2020 年 10 月 14 日
公司研究●证券研究报告

# 长城汽车（601633.SH）

深度分析

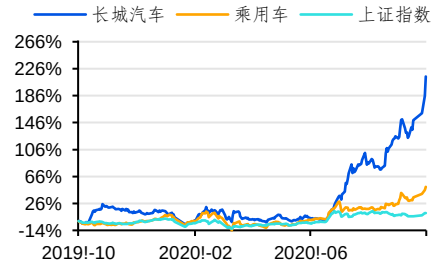
汽车 | 乘用车 III

| | |
|---|---|
| 投资评级 | 买入-B(下调) |
| 股价(2020-10-13) | 24.07 元 |

**交易数据**

| | |
|---|---|
| 总市值（百万元） | 220,865.20 |
| 流通市值（百万元） | 145,087.44 |
| 总股本（百万股） | 9,175.95 |
| 流通股本（百万股） | 6,027.73 |
| 12 个月价格区间 | 7.40/24.07 元 |

**一年股价表现**




*资料来源：贝格数据*

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|---|---|---|---|
| 相对收益 | 36.33 | 134.09 | 206.89 |
| 绝对收益 | 39.37 | 131.67 | 219.88 |

分析师 肖索
SAC 执业证书编号：S0910518007000 4
xiaosuo@huajinsc.cn
021-20377056

**相关报告**

长城汽车：Q2 销量回暖，业绩增长强劲 2020-08-30

长城汽车：6 月销量同比高增长，长城炮表现亮眼 2020-07-09

长城汽车：19 业绩符合预期，20Q1 业绩承压 2020-04-26

长城汽车：10 月销量环比高增长，有望超额完成全年目标 2019-11-08

长城汽车：三季报业绩超预期，产销量逆势增长效果显现 2019-10-27

## 汽车复苏，皮卡担当

**投资要点**

- **国内 SUV 行业龙头，持续研发投入。**公司是国内 SUV 行业的龙头企业，2019 年 SUV 销量国内第一，市场占有率达 9.5%。在技术研发上，公司坚持采取“过度投入、精准研发”的策略，近年来公司的研发支出持续增长，研发中心布局全球，研发业务围绕关键零部件布局全面。

- **基于新平台，开启 SUV 产品强周期。**SUV 行业由增量竞争转为存量竞争，其他自主车企如吉利、长安等纷纷进入 SUV 市场，公司主力车型哈弗 H6 的销量领先优势略有收窄，危中思变，在此之际推出全新“柠檬+坦克”两大全球智能模块化技术平台，模块化平台的推出有望缩短公司新车研发周期，提升研发效率，促进零部件通用化率，毛利率有望增长。公司核心动力系统全面升级，动力性经济性进一步提升，年内量产配套新车型，增强公司产品竞争力。模块化平台配合全新升级动力系统，公司下半年迎来新产品周期，神车哈弗 H6 全新换代，大狗/白猫/坦克 300 全新上市，伴随新平台渗透率提升，公司有望开启销量与单车盈利双升的强劲新产品周期。

- **皮卡渗透率有望提升，龙头首先受益。**长城汽车以皮卡起家，深耕皮卡市场，于 2019 年上市长城炮弥补了国内高端乘用化皮卡的空白，皮卡销量位居行业第一，市占率达到将近 50%。目前国内皮卡渗透率仅为 2%，远低于全球 6%~7%的渗透率水平。2016 年以来地方政府陆续放开皮卡进城限制，国内皮卡市场有望迎来快速发展。从需求端来看，商用需求有望受益于消费升级，对微卡，微型货车进行替代，乘用需求来看，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。预计皮卡行业 2025 年销量有望达到 104 万辆，渗透率约为 3.6%。在皮卡行业渗透率提升的情况下，公司作为皮卡行业的龙头企业将首先受益。

- **深化组织改革，开启战略转型。**公司调整长期战略，从整车制造企业向全球科技出行公司转型。变革之际，推出“咖啡智能”技术品牌进行双智融合，从智能驾驶、智能座舱、智能电子电器架构夯实未来智能出行服务的竞争力。同时商业模式向“制造+服务”转变，中长期有望改善公司盈利水平，估值中枢有望提升。

- **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.51、0.71 和 0.90 元。净资产收益率分别为 8.3%、10.7% 和 12.4%，给予“买入-B”投资评级。

- **风险提示：**乘用车行业需求复苏低于预期；新车销量低于预期；新平台降本不及预期。

**财务数据与估值**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 97,800 | 95,108 | 95,285 | 114,001 | 133,448 |
| YoY(%) | -2.7 | -2.8 | 0.2 | 19.6 | 17.1 |
| 净利润(百万元) | 5,207 | 4,497 | 4,671 | 6,474 | 8,261 |
| YoY(%) | 3.6 | -13.6 | 3.9 | 38.6 | 27.6 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 毛利率(%) | 16.7 | 16.2 | 18.5 | 19.8 | 20.9 |
| EPS(摊薄/元) | 0.57 | 0.49 | 0.51 | 0.71 | 0.90 |
| ROE(%) | 10.0 | 8.3 | 8.3 | 10.7 | 12.4 |
| P/E(倍) | 38.6 | 44.6 | 43.0 | 31.0 | 24.3 |
| P/B(倍) | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 3.0 |
| 净利率(%) | 5.3 | 4.7 | 4.9 | 5.7 | 6.2 |

*数据来源：贝格数据，华金证券研究所*

# 内容目录

**一、国内 SUV 品牌龙头，持续研发投入 ..... 6**
（一）股权结构集中，业务垂直整合 ..... 6
（二）自主品牌中占比提升，产能合理扩建 ..... 7
（三）产品主打 SUV，皮卡份额有所上升 ..... 8
（四）研发布局全面，持续精准投入 ..... 9
**二、基于新平台，开启 SUV 产品强周期 ..... 11**
（一）SUV 市场存量竞争，危中思变谋新生 ..... 11
（二）全新模块化平台重塑产品竞争力 ..... 12
（三）参考大众平台战略，成本有望降低 ..... 15
（四）核心动力（变速箱+发动机）升级，年内量产配套新车型 ..... 17
（五）哈弗 H6 全新换代，不容有失 ..... 19
**三、皮卡渗透率有望提升，龙头首先受益 ..... 21**
（一）国内皮卡龙头，引领皮卡乘用化 ..... 21
（二）政策放开，皮卡渗透率有望提升 ..... 24
（三）新增商用乘用需求推动皮卡销量增加 ..... 26
**四、深化组织改革，开启战略转型 ..... 27**
（一）“两个打通+一个融合”牢固发展基石 ..... 27
（二）推出“咖啡智能”，向全球科技出行公司转型 ..... 28
**五、可比公司财务比较 ..... 30**
**六、盈利预测 ..... 33**
**七、风险提示 ..... 34**

# 图表目录

图 1：公司发展历程 ..... 6
图 2：公司股权结构 ..... 7
图 3：整车销量（万辆）及增速（含皮卡） ..... 7
图 4：在乘用车中市占率和在自主品牌中的市占率 ..... 7
图 5：公司整车产品 ..... 8
图 6：销量结构 ..... 9
图 7：公司研发支出在当年营收中占比 ..... 10
图 8：国内主要乘用车企业研发支出在当年营收中占比 ..... 10
图 9：公司研发人员数量及占比 ..... 10
图 10：国内主要乘用车企业研发人员占比 ..... 10
图 11：长城全球研发中心 ..... 11
图 12：长城、吉利、长安 SUV 销量（万辆）对比 ..... 11
图 13：长城、吉利、长安 SUV 市场份额变化 ..... 11
图 14：H6（第一代和第二代）销量 ..... 12
图 15：2020 年 1-7 月 SUV 销量排名 ..... 12
图 16：哈弗 H6 领先第二名销量 ..... 12
图 17：柠檬平台 ..... 13
图 18：坦克平台 ..... 14
图 19：2020 年上市新车 ..... 15

图 20：MQB 平台轴距、前悬、后悬长度均可调 ..... 16
图 21：MQB 平台动力系统 ..... 16
图 22：MQB 平台车身更加轻量化 ..... 17
图 23：MQB 平台柔性安装，降低成本 ..... 17
图 24：长城汽车 9DCT 变速器 ..... 18
图 25：长城汽车 9HDCT 变速器 ..... 18
图 26：第二代哈弗 H6 外观图 ..... 19
图 27：第三代哈弗 H6 外观图 ..... 19
图 28：第二代哈弗 H6 内饰图 ..... 20
图 29：第三代哈弗 H6 内饰图 ..... 20
图 30：长城皮卡发展史 ..... 21
图 31：长城历代皮卡车型 ..... 22
图 32：长城皮卡销量（年度） ..... 22
图 33：公司皮卡份额 ..... 22
图 34：长城炮销量（月度） ..... 23
图 35：长城炮市占率情况 ..... 23
图 36：长城炮竞品皮卡 ..... 23
图 37：2011-2020M1-8 国内皮卡市场销量 ..... 24
图 38：2011-2020M1-8 皮卡销量占比 ..... 24
图 39：限制皮卡市场的因素 ..... 25
图 40：皮卡消费用户从事行业分布 ..... 26
图 41：2025 年皮卡行业销量预测 ..... 27
图 42：丰田“CE 制度”与 TNGA 架构 ..... 28
图 43：丰田“CE 制度”与 TNGA 架构 ..... 28
图 44：“咖啡智能”价值理念 ..... 29
图 45：“咖啡智能”的研发架构和理念 ..... 29
图 46：咖啡智能科技品牌 ..... 29
图 47：从“整车制造”向“全球科技出行公司”转型 ..... 30
图 48：丰田汽车宣布战略转型出行服务公司 ..... 30
图 49：丰田汽车推出 e-Palette ..... 30
图 50：可比公司营收规模 ..... 31
图 51：可比公司营收增速 ..... 31
图 52：可比公司净利润规模 ..... 31
图 53：可比公司净利润增速 ..... 31
图 54：可比公司毛利率 ..... 32
图 55：可比公司净利率 ..... 32
图 56：可比公司三项费用率合计 ..... 32
图 57：可比公司净资产收益率 ..... 32
图 58：可比公司季度经营活动现金净流量（亿元） ..... 33

表 1：产能情况 ..... 8
表 2：大众平台发展阶段 ..... 15
表 3：“柠檬”、“坦克”平台 ..... 17
表 4：DCT 产品对比 ..... 18
表 5：发动机参数对比 ..... 19

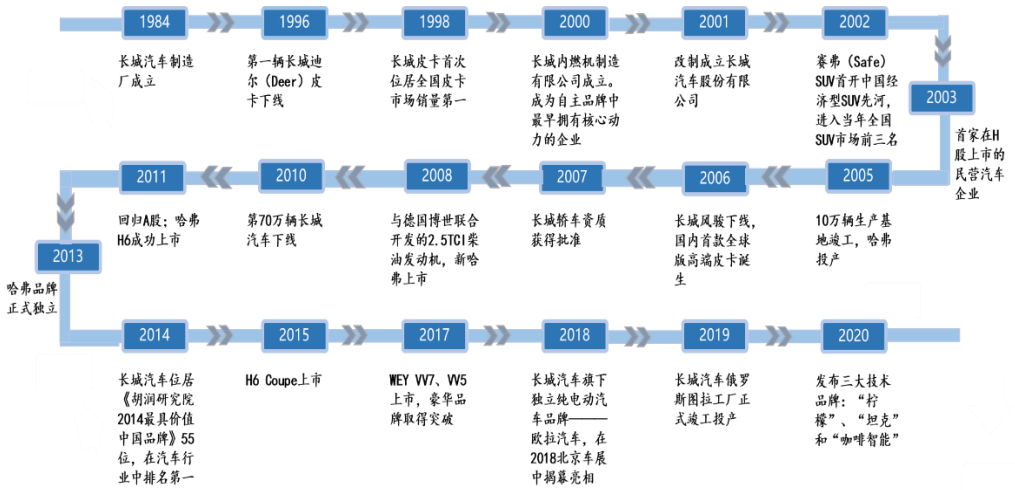
表 6：第三代 H6 与竞品车型对比 ..... 20
表 7：长城炮与竞品皮卡对比 ..... 23
表 8：皮卡解禁政策 ..... 25
表 9：客商两用车型种类及价格分布 ..... 27
表 10：长城汽车激励计划实施条件 ..... 28
表 11：各业务盈利预测 ..... 33
表 12：A 股同类公司估值比较 ..... 34
表 13：H 股同类公司估值比较 ..... 34

# 一、国内 SUV 品牌龙头，持续研发投入

## （一）股权结构集中，业务垂直整合

**公司是国内的优质 SUV 龙头，前身是成立于 1984 年的长城汽车制造厂。**公司也是国内首家在香港 H 股上市的民营汽车企业，于 2003 年、2011 年分别在 H 股和 A 股上市。目前拥有哈弗、WEY、长城皮卡和欧拉四大品牌，涵盖了 SUV、轿车以及皮卡等车型。动力包括传统动力车型与新能源车型。此外，公司于 2018 年与宝马公司合资成立光束汽车有限公司。公司不仅专注于整车的研发和生产，同时具备发动机、变速器等核心零部件的自主配套能力。

图 1：公司发展历程

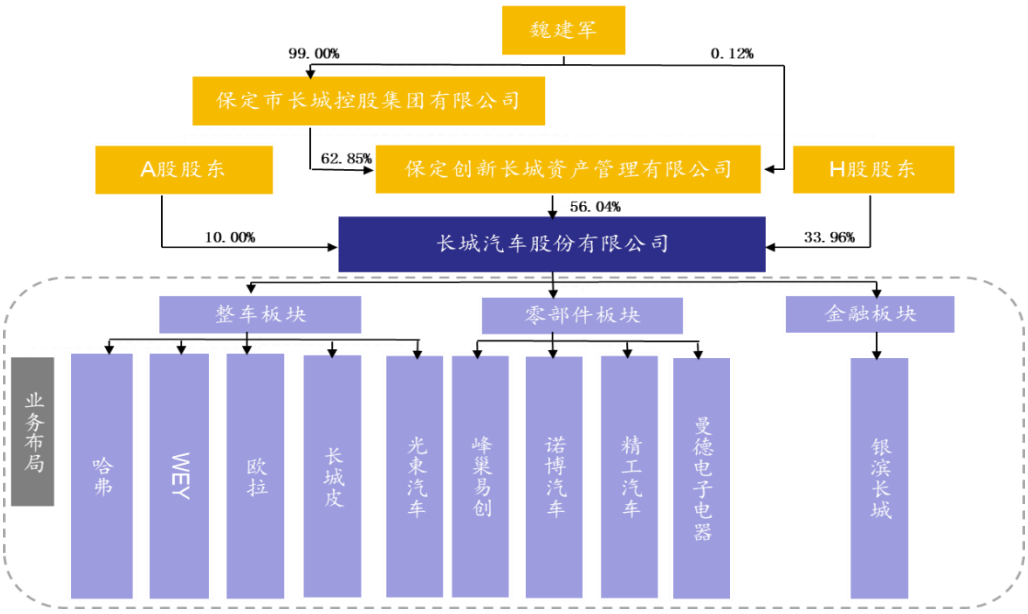



*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

公司第一大股东为保定创新长城资产管理有限公司（根据公司 2020 年一季报，保定创新长城资产管理有限公司持有公司股票 51.15 亿股，占公司总股本的 56.04%），实际控制人为魏建军先生。

**公司的业务主要分为整车板块、零部件板块和金融板块。**在整车的研发、生产和销售方面，公司以 SUV 为主，整车品牌拥有哈弗、WEY、长城皮卡和欧拉四个品牌，并与宝马合资成立了公司光束汽车。在零部件的生产和配套方面，公司设立的零部件公司包括蜂巢易创、博诺汽车、精工汽车和曼德电子电器。其中，**蜂巢易创**提供发动机、变速器、电驱动和智能转向等产品；**博诺汽车**的业务主要涉及汽车用品系列产品的研发、制造和销售；**精工汽车**主要包含底盘、压铸、装备三大业务版块，设底盘、冲焊、球销、铸造、模具、自动化、再生资源、铝合金铸造八大业务；**曼德电子电器**主要提供智能科技、节能环保型车用空调及动力冷却系统解决方案。在汽车金融服务方面，设立了长城银滨汽车金融有限公司，形成了全产业链布局。

图 2：公司股权结构

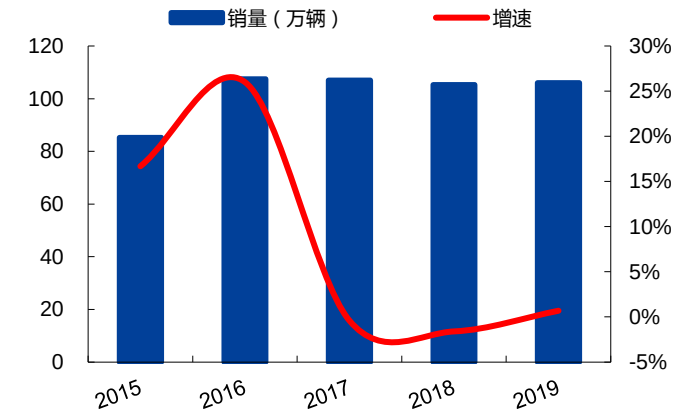



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）自主品牌中占比提升，产能合理扩建

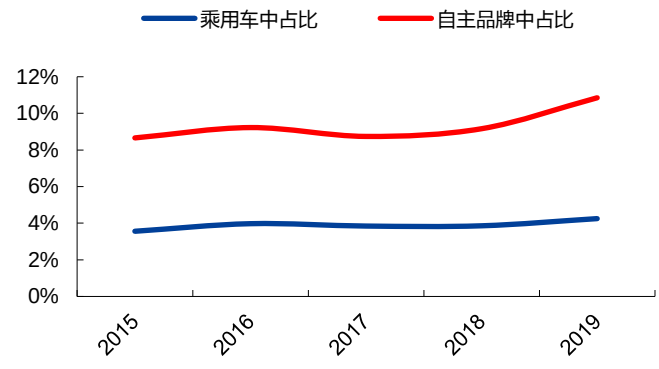
**公司整车销量保持稳定，乘用车销量在自主品牌中占比提升。**公司近几年整车销量稳定增长，2016 年实现销量 107.4 万辆，同比增长 26%。2017 年至 2019 年，汽车行业销量增速有所下滑，增量竞争转为存量竞争，在行业增速下滑的背景下，公司的销量成功稳定在了 100 万辆以上的水平。市占率方面，公司的乘用车产品份额近几年稳中有升，2019 年公司乘用车产品市占率为 4.25%，相较于去年提升了 0.39pct，在自主品牌中占比达到 10.85%，相较于去年提升了 1.69pct。

图 3：整车销量（万辆）及增速（含皮卡）




资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：在乘用车中市占率和在自主品牌中的市占率




资料来源：乘联会，华金证券研究所

**公司产能水平合理扩建，截至 2019 年底产能水平为 124 万辆/年。**其中俄罗斯工厂产能为 8 万辆/年，国内产能为 116 万辆/年。目前国内建成投产的工厂有保定、徐水、天津和重庆永川工厂。在建工厂泰州、日照、平湖工厂，其中泰州工厂今年下半年建成投产，平湖和日照工厂预计明年建成投产。在海外布局中，公司与通用汽车签署协议，收购通用汽车的印度塔里岗工厂以及

泰国罗勇府工厂，预计今年年底完成交易。公司与宝马合作的光束汽车预计于 2022 年建成投产，产能为 16 万辆/年。产能扩张稳步推进，海外布局逐渐完善。

表 1：产能情况

| 地区 | 类型 | 工厂 | 状态 | 产能（万辆/年） |
|---|---|---|---|---|
| 国内 | 全工艺工厂 | 保定工厂（含徐水） | 投产 | 70 |
| | | 天津工厂 | | 30 |
| | | 重庆永川工厂 | | 16 |
| | | 江苏张家港工厂 | 在建 | 16 |
| | | 山东日照工厂 | | 10 |
| | | 浙江平湖工厂 | | 10 |
| | | 江苏泰州工厂 | | 10 |
| 海外 | 全工艺工厂 | 俄罗斯图拉工厂 | 投产 | 8 |
| | | 印度塔里岗工厂 | 2020 年底完成交易 | |
| | | 泰国罗勇府工厂 | | |
| | KD 工厂 | 厄瓜多尔工厂 | 投产 | |
| | | 马来西亚工厂 | | |
| | | 保加利亚工厂 | | |

*资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所*

## （三）产品主打 SUV，皮卡份额有所上升

**产品以 SUV 为主，皮卡车型逐渐丰富。**公司主力车型为 SUV 车型，其中哈弗品牌经过长期的经营，拥有较大的品牌影响力；WEY 品牌于 2016 年推出，定位于豪华 SUV 市场，旗下产品有 VV5、VV6、VV7 及 VV7 PHEV。同时，皮卡车型逐渐丰富，公司于 2019 年推出长城炮皮卡，2020 年推出长城炮越野版柴油 8AT 车型，产品矩阵逐渐丰富。

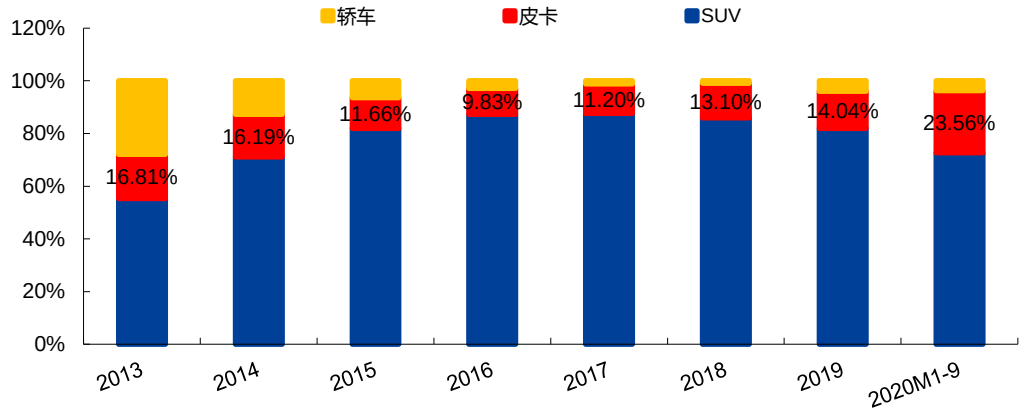
图 5：公司整车产品




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

**从销量占比来看，SUV 占比最大，皮卡份额有所提升。**SUV 车型一直是公司的主力车型，2013 年公司 SUV 销量占比已经过半，公司于 2014 年提出聚焦 SUV 战略后，该车型占比近几年持续提升，2019 年达到 82%，相较 2013 年提升了 27 个百分点。皮卡车型方面，公司于 2019 年推出长城炮皮卡之后，皮卡销量占比有所提升，2020 年上半年占比达到 24%，较去年提升 10 个百分点。

图 6：销量结构

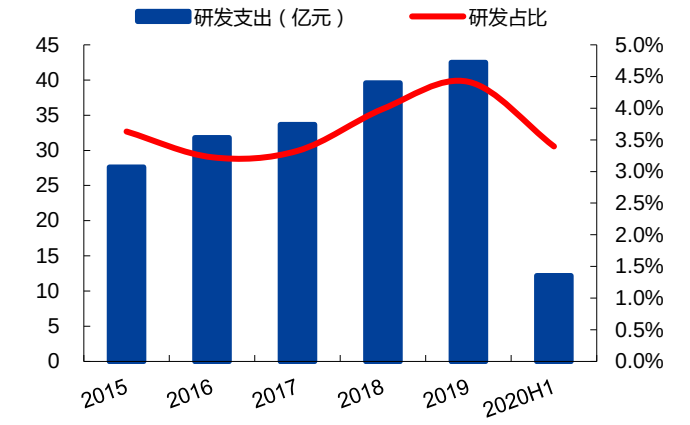



*资料来源：公司公告，华金证券研究所*

## （四）研发布局全面，持续精准投入

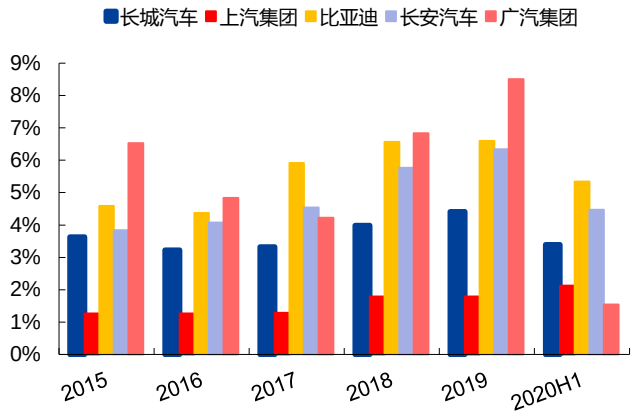
**在技术研发上，公司坚持采取“过度投入、精准研发”的策略。**近年来公司的研发支出持续增长，2015 年研发支出为 27.61 亿元，2019 年增长至 42.48 亿元，2020 年上半年的研发支出为 12.20 亿元（因为有部分研发费用资本化，所以显示支出较少）。公司的研发占比也有所增长，2015 年的研发占比为 3.63%，2019 年的研发占比超过了 4%，达到 4.42%，2020 年上半年的研发占比为 3.40%。在国内主要乘用车企业中，广汽集团的研发占比最高，其次是比亚迪和长安汽车，长城汽车的研发占比也紧随其后，上汽集团的研发占比最低，2019 年以前未超过 2%。2020 年第一季度，广汽集团受疫情影响研发占比下降较多，比亚迪和长安汽车的研发占比也有所下降，而长城汽车和上汽集团的研发占比则上升了。可见长城汽车一直保持着较高的研发投入，巨大的研发实力支撑着公司的高质量发展。

图 7：公司研发支出在当年营收中占比




资料来源：wind，华金证券研究所

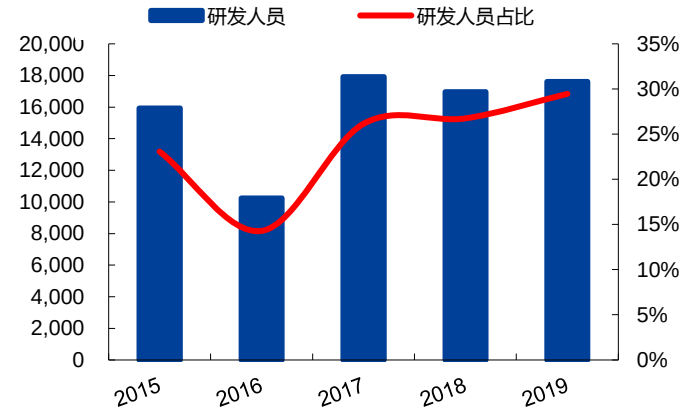
图 8：国内主要乘用车企业研发支出在当年营收中占比




资料来源：wind，华金证券研究所

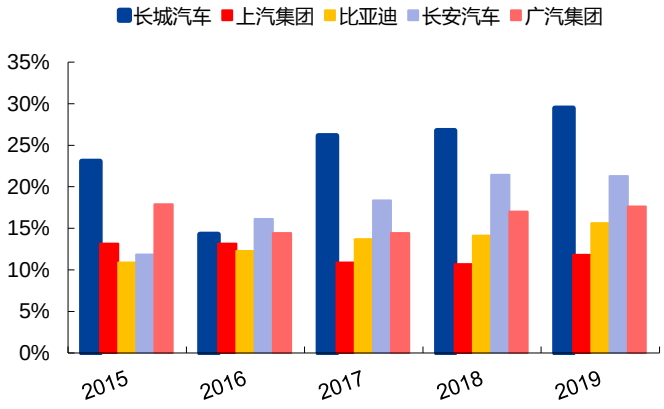
**研发人员数量多，占比领先。**公司的研发人员数量庞大，已超过 17000 名，研发人员占比也不断上升，近三年研发人员占比分别为 26.15%、26.75%和 29.46%。在国内主要乘用车企业中，长城汽车的研发人员占比位列第一，且与其他企业拉开了一定的差距，优势显著。

图 9：公司研发人员数量及占比




资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：国内主要乘用车企业研发人员占比




资料来源：wind，华金证券研究所

**研发中心遍布全球，业务全面。**长城汽车已先后在日本、美国、德国、印度、奥地利和韩国设立海外研发中心，构建了以保定总部为核心，涵盖欧洲、亚洲、北美的研发布局，加快全球化进程。各地的研发中心分别聚焦整车造型及内外饰设计、新能源项目和自动驾驶等细分领域，全面提升其品牌的国际竞争力。

图 11：长城全球研发中心



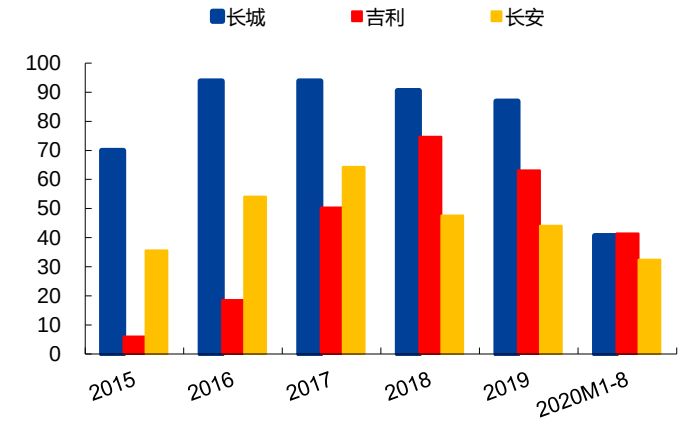

*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

# 二、基于新平台，开启 SUV 产品强周期

## （一）SUV 市场存量竞争，危中思变谋新生

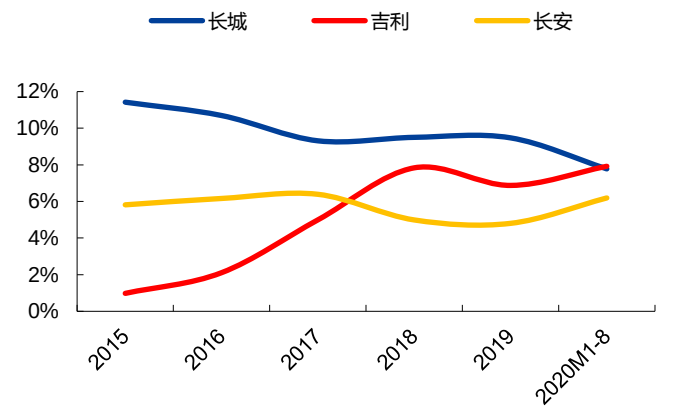
**SUV 行业存量竞争，公司 SUV 市场份额略有下滑。**2019 年公司 SUV 销量 86.9 万辆，市场份额达到 9.5%，在自主品牌中位于第一位。2020 年 1-8 月，公司 SUV 销量 40.7 万辆，占比为 7.8%，略有下滑。主要是因为公司王牌主力车型哈弗 H6 在下半年将迎来更新换代，第三代哈弗 H6 由全新平台打造，外观、内饰、性能及科技配置方面均有全面升级，预计该车的需求将在下半年集中释放，公司的 SUV 市场份额也将回升。

图 12：长城、吉利、长安 SUV 销量（万辆）对比




*资料来源：公司公告，华金证券研究所*

图 13：长城、吉利、长安 SUV 市场份额变化

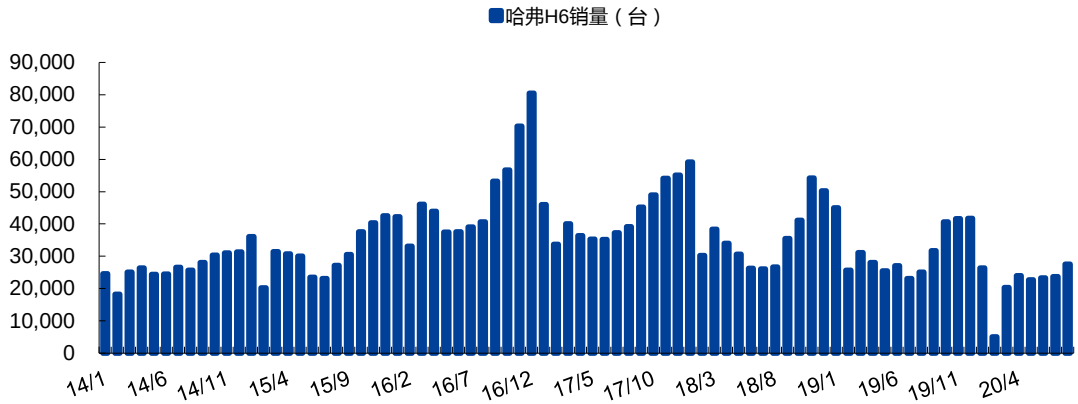



*资料来源：公司公告，中汽协，华金证券研究所*

**哈弗 H6 销量神话依然保持，但领先优势略有下降。**自推出以来销量快速上涨，在不到一年的时间里登上 SUV 销量榜单的榜首。2014 年和 2015 年哈弗的全年销量分别为 31 万辆和 37 万

辆，而 2016 年更是创下了国内单一年份车型销量纪录，全年销量达 58 万辆，同年 12 月的单月销量超过 8 万辆。2019 年 12 月，哈弗全球销量已突破 300 万，且疫情后其销量也快速恢复，到今年 6 月为止取得了连续 85 个月 SUV 销量第一的好成绩。

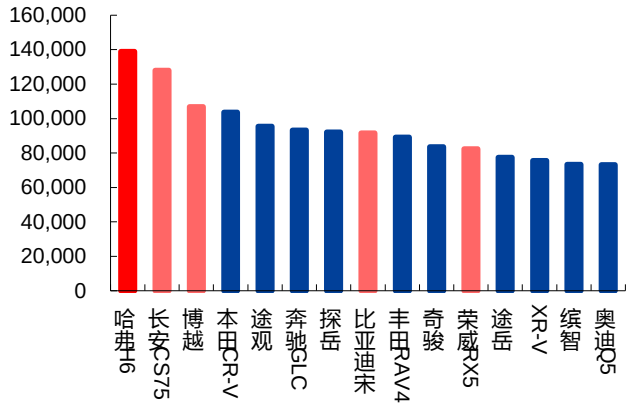
图 14：H6（第一代和第二代）销量




资料来源：公司公告，华金证券研究所

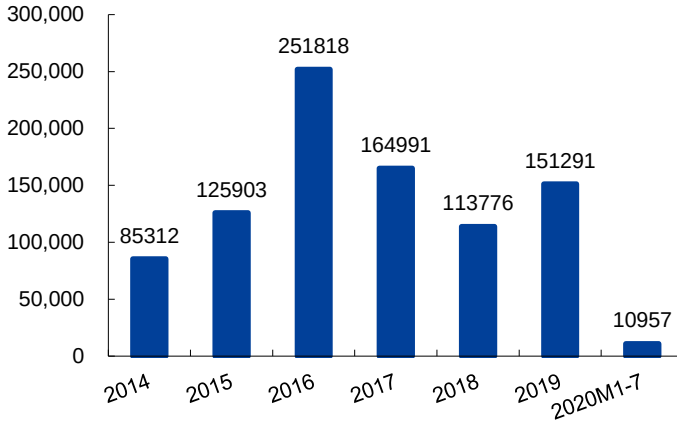
**H6 领先优势逐渐减弱，关键时点更新换代。**SUV 销量市场进入存量竞争时代，其他自主品牌也在不断崛起，SUV 市场越来越细化。其他自主品牌如长安 CS75、吉利博越售价与 H6 相当甚至于低于 H6，哈弗 H6 的价格优势略减。在其他自主品牌的逐渐崛起下，长城汽车的危机感也越来越重。

图 15：2020 年 1-7 月 SUV 销量排名




资料来源：乘联会，华金证券研究所

图 16：哈弗 H6 领先第二名销量




资料来源：乘联会，华金证券研究所

## （二）全新模块化平台重塑产品竞争力

7 月 20 日，长城汽车发布了三大技术品牌：“柠檬”平台、“坦克”平台、“咖啡智能”。公司从 2015 年起，研发投入超 200 亿元，打造了智能化、模块化平台——**“柠檬”和“坦克”**。

**柠檬：全球化高智能模块化技术平台。**可开发 A0、A、B、C、D 五种级别车型，覆盖 SUV、轿车、MPV 三大品类，“柠檬”平台产品具备全球领先的高效燃油动力，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将达到 51.5%。动力

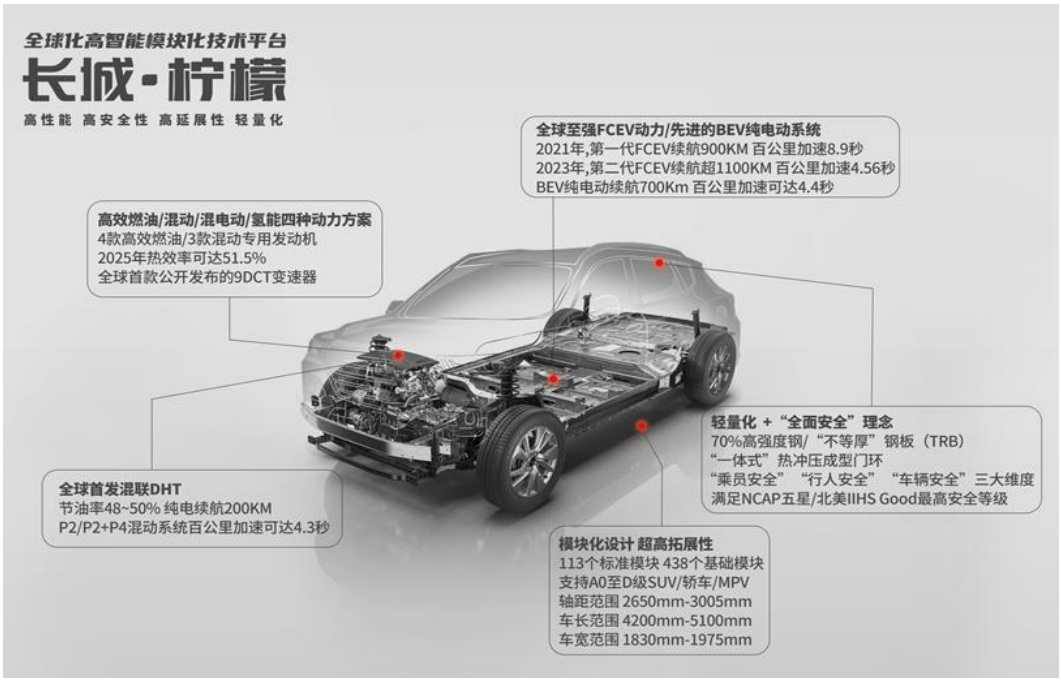
包括燃油、混合动力、纯电动和氢燃料电池四种动力模式。具体到公司架构层面，“柠檬”平台将彻底改变过去复杂的独立生产单元模式，按照市场调研、车型设计、产品动力总成、用户评价等为主线，将工程师、设计人员重新组织分配到各个关键环节，针对不同车型和研究方向进行相应的产品设计研发。新平台不仅是体现制造平台的变革，更是链接人与人之间协作效率，产品全流程跟踪的模块化平台。

**主打“轻量化+全面安全”理念。从平台的材料上来看，**柠檬平台的高强度钢使用比例超过70%。高强度钢有这样的特点，在同等的重量下，刚性会更高，当然“难度”就是成型工艺会更复杂导致成本更高。柠檬平台把高强度钢比例调整到 70%水平，这个概念已经超过了目前市场几乎所有模块化平台的高强度钢占比。第三代哈弗 H6 高强度钢板的使用率更是达到 71.61%，同时得益于轻量化材料应用及工艺优化，整车减重 100 公斤。从结构上看，柠檬平台的也大量的运用了不等厚钢板来实现材料工艺的最优化，以此来实现最为优化的轻量化结构设计。

**从安全性的角度看，**柠檬平台高强度钢占比，大部分是运用到了承载式车身平台结构中的乘员舱部分。事实上，承载式车身平台的大部分结构也就是乘员舱的设计。在工艺上，柠檬平台的侧围内板采用了热冲压的一体式设计，在减轻重量的同时，也强化了其结构刚度。这是车辆能够通过 IIHS 的 25%小重叠面碰撞测试的关键——一个刚性极高的乘员舱——而这也是构成柠檬平台安全性设计的基础。“乘员安全”“行人安全”“车辆安全”三大维度满足 NCAP 五星/北美 IIHS Good 安全等级。

**模块化设计，超高拓展性。**从车型拓展的范围上来看，现阶段发布的柠檬平台可以支持轴距范围在 2650 毫米到 3005 毫米；车长范围在 4200 毫米到 5100 毫米；车宽范围在 1830 毫米到 1975 毫米的，涵盖 MPV 到 SUV，以及从 A0 到 D 级的车型布局，并实现 113 个标准模块和 438 个基础模块。

图 17：柠檬平台




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

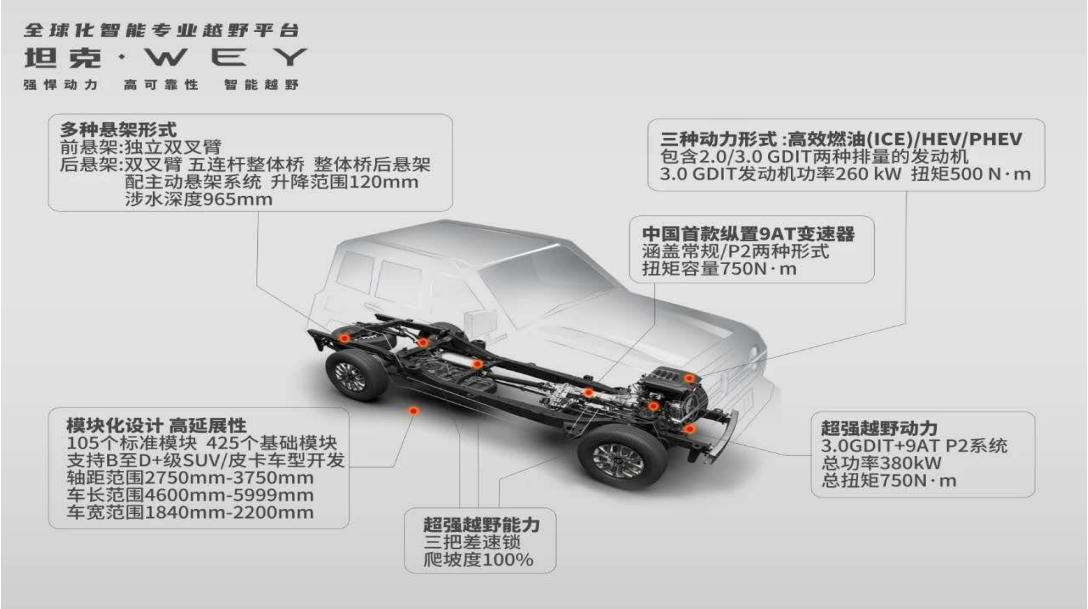
**坦克：全球化智能专业越野平台。**基于模块化构造的坦克平台,可支撑 B 级到 D+级不同级别、涵盖 SUV、皮卡两大品类的车型开发,是专业纵置非承载越野平台。

**在动力方面**,坦克平台涵盖 ICE、PHEV、HEV 三种动力形式,在常规高效发动机中主要有 2.0L、3.0L 两种 GDIT 发动机,其中 3.0T 功率/扭矩分别达到了 260 kW/500 N •m,并实现了 38%的发动机热效率,做到了同级别最优。坦克平台还将搭载长城自主研发的中国首款纵置 9AT 变速器,涵盖常规、P2 两种形式,扭矩容量 750Nm,扭矩密度和齿比跨度同级领先。3.0GDIT 发动机与 9AT P2 的集成,打造出了堪称全球最强的越野动力,系统总功率/总扭矩分别达到了 380 kW /750N • m,为坦克平台的极致越野提供了强劲的动力保障。

**在驱动系统发方面**,“坦克”平台搭载高效可靠的智能四驱系统,可以实现最大 50:50 的实时动力前后轴分配。超大行程的主动悬架系统,实现业内首屈一指的 120mm 悬架升降范围,在大大提升极限越野性能的同时,配合电控减震器,结合路况实时调整减震刚度及阻尼,平稳通过各种路况。作为专业越野平台,“坦克”平台的各项越野参数均是业内标杆品质,包含大于等于 36.3 度的接近角,大于等于 37.2 度的离去角,大于等于 24 度的纵向通过角,最小离地间隙 224mm,涉水深度高达 965mm,100%的爬坡度更是达到行业极限水平。

**从车型拓展的范围上来看**，现阶段发布的坦克平台可以支持轴距范围在 2750 毫米到 3750 毫米；车长范围在 4600 毫米到 5999 毫米；车宽范围在 1840 毫米到 2200 毫米的，涵盖皮卡到 SUV，以及从 B 到 D+级的车型布局，并实现 105 个标准模块和 425 个基础模块。

图 18：坦克平台




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

**新平台新车型，丰富公司产品矩阵。**基于“柠檬、坦克”两大平台，公司在 2020 年下半年将推出多款新车型。2021 年基于新平台公司将推出 10 多款新车。在 SUV 领域，已上市的第三代哈弗 H6 全面升级，综合实力突出；即将上市的哈弗大狗拥有 3/4 刻度座驾，兼顾越野以及城市使用，通过精准的产品定位满足年轻消费者的用车需求，开创了一个全新车型品类；2021 款哈弗 F7/F7x 也在近日上市，通过 AI 上新、颜值上新、智能上新、配置上新和动力上新这“五大上新”以及“Fun-Life 2.0 系统”和“12.3 寸中控显示大屏”两大全系标配，实现智能化再进阶；

WEY 系列的坦克 300 将在年底上市，它基于专业越野平台“坦克”打造，作为该品牌的旗舰车型，不仅具备强大的越野性能，还注重为用户提供舒适的驾车体验，与市面上的同类产品形成了差异化竞争优势。这些新车型的推出使得公司 SUV 领域的产品更加丰富，助力长城汽车成为全球 SUV 领导者。此外，对于新能源汽车领域，欧拉系列的欧拉白猫已上市，采用新的命名体系吸引年轻消费者的关注；欧拉好猫也即将上市，它是基于全新的“柠檬”平台打造的第一款电动汽车，其造型风格更加新颖，彰显时尚的态度和鲜明的个性，上市后将进一步提升欧拉品牌。众多新车型的上市，使公司产品形成了在不同细分市场的全面布局，领先于国内自主品牌。

图 19：2020 年上市新车




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

## （三）参考大众平台战略，成本有望降低

**大众集团的平台化进程分为三个阶段。**1、1974 年起，大众集团的第一阶段的平台化战略是根据轴距分类；2、1996 年开始，推出了 PQ 平台，PQ 平台根据发动机位置和轴距分类；3、2001 年开始是模块化平台的过渡期，2008 年正式推出模块化平台战略，主要是 MQB、MLB 和 MEB 平台。

表 2：大众平台发展阶段

| 主要平台阶段 | 提出时间 | 重点车型 | 时间跨度 |
|---|---|---|---|
| A、B、C、D | 1974 | Polo/Lupo/Fabia/Golf/Jetta/Passat/ Audi 80/Audi 100 | 建厂起 37 年 |
| PQ 系列平台 | 1996（PQ23） | Polo/Fabia/Golf/Jetta/ Passat/A4/A8/A6 | 22 年 |
| 模块共享战略（过渡期） | 2001 | Polo/Golf/Jetta 4/Passat 4/ A2/A3/A4/A6/A8/Q7/Q5 | 5 年 |
| 四大基准平台的模块化战略 | 2008 | Octivia/Superb/Golf/Phaeton/ Jetta/A3/Tiguan/Passat/A4/A6 /A8/Q3/Q5/Q7/UP | 至今 |

*资料来源：互联网公开资料，华金证券研究所*

**大众 MQB 发动机横置平台特征：**

1、**模块高度柔性化，设计兼容性强：**核心架构设计基础是围绕关键零部件如加热和空调系统，座椅骨架，发动机/传动系统，电器等模块。同时前悬、前轮距、后轮距、轴距、后悬等均可以调整，实现不同轴距、不同风格车型设计

2、**标准化发动机安装位置，减少发动机、变速器种类：**发动机模块位置统一不变既是 MQB 平台模块化的基础，也是该平台的核心要素。即该平台上所有的车型油门踏板距离前轮中心的距离是相同的，发动机安装的倾斜角度也是相同的，向后倾斜 12 度标准化设计，发动机和变速箱种类减少 88%，同步标准化驱动轴、变速器的位置，进排气系统统一为前进后排方式。MQB 平台的动力系统有三种：传统动力、电动和非传统动力/可再生能源，其中传统动力模块包括：汽油发动机（EA211）模块和柴油发动机（EA288）模块。

图 20：MQB 平台轴距、前悬、后悬长度均可调




资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

图 21：MQB 平台动力系统



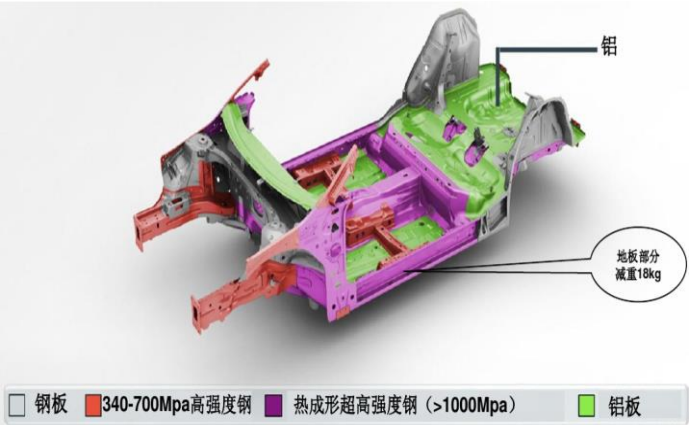

资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

3、**轻量化程度和燃油经济性进一步提升：**车身结构的 85%使用高强度钢减重约 18kg，同时也提升了碰撞性能，地板部分采用较重的热成型高强度钢，减重目标也设置在 18Kg。MQB 平台车型较上代车型整车减重 40-60KG，对整车节油的贡献度接近 25%。

4、**共线生产，生产效率提高：**因为发动机模块固定，MQB 平台的产品都可以共线生产，采用的是一种名为模块化生产系统（MPB）的生产方式。因此可以实现：1）大众品牌内部的车型能够共线生产，比如 Polo 和帕萨特；2）大众集团内部不同品牌车型也可以共线生产，例如大众、西雅特和斯柯达这样的不同品牌。

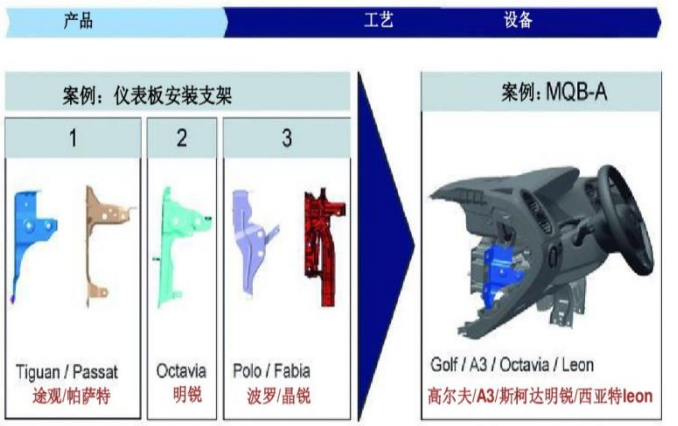
5、**生产开发成本降低：**PQ46 平台的 Tiguan/Passat、PQ35 平台的 Octavia 和 PQ25 平台的 Polo/Fabia，这几款车的从发动机到防火墙的一个连接配件根据平台以及发动机大小的不同，有多种不同的样式。但是在采用 MQB 平台之后，该配件就可以统一起来。通过标准化、模块化的生产，能够将生产成本降低很多。

图 22：MQB 平台车身更加轻量化




资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

图 23：MQB 平台柔性安装，降低成本




资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

**参考大众 MQB 平台，盈利水平有望提升。**长城的模块化平台和大众的 MQB 模块化平台，相同之处都是在提高质量、提高适应性、提高通用化率、降低成本。相对于 MQB 和 MEB，柠檬平台拓展性更强，可开发 A0、A、B、C、D 五种级别车型。新平台零部件通用率达到 60%-80%，**新平台产品的毛利率水平有望提升 3-4 个百分点。**

表 3：“柠檬”、“坦克”平台

| 平台 | 车型 | 级别 | 轴距 | 车长 | 模块数量 | 能源动力 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 柠檬 | SUV<br>轿车<br>MPV | A0 到 D | 2050-3000mm | 4200-5100mm | 438 个基础模块 113 个标准模块 | 内燃机 | |
| | | | | | | 混合动力 | 混联 DHT |
| | | | | | | | P2/P2+P4 |
| | | | | | | 纯电动 | 130KW |
| | | | | | | | 150KW |
| | | | | | | | 200KW |
| | | | | | | 氢燃料电池 | |
| 坦克 | SUV<br>皮卡 | B 到 D+ | 2750-3750mm | 4600-5999mm | 425 个基础模块 105 个标准模块 | 高效燃油（ICE） | |
| | | | | | | HEV | |
| | | | | | | PHEV | |

资料来源：公司官网，华金证券研究所

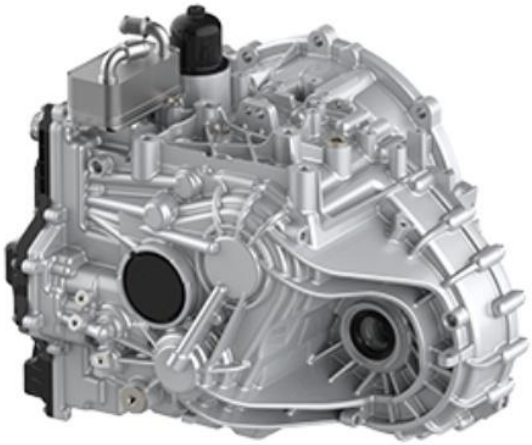
## （四）核心动力（变速箱+发动机）升级，年内量产配套新车型

**核心动力升级，动力性经济性进一步提升。**7 月 14-15 日，公司举办长城汽车全新动力总成品鉴沙龙，首次展示介绍了热效率高达 38.3%的 4N20 系列发动机和世界首款横置 9DCT/9HDCT 变速器。长城的全新动力总成产品获得清华大学车辆运载学院副院长，“中国心”年度十佳发动机评选专家委员会评委王志的高度评价，王志表示“长城汽车在动力总成领域硕果累累，新技术更新迭代的周期不断加快，更具轻量化、高效化、节能化，这完全基于长城汽车的自主技术研发实力，更是中国汽车品牌技术向上的积极表率。”

**推出全球首款横置湿式 9DCT/9HDCT，扭矩提升油耗降低。**公司新款 9DCT 采用高度电子模块设计、紧凑同步器设计等技术，提升了 54%的承载扭矩，轴向空间节省节约 5.8mm，平均重量降低 2.6%，与老款 7DCT 相比体积接近，但是新能更优。同时在常规变速器的基础上集成

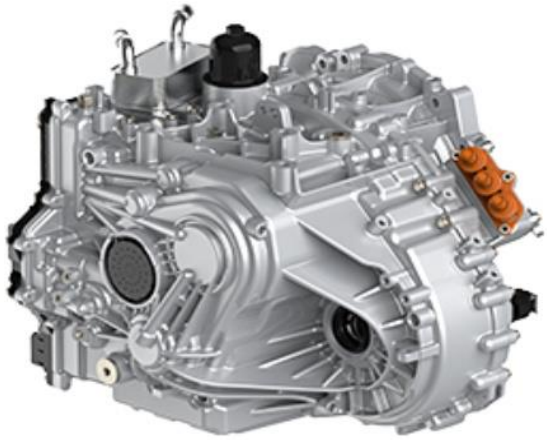
P2 模块，研发设计了全球首款横置 P2 混动湿式 9HDCT。相较老款 7DCT 产品，9DCT 变速器百公里油耗降低 7%，9HDCT 变速器百公里油耗降低 70%。

图 24：长城汽车 9DCT 变速器



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 25：长城汽车 9HDCT 变速器



资料来源：公司官网，华金证券研究所

表 4：DCT 产品对比

| 品牌 | 类型 | 扭矩（Nm） | 长度（mm） | 中心距(mm) | 重量（kg） | 扭重比 | 传动比范围 | 传动效率 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长城 | 7DCT 湿式 | 450 | 375 | 197 | 83 | 5.4 | >8 | 96% |
| | 9DCT 湿式 | 400 | 385 | 197 | 78.5 | 2.5-5.1 | — | 96.2% |
| 格特拉克 | 7DCT 湿式 | 300 | 369 | 188 | 71 | 4.2 | 8.5 | — |
| 大众 | 7DCT 湿式 | 500 | 400 | 197 | 91.4 | 5.5 | — | — |
| 吉利 | 7DCT 湿式 | 330 | 385 | — | 75 | 4.4 | — | 93.4% |
| 奔驰 | 7DCT 湿式 | 450 | 367 | 188 | 86 | 5.2 | 7.9 | — |
| 上汽 | 6DCT 湿式 | 360 | 359 | — | — | — | — | — |
| 杭州依维柯 | 7DCT 干式 | 250 | — | 197 | 80 | 3.1 | 6.8 | — |

资料来源：公司官网，华金证券研究所

**新款 4N20 发动机热效率达到 38.3%，功率扭矩指标均处于国际先进水平。**公司 4N20 采用了高压缩比、350bar 中置直喷燃油系统借助、米勒循环、电子水泵、轻量化等技术，实现了低油耗、低排放特性。热效率达到 38.3%，最低比油耗达到 220g/kWh，，搭载在哈弗系列车型上一代机型油耗降低 5%-8%；同时实现功率 180kW(5500-6000rpm)，扭矩 385Nm(1750-4000rpm)，重量相对上一代产品降低 10%，效率、性能、节能环保等指标处于国际先进水平。

表 5：发动机参数对比

| 品牌 | 发动机名称（型号） | 排量 | 最大功率/转速（KW/rpm） | 升功率（kW/L） | 最大扭矩（Nm/rpm） | 最大热效率 | 进气方式 | 车型 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 长城 | GW4B15A | 1.5L | 124/5000-5600 | 80 | 285/1400-3000 | 35% | 涡轮增压 | 哈弗 1.5T 系列 |
| | EB06 | 1.5L | 120/5500-6000 | 80 | 240 | 38% | 涡轮增压 | |
| | EB07 | 1.5L | 135/5500-6000 | 86.7 | 285 | 36.5% | 涡轮增压 | |
| | 4N20 | 2.0L | 150/6000-6300 | 75 | 320/1500-4000 | 38.3% | 涡轮增压 | |
| | 4N20A | 2.0L | 180/5500-6000 | 90 | 385/1750-4000 | 38.3% | 涡轮增压 | |
| | GW4C20B | 2.0L | 165/5500 | 82.5 | 385/1800-3600 | 35% | 涡轮增压 | 哈弗 2.0T 系列 |
| 大众 | EA211 | 1.5L | 110/5000-6000 | 73.33 | 250/1750-3000 | 37.5% | 涡轮增压 | 高尔夫 8 |
| | EA888-DPL | 2.0L | 137/4100-6000 | 68.5 | 320/1500-4000 | 37.2% | 涡轮增压 | 凌度 |
| 丰田 | M15C | 1.5L | 87 | —— | 146 | 38% | 自然吸气 | |
| | 8AR-FTS | 2.0L | 162/5200-5600 | —— | 350/1800-4000 | 38% | 涡轮增压 | 新款汉兰达 |
| | M20C | 2.0L | 126 | —— | 207 | 40% | 自然吸气 | —— |
| 本田 | L15b8 | 1.5L | 130/6000 | —— | 220/1700-5500 | 38% | 涡轮增压 | 思域 1.5T |
| 长安 | 蓝鲸 NE1.5T | 1.5L | 132/5500 | 88 | 300/1250-3500 | 40% | 涡轮增压 | UNI-T |
| 广汽传祺 | 4A15J1 | 1.5L | 124/5000 | —— | 265/1700-4000 | 36% | 涡轮增压 | GS4 等 |
| | 4B20J1 | 2.0L | 185/5250 | 92.5 | 390/1750-4000 | 38% | 涡轮增压 | GS8 |

*资料来源：汽车之家，华金证券研究所*

## （五）哈弗 H6 全新换代，不容有失

**第三代 H6 助力销量增长。**今年 9 月上市的第三代哈弗 H6 是全球首款具备整车 FOTA 功能的燃油 SUV，产品基于全新平台打造，向着年轻化、智能化升级来适应新的市场需求。新一代哈弗 H6 除了基础的外观、内饰提升之外，在车身轻量化、车身尺寸、安全性以及智能网联等方面进行了全方位的升级。此外，第三代哈弗 H6 不到 15 万的价格也使其保持出众的性价比，可以预见新产品拥有巨大的潜力，将延续良好的销量表现。

图 26：第二代哈弗 H6 外观图




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

图 27：第三代哈弗 H6 外观图




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

图 28：第二代哈弗 H6 内饰图



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

图 29：第三代哈弗 H6 内饰图



资料来源：汽车之家，华金证券研究所

**第三代 H6 与竞品车型对比，综合实力更优。**通过与市面上同类型的竞品车型对比可知：第三代哈弗 H6 的综合实力更优秀。在性能方面，第三代哈弗 H6 采用升级版 1.5GDIT 发动机+第二代 7DCT 变速箱，电控增压器全面升级，最高 95.6%传递效率，配合 3.0 动力条件软件版本，油门响应速度最高提升 200ms。并且其最大扭矩输出范围由 1400 转-3000 转提升到 1400 转-3600 转，与其他几个品牌同为 1.5T 排量以及 1.8T 排量的吉利博越相比都更为出色。在舒适度方面，第三代哈弗 H6 的车身尺寸为 4653*1886*1730，较老款 H6 有不小的提升，最重要的是轴距增加到 2738mm，与其他品牌的车相比能够为后排乘客提供更大的腿部空间。**在智能化方面，第三代哈弗 H6 支持整车 FOTA 智能升级，并拥有自动循迹倒车功能，领先于其他车企。**第三代哈弗 H6 是为数不多的售价在 12 万元区间、搭载 Mobileye EyeQ4 自动驾驶芯片的车型，还有 2 个毫米波雷达、12 个超声波雷达、1 个 ADAS 摄像头、1 个行车记录仪摄像头、4 个环视摄像头全方位扫描，使得该车型具备 L2+级别自动驾驶能力。此外，在轻量化方面，新车整车减重 100kg，性能提升 10%，油耗更降低 14.5%以上。

表 6：第三代 H6 与竞品车型对比

| 车型 | 第三代哈弗 H6 | 老款哈弗 H6 | 长安 CS75 | 广汽传祺 GS4 | 荣威 RX5 | 吉利博越 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 价格 | 11.59-13.49 万元 | 10.4-13.6 万元 | 10.39-11.39 万元 | 8.98-15.18 万元 | 9.98-14.88 万元 | 8.88-15.68 万元 |
| 发动机 | 1.5T 169 马力 L4 | 1.5T 169 马力 L4 | 1.5T 178 马力 L4 | 1.5T 169 马力 L4 | 1.5T 169 马力 L4 | 2.0L141 马力 L4/ 1.5T177 马力 L3/ 1.8T184 马力 L4 |
| 变速箱 | 7 档双离合 | 7 档双离合 | 7 档双离合 | 6 档手自一体 | 7 档双离合 | 6 档手自一体/ 7 档双离合 |
| 最大扭矩 | 285N*m | 285N*m | 265N*m | 265N*m | 250N*m | 178N*m(2.0L)/ 255N*m/300N*m |
| 尺寸 | 4653*1886*1730 | 4600*1860*1720 | 4650*1850*1705 | 4545*1856*1700 | 4556*1855*1719 | 4544*1831*1713/ 4519*1831*1694 |
| 轴距（mm） | 2738 | 2700 | 2670 | 2680 | 2708/2700 | 2670 |
| 自动泊车入位 | 全自动泊车自动循迹倒车 | 铂金超豪版配备 | 无 | 无 | 无 | 无 |
| 中控屏幕 | 12.3 英寸 | 9 英寸 | 7 英寸 | 3.5 英寸 | 10.4 英寸 | 12.3 英寸/8 英寸 |

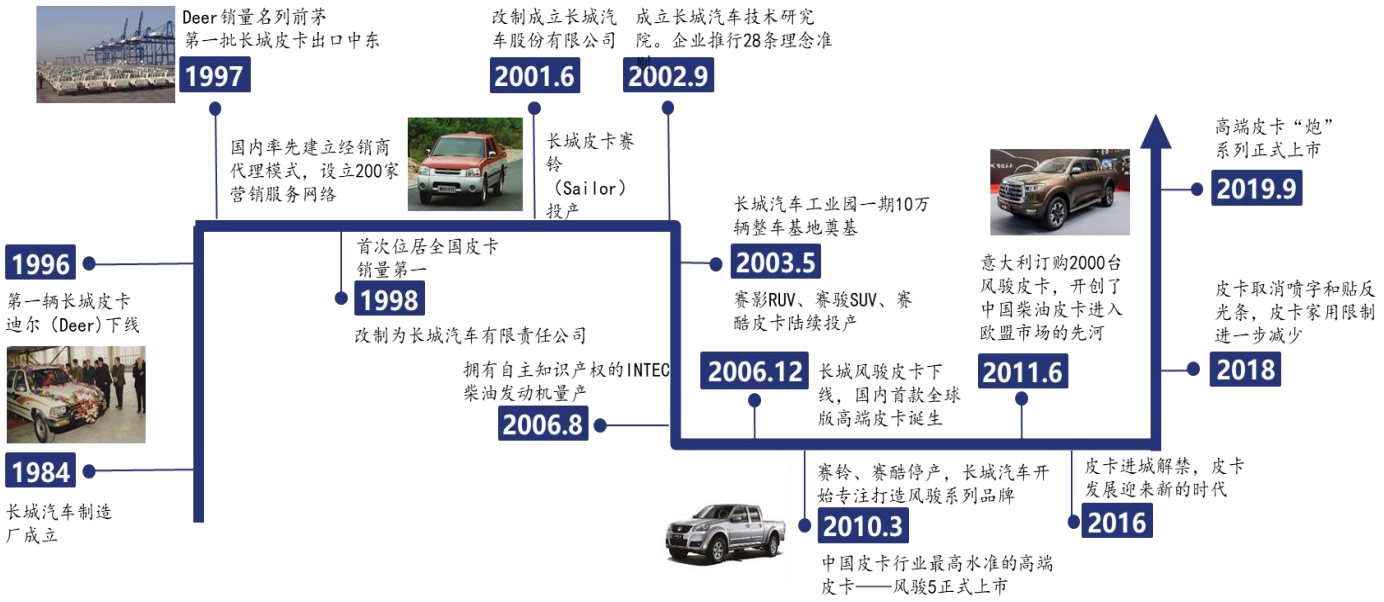
资料来源：汽车之家，华金证券研究所

# 三、皮卡渗透率有望提升，龙头首先受益

## （一）国内皮卡龙头，引领皮卡乘用化

**长城皮卡多年来保持高品质，享誉国内外。**1996 年，第一辆长城皮卡迪尔下线，以极其出色的质量给中国皮卡行业打下了坚实的基础，也为长城汽车开拓了全新的市场。2001 年长城汽车股份有限公司成立后，又推出了赛铃、赛酷、风骏等系列产品，以卓越的产品实力获得了广大客户的信赖。此外，长城皮卡在国际市场上也广受好评，迪尔出口中东，风骏皮卡出口意大利，成为中国汽车走出去的中坚力量。随着皮卡进城放开和家用限制减少，皮卡的市场进一步扩大，2019 年，高端皮卡“炮”系列正式上市，性能出色且兼顾乘用车属性，上市后在短短几个月内就夺得了皮卡销冠。

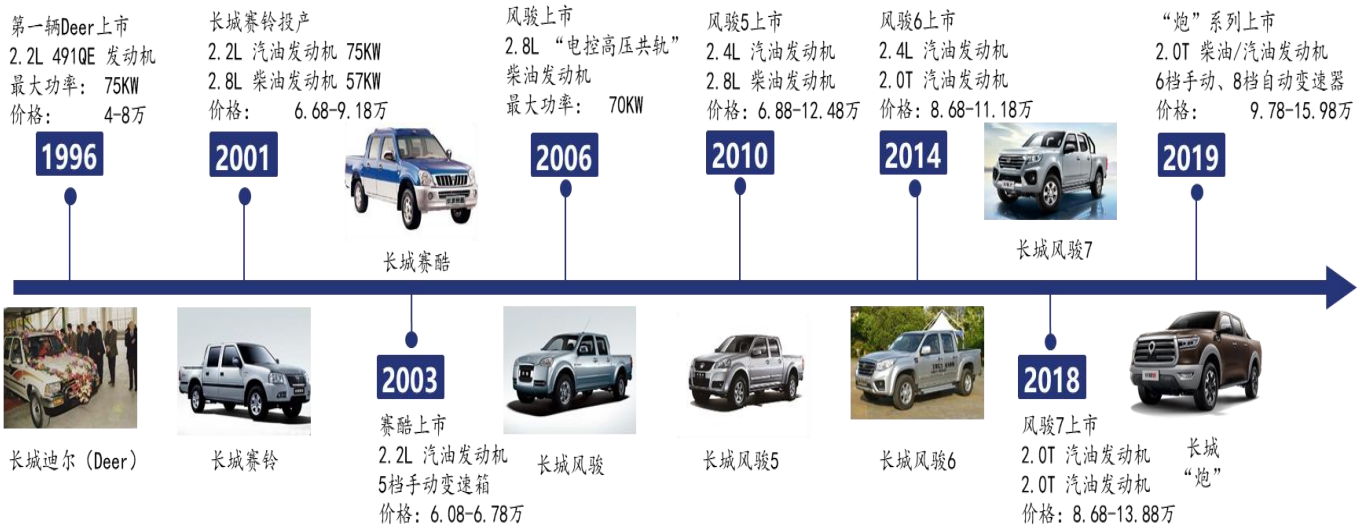
图 30：长城皮卡发展史




*资料来源：公司官网，华金证券研究所*

**车型持续更新换代，引领变革。**1996 年第一辆迪尔上市，2001 年新品赛铃上市，形成了高低搭配的产品格局。2006 年高端皮卡风骏系列上市，重新定位皮卡新时代，后又陆续上市了风骏 5、风骏 6 和风骏 7。2019 年，长城“炮”系列上市，引领皮卡乘用化。

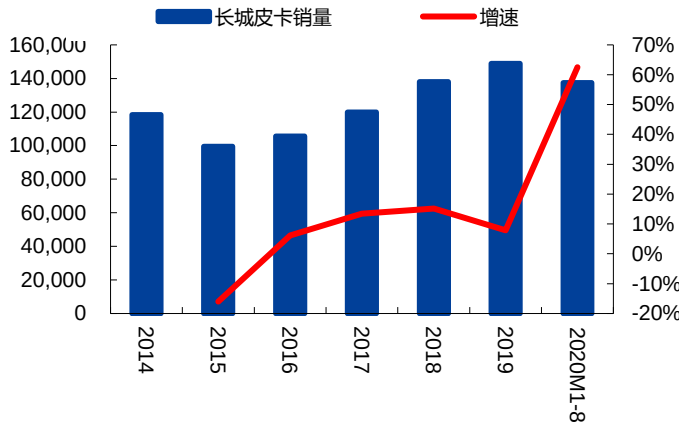
图 31：长城历代皮卡车型




资料来源：公司官网，华金证券研究所

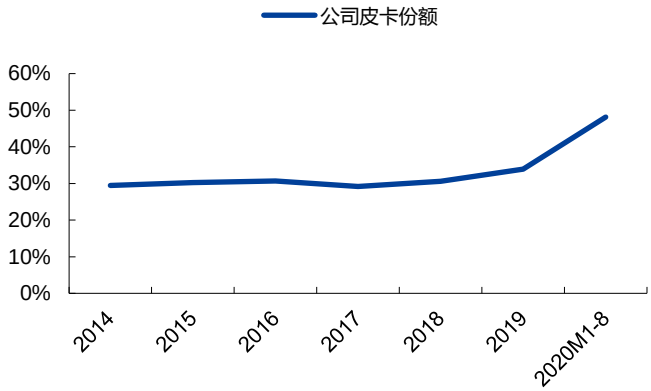
**长城皮卡销量上升，皮卡份额稳居第一。**长城皮卡的销量除 2015 年有所下降外，总体呈上升趋势，2014 年长城皮卡的销量为 118406 辆，2019 年上升至 148830 辆，2020 年 1-8 月的销量为 137466 辆，同比 2019 年 1-7 月的增速达到了 62.51%。公司的皮卡份额长期位居行业第一，2019 年长城皮卡的份额为 33.91%，2020 年 1-8 月已上升至 48.13%，优势显著。

图 32：长城皮卡销量（年度）




资料来源：公司公告，华金证券研究所

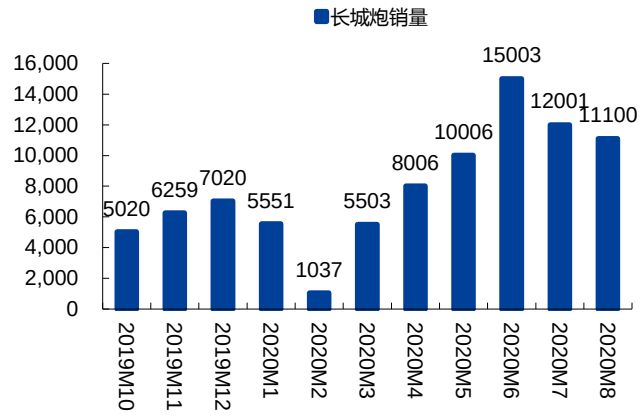
图 33：公司皮卡份额




资料来源：乘联会，华金证券研究所

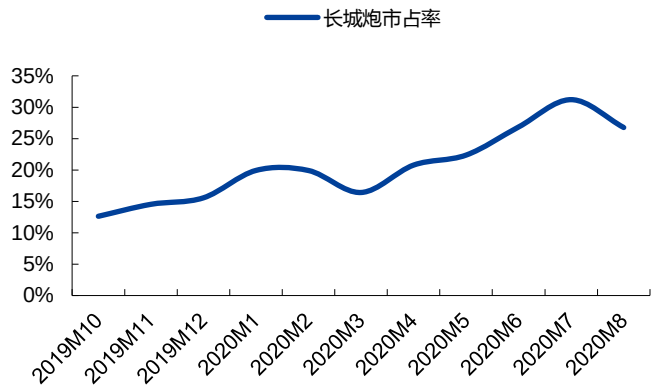
**长城炮表现亮眼，引领皮卡乘用化。**长城炮上市后销量猛增，虽然受疫情影响，2020 年 2 月份销量大幅下降，但很快恢复了增长，目前长城炮的月销量已过万，单月最大销量为 15003 辆。长城炮的市占率也一直在上升，2019 年 10 月的市占率为 12.62%，2020 年 8 月，市占率已达到 26.77%。作为皮卡乘用化的引领者，长城炮在未来将延续销量增长，成为公司皮卡市场的核心主力。

图 34：长城炮销量（月度）




资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 35：长城炮市占率情况




资料来源：乘联会，华金证券研究所

**相较于其他皮卡车型，长城炮具有动力和空间优势。**2020 年皮卡市场依旧保持 1+3+n 的走势，长城皮卡占比达到 48%，江铃、郑州日产、江西五十铃 3 家份额总占比为 30%，形成头部企业挤压尾部企业销量的特征。相较于其他皮卡车型，长城炮的价格区间较宽，消费者可选范围较广。在动力系统方面，发动机的最大扭矩达到 400Nm，明显领先其他皮卡车型；在车身尺寸和货箱尺寸方面，空间较大；在外观方面，更具有乘用车特征，公司本身有望继续保持本身的皮卡先发优势。

图 36：长城炮竞品皮卡




资料来源：汽车之家，华金证券研究所

表 7：长城炮与竞品皮卡对比

| 车型 | 长城炮 | 江铃域虎 | 锐骐 | D-MAX | T70 | 帅铃 T6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 价格 | 9.78-20.68 万元 | 10.79-17.63 万元 | 8.58-12.78 万元 | 14.48-22.48 万元 | 10.28-20.48 万元 | 8.58-12.78 万元 |
| 能源类型 | 柴油 | 柴油 | 柴油 | 柴油 | 柴油 | 汽油 |
| 发动机 | 2.0T | 2.0T | 2.5T | 1.9T | 2.0T | 2.0L |
| 最大扭矩 | 400Nm | 350Nm | 305Nm | 360Nm | 375Nm | 200Nm |
| 变速箱 | 6MT/8AT | 6MT | 5MT | 6MT | 6MT | 5MT |

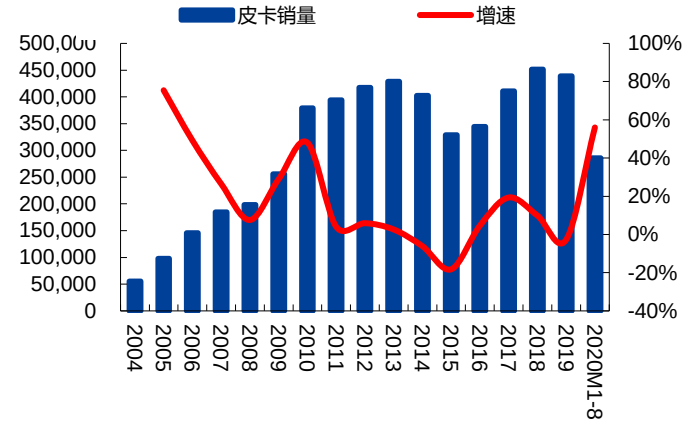
| 车型 | 长城炮 | 江铃域虎 | 锐骐 | D-MAX | T70 | 帅铃 T6 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 尺寸 | 5437*1958*1893 | 5375*1905*1835 | 5095*1820*1725 | 5295*1860*1830 | 4365*1900*1845 | 5315*1830*1815 |
| 货箱尺寸 | 1520*1520*538 | 1475*1475*500 | 1395*1390*430 | 1480*1530*480 | 1485*1510*530 | 1520*1520*470 |

*资料来源：汽车之家，华金证券研究所*

## （二）政策放开，皮卡渗透率有望提升

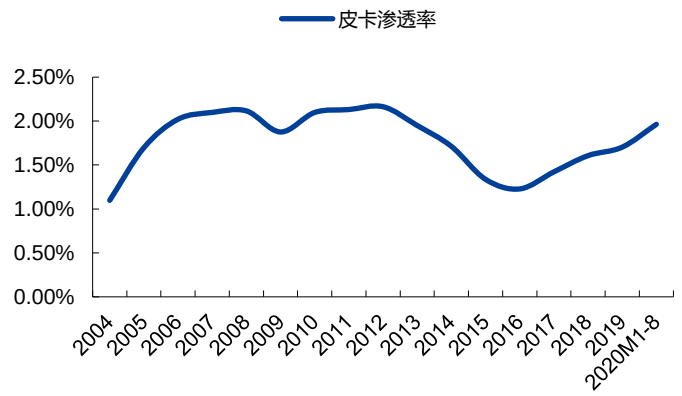
**皮卡行业销量增长缓慢，渗透率不到 2%。**2004 年-2010 年，国内皮卡销量的增速经历了先下降后上升的过程，销量总体呈上升趋势。2011 年开始，皮卡销量增长缓慢且增速持续下降，2014 年和 2015 年销量出现了负增长，2016 年皮卡解禁等政策放宽后销量回升。2020 年 1-7 月皮卡销量的同比增速达到了 56.00%，得益于疫情后消费促进的因素。此外，我国皮卡渗透率相比其他国家处于非常低的水平，近年来皮卡渗透率都未超过 2%，发展空间广阔。

图 37：2011-2020M1-8 国内皮卡市场销量




*资料来源：乘联会，华金证券研究所*

图 38：2011-2020M1-8 皮卡销量占比




*资料来源：乘联会，华金证券研究所*

**限制皮卡市场发展的原因：**

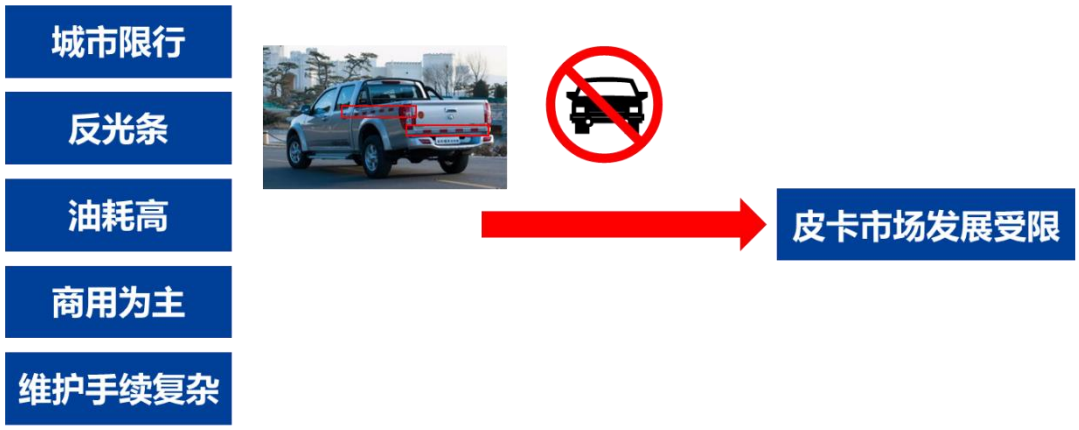
**1）限行限制。**早期皮卡在很多城市被归为货车范畴，且在重要的区域和时段内被限行，加上需要喷字和贴反光条的规定，使得许多家庭放弃购买和使用皮卡。

**2）皮卡较轿车油耗大。**皮卡相比轿车来说体型和自重都更大，油耗也比较大，而我国并不低廉的油价，导致皮卡的使用成本比轿车更高。

**3）传统观念皮卡不上档次。**在大多数人的观念中，皮卡是用来拉货的工具车，开皮卡出行会显得不上档次。

**4）归属为商用车，维护手续复杂。**皮卡像货车一样需要每年年审，15 年强制报废，有些地方的皮卡还需要办理运营证。

图 39：限制皮卡市场的因素




*资料来源：盖世汽车，华金证券研究所*

**皮卡解禁政策在全国有序开展，促进皮卡消费。**2016 年 2 月，辽宁、河北、河南和云南成为第一批皮卡进城解禁试点省份，部分城市全面解禁，主城区也放宽限制。2016 年 12 月，增加新疆和湖北作为第二批皮卡进城解禁试点省份。2018 年 7 月，辽宁省全省 14 个城市实现放宽皮卡车进城限制。2019 年，济南、秦皇岛、张家口、唐山等城市也陆续放开限制。2020 年以来，更多的省份和城市加入到皮卡解禁的行列中，如吉林、重庆、宁波等，尤其是疫情过后，一些省份和城市将皮卡解禁作为促进汽车消费的有力举措之一。

表 8：皮卡解禁政策

| 城市/省份 | 发布时间 | 政策内容 |
|---|---|---|
| 辽宁、河北、河南、云南 | 2016.02 | 国家工信部、公安部、发改委联合发布文件称，开展放宽辽宁、河北、河南、云南四省限制皮卡车进城试点工作。 |
| 新疆、湖北 | 2016.12 | 国家三部委发布扩大皮卡进城解禁试点文件，将新疆维吾尔自治区和湖北省也列入皮卡进城解禁的试点省份。 |
| 辽宁 | 2018.07 | 辽宁省印发《关于进一步放宽皮卡车进城限制的通知》，全省 14 个城市均已实现放宽皮卡车进城限制，其中 12 个城市全区域、全天候解禁。 |
| 济南 | 2019.06 | 济南市交警发布通告，在全市范围内解除皮卡车城市道路限行措施。 |
| 秦皇岛 | 2019.08 | 秦皇岛市公安局交通警察支队发布通知，9 月 1 日起，全面取消皮卡车进城限制。 |
| 张家口 | 2019.12 | 张家口市公安交警支队发布通告，取消了原先部分路段和时段对皮卡通行的限制，主城区取消皮卡车进城限制。 |
| 唐山 | 2019.12 | 唐山市公安交通警察支队发布通告，自 2020 年 1 月 1 日起，主城区取消皮卡车进城限制。 |
| 吉林 | 2020.01 | 吉林省人民政府办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的若干举措》的通知，提出了全省范围内放开皮卡进城的政策。 |
| 重庆 | 2020.01 | 推出 5 项优化货车通行管理的公安交管改革服务措施，首次提出皮卡解禁，对满足条件的皮卡放宽进城限制。 |
| 宁波 | 2020.01 | 宁波交警对外公布，自 2 月 1 日起，放宽浙 B 号牌皮卡车在中心城区的通行限制。 |
| 抚州 | 2020.03 | 抚州市人民政府发布《关于支持汽车产业发展若干政策的意见》，指出开放城市路权，对符合国家标准的皮卡、轻卡等商用车，在市中心城区及各县（区）城区予以通行。 |
| 江苏 | 2020.04 | 江苏省政府办公厅印发《关于积极应对疫情影响促进消费回补和潜力释放若干举 |

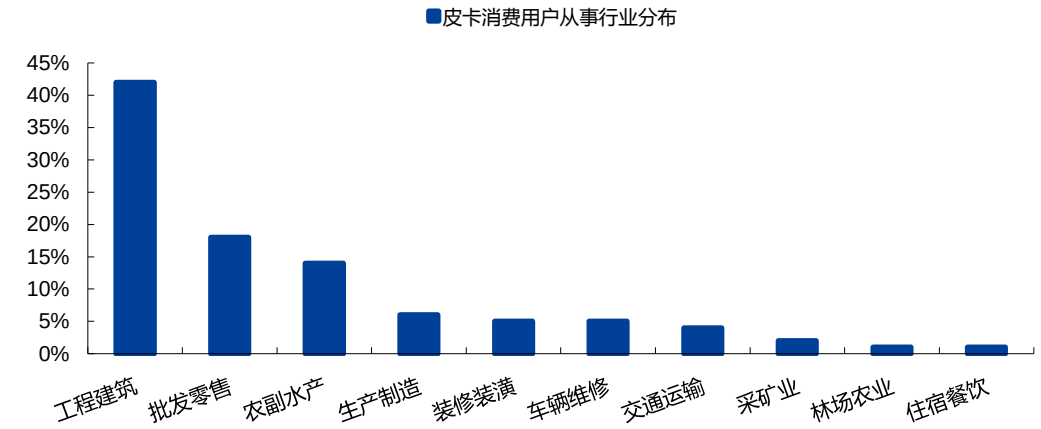
| 城市/省份 | 发布时间 | 政策内容 |
|---|---|---|
| | | 措》的通知，提出“地级及以下城市要优化皮卡进城管控措施”。 |
| 南昌 | 2020.04 | 南昌市公安局交通管理局发布通告，对皮卡车放开禁行措施，无需再办理货车通行证。 |
| 江西 | 2020.04 | 江西省政府副省长吴忠琼在全省汽车经销企业座谈会上全面解读了省政府印发的《关于促进汽车消费的若干措施》，强调落实取消限制政策，保证全省范围内皮卡车进城限制措施取消到位。 |
| 重庆 | 2020.04 | 重庆交警巡再发通知，从 5 月 1 日起，对登记在重庆市范围内的渝籍号牌皮卡车，在全市范围内放宽皮卡车通行管理限制。 |
| 陕西 | 2020.05 | 陕西省人民政府办公厅关于印发促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响若干措施的通知，提出在实施国六排放情况下，逐步减少城市车辆限行次数，适当放宽或全面取消皮卡进城限制。 |
| 湖北 | 2020.06 | 湖北省人民政府办公厅印发《应对疫情影响进一步促进商业消费若干措施》的通知，再次在全省范围内提出皮卡解禁，基本确定了全省放开皮卡进城的可能。 |
| 二连浩特 | 2020.06 | 二连浩特市环保局发布《高污染燃料禁燃区》、《柴油货车禁限行区》、《高排放非道路移动机械区》等一系列通知，对国三及以下柴油货车扩大禁限区域，其中皮卡并不在此次禁限范围内，二连浩特已大幅放宽皮卡通行限制。 |

*资料来源：盖世汽车资讯，华金证券研究所*

## （三）新增商用乘用需求推动皮卡销量增加

**国内皮卡主要作为生产资料使用在城乡结合地区，目前国内需求以商用为主。**皮卡作为工具型用车，适用消费群体在私营企业、私营个体，公共事业等消费群体，主要使用城市在于四五六线城市。从需求端来看，目前国内皮卡主要作为商用车属性，以从事工程建筑、批发零售、农夫水产行业的用户为主。作为乘用车属性的需求目前占比较少。

图 40：皮卡消费用户从事行业分布




*资料来源：乘联会，华金证券研究所*

**作为生产资料，存在对微面、微卡的替代升级。**有较高经济水平的消费者，会有一定的意愿从微型客车、微型货车升级到皮卡。因为皮卡产品相较于前两者拥有更好的舒适性和安全性，伴随皮卡解禁政策的出台，皮卡也可以合法在城市内运输货物。目前国内微客年销量为 43 万辆，微型货车 65 万辆，假设 20%销量升级为皮卡，皮卡新增年需求约为 20 万辆。

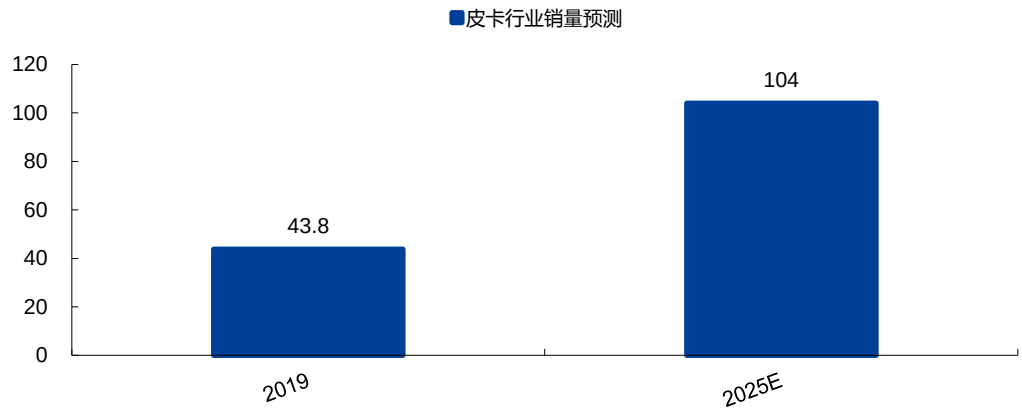
表 9：客商两用车型种类及价格分布

| 微型客车 | 微型货车 | 皮卡 |
| --- | --- | --- |
|  |  |  |
| 价格：4-6 万元 | 价格：2-4 万元 | 价格：5-20 万元 |

资料来源：皮卡车市，汽车之家，华金证券研究所

**乘用需求来看，随着皮卡进城的解禁等政策的放开，皮卡有望成为多用途乘用车。**有望拓展到一至三线城市消费人群，如长三角、珠三角等地区，用于野钓等户外活动，满足城市中收入较高人群的户外活动需求。预计皮卡行业 2025 年销量有望达到 104 万辆，渗透率约为 3.6%。

图 41：2025 年皮卡行业销量预测




资料来源：乘联会，华金证券研究所

# 四、深化组织改革，开启战略转型

## （一）“两个打通+一个融合”牢固发展基石

**深化管理体制改革，增强底层竞争力。**近期长城汽车陆续发布董事长魏建军经营哲思“造车三十年”感悟电影和《致长城汽车伙伴们的一封信：长城汽车如何挺过明年》的文章，**指出公司必须完成从“中国汽车制造企业向全球化出行科技公司”的蜕变，**体现了对未来汽车产业变革和长城汽车改革的深刻思考，表明了长城汽车深化管理体制改革的勇气和决心，使公司得以保持核心竞争力应对未来挑战。

**两个打通：1、品牌、商企、研发的打通。**在商品企划阶段就要关注竞争、关注市场、关注客户，要有营销、品牌公司的共同参与，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路径。

**2、作战单元的打通。**通过流程及数字化变革强化品牌公司管理，通过作战单元使得各品牌可以直接接触用户，要让听得到“炮火”的人做决策，由专业部门、职能部门进行资源支持。公司的作战单元模式是参考丰田的“CE 制度”

传统车企决策模式一般以中央做决策，再逐层下方，而长城汽车的作战群模式却是由下而上，由以中心点向外辐射的结构模式转变成网状的多点结构。**此次的结构调整在于去中心化和更加的扁平化，向以“用户服务”为核心转型。**

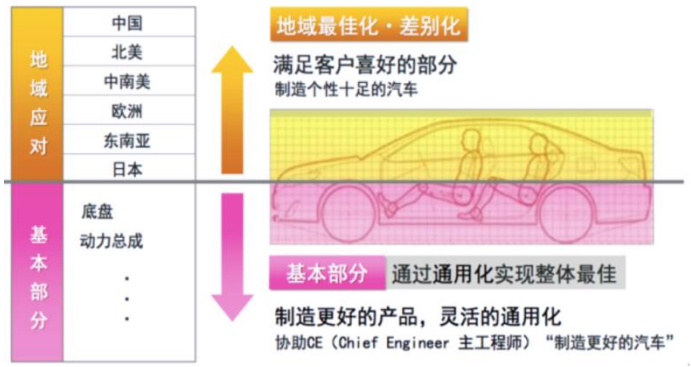
**一个融合：**将做智能网联和自动驾驶的两个团队进行重新划分，做到“双智融合”。

图 42：丰田“CE 制度”与 TNGA 架构




资料来源：丰田官网，华金证券研究所

图 43：丰田“CE 制度”与 TNGA 架构




资料来源：丰田官网，华金证券研究所

**上市以来首次发布股权激励计划，体现改革决心。**股权激励方案能够使核心员工的利益与公司的利益相联系，提高员工工作的积极性和使命感。长城汽车上市 17 年来首次发布股权激励计划，是员工激励制度的一次重大变革，体现了公司改革的决心。2020 年公司推出股权激励计划，通过限制性股票激励计划授予限制性股票 6742.08 万份，通过股票期权激励计划授予激励对象股票期权 10975.74 万份。其中，限制性股票的授予价格为 4.37 元/股，股票期权的行权价格为 8.73 元/股，此次激励计划的实施将进一步提高公司内部活力。

表 10：长城汽车激励计划实施条件

| 绩效指标选取 | 销售量 | 净利润 | 合理门槛 |
|---|---|---|---|
| 各绩效指标权重 | 40% | 60% | — |
| 组合绩效系数 | ∑（绩效指标实际达成值/目标绩效指标值）X 绩效指标权重 | | |
| 第一个行权期/解除限售期 | 2020 年公司汽车销量不低于 102 万辆 | 2020 年净利润不低于 40.5 亿元 | 组合绩效系数≥1 |
| 第二个行权期/解除限售期 | 2021 年公司汽车销量不低于 121 万辆 | 2021 年净利润不低于 50 亿元 | 组合绩效系数≥1 |
| 第三个行权期/解除限售期 | 2022 年公司汽车销量不低于 135 万辆 | 2022 年净利润不低于 55 亿元 | 组合绩效系数≥1 |

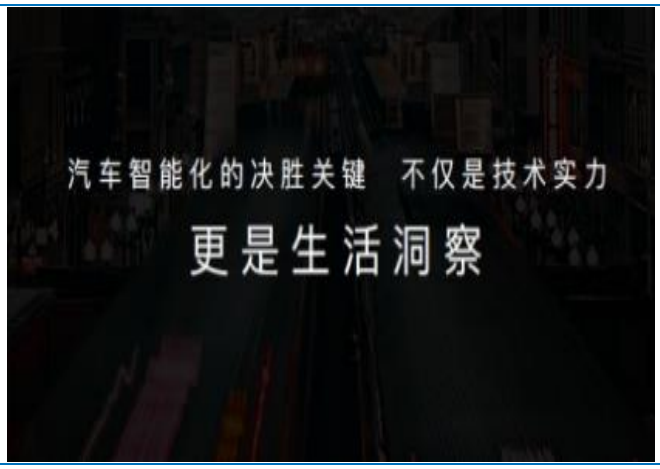
资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）推出“咖啡智能”，向全球科技出行公司转型

**推出“咖啡智能”技术品牌，布局未来智能出行服务。**7 月 20 日长城技术品牌发布会中，“咖啡智能”首次亮相，作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器架

构，是面向未来出行的智能系统，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。公司也借鉴了“咖啡”闲适、悠闲的生活印象，以及星巴克定义第三空间的案例，希望通过“咖啡智能”定义长城的汽车智能化移动的第三空间。“将生活注入技术”是“咖啡智能”的价值主张。

图 44：“咖啡智能”价值理念




资料来源：长城汽车技术品牌发布会，华金证券研究所

图 45：“咖啡智能”的研发架构和理念




资料来源：长城汽车技术品牌发布会，华金证券研究所

**在智能驾驶领域**，长城汽车坚持自主研发，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，未来将成长为 L4 甚至更高级别的自动驾驶。**在智能座舱领域，**智能座舱以多元化移动空间、“端云一体”计算平台、跨系统开放架构形成内核。围绕人、车、路、环境，“咖啡智能”可以提供车内 360 度加车外 360 度的 720 度感知，借助“端云一体”超远程感知技术，让单车融入城市大交通智能中。**在电子电气架构方面，**咖啡智能将赋能长城汽车 3.5 及 4.0 代全新电子电器架构，支持千兆以太网、5G、V2X 等。此外，长城汽车率先实施整车功能安全和信息安全分析流程，成为首家获得中汽中心信息安全认证的车企。

图 46：咖啡智能科技品牌



资料来源：公司官网，华金证券研究所

**从“整车制造”到“全球科技出行公司”，公司重大战略转型。**7 月 20 日长城汽车三大技术品牌发布会，长城汽车提出要“以科技创新为驱动力，向全球科技出行公司转型”，迎来公司从单纯的整车制造企业向“制造+服务”一体的全球科技出行公司转型的转折点。

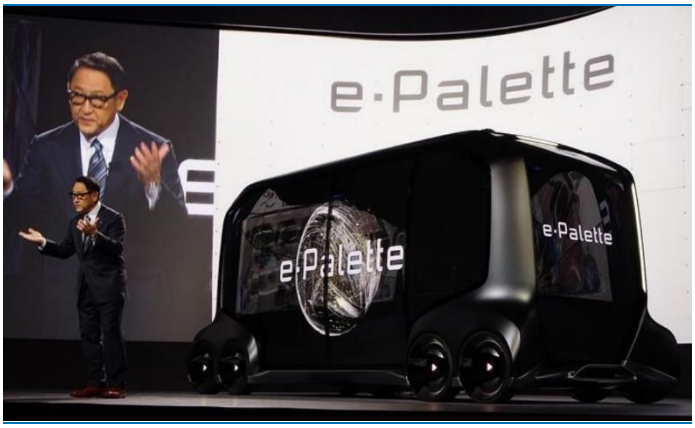
图 47：从“整车制造”向“全球科技出行公司”转型




资料来源：长城汽车品牌发布会，华金证券研究所

**商业模式变革带来盈利模式变革，有望重塑整车 OEM 竞争格局。**商业模式由制造销售的传统工业向“前端制造+全生命周期服务”转变。早期的整车 OEM 商业模式仅为“研发-生产-销售”模式，服务类项目主要在于售后维修服务。但在移动互联的催化下，OEM 随之新增了服务需求。其中主要有：**1、自动驾驶不断升级迭代带来的新增服务需求；2、将智能网联汽车作为移动终端平台，作为更广泛的服务资源入口。**服务业务模式的加入有望改变消费者对每一款车型的偏好，在关注产品的燃油经济性等汽车基础配置的同时，还会关注更多维度的服务便利性，这也是为什么国际整车巨头纷纷转型争做汽车出行服务公司。比如：丰田汽车，董事长丰田章男于 2018 年 1 月 CES 大会宣布丰田“将从车辆制造公司转型为提供各种出行服务的公司”，并与软银合资成立出行服务公司 MONET。商业模式的变革有望重塑整车 OEM 竞争格局，智能出行服务的短板很可能成为传统车企发展的绊脚石。

图 48：丰田汽车宣布战略转型出行服务公司




资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

图 49：丰田汽车推出 e-Palette

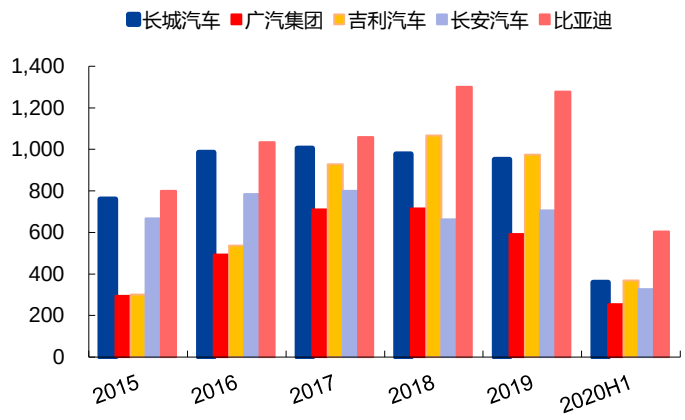



资料来源：搜狐汽车，华金证券研究所

## 五、可比公司财务比较

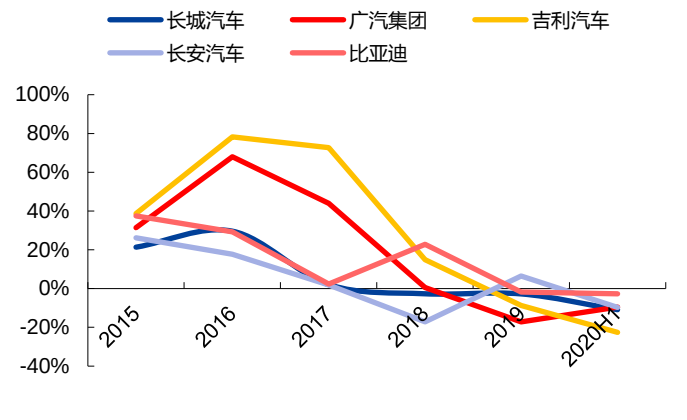
我们选取了国内四家汽车整车企业进行对比，分别是广汽集团、吉利汽车、长安汽车、比亚迪 。根据最新的 2020 年中报数据，可比公司中长城的营收规模处于前列，利润规模可观，营业收入和净利润增速平稳。

图 50：可比公司营收规模



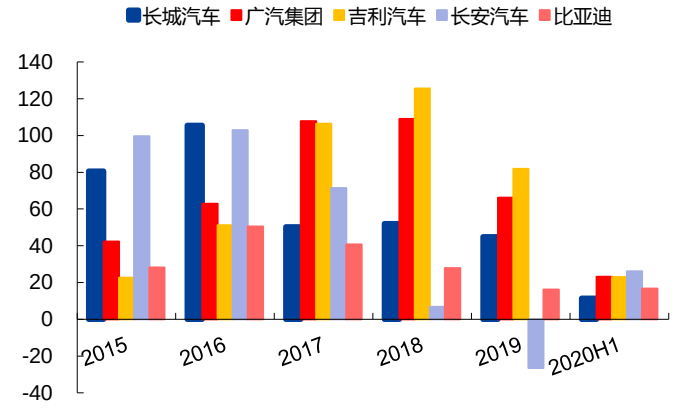

资料来源：wind,华金证券研究所

图 51：可比公司营收增速



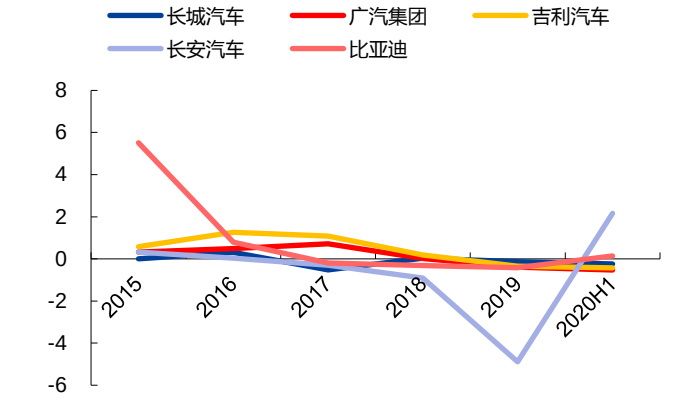

资料来源：wind,华金证券研究所

图 52：可比公司净利润规模




资料来源：wind，华金证券研究所

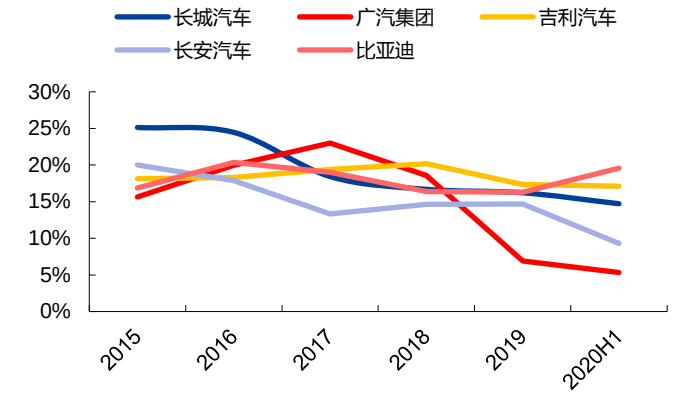
图 53：可比公司净利润增速




资料来源：wind，华金证券研究所

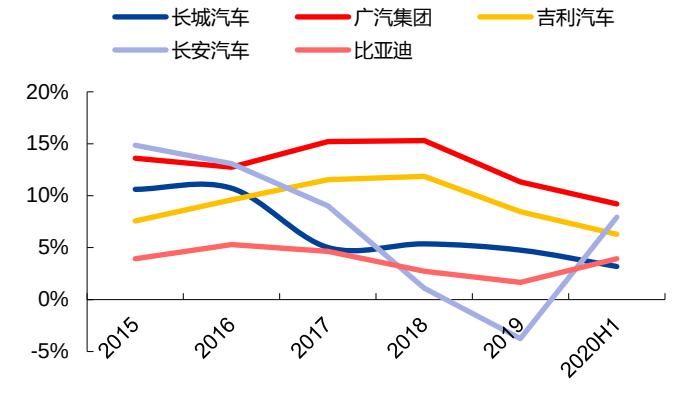
从盈利能力来看，公司的毛利率一直处于较高的水平，净利率较稳定，随着公司战略计划的实施和各类车型平台技术的研发，预计毛利率将维持较高水平，盈利能力有望进一步提升。

图 54：可比公司毛利率




资料来源：wind，华金证券研究所

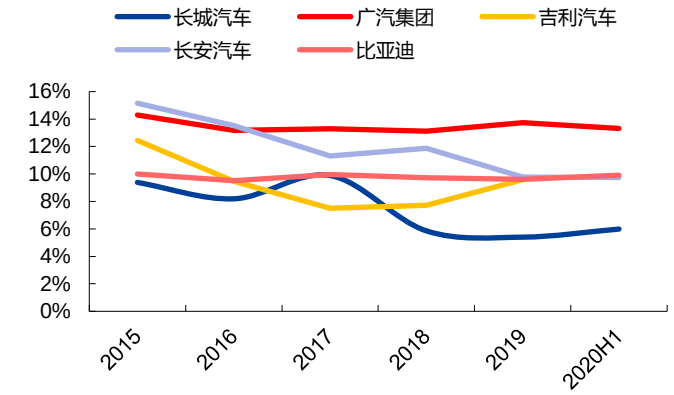
图 55：可比公司净利率




资料来源：wind，华金证券研究所

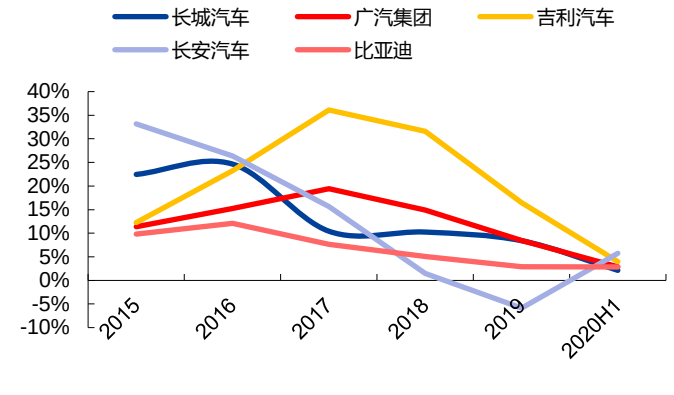
从三费情况看，与其他整车公司相比，长城的三项费用率更低，成本管控能力较强。从净资产收益率看，2017 年受净利率大幅下滑影响，ROE 也有较大幅度的下降，后随着公司盈利能力的回升，ROE 有所回升。受疫情影响 2020 年行业整体有所下滑，随着疫情逐步解除，ROE 将回升。

图 56：可比公司三项费用率合计




资料来源：wind，华金证券研究所

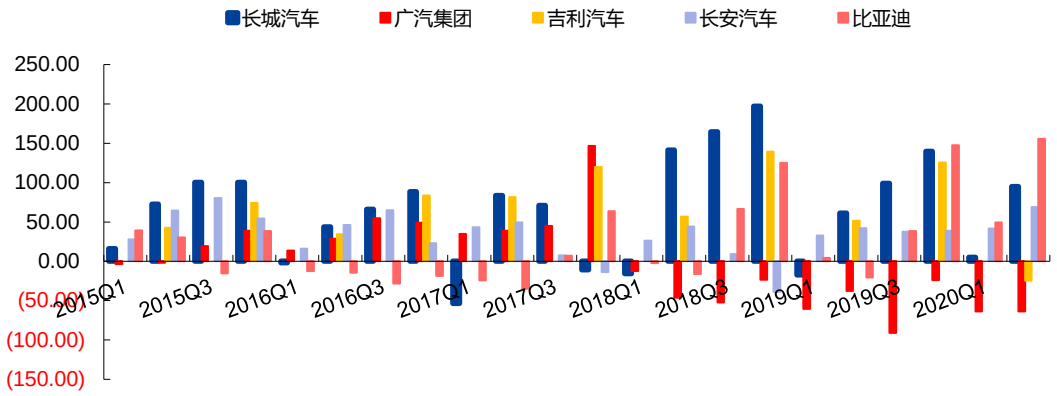
图 57：可比公司净资产收益率




资料来源：wind，华金证券研究所

从经营活动现金净流量情况来看，相比其他公司，长城的现金净流量处于领先水平，显示产品销售市场稳定上升，资产流动性较强，市场竞争力有较大提升。

图 58：可比公司季度经营活动现金净流量（亿元）




*资料来源：wind，华金证券研究所*

## 六、盈利预测

1. **整车业务：**1）**行业销量：**预计 20-22 年国内乘用车行业销量分别为 1972 万辆/2031 万辆/2092 万辆，同比增速分别为-8%/+3%/+3%。预计 20-22 年国内皮卡行业销量分别为 47/51/55 万辆，同比增速分别为+3.9%/+8.5%/+7.8%。乘用车企稳复苏，皮卡受益行业解禁政策和乘用化趋势稳健增长。2）**公司销量：**预计 20-22 年公司汽车总销量分别为 102/125/141 万辆，同比增速分别-4.7%/+24.2%/+12.7%。受益于新平台与新车周期提升了产品竞争力,毛利率将显著恢复。因此，我们预计公司 2020~2022 年整车业务的营收分别为 855.6 亿元、1020.5 亿元和 1205.8 亿元，毛利率分别为 16.5%、17.8%和 19.20%。

2. **零部件、劳务、模具等其他业务：**以上业务在公司总营收中占比仅有 5%左右，我们按照历史趋势做出简单预测。

3. 综上，我们预计公司 2020~2022 年营业收入 952.8 亿元、1140.0 亿元、1334.5 亿元，增速分别为-0.96%、19.64%和 17.06%，毛利率分别为 18.55%、19.79%和 20.92%。

表 11：各业务盈利预测

| 业务 | 分类 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 整车 | 收入（亿元） | 915.97 | 862.51 | 855.64 | 1020.54 | 1205.82 |
| | 增速 | -4.57% | -5.84% | -0.80% | 19.27% | 18.16% |
| | 毛利率 | 15.77% | 14.80% | 16.50% | 17.80% | 19.20% |
| 零配件 | 收入（亿元） | 37.46 | 42.93 | 40.78 | 57.09 | 62.81 |
| | 增速 | 17.84% | 14.60% | -5.00% | 40.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 38.98% | 41.66% | 38.49% | 39.71% | 39.95% |
| 劳务 | 收入（亿元） | 9.56 | 25.8 | 27.14 | 29.85 | 31.34 |
| | 增速 | 309.99% | 170.13% | 5.00% | 10.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 5.65% | 21.20% | 16.08% | 14.31% | 17.20% |
| 模具 | 收入（亿元） | 4.61 | 6.52 | 6.19 | 7.12 | 7.83 |

| | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 增速 | -3.43% | 41.31% | -5.00% | 15.00% | 10.00% |
| | 毛利率 | 17.89% | 17.18% | 18.55% | 19.43% | 20.56% |
| | 收入（亿元） | 24.68 | 24.30 | 23.08 | 25.39 | 26.66 |
| 其他 | 增速 | 90.90% | -1.56% | -5.00% | 10.00% | 5.00% |
| | 毛利率 | 69.28% | 52.88% | 60.70% | 60.95% | 58.18% |
| | 收入（亿元） | 992.29 | 962.11 | 952.84 | 1140.01 | 1334.48 |
| 总计 | 增速 | -1.92% | -3.04% | -0.96% | 19.64% | 17.06% |
| | 毛利率 | 17.89% | 17.18% | 18.55% | 19.79% | 20.92% |

*资料来源：wind，华金证券研究所*

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.51 元、0.71 元和 0.90 元，净资产收益率分别为 8.3%、10.7% 和 12.4%。对应当前 A 股 PE 47 倍、34 倍、27 倍，H 股 23 倍、16 倍、13 倍。给予“买入-B”的投资评级。

表 12：A 股同类公司估值比较

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价 | EPS(元) | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2020/10/13 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601633.SH | 长城汽车 | 24.07 | 0.49 | 0.51 | 0.71 | 0.90 | 49.1 | 47.2 | 33.9 | 26.7 |
| 600104.SH | 上汽集团 | 20.67 | 2.19 | 1.90 | 2.33 | 2.61 | 9.4 | 10.9 | 8.9 | 7.9 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 10.39 | 0.65 | 0.68 | 0.91 | 1.09 | 16.0 | 15.3 | 11.4 | 9.5 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 15.87 | -0.55 | 0.89 | 0.98 | 1.18 | -28.9 | 17.8 | 16.2 | 13.4 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 129.29 | 0.59 | 1.21 | 1.48 | 1.96 | 219.1 | 106.9 | 87.4 | 66.0 |
| | | | | | | 平均值 | 53.0 | 39.6 | 31.5 | 24.7 |

*资料来源：wind，华金证券研究所*

表 13：H 股同类公司估值比较

| 证券代码 | 公司名称 | 收盘价 | EPS(元) | | | | PE | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2020/10/13 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 2333.HK | 长城汽车 | 11.58 | 0.49 | 0.51 | 0.71 | 0.90 | 23.6 | 22.7 | 16.3 | 12.9 |
| 0175.HK | 吉利 | 16.42 | 0.89 | 0.78 | 1.04 | 1.21 | 18.4 | 21.1 | 15.8 | 13.6 |
| 1211.HK | 比亚迪股份 | 129.00 | 0.50 | 1.36 | 1.41 | 1.63 | 258.0 | 94.9 | 91.5 | 79.1 |
| | | | | | | 平均值 | 100.0 | 46.2 | 41.2 | 35.2 |

*资料来源：wind，华金证券研究所*

## 七、风险提示

1、**乘用车行业需求复苏低于预期。**乘用车需求尤其是 SUV 需求复苏是公司业绩改善的重要因素，若低于预期，则会影响公司各品牌的销售。

2、**新车销量不及预期。**公司新平台新车型数量较多，可能因行业自主品牌价格战内竞争激烈，导致销量不及预期的风险。

3、**新平台降本不及预期。**公司发布两款“柠檬+坦克”模块化整车平台，零部件通用化率和提升研发生产效率能降低成本，但是存在降本力度低于预期、毛利率提升低于预期的风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 66126 | 68502 | 59343 | 76138 | 68243 |
| 现金 | 7682 | 9723 | 2762 | 13730 | 7932 |
| 应收票据及应收账款 | 3343 | 3193 | 3355 | 4480 | 4692 |
| 预付账款 | 441 | 441 | 442 | 615 | 623 |
| 存货 | 4445 | 6237 | 4167 | 8091 | 6055 |
| 其他流动资产 | 50215 | 48907 | 48615 | 49222 | 48942 |
| **非流动资产** | 45674 | 44594 | 45542 | 52308 | 58883 |
| 长期投资 | 0 | 3113 | 6301 | 9509 | 12641 |
| 固定资产 | 28994 | 29743 | 27352 | 29974 | 32404 |
| 无形资产 | 5244 | 6899 | 7475 | 8121 | 8901 |
| 其他非流动资产 | 11436 | 4839 | 4414 | 4705 | 4937 |
| **资产总计** | 111800 | 113096 | 104885 | 128446 | 127127 |
| **流动负债** | 54618 | 54600 | 44211 | 63872 | 56659 |
| 短期借款 | 12800 | 1180 | 1180 | 1180 | 1180 |
| 应付票据及应付账款 | 29402 | 35460 | 27716 | 46719 | 39177 |
| 其他流动负债 | 12417 | 17959 | 15315 | 15973 | 16302 |
| **非流动负债** | **4493** | **4097** | **3815** | **3636** | **3451** |
| 长期借款 | 2158 | 1206 | 923 | 744 | 559 |
| 其他非流动负债 | 2336 | 2892 | 2892 | 2892 | 2892 |
| **负债合计** | 59112 | 58697 | 48026 | 67508 | 60110 |
| 少数股东权益 | 164 | 0 | 22 | 59 | 112 |
| 股本 | 9127 | 9127 | 9176 | 9176 | 9176 |
| 资本公积 | 1411 | 1411 | 1411 | 1411 | 1411 |
| 留存收益 | 42249 | 44102 | 46411 | 49617 | 53710 |
| 归属母公司股东权益 | 52525 | 54399 | 56837 | 60879 | 66904 |
| **负债和股东权益** | 111800 | 113096 | 104885 | 128446 | 127127 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 19698 | 13972 | 2437 | 23579 | 7107 |
| 净利润 | 5248 | 4531 | 4693 | 6511 | 8314 |
| 折旧摊销 | 3882 | 4583 | 3164 | 3501 | 4120 |
| 财务费用 | -494 | -351 | -81 | -148 | -232 |
| 投资损失 | -219 | -16 | -97 | -115 | -20 |
| 营运资金变动 | 9625 | 4541 | -5251 | 13818 | -5134 |
| 其他经营现金流 | 1656 | 683 | 10 | 12 | 59 |
| **投资活动现金流** | -10040 | -15802 | -4024 | -10164 | -10734 |
| **筹资活动现金流** | -6501 | 3944 | -5374 | -2446 | -2172 |

**每股指标（元）**

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.57 | 0.49 | 0.51 | 0.71 | 0.90 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.15 | 1.52 | 0.27 | 2.57 | 0.77 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.72 | 5.93 | 6.19 | 6.63 | 7.29 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 97800 | 95108 | 95285 | 114001 | 133448 |
| 营业成本 | 81481 | 79684 | 77613 | 91444 | 105524 |
| 营业税金及附加 | 3627 | 3169 | 3287 | 4104 | 4804 |
| 营业费用 | 4575 | 3897 | 4288 | 5130 | 6005 |
| 管理费用 | 1676 | 1955 | 1906 | 2394 | 2802 |
| 研发费用 | 1743 | 2716 | 3049 | 3705 | 4804 |
| 财务费用 | -494 | -351 | -81 | -148 | -232 |
| 资产减值损失 | 137 | -504 | 0 | 0 | 133 |
| 公允价值变动收益 | -140 | -73 | -10 | -12 | -59 |
| 投资净收益 | 219 | 16 | 97 | 115 | 20 |
| **营业利润** | 6232 | 4777 | 5310 | 7475 | 9568 |
| 营业外收入 | 253 | 342 | 309 | 324 | 307 |
| 营业外支出 | 8 | 18 | 20 | 15 | 15 |
| **利润总额** | 6477 | 5101 | 5598 | 7784 | 9859 |
| 所得税 | 1229 | 570 | 905 | 1273 | 1545 |
| **税后利润** | 5248 | 4531 | 4693 | 6511 | 8314 |
| 少数股东损益 | 40 | 34 | 22 | 37 | 53 |
| **归属母公司净利润** | 5207 | 4497 | 4671 | 6474 | 8261 |
| EBITDA | 11047 | 9543 | 8681 | 11137 | 13748 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | -2.7 | -2.8 | 0.2 | 19.6 | 17.1 |
| 营业利润(%) | 6.5 | -23.4 | 11.2 | 40.8 | 28.0 |
| 归属于母公司净利润(%) | 3.6 | -13.6 | 3.9 | 38.6 | 27.6 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 16.7 | 16.2 | 18.5 | 19.8 | 20.9 |
| 净利率(%) | 5.3 | 4.7 | 4.9 | 5.7 | 6.2 |
| ROE(%) | 10.0 | 8.3 | 8.3 | 10.7 | 12.4 |
| ROIC(%) | 8.3 | 7.1 | 7.5 | 9.8 | 11.4 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 52.9 | 51.9 | 45.8 | 52.6 | 47.3 |
| 流动比率 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.3 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.9 | 1.0 | 1.0 |
| 应收账款周转率 | 3.7 | 29.1 | 29.1 | 29.1 | 29.1 |
| 应付账款周转率 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 38.6 | 44.6 | 43.0 | 31.0 | 24.3 |
| P/B | 3.8 | 3.7 | 3.5 | 3.3 | 3.0 |
| EV/EBITDA | 18.8 | 20.4 | 22.9 | 16.8 | 14.0 |

*资料来源：贝格数据华金证券研究所*

**公司评级体系**

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

**分析师声明**

肖索声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn