

2019年11月08日

公司研究

评级：买入（维持）

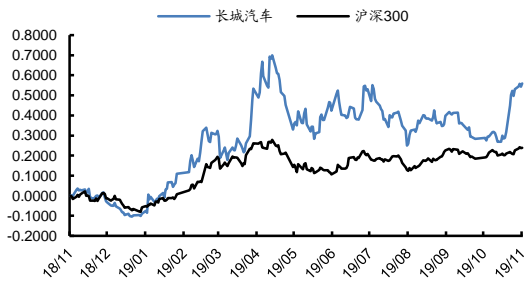
研究所

证券分析师： 潮浩 S0350519100002  
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn  
联系人： 王炎太 S0350118050031  
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

## 10月销量结构改善，ASP持续上行

### ——长城汽车（601633）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现    | 1M   | 3M   | 12M  |
|-------|------|------|------|
| 长城汽车  | 21.4 | 24.7 | 53.9 |
| 沪深300 | 4.6  | 10.2 | 23.9 |

市场数据 2019-11-07

|            |              |
|------------|--------------|
| 当前价格（元）    | 9.35         |
| 52周价格区间（元） | 5.31 - 10.74 |
| 总市值（百万）    | 85339.97     |
| 流通市值（百万）   | 56359.27     |
| 总股本（万股）    | 912726.90    |
| 流通股（万股）    | 912726.90    |
| 日均成交额（百万）  | 160.44       |
| 近一月换手（%）   | 6.92         |

相关报告

《长城汽车（601633）2019年三季度报点评：销量与ASP齐升，毛利率带动单车盈利共振》——2019-10-28

《长城汽车（601633）事件点评：金九销量如虹，高弹性产品谱系持续扩容》——2019-10-14

《长城汽车（601633）事件点评：8月销量再次大幅增长，股权激励计划给予前进动力》——2019-09-10

《长城汽车（601633）事件点评：低基数下7月增速重回两位数》——2019-08-10

《长城汽车（601633）2019中期业绩预告点评：单车利润环比逆势回升，产品结构持续优化中》

## 投资要点：

■ **砥砺前行，10月销量顺势而上：**公司10月销量合计11.50万辆，同比+4.5%，环比+15.0%；1-10月长城汽车累计销售83.91万辆，同比+6.7%。公司重点车型相继开始放量，符合我们之前的预判：**1）长城炮：销量5020辆，超出市场预期。**我们一直看好皮卡引领个性化消费的大趋势，对皮卡市场空间的增长持乐观态度，定位高端、价格中性的炮系列后期销量有望持续超预期。展望未来，长城凭借皮卡专营店渠道加速建设和炮系列快速投放，预计2020年达到22万销量，2021年有望实现25万销量，其中炮系列贡献11万台。**2）WEY系列：批发拐点临近，转正在即。**WEY系列10月销量10364辆，同比-4.8%（9月同比-17.9%，降幅显著收窄），环比+19.1%。其中VV5、VV6、VV7销量分别为3070、5275、2019辆，环比分别+50.5%、+3.6%、+28.8%。我们预计WEY年末月度销量1.1-1.2万辆，实现今年首次批售转正，2020年16万销量，2021年18万销量。**3）硬派SUV：H9仍有较大成长空间。**H9在10月取得1568辆销量的成绩，同比+44.8%，环比+13.3%，上升势头强劲。中长期，我们预计H9国内批发销量实现2000台以上/月的突破（类比一汽丰田普拉多）。

■ **加库存有道，结构致胜ASP：**长城汽车10月批售环比增加14996台，增量主要集中在11万元以上价格区间车型，其中8万元以下车型增加103台，8-11万元车型增加240台，11-14万元车型增加9981台，13万元以上车型增加4672台。重点车型来看，H6运动/H6C、全新H6、炮系列等环比上量明显，公司整体销量结构显著改善，ASP呈现明显上行趋势。对比其他自主头部企业吉利，长城与吉利10月销量均环比增加1.5万台左右，但公司加库存的结构更加偏向于中高价车型，其产品力优势得到市场的进一步验证。

■ **持续进化，哈弗长期立于不败之地：**哈弗前期经历高速成长期、竞争加剧期、品牌重塑期，面对困难并未停留原地而是持续进化。2017年4月推出全新哈弗H6，2018年陆续推出哈弗H4&F5&F7三款衍生型紧凑级SUV，同时调整原红蓝标销售渠道，产品谱系初步理顺后，再经过运营端的全面重塑，浴火重生的哈弗品牌已经形成了完备的狼群战术。其市占率在2018年4-8月触底6.1%之后已开始显著反弹，2018年9-12月哈弗SUV市占率达到10%，2019年1-10月市占率保持在8%左右。

—2019-07-22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

1) 按照公司目前的产品爬坡趋势, 向前展望 2020 年, 预计哈弗品牌合计月均销售 7-8 万台 (保守口径), 全年市占率在 9%左右。

2) 再考虑新平台架构推出后的个性化小型的 H2 换代 (F3)、入门紧凑的 H4 换代、中型 7 座 H7 换代以及中型硬派 5 座 H5 换代复产, 哈弗品牌的 2022 年保守稳态月销量应当在 10 万以上, 预计哈弗全年市占率也将突破 11%, 如考虑 Wey 品牌销量达到 20 万台以上, GWM 的整体 SUV 市占率实现 13%以上, 超过 2014 年的 12.8%高点。

- **投资评级和盈利预测:** 预计公司 2019/2020/2021 年盈利为 48/65/85 亿元, 对应当前股价 PE 分别为 18/13/10 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济增速低于预期; 乘用车市场增速回升无力; 新车型销量爬坡不及预期; 单车盈利能力回升低于预期。

| 预测指标       | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|------------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入 (百万元) | 99230 | 98069 | 126100 | 154500 |
| 增长率 (%)    | -2%   | -1%   | 29%    | 23%    |
| 净利润 (百万元)  | 5207  | 4784  | 6537   | 8536   |
| 增长率 (%)    | 4%    | -8%   | 37%    | 31%    |
| 摊薄每股收益 (元) | 0.57  | 0.52  | 0.72   | 0.94   |
| ROE (%)    | 9.88% | 8.60% | 10.96% | 13.15% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

|                          |    |
|--------------------------|----|
| 1、 砥砺前行，10月销量顺势而上 .....  | 4  |
| 2、 加库存有道，结构致胜 ASP .....  | 5  |
| 3、 持续进化，哈弗长期立于不败之地 ..... | 5  |
| 4、 投资评级和盈利预测 .....       | 10 |
| 5、 风险提示 .....            | 11 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 9、10月长城汽车与吉利汽车销量结构对比 .....                    | 5 |
| 图 2: 长城汽车 2011-2018 年销量及增速（万台） .....               | 5 |
| 图 3: 2016 年 12 月-2018 年 8 月长城吉利 SUV 主力车型销量对比 ..... | 6 |
| 图 4: 哈弗品牌的 H/F 双系战略（包括新款 F7x） .....                | 7 |
| 图 5: 哈弗品牌市占率情况及销售结构 .....                          | 8 |
| 图 6: 7-10 万区间的哈弗 SUV 主销车型 .....                    | 9 |
| 图 7: 10-15 万区间的哈弗 SUV 主销车型 .....                   | 9 |
| 图 8: 2019-2022 年哈弗品牌 SUV 销量预测及拆分（偏保守版本） .....      | 9 |

## 1、砥砺前行，10月销量顺势而上

环比持续大幅增长，重点车型放量超预期。公司10月销量合计11.50万辆，同比+4.5%，环比+15.0%；1-10月长城汽车累计销售83.91万辆，同比+6.7%。公司重点车型相继开始放量，符合我们之前的预判：

**1) 长城炮：销量5020辆，超出市场预期。**我们一直看好皮卡引领个性化消费的大趋势，对皮卡市场空间的增长持乐观态度，长城炮作为公司首款切入高端乘用车市场的国际化大皮卡，定位高端，价格中性，后期销量有望持续超预期。展望未来，长城凭借皮卡专营店渠道加速建设和炮系列快速投放，预计2020年达到22万销量，2021年有望实现25万销量（较2018年+80%/出口5万台以上超过2012年高点），维持31%左右的市占率，对应行业80万的总量（出口占比约15%），其中风骏5+6合计销量达到6万台（2018年13万台），风骏7约8万台，炮系列贡献11万台。

**2) WEY系列：批发拐点临近，转正在即。**WEY系列10月销量10364辆，同比-4.8%（9月同比-17.9%，降幅显著收窄），环比+19.1%。其中VV5、VV6、VV7销量分别为3070、5275、2019辆，环比分别+50.5%、+3.6%、+28.8%。随着2020款的陆续推出，WEY系列销量环比持续突破，符合我们之前的预期。外观内饰、配置、动力均有明显升级，彰显新晋自主豪华品牌的进取力度和产品竞争力，进一步夯实自主豪华SUV的基础。我们预计WEY年末月度销量1.1-1.2万辆，实现今年首次批售转正，2020年16万销量，2021年18万销量。

**3) 硬派SUV：H9仍有较大成长空间。**H9在10月取得1568辆销量的成绩，同比+44.8%，环比+13.3%，上升势头强劲。中长期，我们持续看好硬派（非承载式车身）SUV产品即哈弗H9的成长空间。H9对标普拉多，2020款在8月已上市，定价区间（21万-27.3万）高而不冷，同时做出了三把锁等针对越野路况的升级改进，预计有望带动圈内的领袖意见爆发，国内批发销量实现2000台以上/月的突破（类比一汽丰田普拉多）。

## 2、加库存有道，结构致胜 ASP

长城汽车 10 月批售环比增加 14996 台，增量主要集中在 11 万元以上价格区间车型，其中 8 万元以下车型增加 103 台，8-11 万元车型增加 240 台，11-14 万元车型增加 9981 台，13 万元以上车型增加 4672 台。重点车型来看，H6 运动/H6C、全新 H6、炮系列等环比上量明显，公司整体销量结构显著改善，ASP 呈现明显上行趋势。对比其他自主头部企业吉利，长城与吉利 10 月销量均环比增加 1.5 万台左右，但公司加库存的结构更加偏向于中高价车型，其产品力优势得到市场的进一步验证。

图 1：长城汽车与吉利汽车 10 月销量结构环比变化对比（台）

| 价格区间暨属性点评      | 车型                                      | 9月     | 10月    | 环比增幅  | 合计    | 2019年9月 | 2019年10月 |         |        |       |
|----------------|---|--------|--------|-------|-------|---------|----------|---------|--------|-------|
| 8万以下<br>水晶墙    | M6                                      | 15108  | 15211  | 103   | 103   | 远景X3    | 7,438    | 11,122  | 3,684  | 6,582 |
|                |   |        |        |       |       | 远景SUV   | 4,371    | 7,621   | 3,250  |       |
| 8-11万<br>凤凰幻魔拳 | H2<br>欧拉等<br>H6运动/H6C<br>H4/F5<br>风骏5/7 | 5340   | 5059   | -281  | 240   | 远景X6    | -        | -       | -      |       |
|                |   | 2385   | 2218   | -167  |       | 远景X1    | 3,096    | 2,064   | -1,032 |       |
|                |   | 9513   | 12187  | 2674  |       | 远景轿车    | 6,708    | 7,388   | 680    |       |
|                |   | 6947   | 6661   | -286  |       | 帝豪轿车    | 15,911   | 18,379  | 2,468  |       |
|                |   | 12680  | 10980  | -1700 |       | 帝豪GL    | 5,189    | 6,181   | 992    |       |
| 11-14万<br>银河星爆 | 全新H6<br>F7/x<br>VV5                     | 22198  | 28436  | 6238  | 9981  | 帝豪GS    | 10,729   | 12,104  | 1,375  | 4,835 |
|                |   | 12304  | 15017  | 2713  |       | 缤瑞      | 5,890    | 7,763   | 1,873  |       |
|                |   | 2040   | 3070   | 1030  |       | 缤越      | 11,116   | 12,571  | 1,455  |       |
|                |   |        |        |       |       | 博越      | 21,378   | 21,396  | 18     |       |
| 13万以上<br>天马流星拳 | 炮系列<br>其他哈弗（H7等）<br>VV6<br>VV7<br>H9    | 1000   | 5020   | 4020  | 4672  | 博瑞      | 1,277    | 1,549   | 272    | 1,313 |
|                |   | 2459   | 2294   | -165  |       | 星越      | 3,270    | 3,335   | 65     |       |
|                |   | 5093   | 5275   | 182   |       | 嘉际      | 2,662    | 3,104   | 442    |       |
|                |   | 1568   | 2019   | 451   |       | 几何A     | 1,184    | 1,565   | 381    |       |
|                |   | 1384   | 1568   | 184   |       | 领克01    | 4,774    | 4,792   | 18     |       |
|                |   |        |        |       |       | 领克02    | 2,311    | 2,218   | -93    |       |
| 合计             |   | 100019 | 115015 |       | 14996 | 合计      | 113,832  | 130,180 | 16,348 |       |

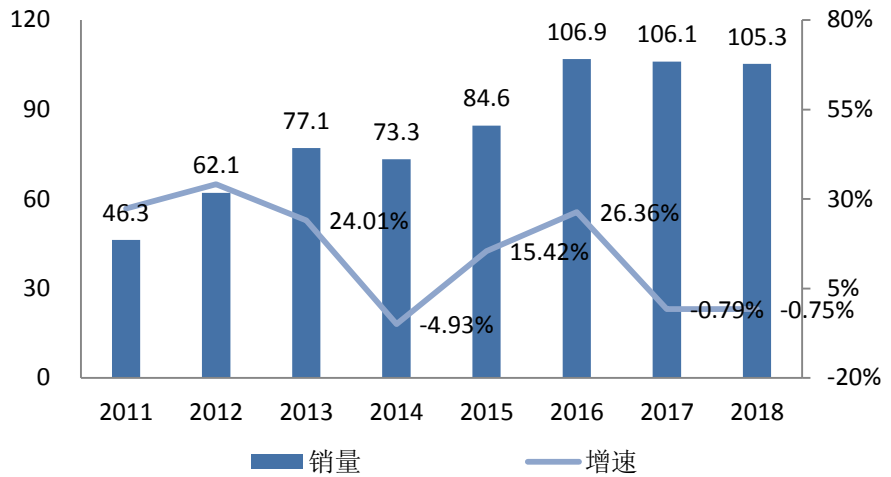
资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 3、持续进化，哈弗长期立于不败之地

2010 年，长城汽车真正在主流的乘用车市场站稳脚跟，当年其 SUV 和轿车销量分别达到 13.7 万台和 12.3 万台，赛弗、哈弗 CUV、炫丽、腾翼 C30 分别成为各自细分市场中的标杆或重磅车型。

2011-2013 年公司相继推出哈弗 H6 和 H2 两款爆款车型，2014 年哈弗 H6 成为当时国内唯一的月销超 3 万 SUV。哈弗品牌独立运营后，公司聚焦 SUV 市场爆发的巨大红利，哈弗销量迅速从 2010 年的 13.7 万台增长到 2016 年的 93.8 万台，与行业整体保持同步（6 年 7 倍达到 894 万台），全口径销量也从 2010 年的 36 万台增长到 2016 年的 107 万台，增速远超汽车行业整体的 55% 和狭义乘用车的 109%。

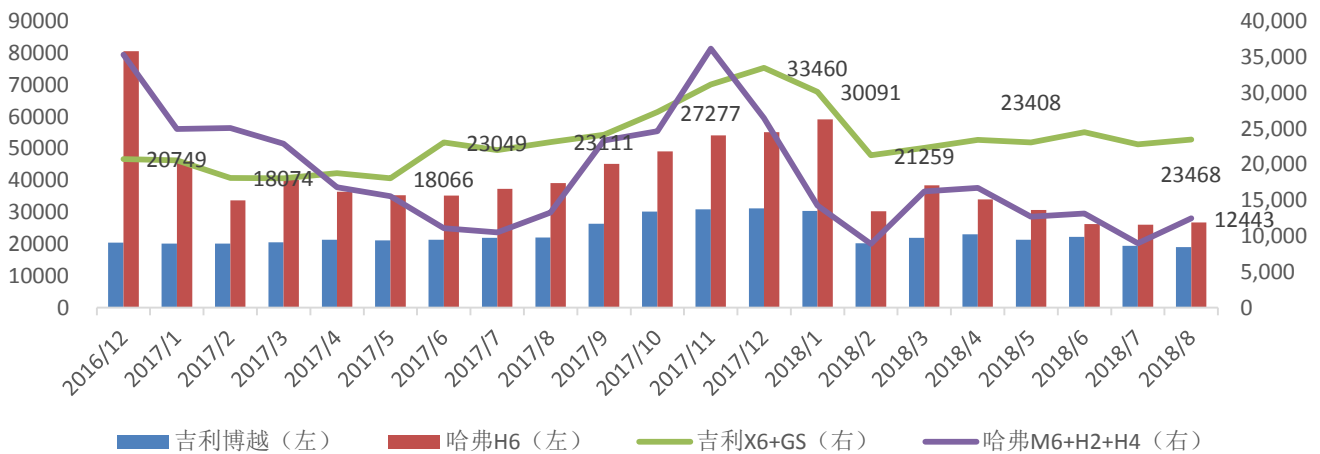
图 2：长城汽车 2011-2018 年销量及增速（万台）



资料来源：公司公告，国海证券研究所（注：2014 年销量远低于计划的 89 万且 SUV 增速低于行业的 36%，因竞品 CS75 和本田系集中上市/皮卡销量下滑/轿车战略遭遇吉利挤压出现断崖等因素）

从 2016 年开始，虽然 H6 的单车冠军爆款现象仍在持续，但随着竞品车型 GS4/博越/RX-5 等依次上市，哈弗品牌面临内外饰设计老旧、核心技术缺失、动力总成落后等一系列问题，加之红蓝标战略受制于车型定位差异化不足问题，消费者诟病较多。市场真实反馈是残酷的，哈弗主力车型低谷期（2018 年 8 月）较高峰期（2016 年 12 月），销量下滑三分之二，而同期另一家自主龙头吉利汽车的三款车型始终保持平稳上升的态势。

图 3: 2016 年 12 月-2018 年 8 月长城吉利 SUV 主力车型销量对比



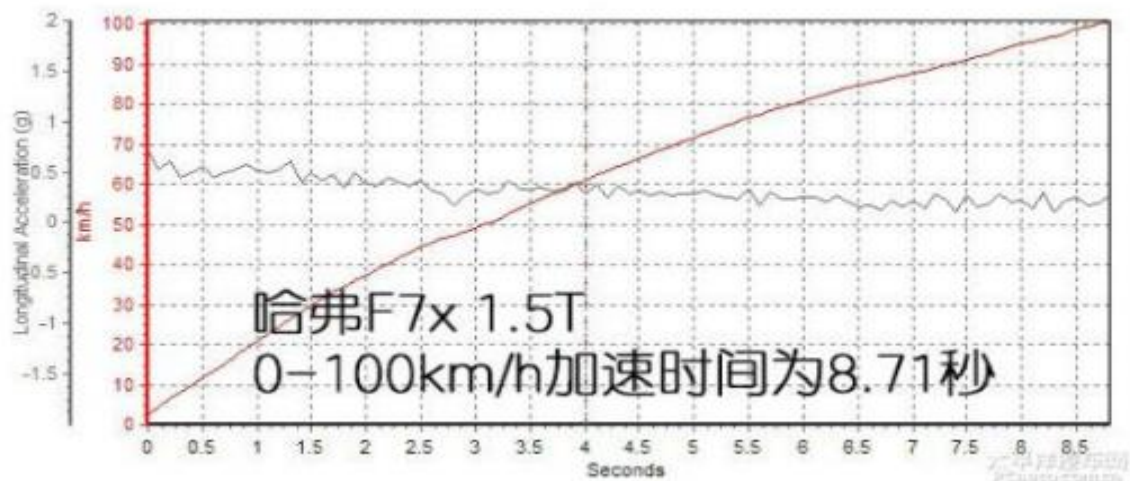
资料来源：中汽协，公司公告，国海证券研究所

面对重重困难，公司跳出 2012-2016 年的 SUV 红利思维，以旗舰车型 H6 为核心，积极下沉旧平台产品（M6/H6 运动/H6 Coupe 等），同时向上扩充产品谱系。在 10-15 万元的主力市场，长城在 2017 年 4 月推出全新哈弗 H6，内饰设计和动力总成飞跃式进步，2018 年陆续推出哈弗 H4&F5&F7 三款衍生型紧凑级 SUV，同时积极调整了原红蓝标销售渠道，统一为黑标，原蓝标店专注 F 系列和 M6，原红标店专注 H6 和 H2，营销层面从蒙面歌王和 500 万庆典红包雨等重磅活动来看，也已经取得了显著进步。

全新的 F 系与 H 系设计感完全不同，定位为“专为年轻消费群体打造智能化、科技化、年轻化的智能潮品 SUV”，目标客户集中于一、二线的 85-95 年出生人群。可以说，F+H 系的联合出击，极大得扭转了公司在 10-15 万元 SUV 市场中市占率下降的趋势，并凭借智能网联、科技感等卖点去挤占其他自主品牌处于生命周期中后期车型的市场。

图 4：哈弗品牌的 H/F 双系战略（包括新款 F7x）

| 产品序列 | 哈弗H系  | 哈弗F系   |
|------|---|--|
| 产品定位 | 高品质都市SUV<br>大气、实用、均衡  | 智能潮品SUV<br>潮流、科技、动感  |
| 品牌使命 | 初心不改，深化SUV领导者形象   | 年轻化赋能，以变革驱动未来  |
| 传递感知 | 经济实用 安全 高品质<br>动力、安全 完整产品线  | 年轻化 智能化 科技化<br>年轻、时尚 智能科技  |
| 产品谱系 |  |  |
| 目标人群 | 以三四线市场为主的80后群体  | 进攻一二线市场的90后群体  |
| 用户形象 | 务实奋斗的行动派  | 潮流时尚的新青年   |





▲ 雾灯区



▲ 后视镜



▲ 刹车卡钳



▲ 尾排

资料来源：搜狐汽车，小熊油耗，太平洋汽车网，国海证券研究所

产品谱系初步理顺后，再经过运营端的全面重塑，浴火重生的哈弗品牌已经形成了完备的狼群战术，其市占率在2018年4-8月触底6.1%之后已开始显著反弹。2016年H6单月破8万时，哈弗的全年整体SUV市占率为10.5%；2018年9-12月，哈弗SUV销量36万台，同期中汽协SUV批售为363.4万台，市占率达到10%；2019年10月哈弗SUV销量为8.64万台，同期中汽协SUV批售预计86万台，市占率保持在10%左右；2019年1-10月哈弗SUV销量为60.77万台，同期中汽协SUV批售为743万台，市占率保持在8%左右。

图5：哈弗品牌市占率情况及销售结构（台）









|             | Y2014   | Y2015   | Y2016   | Y2017    | Y2018   |      |
|-------------|---------|---------|---------|----------|---------|------|
| 哈弗整体销量      | 521115  | 710455  | 938019  | 851855   | 760124  |      |
| 哈弗市占率       | 12.78%  | 11.45%  | 10.50%  | 8.30%    | 7.62%   |      |
| H6销量        | 315854  | 379901  | 580683  | 506418   | 452552  |      |
| H2销量        | 49351   | 172184  | 196926  | 215100   | 106120  |      |
| M+H1+M6销量   | 102913  | 111480  | 69232   | 54258    | 78956   |      |
| 中汽协SUV销量    | 4078400 | 6206111 | 8935317 | 10263584 | 9968988 |      |
| 2018. 9-12月 | 9       | 10      | 11      | 12       | 四个月累计   | 市占率  |
| 哈弗整体销量      | 61610   | 84956   | 106390  | 107578   | 360534  | 9.9% |
| H6销量        | 35499   | 41132   | 54226   | 50303    | 181160  | 5.0% |
| F7销量        |         |         | 6067    | 11042    | 17109   | 0.5% |
| M6销量        | 6527    | 12275   | 14098   | 15042    | 47942   | 1.3% |
| 中汽协SUV销量    | 872751  | 870918  | 908897  | 981623   | 3634189 |      |
| 2019年       | Q1      | Q2      | Q3      | Q4 E     | 全年预计    | 市占率  |
| 哈弗整体销量      | 206038  | 146834  | 168380  | 261748   | 783000  | 8.4% |
| H6销量        | 101893  | 80620   | 79887   | 117600   | 380000  | 4.1% |
| F7销量        | 40234   | 30791   | 30380   | 43595    | 145000  | 1.6% |
| M6销量        | 27290   | 14535   | 26872   | 51303    | 120000  | 1.3% |
| 中汽协SUV销量    | 2276902 | 2029645 | 2260796 | 2700000  | 9267343 |      |

资料来源：中汽协，国海证券研究所



按照公司目前的产品爬坡趋势，向前展望 2020 年，7-10 万区间的 GWM 存在 5 款主销车型（如下表所示），在哈弗总销量里面占比约 40%，稳态月销超过 3 万（M6-1.2 万+H2-4 千+H4-5 万+H6 运动 L/H6C-9 千）；10-15 万区间，GWM 同样有 4 款主销车型，稳态月销实现 4.4 万（F5-0.35 万+H6-2.4 万+F7-1.2 万+H7L/H9-4 千），哈弗品牌合计月均销售 7-8 万台（保守口径），全年市占率在 9%左右。

图 6：7-10 万区间的哈弗 SUV 主销车型

|   |  |   |   |
|---|--|---|---|
|        |         |        |        |
| 7.80万  | 11.40万  | 9.99万  | 9.89万  |
| 7.60万起 <a href="#">询价</a>   | 9.10万起 <a href="#">询价</a>  | 9.39万起 <a href="#">询价</a>   | 9.89万起 <a href="#">询价</a>   |

资料来源：汽车之家，国海证券研究所

图 7：10-15 万区间的哈弗 SUV 主销车型

|  |  |   |  |
|--|--|---|--|
|         |         |        |         |
| 11.80万  | 12.10万  | 13.70万  | 15.20万  |
| 10.80万起 <a href="#">询价</a>   | 11.50万起 <a href="#">询价</a>   | 12.50万起 <a href="#">询价</a>  | 13.20万起 <a href="#">询价</a>   |

资料来源：汽车之家，国海证券研究所

综上所述，再考虑新平台架构推出后的个性化小型的 H2 换代（F3）、入门紧凑的 H4 换代、中型 7 座 H7 换代以及中型硬派 5 座 H5 换代复产，哈弗品牌的 2022 年保守稳态月销量应当在 10 万以上，假设 SUV 行业复苏进度良好达到 1100 万台的总量（20-22 年复合 5%以上增长），哈弗全年市占率也将突破 11%，较 2017 年的市占率底部提升 3pct 以上，如考虑 Wey 品牌销量达到 20 万台以上，GWM 的整体 SUV 市占率实现 13%以上，超过 2014 年的 12.8%高点。

图 8：2019-2022 年哈弗品牌 SUV 销量预测及拆分（偏保守版本）（台）

| 价格区间      | 车型               | Y2018  | 2019E  | 2020E  | 2021E   | 2022E   |
|-----------|------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 8 万以下     | M6               | 73018  | 120000 | 140000 | 120000  | 140000  |
| 8 万-11 万  | H2/F3            | 106120 | 40000  | 50000  | 120000  | 150000  |
|           | H4               | 43017  | 38000  | 60000  | 90000   | 120000  |
|           | H6 运动<br>/H6C/F5 | 159229 | 125000 | 150000 | 120000  | 150000  |
| 11 万-14 万 | 全新 H6            | 316786 | 290000 | 290000 | 300000  | 350000  |
|           | F7/x             | 17109  | 145000 | 150000 | 150000  | 175000  |
| 14 万以上    | H5               | 7705   |        | 0      | 40000   | 60000   |
|           | H7L              | 21391  | 25000  | 20000  | 50000   | 70000   |
|           | H9               | 15749  |        | 20000  | 25000   | 30000   |
| 合计        |                  | 760124 | 783000 | 880000 | 1015000 | 1245000 |

资料来源：中汽协，公司公告，国海证券研究所

#### 4、投资评级和盈利预测

预计公司 2019/2020/2021 年盈利为 48/65/85 亿元，对应当前股价 PE 分别为 18/13/10 倍，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测指标

| 预测指标      | 2018  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|-----------|-------|-------|--------|--------|
| 主营收入（百万元） | 99230 | 98069 | 126100 | 154500 |
| 增长率(%)    | -2%   | -1%   | 29%    | 23%    |
| 净利润（百万元）  | 5207  | 4784  | 6537   | 8536   |
| 增长率(%)    | 4%    | -8%   | 37%    | 31%    |
| 摊薄每股收益（元） | 0.57  | 0.52  | 0.72   | 0.94   |
| ROE(%)    | 9.88% | 8.60% | 10.96% | 13.15% |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 5、风险提示

- 1) 宏观经济增速低于预期的风险;
- 2) 乘用车市场增速回升无力的风险;
- 3) 新车型销量爬坡不及预期的风险;
- 4) 单车盈利能力回升低于预期的风险。

表 2: 长城汽车盈利预测表

| 证券代码:              | 601633.SH     |              |               |               | 股价:                | 9.35           | 投资评级:          | 买入            | 日期:           | 2019-11-07 |
|--------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|------------|
| 财务指标               | 2018          | 2019E        | 2020E         | 2021E         | 每股指标与估值            | 2018           | 2019E          | 2020E         | 2021E         |            |
| <b>盈利能力</b>        |               |              |               |               | <b>每股指标</b>        |                |                |               |               |            |
| ROE                | 10%           | 9%           | 11%           | 13%           | EPS                | 0.57           | 0.52           | 0.72          | 0.94          |            |
| 毛利率                | 18%           | 17%          | 18%           | 18%           | BVPS               | 5.75           | 6.07           | 6.51          | 7.08          |            |
| 期间费率               | 9%            | 10%          | 12%           | 12%           | <b>估值</b>          |                |                |               |               |            |
| 销售净利率              | 5%            | 5%           | 5%            | 6%            | P/E                | 16.39          | 17.84          | 13.05         | 10.00         |            |
| <b>成长能力</b>        |               |              |               |               | P/B                | 1.62           | 1.54           | 1.44          | 1.32          |            |
| 收入增长率              | -2%           | -1%          | 29%           | 23%           | P/S                | 0.86           | 0.87           | 0.68          | 0.55          |            |
| 利润增长率              | 4%            | -8%          | 37%           | 31%           |                    |                |                |               |               |            |
| <b>营运能力</b>        |               |              |               |               | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |            |
| 总资产周转率             | 0.89          | 0.98         | 1.16          | 1.30          | <b>营业收入</b>        | <b>99230</b>   | <b>98069</b>   | <b>126100</b> | <b>154500</b> |            |
| 应收账款周转率            | 24.84         | 24.84        | 24.84         | 24.84         | 营业成本               | 81481          | 81005          | 103528        | 126149        |            |
| 存货周转率              | 18.33         | 18.33        | 18.33         | 18.33         | 营业税金及附加            | 3627           | 3585           | 4610          | 5648          |            |
| <b>偿债能力</b>        |               |              |               |               | 销售费用               | 4575           | 3922           | 5043          | 6178          |            |
| 资产负债率              | 53%           | 44%          | 45%           | 45%           | 管理费用               | 1676           | 4057           | 5316          | 6514          |            |
| 流动比                | 1.21          | 1.45         | 1.55          | 1.66          | 财务费用               | (494)          | (300)          | (268)         | (336)         |            |
| 速动比                | 1.13          | 1.33         | 1.42          | 1.51          | 其他费用/(-收入)         | (58)           | (100)          | 0             | 0             |            |
|                    |               |              |               |               | <b>营业利润</b>        | <b>6232</b>    | <b>5701</b>    | <b>7871</b>   | <b>10347</b>  |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2018</b>   | <b>2019E</b> | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  | 营业外净收支             | 245            | 250            | 260           | 270           |            |
| 现金及现金等价物           | 7682          | 9864         | 12917         | 16184         | <b>利润总额</b>        | <b>6477</b>    | <b>5951</b>    | <b>8131</b>   | <b>10617</b>  |            |
| 应收款项               | 3994          | 3947         | 5076          | 6219          | 所得税费用              | 1229           | 1130           | 1543          | 2015          |            |
| 存货净额               | 4445          | 4615         | 5899          | 7190          | <b>净利润</b>         | <b>5248</b>    | <b>4821</b>    | <b>6588</b>   | <b>8602</b>   |            |
| 其他流动资产             | 50005         | 38619        | 45193         | 51854         | 少数股东损益             | 40             | 37             | 51            | 66            |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>66126</b>  | <b>57045</b> | <b>69085</b>  | <b>81447</b>  | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>5207</b>    | <b>4784</b>    | <b>6537</b>   | <b>8536</b>   |            |
| 固定资产               | 28994         | 26094        | 23485         | 21136         |                    |                |                |               |               |            |
| 在建工程               | 4406          | 4406         | 4406          | 4406          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2018</b>    | <b>2019E</b>   | <b>2020E</b>  | <b>2021E</b>  |            |
| 无形资产及其他            | 3391          | 3052         | 2747          | 2472          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>19698</b>   | <b>15911</b>   | <b>5668</b>   | <b>6681</b>   |            |
| 长期股权投资             | 0             | 0            | 0             | 0             | 净利润                | 5248           | 4821           | 6588          | 8602          |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>111800</b> | <b>99596</b> | <b>108723</b> | <b>118461</b> | 少数股东权益             | 40             | 37             | 51            | 66            |            |
| 短期借款               | 12800         | 1000         | 1000          | 1000          | 折旧摊销               | 3810           | 3238           | 2915          | 2623          |            |
| 应付款项               | 29402         | 25888        | 31614         | 34920         | 公允价值变动             | (140)          | (100)          | 0             | 0             |            |
| 预收帐款               | 0             | 0            | 0             | 0             | 营运资金变动             | 10740          | 7914           | (3885)        | (4611)        |            |
| 其他流动负债             | 12417         | 12581        | 11958         | 13136         | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(10040)</b> | <b>2783</b>    | <b>2609</b>   | <b>2348</b>   |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>54618</b>  | <b>39469</b> | <b>44571</b>  | <b>49055</b>  | 资本支出               | (802)          | 2899           | 2609          | 2348          |            |
| 长期借款及应付债券          | 2158          | 2158         | 2158          | 2158          | 长期投资               | 0              | 0              | 0             | 0             |            |
| 其他长期负债             | 2336          | 2336         | 2336          | 2336          | 其他                 | (9238)         | (116)          | 0             | 0             |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>4493</b>   | <b>4493</b>  | <b>4493</b>   | <b>4493</b>   | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>(6501)</b>  | <b>(13676)</b> | <b>(2564)</b> | <b>(3348)</b> |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>59112</b>  | <b>43963</b> | <b>49065</b>  | <b>53549</b>  | 债务融资               | 1496           | (11800)        | 0             | 0             |            |
| 股本                 | 9127          | 9127         | 9127          | 9127          | 权益融资               | 0              | 0              | 0             | 0             |            |
| 股东权益               | 52689         | 55634        | 59658         | 64912         | 其它                 | (7997)         | (1876)         | (2564)        | (3348)        |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>111800</b> | <b>99596</b> | <b>108723</b> | <b>118461</b> | <b>现金净增加额</b>      | <b>2771</b>    | <b>5018</b>    | <b>5714</b>   | <b>5682</b>   |            |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。  
王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

## 【分析师承诺】

潮浩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。