

投资评级 优于大市 维持
股票数据

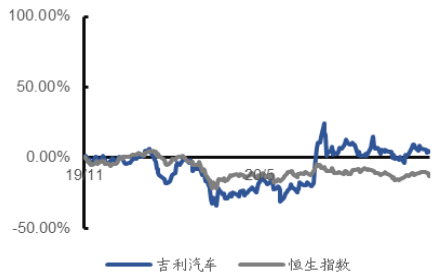
11月05日收盘价(港元)	21.40
52周股价波动(港元)	10.08-21.40
总股本/流通A股(百万股)	9813/9813
总市值/流通市值(百万港元)	209998/209998

相关研究

 《份额稳中有升,看好中长期竞争力》
 2020.08.18

 《拟科创板上市,一体化下自动驾驶提速》
 2020.06.30

 《19年利润下滑,20年迎来产品投放大年》
 2020.03.31

市场表现


恒生指数对	1M	2M	3M
绝对涨幅	45.4	31.0	25.0
相对涨幅	37.3	26.9	21.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dww11213@htsec.com

证书:S0850517070002

联系人:郑蕾

Tel:075523617756

Email:zll12742@htsec.com

联系人:房乔华

Tel:0755-23617756

Email:fqh12888@htsec.com

家轿颠覆者星瑞上市,开启架构降本新车周期

投资要点:

- 家轿颠覆者“星瑞”正式上市。**11月1日,吉利家轿颠覆者星瑞正式上市,新车共4款配置,官方指导价11.37-14.97万元。星瑞基于CMA超级母体高度灵活的“形体基因”和“带宽”优势,拥有2800mm轴距,1869mm车身和1618mm轮距,全面超越市场中的同级产品,重新定义了A级家轿空间新标准。
- 智能方面搭载整车OTA云端升级系统。**星瑞搭载了整车OTA云端升级系统,使其可以像电脑和手机系统一样即时远程升级,提升汽车数字智能化驾驶功能。同时,新车基于CMA超级母体的电子电气架构,打造了一套高度完善的智能安全体系,配有L2级自动驾驶辅助技术、APA全自动智能泊车系统带自动刹停功能、上帝之眼540°透明底盘等一系列豪华智能配置,重新定义了A级轿车智能配置规格新标准。
- 动力配置诚意十足,重新定义家轿动力标杆。**星瑞搭载了沃尔沃Drive-E系列的2.0TD发动机,匹配7DCT湿式双离合变速器,可输出140kW功率和300N·m扭矩,综合油耗仅6.7L/100km,完美平衡了动力性能和经济油耗,重新定义家轿的动力标杆。另外,新车还采用了全球先进的“线控底盘”、麦弗逊前悬架、E型多连杆独立后车架、采埃孚DP-EPS转向系统、全球顶级供应商意大利ITT刹车片、长行程减振器设计等,带来极强的抓地力与极佳的弯道操控性,兼顾驾乘舒适性和运动驾控性。
- “不比、不试、不卖”,展现公司对产品力的充分自信。**10月11日吉利星瑞“设计师推荐款”(13.77万元)正式开启抢购,限量3000台,颠覆以往新车发布方式,采取用户“必须试,必须比,才能买”的抢购步骤,体现了“中国家轿颠覆者”吉利星瑞对自身产品实力的充分自信。
- 盈利预测与投资建议。**我们认为,基于CMA架构打造的吉利星瑞在智能属性、动力配置、空间造型上具备强竞争力,开启公司架构造车新阶段,随着星瑞的产销爬坡,架构造车的降本红利有望进入释放期。预计公司2020-2022年归母净利润分别为64.66/100.89/128.62亿元人民币,EPS分别为0.66/1.03/1.31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2021年20-23倍PE,对应合理价值区间20.60-23.69元人民币/23.95-27.55元港币(汇率港币比人民币按1:0.86计算),对应2.8-3.2倍PB,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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	106595	97401	92835	107128	117840
(+/-) YoY (%)	14.9%	-8.6%	-4.7%	15.4%	10.0%
净利润(百万元)	12553	8190	6466	10089	12862
(+/-) YoY (%)	18.1%	-34.8%	-21.0%	56.0%	27.5%
全面摊薄EPS(元)	1.28	0.83	0.66	1.03	1.31
毛利率(%)	20.2%	17.4%	17.0%	18.5%	19.5%
净资产收益率(%)	27.7%	14.9%	10.5%	14.1%	15.2%

资料来源:公司年报(2018-2019),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、新车基本参数：大空间+智能化+强动力，极具性价比

2020年11月1日，吉利家轿颠覆者星瑞正式上市。新车共4款配置，官方指导价11.37-14.97万元。

图1 星瑞外观



资料来源：吉利汽车官方微信公众号，海通证券研究所

图2 星瑞上市售价

吉利星瑞2.0TD 旗舰型	RMB 149,700
吉利星瑞2.0TD 尊贵型	RMB 139,700
吉利星瑞2.0TD 豪华型	RMB 123,700
吉利星瑞2.0TD 精英型	RMB 113,700

资料来源：吉利汽车官方微信公众号，海通证券研究所

◆ 空间新标准：打造舒适+科技+奢享空间

舒适：1869mm 车身宽度，2800mm 轴距，重新定义了 A 级家轿最大空间的新标准。可开启式全景天窗，All-Vision 穹顶天幕，带来沉浸式豪华视觉享受。

科技：12.3 英寸高清中控+12.3 英寸全液晶动态组合仪表，通过“三指左滑”实现双屏导航共享；7.5 英寸全彩 HUD 抬头显示，集成显示安全预警、导航、蓝牙通话等。

奢享：10 扬声器 BOSE 豪华高保真音响系统，智能车载高级香氛系统，真皮打孔座椅，无级变色呼吸氛围灯。

◆ 智能新标准：全面实现燃油车整车 OTA

支持整车在线升级、修复、功能推送、性能优化；搭载 APA 全自动泊车系统，实现车位识别与搜索，适应水平、垂直、斜向等多种泊车方式，若遇障碍物可智能刹车，轻松一键即可任意泊入泊出；RPA 遥控自动泊车，使用手机 APP 即可实现对车辆的泊车控制；蓝牙要是+APP 远程控制系统，可通过“吉利汽车”APP 实现远程控制和查询车辆等系统功能，如启动、解锁/锁车、开关空调、座椅加热等超过 30 项功能，同时支持蓝牙钥匙离线功能，来代替传统钥匙；全方位 360 度高清摄像头采集+车底 180 度透明显示，实时预防车身车底安全隐患。

◆ 动力新标准：实现豪华高性能动力在家轿上的标配

A 及轿车独角兽，2.0TD 豪华动力，中置直喷涡轮增压发动机，1000rpm 涡轮加入，1400rpm 即可输出最大扭矩 300N.m，百公里加速度只需 7.9s；搭配高效湿式 7DCT 变速器，传动效率高达 97%，0.2 秒赛车级换挡速度；采用采埃孚 DP-EPS 转向助力系统，四轮独立悬架，调教兼顾运动和舒适，弯道抓地力提升，更好的操控体验。

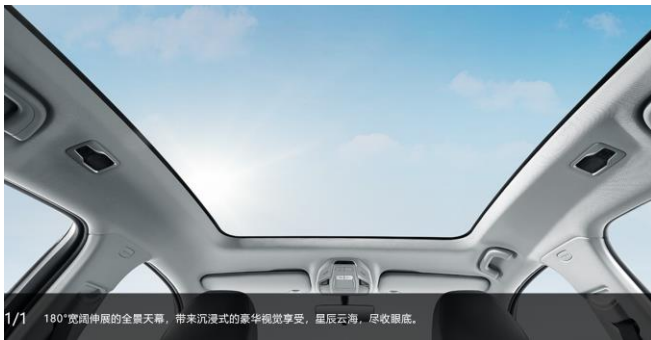
◆ 健康新标准：全面普及“全方位健康车”

L2 级安全辅助系统：AEB-P 行人识别保护系统、LKA 车道保持辅助系统、ICC 智能领航系统、BDS 盲区检测系统、SLIF 限速标识提醒。

被动安全：70.2%以上高强度钢领先同级，4 倍车重抗压设计远超国标标准，可承受 6.5 吨外部压力；前排头部双安全气囊+前排侧面双安全气囊+前/后排一体式侧气帘。

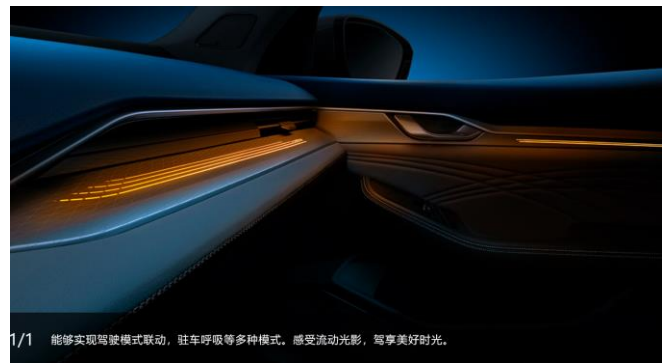
G-clean 智能生态健康圈：搭载 AQS 智能空气质量管理系统、车规级 CN95 高效复合空调滤芯、负离子净化器、全面抗菌方向盘。

图3 星瑞 All-Vision 穹顶天幕



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图4 星瑞无级变色呼吸氛围灯



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图5 星瑞 12.3 英寸高清中控屏



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图6 星瑞 12.3 英寸全液晶动态组合仪表



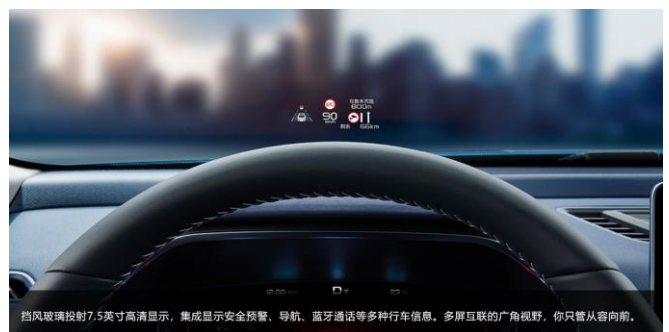
资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图7 星瑞“三指飞屏”双屏导航共享



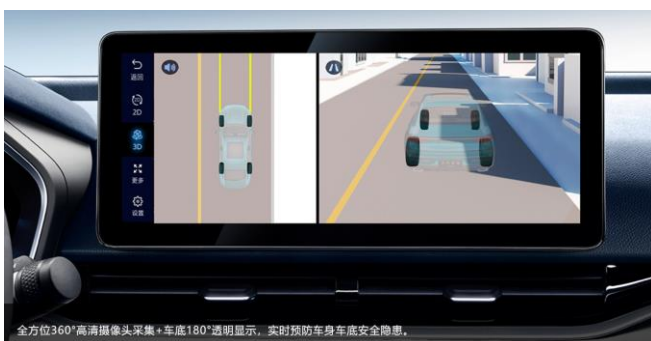
资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图8 星瑞 7.5 英寸全彩 HUD 抬头显示



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图9 星瑞 360 度高清摄像头采集+车底 180 度透明显示



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

图10 星瑞蓝牙钥匙+APP 远程控制系统



资料来源：吉利汽车官网，海通证券研究所

2、吉利汽车销量和营收预测

表 1 吉利汽车销量预测 (台)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
吉利品牌合计 (不含领克)	1380424	1233494	1141422	1278791	1365695
yoy	11%	-11%	-7%	12%	7%
领克合计	120414	128066	179044	243010	268783
yoy		6%	40%	36%	11%

资料来源: 乘联会, 海通证券研究所预测

表 2 公司营收及毛利率预测

	2019	2020E	2021E	2022E
收入 (百万元)	97401	92835	107128	117840
yoy	-8.6%	-4.7%	15.4%	10.0%
成本 (百万元)	80485	77053	87309	94861
yoy	-5.4%	-4.3%	13.3%	8.6%
毛利率	17.4%	17.0%	18.5%	19.5%

资料来源: Wind, 海通证券研究所预测

3、可比公司估值

表 3 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2021E
01114.HK	华晨汽车	1.54	1.71	1.45	4	4	5	0.7
02238.HK	广汽集团	0.66	0.82	0.95	11	9	8	0.8
01211.HK	比亚迪股份	1.63	1.83	2.04	104	93	83	7.1
02333.HK	长城汽车	0.52	0.77	0.91	23	16	13	1.8
均值		1.09	1.28	1.34	36	30	27	2.6

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 11 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期。汇率港币比人民币按 1 比 0.86 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	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	97401	92835	107128	117840
每股收益	0.83	0.66	1.03	1.31	营业成本	80485	77053	87309	94861
每股净资产	5.60	6.26	7.30	8.62	毛利率%	17.37%	17.00%	18.50%	19.50%
每股经营现金流	1.28	1.73	1.32	1.33	营业税金及附加	0	0	0	0
每股股利	0.25	0.29	0.29	0.28	营业税金率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
价值评估 (倍)					营业费用	4332	4642	5035	5303
P/E	23.33	29.55	18.94	14.86	营业费用率%	4.45%	5.00%	4.70%	4.50%
P/B	3.48	3.11	2.67	2.26	管理费用	5973	6498	6213	6481
P/S	1.96	2.06	1.78	1.62	管理费用率%	6.13%	7.00%	5.80%	5.50%
EV/EBITDA	15.29	15.68	10.81	8.57	EBIT	7773	4893	8839	11472
股息率 (%)	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%	财务费用	108	109	227	316
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.11%	0.12%	0.21%	0.27%
毛利率	17.37%	17.00%	18.50%	19.50%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.41%	6.97%	9.42%	10.92%	投资收益	664	1305	1685	2181
净资产收益率	14.91%	10.52%	14.08%	15.20%	营业利润	8329	6088	10297	13336
资产回报率	7.59%	5.51%	7.55%	8.75%	营业外收支	1091	1194	1088	1125
投资回报率	16.75%	13.47%	23.19%	27.31%	利润总额	9636	7502	11839	15093
盈利增长 (%)					EBITDA	11506	10285	14087	16640
营业收入增长率	-8.63%	-4.69%	15.40%	10.00%	所得税	1375	975	1658	2113
EBIT 增长率	-42.24%	-37.05%	80.65%	29.79%	有效所得税率%	14.27%	13.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	-34.76%	-21.04%	56.02%	27.49%	少数股东损益	72	60	93	118
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	8190	6466	10089	12862
资产负债率	49.1%	47.7%	46.4%	42.4%					
流动比率	1.03	1.15	1.31	1.49	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.93	1.07	1.22	1.40	货币资金	19281	33103	43120	52143
现金比率	0.40	0.63	0.75	0.89	应收款项	25872	22869	27045	29505
经营效率指标 (%)					存货	4821	4268	4961	5344
应收帐款周转天数	96.95	89.92	92.14	91.39	其它流动资产	40	58	50	48
存货周转天数	21.86	20.22	20.74	20.56	流动资产合计	50014	60299	75175	87041
总资产周转率	0.98	0.82	0.85	0.84	长期股权投资	8837	10037	12037	14537
固定资产周转率	3.86	3.49	4.20	4.89	固定资产	27070	26073	24891	23352
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	20828	19833	20367	20818
					非流动资产合计	57914	57121	58473	59885
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	107928	117420	133648	146925
净利润	8190	6526	10182	12980	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	72	60	93	118	应付账款	33758	32202	35914	37375
非现金支出	3733	5392	5248	5168	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1362	-2347	-2619	-3145	其它流动负债	14768	20179	21513	20948
营运资金变动	1977	7391	187	-1945	流动负债合计	48526	52380	57427	58324
经营活动现金流	12538	16963	12998	13058	长期借款	4149	4149	4149	4149
资产	-7566	-2206	-3512	-2955	其它长期负债	327	327	327	327
投资	-1851	105	-315	-319	非流动负债合计	4477	3577	4577	3977
其他	-1374	0	0	0	负债总计	53003	55957	62003	62301
投资活动现金流	-10791	-2101	-3827	-3275	实收资本	168	180	180	180
债权募资	4067	-900	1000	-600	普通股股东权益	54436	60914	71003	83865
股权募资	639	12	0	0	少数股东权益	489	549	642	760
其他	-2943	-1193	692	-920	负债和所有者权益合计	107928	117420	133648	146925
融资活动现金流	1763	-1041	846	-760					
现金净流量	3544	13822	10017	9023					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜威 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。