

长城汽车（601633.SH）

中报点评：上半年业绩同比提升 59%，哈弗品牌开启新能源全面转型

买入

核心观点

产品结构优化叠加汇兑收益，业绩同比增长 59%。上半年公司实现营业收入 621 亿元，同比+0.33%；实现归母净利润 56.01 亿元，同比+59%（业绩预告为 53-59 亿元）。Q2 实现营业收入 285 亿元，同比-7%，环比-15%；实现归母净利润 39.67 亿元，同比+110%，环比+143%。公司上半年持续优化产品结构，单车售价上升，同时叠加汇率收益增加带来业绩迅猛增长。

产品结构优化，毛利率提升。2022 年 Q2 公司毛利率为 19.79%，同比+2.40pct，环比+2.61pct；净利率为 13.89%，同比+7.76pct，环比+9.04pct。主要原因为公司优化产品结构，单车售价上升提升毛利。

汇率收益增加，财务费用大幅下降。2022Q2 公司四费率为 2.91%，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.09/3.63/6.50/-11.3%，同比变动-0.14/1.43/3.42/-10.63pct。研发费用增加主要因为公司持续增加智能化、电动化、新车型投入，财务费用大幅减少主要受益于公司汇兑收益增加。

第三代 H6 柠檬混动公布售价，哈弗品牌开启新能源全面转型。8 月 22 日公司发布第三代 H6 柠檬混动 DHT 售价，DHT 售价 14.98 万元，DHT PHEV 55km 版预售价 16.88 万元，110km 版预售价 17.68 万元。同时发布新能源品牌战略，哈弗将以“新能源 SUV 专家”迎来新能源全面转型。2025 年公司新能源车型销量占比将达 80%，2030 年正式停售燃油车。

智能电动化加速转型、全球化持续推进、加速变革创新。长城汽车持在混动、纯电、氢能三大领域进行精准投入，接连推出各项战略以及先进技术。智能化方面，智能驾驶和智能座舱领域已有落地的产品。2021 年公司提出了向全球化智能科技公司转型，在全球化研发、生产、销售体系及人才建设方面重点布局。截至 2021 年底，长城汽车已出口到 170 多个国家和地区，海外累计销售超 90 万辆。组织变革方面，长城汽车通过“强后台、大中台、小前台”，建立面向全球的 3.0 版组织架构。

风险提示：行业销量下滑风险，新车型不达预期风险。

维持盈利预测，维持买入评级。维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 85/131/181 亿元，对应 PE 为 36/24/17 倍。考虑到长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，维持一年期目标股价 43-50 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	103,308	136,405	180,277	247,795	304,573
(+/-%)	7.4%	32.0%	32.2%	37.5%	22.9%
净利润(百万元)	5362	6726	8544	13099	18136
(+/-%)	19.2%	25.4%	27.0%	53.3%	38.5%
每股收益(元)	0.58	0.73	0.93	1.42	1.96
EBIT Margin	4.7%	3.0%	5.1%	5.5%	6.3%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	10.8%	12.9%	18.0%	22.1%
市盈率 (PE)	57.3	45.9	36.2	23.6	17.0
EV/EBITDA	41.9	45.0	31.7	24.5	19.0
市净率 (PB)	5.35	4.97	4.65	4.24	3.77

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

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

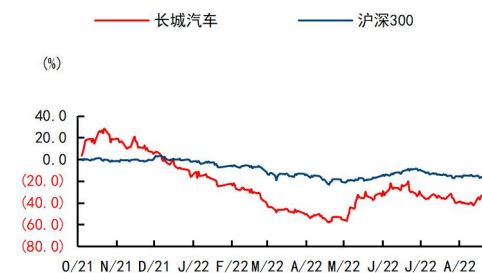
证券分析师：戴仕远

daishiyuan@guosen.com.cn
S0980521060004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	43.00 - 50.00 元
收盘价	33.46 元
总市值/流通市值	313238/311972 百万元
52 周最高价/最低价	69.80/21.35 元
近 3 个月日均成交额	1782.56 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《长城汽车（601633.SH）-哈弗 H6 混动版发布，开启新能源转型》——2022-08-24
- 《长城汽车（601633.SH）-中报业绩预告点评：产品结构优化叠加汇兑收益，业绩提升》——2022-07-17
- 《长城汽车（601633.SH）-一季度单车营收历史新高，单车盈利能力大幅提升》——2022-04-24
- 《长城汽车（601633.SH）-四季度单车均价历史新高，电动智能加速转型》——2022-03-31
- 《国信证券-长城汽车-601633-1 月销量点评-缺芯致短期销量承压，主力车型表现稳健》——2022-02-16

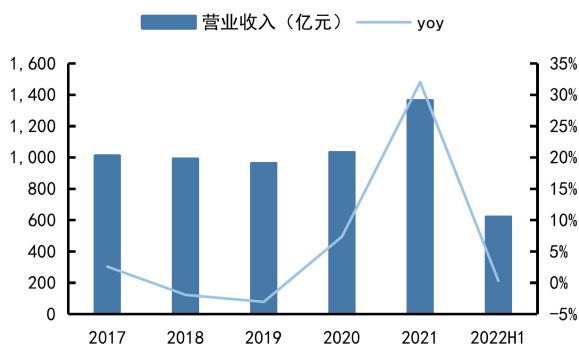
产品结构优化叠加汇兑收益，业绩同比增长 59%。长城汽车发布 2022 年半年报。2022 年 1-6 月，公司实现营业收入 621 亿元，同比+0.33%；实现归母净利润 56.01 亿元（业绩预告为 53-59 亿元），同比+59%。Q2 实现营业收入 285 亿元，同比-7%，环比-15%；实现归母净利润 39.67 亿元，同比+110%，环比+143%。公司上半年持续优化产品结构，单车售价上升，同时叠加汇率收益增加带来业绩迅猛增长。

表 1：长城汽车 2022 年半年度报告摘要

	2022 年 H1	2021 年 H1	同比	2022 年 Q1	2021 年 Q1	同比	2022 年 Q2	2021 年 Q2	同比
营业收入	621.34	619.28	0.33%	336.19	311.17	8.04%	285.15	308.11	-7.45%
归母净利润	56.01	35.29	58.72%	16.34	16.39	-0.34%	39.67	18.89	109.97%

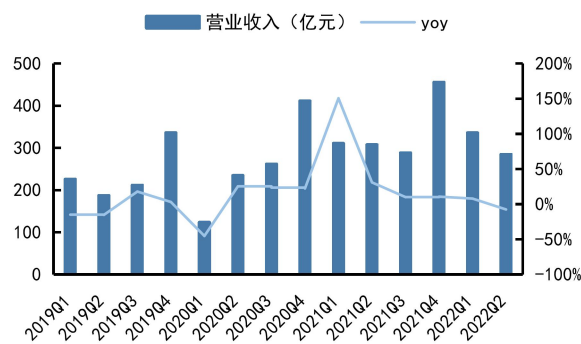
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 1：公司营业收入（亿元）及增速



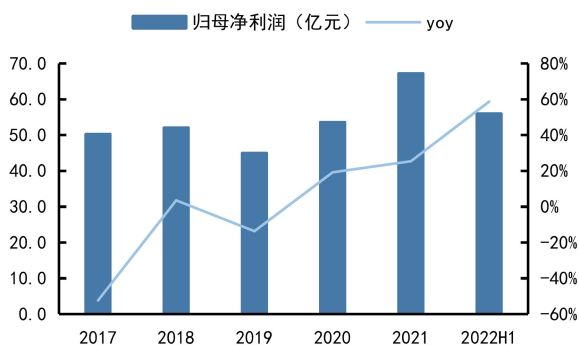
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入（亿元）及增速



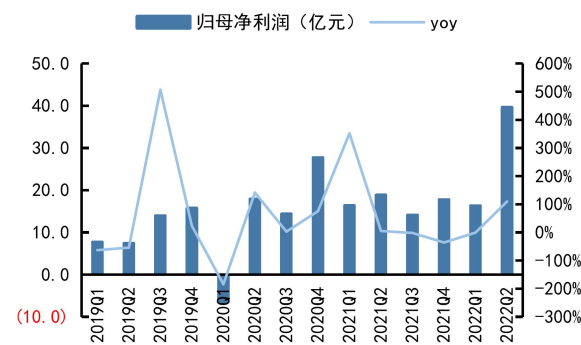
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润（亿元）及增速



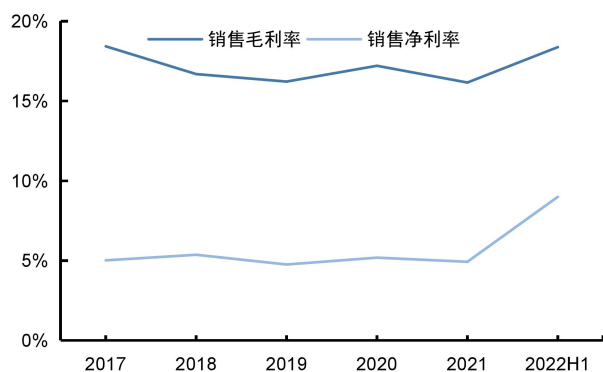
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

产品结构优化，毛利率提升。2022 年 H1 毛利率为 18.38%，同比+2.13pct；净利率为 9.00%，同比+3.30pct。2022 年 Q2 公司毛利率为 19.79%，同比+2.40pct，环比+2.61pct；净利率为 13.89%，同比+7.76pct，环比+9.04pct。主要原因为公司优化产品结构，单车售价上升提升毛利。

汇率收益增加，财务费用率大幅下降。2022 年 H1 公司四费率为 7.52%，同比减少 1.10pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.57%/3.56%/5.11%/-4.72%，

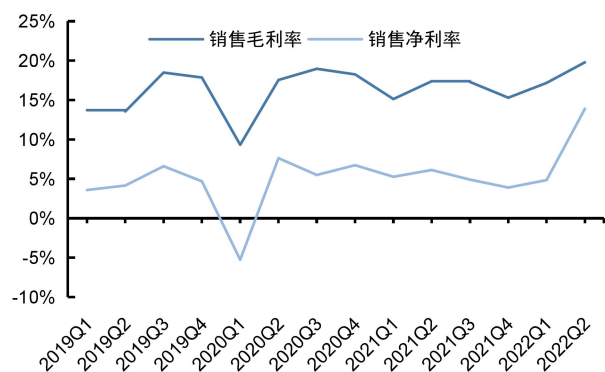
同比变动-0.38/+1.40/+2.11/-4.23pct。2022Q2 公司四费率为 2.91%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.09/3.63/6.50/-11.3%，同比变动-0.14/1.43/3.42/-10.63pct。研发费用增加主要是因为公司持续增加智能化、电动化、新车型项目研发投入，财务费用大幅减少主要受益于公司汇兑收益增加。

图5：公司毛利率、净利率变化情况



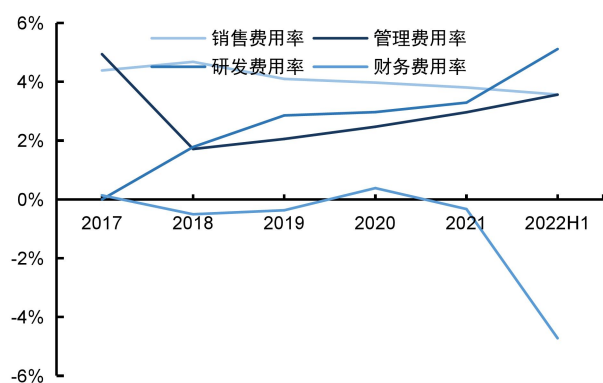
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司毛利率、净利率变化情况（季度）



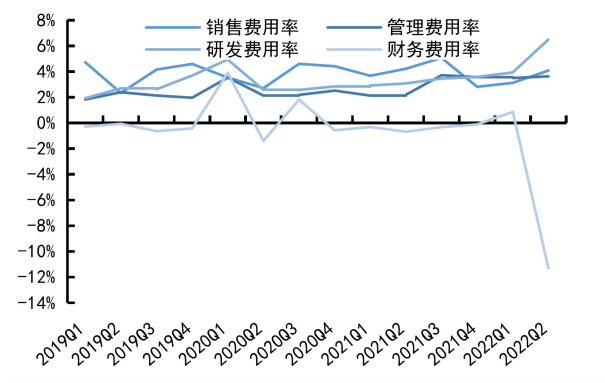
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

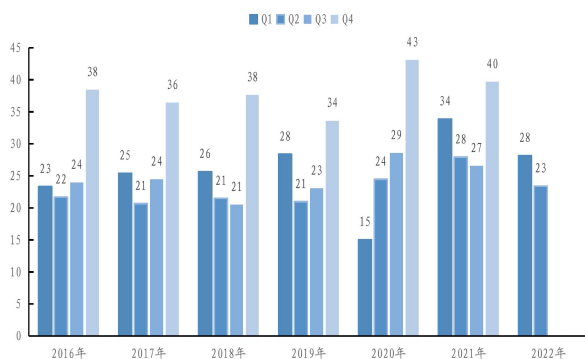
图8：公司期间费用率（季度）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

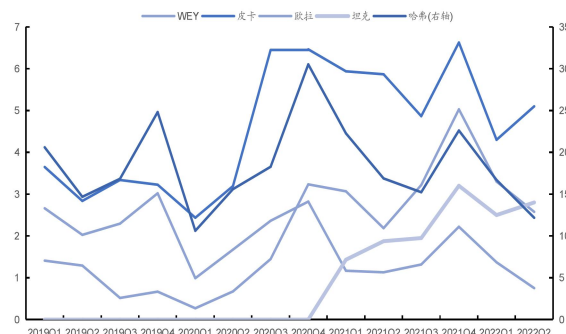
受上海、广州及全国各地疫情反复影响，二季度销量同环比均有下降。销量方面，22 年 Q2 总销量为 28.2 万辆（同比-16%，环比-17%）。Q2 分品牌看，哈弗销售 16.7 万辆（同比-28%，环比-27%）；WEY 销售 1.37 万辆（同比-33%，环比-45%）；皮卡销售 4.3 万辆（同比-13%，环比+19%）；欧拉销售 3.3 万辆（同比+18%，环比-22%）；坦克销售 2.5 万辆（同比+49%，环比+12%）。

图9：公司分季度销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

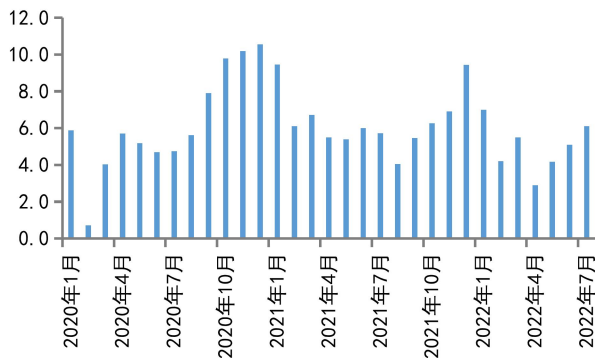
图10：公司分品牌季度销量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

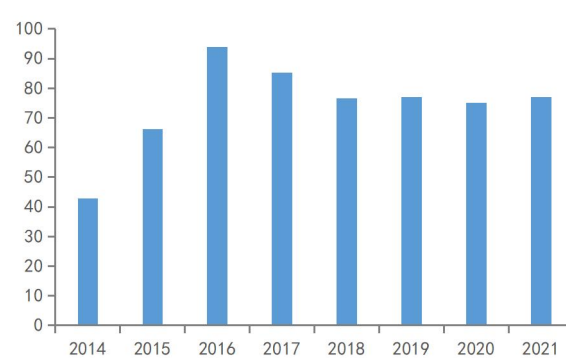
哈弗品牌是长城销量的主力（长期销量占比 70%以上），2016 年售出 93.80 万辆车，同比增长 41.59%；2017-2018 年，受车市景气度下行影响，哈弗的销量以大约 10% 的速度持续下降；2019 年增速转正，同比微增 0.44%；受疫情影响，2020 年哈弗的销量持续同比下降 2%。销量从 2020 年 5 月开始反弹，2021 年 Q3 开始受芯片短缺影响销量短暂承压。2021 年，哈弗品牌全球累计销量超 700 万辆。2022 年第二季度，主要受疫情反复和芯片短缺影响，哈弗品牌销量为 12.2 万辆，同比下跌 28%，环比下跌 27%。截至 2022 年 7 月，哈弗全球累计销量超过 750 万辆。目前哈弗已形成由神兽、三代 H6、H6S、赤兔等在内的 DHT 车型构成的家族式混动矩阵，未来哈弗品牌将进一步向新能源赛道转型。

图11：2020-2022 年 7 月哈弗单月销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：2015-2021 哈弗年度销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

6 月 18 日 哈弗神兽混动 DHT 正式上市，定价 15.38-16.58 万元，哈弗神兽混动 DHT 搭载了专为混动系统研发的高阶 1.5T 发动机，这款 4 缸结构的引擎相比于三缸发动机而言运转更平顺、静谧性更佳，用车体验更舒适。相较主流混动车型的单档直驱串联混动结构，哈弗神兽混动 DHT 采用的是两档 DHT 变速箱，拥有动力直驱和经济直驱两个档位，能够适应的驾驶场景更多，覆盖速域更广，动力输出也更强劲，更能满足广大用户全场景的用车需求。哈弗神兽混动 DHT 的 WLTC 标准油耗仅为 5.5L，相比于同排量的传统燃油 SUV 能够实现近 50% 的油耗降低，一箱油可以实现超 1000 公里的续航。

8月22日，公司发布新能源品牌战略，作为长城汽车旗下最大的整车版块，哈弗将以“新能源 SUV 专家”迎来新能源全面转型。到2025年，长城汽车新能源车型销量占比将达到80%，2030年正式停售燃油车。

图13: 哈弗神兽混动 DHT



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

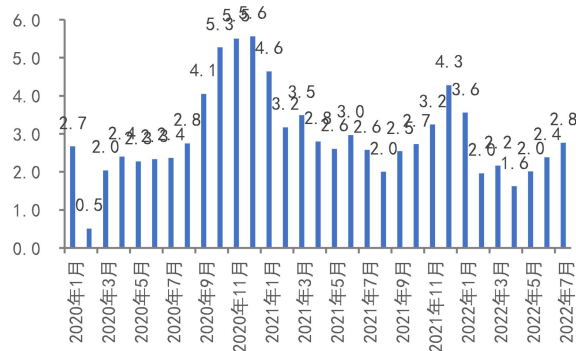
8月22日，公司发布第三代H6柠檬混动DHT售价，DHT售价14.98万元，DHT-PHEV 55km版预售价16.88万元，110km版预售价17.68万元。H6作为哈弗品牌主力车型，深耕经济型SUV市场，2021年以来受制于芯片等物料短缺以及电动车型不足的问题，销量承压，我们认为随着混动车型推出及生产端压力缓解，有望持续贡献销量增量。

图14: 第三代H6 DHT 公布预售价



资料来源：易车网、国信证券经济研究所整理

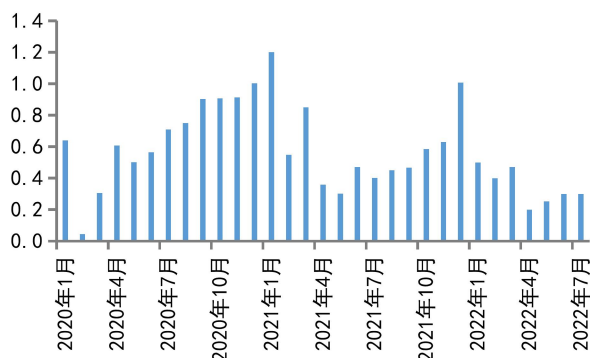
图15: 哈弗H6月销量（万辆）



资料来源：搜狐汽车、国信证券经济研究所整理

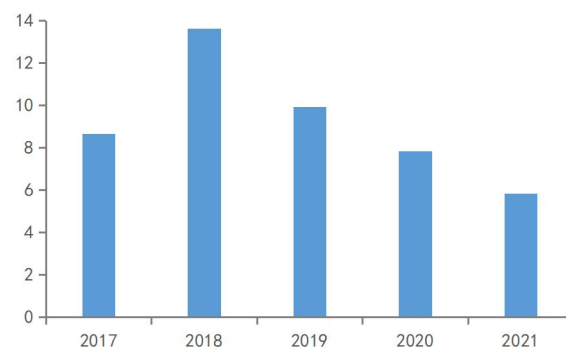
WEY品牌成立于2016年，2017年6月开设首家4S店，并于当年销售汽车8.64万辆。2018年WEY品牌销量为13.95万辆，同比增长61.39%。此后，WEY的销量开始回落，2019年和2020年，降幅超过20%，表现不及长城汽车的平均水平。2021前三季度WEY的销量走势不及长城汽车平均水平，四季度开始随着芯片供应恢复，销量持续爬坡。今年第三季度，摩卡激光雷达版将正式发布，新车搭载城市NOH高阶智能辅助驾驶技术，城市NOH将成为中国首个量产的城市辅助驾驶系统，并助力魏牌向高端智能新能源品牌不断进阶。

图16: 2020-2022年7月WEY单月销量(万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

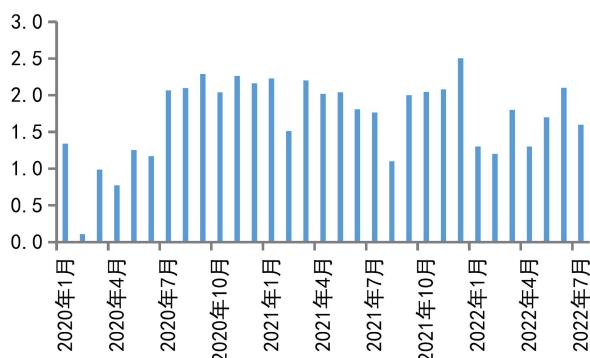
图17: 2017-2021WEY年度销量(万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

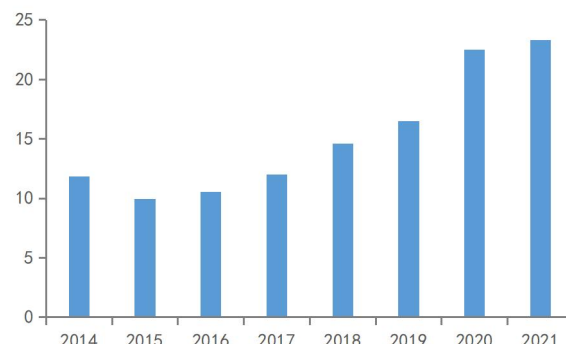
长城皮卡自2020年5月开始,长城皮卡月销量基本保持在2万辆以上。品类创新驱动下,目前长城炮上市2年零8个月,销量已突破30万。皮卡销量的强劲增长与国家政策密切相关。2016年以来地方政府陆续放开皮卡进城限制,今年重庆、江西、湖北、山东等地都出台了皮卡解禁政策,国内皮卡市场有望迎来快速发展。受益于消费升级,皮卡有望在商用车领域可以进一步替代微客、轻客、微卡和轻卡的需求;乘用车需求来看,政策端不断解禁,用车环境大幅改善,皮卡有望成为多用途乘用车,拓展到一至三线城市消费人群,满足城市中收入较高人群的户外活动需求,使皮卡市场大幅扩容。今年,国务院印发《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》,明确“对皮卡车进城实施精细化管理,研究进一步放宽皮卡车进城限制”;同时,国内第一部针对皮卡制定的技术标准《多用途货车通用技术条件》正式实施,皮卡迈出了身份转变的关键一步。

图18: 2020-2022年7月皮卡单月销量(万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图19: 2015-2021 皮卡年度销量(万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表2: 皮卡解禁相关政策

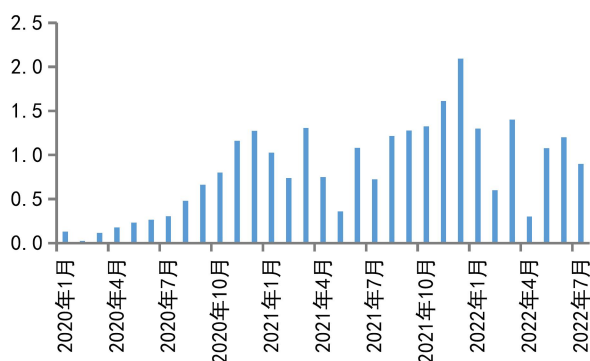
时间	部门	政策	内容
2019.01	发改委、工信部等部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进稳步推进放宽皮卡车进城限制范围。在评估河北、辽宁、河南、云南、湖北、湖南、广西、四川、重庆、贵州、新疆6省区放宽皮卡车进城限制试点政策效果基础上,稳妥有序扩大皮卡车进城限制范围。	
2019.06	发改委等	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制,充分发挥皮卡客货	

		循环利用实施方案（2019-2020 年）》	两用功能。
2019. 12	吉林省人民政府办公厅	《关于加快发展流通促进商业消费的若干举措》	取消皮卡车辆进城和通行限制。
2020. 03	商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、《关于支持商贸流通企业复工复产的指导意见》	国家卫生健康委办知》	稳住汽车消费,各地商务主管部门要积极推动出台新车购路补贴、汽车“以旧换新”补贴、取消皮卡进城限制、促进二手车便利交易等措施,组织开展汽车促销活动,实施汽车限购措施地区的商务主管部门要积极推动优化汽车限购措施,稳定和扩大汽车消费。
2020. 04	商务部	《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	取消皮卡进城限制。
2020. 07	上海市政府	-	进一步放宽“轻型多用途货车”（俗称“皮卡”）的注册登记条件,届时,“轻型多用途货车”不仅可以沿用原小货车额度申请注册、登记上牌,也可参照当前“沪 C”小客车的管理模式进行登记上牌（车辆性质只限于“非营运”）。

资料来源：发改委、工信部、商务部、各地政府官网、国信证券经济研究所整理

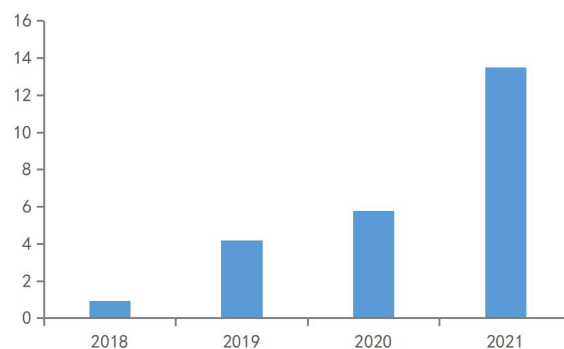
欧拉品牌创立于 2018 年，专注于纯电动车的设计研发。2019 年 9-12 月，欧拉的销量持续保持 100%以上的同比增长。2020 年上半年，受疫情影响，欧拉销量持续下滑，自 2020 年 7 月开始反弹。2021 年 12 月，欧拉售出 2.1 万辆，达到历史高点水平。

图 20：2020-2022 年 7 月欧拉单月销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

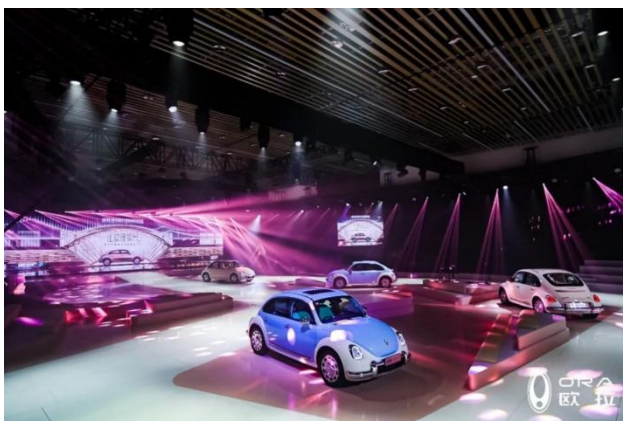
图 21：2018-2021 欧拉年度销量（万辆）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

7 月 12 日，欧拉芭蕾猫上市，上市售价 19.3 万元-22.3 万元，分为 4 个版本：爱丽丝版、胡桃夹子版、睡美人版和天鹅湖版，作为欧拉首款女性专属座驾，芭蕾猫发布会上最新公开“守护模式”，并向全球车企公开该专利。

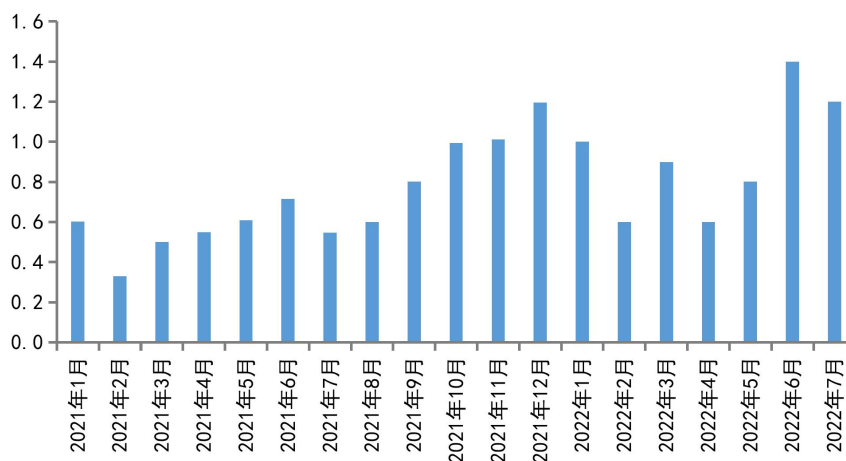
图 22: 欧拉芭蕾猫



资料来源: 公司微信公众号、国信证券经济研究所整理

坦克品牌: 在以哈弗为代表的城市型 SUV 和以牧马人为代表的硬派越野 SUV 之外, 市场份额更大的是城市型 SUV。在城市出行的场景之下, 从“对立面”的方向可以推出一个更加硬派的、更具个性的、潮流的, 同时又延续越野风的 SUV 品牌。在此背景下, 2021 年 4 月坦克品牌独立运营。坦克 300 热度居高不下, 12 月销量达到 1.2 万辆, 全年销量达到 8.5 万辆。进入 2022 年, 坦克热度持续高涨, 2022 年第二季度坦克销量为 2.8 万辆, 同比增长 49%。

图 23: 2021-2022 年 7 月坦克单月销量 (万辆)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

“四大战略定位”领跑智能电动新赛道, 长城汽车转型“全球化科技出行公司”

长城汽车向“全球化科技出行公司转型”。长城汽车将基于“全球大布局”、“研发大投入”、“企业大变革”和“用户大运营”的新定位, 进行全面、彻底的创新变革, 持续打造竞争力, 领跑新赛道, 推动长城汽车向全球化科技出行公司转型。

图 24: “四大战略定位”领跑, 长城汽车向全球科技出行公司转型



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

“绿智潮玩”战略品类创新，六大品牌矩阵助力 2025 年 400 万销量目标。在 2025 年，长城汽车计划实现全球年销量 400 万辆的目标，其中 80% 将是新能源汽车，营业收入超 6000 亿元。为实现 2025 全新销量与营收目标，长城发布“绿智潮玩”战略，绿色碳中和、认知智能化、全球潮牌潮品、共玩众智众创四大方向。

图 25：长城汽车 2025 战略——“绿智潮玩”



资料来源：公司微信公众号，国信证券经济研究所整理

图 26：长城汽车 2025 战略目标发布



资料来源：公司微信公众号、国信证券经济研究所整理

基于品类创新、以品类建品牌，形成六大品牌矩阵。（1）长城皮卡定位“皮卡领导者”，目标是打造全球前三的皮卡品牌。（2）哈弗品牌定位“中国 SUV 全球领导者”，将持续深耕经济型 SUV 市场。（3）WEY 品牌定位“新一代智能汽车”，致力于为用户提供智能化的用车体验。（4）欧拉品牌定位“全球最爱女人的汽车品牌”，将更加关注城市精品出行。（5）坦克品牌定位“潮玩越野 SUV”，致力于打造全球第一越野品牌。（6）沙龙品牌定位“豪华智能 BEV 品牌”，将以极致豪华、极致科技、极致舒适为理念，打造极致驾乘体验。

图 27：长城汽车六大品牌矩阵



资料来源：公司微信公众号、国信证券经济研究所整理

智能化及电动化加速转型。在能源安全新战略不断推动以及“双碳”目标确立的背景之下，预计 2045 年长城汽车将全面实现碳中和。长城汽车提前布局，全面响应，持续深化汽车电动化发展之路，不断在混动、纯电、氢能三大领域进行精准投入，接连推出各项战略以及先进技术，保证诸多成熟产品迅速落地，为实现长城汽车 2025 战略目标提供了强大的推力。长城汽车当前已经拥有产品数字化中心、诺创科技等智能化组织。在汽车智能化方面，长城汽车智能驾驶和智能座舱领域已有落地的产品，在智能服务方面长城汽车也在加快推进，从而促进整个产业生态向价值链后端转移。

全球化持续推进。2021 年，长城汽车提出了 2025 战略目标，基于“全球大布局”“研发大投入”“企业大变革”和“用户大运营”的定位，长城汽车持续推进全面、彻底的创新变革，向全球化智能科技公司转型。为了达成这一目标，公司将在全球化研发、生产、销售体系及人才建设方面重点布局。在研发方面，长城汽车已在美国、日本、德国、印度等多个国家建立研发中心，形成以中国总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的全球化研发布局，全面覆盖整车、核心零部件、新能源及智能化等领域研发。在生产方面，长城汽车在泰国、巴西等地建立了全工艺整车生产基地，并设置多个 KD 工厂。在销售方面，截至 2021 年底，长城汽车已出口到 170 多个国家和地区，海外销售渠道近 700 家，海外累计销售超 90 万辆。

加速变革创新。长城汽车 2021 年公布了第二期股权激励计划，连同 2020 年股权激励计划，两期股权激励计划累计授予对象超 1 万人，覆盖 50%核心员工。组织变革方面，长城汽车通过“强后台、大中台、小前台”，建立面向全球的 3.0 版组织架构，打造一支多元化、优势互补的高管团队，并打破级别、资历的条条框框，大胆启用新人。一大批 90 后年轻骨干，已经走到舞台中央，展示出年轻一代长城人的活力和创新力。

维持盈利预测，维持买入评级。考虑到缺芯导致公司生产受限以及原材料涨价对盈利能力影响，我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年公司实现归母净利润 85/131/181 亿元，对应 PE 为 36/24/17 倍。考虑到长城汽车全面进行数字化转型，依托“柠檬+坦克+咖啡智能”，爆款打造能力强，产品竞争力提升，全新平台有望带来新一轮产品强势周期，公司作为自主车企龙头，盈利弹性大，有望显著受

益行业复苏和全新平台布局，参考可比公司估值，维持一年期目标股价 43-50 元，对应 2023 年 PE 为 30-35 倍，维持“买入”评级。

表3：可比公司估值表（20220831）

	证券简称	最近收盘价	总市值	每股收益			市盈率		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E
000625.SZ	长安汽车	15.35	1334	0.47	0.83	0.90	31	18	16
601238.SH	广汽集团	14.77	1279	0.72	0.99	1.18	19	14	12
002594.SZ	比亚迪	310.85	8168	1.55	3.24	5.87	186	89	49
	平均			0.91	1.68	2.65	79	40	26
601633.SH	长城汽车	34.20	2429	0.73	0.93	1.42	46	36	24
按照均值测算 合理估值									43-50 元

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理及预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14588	33048	71032	92876	105216	营业收入	103308	136405	180277	247795	304573
应收款项	4963	9715	7409	10183	12517	营业成本	85531	114367	147588	202189	244799
存货净额	7498	13966	12348	14160	17194	营业税金及附加	3192	4234	5589	7682	9442
其他流动资产	65638	43349	1068	1468	1804	销售费用	4103	5192	7211	9912	12183
流动资产合计	99399	108366	100144	126975	145019	管理费用	2553	4043	4315	5665	6801
固定资产	31546	31909	29565	27218	24814	研发费用	3067	4490	6310	8673	12183
无形资产及其他	5543	7091	6383	5675	4966	财务费用	397	(448)	(516)	(1463)	(1897)
投资性房地产	9108	18519	18519	18519	18519	投资收益	956	1109	120	120	120
长期股权投资	8415	9524	12524	15524	18524	资产减值及公允价值变动	842	777	150	150	150
资产总计	154011	175408	167135	193910	211843	其他收入	(3578)	(4534)	(6310)	(8673)	(12183)
短期借款及交易性金融负债	8793	8872	500	300	200	营业利润	5752	6369	10051	15408	21333
应付款项	49841	63892	57624	67968	68778	营业外净收支	476	1113	0	0	0
其他流动负债	22531	22832	24158	33241	40397	利润总额	6227	7482	10051	15408	21333
流动负债合计	81166	95597	82282	101509	109375	所得税费用	865	757	1508	2311	3200
长期借款及应付债券	10777	12132	11902	11902	11902	少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)	(3)
其他长期负债	4727	5550	6550	7550	8550	归属于母公司净利润	5362	6726	8544	13099	18136
长期负债合计	15504	17683	18453	19453	20453	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	96670	113280	100735	120961	129827	净利润	5362	6726	8544	13099	18136
少数股东权益	0	4	4	3	1	资产减值准备	173	(206)	152	(36)	(48)
股东权益	57342	62124	66397	72946	82014	折旧摊销	4782	5312	3651	3843	3910
负债和股东权益总计	154011	175408	167135	193910	211843	公允价值变动损失	(842)	(777)	(150)	(150)	(150)
						财务费用	397	(448)	(516)	(1463)	(1897)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(4678)	16628	42416	15403	3214
每股收益	0.58	0.73	0.93	1.42	1.96	其它	(173)	206	(152)	36	47
每股红利	0.28	0.64	0.46	0.71	0.98	经营活动现金流	4625	27889	54460	32194	25109
每股净资产	6.25	6.73	7.19	7.90	8.88	资本开支	0	(4862)	(601)	(601)	(601)
ROIC	13%	14%	44%	-159%	-110%	其它投资现金流	(1541)	(1576)	0	0	0
ROE	9%	11%	13%	18%	22%	投资活动现金流	(6843)	(7547)	(3601)	(3601)	(3601)
毛利率	17%	16%	18%	18%	20%	权益性融资	(146)	807	0	0	0
EBIT Margin	5%	3%	5%	6%	6%	负债净变化	9572	(2121)	(230)	0	0
EBITDA Margin	9%	7%	7%	7%	8%	支付股利、利息	(2538)	(5878)	(4272)	(6549)	(9068)
收入增长	7%	32%	32%	37%	23%	其它融资现金流	(6837)	13308	(8372)	(200)	(100)
净利润增长率	19%	25%	27%	53%	38%	融资活动现金流	7084	(1882)	(12875)	(6749)	(9168)
资产负债率	63%	65%	60%	62%	61%	现金净变动	4865	18459	37985	21844	12340
息率	0.8%	1.9%	1.4%	2.1%	2.9%	货币资金的期初余额	9723	14588	33048	71032	92876
P/E	57.3	45.9	36.2	23.6	17.0	货币资金的期末余额	14588	33048	71032	92876	105216
P/B	5.4	5.0	4.7	4.2	3.8	企业自由现金流	0	20743	53341	30269	22815
EV/EBITDA	41.9	45.0	31.7	24.5	19.0	权益自由现金流	0	31931	45177	31312	24327

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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