

## 本期摘要

上半年长城汽车的销量下滑，净利润下降，如今市场饱和的情况下想打破充分竞争的牢笼太难。大家已经陷入到如果增量不增的情况下，就是打价格战。

尤其值得注意的是：这个过程中一定会出现的是销售成本的大幅度上升，所以说像现在长城的广告成本大幅度上升绝不是一个偶然。价格战下一旦加大了广告投入就不能再减少。这就是广告成本和销量之间的边际效应：就是广告成本不但不能降，必须得维持在高位，而且销量还会越来越差。销售成本和销量之间的边际成本大幅度下降。

## 音频梗概

00:15

大投入下长城净利润仍然下滑49%

长城汽车刚刚公布了上半年的净利润，大概是24.92亿，同比下降49%。给出的理由主要是广告的收入，尤其是通过购车摇红包、让利活动、促销、品牌投入、广告宣传对收入和毛利率的水平影响非常大。但是从财务报表的目标上来看，即便是依靠降价、打广告这么疯狂的投入下，二季

度单季的收入仍然是下降了14%。企业的利润率从一季度的9.78%大幅度下降到了2.79%，这是财务数据。

2017年7月21日，**长城汽车股份有限公司**（以下简称“本公司”）以书面传签方式召开了第六届董事会第三次会议，全体董事会成员审议并通过了《关于2017年中期业绩快报的议案》，表决结果如下：7票同意，0票反对，0票弃权。本公司2017年中期业绩快报情况如下：

一、业绩快报期间

2017年1月1日至2017年6月30日

一叶知秋，公司个案还是行业开始进入下行通道？

二、主要财务数据及指标（合并财务数据）

依靠降价和增加广告费等投入，

二季度单季收入下滑14%！

单位：人民币亿元

营业利润率从一季度的9.78%大幅下降至2.79%！

| 项目           | 本报告期   | 上年同期<br>(2016年) | 增减幅度(%) |
|--------------|--------|-----------------|---------|
| 营业总收入        | 412.56 | 416.72          | -1.00   |
| 营业收入         | 409.93 | 416.01          | -1.46   |
| 营业利润         | 27.82  | 58.14           | -52.15  |
| 利润总额         | 31.27  | 59.20           | -47.18  |
| 净利润          | 25.01  | 49.28           | -49.26  |
| 归属于本公司股东的净利润 | 24.92  | 49.26           | -49.42  |

H7销量下滑41%，VV7Y销量也并无明显增长

我们再看看销售的数据，看看是不是符合我们之前的预估。基本上6月份总计的销量是64471，总销量减少了1.7%；但是SUV下滑了9%左右，主力SUV下滑的比较严重，尤其是H7，H6现在下滑了6.3%，H7下滑了41%，非常的严重。这个实际上跟我们之前做的调研的情况非常的像（参见[再谈长城汽车](#)），当时我们就说过VV7出来以后，它所有的东西跟H7太过于接近，但是内饰、外观看起来更加时髦，这个一定会给H7造成非常大的冲击和影响。

从单月数据上来看，已经体现出来啦，H7下滑了41.54%，而所谓的VV7好像也没有看到太明显的增长，目前来讲6月份交出了3166辆的VV7的销量，这个数字大概只占到SUV总销量的5%，基本上没法和现有的H6的35000多辆做匹配。

02:40

长城汽车增量的时代是否已经过去？

当然是否将来会作为一个主力车型大幅度增长，我觉得这个应该说还是要冷静地去看。我们之前关于长城的站争都已经关注很久了，之前我们也做了很多地调研。目前来讲实际上这一两个月我们也一直在盯，进店寻客的量非常少，保养的量倒是不少，所以说可以看到对于长城汽车来讲真的是进入到了一个增量过去的时代。

可能有一部分存量和更换，但是更换的车组里面其实现在面临的就是一个冲击，这一档的国产SUV里面可选择性太大，还是我说的那句话，**当SUV的占比从当年的7%增到50%的时候，你更可以长期地持有长城这样的一个专注型的公司；但是当汽车市场的份额比例已经达到一个非常大的规模的时候，SUV的占比又达到50%的时候，这样的充分竞争，你想打破这样的困局和牢笼确实还是有很大的难度的。**

04:07

半年就被淹没的“酷炫帅”VV7，为什么？

而且现在从消费者的认知度上来讲，很快VV7的所谓的漂亮、帅、看起来很酷在不到半年的时间内就被淹没，为什么呢？

你可以看看同款的国产车的速度，还有他们的外观、造型、内饰，现在包括吉利退出的领克，基于沃尔沃的架构也都出来了。

所以说大家对于自主品牌的核心基本上是没有变的，还是一个性价比。外观这个东西不是一个竞争性的优势了，当下对于所有的整车生产企业来讲，这一块是非常容易做的。

05:15

销售成本和回报之间的边际大幅度下降

所以说大家已经陷入到如果增量不增的情况下，就是打价格战，这个过程中一定会出现的是销售成本的大幅度上升，所以说像现在长城的广告成本大幅度上升绝不是一个偶然。

「很多人说“正是因为短期内它的广告成本大幅度上升，后期新车铺辆走出来以后就会好。”

我说“大错特错，后面你一定会陷入到一个困局。”

」



就是广告成本不但不能降，必须得维持在高位，而且销量还会越来越差，销售成本和回报之间的边际会大幅度下降。

甚至到最后你会发现如果广告再一撤，那销量下滑的速度会更大，这个时候其实就反映了这个产业的边际已经到了很敏感的阶段，大家很难打破这样的瓶颈。

「补充说明：商科里面有个边际效应，广告成本和销量之间的关系，最终你会发现促销广告成本变成了硬性支出，支出了销量也不一定增加，而一旦敢削减，销量必然会出现大幅度下降，最终生产企业的广告成本成为了最大的成本增量部分，并且无法减少，毛利率至此急速下降

」

06:13

10港币股价左右巨大的多空争执

所以说真的是行业过去了，还是说只是一个短暂的现象，我相信大家在这里会有不同的见解，仁者见仁，智者见智吧。因为现在长城汽车上的分歧和争斗应该说是非常的大，做空比例仍然是非常高，百分之三十几的做空比例。然后价格的波动应该说是非常地剧烈，基本上就围绕着10港币，大家在争执。

前面大家为了打破这样的空头，国内的资金大举南下，大量在配置长城汽车，那一天的成交量持仓量大幅度推高，一边是外资机构推高后大规模地减持；另外一边是一次性增持完也发生了犹豫。

所以**现在长城汽车就变成了中间价格在10港币的位置上，大家的分歧非常巨大，谁也不愿意出手，都在等更明确的一些倾向性的信号出来。**

07:22

确定信号来临之前，双方必定还是争执不断

所以说市场的一些东西都已经跟长城反映出来的基本情况是有一个很大的反差，并且这种反差在逐步地证伪。所以说股价里面还反映了资金的强弱，不完全反映的是基本面，毕竟当土豪介入到这个市场上的时候，买买买，到底多少是合适，这就很难讲得很清楚了。

现在长城的港股真的是叫争执的非常厉害，前面基于基本面预估10港元打到8港币，国内大举地增持，一天拉百分之二十几，试图去打爆空头，结果是拉高了以后外资大规模开始减持，完了以后也缺乏进一步的动能，成交量大规模地开始萎缩，然后价格基本上又回到9、10港币左右，大家又继续分持。新交出来的报告基本上可以看到倾向性也在出来。当然大家仍然还会继续有分歧，仍然继续地争执，非得到水落石出到那一刻，双方才会真正意义上有所顾及。但是可以看到目前长城汽车到融资做空到比例仍然非常高。

08:57

市场饱和下的充分竞争，转折点在哪？

市场归市场，逻辑归逻辑，基本面归基本面，两者之间实际上不可能偏离地很久，所以大家相互之间就看拉锯的走向。



长城汽车这场战争仍然没有结束，我们跳开股价来说，还是说中国的整个汽车行业的一个时代性的变革是不是已经开始出现，而不仅仅是说一家上市公司的问题，或者一个股票的问题，这个实际上涉及到大家对于整个产业链或者这个行业发展的判断。

从我的角度来讲，我已经讲得很清楚了，08年、09年我们是看好中国的汽车产业链，看好中国的SUV，看好中国的国产产业的发展，但现在我们认为已经进入到一个群雄逐鹿的阶段，这个过程中，实际上市场是饱和下的充分竞争，这是转折点的开始。

**制作人按：**为了大家能更全面学习到付总在投资上更为系统的逻辑，今后每一次更新都会整理一份相关内容的时间轴供大家参考：

丨 《付鹏说》相关内容时间轴

**【021】一则促销引发的汽车股沽售惨案**（2017-03-19）：可能在未来半年内会面临一个承压的状态。无论是从销售的总量，面临的政策，当下的库存以及随后的价格战和市场内部的竞争，可能都会导致毛利率的下降，对股价产生比较大冲击和影响。

【037】众泰汽车，复制屌丝经济赢家vivo与oppo?！ | 调研分享 (2017-04-16)：我们08年开始调研长城汽车，抓住了“国内车企SUV时代”，现在呢，中国车企已经进入到一个充分竞争的状态.....

【065】再谈长城汽车：股价在8港币引多空分歧 (2017-06-08)：五月份长城汽车产销不容乐观，一度成为香港股市头号做空对象，股价逼近8港币

-end-