

投资评级 优于大市 维持

1月终端表现良好，强强联合共谋春天

股票数据

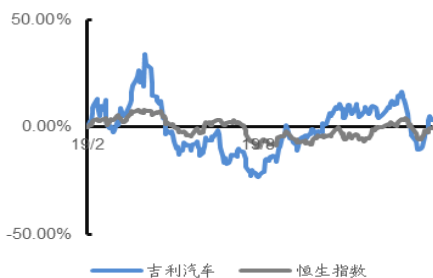
2月14日收盘价(港元)	14.48
52周股价波动(港元)	10.22-18.82
总股本/流通A股(百万股)	9204/9204
总市值/流通市值(百万港元)	133274/133274

相关研究

《打持久战：先求不败后求胜——用放大镜和望远镜看吉利》2020.01.20

《短期继续调整，加强集团协同》2019.10.14

《量利双降战略调整，龙头自主仍有韧性》2019.07.15

市场表现


恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.0	-5.6	-2.0
相对涨幅(%)	-5.7	-6.7	-7.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师:王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

联系人:郑蕾

Tel:075523617756

Email:zl12742@htsec.com

联系人:房乔华

Tel:0755-23617756

Email:fqh12888@htsec.com

联系人:曹雅倩

Tel:(021)23154145

Email:cyyq12265@htsec.com

投资要点:

- 吉利1月批发销量突破11万辆，终端表现良好。**2月13日吉利汽车公布了2020年1月销量数据，1月实现销量11.18万台，同比-29%，环比-14%。其中，帝豪/博越/帝豪GS/缤越分别实现销量2.2/2.3/1.1/1.0万台，领克品牌实现销量0.9万台，领克03销量突破5千台，同比+17%。虽然受到1月春节长假及新冠肺炎疫情的影响，吉利汽车依旧展现出极强的抗压能力，经销商在中国市场的终端销量仍显著增长，1月市占率创历史新高。
- 与沃尔沃汽车筹划业务整合，组建全球汽车集团。**2月10日吉利汽车发布公告称公司管理层正与沃尔沃汽车筹划将双方的业务整合，从而组建一个更强大的全球汽车集团。通过业务重组，双方将更具规模优势，并拥有更强的专业能力和资源来持续引领行业变革；同时整合后的新集团将继续保持旗下沃尔沃汽车、吉利汽车、领克汽车、极星等品牌的独特定位。重组后的新业务集团将通过香港吉利汽车上市主体来实现与全球资本市场的对接，下一步还将考虑在斯德哥尔摩上市。
- 沃尔沃汽车突破70万销量大关，财务表现强劲。**在销量增长方面，2019年沃尔沃汽车实现销量70.5万台，首次突破70万销量大关，相较2009年的33.5万台销量实现翻倍；其中，中国大陆销量达15.5万台，同比+18.9%，远大于乘用车行业负增速。在财务表现方面，2019年沃尔沃汽车营收达2741亿瑞典克朗（参考汇率：1瑞典克朗=0.73人民币），同比+8.5%；营业利润143亿瑞典克朗，同比+0.8%；现金流量达116亿瑞典克朗，同比增长超一倍，财务表现强劲。
- 汽车行业加速整合是大趋势，吉利+沃尔沃强强联合共谋春天。**我们认为，随着中国等主要汽车产销大国增速放缓，以及汽车新四化转型成为大势所趋，全球车企将倾向于抱团取暖，谋求成本共担、收益共享。吉利和沃尔沃强强联合，未来有望在技术研发、成本控制和财务上更加有效协同，双方重组将有利于沃尔沃进一步打开中国市场，也有利于助推吉利实现品牌向上。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年归母净利润分别为92.86/114.03/129.71亿元人民币，EPS分别为1.01/1.24/1.41元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性，给予其2020年13-15倍PE，对应合理价值区间16.12-18.60元人民币/18.11-20.90元港币（汇率港币比人民币按1:0.89计算），维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期。

主要财务数据及预测

(单位: 人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	92761	106595	92392	104188	117616
(+/-) YoY (%)	72.7%	14.9%	-13.3%	12.8%	12.9%
净利润(百万元)	10634	12553	9286	11403	12971
(+/-) YoY (%)	108.0%	18.1%	-26.0%	22.8%	13.7%
全面摊薄EPS(元)	1.16	1.36	1.01	1.24	1.41
毛利率(%)	19.4%	20.2%	18.0%	19.0%	19.0%
净资产收益率(%)	30.5%	27.7%	17.0%	17.2%	16.3%

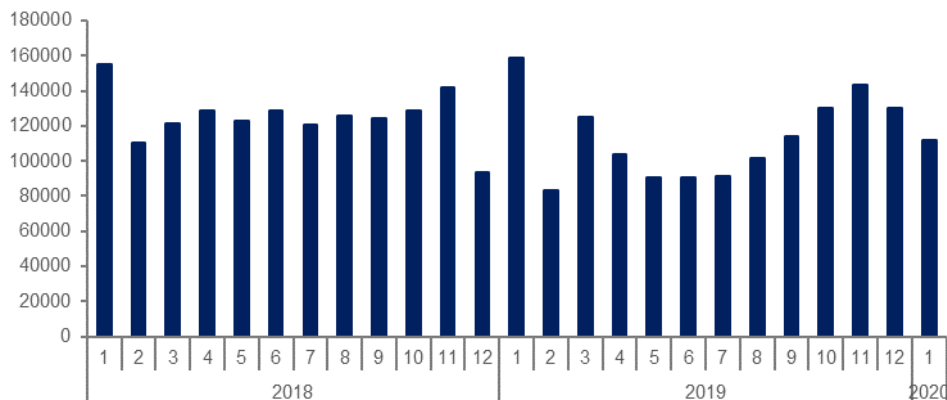
 资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

1、1月销量点评

2020年2月13日，公司发布2020年1月产销数据：1月销量达11.18万台，同比-29%，环比-14%。其中，轿车、SUV和MPV销量分别为4.19、6.88、0.12万台，领克品牌实现销量0.9万台。

四款车型销量破万，终端销量仍显著增长。分车型看，帝豪/博越/帝豪GS/缤越分别实现销量2.2/2.3/1.1/1.0万台。虽然受到1月春节长假及新冠肺炎疫情的影响，吉利汽车依旧展现出极强的抗压能力，经销商在中国市场的终端销量仍显著增长，公司1月市占率创历史新高。

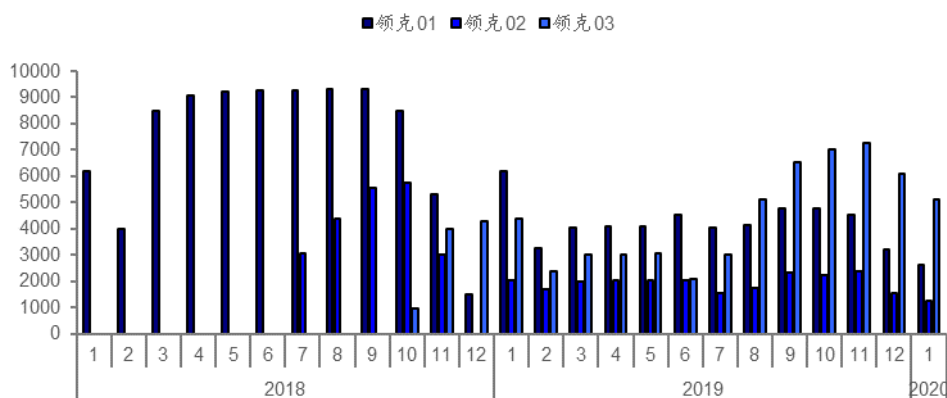
图1 吉利汽车月度销量 (辆)



资料来源：乘联会，海通证券研究所

领克品牌累计销量达25.7万台，2020H2将正式进军欧洲。1月领克品牌实现销量0.9万台，其中领克03销量突破5千台，同比+17%。领克产品投放市场两年来累计销量已达25.7万辆，以硬核产品实力与品牌价值获得了市场的充分肯定。2020年下半年，领克将正式进军欧洲，迈出品牌全球化发展的关键一步。

图2 2018年以来领克品牌月度销量 (辆)



资料来源：乘联会，海通证券研究所

创新营销方式，无惧疫情影响。吉利汽车采取创新营销方式，并推出多项经销商关爱政策来应对疫情影响，吉利汽车在2月份已出台了多项政策，从松绑销售指标、贴息支持、取消相关考核等多方面主动为经销商减负。同时也于2月10日起面向全国客户推出了“送车上门”服务，用户可享受全新“无接触式”的安全购车体验。

领克汽车则提出“一免一减八援”十项举措，全力以赴支持经销商做好疫情防控和用户售后服务保障工作。并充分应用数字化营销创新，用户通过LynkCo app或小程序就能全维度了解车型、经销商、活动等信息，并可预约上门试驾。

图3 吉利汽车“送车上门”服务


资料来源：吉利控股集团官方微信公众号，海通证券研究所

图4 嘉际配备以“N95型”口罩为过滤标准的车载空调滤芯

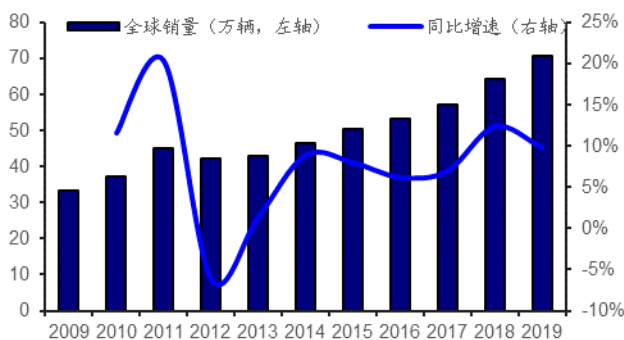

资料来源：吉利控股集团官方微信公众号，海通证券研究所

2、吉利汽车与沃尔沃汽车筹划业务整合，组建全球汽车集团

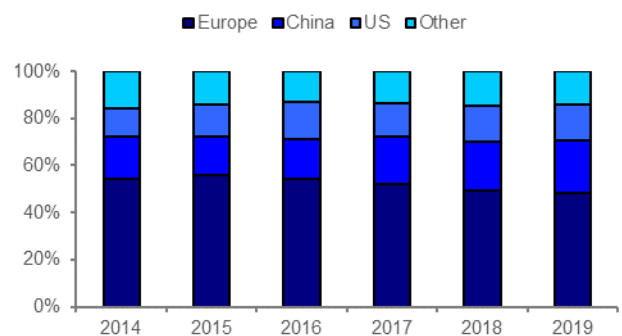
2020年2月10日，公司发布公告称：公司管理层正与沃尔沃汽车探讨通过两家公司的业务合并进行重组的可能性。成为一家强大的全球集团，将可实现成本结构和新技术开发的协同作用，以应对未来挑战。此举将保留吉利、沃尔沃、领克和极星品牌的独特性。拟将合并后的业务于香港及斯德哥尔摩上市，以使其能进入资本市场。

2.1 沃尔沃销量情况

全球销量首次突破70万大关，中国大陆取得逆势增长。2019年沃尔沃汽车实现销量70.5万台，首次突破70万销量大关，相较2009年的33.5万台销量实现翻倍。其中，中国大陆销量达15.5万台，同比+18.9%，占沃尔沃汽车全球总销量的22%；美国销量达10.8万台，同比+10.1%，占沃尔沃全球销量的15%。

图5 沃尔沃汽车全球销量及增速


资料来源：沃尔沃汽车官网，海通证券研究所

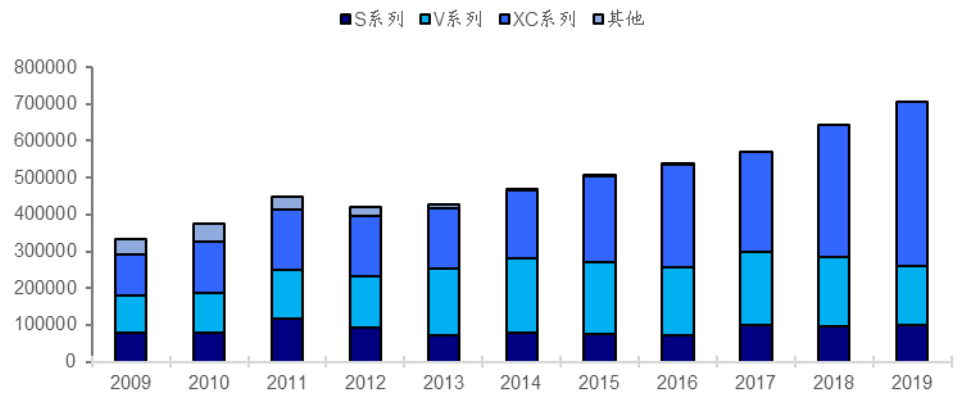
图6 沃尔沃汽车全球销量分布


资料来源：沃尔沃汽车官网，海通证券研究所

沃尔沃旗下车型主要包括S系列、V系列和XC系列，其中XC系列车型占比最高，2019年占全球总销量比达63%。

沃尔沃自2013年即开始在中国推进国产化布局。2013年8月23日，中国政府正式批准了沃尔沃汽车在中国的国产化工业布局。这一布局包括在大庆建立整车制造基地，张家口建立发动机制造基地，上海建立中国研发基地，以及在成都建立整车制造基地。

图7 沃尔沃汽车分车系销量情况 (辆)



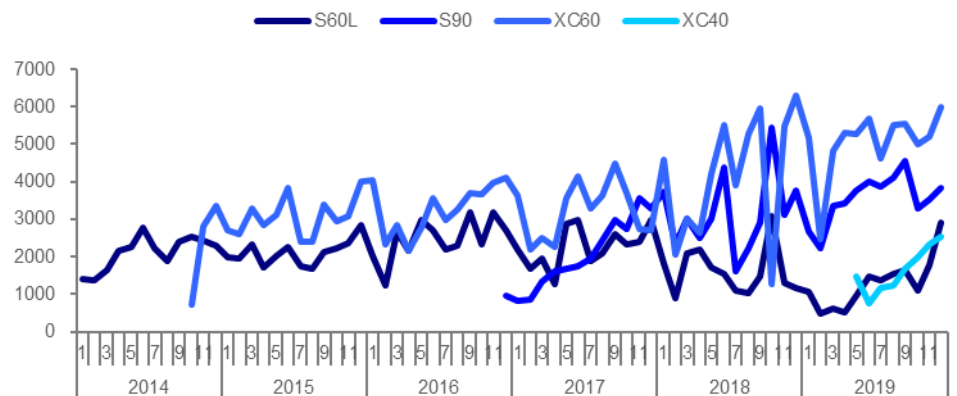
资料来源: 沃尔沃汽车官网, 海通证券研究所

图8 沃尔沃主要车型系列

XC系列	XC90	XC60	XC40	
	建议零售价: ¥633,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥362,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥264,800起 配车 > 体验 >	
S系列	S90	S60L	全新 S60	
	建议零售价: ¥372,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥249,800起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥286,900起 配车 > 体验 >	
E驱混动系列	S90 T8 E驱混动	XC60 T8 E驱混动	XC90 T8 E驱混动	S60 T8 E驱混动
	建议零售价: ¥499,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥527,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥894,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥399,900起 配车 > 体验 >
V系列	V90 CROSS COUNTRY	全新 V60	V40	V40 CROSS COUNTRY
	建议零售价: ¥443,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥339,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥226,900起 配车 > 体验 >	建议零售价: ¥247,900起 配车 > 体验 >

资料来源: 沃尔沃汽车(中国)官网, 海通证券研究所

图9 沃尔沃汽车在中国主要车型销量情况 (辆)

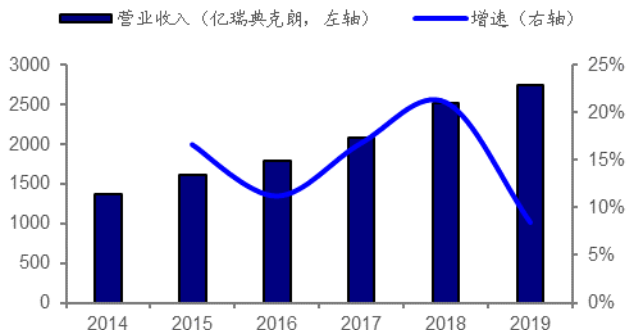


资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

2.2 沃尔沃财务情况

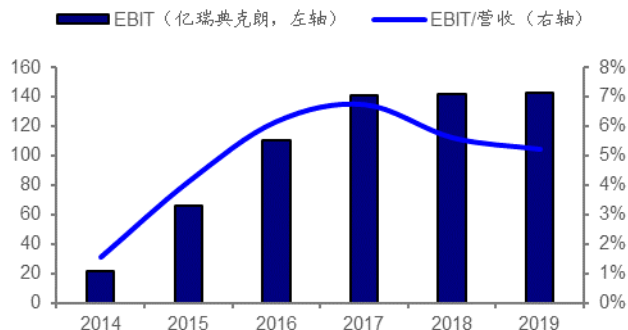
2019年沃尔沃汽车营收达2741亿瑞典克朗(参考汇率:1瑞典克朗=0.73人民币),同比+8.5%;营业利润143亿瑞典克朗,同比+0.8%;现金流量达116亿瑞典克朗,同比增长超一倍,财务表现强劲。

图10 沃尔沃汽车营收及增速



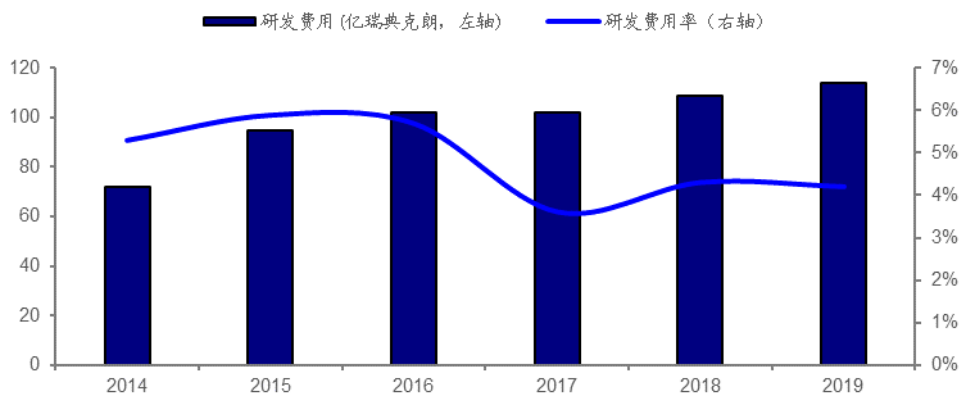
资料来源: 沃尔沃汽车官网, 海通证券研究所

图11 沃尔沃汽车息税前利润及息税前利润率



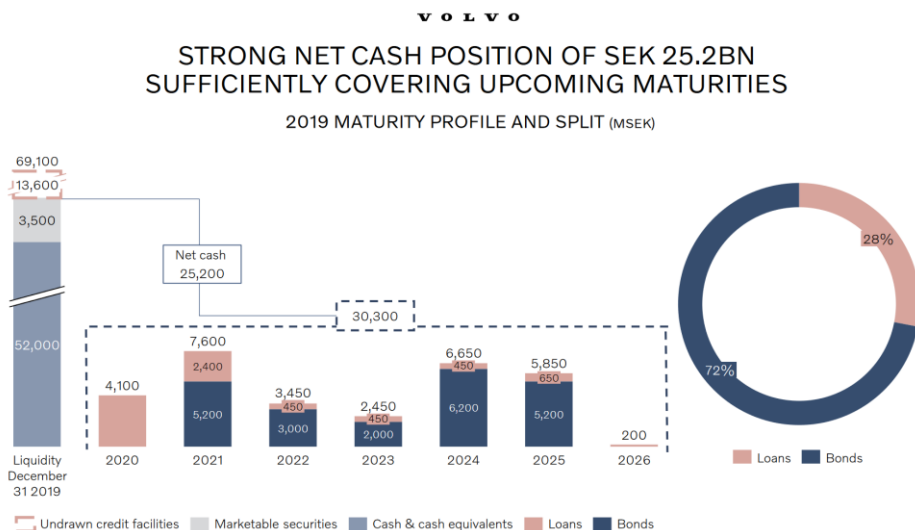
资料来源: 沃尔沃汽车官网, 海通证券研究所

图12 沃尔沃汽车研发费用及研发费用率



资料来源: 沃尔沃汽车官网, 海通证券研究所

图13 沃尔沃汽车净现金头寸充足



资料来源: 沃尔沃汽车官网, 海通证券研究所

2.3 吉利+沃尔沃强强联合，未来协同效应值得期待

我们认为，随着中国等主要汽车产销大国增速放缓甚至下滑，以及汽车新四化转型成为大势所趋，全球车企需要通过抱团取暖，谋求成本共担、收益同享。吉利和沃尔沃强强联合，未来有望在技术研发、成本控制和财务上更加有效协同，双方重组将有利于沃尔沃进一步打开中国市场，也有利于助推吉利实现品牌向上。

盈利预测与投资建议。我们认为，行业下滑阶段吉利展现出极强战略定力，主动下调全年销量目标给渠道减负。同时，积极优化产品结构，吉利+领克+几何多品牌发展，轿车+SUV+MPV 全车型覆盖，传统车+轻混+插混+纯电多动力系统支持，龙头自主市占率仍不断提升，长期仍有较强韧性。

预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 92.86/114.03/129.71 亿元人民币，EPS 分别为 1.01/1.24/1.41 元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性，给予其 2020 年 13-15 倍 PE，对应合理价值区间 16.12-18.60 元人民币/18.11-20.90 元港币（汇率港币比人民币按 1:0.89 计算），维持“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
01114.HK	华晨汽车	1.29	1.47	1.59	5	4	4
02238.HK	广汽集团	0.79	0.95	1.02	10	8	8
01211.HK	比亚迪股份	0.84	1.11	1.71	47	36	23
02333.HK	长城汽车	0.49	0.58	0.64	10	9	8
	均值	0.85	1.03	1.24	18	14	11

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2020 年 2 月 14 日价格，EPS 为 wind 一致预期。汇率港币比人民币按 1 比 0.89 计算

风险提示。公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	106595.13	92391.84	104188.29	117615.52
每股收益	1.36	1.01	1.24	1.41	营业成本	85081.73	75761.31	84392.52	95268.57
每股净资产	4.93	5.95	7.20	8.62	毛利率%	20.18%	18.00%	19.00%	19.00%
每股经营现金流	1.53	2.79	1.74	1.81	营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
每股股利	0.35	0.29	0.31	0.31	营业税金率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
价值评估 (倍)					营业费用	4523.28	3880.46	4480.10	5057.47
P/E	9.66	13.06	10.64	9.35	营业费用率%	4.24%	4.20%	4.30%	4.30%
P/B	2.67	2.21	1.83	1.53	管理费用	4325.81	3695.67	4147.82	4704.90
P/S	1.14	1.31	1.16	1.03	管理费用率%	4.06%	4.00%	3.98%	4.00%
EV/EBITDA	6.87	6.70	5.00	3.87	EBIT	13457.10	9230.13	11373.87	12793.20
股息率 (%)	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%	财务费用	78.99	162.36	335.45	444.02
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.07%	0.18%	0.32%	0.38%
毛利率	20.18%	18.00%	19.00%	19.00%	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润率	11.78%	10.05%	10.94%	11.03%	投资收益	444.62	386.51	639.67	1056.70
净资产收益率	27.67%	16.96%	17.21%	16.34%	营业利润	13822.72	9454.28	11678.08	13405.88
资产回报率	13.73%	8.25%	8.83%	8.80%	营业外收支	978.27	1290.27	1260.77	1176.44
投资回报率	34.49%	36.38%	44.24%	45.90%	利润总额	14958.97	11069.27	13609.76	15470.36
盈利增长 (%)					EBITDA	15870.26	13138.06	15358.64	16910.53
营业收入增长率	14.91%	-13.32%	12.77%	12.89%	所得税	2284.58	1690.53	2094.09	2371.53
EBIT 增长率	20.14%	-31.41%	23.23%	12.48%	有效所得税率%	15.27%	15.27%	15.39%	15.33%
净利润增长率	18.05%	-26.03%	22.80%	13.74%	少数股东损益	121.19	92.83	112.40	128.22
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	12553.21	9285.91	11403.27	12970.61
资产负债率	50.4%	51.4%	48.7%	46.2%					
流动比率	0.98	1.09	1.25	1.37	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.88	1.02	1.18	1.29	货币资金	15737.20	34405.88	46667.26	57319.50
现金比率	0.36	0.61	0.77	0.87	应收款项	22931.51	22976.74	24629.60	28269.53
经营效率指标 (%)					存货	4097.38	4213.91	4463.43	5122.52
应收账款周转天数	78.52	90.77	86.28	87.73	其它流动资产	19.39	89.67	74.81	70.04
存货周转天数	17.58	20.30	19.30	19.63	流动资产合计	42785.48	61686.21	75835.11	90781.59
总资产周转率	1.21	0.91	0.86	0.85	长期股权投资	6322.29	7730.20	9138.12	10566.97
固定资产周转率	5.69	3.88	4.23	4.61	固定资产	23422.62	24140.81	25089.54	25962.38
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	18261.22	18335.10	18401.59	19411.43
					非流动资产合计	48675.50	50875.48	53298.62	56610.15
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	91460.98	112561.69	129133.73	147391.74
净利润	12553.21	9378.74	11515.67	13098.83	短期借款	1375.28	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	121.19	92.83	112.40	128.22	应付账款	27281.16	33886.65	35712.12	39770.47
非现金支出	2413.16	3907.93	3984.77	4117.32	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
非经营收益	-422.29	-1588.43	-1830.53	-2157.22	其它流动负债	15103.96	22493.43	24724.33	26425.16
营运资金变动	-618.96	13762.92	2168.85	1464.93	流动负债合计	43760.40	56380.08	60436.45	66195.63
经营活动现金流	13925.12	25461.16	15838.77	16523.87	长期借款	2047.82	2047.82	2047.82	2047.82
资产	-7418.65	-3409.73	-3739.23	-4823.56	其它长期负债	278.04	278.04	278.04	278.04
投资	-1051.13	-1021.40	-768.25	-372.16	非流动负债合计	2325.86	1425.86	2425.86	1825.86
其他	-2848.93	0.00	0.00	0.00	负债总计	46086.26	57805.94	62862.31	68021.49
投资活动现金流	-11318.71	-4431.13	-4507.47	-5195.72	实收资本	164.47	166.76	166.76	166.76
债权募资	1927.16	-900.00	1000.00	-600.00	普通股股东权益	44943.98	54232.17	65635.44	78606.05
股权募资	35.61	2.29	0.00	0.00	少数股东权益	430.74	523.57	635.98	764.20
其他	-2269.13	-2449.70	860.17	-751.83	负债和所有者权益合计	91460.98	112561.69	129133.73	147391.74
融资活动现金流	-306.36	-2361.34	930.09	-675.91					
现金净流量	2322.56	18668.68	12261.38	10652.24					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2 月 14 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 汽车行业
王猛 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 长城汽车,拓普集团,福耀玻璃,星宇股份,德赛西威,科博达,宁波高发,上汽集团,广汽集团,精锻科技,爱柯迪,旭升股份,吉利汽车,广汇汽车

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。