

## 证券研究报告—深度报告

新三板

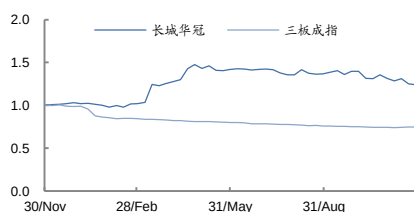
交运设备

**长城华冠(833581)**
**买入**

(维持评级)

2018年11月30日

## 一年该股与三板成指走势比较



## 股票数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股)  | 698/449     |
| 总市值/流通(百万元)  | 6,728/4,332 |
| 上证综指/深圳成指    | 2,567/7,597 |
| 12个月最高/最低(元) | 7.34/4.71   |

## 证券分析师：张子恒

电话：075581981863

E-MAIL: zhangziheng1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100001

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 深度报告

# 当前途遇见蔚来，新车上路比拼

## ● 造车模式倾向自建工厂

华冠苏州工厂落地，是未来发展的基石；蔚来短期与江淮代工合作，长期规划申请资质、自建上海工厂。其他造车新势力如小鹏、奇点采取蔚来模式，而威马选择直接收购资质并建厂。各家新势力造车模式殊途同归，将加大研发投入、资本开支，考验背后股东资金实力（蔚来-腾讯，威马-百度腾讯，小鹏-阿里）。

## ● 销售放量有待时日

华冠超跑前途 K50，定位高端，补贴前售价 75 万+，高于蔚来豪华 SUV ES8 售价 45 万+，暂时未能放量；而 ES8 在交付进度上领先，销量进入国内 BEV 厂商前十。参考特斯拉近期 Model 3 销量进入美国全车型前五，预计华冠、蔚来需尽快推出低价车型 K20、ES6 以推动收入增长。K50 续航里程高于 ES8（380KM VS 355KM），均受益于鼓励长续航的新政策，补贴不降反升。

## ● 华冠经营稳健，蔚来费用高企

蔚来具备互联网基因善于营销，但同时费用高企，销售管理费用是华冠 10 倍（20 亿 VS 2 亿），研发费用是华冠 100 倍（20 亿 VS 2 千万），未来仍有 100 亿以上的资本开支计划。而华冠资金运用相对经济，累计募集 16 亿就实现了工厂落地、产业链布局、车型上市，还有汽车设计收入反哺，经营更加稳健。

## ● 汽车市场存量博弈，细分 BEV 未来增速超 40%

2022 年国内新能源汽车销量有望达到 359.1 万辆，市占率 10.9%，六年 CAGR 37.1%；其中 BEV 纯电动车 263.3 万辆，六年 CAGR 40.8%，成为主流类别。

## ● 风险提示

- 一、BBA 等传统车企推出量产纯电动车加剧竞争。
- 二、后续低价车型上市低于预期。

## ● 公司双资质牌照在手、自建工厂，给予“买入”评级

公司估值由“发改委工信部双资质牌照+自建工厂及产业链布局+汽车设计收入+远期市场份额预期”等因素构成，目前市值 42.37 亿元，相比最新增发估值 73.9 亿元折价 42.67%。对标企业蔚来市值约 579 亿元，其他未上市新势力投后估值区间 170-250 亿元，公司处于相对低估，维持“买入”评级。

## 盈利预测和财务指标

|             | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 95      | 128     | 154     | 1,563   | 3,243   |
| (+/-%)      | 66.3%   | 35.5%   | 19.8%   | 916.8%  | 107.5%  |
| 净利润(百万元)    | -98     | -226    | -464    | -345    | -301    |
| (+/-%)      | --      | --      | --      | --      | --      |
| 摊薄每股收益(元)   | -0.32   | -0.37   | -0.67   | -0.43   | -0.34   |
| EBIT Margin | -102.5% | -156.6% | -257.3% | -14.6%  | -5.0%   |
| 净资产收益率(ROE) | -14.6%  | -49.1%  | -578.1% | -966.2% | -880.7% |
| 市盈率(PE)     | --      | --      | --      | --      | --      |
| EV/EBITDA   | --      | --      | --      | --      | --      |
| 市净率(PB)     | 5.52    | 8.09    | 52.73   | 135.70  | 159.14  |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

华冠、蔚来及其他造车新势力均在一级市场融资活跃，有可靠连续的投后估值跟踪。华冠目前处于二级定价低于定增价格的倒挂状态，我们鉴于新三板流动性问题，更加倾向参考公司定增估值变化。公司估值由“发改委工信部双资质牌照+自建工厂及产业链布局+汽车设计收入+远期市场份额预期”等因素构成，目前市值 42.37 亿元，相比最新增发估值 73.9 亿元折价 42.67%。对标企业蔚来市值约 579 亿元，其他未上市新势力投后估值区间 170-250 亿元，公司处于相对低估，维持“买入”评级。

### 核心假设与盈利预测

★扭亏进程：公司及整体行业变化速度较快，应根据后续订单的情况进行相应的业绩调整。按照特斯拉的发展经验，公司中期难以扭亏，旨在维持合理毛利率，抢占市场份额。根据我们对公司资本支出、销售管理费用的测算，公司可能需要在 2019-2020 进行股权融资，预计每年融资额在 2-3 亿元。

★收入占比：2018 年之后业务重点转向整车 K50 的营销及量产，以及后续车型的研发，汽车设计、零部件销售将放缓，该部分收入下滑。2019-2020 年整车销售收入占比将超过 90%。

★销量：K50 并非走量车型，将重点关注 K20 销量，预计 K20 于 2019H2 上市，Concept1 于 2020 年上市。我们将 K20&Concept1 销量合并计算，假设 2019 年每月 600 辆，2020 年每月 700 辆，平均单价 35 万元；2018-2020 年 K50 销量 10、200、200 辆，平均单价 75 万元；可以得出 2018-2020 年整车销量收入分别为 0.08、14.1、30.9 亿。

★盈利能力：K50 高端车型毛利率较高，预计 2018 年整车销售毛利率为 21%；随着低价车型推出，2019-2020 年毛利率分别下滑至 19%、18%。后续若规模上升及产能持续释放，毛利率有望稳中有升。

### 与市场预期的差异之处

一、公司资金利用率高，通过四轮融资 16 亿元，即实现了获批双资质新能源造车牌照、整车量产上市、自建工厂落地。牌照及工厂也是公司最核心的价值所在。

二、避开新能源汽车续航弱项，专供轻量化跑车，提供差异化产品选择。

### 股价变化的催化因素

低价新车型上市，销量超预期。

### 核心假设或逻辑的主要风险

一、BBA 等传统车企推出量产纯电动车加剧竞争。

二、后续低价车型上市低于预期。

## 内容目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 估值与投资建议 .....                           | 6  |
| 同业公司一级市场估值对比 .....                      | 6  |
| 同业公司二级市场估值对比 .....                      | 6  |
| 投资建议 .....                              | 7  |
| 发展历程：华冠自建工厂侧重产业链布局，蔚来互联网造车落地抢占先机 .....  | 8  |
| 管理团队：华冠高管专业出身，蔚来深谙互联网营销 .....           | 9  |
| 股东背景：蔚来知名资本加持，AB 股权结构更稳 .....           | 9  |
| 商业模式：华冠自建工厂掌握核心技术，蔚来代工+合营模式加快造车进程 ..... | 10 |
| 资本开支及固定资产：华冠重在工厂，蔚来重在模具 .....           | 12 |
| 研发模式：华冠稳步推进，蔚来全球布局 .....                | 13 |
| 品牌推广：均以高端化超跑树立品牌形象，开启全渠道新营销模式 .....     | 14 |
| 车型对比：K50 极致轻量化，续航更长 .....               | 16 |
| 售后服务：终身质保、免费车联网流量、免费充电桩 .....           | 20 |
| 营收分析：华冠汽车设计收入反哺整车制造，蔚来销量进入前十 .....      | 21 |
| 长城华冠、蔚来、特斯拉销量对比 .....                   | 22 |
| 中国新能源汽车市场 2022 年销量预计 359 万辆 .....       | 23 |
| 盈利预测：持续跟踪 .....                         | 23 |
| 风险提示 .....                              | 24 |
| 附表：财务预测与估值 .....                        | 26 |
| 国信证券投资评级 .....                          | 27 |
| 分析师承诺 .....                             | 27 |
| 风险提示 .....                              | 27 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....                       | 27 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: 华冠、蔚来历次融资投后估值对比 (亿元) .....                | 6  |
| 图 2: 蔚来历次融资估值溢价率 (%) .....                     | 6  |
| 图 3: 2018.09.12 至今华冠、蔚来二级市场市值对比 (亿元) .....     | 7  |
| 图 4: 2018.09.12 至今蔚来二级市场市值溢价率 (%) .....        | 7  |
| 图 5: 2010-2012 年特斯拉市值走势 (亿元) .....             | 7  |
| 图 6: 2008-2012 年特斯拉收入及增速 (亿元, %) .....         | 7  |
| 图 7: 2003-2018 年长城华冠、蔚来汽车主要发展历程 .....          | 8  |
| 图 8: 长城华冠、蔚来融资历史对比 .....                       | 10 |
| 图 9: 长城华冠国内首条碳纤维、铝合金车身生产线 .....                | 11 |
| 图 10: 蔚来江淮合肥工厂车身车间 .....                       | 11 |
| 图 11: 长城华冠、蔚来资本开支对比 (亿元) .....                 | 13 |
| 图 12: 2018H1 长城华冠固定资产分布 (亿元, %) .....          | 13 |
| 图 13: 2018H1 蔚来固定资产 (PP&E) 分布 (亿元, %) .....    | 13 |
| 图 14: 2016-2018H1 蔚来研发费用分布 (%) .....           | 14 |
| 图 15: 长城华冠前途全系车型参加 2018 北京车展 .....             | 15 |
| 图 16: 蔚来日 NIO DAY .....                        | 15 |
| 图 17: 长城华冠咖啡店+书店+展厅复合式品牌体验店 .....              | 15 |
| 图 18: 蔚来综合展厅——蔚来之家 .....                       | 15 |
| 图 19: 长城华冠“前途翼”手机 app .....                    | 16 |
| 图 20: 蔚来手机 app .....                           | 16 |
| 图 21: 长城华冠、蔚来销售+管理费用及增速对比 (亿元, %) .....        | 16 |
| 图 22: 长城华冠首款国产纯电动超跑——前途 K50 .....              | 17 |
| 图 23: 蔚来七座高端豪华 SUV——ES8 .....                  | 17 |
| 图 24: 长城华冠前途 K50 轻量化车身设计 .....                 | 17 |
| 图 25: 蔚来 ES8 全铝车身 .....                        | 17 |
| 图 26: 长城华冠前途 K50 内饰 .....                      | 19 |
| 图 27: 蔚来 ES8 内饰 .....                          | 19 |
| 图 28: 蔚来 NIO Pilot 自动驾驶系统 .....                | 19 |
| 图 29: 蔚来车内人工智能交互系统——NOMI .....                 | 19 |
| 图 30: 长城华冠前途 K20 (概念车) .....                   | 20 |
| 图 31: 2018 年 5 月蔚来 ES6 试制车已下线 .....            | 20 |
| 图 32: 华冠、蔚来营业收入及增速对比 (百万元, %) .....            | 22 |
| 图 33: 华冠归母亏损及蔚来经营净亏损对比 (亿元) .....              | 22 |
| 图 34: 2015Q3-2018Q3 特斯拉季度销量 (辆) .....          | 23 |
| 图 35: 2018Q3 特斯拉 Model 3 美国收入、销量排名 .....       | 23 |
| 图 36: 2013-2020E 中国新能源汽车市场销量及市占率 (万辆, %) ..... | 23 |
| 表 1: 长城华冠、蔚来及未上市造车新势力估值对比 .....                | 6  |
| 表 2: 长城华冠、蔚来核心管理团队情况对比 .....                   | 9  |
| 表 3: 长城华冠、蔚来及其他新能源车企创始人背景 .....                | 9  |

|                                                            |    |
|------------------------------------------------------------|----|
| 表 4: 长城华冠、蔚来股东背景对比.....                                    | 10 |
| 表 5: 蔚来与各大车企的主要合作情况.....                                   | 11 |
| 表 6: 长城华冠、蔚来及其他新能源车企制造模式选择.....                            | 12 |
| 表 7: 具备新能源汽车生产资质的企业情况.....                                 | 12 |
| 表 8: 2018H1 长城华冠重大工程预算及进度 (亿元, %).....                     | 13 |
| 表 9: 2015-2018H1 华冠、蔚来研发费用及费用率 (亿元, %).....                | 14 |
| 表 10: 长城花冠、蔚来、特斯拉及其他造车新势力线下网点/体验店数量对比.....                 | 15 |
| 表 11: 长城花冠、蔚来、特斯拉及其他造车新势力量产车型参数、性能对比.....                  | 18 |
| 表 12: 2018 纯电动乘用车补贴变化情况 (万元, 倍).....                       | 18 |
| 表 13: 长城华冠 K50、蔚来 ES8 主要零部件核心供应商对比.....                    | 20 |
| 表 14: 华冠、蔚来售后服务详情对比.....                                   | 21 |
| 表 15: 华冠、蔚来及其他厂商核心售后服务对比.....                              | 21 |
| 表 16: 2018.06-10 蔚来 ES8 销量、累计销量、市占率及同级别车型销量对比 (辆)<br>..... | 22 |
| 表 17: 2018.08-09 中国 BEV 厂商、车型销量排名.....                     | 22 |
| 表 18: 公司 2017-2020E 整车销量及收入预测 (辆, 百万元).....                | 24 |
| 表 19: 公司 2017-2020E 收入拆分及相关假设 (百万元, %).....                | 24 |

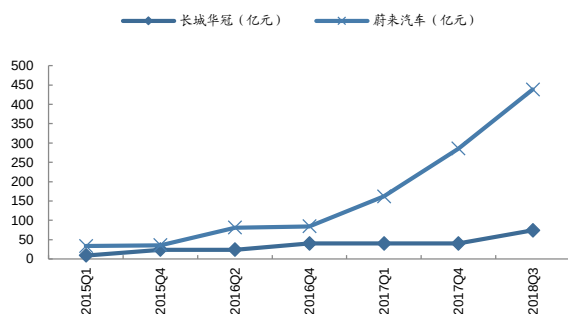
## 估值与投资建议

华冠、蔚来及其他造车新势力均在一级市场融资活跃，有可靠连续的投后估值跟踪。华冠目前处于二级定价低于定增价格的倒挂状态，我们鉴于新三板流动性问题，更加倾向参考公司定增估值变化。

### 同业公司一级市场估值对比

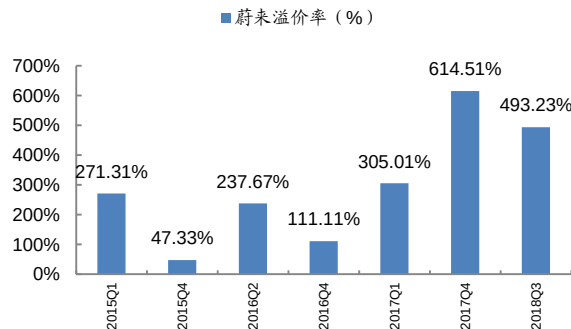
蔚来历次估值加速上升，车辆量产及交付进度优于华冠，与华冠估值差距逐渐拉大。2015-2017 年蔚来投后估值溢价率持续在 200-300%之间，部分时段因为融资期交错，溢价率下滑。2017Q4 由于蔚来 ES8 开始交付，而华冠 K50 尚未上市，估值溢价大幅提升至 614.51%。2018Q3 蔚来成功在美国上市，IPO 定价估值 438.4 亿；而华冠进行了新一轮融资，估值上升至 73.9 亿，蔚来估值溢价率收窄至 493.23%。

图 1：华冠、蔚来历次融资投后估值对比（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
蔚来相关估值按照当期美元汇率换算，2018Q3 为 IPO 定价估值

图 2：蔚来历次融资估值溢价率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
溢价率 = (蔚来估值/华冠估值 - 1) \* 100%

长城华冠在投后估值上与其他三家未上市的造车新势力厂商也有较大差距，处于相对低估水平。长城华冠、威马车型均已上市销售，交付进度优于小鹏、奇点，而长城华冠估值仅 70 亿左右，其他三家在 170-250 亿之间。

我们在主要战略股东上，可以看出 BAT 正在抢占新能源汽车领域，腾讯系有蔚来、威马，阿里系有小鹏（创始人何小鹏此前为阿里高管）。

表 1：长城华冠、蔚来及未上市造车新势力估值对比

| 厂商   | 最新融资时间  | 最新募集资金 (亿元) | 投后估值 (亿元) | 主要战略股东                     |
|------|---------|-------------|-----------|----------------------------|
| 长城华冠 | 2018-07 | 8.97        | 73.90     | 赣锋锂业、大族激光                  |
| 蔚来   | 2018-08 | 105.50      | 438.40    | 腾讯、高瓴                      |
| 威马   | 2018-10 | 约 20        | 超过 200    | 百度、腾讯、红杉、远翼投资、五矿资本         |
| 小鹏   | 2018-08 | 约 40        | 超过 250    | 阿里巴巴、高瓴、春华、晨兴、IDG、富士康、神州优车 |
| 奇点   | 2018-04 | 30.00       | 超过 170    | 英特尔投资、本见资本、东方网力、光信投资、铜陵市政府 |

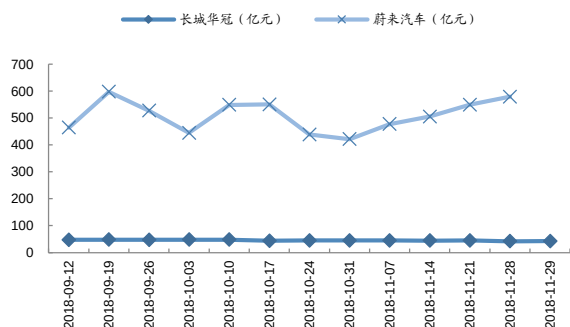
资料来源: 企查查、国信证券经济研究所整理

### 同业公司二级市场估值对比

我们进一步对比华冠与蔚来 2018 年 9 月美国上市以来的估值差异。目前华冠二级市场市值 42.37 亿元，相比最新定增估值 73.9 亿大幅折价。蔚来最新市值约 579 亿元，较发行价有所上升，二级市场估值溢价扩大至 12 倍以上。

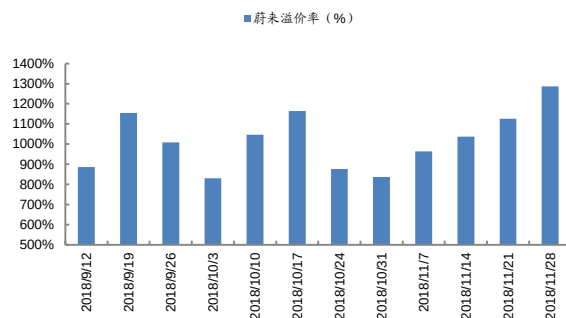


图 3：2018.09.12 至今华冠、蔚来二级市场市值对比（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
蔚来相关估值按照当期美元汇率换算

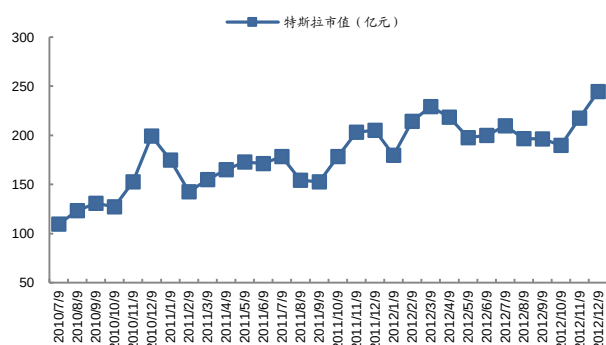
图 4：2018.09.12 至今蔚来二级市场市值溢价率（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理  
溢价率=（蔚来市值/华冠市值-1）\*100%

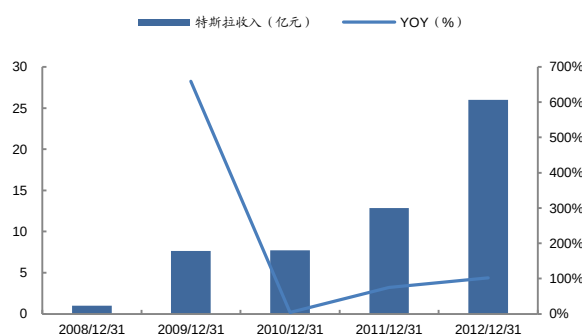
我们接下来参考同时期特斯拉的市值情况。特斯拉首款放量车型 Model S 于 2012 年 12 月首批交付，在放量前的 2010-2012 年市值区间在 100-250 亿元，呈现震荡上行的形态；特斯拉 2008 年收入 1.01 亿，与目前长城华冠、蔚来接近；2010 年 IPO 市值约 109 亿，收入规模已经上升到 7.6 亿以上；2012 年随着 Model S 销售放量收入再上台阶至 26 亿，故 2013Q1 市值开始大幅拉升。那么从 100-250 亿的可比区间来看，长城华冠市值相对低估，蔚来市值相对高估，市值提升的关键在于销量及收入能够高速增长，例如达到 70-100%。

图 5：2010-2012 年特斯拉市值走势（亿元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：2008-2012 年特斯拉收入及增速（亿元，%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们认为蔚来在发展上更加领先，但享受溢价过高，华冠相对大幅低估，预计主要是由于以下几个原因：1）K50 上市时间相比 ES8 晚了约 8 个月，ES8 单月销量进入国内前十，取得先发优势。2）华冠缺乏资本雄厚的股东支持。3）蔚来善于营销造势，EP9 超跑仍保持纽北赛道第二名，品牌知名度较高。4）新三板流动性折价，若长城华冠同在美股上市，那么蔚来二级市场估值溢价可以缩小至与一级市场相近的水平。

### 投资建议

公司估值由“发改委工信部双资质牌照+自建工厂及产业链布局+汽车设计收入+远期市场份额预期”等因素构成，目前市值 42.37 亿元，相比最新增发估值 73.9 亿元折价 42.67%。对标企业蔚来市值约 579 亿元，其他未上市新势力投后估值区间 170-250 亿元，公司处于相对低估，维持“买入”评级。

## 发展历程：华冠自建工厂侧重产业链布局，蔚来互联网造车落地抢占先机

**起源及布局：**华冠 2003 年成立，深耕汽车领域 15 年，以汽车设计起家（客户包括日产、东风、广汽等国内知名厂商），再逐步介入新能源汽车业务；借助新三板资本力量，实现苏州工厂落地，国内首款国产电动超跑 K50 上市。自成立以来，经营风格稳健，具备从设计、性能开发、策略开发与供应商管理、试制试验、投产服务等相关经验，这是互联网造车企业不具备的优势。

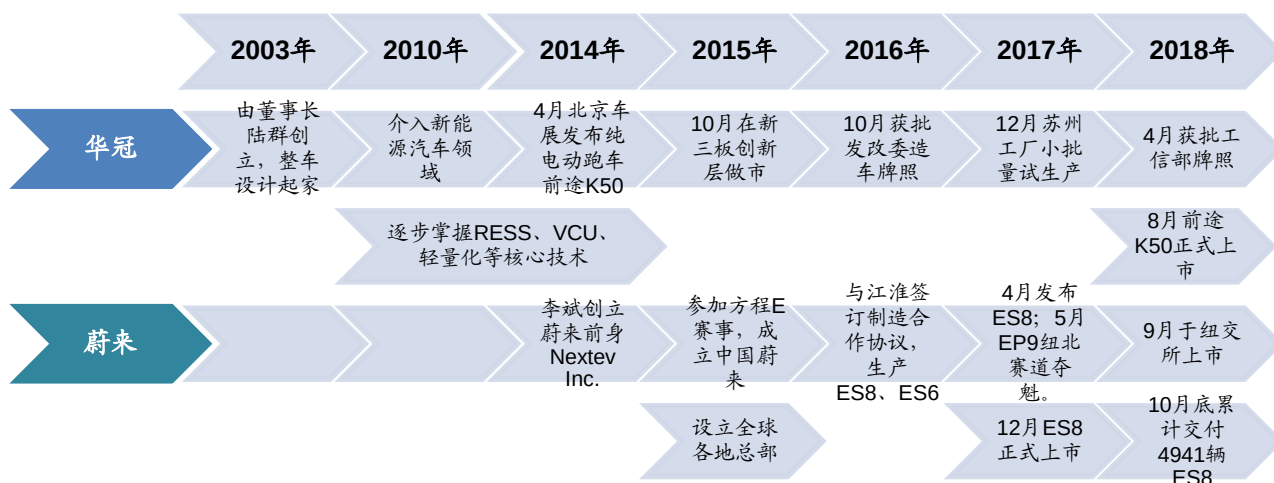
蔚来 2014-2015 年先成立方程 E 车队造声势，然后成立中国主体、设立全球各地中心（上海全球总部及研发中心、硅谷软件中心、慕尼黑造型设计中心、伦敦车队及 EP9 超跑项目中心），2016 年与江淮汽车签订合作协议，至此前期工作铺垫完毕。2017 年 4 月首款量产车 ES8 发布，5 月 EP9 纽北赛道夺魁，品牌形象进一步加强。蔚来前期铺设 2-3 年，后期造车落地 1-2 年，进展迅速，抢占了先机。

**造车进度：**华冠 2014 年发布 K50，2018 年 8 月正式上市。蔚来 2017 年 4 月发布 ES8，年底 12 月上市接受订单，截止 2018 年 10 月底已交付 4941 辆，2018 全年规划交付 1 万辆。K50 上市时间较 ES8 晚了约 8 个月，自发布到上市的时间也更长，与华冠进行工厂建设、布局全产业链的模式相关。华冠造车进度上有所落后，但产品具有一定差异化。

后续车型的布局上，华冠有入门双门跑车 K20，蔚来有中端 SUV ES6，售价更加亲民。华冠仍然保持差异化，以轻便双门小型车，放大电动车驾驶乐趣及加速的优势，规避续航不足的弱势。

**新能源造车资质：**华冠 2016 年获批发改委牌照，2018 年获批工信部牌照，成为拥有新能源汽车双资质企业之一。苏州工厂落地，建面 17 万平米，规划产能达到年产 5 万台新能源汽车。蔚来与江淮、广汽、长安采取合作模式，以便于加快造车落地，但仍计划 2020 年之前申请自己的牌照，并在上海建设工厂。

图 7：2003-2018 年长城华冠、蔚来汽车主要发展历程



资料来源：公司调研、国信证券经济研究所整理



## 管理团队：华冠高管专业出身，蔚来深谙互联网营销

华冠管理团队本土化，多为技术人才出身，多年配合稳定在汽车行业全产业链经验丰富。蔚来汽车管理团队深谙互联网经营理念，汇聚全球尖端人才，深刻洞察用户需求。

**董事长及创始人：**两家公司创始人都是汽车行业的佼佼者。华冠董事长陆群毕业于清华大学，曾任北京吉普高层管理人员，技术知识过硬，了解行业每一环节，在保证公司汽车设计业务稳健发展的同时，成功扩展到新能源汽车领域。

蔚来董事长李斌创业经历丰富，曾任易车董事长、创立汽车之家，在汽车电商、互联网营销等方面具备丰富的经验，且熟悉资本运作，量产车型迅速落地，并带领蔚来成功在美国上市。

**核心成员：**华冠管理团队多为技术人员出身，具有扎实的专业知识，董事长陆群与总裁王克坚都曾任职于北京吉普，团队多年配合默契。

蔚来汽车则由国内顶尖互联网企业联合创立，得到京东、腾讯各方支持，其管理团队拥有领先于行业的经营理念。

**表 2：长城华冠、蔚来核心管理团队情况对比**

| 长城华冠                            |       |                                               | 蔚来                                |                |                                       |
|---------------------------------|-------|-----------------------------------------------|-----------------------------------|----------------|---------------------------------------|
| 董事长及创始人——陆群                     |       |                                               | 董事长及创始人——李斌                       |                |                                       |
| ◆1990 年清华毕业，北大国际 MBA，曾任北京吉普高层管理 |       |                                               | ◆大学期间开始创业，易车（BITA.N）创始人、董事长       |                |                                       |
| ◆科班出身，25 年从业经验，具备汽车行业专业的技术实力    |       |                                               | ◆在用户需求洞察、互联网营销、汽车电商等领域进行了诸多前瞻性的实践 |                |                                       |
| 核心成员                            |       |                                               |                                   |                |                                       |
| 姓名                              | 职务    | 主要经历                                          | 姓名                                | 职务             | 主要经历                                  |
| 王克坚                             | 公司总裁  | 曾任北京吉普工程部经理，产品项目经理，对新技术引进及投产上市具有丰富经验。         | 秦力洪                               | 总裁             | 曾任奇瑞汽车销售服务有限公司副总经理及宝洁（广州）有限公司市场部经理助理。 |
| 吴欢                              | 副总裁   | 曾任上海通用东岳汽车总经理，正大汽车总经理，具有多年汽车行业相关工作经历。         | 谢长廷                               | 首席财务官          | 现任京东审计委员会主席                           |
| Daniel Darancou                 | 副总裁   | 毕业于美国艺术中心设计学院，曾任美国通用汽车设计经理，具有国际化的车型设计理念。      | 伍丝丽                               | 首席发展官、北美公司 CEO | 曾任思科全球首席技术与发展官、摩托罗拉首席技术官。             |
| 马乐                              | 技术工程师 | 清华大学汽车工程专业硕士，曾任职于摩托罗拉中国技术有限公司，现负责电动汽车整车控制系统研发 | 李想                                | 董事             | 汽车之家创始人之一，具备丰富的网络营销经验。                |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

在各家新势力车企中，华冠、威马的创始人拥有汽车领域背景，始终坚持严谨的姿态自建工厂以保证质量。蔚来、小鹏、奇点互联网出身，蔚来李斌创立易车的经历与汽车领域有一定关联，在营销造势和商业运作有较大优势。

**表 3：长城华冠、蔚来及其他新能源车企创始人背景**

| 车企   | 创始人及董事长 | 资历背景                                |
|------|---------|-------------------------------------|
| 长城华冠 | 陆群      | 清华科班，北大 MBA，北京吉普高管                  |
| 蔚来汽车 | 李斌      | 易车董事长、创始人                           |
| 特斯拉  | 埃隆马斯克   | SpaceX、Solar City 创始人董事长、PayPal 创始人 |
| 威马   | 沈晖      | 历任菲亚特中国区 CEO、吉利副总裁，主导沃尔沃收购          |
| 小鹏   | 何小鹏     | UC 联合创始人，阿里高管                       |
| 奇点   | 沈海寅     | 小米、奇虎 360 高管                        |

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

## 股东背景：蔚来知名资本加持，AB 股权结构更稳

**融资历史：**华冠自 2015 年来进行了多次融资，赣峰锂业、大族激光（大族科

技)、各类产业基金等先后入股,最新 2018 年 7 月投后估值达 73.9 亿元。融资策略稳健,资金利用率较高,前后募集金额合计仅 16 亿元左右,即实现造车落地、核心部件自主生产。

蔚来由腾讯、李斌、李想、刘强东、高瓴资本共同创立,经历 A 至 D 轮多次融资,合计募集资金超过 24.5 亿美元,获得顺为基金、淡马锡、联想集团、百度、红杉、厚朴、华平等知名投资机构的支持。历时四年即成功在纽交所上市, IPO 定价估值达到 64 亿美元,上市后市值最高超过百亿美元。

图 8: 长城华冠、蔚来融资历史对比

| 长城华冠                                                                                                                   | 蔚来                                                                                                                                        |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                      |                                                        |
|  •2015年4月到8月,新三板挂牌,募集资金1.13亿元,投后估值9亿元 |  2015年3月,发行A系列优先股共3.26亿股,募集资金3.47亿美元,投后估值5.39亿美元       |
|  •2015年11月,赣峰锂业等入股,募集资金1.98亿,投后估值24亿元 |  2016年6月,发行B系列优先股共1.15亿股,募集资金3.16亿美元,投后估值12.15亿美元      |
|  •2016年11月,国科控股等入股,募集资金3.96亿,投后估值40亿元 |  2017年3月,发行C系列优先股共1.67亿股,募集资金6.45亿美元,投后估值23.65亿美元      |
|  •2018年7月,募集资金8.96亿元,投后估值73.9亿元      |  2017年11月10日,发行D系列优先股2.13亿股,募集资金11.43亿美元,投后估值43.97亿美元 |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**股权结构:** 华冠董事长陆群直接持有公司股份 15.29%,陆群、王克坚、吴燕民、姚华、孙百汇为一致行动实际控制人,占总持股比例的 37.41%。誉华特投资、华冠众投、誉华捷投资等为员工持股平台,持有公司股份 19.73%。团队持股共计 57.14%,分享成长,稳定团队凝聚力。

蔚来实际控制人为董事长李斌,持有公司股份 14.5%,投票权占 48.3%。腾讯为第二大股东,持有公司 13.4%的股份,投票权占 21.7%。董事会及执行官团队共持有公司股份 17.4%,投票权达 49.5%。公司采用 AB 股权结构,保证了管理层的控制权。

表 4: 长城华冠、蔚来股东背景对比

| 2018Q3 长城华冠前十大股东及持股比例 (%) |        | 蔚来 IPO 重要股东及持股比例 (%) |        |        |
|---------------------------|--------|----------------------|--------|--------|
| 股东名称                      | 期末持股比例 | 股东名称                 | 持股比例   | 投票权比例  |
| 陆群                        | 15.29% | 李斌                   | 14.50% | 48.30% |
| 誉华特投资                     | 9.59%  | 腾讯                   | 13.40% | 21.70% |
| 王克坚                       | 9.44%  | 高瓴资本                 | 6.40%  | 2.70%  |
| 南京新港华清产业投资                | 8.07%  | 德玛斯里瓦利尔              | 1.10%  | 0.50%  |
| 国民信托                      | 6.61%  | 秦力洪                  | 1.00%  | 0.40%  |
| 长城华冠众投                    | 5.87%  | 合计                   | 37.20% | 73.90% |
| 誉华捷投资                     | 4.27%  |                      |        |        |
| 南京丰盛大族科技                  | 4.05%  | 董事会及执行官总计            | 17.40% | 49.50% |
| 华清恒泰                      | 3.76%  |                      |        |        |
| 吴燕民                       | 3.26%  |                      |        |        |
| 合计                        | 70.21% |                      |        |        |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**商业模式:** 华冠自建工厂掌握核心技术,蔚来代工+

## 合营模式加快造车进程

华冠从汽车设计、核心零部件、整车生产，形成完整产业链条，坚持自建工厂，控制质量与成本。苏州工厂已基本建成，总占地面积 357 亩，建筑面积 17 万平方米，计划年产能 5 万辆纯电动乘用车，生产车间包括全国第一条碳纤维汽车零部件批量生产线、第一条全铝合金框架式车身生产线，积极实施轻量化战略。华冠旗下华特品牌电池系统 RESS、整车控制系统 VCU 均实现自主供货。

蔚来主要采取多方合作的方式，加快造车项目的落地。首先与江淮代工合作，自 2018 年起为期 5 年，新建合肥工厂用于生产 ES8、ES6，蔚来将提供全部原材料及零部件；随后陆续与广汽集团、长安汽车合资成立广汽蔚来、长安蔚来，联合研发、销售电动整车及零部件。除了工厂生产环节，蔚来主体负责设计、研发、销售等其他环节，在全球各地设立中心，发挥各自最大的优势。蔚来还在积极布局牌照及自建上海工厂，规划在 2020 年前申请自己的新能源造车牌照，主要用于生产高端轿车 ET7 及后续车型。

图 9：长城华冠国内首条碳纤维、铝合金车身生产线



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 10：蔚来江淮合肥工厂车身车间



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

表 5：蔚来与各大车企的主要合作情况

| 合作日期    | 合作方  | 主要合作内容                                                                                        |
|---------|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016.05 | 江淮汽车 | 5 年制造合作协议（2018.04 开始计算），新建合肥工厂，用于 ES8、ES6 生产线。蔚来提供全部原材料及零部件，并补偿合肥工厂 3 年内产生的亏损。                |
| 2018.04 | 广汽集团 | 合资成立广汽蔚来新能源汽车科技有限公司，注册资金 5 亿，规划投资 12.8 亿，蔚来主体持股 22.5%，李斌控制的湖北蔚来基金持股 32.5%，主营电动整车及零配件研发、销售及服务。 |
| 2018.07 | 长安汽车 | 合资成立长安蔚来新能源汽车科技有限公司，注册资金 9800 万，蔚来主体持股 50%，主营电动车及零部件设计、销售、售后服务等。                              |

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

注: 合资公司成立日期与战略合作签约日期并不一致

从美国经验来看，起初有十多家新能源汽车企业竞争，最后只剩下特斯拉一家生存，消亡的企业均是代工生产，甚至研发也是代工，是纯粹的贴牌生产，因

此自建工厂成为各大厂商的更好选择。蔚来、小鹏等前期采取代工模式以迅速推动车型上市，后期均在筹备自建。特斯拉感到关税压力，也拟在上海进行本地化生产。

**表 6：长城华冠、蔚来及其他新能源车企制造模式选择**

| 车企   | 制造模式           |
|------|----------------|
| 长城华冠 | 自建工厂           |
| 蔚来   | 江淮代工，拟自建工厂     |
| 特斯拉  | 自建工厂，拟在上海建本地工厂 |
| 威马   | 收购资质，自建工厂      |
| 小鹏   | 海马代工，与自建工厂同步进行 |
| 奇点   | 北汽新能源代工，拟自建工厂  |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

蔚来采取合作方式，加快造车落地只是一方面，另一方面是资质申请较为漫长，行业隐形准入门槛提高，2017 年至今发改委实质暂停了新能源牌照的相关资质的审批。长城华冠作为“双资质”的 8 家企业之一，牌照具有较高价值。

**表 7：具备新能源汽车生产资质的企业情况**

|         | 新能源车企 | 发改委新能源生产资质 | 工信部新能源生产资质 |
|---------|-------|------------|------------|
| 传统车企势力  | 北汽新能源 | ✓          | ✓          |
|         | 江铃新能源 | ✓          | ✓          |
|         | 奇瑞新能源 | ✓          | ✓          |
|         | 金康新能源 | ✓          |            |
|         | 江淮大众  | ✓          |            |
| 新造车势力   | 长城华冠  | ✓          | ✓          |
|         | 知豆    | ✓          | ✓          |
|         | 云度新能源 | ✓          | ✓          |
|         | 合众新能源 | ✓          | ✓          |
|         | 河南速达  | ✓          |            |
|         | 陆地方舟  | ✓          |            |
|         | 国能新能源 | ✓          |            |
| 汽车产业链势力 | 长江汽车  | ✓          | ✓          |
|         | 江苏敏安  | ✓          |            |
|         | 万向集团  | ✓          |            |

资料来源：发改委、工信部、国信证券经济研究所整理

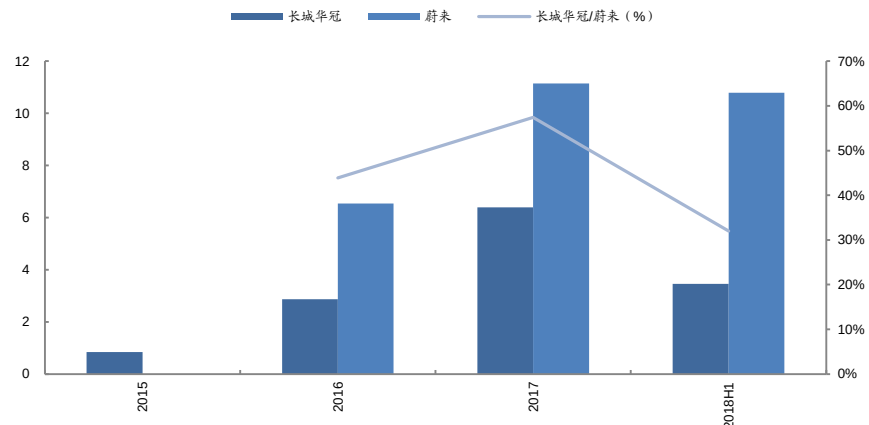
### 资本开支及固定资产：华冠重在工厂，蔚来重在模具

华冠虽然是自建工厂，但资本开支绝对额仍然相比蔚来低，2017、2018H1 分别为 6.4 亿、3.46 亿，约为蔚来资本开支的 57%、32%。从固定资产（不含在建工程）分布来看，华冠集中在房屋建筑 66.64%（工厂等）、机械设备 30.51%（模具等），蔚来集中在模具 32.36%、建筑及工程 14.3%、租赁物改造 14.23%（线下体验店），符合各自发展的模式。蔚来的电子设备、研发设备占固定资产比例较高，也可看出其在各项技术研发的投入力度较大。

蔚来还公布了未来三年的资本开支计划：资本开支主要项目包括模具、电子设备、研发、租赁物改造（办公楼、蔚来之家、实验室等）、充换电解决方案。规划资本开支总计 17 亿美元，将用于上海工厂建设、研发、销售网络扩张，其中 6.5 亿美元用于上海工厂；资本开支总额的 6 亿美元将在一年之内发生。

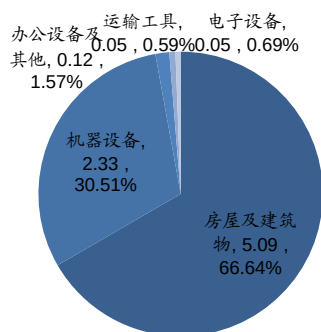


图 11: 长城华冠、蔚来资本开支对比 (亿元)



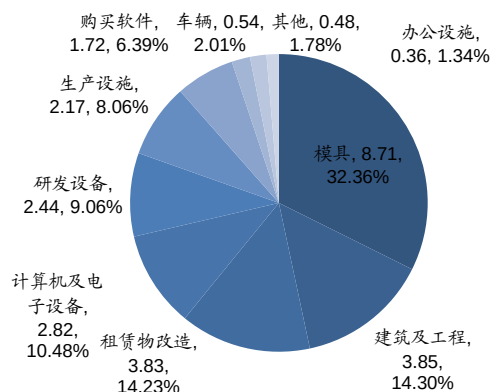
资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12: 2018H1 长城华冠固定资产分布 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 2018H1 蔚来固定资产 (PP&E) 分布 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

按重大工程的预算来看, 苏州工厂将成为长城华冠主要的固定资产, 占预算比例 63.87%, 目前工程进度在 65% (100%为完工); 其次为模具, 占预算比例 24.03%, 工程进度 45%。总预算为 16.44 亿元, 与长城华冠累计融资额接近。

表 8: 2018H1 长城华冠重大工程预算及进度 (亿元, %)

|          | 预算 (亿元) | 占预算比例 (%) | 工程进度 (%) |
|----------|---------|-----------|----------|
| 前途汽车苏州工厂 | 10.500  | 63.87%    | 65%      |
| 模具       | 3.950   | 24.03%    | 45%      |
| 办公楼装修    | 0.940   | 5.72%     | 19%      |
| 信息化建设    | 0.670   | 4.08%     | 16%      |
| 机器设备     | 0.340   | 2.07%     | 91%      |
| 车间装修     | 0.036   | 0.22%     | 65%      |
| 装配线追溯系统  | 0.005   | 0.03%     | 100%     |
| 合计       | 16.44   | 100%      |          |

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 研发模式: 华冠稳步推进, 蔚来全球布局

华冠研发费用率保持较高水平, 但绝对额上与蔚来有巨大差距。

华冠持续对 K50 级核心零部件业务投入研发, 2017、2018H1 研发费用分别为

1720 万元、661 万元，占收入比 13.41%、9.76%。2018H1 累计资本化研发支出 3.51 亿，YOY32.95%，占总资产比例 11.89%。

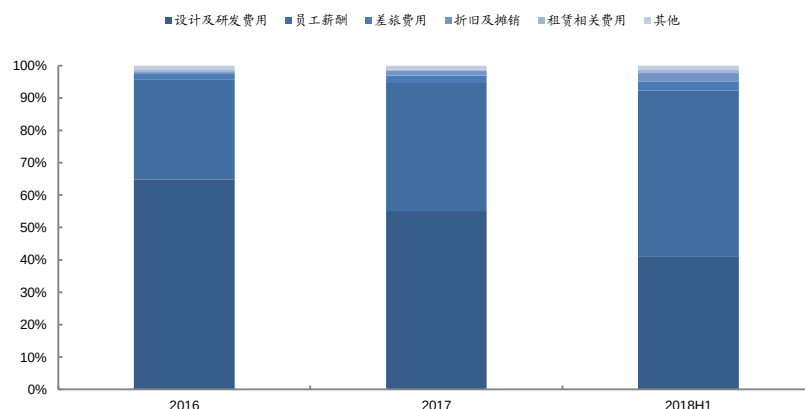
蔚来为发挥设计、研发人才的最大优势，全球布局，费用极高：设立上海全球总部及研发中心，进行统筹，并衔接国内研发项目；设立硅谷软件中心，进行整车及零部件智能化、自动驾驶研发；设立慕尼黑造型设计中心，主要服务量产车型；设立伦敦项目中心，服务于方程式 E 赛事及超跑 EP9。蔚来 2017 年研发费用高达 26.02 亿元，YOY77.63%；2018H1 为 14.59 亿元，YOY41.51%；其费用主要由设计及研发费用、员工薪酬等构成。

**表 9：2015-2018H1 华冠、蔚来研发费用及费用率（亿元，%）**

|        | 华冠研发费用（亿元） | 华冠研发收入比（%） | 蔚来研发费用（亿元） |
|--------|------------|------------|------------|
| 2015   | 0.05       | 9.40%      | N/A        |
| 2016   | 0.07       | 7.55%      | 14.65      |
| 2017   | 0.17       | 13.41%     | 26.03      |
| 2018H1 | 0.05       | 9.76%      | 14.59      |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 14：2016-2018H1 蔚来研发费用分布（%）**



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 品牌推广：均以高端化超跑树立品牌形象，开启全渠道新营销模式

华冠以前途 K50 超跑，高端化定位切入市场，其国际化的造型设计，优异的操控，暴力的加速，为前途品牌奠定技术实力及口碑；开发超跑与特斯拉起家时战略相近，规避电动车续航弱点，着重关注驾驶乐趣，形成差异化供给。

蔚来具备强大互联网基因，深谙互联网营销模式；以超高性能纯电动超跑 EP9 于纽北赛道刷新纪录，至今保持榜单第二名，极大提升了品牌的知名度；创建具有品牌特色的年度盛会，于 2017 年 12 月年度首届“蔚来日”发布 ES8，观看人次超过 1.1 亿，媒体报道超过 7 千篇。



图 15: 长城华冠前途全系车型参加 2018 北京车展



资料来源: 搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

图 16: 蔚来日 NIO DAY



资料来源: 凤凰汽车、国信证券经济研究所整理

华冠、蔚来改变传统 4S 店模式, 采用线上 app+线下综合品牌体验店的全渠道营销模式。华冠在北京、上海、广州等地已落成 5 家前途品牌体验中心, 以展厅、咖啡店、书店的复合形式运营, 举办多次读书会等沙龙活动。蔚来在四大超一线城市及五个一线城市落成 13 家线下体验店“蔚来之家”, 将车辆展示平台和用户休闲、学习空间结为一体。线下网点较多的其他厂商如特斯拉、威马, 其网点主要还是用于展示汽车, 并未将其他功能复合运营。

表 10: 长城花冠、蔚来、特斯拉及其他造车新势力线下网点/体验店数量对比

|      | 体验店数量                                   |
|------|-----------------------------------------|
| 长城华冠 | 5 家(北京、上海、广州、成都、苏州)                     |
| 蔚来汽车 | 13 家(北京 3、上海 2、广州、深圳、成都、西安、杭州、南京、苏州、合肥) |
| 特斯拉  | 全球 351 家门店及服务网点                         |
| 威马   | 全国 20+ 网点(北京 8、上海 9、广州、深圳 3 及其他)        |
| 小鹏   | 2 家(广州、杭州)                              |
| 奇点   | 1 家(北京)                                 |

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 17: 长城华冠咖啡店+书店+展厅复合式品牌体验店



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 18: 蔚来综合展厅——蔚来之家



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

华冠、蔚来手机 app 均可实现线上购买、线下体验的营销体验。同时 app 还可用于预约售后服务, 车主社交生活, 汽车远程监控等。威马、小鹏、奇点新势力同样有手机 app 用于参与预售、社交, 而特斯拉手机 app 主要给车主访问车辆, 提供远程操控、电源管理等功能。

图 19: 长城华冠“前途翼”手机 app



资料来源: 苹果 app store、国信证券经济研究所整理

图 20: 蔚来手机 app



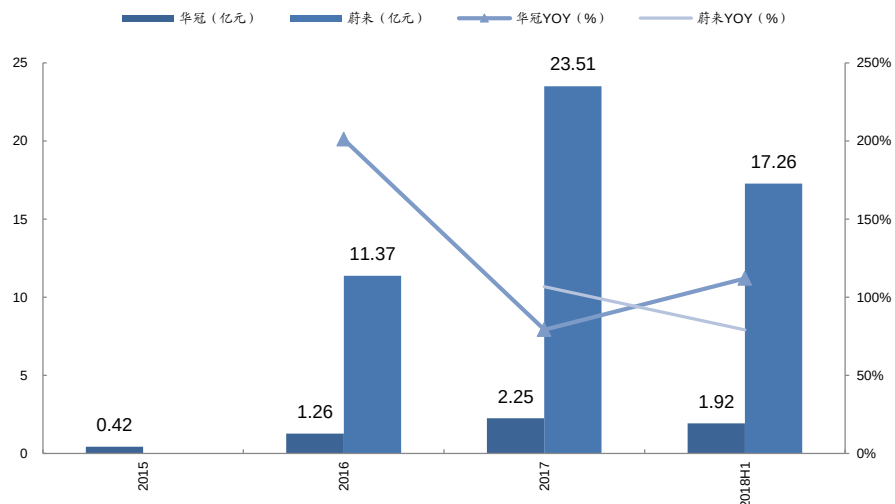
资料来源: 苹果 app store、国信证券经济研究所整理

华冠在销售、管理费用也与蔚来差距较大。蔚来未拆分销售及管理费用，我们将华冠销售、管理费用合并且剔除研发费用进行对比。

华冠 2017 年销售及管理费用为 2.42 亿元，YOY82.55%；2018H1 费用为 1.97 亿，YOY117.19%；前途 K50 上市，销售及管理人员规模持续扩大，薪酬上升，此外前途汽车体验店的设立、品牌宣传、市场营销等使销售费用快速攀升。

蔚来销售及管理费用绝对额较大，在 10-20 亿级别；2017 年销售及管理费用 23.51 亿元，YOY106.71%，2018H1 费用为 17.26 亿，YOY79.01%；费用增长主要来自于员工薪酬、市场推广、租赁费用。

图 21: 长城华冠、蔚来销售+管理费用及增速对比（亿元，%）



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 车型对比: K50 极致轻量化, 续航更长

华冠前途 K50 配备前后双电机四驱系统、多种驾驶模式，输出峰值达到 320 千瓦、680 牛米，“狂暴模式”及满电力情况下百公里加速达到 4.6 秒；拥有极佳的操控体验，前后双叉臂式独立悬架加上英国米拉底盘调教，轮胎随时发挥优

秀的抓地性能。

蔚来高性能超跑 EP9 不惜成本引入尖端的技术，百公里加速 2.7s，最高时速可达 313km/h，但量产极少，不接受订单。量产豪华 7 座 SUV ES8，拥有双电机 650 马力、智能四驱、3310mm 同级最长轴距，百公里加速 4.4 秒，实测满电力 4.2 秒，低电力 5.9 秒。

图 22：长城华冠首款国产纯电动超跑——前途 K50



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 23：蔚来七座高端豪华 SUV——ES8



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

华冠致力于在车身材料和续航里程上找到平衡点，极致轻量化设计使得电池更易负荷整个车身，续航能力更持久。前途 K50 采用铝合金框架式结构，较传统车身减重 38%；此外还采用碳纤维复合材料外覆盖件，较传统材料减重 40%。蔚来 ES8 采用全铝合金车身及底盘，材料为航空 7003 系列级别，刚度超强，也是目前采用铝合金数量最多的量产 SUV。

图 24：长城华冠前途 K50 轻量化车身设计



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

图 25：蔚来 ES8 全铝车身



资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

K50 百公里加速上略逊于 ES8 0.2 秒，主要其功率、扭矩均低于 ES8，但受益于车身较轻，电池能量密度较高，带来续航里程的胜出(380KM VS 355KM)。2018 年 2 月 13 日，四部委发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴的通知》，相较 2017 年，纯电乘用车续航里程 300km 以下车型补贴下滑，续航 300km 以上补贴提升，电池系统质量密度由不低于 90 增加至不低于 105Wh/kg。K50、ES8 续航均在 300-400km 区间，在补贴整体退坡、鼓励长续航的政策下反而获得更多补贴；K50 能量密度超过 160Wh/kg，能获得更多的补贴倍数，理论上在国家补贴方面更具优势。

严格意义上来说 K50 的对标车型更像是特斯拉早期的第一代 Roadster，销售上

不以放量为目的，需要后继车型发力。ES8 主要对标是 Model X，车长略短，美国定价相似，国内价格差距因关税进一步扩大；ES8 定价及定位高于威马、小鹏、奇点。

**表 11：长城花冠、蔚来、特斯拉及其他造车新势力量产车型参数、性能对比**

| 厂商                | 长城花冠    | 蔚来                   | 特斯拉                                 |                                      |                | 威马          | 小鹏           | 奇点          |
|-------------------|---------|----------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|----------------|-------------|--------------|-------------|
| 车型                | 前途 K50  | ES8                  | Model X                             | Model S                              | Model 3        | EX5         | G3           | iS6         |
| 官网报价（万元）          | 75.43   | 基础版 44.8<br>创世版 55.8 | 75D/100D/P100D<br>78.29/95.46/109.1 | 75D/100D/P100D<br>86.18/95.25/118.93 | 预售价<br>54-59.5 | 18.65-24.73 | 预售价<br>20-28 | 预计<br>20-30 |
| 补贴后价格（万元）         | 68.68   | 37.4 起               | 无补贴                                 | 无补贴                                  | 无补贴            | 11.23-16.48 | 未公布          | 未公布         |
| 车长(mm)            | 4634    | 5022                 | 5037                                | 4970                                 | 4694           | 4585        | 4450         | 4900        |
| 车宽(mm)            | 2069    | 1962                 | 2070                                | 1964                                 | 1933           | 1835        | 1820         | 1950        |
| 车高(mm)            | 1253    | 1756                 | 1684                                | 1445                                 | 1443           | 1672        | 1600         | 1750        |
| 轴距(mm)            | 2650    | 3010                 | 2965                                | 2960                                 | 2875           | 2703        | 2610         | 2960        |
| 车重(kg)            | 1960    | 2460                 | 2352-3120                           | 2100                                 | 1670-1845      | 1966        | 1585         | N/A         |
| 座位数量(个)           | 2       | 7                    | 5-7                                 | 5                                    | 5              | 5           | 5            | 5-7         |
| 电动机类型             | 永磁同步    | 交流异步                 | 交流异步                                | 交流异步                                 | 永磁同步           | 永磁同步        | 永磁同步         | 永磁同步        |
| 最大功率(kW)          | 320     | 480                  | 386-568                             | 386-568                              | 190            | 160         | 145          | 260         |
| 最大扭矩(N.m)         | 680     | 840                  | 660                                 | 525-967                              | 354-502        | 315         | 300          | 580         |
| 加速时间(0 到 100km/h) | 4.6s    | 4.4s                 | 3.1-5.2s                            | 2.7-4.4s                             | 3.3-5.6s       | 8.5         | 8.4          | N/A         |
| 电池容量(kWh)         | 78.84   | 70                   | 75-100                              | 75-100                               | 75-100         | 46-57       | 47.6         | N/A         |
| 续航里程(km)          | 380     | 355                  | 406-552                             | 469-579                              | 220-310        | 300-460     | 365          | 400         |
| 电池能量密度(Wh/kg)     | 223.58  | 120                  | 150-200                             | 150-200                              | 150-200        | 170         | 143          | N/A         |
| 快充速度(小时)          | 0.8h    | 1.1h                 | 4.5h                                | 4.5h                                 | 4.5h           | 0.5h        | 0.5-0.75h    | 1h          |
| 慢充速度(小时)          | 13h     | 10h                  | 10.5h                               | 10.5h                                | 10.5h          | 7.5-9.2h    | 6.2-8.4h     | N/A         |
| 自动驾驶              | level 1 | level 2+             | level 2+                            | level 2+                             | level 2+       | level 1     | level 2+     | N/A         |

资料来源:公司官网、汽车之家、国信证券经济研究所整理

**表 12：2018 纯电动乘用车补贴变化情况（万元，倍）**

| 续航里程 R (工况法、公里) | 150 ≤ R < 200          | 200 ≤ R < 250                  | 250 ≤ R < 300 | 300 ≤ R < 400 | R ≥ 400 |
|-----------------|------------------------|--------------------------------|---------------|---------------|---------|
| 2017 年（万元）      | 3.6                    | 3.6                            | 4.4           | 4.4           | 4.4     |
| 2018 年（万元）      | 1.5                    | 2.4                            | 3.4           | 4.5           | 5       |
| 能量密度 E (Wh/kg)  | E < 105 (2017 年阈值为 90) | 105 ≤ E < 120 (2017 年下限阈值为 90) | 120 ≤ E < 140 | 140 ≤ E < 160 | E ≥ 160 |
| 2017 年（倍）       | 0                      | 1                              | 1.1           | 1.1           | 1.1     |
| 2018 年（倍）       | 0                      | 0.6                            | 1             | 1.1           | 1.2     |

资料来源:工信部、国信证券经济研究所整理

注:单车补贴金额=里程补贴标准×电池系统能量密度调整系数×车辆能耗调整系数。单位电池电量补贴上限不超过 1200 元/kWh。

车辆智能性方面，华冠、蔚来均提供免费 4G 网络流量，为车联网提供基础；中控配备触摸大屏，仪表盘液晶智能化。

华冠已完成 K50 “车车通信”系统的基础功能测试以及人机交互系统技术的开发，陆续开始执行自动驾驶技术方案，未来后续车型将在人工智能方面逐步优化。

蔚来 ES8 已配备自动驾驶系统 NIO Pilot, 由 23 个传感器组成, 等级达到 LEVEL 2; 中控上方配备人工智能交互系统 NOMI, 科大讯飞提供语音识别技术支持, 可人性化下达指令, 语音交流。



图 26: 长城华冠前途 K50 内饰



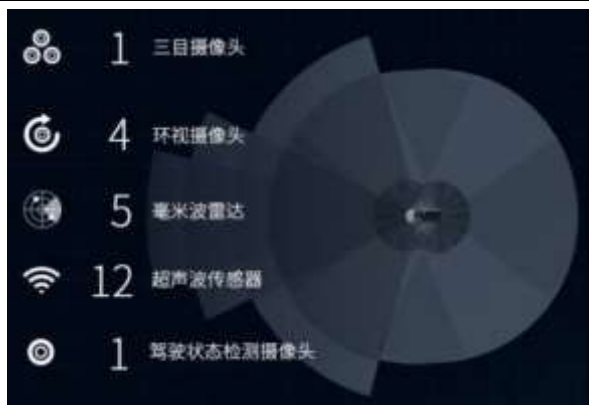
资料来源:公司调研、国信证券经济研究所整理

图 27: 蔚来 ES8 内饰



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 28: 蔚来 NIO Pilot 自动驾驶系统



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 29: 蔚来车内人工智能交互系统——NOMI



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

K50、ES8 均采用国内外顶尖零部件、材料提供商，在制动器、ESP、保险杠、内饰材料方面采用了相同的品牌。K50 的 BMS、RESS、VCU 则是长城华冠旗下华特品牌自主生产。蔚来虽然诸多产线是代工合作，但三电中的电池包(pack)、电机、电控，智能交互中的 HUD、液晶仪表盘，均采取合营开发及生产的模式，为后续自建工厂累积产业链经验与资源。



表 13: 长城华冠 K50、蔚来 ES8 主要零部件核心供应商对比

|             | 长城华冠 K50 | 蔚来 ES8      |
|-------------|----------|-------------|
| 制动器         | 布雷博      | 布雷博 (后制动泛博) |
| ESP         | 博世       | 博世          |
| 保险杠         | 延锋       | 延锋          |
| 内饰材料        | 贝内克      | 贝内克         |
| 电池模组        | 卡耐       | 宁德时代        |
| 电池管理 BMS    | 华特 (自产)  | 联合电子        |
| 电池箱及系统 RESS | 华特 (自产)  | N/A         |
| 整车控制器 VCU   | 华特 (自产)  | 联合电子        |
| 铝合金车身       | 忠旺集团     | 诺贝丽斯        |
| 悬架          | 索密克      | 大陆          |
| 车灯          | 海拉       | 马瑞利         |
| 轮胎          | 倍耐力      | 大陆          |
| 挡风玻璃        | 赢创       | 福耀玻璃        |
| 语音交互        | 无        | 科大讯飞        |
| 前视摄像头       | 无        | 均胜电子        |
| 毫米波雷达       | 无        | 博世          |

资料来源: 公司公告、公司调研、国信证券经济研究所整理  
标红公司为 A 股上市公司

未来车型布局中, 华冠将逐步覆盖售价在几万到十几万元的细分市场, 通过打造高中低三个整车平台, 为用户提供多项选择。目前已发布的概念车型包括入门款双门跑车 K20、高端商务轿跑车 Concept 1, 预计 2019-2020 年正式上市。

蔚来则储备了中端 SUV ES6, 定位略低于 ES8, 售价减少 10 万元左右, 对标威马、小鹏等车型的定位, 将拓展更多用户群体, 预计 2019 年实现交付; 高端轿车 ET7, 预计将在自建的上海工厂落成后生产, 2020 年上市; 此外还发布了无人驾驶概念车 EVE。

图 30: 长城华冠前途 K20 (概念车)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图 31: 2018 年 5 月蔚来 ES6 试制车已下线



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

## 售后服务: 终身质保、免费车联网流量、免费充电桩

华冠、蔚来均在质保、保养、道路救援、车联网流量、充电桩、车主 APP 等全方面为用户提供有力保障, 以免费或购买服务包的形式, 解决用户后汽车市场的各项顾虑。此系列基本权益, 部分成为造车新势力的标配。

华冠为体现 K50 车主尊贵豪华的身份, 配备专属顾问为车主上门交付, 并设立超跑俱乐部, 提供出行及改装服务。

蔚来在基本权益基础上, 增加服务包、能量包的扩充选择, 有利于解决无法安装家用充电桩的主要矛盾, 加深车主粘性, 以及为企业带来稳定的售后现金流。

蔚来提供的“一键加电”服务有效解决电动车续航弱点，服务包括充换电站服务、充电卡车、上门收车充换电。北京、上海、杭州等 9 地均设有充换电站，充电可选择上门收车无需等待，换电则只需 3 分钟。

**表 14：华冠、蔚来售后服务详情对比**

|        | 长城华冠                   |                        | 蔚来                                                                   |
|--------|------------------------|------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| 基本权益   | 终身免费质保、保养、流量费、道路救援     | 基本权益                   | 免费专属充电桩安装、每月 8GB 车联网流量、终身质保、终身道路救援、一年 12 次免费异地加电                     |
|        | 免费充电桩安装及维护             | 服务无忧套餐 1.48 万/年        | ①免费保养、维修、代步车、上门取送车<br>②每月 7GB 车联信息娱乐，QQ 音乐、爱奇艺、移动 WIFI 等<br>③交强及商业险。 |
|        | 专属顾问上门交车               | 能量无忧套餐 980/月或 1.08 万/年 | ①每月免费 15 次一键加电<br>②公共、专属充电桩电费返还                                      |
|        | 官方俱乐部，出行及改装服务          | 一键加电 180 元/次           | 充换电站、充电卡车服务；上门收车充换电服务。                                               |
| 车主 APP | 前途翼，可整车监控，寻找充电桩，售后预约等。 | 车主 APP                 | 注册用户达 52 万（2018.08 招股书）。保养、维修、道路救援，一键加电等都可预约，同时也是用户生活、娱乐、购物的综合互动平台。  |

资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

**表 15：华冠、蔚来及其他厂商核心售后服务对比**

|           | 长城华冠 | 蔚来    | 特斯拉 | 威马   | 小鹏 | 奇点  |
|-----------|------|-------|-----|------|----|-----|
| 终身质保      | 首批车主 | ✓     | ×   | 首批车主 | ✓  | N/A |
| 终身保养      | 首批车主 | 购买服务包 | ×   | ×    | ×  | N/A |
| 免费道路救援    | 首批车主 | ✓     | ✓   | ✓    | ×  | N/A |
| 免费车联网流量   | 首批车主 | ✓     | ✓   | ✓    | ×  | N/A |
| 免费充电桩     | ✓    | ✓     | ✓   | ✓    | ✓  | N/A |
| 车主 APP 服务 | ✓    | ✓     | ✓   | ✓    | ✓  | ✓   |

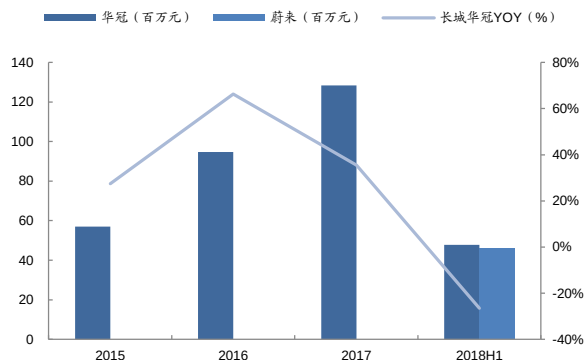
资料来源：公司官网、公司公告、国信证券经济研究所整理

## 营收分析：华冠汽车设计收入反哺整车制造，蔚来销量进入前十

华冠 2017 营业收入为 1.28 亿元，YOY35.46%；2018H1 营业收入为 4783 万元，YOY-26.48%；传统业务有所下滑，精力更多投向 K50 的生产、销售及后续研发。2017 年、2018H1 净亏损-2.26 亿元、-2.03 亿元，亏损扩大主要由于 K50 上市后，销售、管理费用大幅飙升。

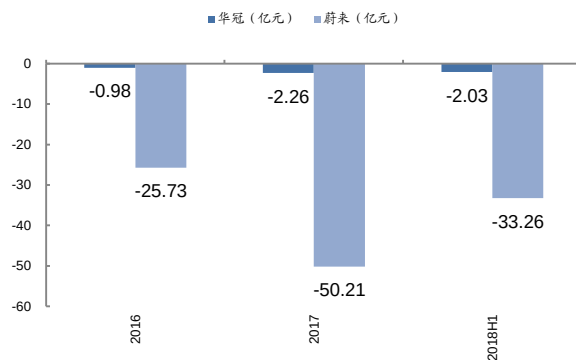
蔚来汽车自 2018 年开始正式交付 ES8，截止到 2018 年 8 月底，已交付 1602 辆，未完成订单量 15778 辆，其中 6201 辆包含不可退款订金；已生产 2399 辆，交付比例 66.78%。截止至 2018 年 10 月底，蔚来累计交付 4941 辆，2018 全年规划交付总数为 1 万辆。财务数据上，蔚来 2018H1 首次实现营业收入 4599 万元，扣除优先股、汇兑影响的经营净亏损-33.26 亿元，亏损同比扩大-13.05 亿元。

图 32: 华冠、蔚来营业收入及增速对比 (百万元, %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33: 华冠归母亏损及蔚来经营净亏损对比 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理  
蔚来经营净亏损主要为在归属普通股股东净亏损基础上, 剔除优先股、汇兑影响

### 长城华冠、蔚来、特斯拉销量对比

长城华冠未公布销量。蔚来 2018 年 8 月单月销量突破千辆, 8-10 月三个月销量超过 Model X 上市第一个完整季度 (4460 VS 2659 辆); 在绝对数量上与 40 万+起步价的同级别燃油车型, 如 Q5、GLC、X3 等, 仍然有一定距离, 但市占率持续提升, 增长较快, 2018 年 10 月市占率 3.66%。

表 16: 2018.06-10 蔚来 ES8 销量、累计销量、市占率及同级别车型销量对比 (辆)

|         | 蔚来 ES8 | 蔚来 ES8 累计销量 | 蔚来当月同级别市占率 (%) | 奥迪 Q5 | 奔驰 GLC | 宝马 X3 | 大众途昂 | 沃尔沃 XC60 | 凯迪拉克 XT5 | 丰田普拉多 | 路虎揽胜极光 |
|---------|--------|-------------|----------------|-------|--------|-------|------|----------|----------|-------|--------|
| 2018-06 | 100    | 100         | 0.24%          | 8360  | 10178  | 1531  | 6617 | 5507     | 4838     | 2814  | 1280   |
| 2018-07 | 381    | 481         | 0.92%          | 8835  | 9756   | 3827  | 6227 | 3896     | 4941     | 3202  | 438    |
| 2018-08 | 1121   | 1602        | 2.33%          | 13360 | 9500   | 4091  | 6922 | 5282     | 4888     | 2625  | 370    |
| 2018-09 | 1766   | 3368        | 3.44%          | 11761 | 9750   | 5639  | 7500 | 5959     | 5163     | 3283  | 505    |
| 2018-10 | 1573   | 4941        | 3.66%          | 8999  | 5109   | 5951  | 6189 | 1277     | 10460    | 3080  | 333    |

资料来源: 公司公告、515 汽车排行网、乘联会、国信证券经济研究所整理

在整体 BEV 厂商销量排名中蔚来亦进入前十, 2018 年 8 月、9 月分别排名第九、第八, 特斯拉 9 月排第十; 新能源车型销量排名中, 2018 年 9 月 ES8 排名第九。

表 17: 2018.08-09 中国 BEV 厂商、车型销量排名

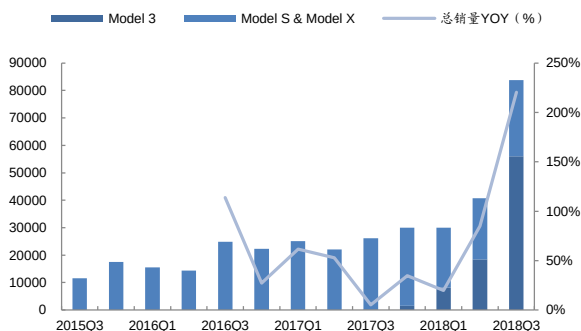
| BEV 厂商排名 |         | BEV 车型排名 |
|----------|---------|----------|
| 2018-08  | 2018-09 | 2018-09  |
| 比亚迪      | 比亚迪     | 吉利帝豪 EV  |
| 奇瑞       | 吉利      | 比亚迪元 EV  |
| 吉利       | 北汽新能源   | 奇瑞 eQ1   |
| 北汽新能源    | 江淮      | 江淮 iEV6E |
| 江淮       | 奇瑞      | 比亚迪 E5   |
| 长安       | 上海      | 北汽 EU 系列 |
| 上海       | 长安      | 北汽 EX 系列 |
| 众泰       | 蔚来      | 荣威 Ei5   |
| 蔚来       | 众泰      | 蔚来 ES8   |
| 力帆       | 特斯拉     | 江淮 iEV7E |

资料来源: 乘联会、国信证券经济研究所整理

从特斯拉的车型布局及销量情况上, 我们可以预计长城华冠、蔚来想要在收入、销量得到较大提升, 需要向下依靠中低端、低售价车型, 如 K20、ES6 等。特斯拉在 2018Q2、Q3 总销量迅速上升, Q2、Q3 YOY 增速达到 85%、220%,

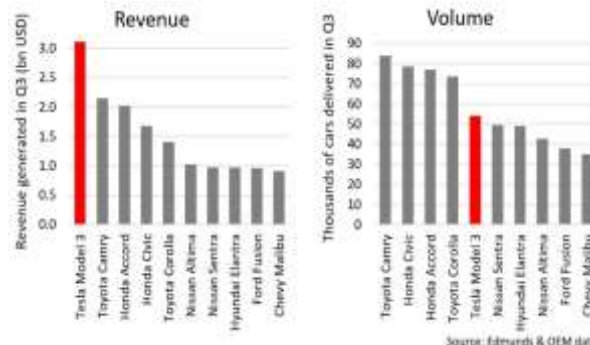
得益于售价仅 3.5 万美元起 Model 3 的放量；并在 Q3 美国所有车型排行中，Model 收入第一、销量第五，而销量排在 Model 3 之前的凯美瑞、思域、雅阁等，其定价、定位均低于 Model 3。

图 34: 2015Q3-2018Q3 特斯拉季度销量 (辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 35: 2018Q3 特斯拉 Model 3 美国收入、销量排名



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

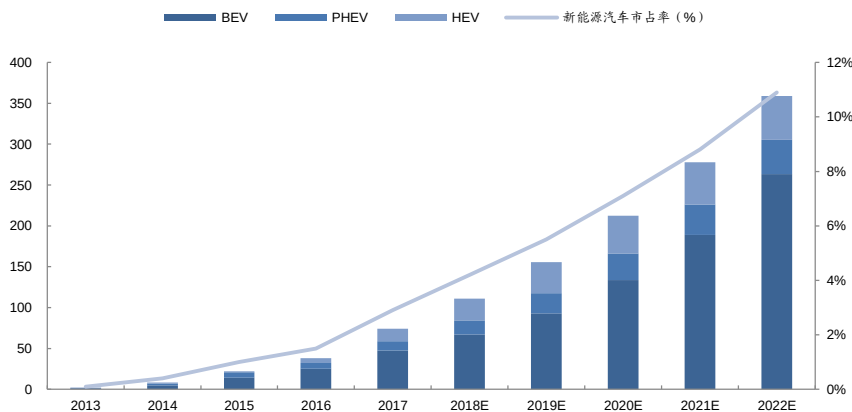
### 中国新能源汽车市场 2022 年销量预计 359 万辆

汽车整体市场进入存量博弈,但新能源汽车未来五年仍有 4-5 倍空间,细分 BEV 增速超过 40%, 华冠、蔚来 BEV 路线也符合国家发展的大方向。

2017 年全国新能源汽车销量 74.2 万辆, 占总体汽车市场比例 2.9%; 根据 Frost & Sullivan 预测, 2022 年国内新能源汽车销量有望达到 359.1 万辆, 市占率 10.9%, 六年 CAGR 37.1%; 其中 BEV 纯电动车 263.3 万辆, 六年 CAGR 40.8%, 成为主流电动车类型。

图 36: 2013-2020E 中国新能源汽车市场销量及市占率 (万辆, %)

| CAGR  | 2013-2017 | 2017-2020E |
|-------|-----------|------------|
| HEV   | 109.8%    | 28.3%      |
| PHEV  | 210.3%    | 30.3%      |
| BEV   | 147.9%    | 40.8%      |
| Total | 141.5%    | 37.1%      |



资料来源: Frost & Sullivan Report、国信证券经济研究所整理

### 盈利预测: 持续跟踪

★扭亏进程: 公司及整体行业变化速度较快, 应根据后续订单的情况进行相应的业绩调整。按照特斯拉的发展经验, 公司中期难以扭亏, 旨在维持合理毛利率, 抢占市场份额。根据我们对公司资本支出、销售管理费用的测算, 公司可能需要在 2019-2020 进行股权融资, 预计每年融资额在 2-3 亿元。

★收入占比: 2018 年之后业务重点转向整车 K50 的营销及量产, 以及后续车

型的研发，汽车设计、零部件销售将放缓，该部分收入下滑。2019-2020 年整车销售收入占比将超过 90%。

★销量: K50 并非走量车型，将重点关注 K20 销量，预计 K20 于 2019H2 上市，Concept1 于 2020 年上市。我们将 K20&Concept1 销量合并计算，假设 2019 年每月 600 辆，2020 年每月 700 辆，平均单价 35 万元；2018-2020 年 K50 销量 10、200、200 辆，平均单价 75 万元；可以得出 2018-2020 年整车销量收入分别为 0.08、14.1、30.9 亿。

★盈利能力: K50 高端车型毛利率较高，预计 2018 年整车销售毛利率为 21%；随着低价车型推出，2019-2020 年毛利率分别下滑至 19%、18%。后续若规模上升及产能持续释放，毛利率有望稳中有升。

**表 18: 公司 2017-2020E 整车销量及收入预测 (辆, 百万元)**

|                | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 整车销量 (辆)       |      |       |       |       |
| K50            | 0    | 10    | 200   | 200   |
| K20 & Concept1 | 0    | 0     | 3600  | 8400  |
| 合计             | 0    | 10    | 3800  | 8600  |
| 整车销售收入 (百万元)   |      |       |       |       |
| K50            | 0    | 7     | 136   | 136   |
| K20 & Concept1 | 0    | 0     | 1260  | 2940  |
| 合计             | 0    | 8     | 1410  | 3090  |

资料来源: Wind、公司调研、国信证券经济研究所整理与预测

**表 19: 公司 2017-2020E 收入拆分及相关假设 (百万元, %)**

|              | 2017     | 2018E  | 2019E     | 2020E    |
|--------------|----------|--------|-----------|----------|
| 营业收入 (百万元)   | 128.35   | 153.76 | 1,563.43  | 3,243.43 |
| YOY(%)       | 35.46%   | 19.79% | 916.83%   | 107.46%  |
| 收入拆分 (百万元)   |          |        |           |          |
| 整车销售         | 0.00     | 7.50   | 1410.00   | 3090.00  |
| 汽车设计         | 94.98    | 104.48 | 109.70    | 109.70   |
| 模型制作         | 26.96    | 35.05  | 36.80     | 36.80    |
| 其他业务         | 6.41     | 6.73   | 6.93      | 6.93     |
| YOY 同比增长 (%) |          |        |           |          |
| 整车销售         | 0.00%    | 0.00%  | 18700.00% | 119.15%  |
| 汽车设计         | 8.39%    | 10.00% | 5.00%     | 0.00%    |
| 模型制作         | 286.08%  | 30.00% | 5.00%     | 0.00%    |
| 其他业务         | 4651.56% | 5.00%  | 3.00%     | 0.00%    |
| 毛利率拆分 (%)    |          |        |           |          |
| 整车销售         | 0.00%    | 21.00% | 19.00%    | 18.00%   |
| 汽车设计         | 32.02%   | 30.00% | 30.00%    | 30.00%   |
| 模型制作         | 36.27%   | 35.00% | 32.00%    | 30.00%   |
| 其他业务         | 55.99%   | 50.00% | 35.00%    | 30.00%   |
| 综合毛利率 (%)    | 34.11%   | 31.58% | 20.15%    | 18.57%   |

资料来源: Wind、公司调研、国信证券经济研究所整理与预测

注: 底纹区域为主要假设

## 风险提示

一、BBA 等传统车企推出量产纯电动车加剧竞争。



二、后续低价车型上市低于预期。

## 附表：财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2017        | 2018E       | 2019E       | 2020E       | 利润表（百万元）          | 2017         | 2018E        | 2019E        | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 147         | 50          | 100         | 100         | 营业收入              | 128          | 154          | 1563         | 3243         |
| 应收款项             | 64          | 29          | 150         | 133         | 营业成本              | 85           | 105          | 1248         | 2641         |
| 存货净额             | 64          | 129         | 497         | 573         | 营业税金及附加           | 2            | 2            | 23           | 49           |
| 其他流动资产           | 110         | 154         | 156         | 227         | 销售费用              | 49           | 146          | 203          | 389          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>386</b>  | <b>362</b>  | <b>903</b>  | <b>1033</b> | 管理费用              | 194          | 296          | 316          | 328          |
| 固定资产             | 739         | 1112        | 1164        | 1104        | 财务费用              | 20           | 79           | 123          | 144          |
| 无形资产及其他          | 92          | 308         | 384         | 461         | 投资收益              | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 316         | 216         | 216         | 216         | 资产减值及公允价值变动       | (1)          | 0            | (1)          | (1)          |
| 长期股权投资           | 0           | 9           | 9           | 9           | 其他收入              | 2            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>1532</b> | <b>2006</b> | <b>2676</b> | <b>2822</b> | 营业利润              | (220)        | (475)        | (352)        | (308)        |
| 短期借款及交易性金融负债     | 223         | 994         | 1212        | 1111        | 营业外净收支            | (11)         | 0            | 0            | 0            |
| 应付款项             | 165         | 64          | 265         | 344         | <b>利润总额</b>       | <b>(231)</b> | <b>(475)</b> | <b>(352)</b> | <b>(308)</b> |
| 其他流动负债           | 73          | 119         | 172         | 100         | 所得税费用             | (0)          | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>462</b>  | <b>1177</b> | <b>1649</b> | <b>1554</b> | 少数股东损益            | (5)          | (11)         | (8)          | (7)          |
| 长期借款及应付债券        | 575         | 725         | 975         | 1225        | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>(226)</b> | <b>(464)</b> | <b>(345)</b> | <b>(301)</b> |
| 其他长期负债           | 27          | 27          | 27          | 27          |                   |              |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>602</b>  | <b>752</b>  | <b>1002</b> | <b>1252</b> |                   |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>      | <b>1064</b> | <b>1929</b> | <b>2651</b> | <b>2806</b> | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |
| 少数股东权益           | 7           | (3)         | (11)        | (18)        | 净利润               | (226)        | (464)        | (345)        | (301)        |
| 股东权益             | 460         | 80          | 36          | 34          | 资产减值准备            | (0)          | 17           | 4            | 2            |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>1532</b> | <b>2006</b> | <b>2676</b> | <b>2822</b> | 折旧摊销              | 11           | 33           | 67           | 80           |
|                  |             |             |             |             | 公允价值变动损失          | 1            | 0            | 1            | 1            |
|                  |             |             |             |             | 财务费用              | 20           | 79           | 123          | 144          |
|                  |             |             |             |             | 营运资本变动            | (141)        | (11)         | (233)        | (122)        |
|                  |             |             |             |             | 其它                | (6)          | (28)         | (12)         | (9)          |
|                  |             |             |             |             | <b>经营活动现金流</b>    | <b>(361)</b> | <b>(453)</b> | <b>(518)</b> | <b>(349)</b> |
|                  |             |             |             |             | 资本开支              | (528)        | (640)        | (200)        | (100)        |
|                  |             |             |             |             | 其它投资现金流           | 0            | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(528)</b> | <b>(649)</b> | <b>(200)</b> | <b>(100)</b> |
|                  |             |             |             |             | 权益性融资             | 0            | 84           | 300          | 300          |
|                  |             |             |             |             | 负债净变化             | 417          | 150          | 250          | 250          |
|                  |             |             |             |             | 支付股利、利息           | (23)         | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |             |             |             | 其它融资现金流           | (220)        | 771          | 218          | (101)        |
|                  |             |             |             |             | <b>融资活动现金流</b>    | <b>567</b>   | <b>1005</b>  | <b>768</b>   | <b>449</b>   |
|                  |             |             |             |             | <b>现金净变动</b>      | <b>(321)</b> | <b>(97)</b>  | <b>50</b>    | <b>0</b>     |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期初余额         | 468          | 147          | 50           | 100          |
|                  |             |             |             |             | 货币资金的期末余额         | 147          | 50           | 100          | 100          |
|                  |             |             |             |             | 企业自由现金流           | (859)        | (1014)       | (594)        | (305)        |
|                  |             |             |             |             | 权益自由现金流           | (662)        | (172)        | (250)        | (300)        |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上           |
|            | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间       |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|            | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上           |
| 行业<br>投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上         |
|            | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|            | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上         |

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032