长城汽车(601633)

公司研究/动态报告

专注竞争力提升，开启新产品周期

—长城汽车（601633）动态报告

动态研究报告/汽车行业　　2020 年 11 月 06 日

报告摘要：

- **自主品牌龙头车企，致力打造国内外市场领先优势**

公司是全球知名的 SUV 和皮卡制造企业，产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类以及零部件业务，其中，整车销售业务为公司收入主要来源，2020 年上半年实现营收 319.72 亿元，占比接近 90%。生产布局方面，公司搭建“11+5”全球化生产布局，不断扩容海外市场；技术研发方面，始终坚持“精准投入”，注重有效研发，构建以保定总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美等的“七国十地”全球研发体系，全面提升竞争力，打造全球市场领先优势。

- **政策利好+竞争力提升，长城皮卡或将迎来全新增长**

行业层面，皮卡行业政策放宽，利好皮卡销量规模增长；同时新基建不断推进，有力拉动皮卡需求增长。当前，我国皮卡渗透率处于低位，未来成长空间广阔，发展潜力巨大。公司层面，长城皮卡已 22 年稳居中国皮卡车市销量榜首，今年长城炮连续 5 月销量破万辆，助力长城皮卡市占率再创新高，强势领跑市场。此外，公司对皮卡进行全方位布局，提供全领域、全产品线、全价格带的产品组合，满足消费者多样化需求，并计划在 2019-2021 年推出“5+N”款重磅产品，将全面提升公司产品竞争力，带动皮卡销量规模增长。

- **新平台助力，迎来新品周期**

“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌重磅发布，有助于缩短研发周期、提高生产效率。新平台既可兼容传统燃油车，又能兼容新能源的产品，有望提升公司零部件的通用率，进而提升单车净利润。其中，依托全新平台打造的第三代哈弗 H6、哈弗大狗、WEY 全新越野 SUV 坦克 300、欧拉好猫全球首发亮相，公司将开启新品周期，带来全新增量。

- **投资建议**

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.55、0.78、0.93 元，对应当前股价 PE 为 52、37、31 倍，公司企业价值/EBITDA 为 24.5 倍，行业中位值为 20.3 倍，考虑到公司全球化战略布局逐步扩容海外市场，皮卡行业政策放宽，需求有望进一步增长，全新平台助力开启全新的产品周期，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

汽车销量不及预期；行业政策宽松不及预期；全球化战略不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	96,211	96,328	115,313	130,691
增长率（%）	-3.0%	0.1%	19.7%	13.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,497	5,052	7,115	8,565
增长率（%）	-13.6%	12.4%	40.8%	20.4%
每股收益（元）	0.49	0.55	0.78	0.93
PE（现价）	58.56	52.12	37.01	30.75
PB	1.49	4.43	3.95	3.50

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推　荐　　维持评级

当前价格：　28.70 元

交易数据	2020-11-05
近 12 个月最高/最低（元）	28.88/7.32
总股本（百万股）	9175.95
流通股本（百万股）	6027.73
流通股比例（%）	66%
总市值（亿元）	2633.50
流通市值（亿元）	1743.93

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：邓健全

执业证号：S0100519110001

电话：0755-22662070

邮箱：dengjianquan@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030

电话：010-85127892

邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

1.长城汽车(601633):疫情影响业绩下滑，下半年回暖值得期待

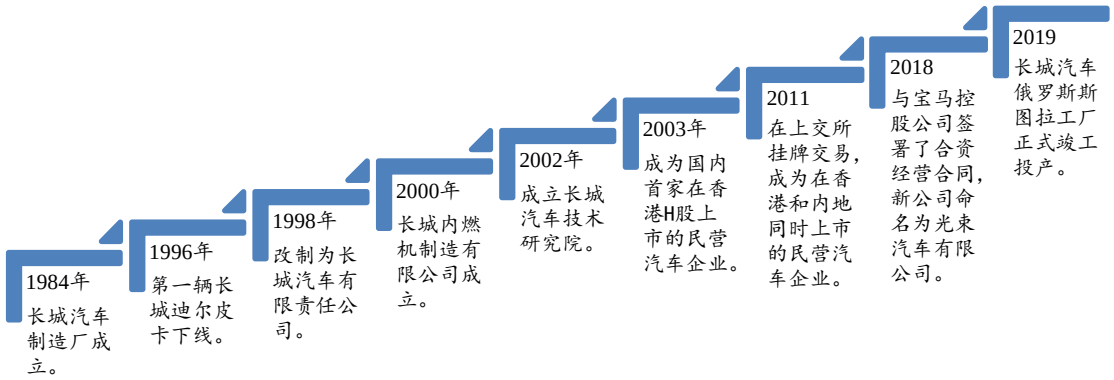
目录

一、自主品牌龙头车企，打造国内外市场领先优势 3
（一）整车业务为收入主要来源，持续聚焦 SUV 品类 3
（二）全球化战略步伐加快，全面提升竞争力 5
二、政策利好+竞争力提升，长城皮卡或将迎来全新增长 7
（一）皮卡政策放宽，行业成长空间广阔 7
1、政策利好行业发展 7
2、渗透率处于低位，发展空间广阔 8
（二）专注竞争力提升，长城皮卡强势领跑市场 9
1、皮卡销量增速远超行业，市占率再创新高 9
2、产品全方位布局，打造行业领先地位 9
三、新平台助力，迎来新品周期 11
（一）三大全新技术品牌推出，提升产品竞争力 11
（二）多款新品上市，释放新增长点 12
四、风险提示 14
插图目录 16
表格目录 16

一、自主品牌龙头车企，打造国内外市场领先优势

长城汽车是成立于 1984 的中国汽车品牌，也是全球知名的 SUV 和皮卡制造企业，于 2003 年和 2011 年分别在香港和内地上市。公司以轻型客货汽车和皮卡起家，2002 年起进军 SUV 市场，2013 年实现哈弗品牌独立，随后相继成立 WEY 和欧拉，2018 年 9 月长城皮卡成为公司旗下第四个独立品类品牌。目前，公司产品涵盖 SUV、轿车、皮卡三大品类，动力包括传统动力车型和新能源车型，具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力，与宝马（荷兰）控股公司成立合资公司光束汽车有限公司并运作。截至 2019 年末，下属控股子公司 80 余家，具有 9 个整车生产基地和 5 个 KD 工厂。

图1：公司成立以来发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司股权结构稳定。公司为国内首家在香港和内地同时上市的民营汽车企业，A 股占比为 66.04%，H 股占比为 33.96%。其中，公司控股股东为保定创新长城资产管理有限公司（持股占比 56.04%），实际控制人为魏建军。

（一）整车业务为收入主要来源，持续聚焦 SUV 品类

公司主要业务包括整车研发、生产、销售，涵盖了 SUV、轿车、皮卡三大品类，以及相关主要汽车零部件的生产及销售。

整车业务：SUV 领导者，皮卡龙头。公司拥有哈弗、WEY、欧拉和长城皮卡四个品牌，构建传统乘用车、皮卡、新能源三大体系，并通过聚焦 SUV 品类，创新品牌经营，持续提升产品质量，满足不同顾客需求，打造细分市场领先优势。当前，哈弗 SUV 连续 10 年蝉联中国 SUV 销量冠军，皮卡车已连续 22 年稳居中国皮卡车市销量榜第一。

表1：公司整车业务产品布局

类型		品牌	产品
乘用车	SUV	HAVAL 中国SUV全球领导者	哈弗 H2、H4、H5、H6、H7、哈弗 F5、F7、F7x、哈弗 M5、哈弗大狗
		WEY 中国豪华SUV领导者	WEY VV5、VV6、VV7
	轿车	ORA 欧拉	欧拉 Q1、欧拉白猫、欧拉黑猫
皮卡		长城皮卡	风骏系列、长城炮系列

资料来源：公司公告，民生证券研究院

零部件业务：掌握核心零部件资源，竭力打造国际一流水平的供应链。目前，公司已于 2018 年设立蜂巢易创、精工汽车、诺博汽车系统、曼德电子电器 4 大零部件公司，促使零部件业务独立开放，真正实现市场化运营，提升综合竞争力；同时通过与博世、ZF、奥托立夫、博格华纳等国际一流供应商建立长期战略合作关系，充分发挥各自资源优势，掌握核心零部件资源，共同打造国内外创新领先的汽车产品。

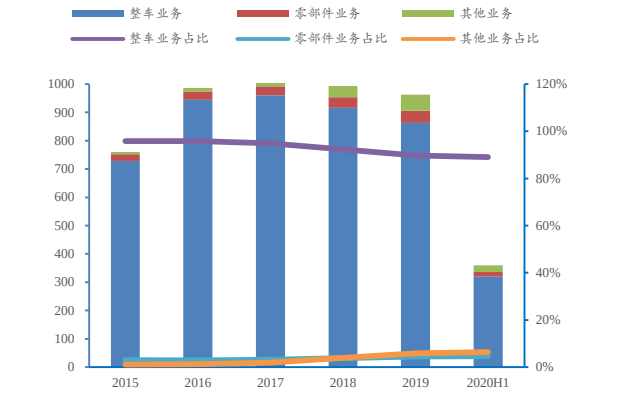
表2：四大零部件子公司的主要业务

子公司	主要业务
蜂巢易创	提供汽车动力总成系统解决方案，包括汽车发动机、变速箱、减速器、电驱动、智能转向、自动驾驶系统及其他零部件
精工汽车	从事金属零件、组件和模块化产品的设计、开发和制造，产品涉及底盘系统、车身系统、动力系统、传动系统等相关部件及自动化生产设备
诺博汽车系统	生产汽车内饰、外饰、座椅、橡胶四大品类产品，涵盖座椅总成、门板总成、前端框架、塑料翼子板、进气歧管、镁合金悬置等最新产品
曼德电子电器	包含光电、热系统及电气系统三个业务板块

资料来源：公司公告，民生证券研究院

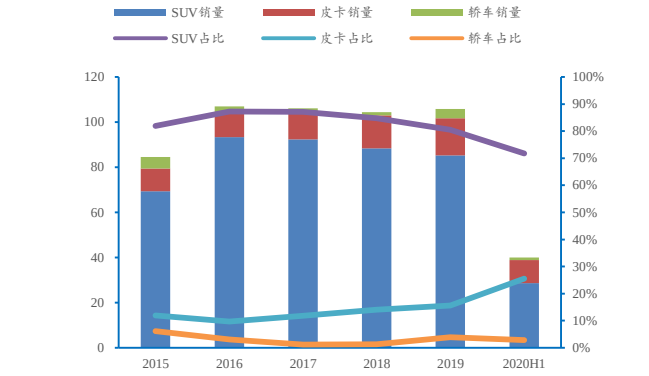
在各项业务中，整车业务是公司收入的主要来源，2020H1 实现营收超 300 亿元，其中 SUV 品类是整车业务的主要构成。2020 年上半年，公司整车业务收入 319.72 亿元，占公司业务收入 88.99%，零部件业务收入 16.54 亿元，占公司业务收入 4.61%；公司汽车销量达 39.98 万辆，其中 SUV 品类销量为 28.68 万辆，占总销量的 71.74%。

图2：2015-2020H1 公司业务收入及占比（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：2015-2020H1 各车型销量及占比（单位：万辆）



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）全球化战略步伐加快，全面提升竞争力

在生产布局方面，本集团搭建“11+5”全球化生产布局。在国内，已集中形成华北、华东、华南三大整车生产区域，完成国内的“黄金三角”生产布局，保定、徐水、天津、永川、日照、平湖、泰州和张家港八个全工艺生产基地将全面覆盖国内市场，并对全球发展形成有力支撑。在全球范围内，首个海外全工艺工厂——俄罗斯图拉工厂于 2019 年正式竣工投产，成为进军欧洲市场的桥头堡；2020 年，公司与通用汽车签署了具有约束力的协议，计划收购通用汽车的印度塔里岗工厂和泰国罗勇府制造工厂，辐射整个东盟市场、澳洲市场；此外，公司在厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、保加利亚等“一带一路”辐射国家拥有 KD 工厂，共同支撑起海外市场的发展。

表3：海内外工厂布局及产能情况

	类型	工厂	状态	生产车型	投产/预计投产时间	设计产能（万辆）	2019 年产能（万辆）	产能利用率
国内	整车工厂	保定（含徐水）工厂	已投产	风骏皮卡、H5、H2s、C30；H2、H6、H6Coupe、H7、H8、H9、WEY 品牌车型		70	59.3	84.71%
		天津工厂	已投产	H6、F7、F7X 等六款车型		30	46.97	156.57%
		重庆永川工厂	已投产	长城炮系列皮卡、哈弗 SUV 等车型，将延伸至新能源领域		16	1.91	11.94%
		山东日照工厂	推进中	WEY 品牌产品	2021 年底	30		
		江苏张家港	推进中	长城汽车旗下全新的纯电动汽车产品、MINI 品牌纯电动汽车和用于出口的燃油汽车产品	2022 年	16		
		浙江平湖工厂	推进中	哈弗品牌及新能源系列产品	2021 年	10		
		江苏泰州工厂	推进中	哈弗品牌新平台产品及新能源汽车	2020 年 12 月	20		
海外	整车工厂	俄罗斯图拉工厂	已投产	哈弗 F7、H9		8	0.27	3.38%
		印度塔里冈工厂	推进中	长城旗下 EV 和 SUV 车型	2020 年底			
		泰国罗勇府工厂	推进中	皮卡和 SUV 车型	2020 年底			
	KD 工厂	厄瓜多尔工厂	已投产	/		3		
		马来西亚工厂	已投产					
		突尼斯工厂	已投产			1		
		保加利亚工厂	已投产			5		

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

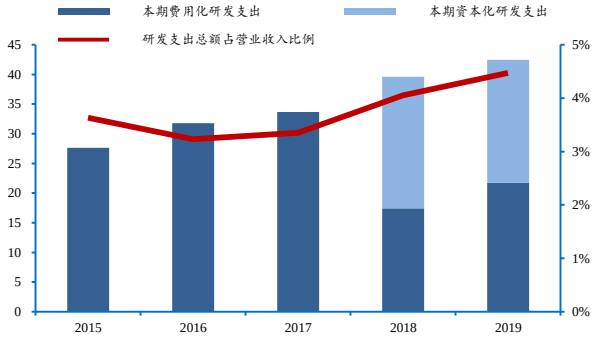
在技术研发方面，公司持续加大研发投入，始终坚持“精准投入”，注重有效研发，并构建全球研发布局，全面提升竞争力。长期以来，公司在汽车“新四化”领域不懈探索，在智能网联领域，发布“GTO 全域智慧生态战略”，联合腾讯、阿里高德、百度、中国电信、中国联通、中国移动、华为和高通 8 家科技巨头企业，构建智慧出行生态圈，并提出打造出行机器人的愿景。此外，智能座舱、L4 级别城市自动驾驶、5G 远程无人驾驶、全自动代客泊车等即将实现量产的“黑科技”，全面提升了公司的竞争力。与此同时，公司拥有国际一流的研发设备和体系，具备 SUV、轿车、皮卡三大系列以及动力总成的开发设计能力，并且先后在日本、美国、德国、印度、奥地利和韩国设立海外研发中心，构建以保定总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美等的“七国十地”全球研发布局。

图4：长城汽车全球研发布局



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图5：长城汽车研发投入情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

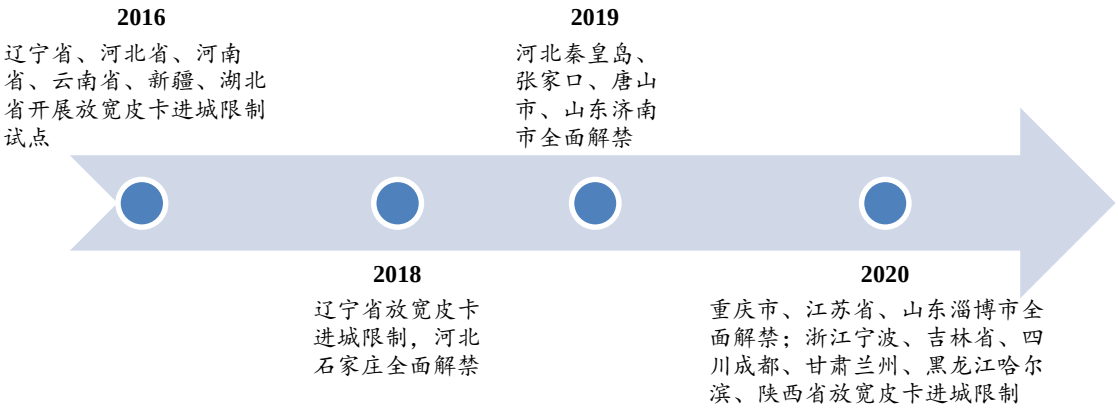
二、政策利好+竞争力提升，长城皮卡或将迎来全新增长

（一）皮卡政策放宽，行业成长空间广阔

1、政策利好行业发展

皮卡解禁，取消车身喷字及反光条，双证取消。2016 年，皮卡解禁政策首次提起，皮卡相关政策逐步放开。从 2018 年起取消车身强制喷字和粘贴反光条，从 2019 年起取消车辆营运证、从业资格证。自 2019 年下半年起，国内多省市相继发布解除或放宽皮卡进城限制。目前，河北、云南、河南、辽宁、湖北、新疆、吉林、江西 8 个省级行政区和多个城市解除或放宽皮卡进城限制。随着更多地区皮卡政策的放开，皮卡销量有望得到进一步增长。

图6：皮卡解禁进程



资料来源：中国皮卡网，政府官网，民生证券研究院

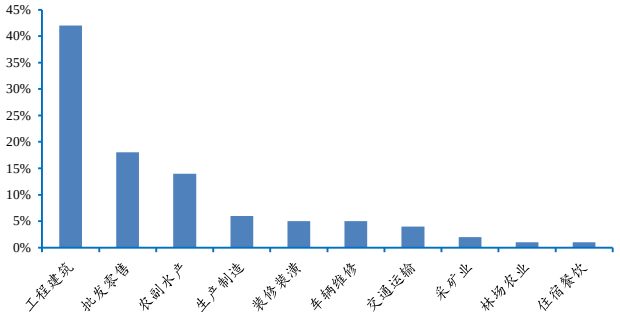
表4：全国性皮卡相关政策

时间	部门	政策文件	主要内容
2018.5	国家质量监督检验检疫总局和国标委	新版《机动车运行安全技术条件》（GB7258-2017）	皮卡车型取消车身强制喷字和粘贴反光条
2018.5	国务院		国务院常务会议决定实现货车年审、年检和尾气排放检验“三检合一”
2018.12	交通运输部	《促进道路货运行业健康稳定发展行动计划（2017-2020 年）》	取消 4.5 吨及以下普通货运车辆道路运输证和驾驶员从业资格证
2019.5	交通运输部	《关于加快道路货运行业转型升级促进高质量发展意见的通知》	纯电动轻型货车原则不限行
2019.5	交通运输部	《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》	皮卡车型可办理 ECT
2019.6	国家发展改革委、生态环境部、商务部	《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020 年）》	鼓励有条件的地级及以下城市加快取消皮卡进城限制，充分发挥皮卡客货两用功能
2020.3	商务部、国家发展改革委、国家卫生健康委	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	要稳住汽车消费，各地商务主管部门要积极推动出台新车购置补贴、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

资料来源：民生证券研究院整理

新基建不断推进，将促进皮卡需求增长。从皮卡用户分布的角度来看，皮卡在工程建筑领域的使用占比最高，达到 42%，交通运输领域为 4%。今年全国两会，新基建首次写入政府工作报告，未来基建规模将不断扩大。新基建主要包括 5G 基站建设、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车充电桩、大数据中心、人工智能和工业互联网七大领域。其中，在通信、电力、交通建设工程方面，皮卡车型凭借其灵活性和装载能力，成为国家基建项目不可缺少的主力军之一。随着基建规模扩大，皮卡需求有望进一步增长，推动皮卡行业持续发展。

图7：皮卡用户分布情况



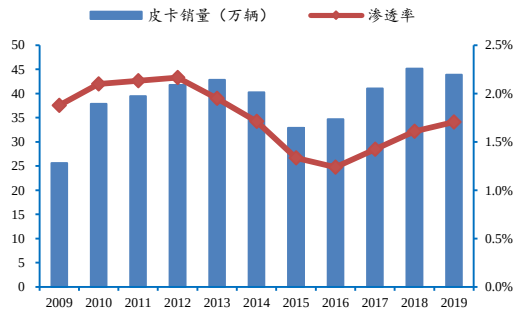
资料来源：中国皮卡网，民生证券研究院

2、渗透率处于低位，发展空间广阔

自 2016 年起，得益于皮卡相关政策的放宽，行业稳步发展，皮卡渗透率逐步回升，从 2016 年底部的 1.24%提升至 2019 年的 1.70%。

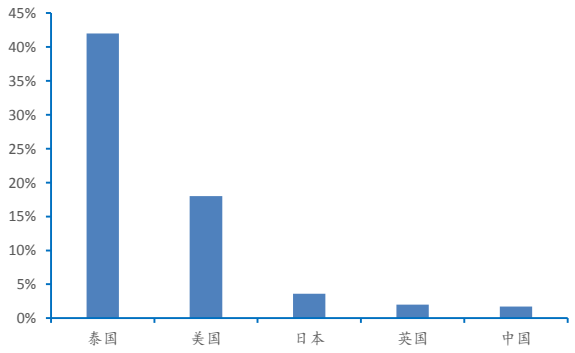
中国皮卡渗透率处于低位，有望进一步提升。从全球来看，相较于其他国家，中国皮卡渗透率仅在 2%左右，处于较低水平。2019 年，全球皮卡销量超过了 600 万辆，美国皮卡销量超 300 万辆，皮卡渗透率达到了 18%；泰国，作为东南亚的代表，皮卡销量表现良好，渗透率已超过 40%；日本的皮卡渗透率约为 3.6%。中国作为全球最大的汽车市场，2019 年皮卡渗透率仅为 1.70%，为美国皮卡渗透率的 1/10 左右，与日本相差近 2 倍。随着越来越多地区取消或放宽皮卡进城限制，叠加新基建带来的需求扩张影响，皮卡销量有望大幅增长，渗透率也将进一步提升。

图8：2009-2019 年中国皮卡渗透率



资料来源：Wind，中国皮卡网，民生证券研究院

图9：2019 年重点国家皮卡渗透率



资料来源：Wind，民生证券研究院

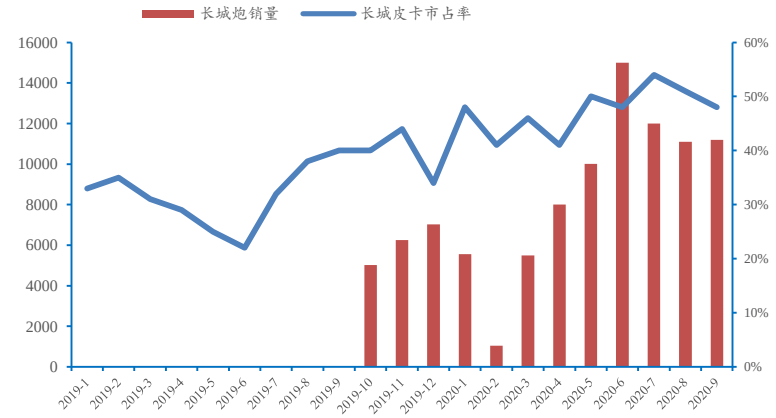
（二）专注竞争力提升，长城皮卡强势领跑市场

1、皮卡销量增速远超行业，市占率再创新高

销量维持高水平，增速大幅跑赢行业。截至 2019 年，长城皮卡已连续 22 年稳居中国皮卡市场销量榜第一。据乘联会数据，2020 年前三季度全国皮卡销量为 33.31 万辆，同比增长 7%；其中，长城皮卡累计销量达 11.52 万辆，同比增长 17.27%，强势领跑国内皮卡市场。

长城炮助力，市占率再创新高，霸主地位稳固。2019 年三季度，长城炮系列正式上市，广受消费者青睐，销量不断攀升。2020 年 9 月，长城炮销量达 11200 辆，连续 5 个月销量过万，占当月长城皮卡销量的 48.94%。炮的上市，助力公司皮卡市场份额持续提升。公司皮卡月度市占率从 30%左右提升至 45%以上，其中，2020 年 7 月市场份额高达 54%，前三季度累计市占率达 48%，持续巩固长城在皮卡市场的绝对霸主地位。

图10:长城炮销量及长城皮卡市占率



资料来源：公司公告，乘联会，民生证券研究院

2、产品全方位布局，打造行业领先地位

自 2018 年 9 月 28 日起，长城皮卡作为公司第四大品牌开始独立运营，包含了风骏和长城炮两个系列。长城皮卡涵盖多用、乘用和纯商用三类客户群体，全领域地涵盖了 7-20 万的价格带，可有效满足用户多样化需求。

表5：长城皮卡车型及价格区间

	风骏 5	风骏 6	风骏 7	长城炮乘用皮卡	长城炮商用皮卡	长城炮越野皮卡
	 风骏5		 风骏7	 长城炮乘用皮卡	 长城炮商用皮卡	 长城炮越野皮卡
价格区间	6.88-11.28 万元	8.58-11.78 万元	8.68-13.88 万元	12.68-15.98 万元	9.78-12.88 万元	15.38-20.68 万元
发动机	2.2L/2.4L/2.0T	2.4L/2.0T	2.0T	2.0T	2.0T	2.0T
变速箱	5MT/6MT	5MT/6MT	6MT	8AT	6MT/8AT	6MT/8AT
驱动	两驱、四驱	两驱、四驱	两驱、四驱	两驱、四驱	两驱、四驱	两驱、四驱

资料来源：公司官网，汽车之家，民生证券研究院

在风骏系列中，主要有风骏 5、风骏 6、风骏 7。在 2019 年，推出了风骏 7 的汽油、柴油国六版车型；在今年 2 月 29 日，上市了风骏 5 的汽油国六版车型和风骏 7 的新冠军版柴油国六车型；在 7 月 12 日，推出风骏 5 柴油国六版车型。其中，风骏 5 的汽油国六版车型的售价区间为 7.58-9.18 万元，柴油国六版车型售价区间为 8.48-9.78 万元，是 7-9 万元国六皮卡之优选。这两款车型的推出可进一步扩大公司在 10 万以下的市场份额，从而更好实现公司全价格带的产品组合规划，丰富了长城皮卡“国六”阵营。

在长城炮系列中，包含了乘用、商用和越野三个版本车型，是 3 年“5+N”产品战略首期发布的 3 款重磅车型。长城炮搭配了 8AT 自动变速器、9.3 版本 ESP 稳定系统、百万像素 360 环视系统、ACC 自适应巡航等系统，提升了安全性能，具备了轿车的舒适性、SUV 的越野性以及轻型货车的装载性，多用途的特质，让长城炮可以一车抵四车使用。在今年 7 月 24 日，长城炮的系列推出越野皮卡柴油版车型，以满足客户多元化的用车需求。

此外，在新能源汽车方面，长城皮卡于今年 7 月 24 日推出风骏 7EV 雨棚车，长城炮系列在将来也会推出纯电动车型，为更青睐于电动皮卡的行业用户提供更多购车选择。风骏 7EV 雨棚车可选装货厢盖，为电力、通信等行业用户提供厢式车新选择，满足更多作业需求，并且搭载蜂巢易创自主研发的电驱总成系统，在安全性方面得到更大提升。风骏 7EV 的焕新上市，在为用户提供更优质产品的同时，加速了长城汽车“新四化”进程，加快了公司产品布局进度。

产品全方位布局，带动产品竞争力全面提升。在六星战略中的产品规划方面，公司进行全方位产品布局，提供全领域、全产品线、全价格带的产品组合，并计划在 2019-2021 年推出“5+N”款重磅产品，即 5 款新品、N 款改装车，意味着在未来将会有更多新品、改装车上市，将全面提升公司产品竞争力。

三、新平台助力，迎来新品周期

（一）三大全新技术品牌推出，提升产品竞争力

7 月 20 日，公司重磅推出“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术平台。三大平台作为公司面向全球、面向未来的技术品牌，涵盖了汽车研发、设计、生产以及汽车生活的全产业链价值创新技术体系，是公司全球化发展的坚实基础，带动品牌价值持续提升。

整合全球资源，打造“柠檬”、“坦克”全球化车型平台。“柠檬”、“坦克”两大平台是长城汽车整合了全球的优质资源，历时五年，研发投入超 200 亿元，面向全球市场的智能化、模块化车型平台。两大平台通过全球超过 600 万公里道路测试及 76 种全球道路和极限环境测试，汇聚 18 种全球典型环境应用分析，确保了超长里程、多环境、顶尖标准验证的全球化品质。

柠檬平台，定位为全球高端智能化模块技术平台。该平台涵盖了从 A0 到 D 级 5 种车型级别的开发，并且覆盖了 SUV、轿车、MBA 三大品类市场，基于该平台打造的产品会更具轻量化、高性能、高安全的品质。在性能方面，柠檬平台车型将会具有更优异的车身结构，能够使车身俯仰角减小 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，使车辆协调性、操控性、舒适性全面提升；在动力方面，该平台涵盖了 ICE、混合动力、纯电动 BEV、氢燃料动力 4 种动力方案。公司在第三季度推出的第三代 H6、哈弗大狗正是基于柠檬平台打造的车型。

坦克平台，定位为全球智能专业越野平台。坦克平台拥有强悍的动力、智能化越野模式和极致的越野性能，其动力系统采用 2.0T 和 3.0T 两款 GDIT 发动机和中国首款 9AT 变速器的组合。同时，“坦克”平台通过全面的越野配置以及可靠的硬派智能四驱系统，实现了越野性能参数的领先。公司在 7 月 24 日推出的坦克 300 正是基于坦克平台推出的首款车型，后续将会推出基于此平台打造的 SUV 和皮卡车型。

咖啡智能，是面向未来的整车智能化平台。“咖啡智能”涵盖了智能座舱、智能驾驶和智能电子联系架构，是面向未来的出行的智能系统，也是驱动公司向全球化科技中心公司转型了数字化引擎。该系统是从用户体验的视角，将智能驾驶和智能座舱合二为一，并首次提出“交互+AI+生态”的智能化三大核心变量。在智能驾驶领域，基于咖啡智能系统的 L3 级别的自动驾驶采用可拓展架构，将在明年开始不断迭代升级，未来将达到 L4 甚至更高级别的自动驾驶水平。“咖啡智能”将会陆续搭载到长城汽车全品牌、全系列车型上，其中，WEY 品牌的旗舰车型坦克 300 为“咖啡智能”的首款落地车型。

表6: “柠檬”、“坦克”平台的具体情况

平台	柠檬	坦克
定位	高智能模块化技术平台	智能专业越野平台
特点	**高效燃油/混动/混电动/氢能四种动力方案** 4 款高效燃油/3 款混动专用发动机 2025 年热效率可达到 51.5%；	**高效燃油（ICE）/HEV/PHEV 三种动力形式** 包含 2.0/3.0GDIT 两种排量的发动机 3.0GDIT 发动机功率 260Kw 扭矩 500Nm
	模块设计超高拓展性 113 个标准模块、438 个基础模块 支持 A0 至 D 级 SUV/轿车/MPV 轴距范围 2650mm-3050mm 车长范围 4200mm-5100mm 车宽范围 1830mm-1975mm	**模块化设计高延展性** 105 个标准模块、425 个基础模块 支持 B 至 D+级 SUV/皮卡车型开发 轴距范围 2750mm-3750mm 车长范围 4600mm-5999mm 车宽范围 1840mm-2200mm
	轻量化+“全面安全”理念 70%高强度钢/“不等厚”钢板（TRB) “一体式”热冲压型门环	**超强越野能力+超强越野动力** 三把差速锁，爬坡 100%； 3.0GDIT+9ATP2 系统，总功率 380KW
	全国超强 FCEV 动力/先进的 BEV 纯电动系统 2021 年，第一代 FCEV 续航 900KM 百公里加速 8.9 秒 2023 年，第二代 FCEV 续航超 1100KM 百公里加速 4.56 秒 BEV 纯电动续航 700KM 百公里加速可达 4.4 秒	**多种悬架形式** 前悬架：独立双叉臂 后悬架：双叉臂、五连杆整体桥、整体桥后悬架配主动悬架系统，升降范围 120mm，涉水深度 965mm
	全球首发混联 DHT 节油率 48-50%；纯电续航 200KM P2/P2+P4 混动系统百公里加速可达 4.3 秒	**中国首款纵置 9AT 变速器** 涵盖常规/P2 两种形式 扭矩容量 750Nm

资料来源：公司官网，民生证券研究院

新平台的推出，加快了产品的推出速度。三大系统化的全新平台有助于缩短研发周期、提升生产效率、提升产品品质，加快产品推出速度。此外，公司规划每个平台至少分别打造 4~6 款产品，既有垂直换代的产品推出，也会有全新的产品上市。例如，第三代哈弗 H6，是基于柠檬平台打造的产品，将与现款哈弗 H6 多代同堂销售，属于垂直换代的产品；同时，基于全新平台打造的哈弗大狗则是一款全新的产品。在明年，公司将陆续推出基于全新平台打造的相关车型，如 WEY 品牌垂直换代产品——第二代 WEY 的产品将在明年上半年推出。

（二）多款新品上市，释放新增长点

基于三大技术品牌，公司将在今年下半年密集推出全新产品。7 月 24 日，依托全新技术平台打造的第三代哈弗 H6、哈弗大狗、WEY 全新越野 SUV 坦克 300、欧拉好猫全球首发亮相。

第三代哈弗 H6——柠檬平台的首款战略车型。第三代哈弗 H6 主被动安全全面升级，在外观、内饰、性能等配置方面均得到提升，可搭载多种动力模式，给予消费者更多选择。8 月 30 日，长城汽车第三代哈弗 H6 在北京正式上市，预售价为 11.59-13.49 万元，上市后首月销售量为 11516 辆。作为全球销量突破 300 万辆的明星座驾，第三代哈弗 H6 将传承前两代 H6 的荣耀，推动公司销量更上一层楼。

哈弗大狗——柠檬平台首款全新品类 SUV。哈弗大狗以“3/4 刻度座驾”为产品理念打造，以“心潮力量美学”设计契合潮流审美，满足年轻人对各种出行场景需求。9 月 25 日哈弗大狗上市，预售价为 11.99-14.29 万元，上市 5 天销量已达 3045 辆。这款车型的定位为轻越野产

品，将会开启一个全新的细分市场，为公司产品带来全新的增量市场。

坦克 300——坦克平台的首款车型，是 WEY 品牌全新豪华越野 SUV 品类下的首款车型。坦克 300，内部代号 P01，是第一款基于坦克平台打造的产品，并且是第一款匹配“咖啡智能”技术品牌的车型，呈现出豪华硬派越野风格，聚焦于紧凑型越野 SUV 市场。该款车型预计将在今年 12 月正式上市。

欧拉好猫——全新的电动汽车，由柠檬平台打造。欧拉好猫是基于柠檬平台和咖啡智能整车智能系统打造的欧拉首款 A0 级纯电动 SUV，采用经典的“复古未来主义”设计，正式吹响欧拉进军全新细分市场的号角。欧拉好猫预计今年 11 月 17 日上市，预售价 10.5 万元起，该款车型的推出将会更好地促进公司电动车的销量进一步增长。

公司在今年下半年推出多款新品，开启全新产品周期。新产品在造型、风格、配置方面更加多样化，满足年轻人的个性需求，为消费者提供更好的体验，促进公司销量规模增长。

表7：新车型介绍

车型	外观图	整车平台	类型	上市/预计上市时间
第三代哈弗 H6		柠檬平台	SUV	8 月 30 日
哈弗大狗		柠檬平台	SUV	9 月 25 日
坦克 300		坦克平台	SUV	今年 12 月
欧拉好猫		柠檬平台	SUV	11 月 17 日

资料来源：公司官网，民生证券研究院

四、风险提示

汽车销量不及预期；行业政策宽松不及预期；全球化战略不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	96,211	96,328	115,313	130,691
营业成本	79,684	79,760	95,490	108,373
营业税金及附加	3,169	3,179	3,459	3,790
销售费用	3,897	3,660	3,805	3,921
管理费用	1,955	1,775	2,168	2,474
研发费用	2,716	3,179	3,459	3,659
EBIT	4,789	4,775	6,930	8,474
财务费用	-351	-414	-468	-533
资产减值损失	-504	-163	-180	-175
投资收益	16	81	71	90
营业利润	4,777	5,574	7,896	9,592
营业外收支	324	330	336	350
利润总额	5,101	5,904	8,232	9,942
所得税	570	813	1,062	1,312
净利润	4,531	5,091	7,169	8,630
归属于母公司净利润	4,497	5,052	7,115	8,565
EBITDA	9,121	8,507	10,774	12,281

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	9,723	14,915	26,360	39,929
应收账款及票据	3,193	3,221	3,842	4,362
预付款项	441	478	538	620
存货	6,237	6,243	7,474	8,483
其他流动资产	48,907	51,908	54,395	56,447
流动资产合计	68,502	76,766	92,609	109,841
长期股权投资	3,113	4,113	4,913	5,513
固定资产	29,743	30,668	31,535	32,421
无形资产	4,710	5,630	6,684	7,693
非流动资产合计	44,594	47,889	50,619	53,079
资产合计	113,096	124,654	143,228	162,920
短期借款	1,180	1,000	800	600
应付账款及票据	35,460	35,475	42,301	48,109
其他流动负债	17,959	21,043	22,983	25,773
流动负债合计	54,600	57,518	66,083	74,482
长期借款	1,206	4,706	7,546	10,209
其他长期负债	2,892	2,892	2,892	2,892
非流动负债合计	4,097	7,597	10,437	13,100
负债合计	58,697	65,116	76,521	87,582
股本	9,127	9,176	9,176	9,176
少数股东权益	0	38	92	157
股东权益合计	54,399	59,539	66,708	75,338
负债和股东权益合计	113,096	124,654	143,228	162,920

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-3.0%	0.1%	19.7%	13.3%
EBIT 增长率	-16.6%	-0.3%	45.1%	22.3%
净利润增长率	-13.6%	12.4%	40.8%	20.4%
盈利能力				
毛利率	17.2%	17.2%	17.2%	17.1%
净利润率	4.7%	5.3%	6.2%	6.6%
总资产收益率 ROA	4.0%	4.1%	5.0%	5.3%
净资产收益率 ROE	8.3%	8.5%	10.7%	11.4%
偿债能力				
流动比率	1.25	1.33	1.40	1.47
速动比率	1.13	1.22	1.28	1.35
现金比率	0.18	0.26	0.40	0.54
资产负债率	51.9%	52.2%	53.4%	53.8%
经营效率				
应收账款周转天数	12.11	12.21	12.16	12.18
存货周转天数	28.57	28.57	28.57	28.57
总资产周转率	0.85	0.77	0.81	0.80
每股指标（元）				
每股收益	0.49	0.55	0.78	0.93
每股净资产	5.93	6.48	7.26	8.19
每股经营现金流	1.52	1.06	1.77	1.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	58.56	52.12	37.01	30.75
PB	1.49	4.43	3.95	3.50
EV/EBITDA	8.41	30.25	23.07	19.34
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,531	5,091	7,169	8,630
折旧和摊销	4,331	3,733	3,844	3,807
营运资金变动	4,541	1,027	5,166	5,537
经营活动现金流	13,972	9,749	16,205	18,049
资本开支	-6,785	-4,813	-4,563	-4,429
投资	-8,586	-3,000	-2,600	-2,200
投资活动现金流	-15,802	-7,731	-7,092	-6,538
股权募资	20	49	0	0
债务募资	4,819	3,320	2,640	2,463
筹资活动现金流	3,944	3,174	2,332	2,059
现金净流量	2,163	5,191	11,445	13,570

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司成立以来发展历程 3
图 2: 2015-2020H1 公司业务收入及占比（单位：亿元） 5
图 3: 2015-2020H1 各车型销量及占比（单位：万辆） 5
图 4: 长城汽车全球研发布局 6
图 6: 皮卡解禁进程 7
图 7: 皮卡用户分布情况 8
图 8: 2009-2019 年中国皮卡渗透率 8
图 9: 2019 年重点国家皮卡渗透率 8
图 10: 长城炮销量及长城皮卡市占率 9

表格目录

表 1: 公司整车业务产品布局 4
表 2: 四大零部件子公司的主要业务 4
表 3: 海内外工厂布局及产能情况 5
表 4: 全国性皮卡相关政策 7
表 5: 长城皮卡车型及价格区间 9
表 6: “柠檬”、“坦克”平台的具体情况 12
表 7: 新车型介绍 13
公司财务报表数据预测汇总 15

分析师与研究助理简介

邓健全，4年证券研究经验，曾任职于长城证券、安信证券，2019年加入民生证券，任汽车行业首席分析师。
王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。