

长城汽车(601633.SH)

老树开新花，科技来赋能

——长城汽车深度报告

✍️：刘文婷 执业证书编号：S12305200500003
☎️：021-80108525
✉️：liuwenting@stocke.com.cn

报告导读

长城汽车 WEY 品牌全新旗舰 SUV，咖啡智能首款产品——摩卡即将上市，在外观、内饰、动力系统、科技配置等各方面令人惊艳的水准；新一代的三大平台中“柠檬”、“坦克”和“咖啡智能”，前两大平台均已上市，第三代哈弗 H6、哈弗大狗、坦克 300 等均销量靓丽。我们认为长城汽车新平台+新车型+新出行将逐渐发力，提升公司市占率及盈利能力。

投资要点

□ 超预期因素一：新平台+新周期共振，量利双升可期

(1) **平台迎大年**：长城汽车在研发方面一贯坚持“过度投入”理念，2020年7月推出三大技术品牌“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”，拉开公司新征程序幕，据我们测算，2022年柠檬/坦克平台渗透率将达到76.1%，平台加速迭代及降本成效有望开始逐渐展现；(2) **新车强周期**：公司主力车型如第三代哈弗 H6、哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉好猫以及哈弗初恋等车型有望在2021年持续发力，2021年哈弗 H5、H9、M6、H6 Coupe 等迎来换代，持续增强新车周期；(3) **坚定走出去**：“12+5”全球化生产布局，国内“黄金三角”正式形成，海外布局三大整车+五大KD工厂，海内外双向拓展。

□ 超预期因素二：皮卡寡头格局，高端乘用车打开想象空间

(1) 我国皮卡仍以商用为主，限行、贴标为乘用车主要制约因素，伴随各地皮卡限行政策逐步解禁，限制有望陆续解除。对标日本皮卡渗透率，国内皮卡销量拥有翻倍增长空间；(2) 受国 VI 排放升级影响，皮卡市场份额进一步向头部企业靠拢，公司作为 20 余年来皮卡霸主，有望受益于皮卡格局集中；(3) “炮”颠覆传统皮卡，在国内打响皮卡高端化第一枪，在国外澳洲、智利、约旦等地上国际舞台，打开国内外市占率提升空间。

□ 股价催化因素

(1) 新车型销量靓丽、新平台降本增效显现，提升公司市占率及盈利水平；(2) 转型电动智能出行公司，展现在电动化与智能化方面强劲的竞争实力；(3) 俄罗斯及泰国工厂布局显现，海外销量有望迎高速增长。

□ 盈利预测及投资建议

我们预计，2020-2022 年，长城汽车营业收入分别为 1035、1443、1637 亿元，归母净利润为 54.7、101.2、122.2 亿元，对应 EPS 为 0.60、1.10 和 1.33 元/股，对应当前 A 股 PE 为 53、28、24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

(1) 销量不及预期；(2) 新平台降本不及预期；(3) 智能驾驶进度不及预期。

评级

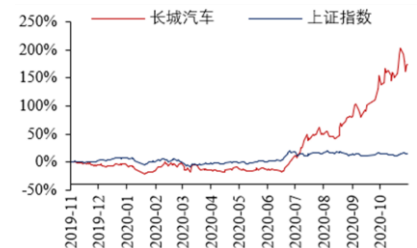
买入

上次评级 首次覆盖
当前价格 ¥31.83

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
3Q/2020	0.16
2Q/2020	0.20
1Q/2020	-0.07
4Q/2020	0.17



公司简介

长城汽车为国内皮卡及 SUV 龙头，主营业务包括汽车整车与主要汽车零部件的研发、生产与销售，下设长城皮卡、哈弗、WEY、欧拉新能源四大整车品牌。

相关报告

报告撰写人：刘文婷

联系人：刘文婷

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	95108	103468	144325	163656
(+/-)	-2.75%	8.79%	39.49%	13.39%
净利润	4497	5468	10117	12218
(+/-)	-13.64%	21.60%	85.02%	20.76%
每股收益(元)	0.49	0.60	1.10	1.33
P/E	64.0	52.6	28.5	23.6
ROE	8.4%	9.6%	15.6%	16.0%
PB	5.3	4.8	4.1	3.5

正文目录

1. 三十而立，复盘 SUV 龙头之道	6
1.1. 夯实发展，四个时期步步为营	6
1.2. 拐点已至，新车周期引领崛起	9
1.3. 居安思危，重塑公司管理机制	10
2. 科技赋能，三平台重磅加持	12
2.1. 科技天团赋能，公司华丽变身	12
2.2. 三大技术品牌，拉开成长序幕	12
2.2.1. 柠檬：聚焦城市出行的智能模块平台	13
2.2.2. 坦克：全球智能专业越野平台	14
2.2.3. 咖啡智能：可迭代升级的智能化平台	15
2.3. 掌握核心技术，部件独立运营	17
3. 新车蓄力，海外扩张再出发	20
3.1. 柠檬坦克加速推广，新车周期正式开启	20
3.2. 产能营销双重规划，全球业务加速开拓	23
4. 皮卡之王，探寻乘用高端化	26
4.1. 政策逐步松绑，皮卡销量展潜力	26
4.2. 乘用有待开拓，高端存广阔空间	28
4.3. “炮”一骑绝尘，市场份额再集中	29
5. 盈利预测及投资建议	31
5.1. 盈利预测	31
5.2. 投资建议	33
6. 风险提示	35

图表目录

图 1: 长城汽车产品矩阵	6
图 2: 长城汽车发展历程	7
图 3: 2011-2020E 长城汽车营收	7
图 4: 2005-2020 国内 SUV 销量及占比	8
图 5: 2011-2020H1 长城汽车 SUV 销量及市占率	8
图 6: 2011-2020 长城汽车销量	8
图 7: 2011-2020 长城汽车销量构成	8
图 8: 2012-2016 年长城畅销车型	9
图 9: 2017-2020Q3 长城畅销车型	9
图 10: 2012-2016 年单车收入/毛利/净利	9
图 11: 2017-2020Q3 单车收入/毛利/净利	9

图 12: 2020.1-2021.1 月国内汽车销量	10
图 13: 2020.1-2021.1 月长城汽车销量	10
图 14: 长城核心股权结构图	10
图 15: 长城三大技术品牌之“柠檬平台”	13
图 16: 长城三大技术品牌之“坦克平台”	14
图 17: 柠檬/坦克平台未来投放/换代车型	15
图 18: 2020-2022 年柠檬/坦克平台渗透率预测	15
图 19: 长城三大技术品牌之“咖啡智能”	16
图 20: WEY 摩卡动力系统方案	17
图 21: 领先的“三智融合”理念	17
图 22: 2015-2019 年长城研发投入	17
图 23: 长城汽车全球研发布局	17
图 24: 长城汽车零部件板块布局	18
图 25: 2016-2020H1 四大零部件公司营收	19
图 26: 2016-2020H1 长城零配件业务收入及毛利率	19
图 27: 第三代哈弗 H6 外观	21
图 28: 第三代哈弗 H6 内饰	21
图 29: 哈弗大狗外观	22
图 30: 哈弗大狗内饰	22
图 31: 坦克 300 外观	22
图 32: 坦克 300 内饰	22
图 33: 长城汽车全球整车工厂布局	24
图 34: 长城汽车全球营销网络布局	24
图 35: 2015-2020H1 长城汽车海外营收	25
图 36: 2015-2020H1 长城汽车海外销量	25
图 37: 2019 年长城汽车海外营收分布	25
图 38: 2020H1 海外营收增速 (分国家)	25
图 39: 皮卡解禁区域 (橘色为放宽, 红色为解禁)	27
图 40: 2019 年解禁省份皮卡销量增速	27
图 41: 2017-2020 国内分车型销量 (万辆)	27
图 42: 2017-2020 国内分车型销量同比 (%)	27
图 43: 2017-2021 年 1 月皮卡月度销量 (万辆)	28
图 44: 2019 年国内皮卡分用途销量占比	28
图 45: 三大因素制约皮卡发展	28
图 46: 美国皮卡发展历程	29
图 47: 2004-2018 年主要国家皮卡渗透率对比	29
图 48: 2016-2019 年皮卡分价格区间销量占比 (%)	29
图 49: 2025 年皮卡销量预测 (万辆)	29
图 50: 2020 年皮卡销量 TOP10	30
图 51: 行业 CR3、CR5、CR10 变化	30
图 52: 2015-2020 长城皮卡市占率变化	30
图 53: 2020.1-2021.1 月长城炮销量 (万辆)	30
图 54: 长城炮外观	31
图 55: 长城炮内饰	31

图 56: 长城炮车型版本	31
图 57: 可比公司营收规模 (亿元)	33
图 58: 可比公司净利润增长率 (%)	33
图 59: 可比公司毛利率 (%)	33
图 60: 可比公司期间费用率 (%)	33
图 61: 可比公司自主品牌销量 (万辆)	34
图 62: 可比公司自主品牌销量增速 (%)	34
表 1: 公司 2020-2022 年股权激励计划	11
表 2: “咖啡智驾三剑客”	12
表 3: 不同悬架模式对比	15
表 4: 2020 年下半年长城汽车上市新车	20
表 5: 第三代哈弗 H6 同第二代及主要竞品车型对比 (低配)	21
表 6: 坦克 300 同主流硬派越野车型对比	23
表 7: 长城汽车全球产能规划	24
表 8: 皮卡解禁政策梳理	26
表 9: 各业务盈利预测	32
表 10: 可比公司估值比较	34
表 11: 可比公司估值比较 (除比亚迪)	34
表附录: 三大报表预测值	36

1. 三十而立，复盘 SUV 龙头之道

三十而立，国内 SUV 及皮卡龙头。长城汽车前身为成立于 1984 年的乡镇集体企业长城工业公司，1991 年、1995 年两次约定承包给魏建军先生经营，1998 年改制为长城有限公司，2001 年整体变更为股份公司。历经三十余年发展，长城汽车已成长为国内 SUV 及皮卡龙头，主营业务包括汽车整车与主要汽车零部件的研发、生产与销售，整车销售占公司营收比重常年维持在 90% 以上（2019 年汽车业务营收占比 89.65% 主要系工厂交货模式的运输费用从整车收入中剥离所致），下设长城皮卡、哈弗、WEY、欧拉新能源四大整车品牌。

图 1：长城汽车产品矩阵

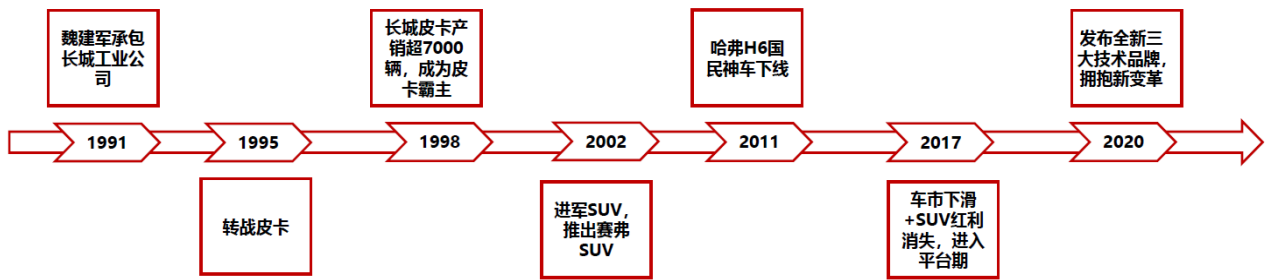


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.1. 夯实发展，四个时期步步为营

长城汽车的历史发展可以分为四个时期：（1）**立足期（1991-2010 年）**。1991 年魏建军先生承包长城工业后，进军轿车市场经历了一些波折，转型生产皮卡获得成功，此后一直为皮卡霸主；（2）**崛起期（2011-2016 年）**。瞄准 SUV 市场，借助畅销车型哈弗 H6 体量迅速成长，成为国内 SUV 龙头；（3）**蓄力期（2017-2019 年）**。随着 SUV 红利的消失及国内车市增速放缓，长城主力车型销量增长乏力，公司盈利能力下滑，蓄力期公司主要通过聚焦细分车型应对，年销量保持在 105 万辆左右；（4）**再出发（2020 年）**。2020 年 7 月长城汽车发布三大技术品牌谋求破局之道，推进组织变革战略转型为智能出行公司，正式进入发展新阶段。

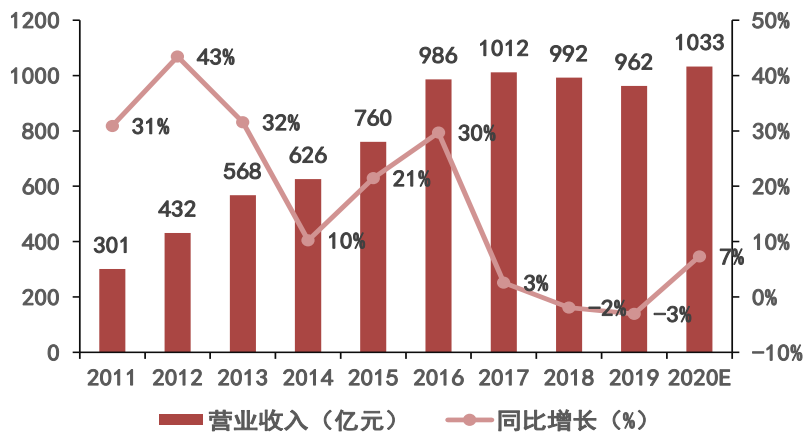
图 2：长城汽车发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

立足期 (1991-2010 年): 长城因皮卡而立足, 1996 年 3 月第一辆长城皮卡迪尔 (Deer) 下线, 迪尔锁定于小企业主和个体户, 定价在六七万元, 低于当时皮卡十万元的主流价位, 迅速在市场站稳脚跟, 仅用时两年便成为国内皮卡销量冠军。2006 年长城又推出风骏系列皮卡, 进一步稳固皮卡霸主地位, 1998-2019 年连续 22 年销量夺冠。2001 年 SUV 概念在国内逐步兴起, 次年长城推出旗下首款 SUV 赛弗, 虽市场认可度较高但受限于当时 SUV 市场体量销量比较有限。

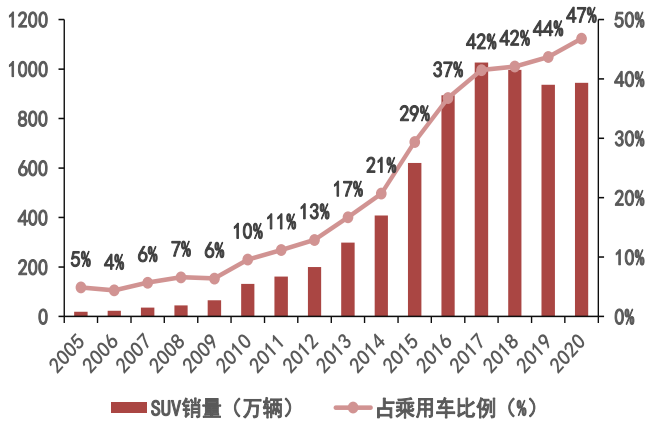
图 3：2011-2020E 长城汽车营收



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

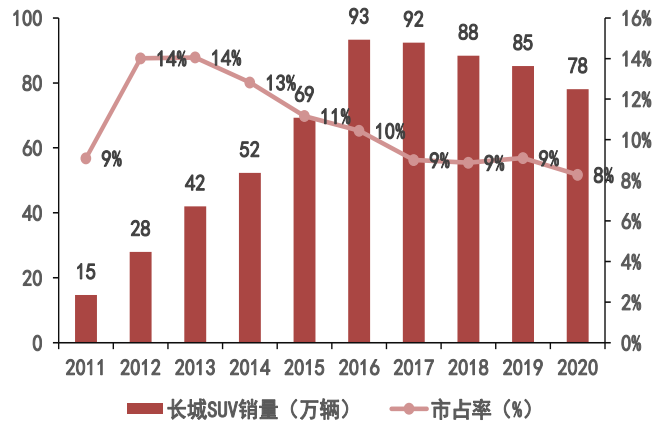
崛起期 (2011-2016 年): 2010 年 SUV 开始风靡市场, 2010-2019 年间, 国内 SUV 销量持续攀升, 市占率从 9.6% 增长至 43.7%。长城汽车精准把握 SUV 崛起红利, 2011 年 8 月国民神车哈弗 H6 正式上市, 凭借超高性价比, 多次蝉联 SUV 月度销量冠军。借力哈弗 H6 长城汽车 2011-2016 年 SUV 销量由 14.7 万辆增长至 93.3 万辆, 其中 2012-2016 年国内市场占有率始终维持 10% 以上。在此期间, SUV 占公司销量比重快速增长, 由 2011 年的 31.8% 增长至 2016 年的 87.2%。

图 4：2005-2020 国内 SUV 销量及占比



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

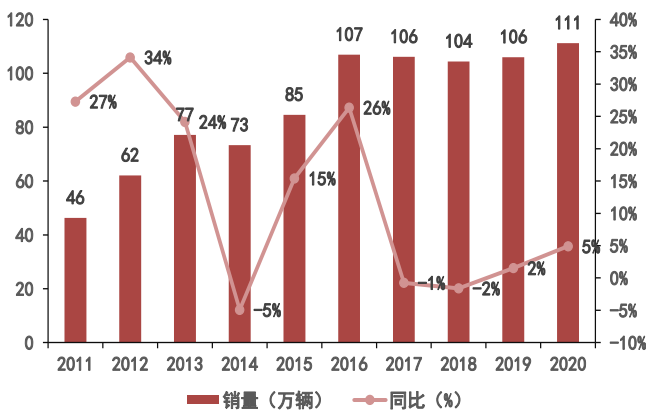
图 5：2011-2020H1 长城汽车 SUV 销量及市占率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

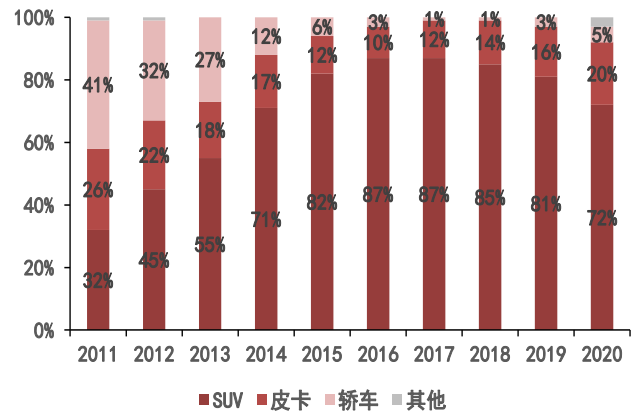
平台期 (2017-2019 年): 随着 SUV 红利消失+车市下行, 2017-2019 年公司销量增长乏力, 为提振销量, 长城汽车积极调整战略, 更加聚焦细分市场并推出高端 SUV 及新能源汽车品牌以拓宽产品矩阵: (1) 经典车型再度聚焦。以 H 系列为中枢, 推出 F 和 M 系列, 分别聚焦都市年轻群体和城市入门级消费群体; (2) 发布全新 WEY 品牌, 向高端品牌小试牛刀。WEY 品牌首款车型 VV7 于 2017 年 4 月上市, 截至 2019 年底, WEY 品牌累计销量突破 30 万辆, 成为首个达成此目标的自主豪华 SUV 品牌; (3) 2018 年长城发布纯电动欧拉品牌, 布局新能源市场, 同年 9 月首款车型欧拉 iQ 正式上市。

图 6：2011-2020 长城汽车销量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2011-2020 长城汽车销量构成



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

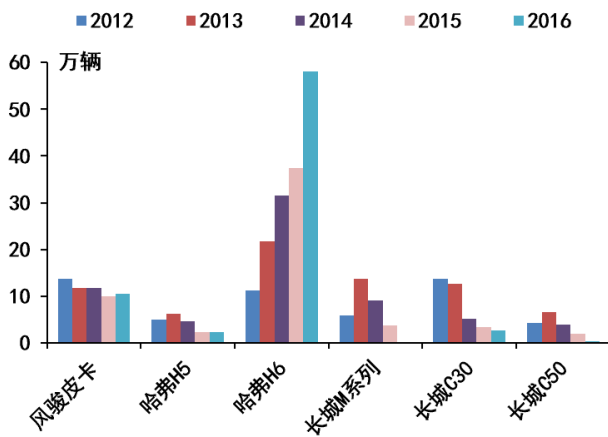
注：其他包括 MPV、专用车等

再出发 (2020 年): 2020 年是长城汽车战略转型之年, 公司于 7 月发布三大技术品牌“长城柠檬”、“坦克 WEY”以及“咖啡智能”, 分别定位城市出行、专业越野以及整车智能, 其中柠檬平台首款车型第三代哈弗 H6 于 8 月 30 日焕新上市, 坦克平台首款车型 WEY 坦克 300 于 12 月 16 日上市, “咖啡智能”首款车型 WEY 摩卡预计在 2021 年 3 月上市。同时, 公司在管理架构上加速组织变革, 构建以用户为中心, 以商品战略为龙头, 以四大品牌为作战群, 以单车型为作战单元, 以研发、产品数字化、配套采购、生产生技及营销为资源平台拉通业务运作, 以财务、人力、品质、流程、企业数字化等职能平台为支撑的组织运作体系。

1.2. 拐点已至，新车周期引领崛起

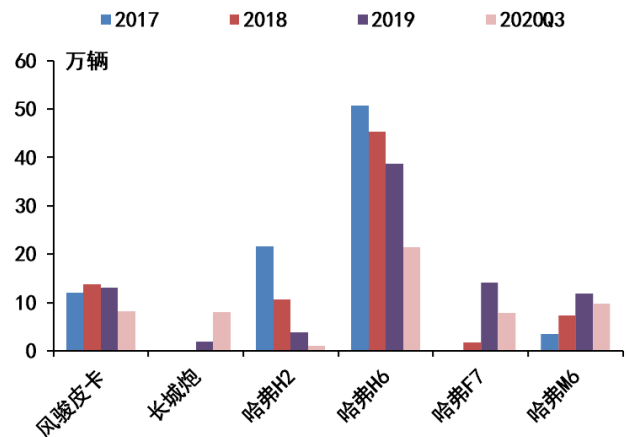
对比崛起期，平台期公司经历低迷并迅速调整：**(1) 主力车型切换**。除风骏系列皮卡、哈弗 H6 销量贡献持续强劲以外，早期畅销车型哈弗 H5、长城 C30 (轿车)、长城 C50 (轿车) 逐步淡出，并代之以新品类 SUV 哈弗 F7 和 M6，公司整体更加依赖于 SUV 市场；**(2) 盈利能力调整**。尽管平台期公司在品类拓展、公司治理方面卓有成效，销量维持在 100 余万台，但受困于车市整体下滑、SUV 市场竞争愈发激烈、核心车型进入周期末尾，单车收入在 2018Q3-2019Q2 出现一定程度下滑，2019 年单车毛利、净利分别为 1.45、0.43 万元，较 2016 年分别降低 35.1% 和 56.5%，单车盈利水平持续走低。

图 8：2012-2016 年长城畅销车型



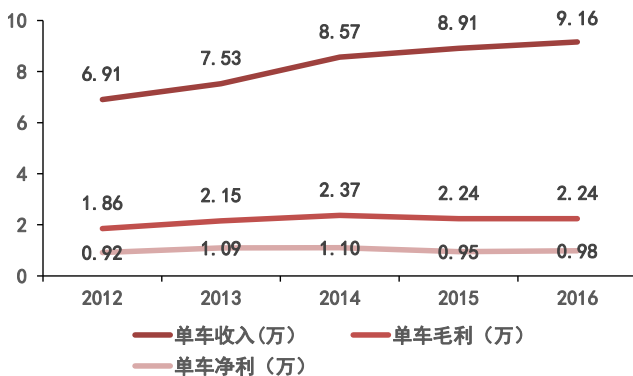
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：2017-2020Q3 长城畅销车型



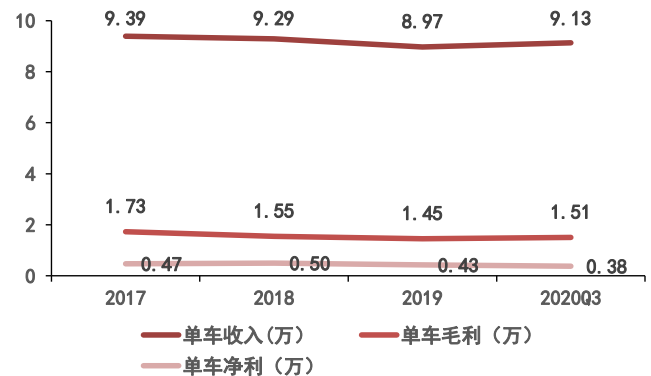
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 10：2012-2016 年单车收入/毛利/净利



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

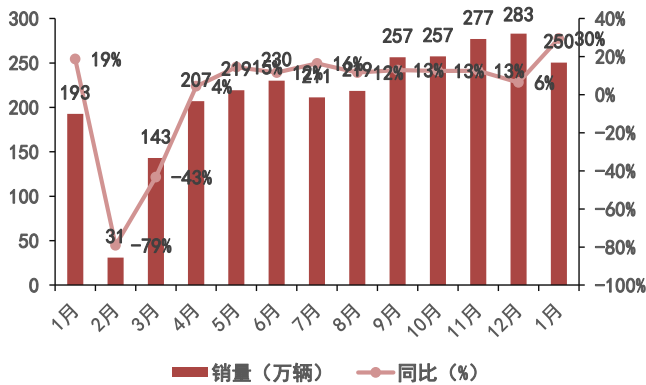
图 11：2017-2020Q3 单车收入/毛利/净利



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

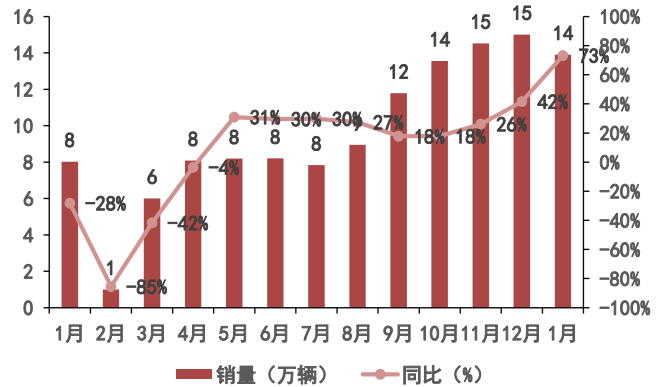
疫情缓和，国内汽车市场持续复苏。近两年来，国内汽车市场整体低迷，继 2018 年出现 28 年以来首次负增长之后，2019 年同比再次下降。2020Q1 受新冠疫情及国内经济下行冲击，跌幅高达 42.4%，2020Q2-Q4 受被抑制需求释放及各地汽车消费刺激政策拉动，行业整体复苏趋势向好。据中汽协数据，12 月国内汽车销量 283.1 万辆，同比增长 6.4%，连续 9 月正增长。2020 全年国内汽车销量实现 2531.1 万辆，同比下滑 1.9%，相比 2019 年降幅收窄 6.3%，市场规模蝉联全球第一。

图 12: 2020.1-2021.1 月国内汽车销量



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

图 13: 2020.1-2021.1 月长城汽车销量



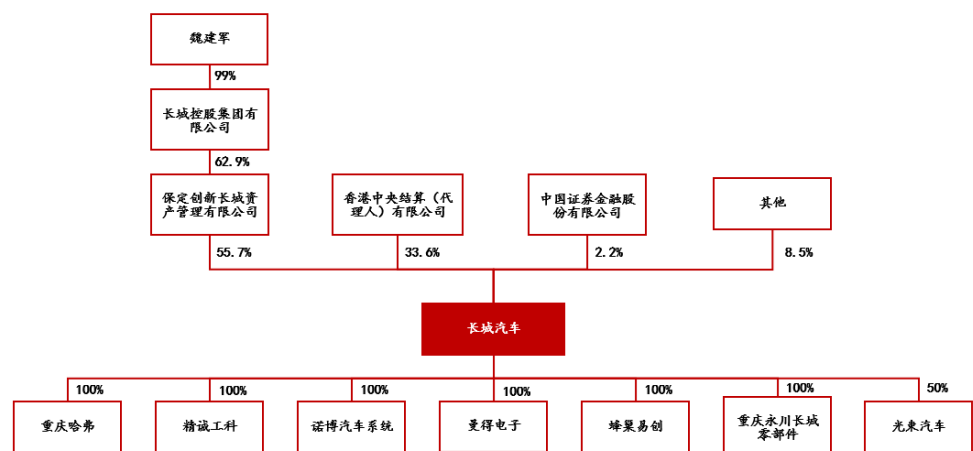
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

盈利拐点已至, 三大技术品牌开启新阶段。 受益核心车型发力及乘用车市场复苏, 2020Q2 开始长城汽车迅速从疫情影响中恢复, 除 4 月同比略降 3.6% 以外, 5-12 连续 8 月同比增长 17% 以上, 增速超行业平均, 12 月销量更是达到 15 万辆, 连续三月创 2016 年 12 月以来新高。单车盈利水平稳步提升, 2020Q2、Q3 单车毛利分别达到 1.69、1.74 万元, 同比+43.2%、+2.5%; 单车净利分别为 0.73、0.50 万元, 同比+103.0%、-16.9%, Q3 净利降低主要系四费增加导致。伴随“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌推广以及单车盈利更高的皮卡车型销量增长, 公司盈利能力迎来拐点。

1.3. 居安思危, 重塑公司管理机制

A+H 两地上市, 魏建军先生为实际控制人。 2003 年 12 月, 公司在香港联交所主板上市, 股票简称“长城汽车”, 代码“2333”, 成为首家在香港上市的民营汽车企业; 2011 年 9 月, 公司再次在上海证券交易所上市, 股票简称“长城汽车”, 代码“601633”。截至 2020 年 9 月, 公司总股本 91.76 亿股, 其中 A 股、H 股股本分别为 60.76 亿股和 31.00 亿股, 分别占比 66.22% 和 33.78%。长城汽车主要持股方包括创新长城资产管理有限公司、香港中央结算有限公司、中国证券金融股份有限公司, 三方各自持股比例分别为 55.7%、33.6% 和 2.2%, 实控人为公司董事长魏建军先生。

图 14: 长城核心股权结构图



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

居安思危, 深刻自我变革。 7 月, 魏建军于长城汽车公众号发布公开信《长城汽车如何挺过明年》及相关微电影, 内容是对长城汽车及未来走向的思考, 文中提出: “百年外

资品牌之所以屹立世界汽车舞台中央百年而不倒，靠的是在全球经济风云变幻中表现出来的‘以不变应万变’的战略定力，是在科技创新日新月异之下表现出来的‘以万变应不变’的前瞻视野”。魏建军对于汽车行业及长城汽车始终保持清醒的认识，决定对长城汽车进行深刻的自我变革。

(1) 深化机制变革，激发员工活力。2020年长城汽车从组织治理、绩效管理、岗职薪酬、长短期激励、用人育人等方面持续变革，提高机制的质量与竞争力。2020年4月，公司发布2020-2022年股权激励计划，对归母净利润与销量目标做了限定，规定2020-2022年长城汽车的总销量分别达到102、121、135万辆，归母净利润分别达到40.5、50、55亿元。

表 1：公司 2020-2022 年股权激励计划

	限制性股票激励计划	股票期权激励计划
拟授予激励对象数量 (万)	6,742.08	10,975.74
首次授予数量	5,393.66	8,780.59
占总股本比例	1.94%	1.20%
授予/行权价格	4.37 元	8.73 元
解禁时间	首次授予的限制性股票自授予之日起满 12 个月后分三期解除限售，预留分两期解除限售	首次授予的股票期权自授予之日起满 12 个月后分三期行权，预留分两期行权
解禁比例	首次 50%、30%、20%，预留 50%/50%	首次 1/3、1/3、1/3，预留 50%/50%
授权激励对象		
总计 1958 人，包括公司公告本激励计划时在公司任职的高级管理人员、核心技术人员或核心业务人员及部分子公司董事、高级管理人员。		
股权业绩考核目标		
2020	2021	2022
各绩效指标权重：销售量 40%，净利润 60%		
各绩效指标权重： \sum (绩效指标实际达成值/目标绩效指标值) × 绩效指标权重		
销量不低于 102 万辆	销量不低于 121 万辆	销量不低于 135 万辆
净利润不低于 40.5 亿元	净利润不低于 50 亿元	净利润不低于 55 亿元
组合绩效系数 ≥ 1	组合绩效系数 ≥ 1	组合绩效系数 ≥ 1

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

(2) 打通作战单元，重塑管理效率。长城汽车通过成立企业数字化中心和产品数字化中心，进而实现：1) 品牌、商企、研发的打通。在商品企划阶段即关注竞争、关注市场、关注客户，营销、品牌公司共同参与，为商品企划提供信息输入，打通和串联商品企划到产品开发的途径；2) 作战单元的打通。通过流程及数字化变革推进，强化品牌公司管理，品牌公司各作战单元要能够触达用户，提高作战单元将来的地位及权力，并加以考核机制。

2. 科技赋能，三平台重磅加持

2.1. 科技天团赋能，公司华丽变身

科技天团再添悍将，智能驾驶加速推进。2021年初，由公司智能驾驶负责人张凯、公司智能驾驶总监甄龙豹、毫末智行 CEO 顾维灏组成的“咖啡智驾三剑客”，正式加入“科技长城专家天团”。继去年8月，“科技长城专家天团”16位顶尖专家亮相后，公司在智能驾驶领域再添实力悍将，专家天团已达19人。“咖啡智驾三剑客”的加入，不但加速公司在智能驾驶领域的发展，也为公司向全球化科技出行公司转型提供新动能。

表 2：“咖啡智驾三剑客”

姓名	目前职位	过往经历
张凯	长城汽车智能驾驶负责人	主持长城汽车各类智能驾驶相关技术与架构的基础搭建。曾获得中国汽车工业科技进步奖一等奖2次，40余项发明专利，并多次参与科技部、工信部国家重点项目工作。
甄龙豹	长城汽车智能驾驶总监	牵头攻克咖啡智驾研发进程中的多项技术关卡。作为公司智能驾驶总监，在智能驾驶核心技术上，具有丰富的开发经验和创造思维。
顾维灏	毫末智行 CEO	原百度智能汽车总经理。北京交通大学计算机应用技术专业，将为公司注入融合传统制造和互联网的双重基因，推动智能驾驶产业化应用。

资料来源：公司微信公众号，浙商证券研究所

“331 战略”发布，智能驾驶剑指行业第一。目前公司负责智能驾驶工作的总人数已接近400人，既包括汽车制造业的科研精英，又有来自互联网行业的相关人才，充分实现资源优势整合，实现1+1>2的效果。去年12月，公司正式发布咖啡智驾“331战略”，将在今年实现全车冗余L3级自动驾驶，并力争利用三年时间实现用户规模行业第一、用户体验评价最好、场景功能覆盖最多三个领先，在2023年实现中国场景覆盖最多的L4级自动驾驶，成为智能时代自动驾驶的领导者。

2.2. 三大技术品牌，拉开成长序幕

三大技术品牌亮相，加速转型全球化科技出行公司。7月20日，长城汽车于保定哈弗技术中心召开“科技长城 创变未来”长城汽车技术品牌发布会，正式发布“长城柠檬”、“坦克 WEY”、“咖啡智能”三大技术品牌，按下企业技术变革启动键，加速转型全球化科技出行公司。其中“长城柠檬”和“坦克 WEY”为长城历时五年，研发投入超200亿打造的智能化、模块化车型平台，分别侧重城市出行和专业越野；“咖啡智能”为长城汽车整车智能化品牌，通过将智能驾驶和智能座舱合二为一，塑造未来出行智能中枢。

2.2.1. 柠檬：聚焦城市出行的智能模块平台

图 15：长城三大技术品牌之“柠檬平台”



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(1) **车型覆盖广**。柠檬平台着眼于未来十年，采用横置承载式平台，通过 438 个基础模块和 113 个标准模块，实现从低级别到高级别零部件大量通用，降低开发成本。覆盖 A0 级至 D 级各类车型（轴距范围 2650-3005mm，车长范围 4200-5100mm，车宽范围 1830-1975mm），包括轿车、SUV 和 MPV，并使车身俯仰角减小 50%，转向干扰力臂减小 16%，转向精准度提升 16%，车身侧向刚度增大 15%，整车质心降低 30mm，全面提升车辆协调性、操控性和舒适性。

(2) **适配多种动力方案**。柠檬平台原生适配高效燃油动力 (ICE)、多种混合动力 (混联 DHT、P2、P2+P4)、纯电动 (BEV) 和氢燃料电池 (FCEV) 四种动力方案。其中匹配第一代 FCEV 的产品将于 2021 年推出，可实现超过 900 公里续航，匹配第二代氢燃料电池动力系统后，柠檬平台车型可实现 1100 公里的续驶里程和百公里 4.56 秒的加速性能。

(3) **高效动力总成**。柠檬平台发动机族群涵盖 1.5L、2.0L 两种排量，包括四款常规高效发动机、三款混动专用发动机，可根据不同产品需求提供不同动力版本，按照规划，2022 年常规发动机热效率将达到 41%、混动发动机热效率达到 42%，2025 年高效发动机

热效率达到 51.5%，达到国 6b、欧 6d、SULEV 20 排放标准，同时具备升级潜力。与之匹配的变速箱有两款，分别为 9 速湿式双离合与 7 速湿式双离合，其中前者是全球首款横置 9DCT 变速箱，拥有 400Nm 的扭矩容量以及高达 96.2% 的传动效率；新的 7DCT 变速箱则拥有 450Nm/300Nm 两种扭矩容量，传动效率 96%。

2.2.2. 坦克：全球智能专业越野平台

图 16：长城三大技术品牌之“坦克平台”



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

(1) **定位高端越野，动力强劲。** 坦克平台主攻专业越野，采用专业纵置非承载式平台，涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式，常规高效发动机主要有 2.0L、3.0L 两种方案可选，其中 3.0T 发动机功率、扭矩分别达到 260 kW 和 500 Nm，并实现 38% 的发动机热效率。坦克平台还将率先应用长城自研的中国首款纵置 9AT 变速器，扭矩密度和齿比跨度同级领先，重量更轻，动力性能更好，效率更高。若采用 3.0 GDIT 发动机与 9AT P2 的动力总成，系统总功率/总扭矩将分别达到 380kW 和 750Nm，为坦克平台极致越野性能提供强劲动力保障。

(2) **多悬架种类，提供更多选择。** 坦克纵置平台给予消费者丰富多样的选择，其中前悬形式较固定，为双叉臂式独立悬架；而后悬则是提供了三种不同的方案，分别是双叉臂式独立悬架、五连杆式整体桥悬架以及钢板弹簧式整体桥悬架。此外，车辆所使用的避震器还将分为 CDC 电磁悬架和空气悬架两种不同系统，且整体升降范围达到 120mm，最大涉水深度达到 965mm。

表 3：不同悬架模式对比

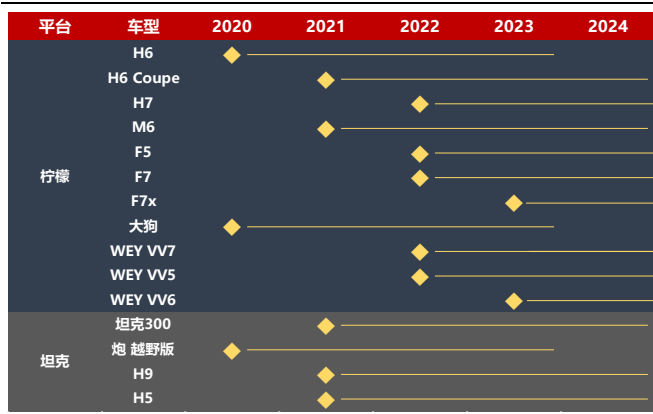
悬架形式	优点	代表车型
双叉臂独立式悬架	在保证越野性能的前提下，提供一定的舒适度与操控性	路虎发现 4
五连杆式整体桥悬架	硬派越野 SUV 的标配，具有较强的柔韧性与抗扭性	JEEP 牧马入
钢板单簧式整体桥悬架	承载能力较强，多用于皮卡车型	GMC-SIERRA

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

(3) 专属越野配置，提升驾驶体验。 坦克平台在越野配置上十分全面：1) 搭载前、中、后三把差速锁，并且可以自主对其进行切换，便于应对复杂多变的道路场景；2) 坦克掉头；3) 全新电子技术，如搭配专门用来测量水面高度的后视镜雷达、高级别辅助驾驶以及智能车机系统等。

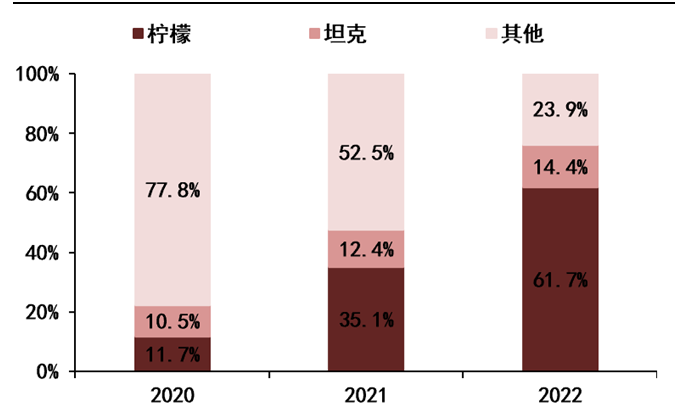
2022 年柠檬/坦克渗透率接近 8 成。 柠檬平台首批车型第三代哈弗 H6 和哈弗大狗已分别于 8 月底和 9 月下旬上市，纯电动车型欧拉好猫预计 11 月底上市，哈弗 H2 替代车型哈弗初恋年底上市；坦克平台首款车型 WEY 坦克 300 有望年底上市。2021-2022 年，坦克/柠檬平台将迎来推广应用大年，旗下主力车型陆续搭载。据我们测算，2022 年长城旗下 76.1% 的汽车将搭载柠檬/坦克平台，预计能够对公司盈利能力提升形成较强促进作用。

图 17：柠檬/坦克平台未来投放/换代车型



资料来源：Marklines，浙商证券研究所

图 18：2020-2022 年柠檬/坦克平台渗透率预测



资料来源：浙商证券研究所

2.2.3. 咖啡智能：可迭代升级的智能化平台

整车智能化品牌，未来搭载长城全品牌、全系列车型。 咖啡智能为长城汽车整车智能化品牌，涵盖智能座舱、智能驾驶和智能电子电气架构，是面向未来出行的全新智能系统，也是驱动长城汽车向全球化科技出行公司转型的数字引擎。2021 年 1 月，咖啡智能的首款车型—WEY “摩卡” 正式公布，未来还将陆续搭载在长城汽车全品牌、全系列车型上。

(1) 智能座舱方面： 长城汽车获得高通直接支持，同时联合腾讯、仙豆智能全面赋能咖啡智能品牌建设，目前公司旗下搭载腾讯车联 TAI2.0、TAI3.0 的多款车型已经推向市场，三方联合打造的 Fun-life 智能网联系统市场反响良好。2021 年起，公司多款量产车型预计还将采用第三代骁龙汽车数字座舱平台并集成由仙豆智能提供的应用软件，进一步丰富车内驾乘体验。

(2) **智能驾驶方面**: 基于咖啡智能系统的 L3 级别自动驾驶采用可拓展架构, 将在明年开始不断迭代, 未来将成长为 L4 甚至更高级别的自动驾驶。长城汽车早在 2016 年就展示了 L3 级别自动驾驶, 2019 年 WEY VV6 发布 L2 级别自动驾驶配置, 同时搭载自主研发的牧羊犬智能安全系统, 保障驾驶及信息安全, 公司规划 2021 年达到 L3+ 级别自动驾驶, 2022 年达到 L4 级别自动驾驶。

(3) **电子电气架构方面**: 咖啡智能将赋能长城汽车 3.5 及 4.0 代全新电子电气架构, 支持千兆以太网、5G、V2X、OTA 等。此外, 长城汽车率先实施整车功能安全和信息化安全分析流程, 成为首家获得中汽中心信息安全认证的车企。

图 19: 长城三大技术品牌之“咖啡智能”

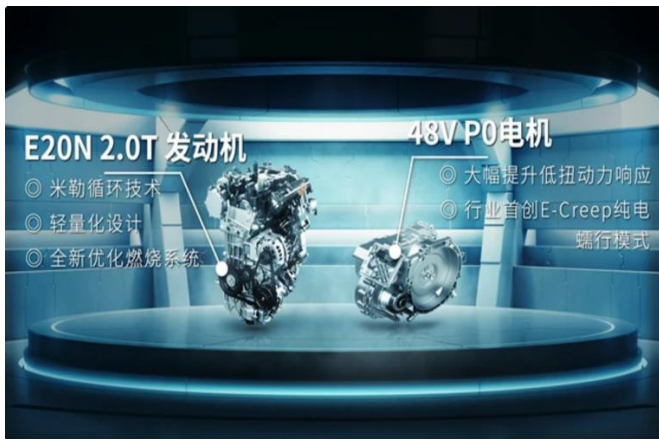


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

新设数字化中心, 统筹数字化业务进展。2020 年 4 月, 长城汽车新设一级部门“数字化中心”, 并由仙豆智能创始人李鹏出任数字化中心执行官, 推动公司数字化业务进展。连同仙豆智能、诺博科技, 长城汽车正逐渐完善智能汽车产业链布局, 但目前几大运营主体间业务范围、职责划分尚不清晰, 有待于进一步整合, 汇聚研发合力。

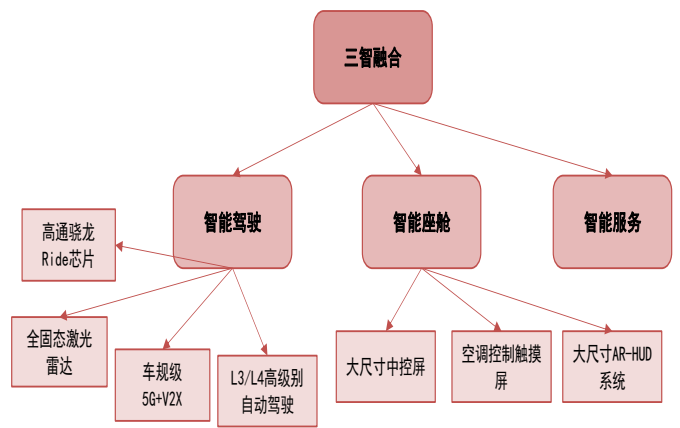
WEY 摩卡, “咖啡智驾” 未来已来。作为咖啡智能首款落地产品, WEY 摩卡将于今年 3-4 月正式上市, 我们认为考虑其在外观、内饰、动力系统、科技配置、智能驾驶等各方面令人惊艳的配置水准, 随着最终上市价格的确立, WEY 摩卡的销量充满了想象空间, 成为公司 2021 年最值得关注的车型之一。

图 20: WEY 摩卡动力系统方案



资料来源：摩卡发布会资料，浙商证券研究所

图 21: 领先的“三智融合”理念

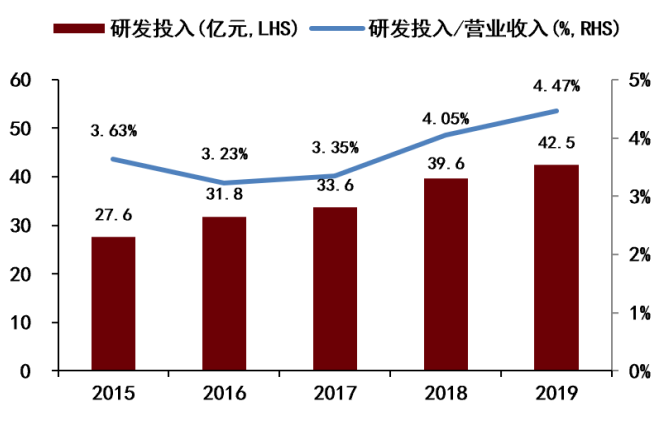


资料来源：摩卡发布会数据，浙商证券研究所

2.3. 掌握核心技术，部件独立运营

坚持过度投入，打造全球研发布局。长城汽车在研发方面一贯坚持“过度投入”理念，在车市下行压力下研发投入及研发投入比率依旧逐年攀升，2019 年研发投入突破 40 亿。此外，公司投资数十亿元建设哈弗技术中心、动力电池研发中心和氢能技术中心，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力，在德国、美国、日本、印度、奥地利、韩国等国建立了海外技术中心，未来长城汽车还将投入 300 亿元继续打造全球研发体系。2020 年 11 月 7 日，公司发布公告拟公开发行不超过 80 亿元可转债，用于新车型研发项目和汽车数字化研发项目。

图 22: 2015-2019 年长城研发投入



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

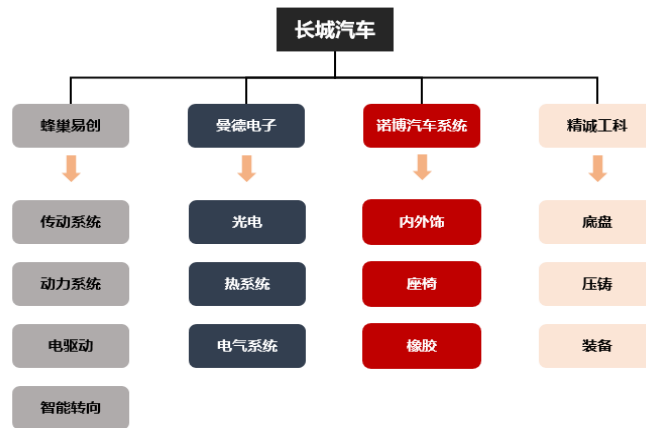
图 23: 长城汽车全球研发布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

剥离电池业务，独立四大零部件公司。为节约资本支出、集中资源发展核心主业，2018 年长城汽车将新组建的电池业务全资子公司蜂巢能源 100% 股权通过协议转让方式转让至保定市瑞茂企业管理咨询有限公司（隶属于长城控股集团有限公司）。同年长城汽车结合零部件业务，独立四大零部件公司：蜂巢易创科技有限公司、曼德电子电器有限公司、精诚工科汽车系统有限公司、诺博汽车系统有限公司，促使零部件业务独立开放，实现市场化运营，提升综合竞争力。

图 24：长城汽车零部件板块布局



资料来源：浙商证券研究所

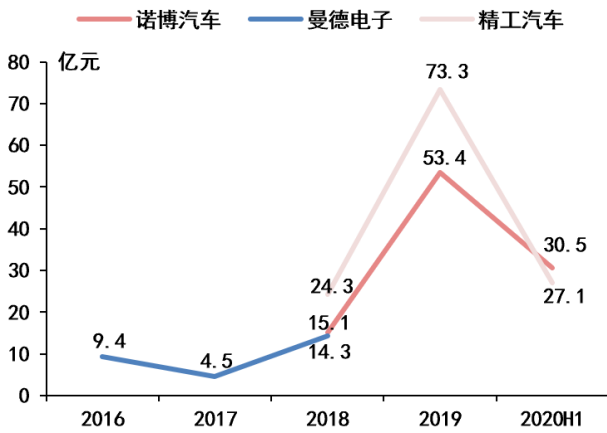
(1) **蜂巢易创**：2018年6月成立，长城汽车100%控股，注册资金24亿元。业务涵盖动力系统、传动系统、电驱动系统和智能转向系统四大板块，由四家子公司分别运营，具备发动机、变速箱、减速器、新能源汽车动力总成、EPS等产品的设计、生产、制造能力，是国内少数完全掌握发动机、变速箱核心技术和自主知识产权的汽车零部件企业。工厂布局保定、徐水、天津、扬中等地，年产能过百万。2020年11月，由蜂巢易创设计研发的自主首款9DCT变速箱及混合动力总成将正式下线。

(2) **诺博汽车**：创建于1994年，长城汽车100%控股，注册资金22.83亿元，2018年从长城汽车独立并开始市场化运营。主要生产汽车内饰、外饰、座椅、橡胶四大类产品，主要产品包括座椅总成、门板总成、保险杠、塑料翼子板、软硬质仪表板、密封条等，现拥有150万台套/年的整车配套能力。在《2019中国汽车零部件企业百强榜》中诺博汽车排名第19位。2020年7月，诺博汽车新成立子公司诺博汽车科技，专注于智能座舱业务，其主推的IN9.0座舱域控制器基于高通8155芯片打造，支持QNX和安卓双系统，可应用于仪表、中控娱乐、后座娱乐等最多6块显示屏，并集成多屏互动、360环视、DMS、语音识别等功能，接下来还将推出IN NEXT座舱域控制器。

(3) **曼德电子**：2003年3月成立，长城汽车100%控股，注册资金10亿元。业务涵盖光电、热系统及电气系统三大业务板块，主要产品包括汽车照明及其元器件、空调、冷却模块及电池热管理、汽车高低压线束等。目前在保定、徐水、天津、上海拥有7个生产基地以及4个研发中心。

(4) **精工汽车**：2018年6月成立，长城汽车100%控股，注册资金10亿元。主要从事金属零件、组件和模块化产品的设计、开发和制造，产品包括底盘悬架系统、制动系统、传动系统、排气系统、白车身系统等。依据工艺特性下分底盘、装备、压铸三大板块，涉及冷冲压、液压成型、焊接、电泳、机加工、铝合金铸造等多种工艺。现有18个制造工厂，区域分布在河北、天津、江苏、重庆、山东5个省市。

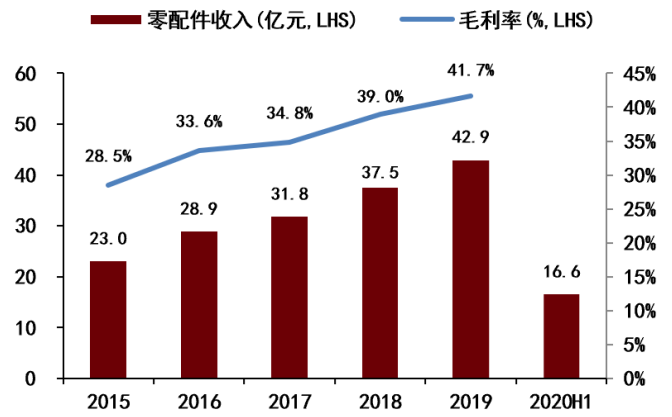
图 25: 2016-2020H1 四大零部件公司营收



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 空缺数据为年报中未披露

图 26: 2016-2020H1 长城零部件业务收入及毛利率



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

短期内供为主, 中长期有望独立运营。总体来看, 目前长城汽车零配件业务板块仍以内供为主。但伴随外部市场开拓以及四大零部件公司独立运营, 零配件业务收入快速增长, 2019 年达到 42.9 亿元, 2015-2019 年 CAGR 为 16.9%, 毛利率水平逐年提升, 2019 年达 41.7%。未来凭借长城汽车在燃油车及新能源汽车核心零部件方面的技术积累, 零配件业务有望成为新的增长点。

3. 新车蓄力，海外扩张再出发

3.1. 柠檬坦克加速推广，新车周期正式开启

2020年下半年长城汽车正式开启新车周期。目前欧拉白猫、第三代哈弗H6、哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉好猫以及哈弗初恋等新车已相继亮相，除欧拉白猫基于ME平台以外，其他车型均基于柠檬/坦克平台打造。从2020年12月市场表现来看，第三代哈弗H6月销破两万，达23183辆，占比H6总体销量的42%；哈弗大狗月销10184辆，上市4月累计销量2.9万；欧拉白猫月销719辆，上市6个月累计销售6651辆。12月三款新车合计销售34086辆，为公司销量增长贡献重要力量。

表 4：2020 年下半年长城汽车上市新车

车型	动力类型	上市时间	平台
欧拉白猫	燃油/SUV	2020.07.15	ME 平台
第三代哈弗 H6	燃油/SUV	2020.08.30	柠檬
哈弗大狗	燃油/SUV	2020.09.25	柠檬
欧拉好猫	新能源/轿车	2020.11.24	柠檬+咖啡智能
坦克 300	燃油/SUV	2020.12.16	坦克
哈弗初恋	燃油/SUV	2021.1.13	坦克
WEY 摩卡	混动/SUV	预计 2020.03	咖啡智能

资料来源：汽车之家，浙商证券研究所

第三代哈弗 H6 率先亮相，搭载新平台性能全面升级。第三代哈弗 H6 为柠檬平台首款车型，于7月24日开启预售，首日订单即破千，8月30日正式上市，12月销量再创新高，达23183辆，连续3月月销量破2万，上市4月总销量已达78,326辆。全新哈弗 H6 较第二代车型各方面均有所提升，与同级别竞品相比，第三代哈弗 H6 全系搭载7挡双离合变速箱，具备整车 FOTA 功能，可以实现中控屏、液晶屏以及 HUD 三屏互动。同时整车高强度钢应用比例达71.61%，热成型钢强度高达2000Mpa，全系标配6安全气囊，最大程度提升车辆安全性。辅助驾驶方面，以L2+自动驾驶为核心，融合全速段ACC自适应巡航、全场景自动泊车、全场景AEB以及全自动循迹倒车，智能化配置在同级别竞品中处于领先。

图 27: 第三代哈弗 H6 外观



资料来源: 易车, 浙商证券研究所

图 28: 第三代哈弗 H6 内饰



资料来源: 易车, 浙商证券研究所

表 5: 第三代哈弗 H6 同第二代及主要竞品车型对比 (低配)

	第三代哈弗 H6	第二代哈弗 H6	长安 CS75 PLUS	博越	荣威 RX5
					
厂商	长城	长城	长安	吉利	上汽
指导价(万)	11.59	9.80	10.69	7.88	8.38
上市时间	2020.08	2020.08	2020.09	2020.09	2020.06
长*宽*高(mm)	4653*1886*1730	4615*1860*1720	4670*1865*1700	4519*1831*1694	4571*1855*1719
轴距(mm)	2738	2680	2710	2670	2708
变速箱	7 挡双离合	6 挡手动	6 挡手动	6 挡手动	6 挡手动
发动机最大功率(Kw)	124	110	131	120	127
发动机最大扭矩(Nm)	285	210	265	250	275
液晶仪表尺寸	10.25	3.5	7	3.5	3.5
中控液晶屏尺寸	12.3	9	12.3	8	14.1
手机无线充电	•	-	-	-	-
前照灯	LED	卤素	卤素	卤素	LED
座椅材质	织物	仿皮	仿皮	仿皮	仿皮
OTA 升级	•	•	•	-	•
倒车影像	•	•	•	-	•
巡航系统	定速巡航	定速巡航	-	-	定速巡航

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

哈弗大狗, 城市与越野的全新定位。哈弗大狗同样出自柠檬平台, 长城官方将其产品定位描述为“3/4 刻度座驾”, 寓意城市 SUV 与硬派越野车之间的新物种。无论是在外观

还是内饰设计上，哈弗大狗均与目前以低风阻外观和轿车化内饰为主的大多数 SUV 有着极强的视觉区分度。越野性能方面，哈弗大狗拥有 24° 接近角、30° 离去角以及 200mm 离地间隙，略逊于长城旗下硬派越野 SUV 哈弗 H5，但两把差速锁、智能四驱系统、坦克转向和透明底盘的硬核越野配置甚至可比肩路虎发现等百万级豪华越野车。自 9 月 25 日正式上市以来，哈弗大狗 36 天即实现销量破万，差异化定位成效初显，由于同级别暂无类似产品推出，我们认为大狗有望成为长城旗下又一爆款车型。

图 29：哈弗大狗外观



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 30：哈弗大狗内饰



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

坦克 300，紧凑型高端硬派越野。坦克 300 为坦克平台首款车型，官方指导价在 17.58-21.38 万元之间。已于 2020 年 12 月上市，2021 年 1 月第一个完整销售月，销量就达到 6018 辆，首战告捷。越野配置方面，坦克 300 采用非承载式车身，拥有 33° 接近角、34° 离去角、224mm 离地间隙以及 900mm 最大涉水深度，同时配备主动悬架、三把差速锁、坦克转弯、蠕行模式以及 9 种驾驶模式，比肩经典越野。动力性能方面，坦克 300 提供 2.0T 和 3.0T 两款发动机可选，同时还将率先搭载长城自研的中国首款纵置 9AT 变速器，基本达到同级别最高水准。智能辅助驾驶方面，新车采用 12.3 英寸双联屏，同时搭载 360 度全景影像、ACC、AEB、LKA、ELK、LCK 等辅助驾驶功能，经典越野与智能属性的融合有望成为坦克 300 核心卖点。

图 31：坦克 300 外观



资料来源：易车，浙商证券研究所

图 32：坦克 300 内饰



资料来源：易车，浙商证券研究所

表 6: 坦克 300 同主流硬派越野车型对比

	坦克 300	普拉多	牧马人	BJ40
				
厂商	长城	一汽丰田	Jeep (进口)	北汽
车型级别	紧凑型 SUV	中大型 SUV	中型 SUV	紧凑型 SUV
指导价(万)	17.58-21.38	49.48-50.48	42.99-55.99	15.98-26.99
长*宽*高(mm)	4760*1930*1903	4840*1885*1890	4334*1894*1839	4350*1925*1865
	4760*1930*1927	5010*1885*1890	4882*1894*1841	4630*1925*1871
轴距(mm)	2750	2790	2459/3008	2465/2745
驱动形式	分时四驱	分时四驱	分时四驱	后驱/分时四驱
变速箱	8AT/纵置 9AT	6 挡手自一体	8 挡手自一体	5 挡手动/6 挡手自一体 /8 挡手自一体
发动机最大功率(Kw)	180/260	206	195.4	155/165/170
发动机最大扭矩(Nm)	385/500	365	400	330/345/380
最大涉水深度(mm)	900	700	750	800
最小离地间隙(mm)	224	215	242/251	220/254
接近角	33°	31°	38°	37° / 42°
离去角	34°	26°	31°	23° / 30°
通过角	-	-	25°	31° / 37°
车身结构	非承载式	非承载式	非承载式	非承载式

资料来源: 汽车之家, 浙商证券研究所

2021 核心换代车型加速投放, 持续开启新车周期。2021 年, 基于柠檬/坦克的换代车型哈弗 H5、H9、M6、H6 Coupe 等将迎来上市, 持续开启新车周期。参照第三代哈弗 H6, 我们预计全新换代车型在各方面均会较上一代有明显的升级, 同时平台推广的降本成效也有望于明年开始逐渐释放, 有助于公司盈利能力持续提升。

3.2. 产能营销双重规划, 全球业务加速开拓

产能布局方面, 长城已搭建“12+5”全球化生产布局, 包括 12 大全工艺整车生产基地以及 5 大 KD 工厂。

国内“黄金三角”布局正式形成。国内生产基地共有 9 处, 保定、徐水、天津、重庆永川、江苏泰州生产基地现已建成投产; 山东日照、浙江平湖以及江苏张家港(同宝马集团合资的光束汽车生产基地)生产基地正处于建设之中, 预计分别于 2021、2021、2022 年正式量产。10 月 19 日, 长城汽车荆门整车生产基地项目正式签约, 荆门市政府以股权转让方式将生产基地转让至长城汽车, 长城汽车对现有整车工厂进行改造升级, 未来将生产 SUV 和皮卡两种车型。伴随荆门生产基地落地, 长城汽车正式形成华北、华东、华南三大整车生产区域的“黄金三角”布局, 不仅全面覆盖国内市场, 同时也对全球发展形成有力支撑。

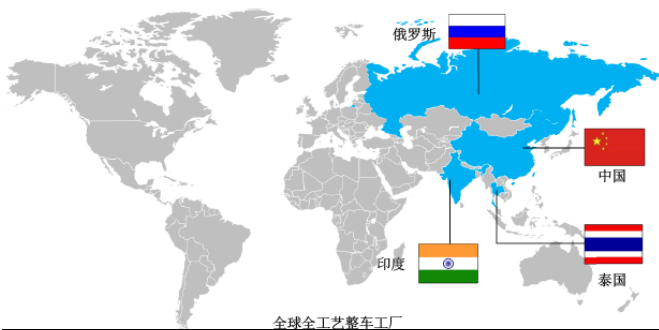
表 7：长城汽车全球产能规划

工厂	地域	状态	现有产能 (万辆)	设计产能 (万辆)	生产车型/计划投产时间
保定工厂	中国	投产	40	20	欧拉黑猫、风骏 5、风骏 7
徐水工厂	中国	投产	35	50	哈弗 H4、哈弗 H6、哈弗 H6 Coupe、哈弗 H7、哈弗 H9、哈弗 M6、哈弗 F5、哈弗 F7、哈弗 F7x、哈弗大狗、VV6、VV7、
天津工厂	中国	投产	45	30	哈弗 M6、哈弗 H6、哈弗 F7
重庆永川工厂	中国	投产	16	16	长城炮、坦克 300
江苏泰州工厂	中国	投产	10	10	欧拉好猫、哈弗初恋
山东日照工厂	中国	在建	-	10	2021 年
浙江平湖工厂	中国	在建	-	10	2021 年
江苏张家港工厂	中国	在建	-	16	光束品牌新能源汽车/2022 年
湖北荆门工厂	中国	签约	-	-	-
俄罗斯图拉工厂	俄罗斯	投产	-	8	哈弗 H9、哈弗 F7、哈弗 F7x
泰国罗勇工厂	泰国	在建	-	-	2020 年一季度
印度塔里岗工厂	印度	签约	-	-	-
总计			146	247	

资料来源：Marklines，浙商证券研究所

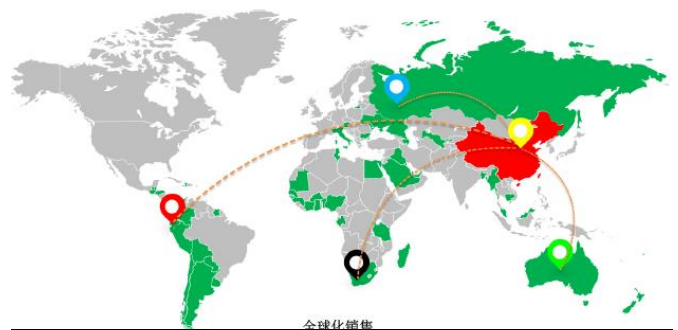
海外三大整车+五大 KD 组装工厂。1) 三大整车工厂：俄罗斯图拉工厂于 2019 年 6 月正式投产，主要生产哈弗 H9 和 F7 系列车型，成为中国品牌在海外市场的首座全工艺生产工厂，帮助长城由过去的“单纯汽车贸易”转为“投资为主导的系统性海外市场开拓”；2020 年 1 月和 2 月，长城汽车与通用汽车签署了具有约束力的协议，将分别收购通用汽车的印度塔里岗工厂和泰国罗勇府制造工厂，11 月 2 日，长城汽车正式获得泰国罗勇工厂所有权，预计于 2021 年一季度投产，助力长城发力泰国和东盟市场。2) 五大 KD 组装工厂：分布在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、保加利亚等国，车身整体出口、当地散件组装模式不仅能够规避整车出口高关税，还可以充分利用当地开放政策、市场环境和资源，为海外直接建设整车工厂的重要补充。

图 33：长城汽车全球整车工厂布局



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 34：长城汽车全球营销网络布局

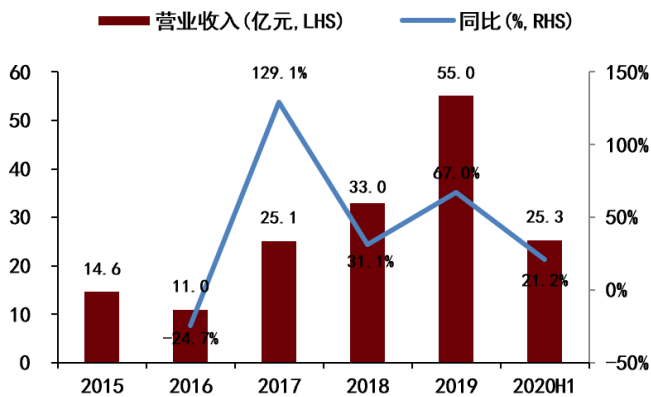


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

营销网络积极拓展，助力海外业务拓展。营销领域，长城汽车现已在亚洲、非洲、南美、中东欧等 60 多个国家和地区市场完成布局，建立海外营销网络 500 余家，遍布 200 多个核心重点城市。2020 年在全球疫情影响下，公司积极实施互联网创新营销方式，通

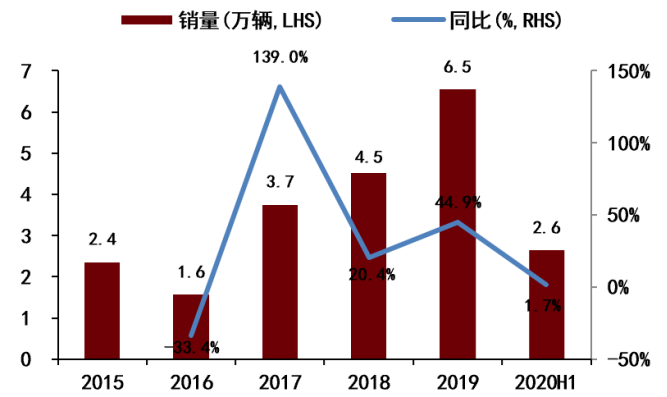
过“云签约”的方式，先后与卡塔尔、约旦等多个市场经销商完成签约，保证海外市场业务的不断开拓。

图 35：2015-2020H1 长城汽车海外营收



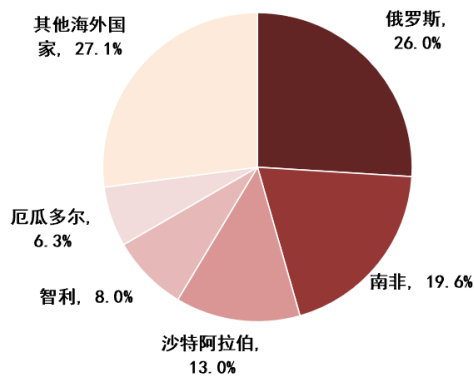
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 36：2015-2020H1 长城汽车海外销量



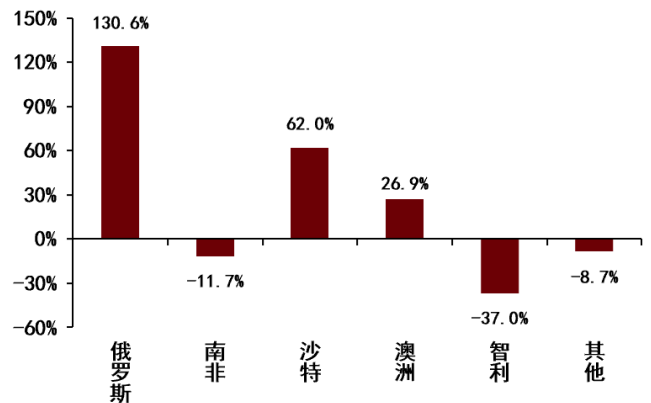
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 37：2019 年长城汽车海外营收分布



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 38：2020H1 海外营收增速（分国家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

海外销量营收逆市增长，图拉工厂桥头堡作用凸显。伴随海外产能的不断扩张和营销网络的逐步完善，长城汽车海外销量和营收规模快速增长，2017-2019 年连续三年保持 20%以上增幅，2020H1 即使受全球疫情影响仍分别增长 1.7%和 21.2%，展现较强增长动能。分地区来看，俄罗斯为长城汽车最重要海外市场，2019 年海外营收占比 26.0%，2020H1 同比增长 130.6%，图拉工厂功不可没，我们认为长城汽车在俄良好市场表现将有利于带动长城汽车在整个欧洲地区销量和品牌的提升，俄罗斯图拉工厂作为长城汽车进军欧洲桥头堡的作用正逐渐凸显。

4. 皮卡之王，探寻乘用高端化

4.1. 政策逐步松绑，皮卡销量展潜力

国家政策逐步松绑，皮卡进城限制陆续取消。2016 年国家首次提出皮卡解禁试点政策，同年云南、河北、辽宁、河南四省成为首批被选中参与试点解禁的地区。2019 年 6 月，国家发改委、生态环境部、商务部联合印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案》，建议地级及以下城市 2020 年前取消皮卡进城限制。2020 年 3 月，商务部办公厅、国家发改委办公厅、国家卫生健康委办公厅联合发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，再次建议取消皮卡进城限制。

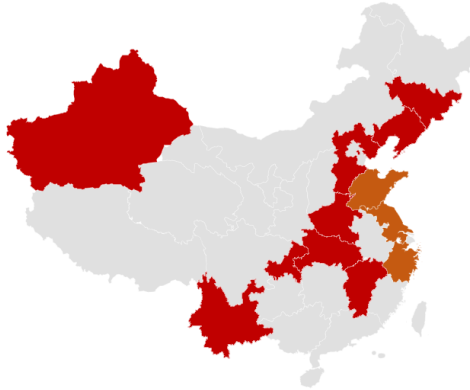
表 8：皮卡解禁政策梳理

时间	地区	相关政策
第一批解禁		
2016-03-01	云南	云南省就 2 月 26 日三部委下达的皮卡解禁特急通知进行了部署。云南省工业和信息化委、云南省发展改革委和云南省公安厅联合发布了《关于在全省开展放宽皮卡进城限制试点促进皮卡消费的通知》。内容主要包括建议试点范围，对政策实施后情况预判和对相关部门的工作要求。
2016-05-01	河北	《河北省开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费工作方案》发布，方案内容包括本次试点的主要措施，工作保障及车型范围。5 月 1 日起正式实施。
2016-05-01	辽宁	辽宁省经济和信息化委、发展改革委、公安厅制定的《关于放宽皮卡车进城限制促进皮卡车消费的试点方案》印发。方案内容主要包括试点车型及工作安排，5 月 1 日起正式实施。
2016-06-01	河南	河南省工业和信息化委、河南省发展改革委、河南省公安厅公布《关于印发开展放宽皮卡车进城限制试点促进皮卡车消费实施方案的通知》。方案内容主要包括试点内容，工作安排及保障措施。6 月全面开始实施。
第二批解禁		
2017-03-01	新疆	
2017-04-01	湖北	湖北省经济和信息化委员会、发展和改革委员会以及公安交通管理局联合发布《关于印发放宽皮卡车进城限制促进皮卡车消费试点方案的通知》。4 月开始正式实施试点方案。十堰、荆州、襄阳等十五个市（州）全区域全天候取消限行，武汉、宜昌、黄石放宽限制。
第三批解禁		
2019-06-19	济南	6 月 19 日起，多用途货车（皮卡车）和悬挂新能源机动车号牌的轻型、微型载货汽车在济南无需再行办理车辆通行备案或许可，但应当遵守根据大气污染防治、高峰时段交通流量管控等需要而依法制定的其他通行管理规定。
2019-09-01	秦皇岛	从 2016 年 10 月 1 日起，秦皇岛市已试行放宽皮卡进城限制。试行期间，秦皇岛市道路交通状况平稳，未见明显交通流量变化。经研究后决定，从今年 9 月 1 日零时起，全面取消皮卡进城限制。
2020-01-01	唐山	唐山市人民政府发布的“关于主城区部分道路实施禁止载货汽车通行措施的通告”等针对载货汽车常规禁行通告中，凡禁止小型货车通行的区域、道路，全部允许达到大气污染排放环保标准的皮卡车通行。
2020-01-12	南昌	南昌市委书记殷美根在 2020 江铃汽车营销工作年会上宣布：南昌市将在全市全域解禁皮卡进城。目前正式文件还未下发，但南昌全面解禁皮卡进城的消息已经确定，南昌市也将成为继济南市之后全国第二个对皮卡解禁的省会城市。
2020-01-15	重庆	有通行主城区需求的多用途货车（皮卡车），对登记地在主城区的，实施备案通行管理，通过互联网自主备案，获得相应通行规定（主城区除机场路、渝航大道及部分过江桥梁外均可通行），并按规定通行即可，不再核发通行证；对登记地在我市但非主城区的，实行预约通行管理，按需按次申报进入主城，全年累计申报通行时间不超过 120 天，申办后按规定通行。皮卡车网上备案管理将于 2 月底前推出实施。

资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

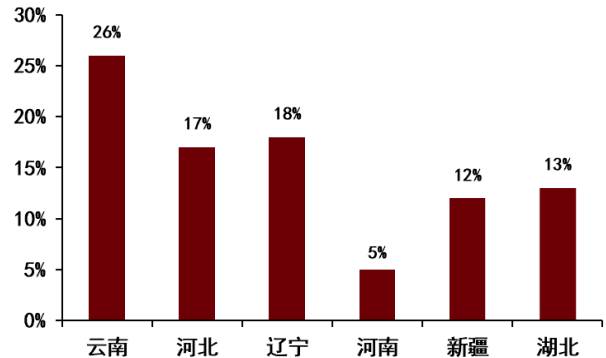
解禁效果显著，区域加速拓宽。历经三批次皮卡解禁，全国目前已有 12 个地区解禁，其中云南、河北、辽宁、河南、新疆、湖北、吉林、江西 8 省全面解禁，但部分省份省会城市核心地段仍会有所限制；重庆、济南、宁波放宽皮卡通行；江苏鼓励地级及以下城市优化皮卡进城，苏北部分城市已经放开。从前两批解禁省份 2019 年皮卡销量来看，皮卡进城开放实质性推动了皮卡需求的增长，除河南仅增长 5% 以外，其余五省份均出现 10% 以上增幅。我们认为随着上层政策逐步落实，解禁区域正加速拓展至更多区域，皮卡有望充分受益此次政策东风。

图 39：皮卡解禁区域（橘色为放宽，红色为解禁）



资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

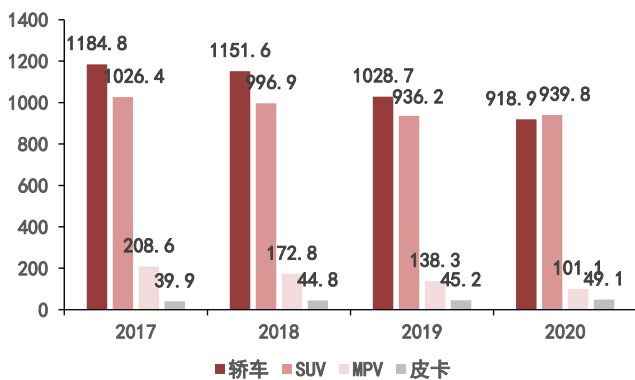
图 40：2019 年解禁省份皮卡销量增速



资料来源：中汽协，浙商证券研究所

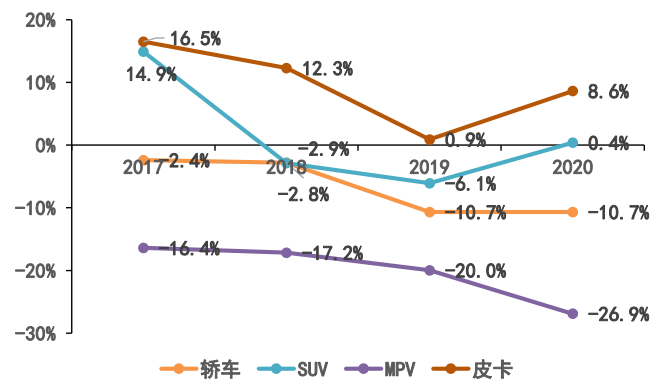
三大品类销量低迷，皮卡逆势增长。进入 2018 年以来，我国汽车行业进入下行周期，轿车、SUV、MPV 三大品类车型销量同比均出现较大幅度下降，2019 年同比降幅分别达到 10.7%、6.1% 和 19.9%，2020 年受疫情影响，降幅进一步扩大。受政策松绑、定位上移等利好因素驱动，皮卡展现超强韧性，2016-2019 年销量稳步增长，2020 年全年实现 49.1 万台销量，同比再增 8.6%。

图 41：2017-2020 国内分车型销量（万辆）



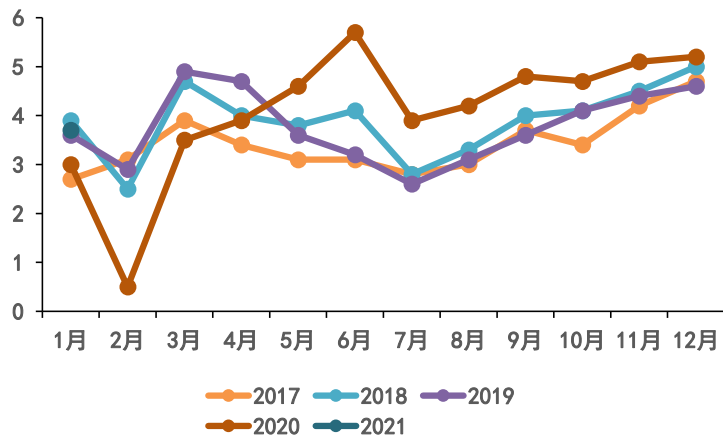
资料来源：中汽协，浙商证券研究所

图 42：2017-2020 国内分车型销量同比 (%)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 43：2017-2021 年 1 月皮卡月度销量（万辆）

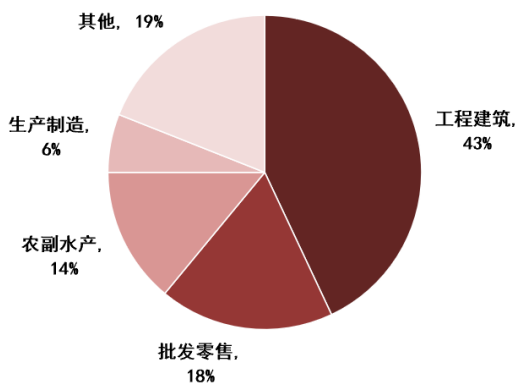


资料来源：中汽协，浙商证券研究所

4.2. 乘用有待开拓，高端存广阔空间

我国皮卡仍以商用为主，限行、贴标、定位为乘用主要制约因素。皮卡按用途主要分为两大类：一是商用皮卡，面向群体主要为工程用车或个体工商户；二是乘用皮卡，即可用作家用车或家商两用，还可以满足个性化群体对于越野用途的需求。目前我国皮卡用途基本为商用或家商两用，涵盖社会各行各业，其中工程建设占比达到 43%，其次个体工商户用户如批发零售占比 18%，农副水生产和生产制造分别占比 14%、6%。我们认为，当前皮卡用途以商用化为主主要源于城市限行、卡车分类以及贴条带来的严重标签化，进而影响消费者心理认知，不愿意购买皮卡车作为家庭用车。

图 44：2019 年国内皮卡分用途销量占比



资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

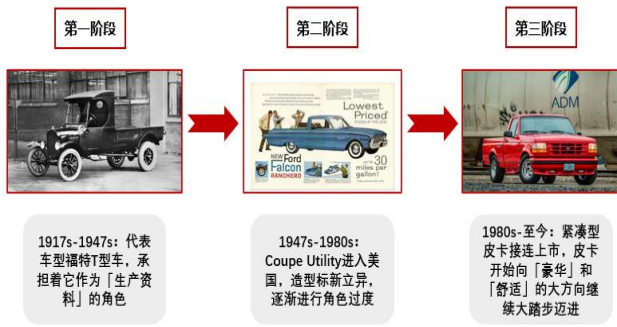
图 45：三大因素制约皮卡发展



资料来源：搜狐汽车，浙商证券研究所

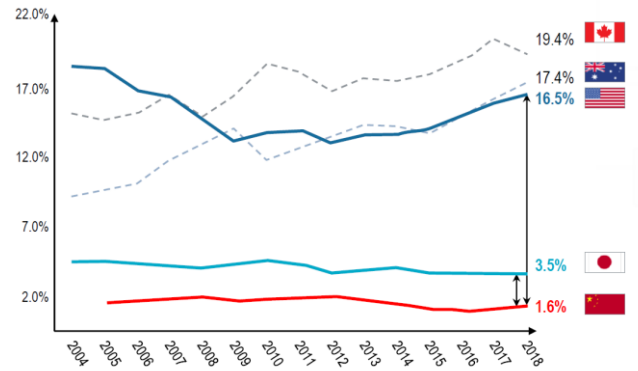
高端化、乘用化或为皮卡终极形态。从美国皮卡发展形态来看，皮卡从满足基本需求的工具车逐渐演变成如今美国人民追求享受、提高生活品质的重要交通工具：早期皮卡诞生于 1917 年，此后三十年主要用于生产资料；1947 年澳洲 Couple Utility 车型进入美国，其造型新颖、乘坐舒适，引领了皮卡从商用向家用的转变；上世纪八十年代，日系紧凑型皮卡接连上市，其燃油经济性更佳、更加适用于家用，彻底引爆了皮卡车型在美国的渗透。

图 46: 美国皮卡发展历程



资料来源：腾讯汽车，浙商证券研究所

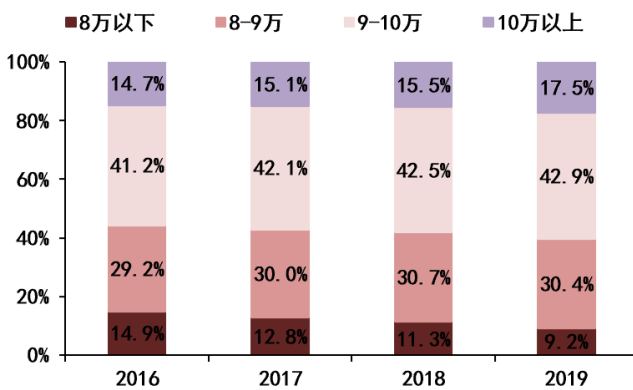
图 47: 2004-2018 年主要国家皮卡渗透率对比



资料来源：IHS，浙商证券研究所

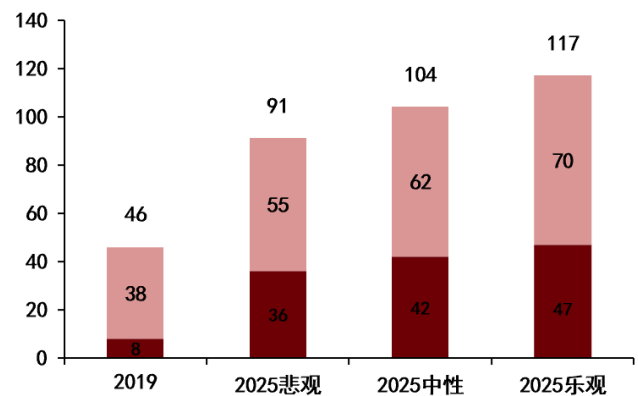
消费升级趋势初步显现，长期增长空间广阔。2016-2019 年间，国内 8 万以下皮卡份额持续萎缩，8-9 万维持稳定，9-10 万及 10 万以上皮卡份额提高。其中 10 万以上皮卡，2015-2019 年份额累计提升约 2.8pct，消费升级趋势初步明显。渗透率方面，中国皮卡渗透率远不及日美等发达国家，按照 IHS 统计数据，2018 年美国、日本、中国的皮卡渗透率分别为 16.5%、3.5%和 1.6%。由于中国的人口密集度相对欧美更高，我们认为对标日本渗透率更具有参考意义，据此推算我国皮卡仍有一倍以上的增长空间，中性预测未来 5 年我国皮卡 CAGR 将达到 15%，2025 年销量 104 万辆，市场渗透率约 3.6%。

图 48: 2016-2019 年皮卡分价格区间销量占比 (%)



资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

图 49: 2025 年皮卡销量预测 (万辆)

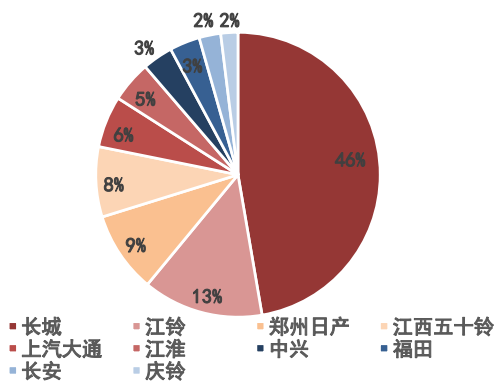


资料来源：浙商证券研究所

4.3. “炮”一骑绝尘，市场份额再集中

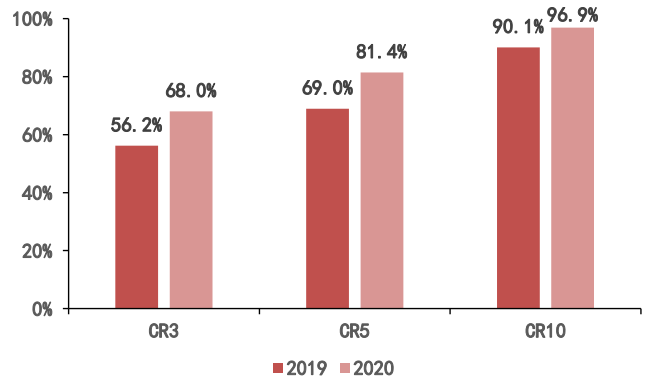
国 VI 升级，尾部出清。相比于乘用车市场，皮卡行业市场竞争相对较弱，市场集中度长期居高不下。受国 VI 排放升级影响，皮卡市场份额进一步向头部企业靠拢，2020 年行业 CR3、CR5、CR10 分别达到 68.0%、81.4%、96.9%，较 2019 年同期分别提升 11.8、12.4、6.8pct。尾部企业生存环境持续恶化，受限于技术能力难以与头部企业竞争，可能面临出局风险。

图 50：2020 年皮卡销量 TOP10



资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

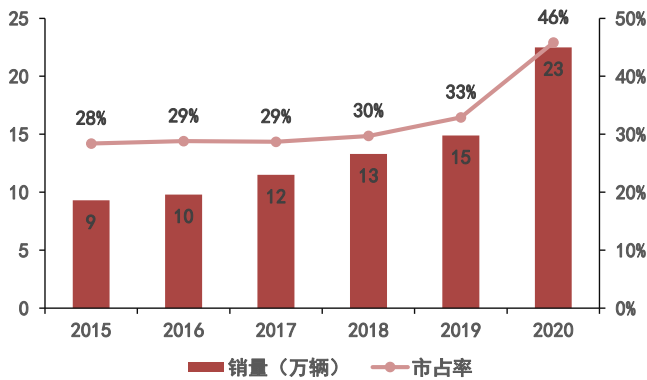
图 51：行业 CR3、CR5、CR10 变化



资料来源：中国皮卡网，浙商证券研究所

长城炮销量一骑绝尘，皮卡王座再巩固。长城汽车具有优质皮卡基因，自 1996 年 3 月推出迪尔以来，1998-2019 年连续 22 年销量夺冠。2019 年 9 月，长城炮正式推出，颠覆国内皮卡产品定位，凭借强大产品力 12 月即登上皮卡销冠宝座，同风骏 5、风骏 7 构筑黄金三角，多次蝉联皮卡车型销量前三。在长城炮的强力助推下，2020 年全年，长城皮卡累计实现销售 22.5 万辆，同比增长 51%，市占率达到 46%，较 2019 年全年的 33% 提升 13pct，几乎占据皮卡市场半壁江山。

图 52：2015-2020 长城皮卡市占率变化



资料来源：中汽协，公司公告，浙商证券研究所

图 53：2020.1-2021.1 月长城炮销量 (万辆)



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

长城炮打开皮卡高端化想象空间。我们认为，强大产品力及多场景用车是长城炮的核心竞争力。**1) 产品力方面。**车身线条光影效果出色，模具、工艺水平已经与主流乘用车持平，内饰用料也有质的提升，中控台、门板、座椅大部分区域均采用柔软面料，同时搭载电动调节驾驶席、液晶仪表盘、中控液晶屏、电子换挡杆，颠覆传统皮卡低端、廉价刻板印象。

图 54: 长城炮外观



资料来源: 中国皮卡网, 浙商证券研究所

图 55: 长城炮内饰



资料来源: 中汽协, 浙商证券研究所

2) 用途方面。长城炮作为一款多用途万能车, 提供汽油机、柴油机、纯电动三种动力形式以及乘用车、商用版、越野版三款车型 (纯电动只覆盖乘用车和商用版, 商用版工况续航 405km), 可满足不同消费者用车需求。9 月北京车展, 长城炮改装车型野装炮、旅装炮以及黑弹同台亮相, 进一步丰富消费者个性化需求。

图 56: 长城炮车型版本



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

我们认为长城汽车作为皮卡之王将凭借其强大的产品力与出色的产品定位, 率先受益于尾部出清+皮卡解禁, 抢占更多市场份额, 同时高端化、乘用车打开想象空间, 将为公司提供更多销量及利润贡献。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 盈利预测

收入端:

- 1) 整车业务: 受益新车型放量及海外出口增长, 公司汽车销量逆市走强, 2020 年 5 月-2021 年 1 月连续 9 月同比增长 17% 以上。伴随国内乘用车市场回暖、海外市场加速开拓以及新车周期的强势开启, 坦克 300, 哈弗大狗、摩卡 WEY 等高端车型陆续推出且销量靓丽, 中性预计 2020-2022 年, 公司汽车销量将分别达到

111.2、135.8 和 152.3 万辆，同比+5%、+22%、+12%。预计 2020-2022 年公司整车业务营收将达到 927.2、1316.6 和 1487.8 亿元，同比增长 7.5%、42%和 13%。营收增速快于销量增速主要源于 WEY 坦克 300、摩卡等新车定位中高端，售价较哈弗系列上移。

2) 零部件、劳务、模具及其他业务: 公司掌握燃油车及新能源汽车核心零部件方面的技术积累,零配件业务有望成为新的增长点。劳务、模具及其他业务占比较小,受益于随着整车销量上升预计较前两年稳步提升。

成本端:

1) 整车业务: 参考公司后续平台车型规划,我们预计 2022 年柠檬、坦克平台渗透率将分别达到 61.7%和 14.4%,合计占比 76.1%。新平台应用带来的成本下降有望开始逐步释放;皮卡、哈弗、WEY、欧拉各子品牌在新平台上产品力更强,预计销量逐渐上升,规模效应助力毛利率提升。综上我们预计 2020-2022 年公司整车业务毛利率分别达到 15.6%、17.7%和 18.5%,且长期仍存进一步提升空间。

2) 零部件、劳务、模具及其他业务: 四大零部件公司独立运营,零部件业务将由过去的内部供应转向对外销售,未来毛利率有望持续提升。劳务、模具及其他业务占比较小,受益于销量提升带来的规模效应预计较前两年稳步增长。

综上我们预计 2020-2022 年公司整体营将达到 1035、1443 和 1637 亿元,同比增长 8.8%、39.5%和 13.4%;整体毛利率为 17.9%、19.6%和 20.3%。

表 9: 各业务盈利预测

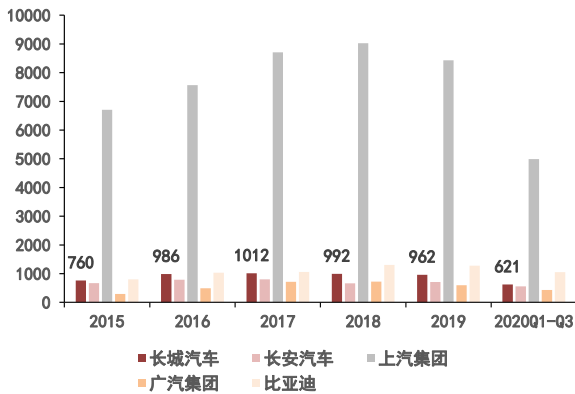
业务	分类	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
整车业务	收入 (亿元)	728.6	944.6	959.9	916.0	862.5	927.2	1316.6	1487.8
	增速	22.8%	29.7%	1.6%	-4.6%	-5.8%	7.5%	42.0%	13.0%
	毛利率	25.0%	24.2%	17.8%	15.8%	14.8%	15.6%	17.7%	18.5%
零部件业务	收入 (亿元)	23.0	28.9	31.8	37.5	42.9	49.0	57.8	68.8
	增速	-5.4%	25.4%	10.1%	17.8%	14.6%	14.2%	18.0%	19.0%
	毛利率	28.5%	33.6%	34.8%	39.0%	41.7%	42.0%	43.0%	43.5%
劳务业务	收入 (亿元)	1.5	2.6	2.3	9.6	25.8	27.1	35.3	42.3
	增速	25.7%	77.1%	-10.5%	310.0%	170.1%	5.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	19.6%	25.9%	21.4%	5.7%	21.2%	21.0%	22.5%	23.0%
模具业务	收入 (亿元)	4.7	6.4	4.8	4.6	6.5	6.8	7.7	9.3
	增速	-1.4%	37.4%	-25.9%	-3.4%	41.4%	4.0%	14.0%	19.8%
	毛利率	27.5%	24.4%	31.5%	17.6%	21.6%	21.0%	23.0%	23.0%
其他业务	收入 (亿元)	2.6	3.6	12.9	24.7	24.3	24.5	25.8	28.3
	增速	12.3%	40.1%	260.1%	90.9%	-1.6%	1.0%	5.0%	10.0%
	毛利率	54.7%	64.4%	59.9%	69.3%	52.9%	53.0%	60.0%	55.0%
合计	收入 (亿元)	760.3	986.2	1011.7	992.3	951.1	1034.7	1443.3	1636.6
	增速	21.5%	29.7%	2.6%	-1.9%	-4.2%	8.8%	39.5%	13.4%
	毛利率	25.1%	24.5%	18.4%	16.7%	16.2%	17.9%	19.6%	20.3%

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5.2. 投资建议

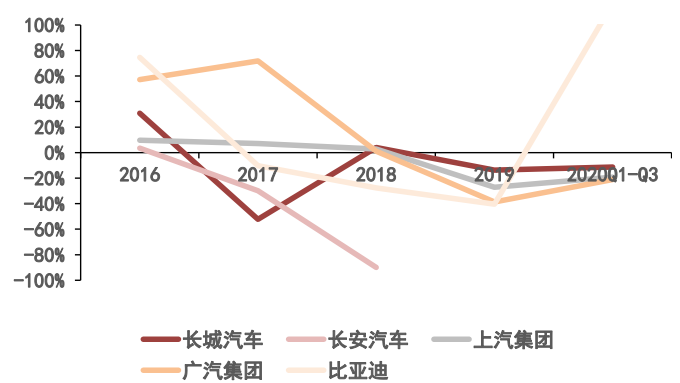
公司 2019 年整体营收规模达到 962 亿元，位列可比公司第二，次于上汽集团、比亚迪，高于长安汽车、广汽集团等合资品牌，在其他自主品牌中处于领先地位。2020 公司前三季度净利润增长率为-11.3%，显著高于长安汽车的-21%，上汽的集团-19.3%，和广汽集团的-21%（其中主要受第一季度疫情拖累），根据 2020 年业绩快报，预计全年公司净利润增长率将同比转正达 20%，业绩拐点已现。

图 57：可比公司营收规模（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

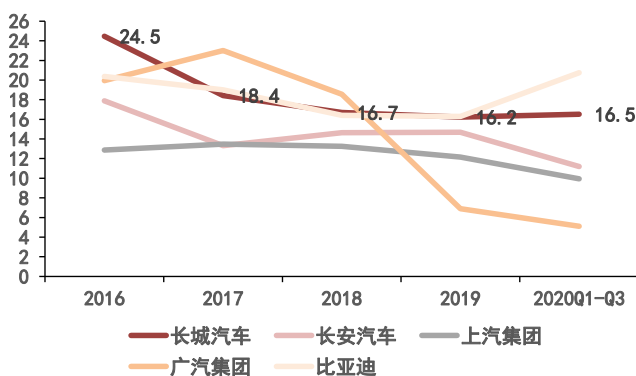
图 58：可比公司净利润增长率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

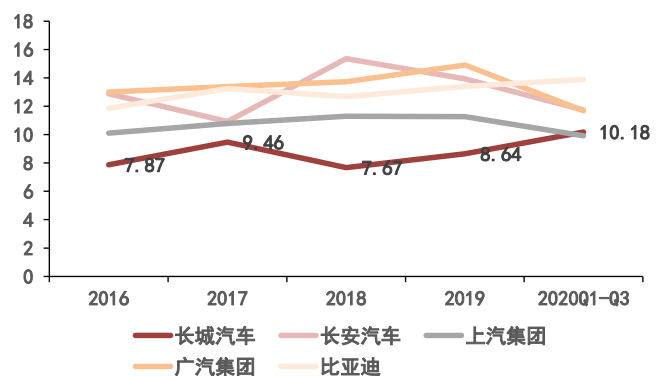
在盈利能力方面，比亚迪受益于新能源汽车销量高速增长和政府补贴，2020 前三季度净利润增长率同比大幅提升。公司 2020 前三季度毛利率达 16.5%，在可比公司中仅次于比亚迪，显著高于长安、上汽、广汽的 11.2%、9.9%、5.1%。公司 2020 年前三季度期间费用率为 10.2%，仅略低于上汽集团。公司近年来期间费用率远低于可比公司平均水平，管理层控费能力处于行业领先地位。综合考虑公司整体的营收规模、成长性、成本和费用管控水平，我们认为公司处于行业龙头地位且未来高增长可期。

图 59：可比公司毛利率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 60：可比公司期间费用率（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们预计，2020-2022 年，长城汽车营业收入分别为 1035、1443、1637 亿元，归母净利润为 54.7、101.2、122.2 亿元，对应 EPS 为 0.60、1.10 和 1.33 元/股，对应当前 A 股 PE 为 53、29、24 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

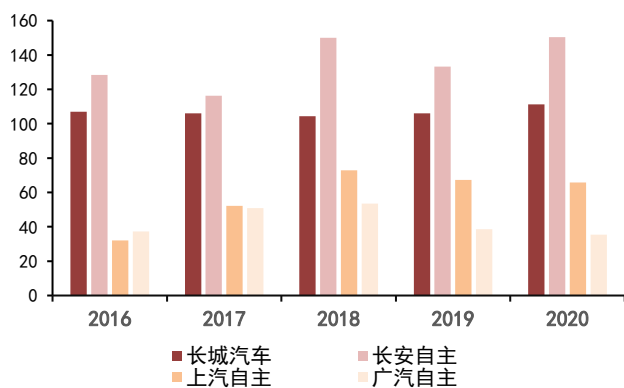
表 10: 可比公司估值比较

公司名称	证券代码	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
长城汽车	601633.SH	0.49	0.60	1.10	1.33	64	53	29	24
长安汽车	000625.SZ	-0.55	0.79	0.92	1.11	-	23	20	16
上汽集团	600104.SH	2.19	1.84	2.36	2.69	10	12	9	8
广汽集团	601238.SH	0.65	0.68	0.90	1.09	18	16	12	10
比亚迪	002594.SZ	0.59	1.56	1.98	2.47	81	126	100	80
可比公司平均							44	35	28

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 长城汽车为浙商汽车预测, 其余公司为 Wind 一致预期, 截止 2021 年 3 月 1 日收盘)

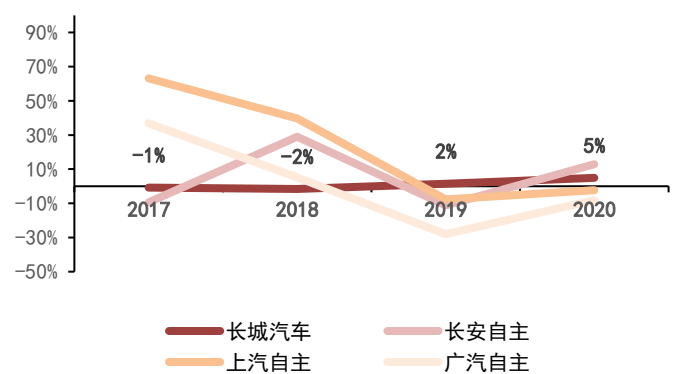
考虑到比亚迪主营收业绩受新能源汽车销量、新能源行业政策、政府补贴等因素影响较大。在表 11 可比公司中只选择长安汽车、上汽集团和广汽集团 3 家进行同类比较。从规模上, 公司自主车型销量仅次于长安自主, 显著优于上汽和广汽自主销量; 在 2018-2019 行业低谷期时, 销量整体仍能保持稳定, 证明公司稳定性更优。2020 年公司销量同比增长 5%, 增速高于上汽、广汽自主品牌的-2%和-8%, 仅次于长安自主的 13%, 预计 2021 年新车周期将带来销量高增长。综合考虑公司在自主品牌中的龙头地位和未来成长能力, 我们认为其理应享受较高的估值水平。

图 61: 可比公司自主品牌销量 (万辆)



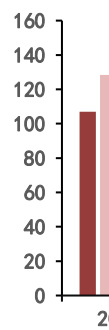
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 62: 可比公司自主品牌销量增速 (%)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 61: 可比公司自主品牌销量 (万辆)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表 11: 可比公司估值比较 (除比亚迪)

公司名称	证券代码	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
长城汽车	601633.SH	0.49	0.60	1.10	1.33	64	53	29	24
长安汽车	000625.SZ	-0.55	0.79	0.92	1.11	-	23	20	16
上汽集团	600104.SH	2.19	1.84	2.36	2.69	10	12	9	8
广汽集团	601238.SH	0.65	0.68	0.90	1.09	18	16	12	10
可比公司平均							17	14	11

资料来源: Wind, 浙商证券研究所 (注: 长城汽车为浙商汽车预测, 其余公司为 Wind 一致预期, 截止 2021 年 3 月 1 日收盘)

6. 风险提示

(1) 国内乘用车销量不及预期: 2021年上半年汽车市场销量回暖部分受年初受抑制需求释放以及各地汽车消费鼓励政策刺激,有待进一步观察增长持续性。

(2) 公司新车销量不及预期: 受自主品牌竞争加剧以及合资品牌下探双重因素影响,公司新车型存在销量不及预期的可能。

(3) 新平台降本不及预期: 新平台应用以及渗透率提升理论上可带来单车成本的下降及盈利能力提升,但存在降本力度及盈利提升低于预期的风险。

(4) 智能驾驶进度不及预期: 存在 L3 智能驾驶拓展架构迭代不及预期,“咖啡智驾”新车型推出不及预期的可能。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	68502	102504	112777	136847	营业收入	95108	103468	144325	163656
现金	9723	21414	17063	26657	营业成本	79684	84932	116016	130393
交易性金融资产	4363	7072	8000	9600	营业税金及附加	3169	3135	4373	4959
应收账款	3193	3394	4342	5390	营业费用	3897	4539	5773	6810
其它应收款	947	1035	1588	1964	管理费用	1955	2483	2968	3553
预付账款	441	595	870	1043	研发费用	2716	3104	4330	4910
存货	6237	6795	9513	10692	财务费用	(351)	469	832	721
其他	43598	62200	71400	81500	资产减值损失	553	422	632	778
非流动资产	44594	49661	51435	52615	公允价值变动损益	(73)	(13)	(75)	(54)
金额资产类	0	3	1	1	投资净收益	16	800	1000	1100
长期投资	3113	3831	3831	3831	其他经营收益	586	643	743	843
固定资产	29743	30331	30563	30823	营业利润	4777	5815	11068	13423
无形资产	4710	4304	4372	4484	营业外收支	324	387	407	435
在建工程	2247	3398	4318	5055	利润总额	5101	6202	11475	13858
其他	4781	7794	8350	8421	所得税	570	693	1282	1548
资产总计	113096	152165	164212	189461	净利润	4531	5509	10193	12310
流动负债	54600	78693	80843	93058	少数股东损益	34	41	76	92
短期借款	1180	6800	6927	4969	归属母公司净利润	4497	5468	10117	12218
应付款项	35460	56055	56687	69266	EBITDA	9680	8972	14831	17357
预收账款	0	1873	871	1317	EPS (最新摊薄)	0.49	0.60	1.10	1.33
其他	17959	13965	16358	17506	主要财务比率				
非流动负债	4097	13515	13218	13943		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	1206	9706	10206	10706	成长能力				
其他	2892	3809	3012	3238	营业收入	-2.75%	8.79%	39.49%	13.39%
负债合计	58697	92208	94061	107001	营业利润	-23.35%	21.73%	90.34%	21.27%
少数股东权益	0	41	117	209	归属母公司净利润	-13.64%	21.60%	85.02%	20.76%
归属母公司股东权益	54399	59916	70033	82251	获利能力				
负债和股东权益	113096	152165	164212	189461	毛利率	16.22%	17.91%	19.61%	20.33%
					净利率	4.76%	5.32%	7.06%	7.52%
					ROE	8.40%	9.56%	15.55%	16.01%
					ROIC	7.51%	7.56%	12.28%	12.96%
					偿债能力				
					资产负债率	51.90%	60.60%	57.28%	56.48%
					净负债比率	9.48%	20.07%	20.13%	16.83%
					流动比率	1.25	1.30	1.40	1.47
					速动比率	1.14	1.22	1.28	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.78	0.91	0.93
					应收帐款周转率	29.10	29.47	31.00	25.47
					应付帐款周转率	3.15	2.82	3.09	3.00
					每股指标(元)				
					每股收益	0.49	0.60	1.10	1.33
					每股经营现金	1.52	0.56	0.03	1.71
					每股净资产	5.96	6.53	7.63	8.96
					估值比率				
					P/E	64.01	52.64	28.45	23.56
					P/B	5.26	4.80	4.11	3.50
					EV/EBITDA	6.30	30.99	19.01	15.55

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	13972	5112	279	15658
净利润	4531	5509	10193	12310
折旧摊销	4594	2286	2513	2712
财务费用	(351)	469	832	721
投资损失	(16)	(800)	(1000)	(1100)
营运资金变动	(1370)	1051	(10097)	1244
其它	6584	(3403)	(2162)	(228)
投资活动现金流	(15802)	(5960)	(4219)	(4410)
资本支出	1408	(3676)	(3234)	(3220)
长期投资	(3251)	(779)	(8)	(10)
其他	(13959)	(1505)	(977)	(1180)
筹资活动现金流	3944	12538	(411)	(1654)
短期借款	(11619)	5620	127	(1958)
长期借款	(952)	8500	500	500
其他	16516	(1581)	(1038)	(196)
现金净增加额	2115	11691	(4351)	9594

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>