

分析师： 张乐 (8621)68751760 zhangle@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060002

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

民族汽车发展典范，专注细分造就未来

事件描述

- 长城汽车拟采用网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式发行A股，本次发行前公司总股本为273,818万股，本次拟发行不超过30,424.3万股，发行后公司总股本不超过304,242.3万股。
- 公司募资资金拟投资于七个项目：1、年产10万台GW4D20柴油机项目；2、年产30万台EG发动机项目；3、年产20万台6MT变速器项目；4、年产40万套铝合金铸件项目；5、年产40万套车桥及制动器项目；6、年产40万套内外饰项目；7、年产40万套灯具项目。

上述七个项目主要是为公司在天津新建的整车生产基地做配套，公司计划在两到三年内在天津形成40万辆整车的新增产能。

我们预计，2011-2012年，按照发行后304,242.3万股计算公司每股收益分别为1.03、1.20元，参照目前汽车行业的估值水平，可以按照2011年业绩10-12倍市盈率给公司估值，对应申购价格为10.3-12.4元。

事件评论

公司概况——民营汽车企业的优秀代表

公司是国内首家在香港上市的大型民营跨国公司，是我国民营汽车企业的优秀代表。公司主打产品包括哈弗SUV、腾翼轿车、风骏皮卡三大品类，其中SUV和皮卡是公司传统的拳头产品，哈弗SUV连续8年保持自主品牌SUV全国销量和出口量第一，皮卡产品连续13年保持销量、出口量第一。公司08年开始进军轿车领域并在过去两年取得了高速增长。

目前公司在河北保定生产基地拥有整车40万辆的产能，天津新工厂今年8月份正式启动，该基地计划产能40万辆，将在未来几年内陆续建设投放。此外，公司还在保定的徐水县规划新的整车生产基地。按照公司网站上的计划，2015年产能将会达到150万辆，销量130万辆。

公司在发展过程中始终注重核心零部件的研发和自主生产配套，本次募投项目集中在发动机、变速器和车桥等核心零部件领域，有望提高公司的自主配套能力，为公司的产能扩张和市场地位强化提供坚实的基础。

图 1: 本次发行前公司股权结构

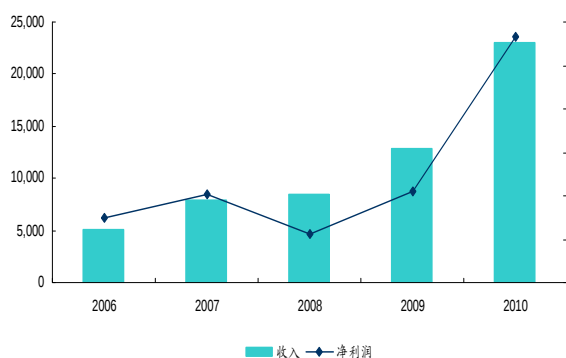


资料来源：公司公告，长江证券研究部

“SUV、皮卡、轿车”三驾马车拉动公司快速成长

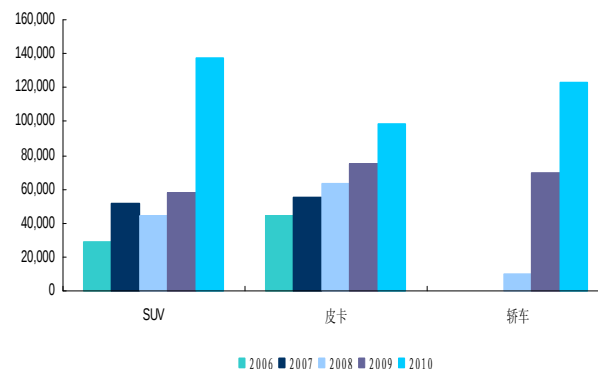
公司营业收入主要来源于 SUV、皮卡和轿车的销售，近年来受益于汽车行业整体行情的火爆以及公司准确的市场定位，SUV、皮卡和轿车销量都获得了较快的增长，拉动了公司的收入和净利润同步成长。从 2006 年到 2010 年，公司的营业收入和净利润的复合增长率分别达到了 46.2%和 39.6%。

图 2: 公司近年来营业收入与净利润增长较快



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3: SUV、皮卡、轿车销量快速增长

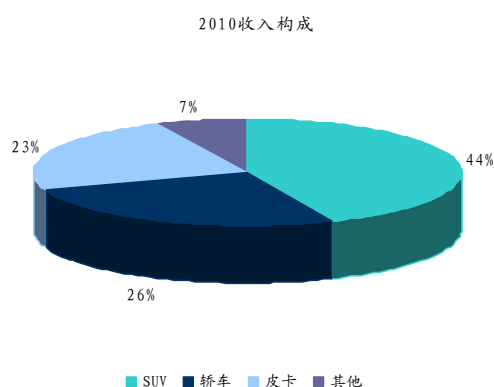


资料来源：公司公告，长江证券研究部

具体来看，SUV 业务目前占到公司的收入和毛利的 44%和 53%，是对的公司贡献最大的车型，公司的传统强项皮卡业务占到收入和毛利的 23%和 24%，而 08 年才开始进入的轿车业务目前已经占到公司收入的 26%，超过了皮卡，但是由于轿车业务的毛利率较低，因此对于毛利的贡献仅 19%。

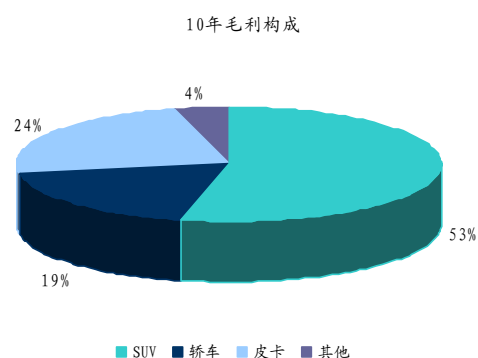
从今年一季度的情况看，公司轿车业务毛利率仍然在持续提升，并且已经接近皮卡业务，而一季度原材料成本有所上涨，因此公司的毛利率提升可能是逐步上量带来的规模效应的体现，今后轿车业务对于公司收入和毛利的贡献将会进一步加大。

图 4: 2010 年公司收入构成



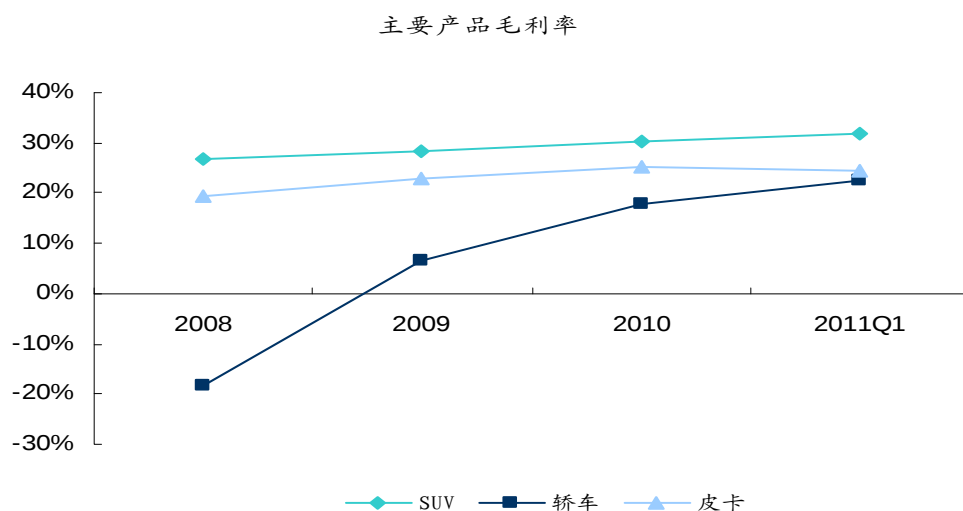
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 2010 年公司毛利构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 公司各项业务毛利率变化

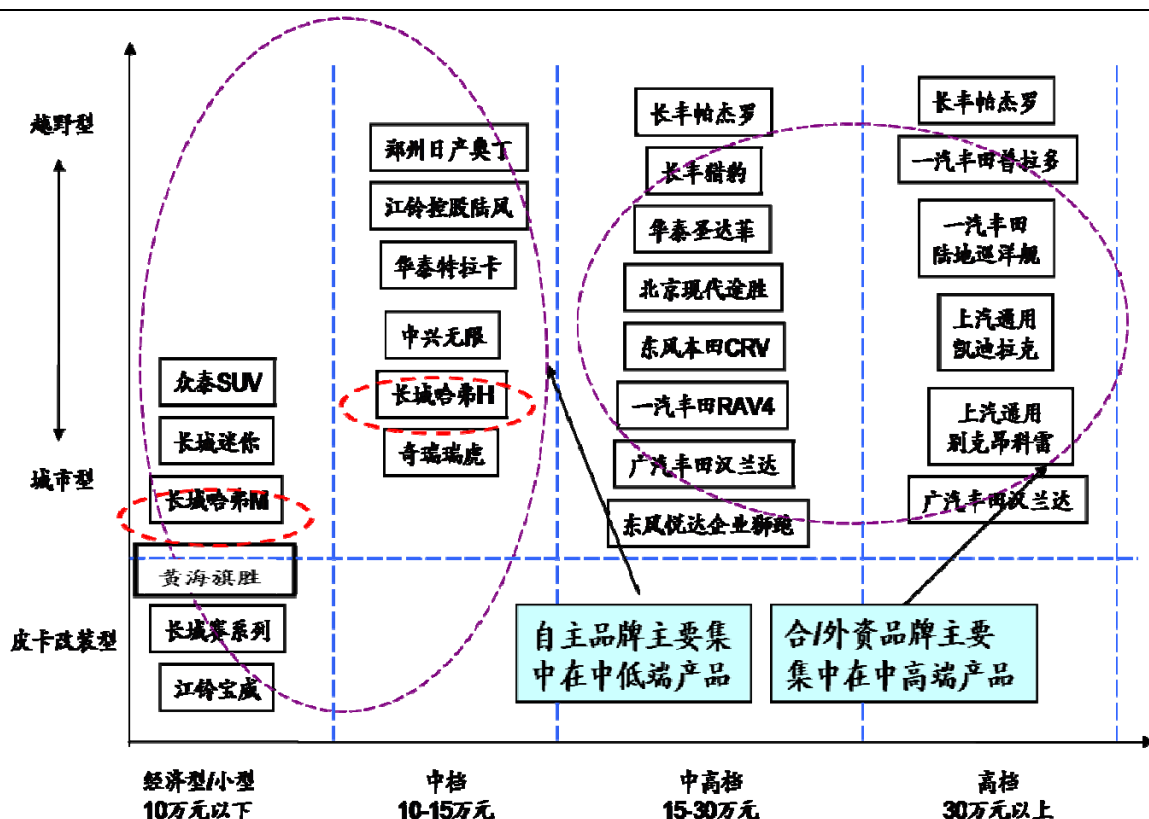


资料来源：公司公告，长江证券研究部

SUV：准确定位赢得市场青睐

公司的 SUV 产品分为哈弗 H（中型）和哈弗 M（小型）两种，分别处于在 10 万元以下以及 10-15 万元的售价区间。我国 SUV 市场上 15 万元以下的中低端 SUV 市场主要是国产 SUV 之间的竞争，而在 15 万元以上的 SUV 市场则主要被外资品牌占据。

图 7：国内 SUV 市场竞争格局



资料来源：长江证券研究部

长城哈弗在过去三年的 SUV 市场占有率分别达到了 13.9%、10.9% 和 11.3%，排名分别为第二、第三和第一，而在自主品牌 SUV 中更是连续 8 年在销量和出口方面排名第一。我们认为长城凭借准确的市场定位以及优秀的产品设计，满足了中国消费者特别是二三线城市对于中低端 SUV 的巨大需求，并且目前在该市场已经建立了比较明显的品牌优势，较高的市场占有率在未来仍然有望得到延续。

表 1：我国 SUV 市场近三年市场占有率情况

序号	企业名称	2010 年	2009 年	2008 年
1	长城汽车	11.30%	10.90%	13.90%
2	东风本田	10.60%	16.00%	18.00%
3	北京现代	9.00%	7.50%	9.20%
4	一汽丰田	9.00%	12.50%	4.10%
5	东风日产	7.10%	8.80%	6.30%
6	江南汽车	7.10%	-	-
7	奇瑞汽车	6.30%	7.30%	11.00%
8	广汽丰田	6.10%	5.40%	-
9	荣城华泰	6.00%	7.50%	3.10%
10	东风悦达起亚	5.70%	6.40%	6.40%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

受益于消费升级以及消费者需求的多样化，近两年来 SUV 车型开始成为了乘用车消费的一大热点，自主和合资品牌纷纷推出新车型意图分享市场蛋糕，也使得 SUV 领域的竞争将会日趋激烈。公司在去年推出中高端车型哈弗 H5 取得市场认可之后，今年 8 月最新推出了新车型哈弗 H6，并且在 2011-2012 年还计划推出多款 H 和 M 原有车型的升级版。

基于公司对市场较强的把握能力，我们认为新车型的推出有望适应新的市场变化，维持对消费者持续的吸引力。

表 2：公司预计 2011-2012 上市 SUV 车型及目前在研情况

车型	搭载动力	类型	目前进展
哈弗 H6	1.5L、2.0L、2.4L 汽油机、2.0L 柴油机	中型 SUV	生产准备
哈弗 M4	1.5L 汽油机	小型 SUV	详细设计
哈弗 M2 2012 款	1.5L 汽油机	小型 SUV	详细设计
哈弗 H6 改款	1.5L、2.0L、2.4L 汽油机、2.0L 柴油机	中型 SUV	详细设计

资料来源：公司公告，长江证券研究部

今年 1-7 月公司 SUV 市场占有率略有下滑至 10.36%，落由于北京现代约 0.5 个百分点排名第二，但是在自主品牌中仍保持绝对领先。

公司 SUV 产品的定位是“中档的价格，高档的品质”，并不过多追求销量而是更加看重单车盈利，未来更高端产品的推出，产品定价将有可能在目前基础上逐步提升。

皮卡：行业龙头地位稳固

皮卡是公司最早生产销售的汽车产品，也是公司最具有竞争优势的业务。早在 1996 年公司就开展了皮卡业务，1998 年公司皮卡销量取得全国冠军，此后 13 年都保持了销量与出口量的全国第一。公司在皮卡行业的积累深厚，龙头地位稳固，近三年来公司的皮卡市场占有率都超过了 27%，今年上半年已经达到 30%以上。

表 3：我国皮卡市场近三年市场占有率情况

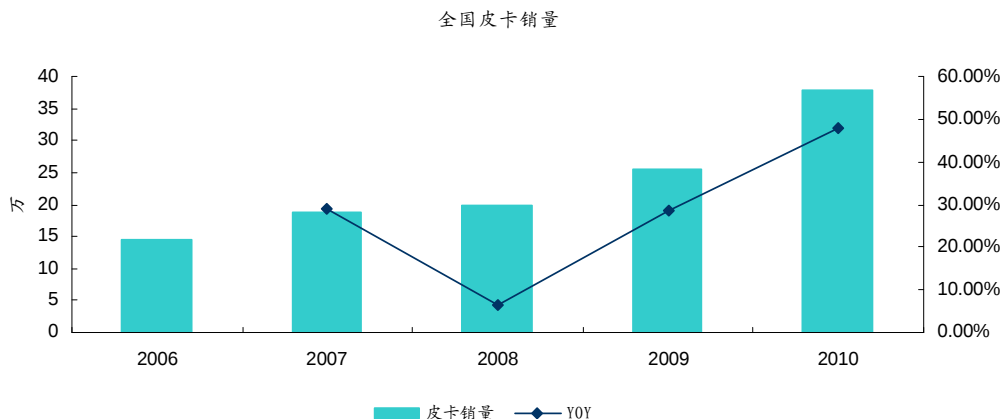
序号	企业名称	2010 年	2009 年	2008 年
1	长城汽车	27.10%	27.70%	27.30%
2	江铃汽车	14.20%	12.30%	13.10%
3	郑州日产	14.00%	15.40%	16.30%
4	河北中兴	12.10%	13.50%	12.30%
5	吉奥南燕	7.70%	7.00%	7.70%
6	北汽福田	7.40%	7.40%	6.60%
7	丹东黄海	6.00%	5.20%	7.10%
8	庆铃汽车	5.20%	6.90%	7.40%
9	其他	6.30%	4.60%	2.20%
10	合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

皮卡属于轻型货车类，但是在性能上兼顾了轿车的速度、舒适与轻卡的载重性能，实现了客货两用。皮卡的特性使其满足了中小城市企业用户以及经济较发达的农村和城乡结合部用户的需求，近年来皮卡在我国销量稳步增长，2006-2010 年的复合增长率达到 27.3%。而与轿车和 SUV 市场外资、合资品牌占据较大份额不同，皮卡车的消费群体特征决定了市场将以自主品牌为主，目前自主品牌占据了 80%的市场份额。

考虑到中小城市和农村地区在未来较长的时间内仍然会处于较快的经济建设和发展阶段，城镇化的推进也会带动对于客货运的需求，而皮卡车的特点与中小城市和农村地区的用车需求特点有着高度的契合，我们认为未来皮卡车的销量仍然将维持较快的增长。公司目前在该领域内龙头地位稳固，将充分分享到中小城市和农村地区经济发展的收益。

图 8：国内皮卡销量近年增速较快



资料来源：公司公告，长江证券研究部

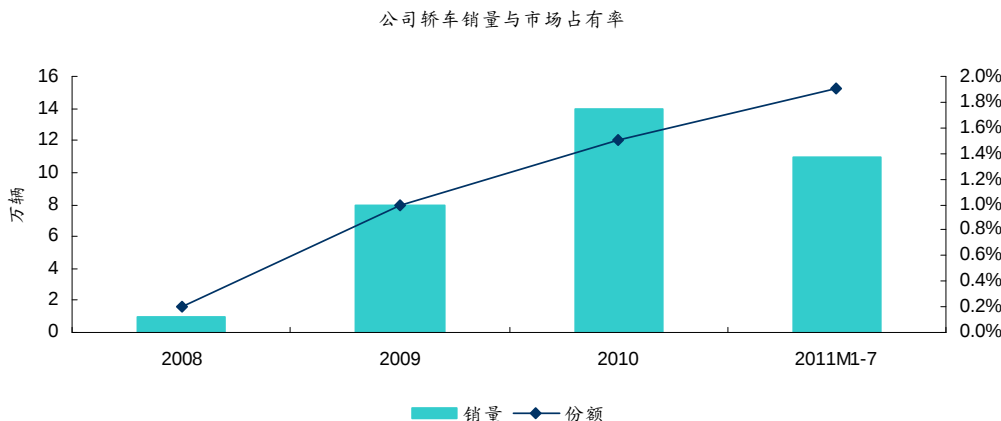
除了国内市场，公司对于皮卡的出口前景也非常看好。目前潜力最大的是经济发展速度较快的东南亚和海湾地区市场，此外澳大利亚、南美和非洲市场具有较大的发展潜力。

公司对于皮卡业务非常看重，由于公司积累了较强的品牌优势，目前公司的产品平均能够比同类型竞争产品售价高出 5000 到 10000 元，皮卡业务带给公司很高的回报。公司将力争维持皮卡业务市场占有率第一的地位，并且通过皮卡和 SUV 的共享平台来获得成本优势。

轿车：后来者居上，已成推动公司业绩增长的引擎

公司轿车业务起步时间较晚，2008 年通过精灵、凌傲和炫丽三款 A00 和 A0 级车型产品进入轿车领域，2010 年才推出了第一款 A 级轿车 C30。公司的轿车产品在推出后受到了市场的认可，销量和市场占有率迅速提升。由于轿车市场在总量上远大于 SUV 和皮卡，因此尽管公司作为新进入者在轿车的市场份额上 2010 年仅为约 1.5%，但是已经贡献了公司收入的 26%，毛利的 19%。2011 年前七个月公司轿车市场份额进一步上升至约 1.9%，目前看轿车已经成为了推动公司业绩的重要引擎。

图 9：国内轿车销量与市场占有率快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

A 级车 C30 自推出后已经逐渐成为了公司的主打车型，而精灵、凌傲和炫丽三款 A00 和 A0 级车型的重要性逐渐下降，目前每月销量合计已经不足百辆。按照公司的计划，2011-2012 年还将继续推出 A 级两厢轿车 C20R、B 级轿车 C50、C 级轿车 C70 等多款车型，产品系列将更为丰富，销量方面也将有望持续高增长态势。

表 4: 公司预计 2011-2012 上市轿车车型及目前在研情况

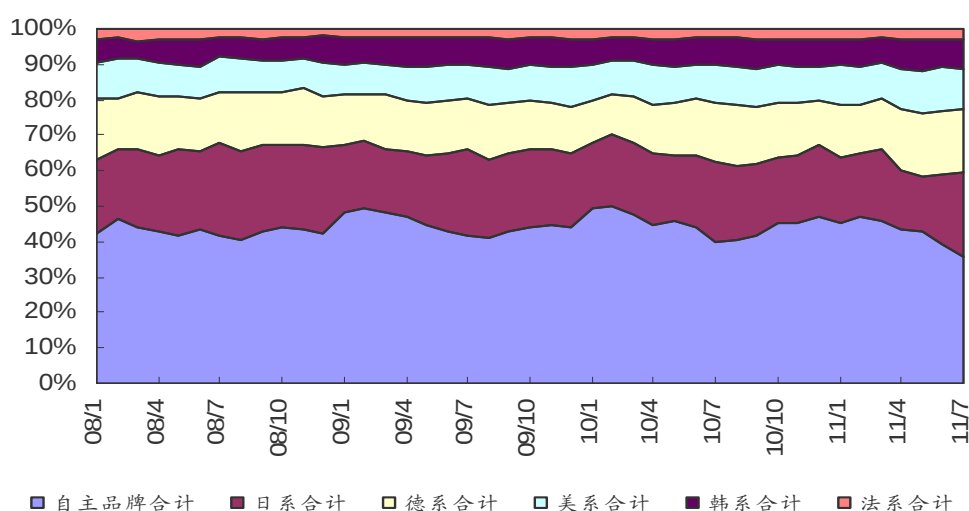
车型	搭载动力	类型	目前进展
腾翼 C30 2011 款	1.5L 汽油机	三厢 A 级轿车	产品设计验证
腾翼 C20R	1.5L 汽油机	A 级两厢轿车	详细设计
腾翼 C50	1.5L 汽油机	三厢 B 级轿车	生产准备
腾翼 C30i	1.5L 汽油机	三厢 A 级轿车	详细设计
腾翼 C50i	1.5L 汽油机	三厢 B 级轿车	详细设计
腾翼 C70	1.5L 汽油机、2.0L 汽油机	三厢 C 级轿车	详细设计

资料来源：公司公告，长江证券研究部

需要指出的是，与公司在 SUV 领域的龙头地位不同，在自主品牌轿车领域公司还是行业新军，而其他诸多包括吉利、奇瑞、比亚迪在内的车企在这一块已经耕耘多年，有了一定的积累，这一情况与公司在 SUV 市场的地位刚好相反。另一方面，汽车消费刺激政策在过去两年使得对于自主品牌的需求有了一定的提前释放，在政策退出后从今年上半年情况看自主品牌乘用车份额明显开始逐渐下降，各企业的销售和盈利情况也开始受到负面影响，不排除未来进一步降价促销的可能性。但公司在定价方面从不松动，重视单车盈利盛于重视销量增长，行业压力下仍然保证了有效的利润及利润率水平。

在这样的背景下，我们认为公司的轿车业务由于前期基数较低，加上车型体系的逐步丰富完善，在近一、两年保持较高速的增长可能性比较大。但是随着公司产能规模逐步扩大，未来需要适当关注进一步抢占其他企业份额可能遇到的阻力，以及激烈竞争可能带来的盈利能力的下滑。

图 10: 自主品牌乘用车份额上半年开始明显下降



资料来源：长江证券研究部

公司竞争优势分析

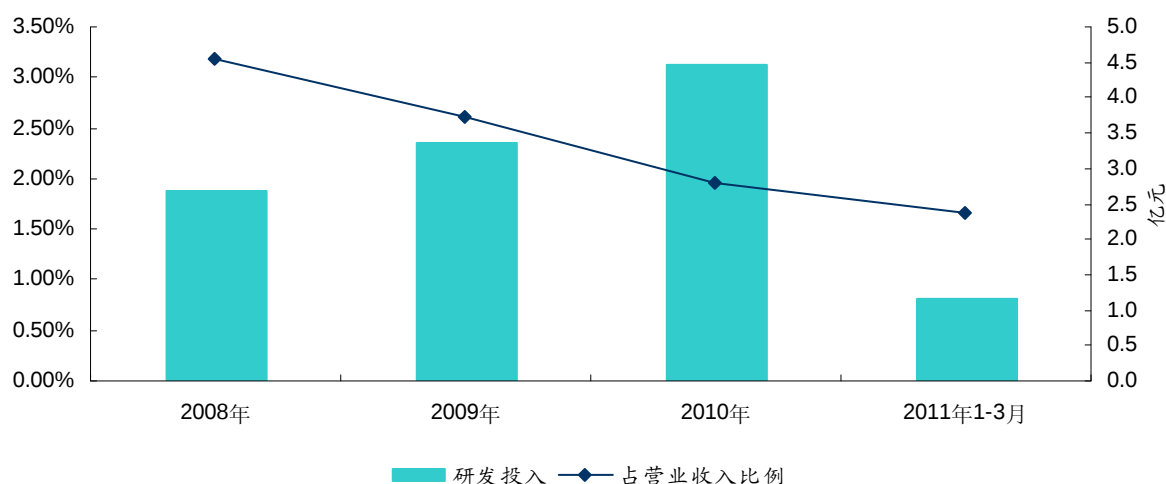
1、优秀的技术研发和零部件自主配套能力

零部件特别是核心零部件实现自主配套的优势可以体现在三个方面：第一，降低采购成本，赚取更大的利润；第二，与整车制造更好地匹配，提高产品的质量；第三，缩短产品开发周期，及时准确地对市场需求及其变化做出反应，赢得更大的市场份额。

公司拥有国内比较领先的研发能力，具备了 SUV、轿车、皮卡三大系列以及动力总成的开发设计能力，可同时展开十多个车型的开发。在发动机、变速器、整车造型、整车设计、CAE、试验等各个环节都形成了自主的技术、标准以及知识产权。公司与国内包括清华大学、同济大学在内的高等院校，以及博世、德尔福在内的国际零部件巨头共同合作开发，成为公司研发能力的保证。

根据公司网站的信息，过去五年间公司累积对技术研发中心投资了 30 亿元，而未来五年间计划将继续投资超过 50 亿元，确保研发水平在国内保持领先。对于研发的重视，以及持续的大力度投资将是公司在未来竞争中保持现有优势的关键。

图 11：公司近年来研发投入逐年增加



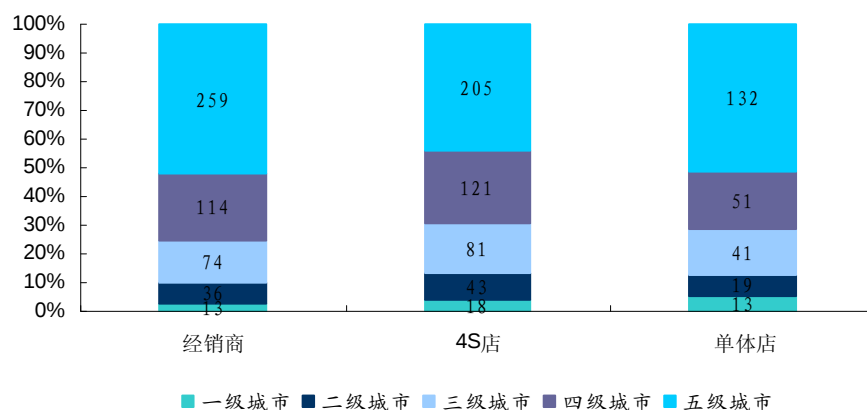
资料来源：公司公告，长江证券研究部

作为优秀研发能力的主要成果之一，公司具备了核心零部件的自主配套能力，从包括发动机和变速器在内的核心动力总成，到前后桥、空调设备、车内饰等都由公司的控股或参股子公司生产配套。而本次募投资金将全部投资到包括发动机、变速器在内的七个零部件项目上，进一步加强了公司的自主配套能力。

2、准确的经销商网络布局与库存管理

公司的产品无论是自主品牌 SUV、轿车，还是皮卡，针对的主要还是汽车消费的中低端市场，其主要的消费群体大部分是中小城市及农村地区消费者。公司不仅产品定位准确，更采取了相应的经销商网络布局，将渠道力量集中在销售的重点区域，也由此取得了销量和份额上的成功。我们认为，合理的渠道布局将成为未来公司产品销售的有力保证。

图 12: 公司渠道网络以三、四、五级城市（新华信分类）为主



资料来源：公司公告，长江证券研究部

除了对渠道网络的合理布置，公司对于库存也有着科学严格的管理，经销商处的库存控制在月销量的 1.2 到 1.5 倍，防止产品的积压造成现金流的压力，而工厂内的库存则控制在 3-5 天的发车量。由于公司采取的是汽车销售给终端客户后确认销售收入的稳健确认方式，因此没有向经销商积压库存的必要。

根据公司资料，目前经销商处库存与月销量的倍数大约在 0.78 左右，而公司流通库存（经销商库存加上公司账面库存）大约在月销量的 1.7 倍，库存情况比较健康，因此即使下半年汽车市场遇到一定的下滑，公司承受的压力依然相对较小。

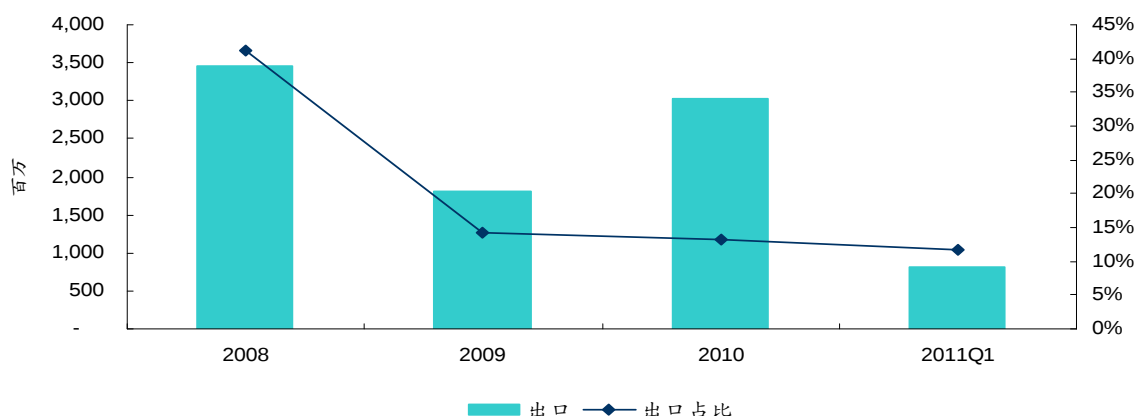
3、海外出口市场抢占先机

公司 10 年出口汽车约 5 万辆，收入超过 30 亿元，占到了营业总收入比重的 14%，而根据海关数据，公司出口数量和金额在我国汽车企业中排名在前两位。由于公司对海外市场开拓较早，截至今年 3 月已经有了 585 个海外网点，未来还将继续扩张。目前公司产品出口到 128 个国家，其中俄罗斯、澳大利亚、南非、智利、伊拉克等式主要的出口国。公司通过 KD 和整车方式出口的比例大约为 3:7。

海外市场的拓展不仅有助于我国汽车企业提高品牌的知名度和影响力，同时随着未来国内市场未来增速逐渐放缓，海外市场特别是快速增长的发展中国家的市场有望成为新的增长点，消化国内不断增长的产能。在这一点上，公司较早的展开了布局并且已经抢占了先机，未来将有望从中更多地受益。

公司计划在俄罗斯、巴西、保加利亚设立组装厂，作为未来出口快速上量的重要支撑。此外，天津基地建成后将具备大规模的 KD 和整车输出能力，成为出口产品的重要生产基地。

图 13: 汽车出口收入及其占营业收入的比重变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目分析

公司本次拟募集资金 31.6 亿元投入 7 个零部件项目，主要为天津生产基地的 40 万台新产能做配套。公司预计项目达产后年新增营业收入 85.4 亿，年新增净利润 9.8 亿。具体项目及投资情况如下表所示：

表 5：募投项目及投资计划

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入 (万元)	第一年 %	第二年 %	第三年 %	第四年 %
1	年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目	41,190	41,190	21%	49%	30%	
2	年产 30 万台 EG 发动机项目	56,800	56,800	18%	47%	23%	12%
3	年产 20 万台 6MT 变速器项目	52,026	52,026	35%	26%	26%	14%
4	年产 40 万套铝合金铸件项目	42,027	42,027	36%	27%	27%	10%
5	年产 40 万套车桥及制动器项目	57,166	57,166	39%	40%	21%	
6	年产 40 万套内外饰项目	48,793	48,793	45%	37%	18%	
7	年产 40 万套灯具项目	18,584	18,584	85%	15%		
合计		316,586	316,586	35%	36%	23%	6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

上述七个项目包括了发动机、变速器等核心总成以及车桥、制动器等重要的配套零部件，主要用于内部配套，配合天津新的生产基地，建成投产后有望进一步提升公司核心零部件的自主配套能力，并且提升公司的产品质量和盈利水平。

表 6：公司对募投项目效益评估

序号	项目名称	建设期 (月)	投资回收期 (年)	预计年收入 (亿元)	预计年净利润 (亿元)	内部收益率 %
1	年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目	24	6.7	20.9	1.39	23.1%
2	年产 30 万台 EG 发动机项目	36	6.2	27.2	1.62	25.3%
3	年产 20 万台 6MT 变速器项目	36	6.5	7.6	1.94	25.9%
4	年产 40 万套铝合金铸件项目	36	6.8	4.4	1.21	22.2%
5	年产 40 万套车桥及制动器项目	24	6.5	13.0	1.80	20.7%
6	年产 40 万套内外饰项目	24	7.1	9.4	1.29	19.5%
7	年产 40 万套灯具项目	12	5.1	2.9	0.59	26.9%
合计				85.4	9.82	

资料来源：公司公告，长江证券研究部

盈利预测与公司估值

我们预计，2011-2012 年，按照发行后 404,242.3 万股计算公司每股收益分别为 1.03、1.20 元，参照目前汽车行业的估值水平，可以按照 2011 年业绩 10-12 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 10.3-12.4 元。

投资风险主要在于：1、经济景气度下滑以及紧缩政策进一步加剧的风险；2、通胀水平持续维持高位造成实际收入水平下降，消费能力和消费意愿不足的风险；3、自主品牌乘用车产能建设和投放过大造成竞争加剧的风险；4、原材料成本大幅度上升的风险。

表 7：长城汽车销售成本假设

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
SUV	收入（百万）	3,824	4,521	10,027	11,452	12,597	13,605
	YOY		18.23%	121.76%	14.21%	10.00%	8.00%
	销量（辆）	44,006	58,299	136,982	150,680	165,748	179,008
	YOY		32.48%	134.96%	10%	10%	8%
	单价（万）	8.69	7.76	7.32	7.60	7.60	7.60
	毛利率	26.8%	28.3%	30.4%	30%	30%	30%
轿车	收入（百万）	377	3,105	5,960	9,827	13,798	17,512
	YOY		723.65%	91.97%	64.89%	40.40%	26.92%
	销量（辆）	9,754	69,790	122,843	196,549	265,341	318,409
	YOY		615.50%	76.02%	60%	35%	20%
	单价（万）	3.86	4.45	4.85	5.00	5.20	5.50
	毛利率	-18.3%	6.6%	17.7%	18%	18%	18%
皮卡	收入（百万）	3,452	4,120	5,388	6,239	7,175	8,251
	YOY		19.34%	30.78%	15.79%	15.00%	15.00%
	销量（辆）	63,235	75,341	98,643	113,439	130,455	150,024
	YOY		19.14%	30.93%	15%	15%	15%
	单价（万）	5.46	5.47	5.46	5.50	5.50	5.50
	毛利率	19.5%	22.9%	25.1%	24%	24%	24%
其他	收入	771	1,068	1,611	1,933	2,320	2,784
	YOY		38.56%	50.79%	20%	20%	20%
	毛利率	14.4%	15.2%	14.6%	14%	14%	14%
营业收入	收入	8,425	12,815	22,986	29,451	35,889	42,152
	YOY		52.11%	79.37%	28.13%	21.86%	17.45%
	毛利率	20.67%	20.20%	24.74%	23.67%	23.15%	22.78%

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	22986	29451	35889	42152	货币资金	3095	5846	9665	14921
营业成本	17298	22479	27580	32548	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	5688	6972	8309	9604	应收账款	1529	1959	2387	2804
% 营业收入	24.7%	23.7%	23.2%	22.8%	存货	2104	2736	3357	3963
营业税金及附加	811	1039	1266	1487	预付账款	355	461	566	668
% 营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	其他流动资产	16	21	25	30
销售费用	1070	1371	1671	1963	流动资产合计	14825	20922	28064	36555
% 营业收入	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	874	1119	1364	1602	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	长期股权投资	147	147	147	147
财务费用	-8	-22	-39	-61	投资性房地产	2	2	2	2
% 营业收入	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	7313	8333	8530	7812
资产减值损失	27	5	5	5	无形资产	1111	1055	1002	952
公允价值变动收益	-2	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	56	0	0	0	递延所得税资产	297	0	0	0
营业利润	2968	3459	4042	4608	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	12.9%	11.7%	11.3%	10.9%	资产总计	23698	30464	37750	45473
营业外收支	73	73	73	73	短期贷款	26	0	0	0
利润总额	3041	3533	4115	4682	应付款项	8279	10766	13214	15598
% 营业收入	13.2%	12.0%	11.5%	11.1%	预收账款	2440	3126	3809	4474
所得税费用	214	249	290	330	应付职工薪酬	341	443	544	642
净利润	2827	3284	3825	4352	应交税费	179	225	272	317
归属于母公司所有者的净利润	2700.7	3137.2	3654.4	4157.4	其他流动负债	622	808	991	1169
少数股东损益	126	147	171	194	流动负债合计	11887	15369	18830	22201
EPS (元/股)	0.89	1.03	1.20	1.37	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	3191	5050	5639	6417	其他非流动负债	1410	1410	1410	1410
取得投资收益	19	0	0	0	负债合计	13298	16779	20241	23612
长期股权投资	-47	0	0	0	归属于母公司	10015	13152	16807	20964
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-3206	-2295	-1859	-1222	股东权益	385	532	703	897
其他	946	0	0	0	负债及股东权益	10400	13684	17510	21862
投资活动现金流净额	-2307	-2295	-1859	-1222	基本指标	23698	30464	37750	45473
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.888	1.031	1.201	1.366
股权融资	0	0	0	0	BVPS	9.14	12.01	5.52	6.89
银行贷款增加 (减少)	-76	-26	0	0	ROE	27.0%	23.9%	21.7%	19.8%
筹资成本	287	22	39	61					
其他	-1424	0	0	0					
筹资活动现金流净额	-1212	-4	39	61					
现金净流量	-328	2751	3819	5257					

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。