

进入 4.0 时代促进新车周期量价齐升


东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **吉利平台化、模块化布局全系列车型，智能化转型提升产品竞争实力。**目前公司三大传统造车平台+五大模块化平台架构，涵盖了燃油车及新能源电动车。传统造车平台为 KC、FE、CV 平台；五大模块化基础架构平台：SPA、CMA、BMA、AMA 及 SEA 浩瀚架构（由 PMA 升级）。模块化生产提升零部件系统和组件可扩展性，在降低成本同时大幅提高效率。旗下有亿咖通、国铁吉讯、曹操出行、太力飞行汽车等，亿咖通定位于自动驾驶、智能网联等技术和软件层面研发，专注于汽车芯片、智能驾驶、智能座舱等。公司与腾讯、百度、联发科技、华为等合作，布局智能化产品，提升产品竞争实力。
- **车型进入 4.0 发展时代，2021 年新车周期有望量价齐升。**公司进入 4.0 时代将全面开启架构造车，零部件通用化率最高达 70%，研发成本较传统平台降低 20%左右。公司将进入新一轮产品周期的发力阶段，20 年 11 月上上市星瑞是 CMA 架构下开发的第一款家轿车型，21 年将是主要增量车型。领克新车 Zero Concept 和领克 07，将于 21 年下半年上市。21 年还将上市博瑞、博越、帝豪等主力车型改款车型。2020 年吉利品牌销量 114.55 万辆，同比下降 7.13%；2021 年随着新车上市，预计销量同比增长 22%左右。
- **新能源车：从逆向到正向，SEA 浩瀚架构有望提升销售规模。**2016 年吉利新能源车生产平台开始向正向开发转变。未来吉利和领克将基于浩瀚架构平台推出 10 余款新车型。SEA 架构下，不同尺寸车型拓展性强，续航可超 700km，SEA 架构提供全场景全生命周期 FOTA。2021 年纯电 MPV（代号 EF1E）、Zero Concept 和几何 T 新车上市后，预计销量有望快速增长。
- **领克：新车上市，市占率逐步提升。**2017 年来领克分别推出多款车型，2020 年行业受到疫情的冲击，领克销量增速逆势向上，全年销量 17.55 万辆，同比增长 36.97%。2017-2020 年领克市占率从 0.03% 上升至 0.9% 左右，随着新车上市，预计 21 年领克品牌收入同比增长 28% 左右，其贡献投资收益逐步增加。

财务预测与投资建议：预测 2020-2022 年 EPS 分别为 0.78、1.09、1.31 元，可比公司为 A、H 股整车公司，可比公司 21 年 PE 平均估值 33 倍，目标价 36 元人民币，43.13 元港币（1 港币=0.83457 人民币），首次给予买入评级。

风险提示：吉利品牌销量低于预期风险、领克品牌销量低于预期风险、成本控制不及预期风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	106,595	97,401	92,101	119,398	132,142
同比增长	14.9%	-8.6%	-5.4%	29.6%	10.7%
营业利润（百万元）	14,435	8,682	8,220	11,723	14,072
同比增长	18.3%	-39.9%	-5.3%	42.6%	20.0%
归属母公司净利润（百万元）	12,553	8,190	7,626	10,734	12,857
同比增长	18.0%	-34.8%	-6.9%	40.8%	19.8%
每股收益（元）	1.28	0.83	0.78	1.09	1.31
毛利率	20.2%	17.4%	17.0%	17.8%	18.6%
净利率	11.8%	8.4%	8.3%	9.0%	9.7%
净资产收益率	27.9%	15.0%	12.6%	15.5%	16.2%
市盈率（倍）	22.0	33.7	35.7	25.3	21.2
市净率（倍）	6.1	5.0	4.4	3.9	3.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2021 年 1 月 19 日）	32.00（港币）
目标价格	43.13（港币）
52 周最高价/最低价	33.85/10.00（港币）
总股本/流通 H 股（万股）	981747.65/981747.65
H 股市值（百万元港币）	314200
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2021 年 01 月 19 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	25.47%	26.49%	36.04%	1.19%
相对表现	2.38%	5.98%	15.23%	-0.75%
恒生指数	25.47%	26.49%	36.04%	1.19%



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 姜雪晴

021-63325888*6097

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

联系人

朱清华

zhuqinghua@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

1.吉利平台化、模块化布局全系列车型.....	4
2. 智能化转型提升产品竞争实力	6
3. 2021 年新车周期有望保障公司量价齐升	7
3.1 公司车型进入 4.0 发展时代	7
3.2 公司 SUV 销量比重逐步提升	8
3.3 2021 年是公司新车周期	9
3.3 预计吉利品牌销量及收入有望快速增长	13
4.新能源车：从逆向到正向开发，SEA 浩瀚架构有望提升销售规模	15
4.1 全新电动车平台：SEA 浩瀚架构	15
4.2 预计 21 年新能源车销量将快速增长	17
5.领克：新车上市，市占率逐步提升	19
5.1 领克市占率逐步提升	19
5.2 预计领克品牌贡献投资收益稳定增长	22
6 盈利预测及估值	22
7 主要风险	23

图表目录

图 1: 吉利已形成五大模块化基础架构平台体系布局.....	5
图 2: 公司及亿咖通科技与华为、Mobileye、百度、Arm 等公司建立合作关系	7
图 3: 吉利汽车四个发展时代	8
图 4: 吉利向模块化架构发展	8
图 5: 2012-2020 年吉利销量结构变化.....	9
图 6: 2020 年吉利销量结构	9
图 7: 吉利 2021 年上市主要新车型.....	10
图 8: 吉利星瑞	11
图 9: 星瑞及竞品价格区间（万元/辆）	11
图 10: 星瑞及竞品价格、轴距对比（万元/辆、mm）	11
图 11: 2010-2020 年吉利汽车销量及增速（万辆）	14
图 12: 吉利销量及增速预测	14
图 13: 吉利收入及增速预测	14
图 14: 吉利新能源车正向开发	15
图 15: SEA 未来推出 10 余款车型	16
图 16: SEA 浩瀚分层架构.....	16
图 17: SEA 浩瀚特点.....	16
图 18: 各平台生产车型	17
图 19: 吉利新能源车上市进程	18
图 20: 吉利新能源车销量及增速预测.....	19
图 21: 领克品牌新推车型.....	20
图 22: 2017-2020 领克销量及增速（万辆）	21
图 23: 2017-2020 年领克品牌市占率.....	21
图 24: 2017-2020 年前 11 月领克品牌车型销量结构	21
图 25: 领克收入及增速预测	22
 表 1: 公司模块化平台主要生产车型.....	 6
表 2: 星瑞及可比车型性能参数	12
表 3: 星瑞与可比车型智能辅助驾驶系统对比	12
表 4: 收入分类预测表	23
表 5: 可比公司估值比较	23

1. 吉利平台化、模块化布局全系列车型

公司于 2005 年开始进行 FE 平台开发，并逐步建立了 KC 平台、FE 平台和 CV 平台等传统造车平台。KC 平台是吉利集团收购沃尔沃汽车后，在沃尔沃 GMC 平台基础上升级开发出来的第一款中型车平台，在公司战略转型过程中具有里程碑式的重要意义。FE 平台是公司自研的 A-级和 A 级车生产平台，最早于 2005 年着手研发，期间经历数次升级，于 2014 年投产的一个可扩展汽车平台，是公司开始从低端车向中高端车转型的关键。CV 平台最初定位于 MPV 车型专用平台，目前已扩展其覆盖车型，兼具 MPV 和 SUV 生产能力。

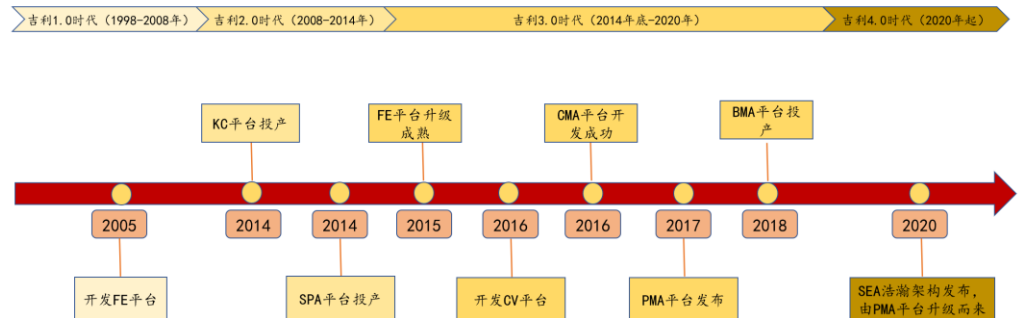
目前公司已形成五大模块化基础架构平台体系布局，SPA（覆盖中大型车）、CMA（覆盖 A0 到 B 级车）、BMA（覆盖 A0 到 A+级车）、AMA（新能源车专属平台）及 SEA 浩瀚架构（A 级车到 E 级车纯电动全尺寸覆盖，由 PMA 升级而来），覆盖多种车型及燃油和电动等不同动力。

SPA 平台是吉利集团 2010 年收购沃尔沃之后支撑沃尔沃开发的可扩展的平台架构，于 2014 年首次亮相。SPA 最初定位生产高端车型，主打中大型车，涵盖轿车、SUV 等车型，之后沃尔沃入股领克，与吉利共享此平台。SPA 模块化平台架构使沃尔沃 S60、XC90 等可以共享相同的底盘结构、悬架、电气系统和传动系统，其相同的模块和接口也提升了系统和组件的可扩展性，在降低成本的同时大幅提高了效率。

CMA 平台诞生于 2016 年 10 月，是由沃尔沃主导，吉利和沃尔沃共同研发，供吉利、领克和沃尔沃共享的首个中级车模块化基础架构。2017 年基于 CMA 平台打造的领克 01 上市，标志着吉利正式进入模块化平台架构时代。CMA 模块化基础架构具有高度灵活性和可扩展性，可以适用于多种车身形式和尺寸，涵盖轿车、SUV 及 CROSS 车型等多个细分市场，与 SPA 形成互补，截至 2020 年 8 月，该架构在集团各品牌中的累计销量超过 60 万台。

BMA 平台是继 CMA 模块化平台架构之后，公司于 2018 年发布的完全自主研发的模块化平台架构，主要生产小型车，覆盖了 A0~A+级轿车、SUV 等多种车型。BMA 平台的研发成本较传统平台降低 20%~30%，零部件通用化率最高可达 70%，研发周期缩短至 18~24 个月，较之前传统平台提升近一倍，在保证质量的同时大幅提升研发效率。

AMA 平台是公司生产入门级新能源车平台，SEA 浩瀚架构于 2020 年 9 月正式发布，是以提高用户出行体验为核心的原创纯电架构，标志着公司的智能电动车战略进入系统推进阶段。SEA 浩瀚架构以硬件层、系统层和生态层构建立体化布局。硬件层面，其轴距范围从 1800mm~3300mm，能够实现从 A 级车到 E 级车的全尺寸覆盖，系统层面，其将软件开发周期缩短 50%以上，重新定义智能汽车的研发周期；生态层面，其采用电驱动、电管理和电生态的新三电理念，使动力电池循环寿命长达 200 万公里。目前公司已有超过 7 个品牌，总计超 16 款基于 SEA 浩瀚架构的新车型启动研发，将于 2021 年开始陆续投放市场。

图 1：吉利已形成五大模块化基础架构平台体系布局


资料来源：吉利汽车官网、招股说明书、汽车之家、东方证券研究所

目前公司三大传统造车平台+五大模块化平台架构，涵盖了燃油车及新能源电动车生产，实现了从紧凑型到中大型车型全尺寸覆盖，包含轿车、SUV、MPV 及 CROSS 等多种车型。

KC 平台作为公司首个中型车生产平台，主要生产了中型轿车博瑞、中型 SUV 博越以及升级版博瑞 GE 和博越 PRO。吉利博瑞是 KC 平台的首款中高级轿车，创造了 4 年销量破百万的记录。

FE 平台作为公司历时多年开发的自研平台，产品覆盖了吉利品牌下的多款主力车型，主要生产帝豪系列，远景系列等热门系列，其中帝豪和帝豪 GS 是帝豪系列的主打车型，长期占据吉利品牌旗下销量排行榜前 4，远景 X3 和远景 X6 是远景系列的主打车型，销量稳定居于前列。

CV 平台陆续生产的紧凑型 MPV 嘉际和中型 SUV 豪越，分别于 2019 年 3 月和 2020 年 6 月正式上市。豪越作为吉利品牌旗下新款中型 SUV。

SPA 平台目前在产车型主要有沃尔沃品牌旗下的 S60，V60，XC60，S90，V90，XC90 等，其中在亚太区生产销售的有 XC60，S60，S90 这三款。该平台计划于 2021 年上线领克 6/7 座 SUV、吉利细分型/中型 SUV 以及 Lotus 品牌旗下的 Lambda 等车型。

CMA 平台作为吉利与沃尔沃合作研发的首款模块化基础平台架构，其产出的首款车型领克 01 在 2017 年一上市就以其高性价比的配置、优异的动力性能及驾驶品质获得了市场的好评，随后平台陆续推出了领克 02，领克 03，领克 05 以及吉利星越、星瑞和沃尔沃 XC40 车型等。

BMA 平台作为公司完全自研的小型车生产平台，其覆盖车型主要有缤越，缤瑞，缤越 PRO，ICON 以及领克 06 等。2020 年 4 月推出的缤越 PRO，缤瑞、ICON、领克 06 等均保持一定热度。

AMA 平台是公司生产入门级新能源车平台，SEA 浩瀚架构作为公司未来发展的重要战略支撑，或将覆盖公司未来所有纯电动车型。公司 2020 年 9 月首次发布 SEA 浩瀚架构时，即推出了其下的首款纯电豪华轿跑概念车—领克 ZERO concept，预计于 2021 年上市。同时沃尔沃品牌也将通过共享 SEA 平台打造一款名为 XC20 纯电版的小型纯电 SUV，或于 2022 年上市。此外，一款内部代号为 EF1E 的车型，预计于 2022 年上市。

表 1：公司模块化平台主要生产车型

平台	上市时间	目前在产车型	计划车型
KC	2015 年	博瑞	-
	2016 年	博越	
	2018 年	博瑞 GE	
	2019 年	博越 PRO	
FE	2014 年	新帝豪，新远景	-
	2015 年	帝豪 EV	
	2016 年	帝豪 GS，帝豪 GL	
	2017 年	远景 X1，远景 X3，远景 S1	
	2018 年	帝豪 GSe	
	2019 年	远景 X6	
CV	2019 年	嘉际	-
	2020 年	豪越	
SPA	2015 年	沃尔沃 XC90	领克 6/7 座 SUV；吉利细分型/中型 SUV； Lotus 旗下 Lambda
	2016 年	沃尔沃 S90	
	2017 年	沃尔沃 V90，沃尔沃 XC60	
	2019 年	沃尔沃 V60，沃尔沃 S60	
	预计 2021 年		
CMA	2017 年	沃尔沃 XC40；领克 01	-
	2018 年	领克 02，领克 03	
	2019 年	星越	
	2020 年	领克 05；星瑞	
BMA	2018 年	缤瑞，缤越	-
	2020 年	ICON，缤越 PRO；领克 06	
SEA	预计 2022 年	-	代号 EF1E
	预计 2021 年	-	领克 ZERO concept；沃尔沃 XC20 纯电版

资料来源：吉利汽车官网、招股说明书、汽车之家、腾讯新闻、易车网、东方证券研究所

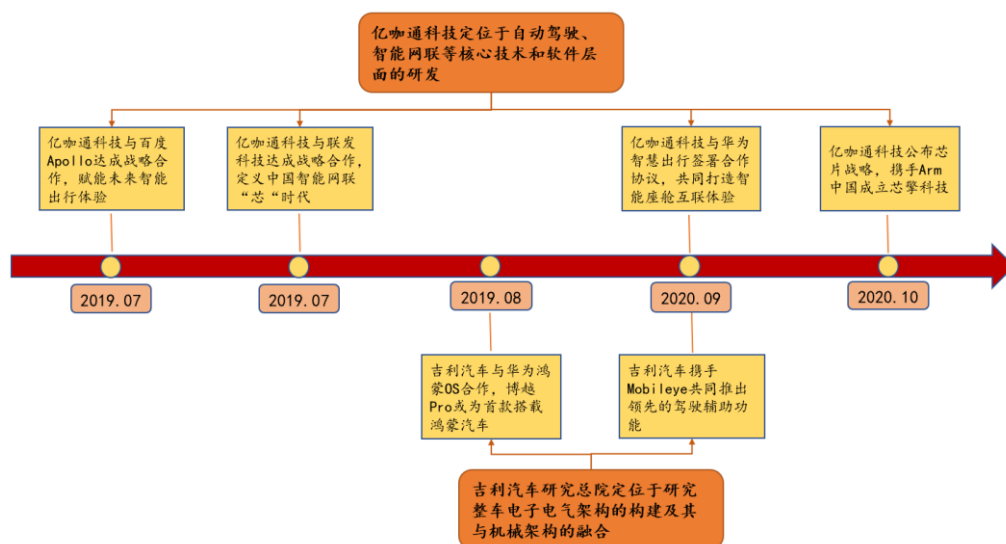
2. 智能化转型提升产品竞争实力

吉利汽车集团在做好传统燃油汽车业务的同时，积极向电动化、智能化和模块化转型。在过去几年中，吉利汽车积极布局数字化、科技化新基建，向新能源、智能网联、电子电气领域投入了超 300 亿元的研发资金，在吉利汽车研究总院下设了独立的智能电子软件中心和智能电动车研究院。吉利汽车研究总院定位于研究整车电子电气架构的构建及其与机械架构的融合，目前研究院的软件研发人员已超 2000 人。

吉利科技集团聚焦创新业务，旗下现有亿咖通科技、国铁吉讯、曹操出行、太力飞行汽车和浙江时空道宇科技有限公司等科技创新企业，已在智能驾驶、车联网、新能源科技和共享出行等领域有一定成果，助力吉利控股集团智慧立体出行生态的布局，推动其向移动出行服务商转变。

亿咖通科技（ECARX）成立于2016年5月4日，是吉利控股集团战略投资、独立运营的汽车智能化科技公司。公司定位于自动驾驶、智能网联等核心技术和软件层面的研发，专注于汽车芯片、智能驾驶、智能座舱、高精度地图、大数据及车联网云平台等核心技术和产品，致力于成为行业领先的开放智能网联平台。2019年7月公司与百度达成战略合作，双方将围绕智能网联、地图导航、云技术等领域建立深度技术合作，赋能未来智能出行体验；同月，公司与联发科技达成战略合作，双方将在车载智能芯片领域深度合作，定义中国智能网联“芯”时代。2020年9月公司与华为智慧出行达成合作，双方将在智能座舱和消费者生态服务领域积极合作，共同打造智能座舱互联体验。2020年10月，亿咖通与Arm中国合资成立的芯擎科技首次在武汉亮相，进一步完善了公司的芯片战略版图。

图 2：公司及亿咖通科技与华为、Mobileye、百度、Arm 等公司建立合作关系



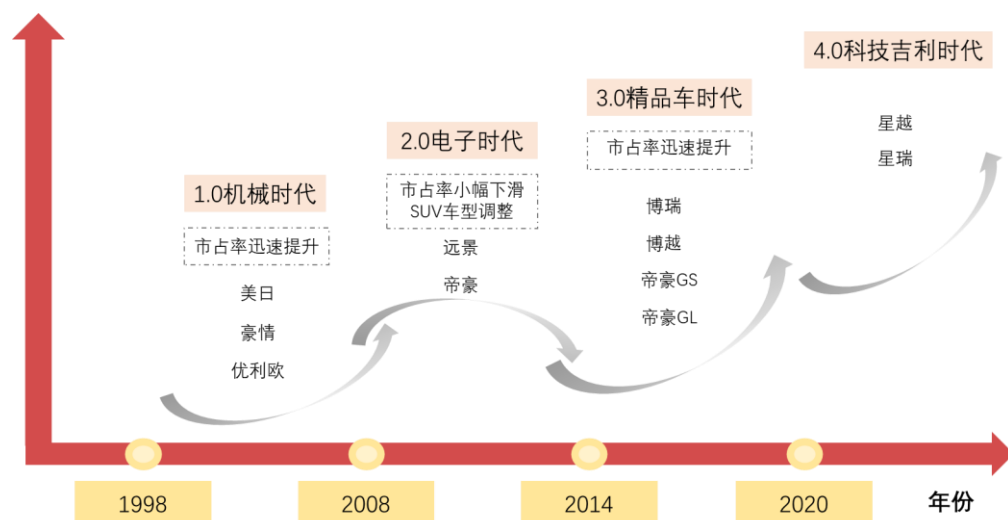
资料来源：亿咖通科技官网、东方证券研究所

3. 2021 年新车周期有望保障公司量价齐升

3.1 公司车型进入 4.0 发展时代

吉利汽车分为4个发展时代，第一个为1.0机械时代（1998-2008），吉利汽车销量迅速提升，在发动机、变速箱和底盘方面工艺逐渐成熟，代表车型为美日、豪情、优利欧。第二个为2.0电子时代（2008-2014），吉利汽车开始从追求性价比向追求品质转变，电子配置逐渐增加，代表车型为远景、帝豪。第三个为3.0精品车时代（2014-2020），吉利整合多品牌，制造工艺进一步提升，SUV车型销量持续攀升，并成为主导车型，代表车型为博瑞、博越、帝豪GS、帝豪GL。第四个为4.0科技吉利时代（2020年之后），吉利将全面开启架构造车，代表车型为星瑞、星越等。

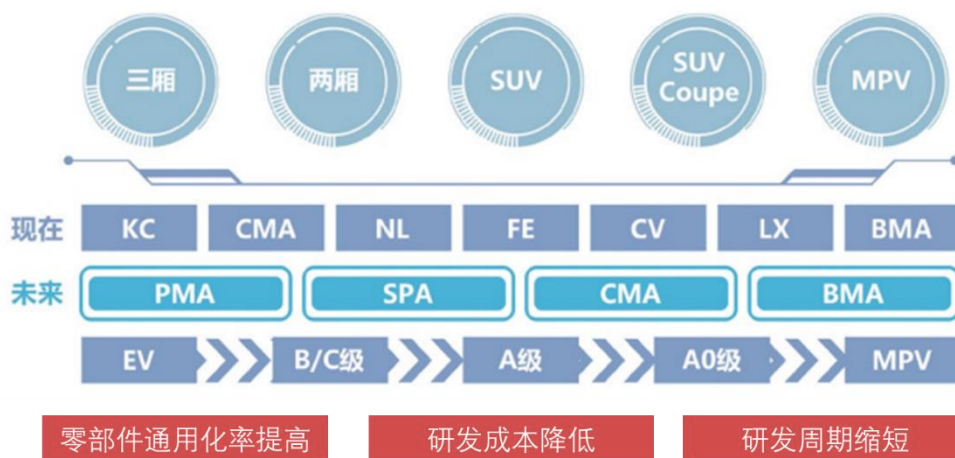
图 3：吉利汽车四个发展时代



资料来源：公司公告、东方证券研究所

4.0 科技吉利时代，吉利汽车新产品推出将重点围绕模块化架构打造。过去，吉利的造车平台主要是 FE、KC、NL、CV 等平台，这些平台的零部件通用化率相对未来的架构平台更低，整车开发速度也更慢。未来，吉利将围绕 AMA、BMA、CMA、SPA、SEA（PMA）五大模块化平台进行汽车设计生产，提高新品推出效率。以 BMA 平台为例，其零部件通用化率最高可达 70%，研发成本较传统平台降低 20%-30%，研发周期缩短至 18-24 个月。

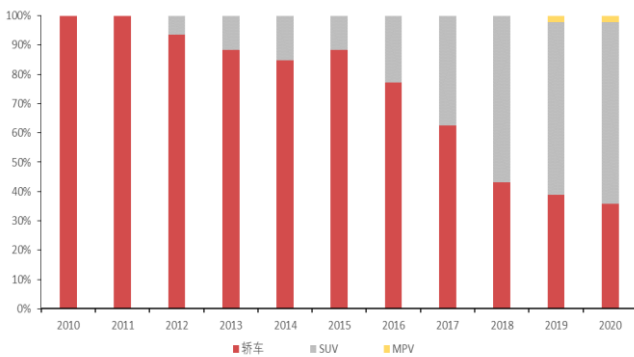
图 4：吉利向模块化架构发展



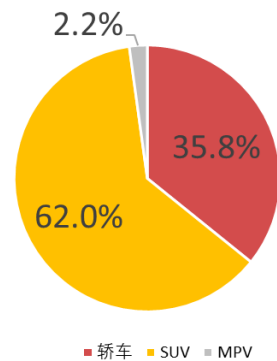
资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.2 公司 SUV 销量比重逐步提升

从销量结构上看，2012 年吉利发布首款 SUV 产品，当年 SUV 占总销量比重 6.37%。2012-2015 年，吉利总销量及销量结构变化不大，主要是因为轿车市场整体增速放缓、公司处于多品牌整合阶段、以及 SUV 产品处于探索调整期。2015-2020 年，公司 SUV 销量占比年均提升 10.06 个百分点，2020 年轿车、SUV、MPV 销量占比分别为 35.8%、62%、2.2%。在此期间，轿车销量从 2015 年的 45 万辆提升至 2020 年的 47 万辆，SUV 销量从 6 万辆提升至 82 万辆。2020 年，轿车销量占比进一步下滑至 36%，SUV 销量占比提升至 62%。2015 年至今，SUV 销量迅速提升，主要是因为公司发布博越、远景、领克 01 等多款热销车型。

图 5：2012-2020 年吉利销量结构变化


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：2020 年吉利销量结构


资料来源：公司公告、东方证券研究所

3.3 2021 年是公司新车周期

2021 年吉利汽车将进入新一轮产品周期的发力阶段，上市多款新车型。

改款车方面，吉利品牌 2021 年将发布博瑞、博越、帝豪等多款主力车型的改款，这些车型中部分将基于 CMA 架构生产，比如博越。2021 年基于 CMA 架构的博越，预计整车外观、发动机性能、油耗等都将有所提升。全新车型方面，吉利将发布一款纯电 MPV，是 SEA 架构下第二款新车型，其将定位为高端车型。这款内部代号为 EF1E 的电动车，预计今年下半年上市。此外，2020 年 11 月上市的星瑞，其凭借超大的车身空间及智能化配置，该车型有望在 2021 年发力，成为吉利新一代主力车型。

改款车方面，领克品牌 2021 年将发布领克 05 等车型的改款。在紧凑型 SUV 领域，领克 05 与领克 02 构成产品价格阶梯，2021 年领克 05 改款有望提升产品竞争力。全新车型方面，2021 年领克将发布 Zero Concept 和领克 07，两款车都将于 2021 年下半年上市。Zero Concept 基于 SEA 浩瀚架构开发，轴距 2999mm，续航超 700km，并具有较高水平的自动驾驶技术，预计该车型上市后将强化领克品牌的竞争力。

图 7：吉利 2021 年上市主要新车型



资料来源：公开资料整理、方证券研究所

2020 年 11 月吉利星瑞上市，标志着开始向科技 4.0 时代的新一代主力车型过渡。星瑞是 CMA 架构下开发的第一款吉利家轿车型，另一款 CMA 架构下的 SUV 车型为星越，4.0 时代的星瑞与星越对应着 3.0 时代的博瑞和博越。

车身方面，星瑞轴距 2800mm，在 A 级车市场拥有最长轴距；车身宽度 1869mm，超过凯美瑞（1840mm）、雅阁（1845mm）等热销 B 级车。动力方面，星瑞是唯一全系标配 2.0TD 的家轿，该发动机被广泛用在沃尔沃 S60、领克 03 等中高端车型上。对比同级小排量竞品，功率高出 45%，扭矩高出 45%，油耗差仅为 5%。转向系统方面，星瑞采用采埃孚 DP-EPS 转向系统，与传统液压动力转向相比，可节油 4%，并减少碳排放。智能驾驶方面，停车是驾驶员最迫切希望优化的场景，星瑞可通过 RPA 手机遥控进行全自动泊车。

软件定义汽车已是汽车行业共识，特斯拉率先实现 OTA（空中下载，通过移动通信技术对系统升级）并且商用。星瑞依托 CMA 架构对整个品类进行技术突破，成为第一款能实现整车 OTA 的燃油轿车。

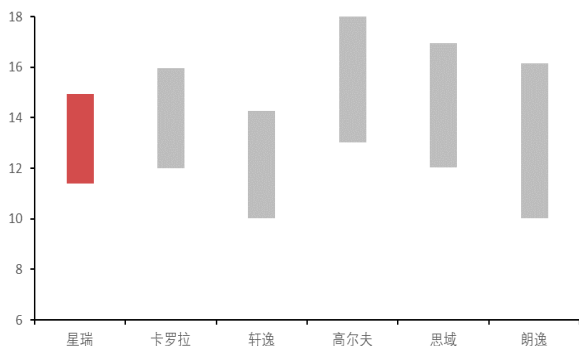
图 8：吉利星瑞



资料来源：公司官网、东方证券研究所

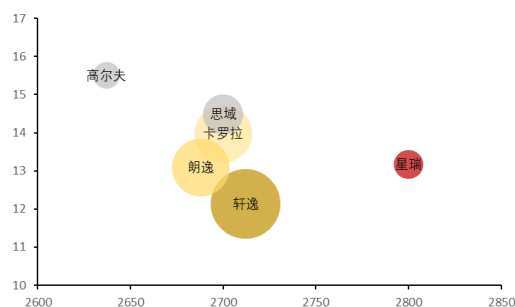
从定价上看，星瑞定价均价相对较低，在 7 款车型具有一定价格优势。从价格和轴距图看，在同一价格水平上，星瑞拥有 2800mm 的超长轴距，逼近 B 级轿车轴距，而可比车型的轴距基本上在 2600-2712mm，高尔夫则是最高价格、最短轴距；其中，与星瑞价格区间重叠度较大的卡罗拉和轩逸轴距分别为 2700mm、2712mm，比星瑞少近 100mm。星瑞在轴距价格比上具有很强优势，或将成为其核心竞争力之一。从销量角度看，轴距越长，价格越低的车型销量表现更好，星瑞与同价位车型相比轴距表现突出，预计未来有望成为吉利新一代爆款车型。

图 9：星瑞及竞品价格区间（万元/辆）



资料来源：汽车之家、东方证券研究所

图 10：星瑞及竞品价格、轴距对比（万元/辆、mm）



资料来源：盖世汽车、汽车之家、东方证券研究所（气泡越大，2020 年 9 月销量越高，星瑞为订单数）

从车身架构来看，同为紧凑型车，星瑞的车身尺寸在所有可比车型中最大，长宽高分别为 4785mm、1869mm、1469mm。星瑞在车身空间方面，比起其他同级别可比车型，车身更长，更加契合当下消费者对大空间的偏好，凸显出很强的性价比优势。星瑞搭载沃尔沃 Drive-E 系列的 2.0TD 发动

机，其他可比车型发动机排量均低于星瑞。质保方面，星瑞略优于可比车型。星瑞在质保方面活动力度较大，为 4 年或 10 公里质保。若是首任车主，则为 4.5 年或 12 万公里；若购买设计师推荐款则可以获得 6.5 年不限公里的质保方案。其他可比车型均为 3 年或 10 万公里。

表 2：星瑞及可比车型性能参数

	星瑞	卡罗拉	轩逸	高尔夫	思域	朗逸
指导价格（万元）	11.37-14.97	11.98-15.98	9.98-14.30	12.98-18.02	11.99-16.99	9.99-16.19
车型级别	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车	紧凑型车
厂商	吉利	一汽丰田	东风日产	一汽大众	东风本田	上汽大众
能源类型	汽油	汽油+油电混合	汽油	汽油	汽油	汽油
车身尺寸	4785*1869*1469	4635*1780*1455 4635*1780*1435	4641*1815*1450 4641*1815*1447 4631*1760*1503	4296*1788*1471 4259*1799*1476 4262*1799*1476	4517*1799*1434 4658*1800*1416	4670*1806*1474 4541*1806*1488 4613*1765*1460
轴距	2800	2700	2700-2712	2631-2637	2700	2610-2688
发动机	2.0T	1.2T/1.8L	1.6L	1.2-1.4T	1.6L	1.4T/1.5L
最大功率（kW）	140	85-90	90-99	85-110	92-130	82-110
最大扭矩（N·m）	300	185	155-159	200-250	173-226	145-250
整车质保	4-6.5 年或 10 万 公里以上	3 年或 10 万公里	3 年或 10 万公里	3 年或 10 万公里	3 年或 10 万公里	3 年或 10 万公里

资料来源：汽车之家、东方证券研究所

在智能辅助驾驶系统方面，星瑞功能较为齐全，在可比车型中性价比较高。并线辅助方面，星瑞略优于其他可比车型，可比车型中仅轩逸和高尔夫可选配该功能。车道偏离系统、车道保持系统、主动刹车/安全系统、巡航系统方面，星瑞在 13.77 万级别以上有配置，与可比车型相比处于中等水平。自动泊车方面，星瑞在可比车型中具有相对优势。

表 3：星瑞与可比车型智能辅助驾驶系统对比

	星瑞	卡罗拉	轩逸	高尔夫	思域	朗逸
并线辅助	○（仅旗舰型配置）	-	○（仅奢享版配置）	○（旗舰、R-Line 配置）	-	-
车道偏离预警系统	●（13.77 万级别以上配置）	●	○（仅奢享版配置）	○（旗舰、R-Line 配置）	○（15.99 万以上级别配置）	-
车道保持辅助系统	●（13.77 万级别以上配置）	●	-	○（旗舰、R-Line 配置）	○（15.99 万以上级别配置）	-
主动刹车/安全系统	●（13.77 万级别以上配置）	●	○（智享、奢享版配置）	○（旗舰、R-Line 配置）	○（15.99 万以上级别配置）	○（舒适版、豪华版配置）
巡航系统	●（定速+自适应巡航）	●（自适应巡航）	-	●（定速+自适应巡航）	○（15.29 万以上级别配置：定速+自适应巡航）	○（舒适版、豪华版配置：定速+自适应巡航）
自动泊车入位	●（13.77 级别以上配置）	-	-	○（旗舰、R-Line、豪华型配置）	-	-

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

自动驻车	●	●	-	●	●	●
上坡辅助	●	●	●	●	●	●

资料来源：汽车之家、东方证券研究所（●超一半车型配置、○少部分车型配置）

3.3 预计吉利品牌销量及收入有望快速增长

吉利汽车的销量周期可以分为四个阶段，分别为初期扩张、产品调整、销量爆发、产品换挡。

第一阶段，2000-2008 年扩张期，这一时期由于公司处于起步阶段，同时体量较小，销量增速非常快，年均复合增长率高达 49.9%。该阶段销量增长主要受益于豪情、优利欧、自由舰、金刚等新车型的推出。

第二阶段，2009-2014 年调整期，年均复合增长率仅 5%，较前一阶段大幅回落，主要原因有二。一是，吉利汽车品牌较多，分别为主打综合性汽车品牌的全球鹰、生产中高端轿车的帝豪以及生产伦敦出租车的英伦品牌。由于三个品牌各自为战，协同效应较差，期间仅帝豪 EC7、EC8 系列有较为出色的市场表现。二是，2010 年以后，乘用车市场开始分化，轿车市场销量增速下滑至个位数，而 SUV 市场爆发，两者 2009-2014 年均复合增长率分别为 10.6%、44.1%，而吉利汽车在 2012 年才上市第一款 SUV GX7，错过爆发初期。

第三阶段，2015-2017 年爆发期，这一时期吉利完成品牌整合，凭借深厚的造车技术积淀，以及吸收沃尔沃轿车、DSI 变速器（世界第二大变速器制造商）等公司先进的技术，迅速在 SUV 市场展开布局。2016 年推出爆款车型博越，拉动公司 SUV 销量暴增，并推出博瑞、帝豪 GS 等热销车型，该期间年均复合增速高达 56.4%。

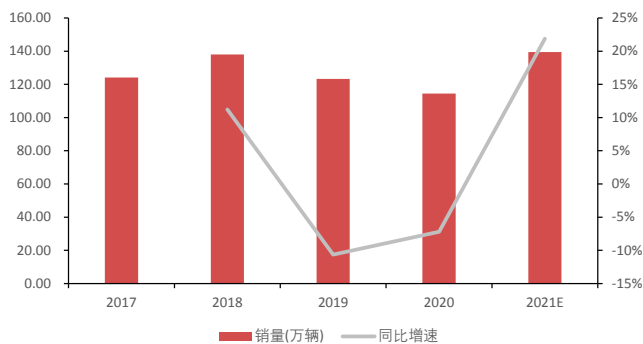
第四阶段，2017-2020 年产品换挡期，2017-2020 期间年均复合增长率为 1.92%，预计跑赢行业平均水平。该阶段增速较低主要原因是汽车行业整体下滑，叠加原先的主力车型帝豪、博越、远景等进入产品周期的中后期，销量有所疲软。该阶段吉利销量小幅提升至 2019 年的 136 万辆，仍处于自主品牌第一。2020 年吉利累计销量 132 万辆，同比小幅下滑 3.04%，在疫情之下完成全年销量目标。

图 11：2010-2020 年吉利汽车销量及增速（万辆）

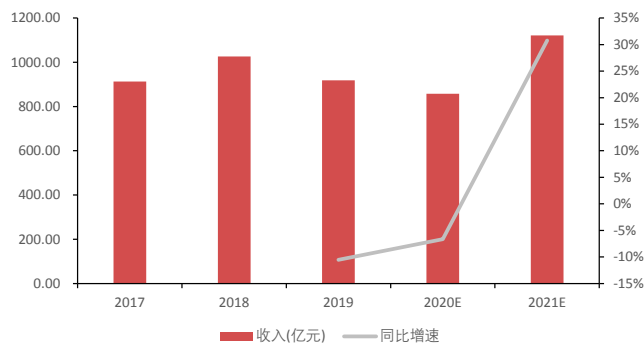

资料来源：公司公告、东方证券研究所

2020 年公司实现整体销量 132.02 万辆，其中吉利品牌销量 114.47 万辆，同比下降 7.2%；2021 年随着新车逐步上市，全新星瑞、改款博越、帝豪逐步上市放量，预计销量 139 万辆左右，同比增长 22%左右。

2021 年随着新车上市，预计 21 年吉利品牌收入同比增长 30.8%左右，收入有望快速增长。

图 12：吉利销量及增速预测


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：吉利收入及增速预测


资料来源：公司公告、东方证券研究所

4.新能源车：从逆向到正向开发，SEA 浩瀚架构有望提升销售规模

4.1 全新电动车平台：SEA 浩瀚架构

吉利早期基于燃油车平台逆向开发电动车。2015 年，吉利推出首款新能源车型帝豪 EV，2017 年推出帝豪 PHEV，帝豪系列新能源车型是基于 FE 平台打造。FE 平台是传统的燃油车开发生产平台，基于该平台改造研发的电动车受限于整车架构难以调整，续航和安全性往往不如纯电动车平台。此外，生产博瑞 GE PHEV 的 KC 平台，生产几何 A 的 GE 平台，生产领克 01 PHEV 的 CMA 平台，这些平台的电动车受制于燃油车底盘布局，车型开发模式均为逆向开发。

2016 年，吉利新能源车生产平台开始向正向开发转变。目前，吉利正在建设的专属新能源车平台有 AMA 和 SEA（PMA 平台升级）。传统的油改电平台如 KC 平台、CMA 平台、FE 平台等部分车型未来有望在新的新能源车专属平台生产。

图 14：吉利新能源车正向开发



资料来源：东方证券研究所

2016 年，吉利投资 80 亿元建设新能源车项目，项目首期计划年产 10 万辆 AMA 平台新能源车。AMA 平台是吉利生产入门级新能源车的专用平台，目前仍在建设当中，该平台未来有望生产帝豪 EV 等车型。

PMA 平台（已升级为 SEA）是吉利与沃尔沃联合研发的纯电动车专属架构平台，PMA 架构分为 PMA-1 和 PMA-2 两类基础架构，PMA-1 还可分为 5 座/7 座两类细分架构。该平台于 2017 年发布，未来吉利和领克将基于 PMA 平台推出 10 余款新车型。在吉利品牌上，PMA 架构前期会生产 A+级跨界车、A0 级跨界车、A 级轿车、B 级 SUV 以及 B 级轿车共 5 款产品；领克品牌则会先生产 A+/B 级跨界车、A0 级都市车、C 级家庭跨界车、A+/B 级 SUV 以及 A+/B 级 Coupe 共 5 款车型。

图 15: SEA 未来推出 10 余款车型



资料来源: 易车、东方证券研究所

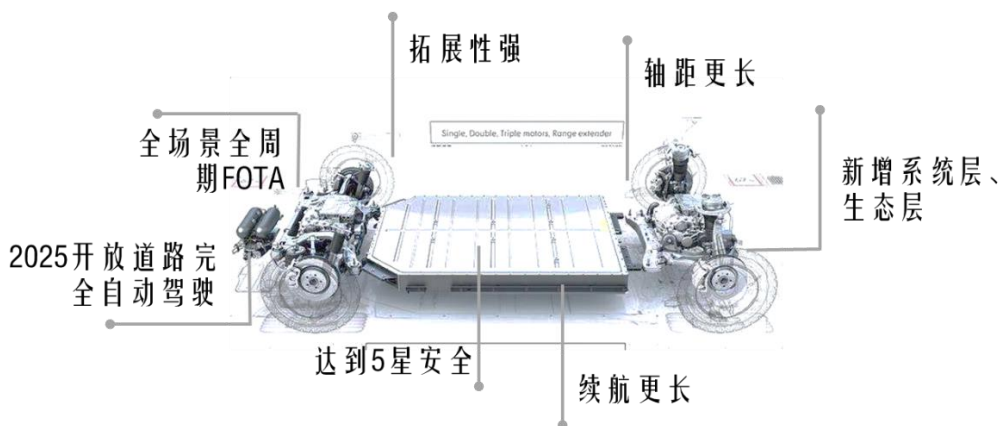
图 16: SEA 浩瀚分层架构



资料来源: 腾讯新闻、东方证券研究所

2020 年 9 月, SEA 浩瀚架构发布 (由 PMA 平台升级而来), SEA 架构下, 不同尺寸车型拓展性强, 续航可超 700km, 达到全球 5 星安全标准, 解决了传统逆向开发模式下的开发效率待提升、续航焦虑、安全隐患等核心问题。智能化驾驶方面, SEA 架构提供全场景全生命周期 FOTA (移动终端空中下载), 2025 年将在开放道路上实现完全自动驾驶。此外, SEA 在 PMA 最核心的硬件层的基础上, 还覆盖了系统层和生态层, 将车型研发平台升级为综合架构, 打造全新的商业模式。

图 17: SEA 浩瀚特点

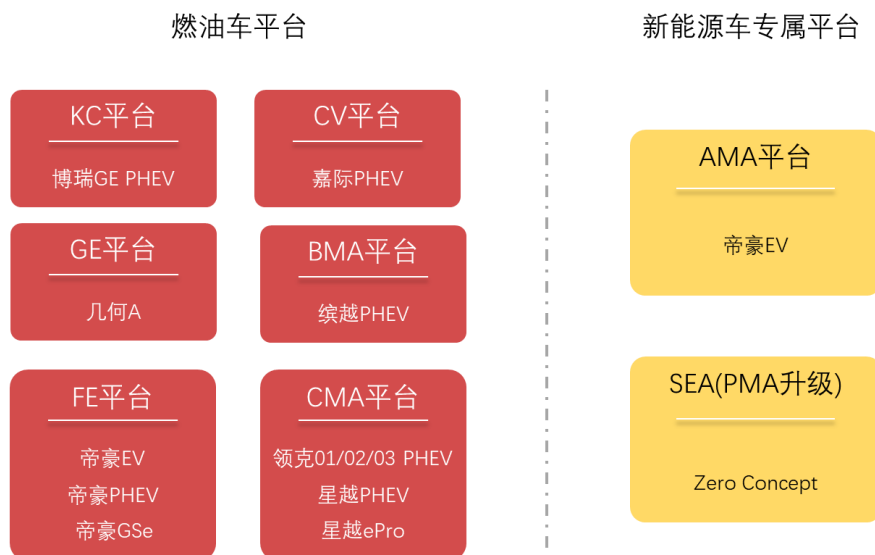


资料来源: 公开资料整理、东方证券研究所

吉利燃油车平台主要生产插电混动车型, KC 平台生产博瑞 GE PHEV, CV 平台生产嘉际 PHEV, BMA 平台生产缤越 PHEV, FE 平台生产帝豪 PHEV, CMA 平台生产领克系列插电混动车型和星越 PHEV。吉利燃油车平台生产的纯电车型相对较少, 几何 A 由 GE 平台生产, 帝豪 EV 和帝豪

GSe 由 FE 平台生产，星越 ePro 由 CMA 平台生产。吉利新能源车专属平台目前还没开始量产车型，预计 AMA 平台将生产帝豪 EV，SEA 将生产 Zero Concept，Zero Concept 有望明年上市。

图 18：各平台生产车型



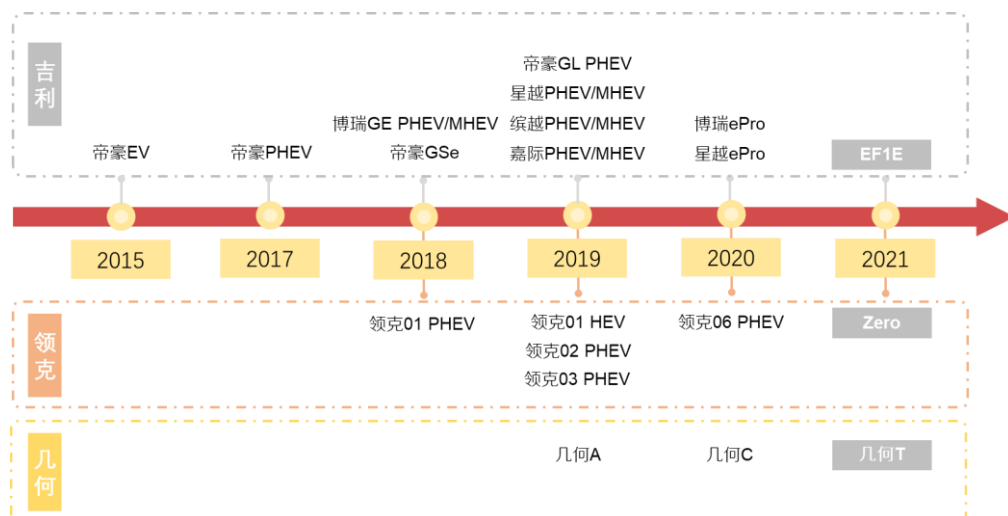
资料来源：公开资料整理、东方证券研究所

4.2 预计 21 年新能源车销量将快速增长

2015-2018 年，吉利新能源车型上市较少。2015 年，吉利汽车开启“蓝色吉利行动”，发布第一款纯电新能源车帝豪 EV。2017 年，上市首辆插电混动车型帝豪 PHEV，开启纯电加混动并行的技术路线。2018 年，吉利品牌上市纯电新能源帝豪 GSe 和博瑞 GE PHEV/MHEV；领克品牌从 6 月底开始，快速导入新能源产品领克 01PHEV。

2019 年，在双积分政策实施及新能源车规划提速的情况下，吉利上市多款新能源车型。2019 年，吉利品牌密集上市了嘉际 PHEV/MHEV、缤越 PHEV/轻混、星越 PHEV/MHEV、帝豪 GL PHEV。领克品牌推出所有已有车型的新能源款，领克 01 HEV、领克 02 PHEV、领克 03 PHEV。此外，吉利成立全新中高端纯电动品牌几何，进一步提高公司在新能源汽车领域的竞争力，上市纯电紧凑型轿车几何 A。

2020-2021 年，吉利稳定推出多款新能源车型。2020 年，吉利品牌方面，推出两款混动车型星越 ePro 和博瑞 ePro；领克品牌上市领克 06 PHEV/MHEV；几何品牌推出 SUV 产品几何 C。2021 年，吉利、领克、几何将分别推出纯电 MPV（代号 EF1E）、Zero Concept 和几何 T。

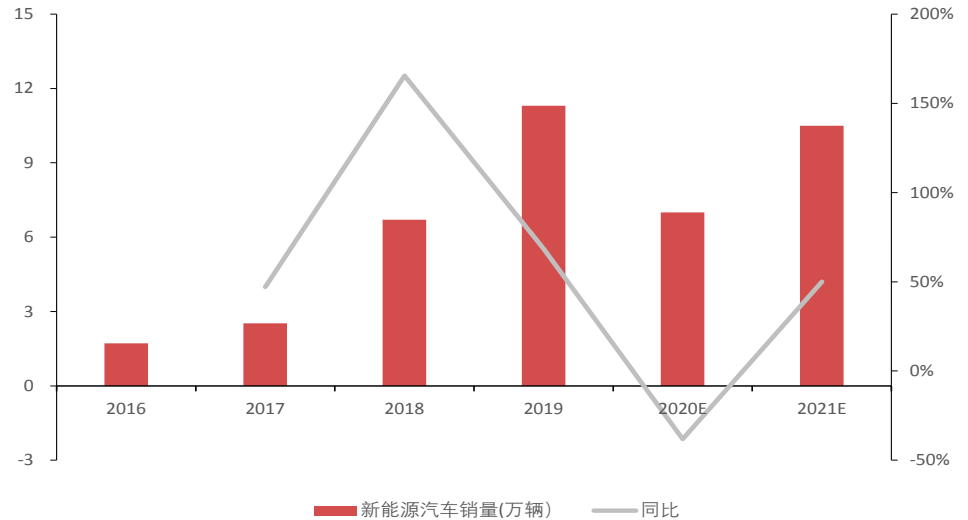
图 19：吉利新能源车上市进程


资料来源：公司公告、汽车之家、东方证券研究所

2016 年，吉利凭借首款纯电轿车帝豪 EV 完成 1.72 万辆新能源汽车销量，占总销量 2.24%。2017 年，新能源汽车销量 2.53 万辆，同比增长 47.06%，主要由帝豪 EV 贡献，帝豪 EV 当年销量 2.33 万辆。2018 年，新能源汽车销量 6.71 万辆，同比大增 165.45%，占总销量提高至 4.47%，帝豪 EV 继续放量提供主要销量，当年完成销量 3.14 万辆，同比增长 34.74%，贡献 47% 的新能源车销量；博瑞 GE PHEV/MHEV 5 月上市后，当年销售 2.36 万辆，贡献 35% 的新能源车销量。

2019 年，吉利新推出多款新能源和电气化车型，全年销售 11.31 万辆，同比增长 68.58%，占总销量提高至 8.3%。吉利品牌混动车型嘉际 PHEV/MHEV、博瑞 GE PHEV/MHEV、星越 PHEV/MHEV 分别销售 2.08、1.77、1.17 万辆；领克品牌混动车型领克 01 PHEV、销售 3291 辆。混动系列占新能源汽车总销量的 53%。纯电动方面，帝豪 EV、帝豪 GSe 分别销售 2.94 万、1.08 万辆，分别贡献 26%、9.6% 的新能源车销量；4 月份上市的纯电动轿车几何 A，全年销量 1.27 万辆，贡献 11% 新能源车销量。2020 年前三季度，吉利销售 4.83 万辆新能源车，同比下滑 39%，主要受疫情影响和新能源车补贴下滑。其中，嘉际 PHEV/MHEV 仍是新能源车主力车型，合计销售 1.6 万辆。

2020 年吉利新能源车销量下降主要与疫情及帝豪系和博瑞 GE 系新能源车销量下滑较多有关，2021 年纯电 MPV（代号 EF1E）、Zero Concept 和几何 T 新车上市后，预计销量有望同比增长 50% 左右。

图 20：吉利新能源车销量及增速预测


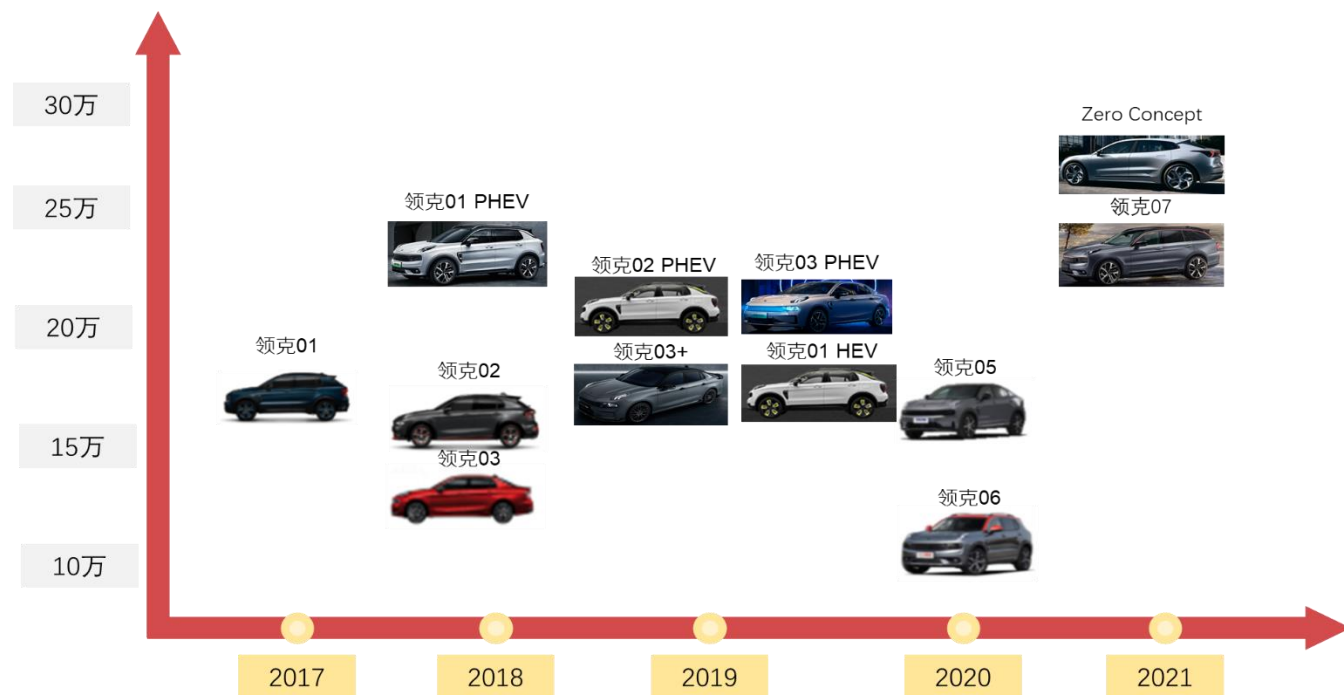
资料来源：公司公告、汽车之家、东方证券研究所

5.领克：新车上市，市占率逐步提升

5.1 领克市占率逐步提升

2017 年 11 月，基于 CMA 模块架构的首款车型领克 01 正式上市，其定位是为都市年轻族群打造的 SUV，售价区间为 16-22 万元。2018 年领克 02、领克 03 新车型上市，均价低于领克 01，同时发布领克 01 新车型及插电混动版，产品矩阵进一步完善。2019 年，领克密集上市新车型，领克 02、03 的插电混动版以及领克 01 HEV 共 3 款新能源车型上市，领克 03+ 上市。2020 年，上市两款新车型领克 05 和领克 06。其中，领克 05 五月上市，截止 9 月累计销量 1.85 万辆；领克 06 定价下探，扩大领克品牌产品定价区间。2021 年，预计将推出基于 SEA 浩瀚架构的首款纯电轿跑 Zero Concept，以及基于 SPA 平台打造的 7 座 SUV 领克 07，预计两款车型售价较高，突破目前领克品牌价格上限。

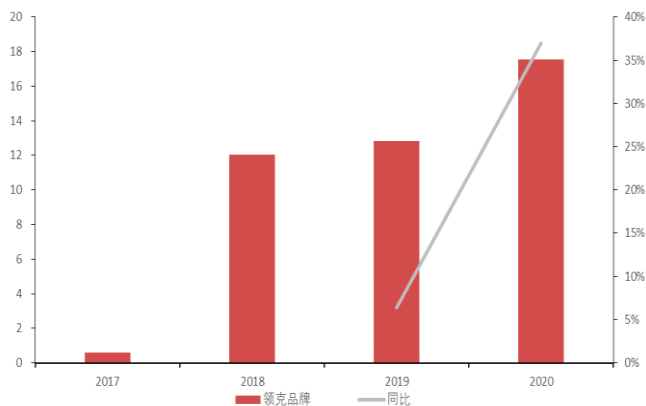
Zero Concept 极具竞争力，2021 年有望上市。改款车方面，领克品牌 2021 年将发布领克 05 等车型的改款。在紧凑型 SUV 领域，领克 05 与领克 02 构成产品价格阶梯，2021 年领克 05 改款有望提升产品竞争力。全新车型方面，2021 年领克将发布 Zero Concept 和领克 07，两款车都将于 2021 年下半年上市。Zero Concept 基于 SEA 浩瀚架构开发，轴距 2999mm，续航超 700km，并具有较高水平的自动驾驶技术，预计该车型上市后将强化领克品牌的竞争力。

图 21：领克品牌新推车型


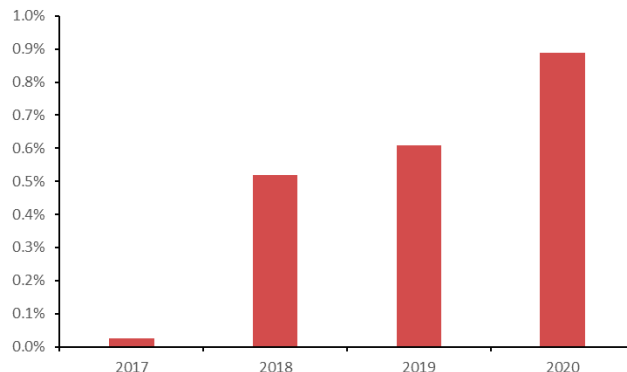
数据来源：公司公告、汽车之家、公开资料整理、东方证券研究所

2017 年领克成立之初，发布首款基于 CMA 架构的领克 01，完成了 6000 辆的销量；2018 年，随着新车型领克 03 和领克 02 的发布，带动销量暴涨，全年销量达 12.04 万辆，2019 年，受双积分政策推动，发布了全系车型的插电混动版和领克 03+，在行业整体销量下滑背景下，领克全年销量 12.81 万辆，逆势增长 6.4%，跑赢行业 15.79 个百分点。2020 年，行业受到疫情的冲击，领克销量增速逆势向上，显示出强劲的竞争力，全年完成总销量 17.55 万辆，同比增长 36.97%。

市占率方面，2017-2020 年，预计领克品牌市占率从 0.03% 上升至 0.9%，市占率稳步提升，预计 2021 年随着纯电车型 Zero Concept、领克 07 等新车型上市，市占率将进一步提高。

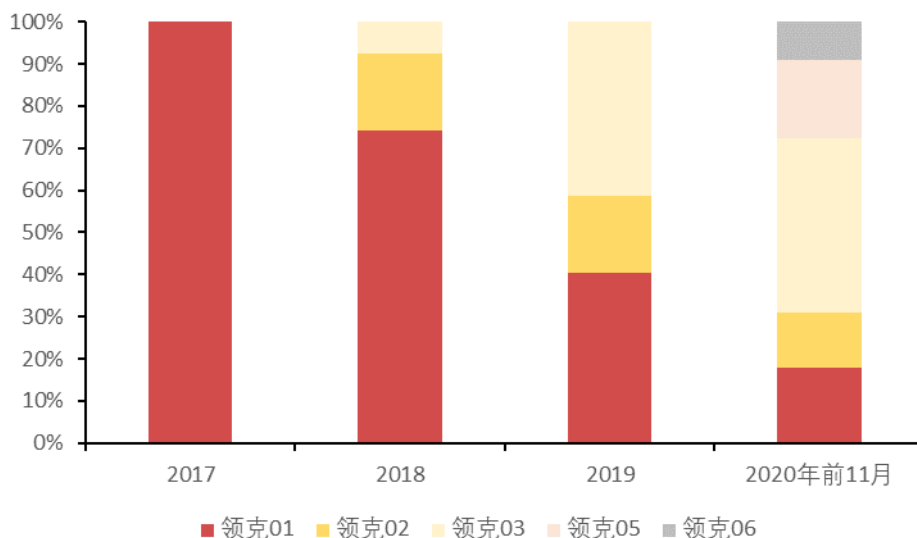
图 22：2017-2020 领克销量及增速（万辆）


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 23：2017-2020 年领克品牌市占率


资料来源：公司公告、中汽协、东方证券研究所（注：中汽协预计 2020 年乘用车销量下滑 6%）

分车型看，领克产品迭代速度快，销售结构优化。2018 年，领克 01 销售 8.94 万辆，贡献 74% 的销量；2019 年领克 03 接棒领克 01，两者分别完成 5.29、5.16 万辆，合计贡献 82% 的销量；2020 年前 11 月，主要贡献车型为领克 03、领克 01 以及领克 05（2020 年 5 月上市），三者销量分别达 6.23 万辆、2.79 万辆、2.69 万辆，分别占总销量的 41.4%、18.5%、17.9%。

图 24：2017-2020 年前 11 月领克品牌车型销量结构


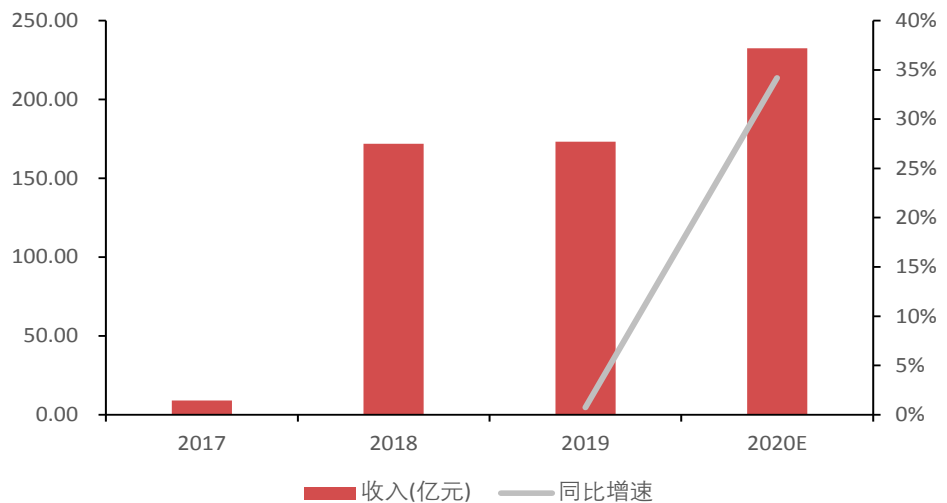
资料来源：汽车之家、东方证券研究所

5.2 预计领克品牌贡献投资收益稳定增长

2017年10月，吉利和沃尔沃联合成立领克品牌，并于年底推出第一款车领克01，当年收入9亿元。2018年，领克多款车型发布，销量提升助推营收暴增至172亿元。2019年，领克顺应新能源车发展趋势，发布多款新能源车车型，在汽车行业整体销量下滑的背景下，收入小幅增至173亿元。

2021年随着新车上市，预计21年领克品牌销量同比增长34%左右，领克品牌收入同比增长28%左右。领克主要作为投资收益在报表中体现，随着领克销量规模提升，其贡献投资收益有望逐步增加。

图 25：领克收入及增速预测



资料来源：公司公告、东方证券研究所

6 盈利预测及估值

随着吉利品牌及领克品牌新车上市，公司产品进入4.0时代，平台化、模块化生产将促进盈利能力提升，预计公司盈利未来将稳定增长。

1) 预测吉利品牌业务 2020-22 年收入分别为 857.52 亿元、1121.41 亿元、1238.44 亿元，分别增长-6.6%、30.8%、10.4%；预计毛利率分别为 16.5%、17.4%、18.2%左右；

2) 预测领克业务 2020-22 年收入分别为 232.51 亿元、297.01 亿元、373.08 亿元，分别增长-34.2%、27.7%、25.6%；

3) 预测销售零部件收入 2020-22 年收入分别为 59 亿元、67.85 亿元、78.02 亿元，分别同比增长 15%左右；预计毛利率分别为 25%左右。

在可比公司估值上，主要选择了与乘用车整车相关公司进行比较，如 H 股长城汽车、广汽集团，A 股上汽集团、广汽、长城汽车、长安汽车、比亚迪等，可比公司 21 年 PE 平均值为 33 倍，目标价 36 元人民币，相当于港币 43.13 元港币（1 港币=0.83457 人民币），首次给予买入评级。

表 4：收入分类预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
整车销售					
销售收入（百万元）	102651.39	91842.84	85751.67	112141.13	123843.78
增长率		-10.53%	-6.63%	30.77%	10.44%
毛利率	20.1%	16.6%	16.5%	17.3%	18.2%
零部件销售					
销售收入（百万元）	3943.75	5130.19	5899.71	6784.67	7802.37
增长率		30.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	29.3%	26.0%	25.0%	25.0%	25.0%
知识产权许可					
销售收入（百万元）		428.23	449.64	472.12	495.73
增长率			5.0%	5.0%	5.0%
毛利率			25.0%	25.0%	25.0%
合计					
销售收入（百万元）	106,596.9	97,401.4	92,101.1	119,398.4	132,142.1
增长率					
综合毛利率	20.20%	17.37%	17.05%	17.79%	18.60%

资料来源：WIND、东方证券研究所

表 5：可比公司估值比较

证券代码	证券简称	收盘价（01-19）	EPS				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
2333.HK	长城汽车	27.20	0.49	0.54	0.88	1.09	10.47	42.11	25.78	20.89
2238.HK	广汽集团	8.18	0.65	0.68	0.85	0.96	13.45	10.11	8.03	7.09
601633.SH	长城汽车	39.96	0.49	0.54	0.88	1.09	17.96	73.91	45.67	36.66
601238.SH	广汽集团	11.96	0.65	0.68	0.91	1.09	18.09	17.58	13.15	10.93
002594.SZ	比亚迪	216.20	0.59	1.60	1.96	2.43	80.55	134.55	109.83	89.03
600104.SH	上汽集团	23.69	2.19	1.87	2.36	2.69	10.88	12.70	10.04	8.81
000625.SZ	长安汽车	19.80	-0.55	0.92	0.94	1.15	-18.20	21.56	21.08	17.27
可比公司平均值			—	—	—	—	19.03	44.64	33.37	27.24

资料来源：WIND、东方证券研究所

7 主要风险

吉利销量低于预期风险。假设 20、21 年吉利销量（不含领克）分别为 115 万辆、139 万辆，若销量不达预期，则将影响公司盈利增长。

领克销量低于预期风险。假设 20、21 年领克销量分别为 17.55 万辆、23.5 万辆，若汽车行业需求低于预期，则将影响领克车型销量；则将影响领克盈利贡献，进而影响公司盈利增长。

成本控制不及预期的风险。若公司成本控制不及预期，则将影响单车盈利能力，进而影响公司盈利增长。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	15,756	19,321	14736	23880	26994	营业收入	106,595	97,401	92,101	119,398	132,142
存货	4,097	4,821	4775	5438	5960	营业成本	-85,082	-80,485	-76,401	-98,152	-107,570
应收账款	22,865	25,845	25584	29850	33036	毛利	21,513	16,916	15,700	21,247	24,572
预付款项	67	-	133	111	90	销售费用	-4,523	-4,332	-4,052	-5,254	-5,814
其他	0	27	10	8	8	管理费用	-3,777	-5,122	-4,610	-5,808	-6,389
流动资产合计	42,785	50,014	45238	59287	66085	其他收入	1,237	1,225	1,197	1,552	1,718
固定资产	23,423	27,070	27252	28786	30169	营业利润	14,435	8,682	8,220	11,723	14,072
权益性投资	6,323	8,837	10131	10350	12660	财务成本净额	79	108	79	152	204
无形资产	14,993	17,598	20546	23595	26644	权益性投资损益	445	847	774	864	971
商誉	26	43	53	63	73	除税前溢利	14,959	9,637	9,072	12,739	15,246
其他	3,911	4,366	10193	10545	11335	所得税	-2,285	-1,375	-1,361	-1,911	-2,287
非流动资产合计	48,676	57,914	68175	73339	80880	净利润(含少数股东损益)	12,674	8,262	7,712	10,828	12,959
资产总计	91,461	107,928	113413	132625	146965	净利润(不含少数股东损益)	12,553	8,190	7,626	10,734	12,857
短期借款	1,375	-	1840	3205	1000	少数股东损益	121	72	85	94	103
应付账款	41,438	47,873	44963	53782	59543	其他综合收益	92	50	31	43	52
租赁负债	0	37	32	32	32	综合收益总额	12,766	8,312	7,742	10,871	13,011
应付税项	947	616	612	612	612	综合收益总额(母公司)	12,645	8,239	7,657	10,778	12,908
其他	0	0	0	0	0	综合收益总额(少数股东)	122	72	85	94	103
流动负债合计	43,760	48,526	47447	57631	61187	每股收益	1.28	0.83	0.78	1.09	1.31
长期借款	0	2089	2139	2189	2239	主要财务比率					
应付债券	2048	2060	2366	2600	2857		2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他	278	327	317	337	375	成长能力					
非流动负债合计	2,326	4,476	4823	5126	5471	营业收入	14.9%	-8.6%	-5.4%	29.6%	10.7%
负债合计	46,086	53,002	52270	62758	66658	营业利润	18.3%	-39.9%	-5.3%	42.6%	20.0%
股本	164	168	168	168	168	归属于母公司净利润	18.0%	-34.8%	-6.9%	40.8%	19.8%
储备	44,780	54,269	60401	69032	79369	获利能力					
少数股东权益	431	489	574	668	770	毛利率	20.2%	17.4%	17.0%	17.8%	18.6%
股东权益合计	45,375	54,926	61143	69868	80307	净利率	11.8%	8.4%	8.3%	9.0%	9.7%
负债和股东权益总计	91,461	107,928	113413	132625	146965	ROE	27.9%	15.0%	12.6%	15.5%	16.2%
现金流量表						ROIC					
单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
归母净利润	12,553.0	8,190.0	7626.4	10734.4	12856.6	资产负债率	50.4%	49.1%	46.1%	47.3%	45.4%
折旧摊销	2,212.8	3,036.3	3229.9	3368.7	3507.1	流动比率	0.98	1.03	0.95	1.03	1.08
营运资金变动	8,355.0	2,183.0	-2146.4	4147.5	2333.6	速动比率	0.88	0.93	0.85	0.93	0.98
财务费用	-79.0	-108.0	-78.5	-151.9	-204.0	营运能力					
其它	-9,116.8	-763.3	-15.2	20.0	37.3	应收账款周转率	3.8	4.0	3.6	4.0	4.0
经营活动现金流	13,925	12,538	8616	18119	18531	存货周转率	16.8	18.0	16.0	18.0	18.0
资本支出	-16,093	-9,220	-6360	-7951	-7940	总资产周转率	1.2	1.0	0.8	1.0	0.9
于联营公司之权益	-1,518	-2,514	-1294	-219	-2310	每股指标(元)					
其他	6,292	943	-6075	-319	-747	每股收益	1.28	0.83	0.78	1.09	1.31
投资活动现金流	-11,319	-10,791	-13730	-8489	-10997	每股经营现金流	1.42	1.28	0.88	1.85	1.89
股本及分红	-	4.0	-1525.3	-2146.9	-2571.3	每股净资产	4.62	5.59	6.23	7.12	8.18
借款	79	714	1890	1415	-2155	估值比率					
其他	-385	1,045	164	245	307	市盈率	22.0	33.7	33.9	24.1	20.1
筹资活动现金流	-306	1,763	529	-487	-4420	市净率	6.1	5.0	4.2	3.7	3.2
现金净增加额	2,300	3,510	-4585	9143	3114						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn