷达	前● / 后●	-	前- / 后●	前- / 后●
倒车视频影像	●	-	-	●
全景摄像头	●	-	-	-
定速巡航	●	-	●	-
自适应巡航	●	-	-	-
发动机启停技术	●	●	●	○
自动驻车	●	-	-	-
陡坡缓降	●	-	-	-
外内部/防盗配置				
全景天窗	●	-	●	-
车顶行李架	●	-	●	●
无钥匙启动/进入系统	●	-	●	-
方向盘换挡、全液晶仪表盘	●	-	-	-
座椅配置				
座椅材质	仿皮	织物	织物	织物
主/副驾驶座电动调节	主● / 副●	-	主● / 副-	-
第二排座椅移动	-	-	-	●
前/后排座椅加热	前● / 后-	-	-	-
多媒体配置				
GPS导航系统	●	-	-	-
定位互动服务	○	-	-	-
中控台彩色大屏、蓝牙/车载电话	●	-	●	●
外接音源接口	USB+AUX+SD卡插槽	AUX	USB+AUX	USB+AUX
扬声器数量	10-11喇叭	4-5喇叭	6-7喇叭	6-7喇叭
灯光配置				
近光灯	LED	卤素	卤素(选装LED)	卤素
远光灯	LED	卤素	卤素(选装LED)	卤素
自动头灯	●	-	●	●
转向辅助灯	●	-	-	-
车内氛围灯	●	-	-	-
玻璃/后视镜				
防紫外线/隔热玻璃、后视镜加热	-	-	●	-
内/外后视镜自动防眩目	内● / 外●	-	-	-
后视镜电动折叠	-	-	●	●
后排侧隐私玻璃	●	-	-	-
感应雨刷	●	-	-	-
空调/冰箱				
空调控制方式	自动	手动	手动	手动
温度分区控制	●	-	-	-
车内空气调节/花粉过滤	●	-	●	-
选装包	4000: 高清流媒体广角内后视镜/车联网			

资料来源：汽车之家，海通证券研究所

3.2.4 以产品力塑造品牌力，WEY 正面迎战、寻求溢价

我们认为，对长城而言，只有产品力才是品牌力提升的源泉。

比较长城、吉利 2 家均在推出高端产品条线的自主品牌，我们发现，两者在品牌高端化的定义方式上，走上了完全不同的道路——以第一印象为例，领克在潜意识上被认知为“沃尔沃 Mini”，WEY 则近似于“哈弗 Plus”。我们认为，在自主品牌高端升级的过程中，一个核心的问题是，如何改变消费者对品牌的认知，让消费者相信自主品牌可以造出值 15 万以上的中高端产品，并进一步获得品牌溢价。

【吉利领克】沃尔沃背书，支撑领克高调宣誓、强力盖章高端定位。

吉利汽车在品牌溢价的获得上具有先发优势，近年来深度合作沃尔沃、学习技术并打造 CMA 平台等，都意味着具有优秀口碑的中高端品牌沃尔沃实际上成为吉利硬实力不断进步的有效背书，使得吉利以高端品牌领克打破 15 万元天花板的大逻辑有相当的说服力。我们认为，这也是吉利汽车在推出高端品牌时乐于发声的原因之一，在短短的不足半年内，通过高密度且具有仪式感的展示活动全面彰显实力，一步到位、将新品牌领克打上高端的烙印，后续再以优秀的产品接受消费者的持续考验。

【长城 WEY】WEY 则走上一条完全不同的道路，稳中求胜、以产品力换品牌力是基于当前条件的必然选择。

（1）哈弗形象固化，倒逼新设 WEY 品牌。由于哈弗 H6 长期热销，哈弗品牌甚至长城本身，已经形成了非常固化的“中低端 10 万元 SUV”形象，难以打破，因此，长城新创立了 WEY 品牌，旨在与哈弗品牌进行切割和区分，减小固化形象对产品升级的影响。

（2）稳扎稳打、以产品力锻造口碑，未来新生出的一定是经受大量消费者检验的“大家的 WEY”。长城的技术研发方面，一直以来主要通过设立海外研发中心、核心零部件领域与海外龙头公司有广泛合作、自主培育技术人才等形式展开，但却没有类似吉利与沃尔沃的亲密关系能够作为长城技术实力进步的绝对背书。因此，长城汽车品牌认可度的提升无法一步到位，必然需要走稳扎稳打的路子，这一过程将伴随着消费者产品体验的积累、以及相应的产品改进和不断调教；那么，在此过程中，消费者口碑的积累速度就尤为重要，这就决定了 WEY 的定价策略将是相对温和的。

（3）我们认为，“量”的积累仍十分重要，预计 WEY 品牌的溢价获得，将是一条螺旋式上升的路径。

①vv7 肩负标定新品牌重任，作为首款车，vv7 的品质将直接决定消费者对 WEY 的第一印象。从目前 WEY 的产品投放来看，首款车型 vv7c/s 定位 B 级 SUV，处于当前市场仍有竞争空间的区域，在动力、内饰、外观等方面都堪称匠心之作、表现不俗，比较适合作为一个新品牌的首秀；同时，vv7 的价格也比较适中，在 15~20 万区间选择了 17 万这一中等位置，与哈弗拳头产品 H6 实现了明显区分，但与中型 SUV 竞品相比又仍保留了一定的价格竞争力，不会吓走首批潜在消费者。相比之下，产品战略比几年前奇瑞推出的高端品牌观致时更加高明。当时，观致的其首款产品选择了定价超过 12 万的 A 级轿车，作为 A 级车，在标定一个高端品牌上稍显柔弱；但是，12 万的价格又超出了当时主流消费者对自主品牌产品的心理预期，与合资竞品相比完全没有价格优势。

②vv7 首秀预热市场，聚集首批潜在目标人群。我们预计，WEY vv7c/s 主力车型将在 17 万元左右，比拳头产品 H6 主力款大幅高出 5~7 万元、与 H7 形成一定程度重叠，在此价差面前，vv7 除了肩负品牌标定的重任外，还将聚集第一批潜在消费者，其中包括品牌偏见相对较弱、消费意愿较强、个性化需求强烈的 90 后，以及来自三四线城市、对空间和功能要求较高、但消费能力相对合资中型 SUV 仍有压力的年轻 80 后准二孩家

庭换购人群，同时也可能分流一部分 H7 客户。

③4~9 月是品牌发酵期，预热 Q3 旺季 vv5 发布、衔接 vv7 共同发力。WEY 品牌的第二款量产车将是一款紧凑型 SUV vv5、预计定价区间在 15~16 万元，稍低于 vv7，成为 WEY 品牌准入门级车型，并填补 H6 coupe 和 H7 主力款之间的空白市场，预计将于 17 年 8-9 月上市。我们认为，在 4 月 vv7 上市至 9 月 vv5 上市之间的 5 个月中，随着 100 家店中店和 200 家 WEY 直销店的铺开，配合 5 月 15 日同时登录全国百家万达广场，vv7 将为 WEY 品牌及后续多款车型快速造势，积累产品体验和首批用户和潜在用户，预计 9 月 vv5 上市时，略低于 vv7 的定价、配合三季度行业旺季买车行情，将有效争取 WEY 品牌中间潜在用户的订单落地放量，开启消费者口碑的快速积累，为 2018 年新车型或改款车型的完善和调教提供有益的经验。

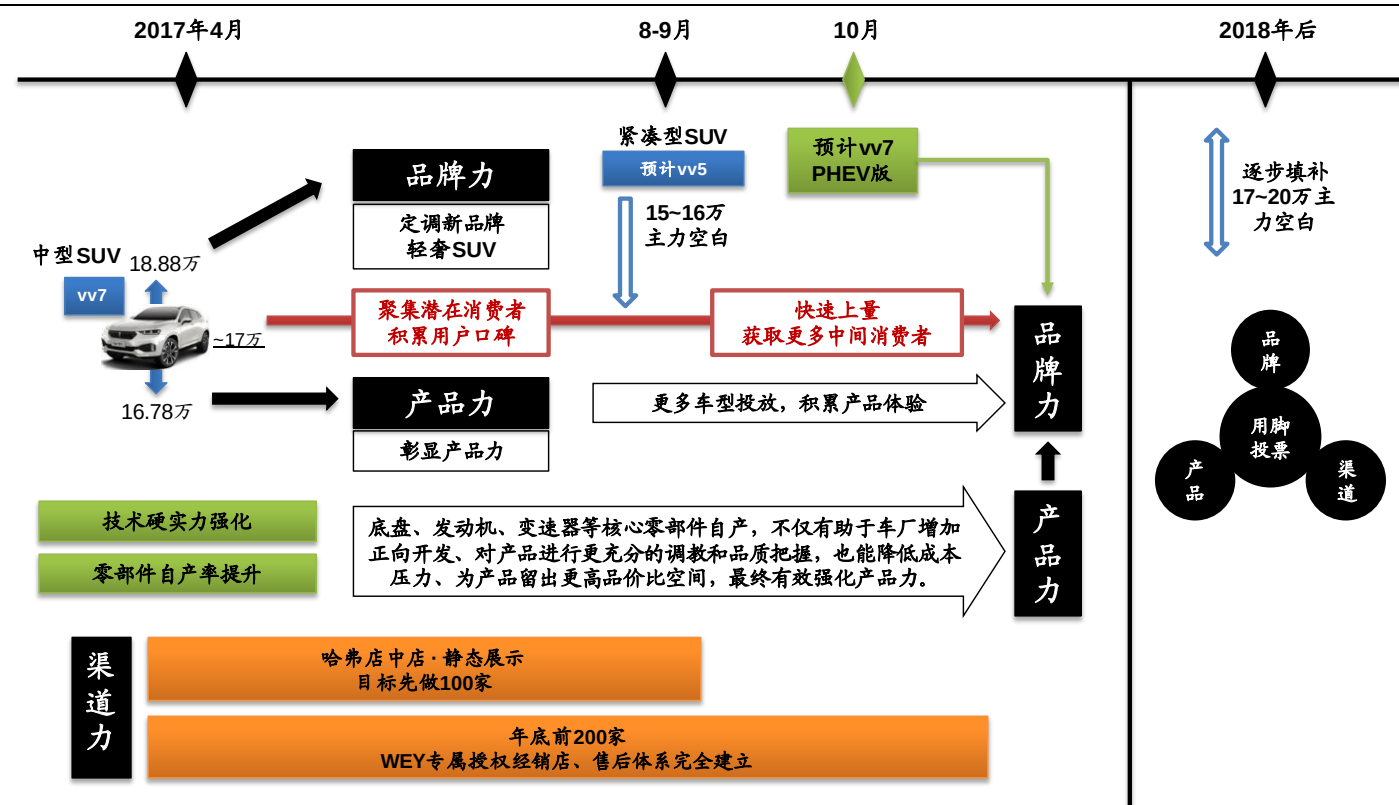
④下半年 vv7 PHEV 发布将是填补新能源汽车空白、展示长期技术实力的良好机会。在往后，我们预计，vv7 的 PHEV 版本将于 17 年 10 月上市；此前，长城并未发布过成熟的新能源车型，市场对长城在新能源汽车技术领域的实力仍处认知空白。我们认为，此次 vv7 PHEV 版的发布，将打开一个良好的观察窗口，如车型评价正面或公司在此时间节点上对新能源汽车技术储备进行具有冲击力的有效展示，那将是一次验证 WEY 品牌和长城技术实力的良好机会，对未来品牌溢价的提升有益。

⑤变速器核心零部件自产，破除外购产能壁垒、降低成本，提升 WEY 性价比和放量能力。在核心部件方面，公司自产率也不断提升，其中，7DCT 湿式双离合变速器 17 年 4 月已在保定徐水工厂实现一期投产，一期产能 50 万套，目前正在逐步爬坡中、已开始优先供货 WEY vv7 车型；二期 50 万套产能仍在厂房建设中，我们预计，按正常工程建设速度，有望于 2018 上半年投产。7DCT 湿式双离合变速器的自产，是核心零部件自产之路上重要的一环。

一方面，自产率提升将有效降低整车生产成本，并加强整车厂对全车品质的控制，对核心零部件、底盘、车身结构等的匹配进行更深度的调教。

另一方面，7DCT 双离合变速箱 4 月首次投产装配，其稳定性和后续优化需要经过大量装车检验；目前在国内，家用车型手动档升级 AT、DCT 等变速器产品已是大趋势，从此次全新 H6 取消手动档就可见一斑，预计升级需求旺盛；但是，AT、DCT 等国产化率仍较低，国内只有上汽变速器等少量零部件企业具备规模生产能力，海外供应商以格特拉克、爱信等为主，但供给并不稳定，16 年底至 17Q1 还出现过全球范围的爱信自动变速箱产能短缺，影响了包括上汽合资等在内的多家整车厂的正常生产。因此，我们认为，长城徐水变速器工厂的设计 100 万套 7DCT 变速器产能，除内供外，大概率将有部分实现外部销售，带动零部件自产快速规模化，进一步减轻研发费用压力。

图35 WEY 品牌的现有 SUV 产品阵列及预测（按级别和官方指导价，万元）



资料来源：海通证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

长城汽车正处于优化与重构的关键时刻。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 和预计下半年上市的 H4 共同拱卫，支撑短中期盈利。另一方面，紧凑型 SUV 领域竞争白热化，倒逼公司推出 WEY 品牌，以“时尚、空间、轻奢”城市 SUV，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。我们认为，从产品品质和性能参数看，WEY v7 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 v7/v5 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，我们拭目以待。

表 8 公司主要业务板块的分项收入、毛利估算（亿元）

	2016	2017E	2018E	2019E
1. 整车				
收入	944.65	1,133.58	1,303.62	1,433.98
毛利	716.35	859.62	988.56	1,087.41
2. 零部件				
收入	28.86	45.34	52.14	57.36
毛利	19.17	30.12	34.64	38.10
3. 劳务				
收入	2.61	2.83	3.26	3.58
毛利	1.93	2.10	2.42	2.66
4. 模具				
收入	6.44	7.73	7.79	7.84
毛利	4.87	5.85	5.88	5.93
5. 其他				
收入	3.59	3.28	3.29	3.30
毛利	1.28	1.17	1.17	1.18

资料来源：2016-2017 年定期报告、定增预案、招股说明书，海通证券研究所

预计公司 2017-2018 年对应 EPS 为 1.30 元、1.54 元，对应 2017 年 5 月 24 日收盘价 PE 分别为 9.5 倍、8.0 倍。综合参考 A 股整车相关标的，2017 年综合可比公司平均动态 PE 为 6.0~15.1 倍。考虑公司是 SUV 细分领域龙头、处于品牌升级关键时期、未来成长性优越，给予公司 2017 年 10 倍动态 PE，目标价 13.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9 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	13.84	2.32	2.51	6.0	5.5
600104.SH	上汽集团	29.40	3.10	3.41	9.5	8.6
601238.SH	广汽集团	25.39	1.68	2.12	15.1	11.9
	平均				10.2	8.7
601633.SH	长城汽车	12.31	1.30	1.54	9.5	8.0

资料来源：Wind，海通证券研究所。注：收盘价日期为 2017 年 5 月 24 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期。

5. 风险提示

汽车行业景气度波动。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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	利润表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标（元）					营业总收入	98615.70	121687.85	148299.67	170544.62
每股收益	1.16	1.30	1.54	1.83	营业成本	74360.22	92360.49	113032.14	129234.93
每股净资产	5.18	6.48	7.63	9.00	毛利率%	24.60%	24.10%	23.78%	24.22%
每股经营现金流	0.97	1.18	1.70	1.81	营业税金及附加	3832.81	4624.14	5635.39	6480.70
每股股利	0.80	0.39	0.46	0.55	营业税金率%	3.89%	3.80%	3.80%	3.80%
价值评估（倍）					营业费用	3175.42	4137.39	5042.19	5798.52
P/E	10.65	9.48	8.02	6.72	营业费用率%	3.22%	3.40%	3.40%	3.40%
P/B	2.38	1.90	1.61	1.37	管理费用	4574.70	6571.14	8008.18	9209.41
P/S	1.14	0.92	0.76	0.66	管理费用率%	4.64%	5.40%	5.40%	5.40%
EV/EBITDA	7.45	6.60	5.59	4.73	EBIT	12272.62	13944.69	16531.78	19771.07
股息率（%）	6.50%	3.17%	3.74%	4.46%	财务费用	-3.86	-94.31	-110.92	-130.93
盈利能力指标（%）					财务费用率%	0.00%	-0.08%	-0.07%	-0.08%
毛利率	24.60%	24.10%	23.78%	24.22%	资产减值损失	413.15	100.00	100.00	100.00
净利润率	10.70%	9.74%	9.45%	9.81%	投资收益	30.35	50.00	50.00	50.00
净资产收益率	22.31%	20.04%	20.14%	20.36%	营业利润	12276.48	14039.00	16642.70	19902.00
资产回报率	12.85%	11.85%	11.81%	11.95%	营业外收支	206.58	250.00	250.00	250.00
投资回报率	24.75%	24.25%	27.93%	31.59%	利润总额	12483.06	14289.00	16892.70	20152.00
盈利增长（%）					EBITDA	14834.40	16737.62	19769.00	23380.87
营业收入增长率	29.70%	23.40%	21.87%	15.00%	所得税	1929.11	2429.13	2871.76	3425.84
EBIT 增长率	30.29%	12.83%	18.11%	18.27%	有效所得税率%	15.45%	17.00%	17.00%	17.00%
净利润增长率	30.92%	12.36%	18.23%	19.30%	少数股东损益	2.80	4.06	3.43	3.74
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	10551.16	11855.81	14017.51	16722.42
资产负债率	48.7%	45.1%	46.3%	45.3%	扣除非经常性损益净利润				
流动比率	1.25	1.49	1.58	1.69	资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
速动比率	1.11	1.34	1.43	1.54	货币资金	2153.60	10081.80	18958.34	28241.86
现金比率	0.05	0.21	0.32	0.42	应收款项	768.99	2724.93	1848.06	2424.71
经营效率指标（%）					存货	6061.14	7102.04	8699.92	10137.68
应收帐款周转天数	2.99	3.17	3.29	3.27	其它流动资产	43887.12	50912.19	61623.57	70936.00
存货周转天数	18.62	19.50	19.22	19.92	流动资产合计	53928.03	72227.61	92822.92	113654.02
总资产周转率	1.20	1.22	1.25	1.22	长期股权投资	0.00	28.00	15.34	14.44
固定资产周转率	19.33	18.49	18.77	18.11	固定资产	24714.95	26867.96	27692.09	27656.66
					在建工程	4859.18	2929.59	1964.79	1482.40
					无形资产	3210.71	3402.45	3556.29	3675.06
					非流动资产合计	38381.13	35552.76	36810.72	36665.06
现金流量表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E	资产总计	92309.16	107780.37	129633.64	150319.08
净利润	10553.95	11859.87	14020.94	16726.16	短期借款	250.00	500.00	500.00	500.00
折旧摊销	2561.78	2792.93	3237.22	3609.80	应付账款	25007.34	28319.14	34863.84	40484.29
营运资金变动	-4342.22	-5668.93	-1425.37	-3317.14	预收账款	6311.93	7558.90	9375.14	10741.25
经营活动现金流	8835.41	10799.13	15512.00	16483.80	其它流动负债	17994.90	19695.78	23427.93	26163.45
固定资产投资	5558.52	2000.00	2000.00	2000.00	流动负债合计	43252.24	48514.93	58791.76	67147.74
无形资产投资	74.93	255.96	218.05	182.98	长期借款	49.80	49.60	49.40	49.20
资本支出	6684.14	3000.00	3000.00	3000.00	其它长期负债	1653.48	2.33	1114.77	923.53
投资活动现金流	-8367.46	-3189.63	-3193.13	-3129.01	非流动负债合计	1703.28	51.93	1164.17	972.73
债务变化	-50.20	249.80	-0.20	-0.20	负债总计	44955.52	48566.85	59955.94	68120.46
股票发行	0.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	9127.27	9127.27	9127.27	9127.27
融资活动现金流	-1116.33	318.69	-3442.33	-4071.27	普通股股东权益	47294.80	59150.61	69611.38	82128.54
现金净流量	-566.52	7928.20	8876.54	9283.52	少数股东权益	58.84	62.90	66.33	70.08
公司自由现金流	5662.44	5973.59	12561.22	13784.68	负债和所有者权益合计	92309.16	107780.37	129633.64	150319.08
股权自由现金流	5612.24	6200.12	12532.57	13756.03					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 24 日

资料来源：公司年报（2016），海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓学 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,春兴精工,亚太股份,云意电气,广东鸿图,金固股份,万安科技,德联集团,鹏翎股份,宁波高发,金马股份,江淮汽车,广汽集团,上汽集团,力帆股份,精锻科技,福田汽车,胜利精密,沧州明珠,凤形股份,吉利汽车,浙江仙通,广汇汽车

投资评级说明

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

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kjiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxal1398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜 佳 (021) 23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李 影 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 娜(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王 猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)23154116 wq10458@htsec.com
李宏科 (021) 23154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳 (021) 23154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐 宇 ty11049@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨 娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金 晶 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 联系人
 谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 张天闻 ztw11086@htsec.com
 尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 联系人
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
 徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
 杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
 联系人
 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
 联系人
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
 联系人
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁 立 ll11383@htsec.com
 洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 联系人
 庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
 张 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 联系人
 童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
 唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 马 榕 23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 联系人
 杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 联系人
 刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
 联系人
 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
 联系人
 关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
 夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com
 成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
 刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 联系人
 张恒晖(010)68067998 zhx10170@htsec.com
 张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
 联系人
 林瑾璐 ljl11126@htsec.com
 谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
 联系人
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 顾熹阁 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 联系人
 李 阳 ly11194@htsec.com
 朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 联系人
 朱 悦(021)23154173 zy11048@htsec.com
 赵 洋 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
蒋炯 jj10873@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
吴尹 wy11291@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com
张明 zm11248@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 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com