

2020年03月30日

逆境中龙头业绩承压 分红率创12年新高

吉利汽车 (0175. HK)

事件概述

公司发布 2019 年年报：全年实现汽车销售 136.1 万辆（包含 50%股权的合营公司领克），同比减少 9.1%；营业收入 974.0 亿元，同比减少 8.6%；归母净利 81.9 亿元，同比减少 34.8%；经营现金流 125.4 亿元，较上年减少 13.9 亿元。同时，公司董事会建议派付末期股息每股 0.25 港元，须待 2020 年 5 月 25 日举行股东周年大会批准，方可作实。

分析判断

► 逆境中自主龙头业绩承压，分红率超预期

1) 2019 财年公司销量及收入下滑主要受行业景气度低迷影响。继 2018 年乘用车行业销量同比减少 4%后，2019 年再下跌 10%，内因外患导致汽车消费萎缩，外部中美贸易战引发的经济不确定性一定程度降低消费信心，内因主要在于 2019 年年中各主要城市加快实施国六排放标准，导致短期供需有所失衡；公司作为自主品牌龙头，凭借品牌及规模优势，2019 全年销量及收入同比减少 9%，略好于行业整体水平；

2) 2019 财年公司利润增速下滑幅度大于收入，主要原因在于销售、行政费用大幅提升。2019 年公司销售费用率 4.5%，较 2018 年上升 0.21pp，行业竞争加剧，公司为提振终端需求实施的价格优惠措施导致销售费用上涨；同期行政费用率高达 5.26%，较 2018 年上升 1.72pp，增量 13.5 亿元，我们认为主要原因是公司增加了研发费用计提，2019 年公司就研发活动确认开支 30.1 亿元，较 2018 年的 19.3 亿元增加 10.8 亿元；

3) 2019 财年拟派分红比例超预期。公司拟发放现金总分红 20.6 亿元，分红率 25.2%，较 2019 年上升 2.92pp，创下 2007 年以来最高水平；此举在回报投资者的同时，彰显了公司在逆境中稳健经营的能力，并且对未来布局充满信心；

4) 2019 财年合营公司吉致汽车金融表现亮眼。业绩期内合营公司贡献利润同比增长 24%，其中吉致汽车金融贷款资产 316 亿元，较 2018 年增加 123 亿元；净利润 5.1 亿元，同比增长 134.6%。吉致金融为集团旗下三大主要品牌提供融资服务，目前违约率低，预计在消费升级的过程中金融渗透率有望进一步提升，驱动业务持续增长。

► 展望 2020：维持战略稳健，加速平台布局

1) 产品周期保持新车高频投放。继 2 月成功推出 ICON 后，公司计划在 2020 年再推出五款全新车型，其中包括吉利品牌一款紧凑型轿车、吉利品牌豪越、几何品牌第二款车型以及领克 05/06，在产品周期推动下，预计公司 2020 年销量目标（141 万辆，同比增长 3.6%）大概率超额完成，我们预计全年销量

评级及分析师信息

| | |
|--------------|------------|
| 评级: | 买入 |
| 上次评级: | 买入 |
| 目标价格(港元): | 15.36 |
| 最新收盘价(港元): | 11.28 |
| 股票代码: | 0175. HK |
| 52 周最高价/最低价: | 18.61/9.80 |
| 总市值(亿港元) | 1,038 |
| 自由流通市值(亿港元) | 1,038 |
| 自由流通股数(亿) | 92.04 |



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：周沐

邮箱：zhoumu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090004

相关研究

- 吉利汽车 (0175. HK) 2 月销量点评：销量短期承压 静待需求释放
2020.03.09
- 吉利汽车 (0175. HK) 点评：ICON 上市 推动模块化平台战略优势
2020.02.24
- 吉利汽车 (0175. HK) 1 月销量点评：终端市占率创新高 开启“全球大吉利”时代
2020.02.14

150 万辆（同比增长 9.7%）；

2) 平台化战略逐步兑现效益。2020 年为公司模块化平台车型发布大年，三大平台车型陆续上市（CMA 平台下领克 01/02，BMA 平台下缤越/ICON，PMA 平台下发布首款纯电动轿车），平台化车型上量的过程中逐步实现规模化，缩短研发周期提升效率的同时，进一步降低生产成本，驱动盈利向上；未来公司将继续加码平台化布局，2020 年资本开支预算 68 亿元（不包括并购项目），主要针对新汽车平台研发及现有产线扩建升级。

► 拟与沃尔沃业务合并重组，开启“全球大吉利”时代

公司与沃尔沃汽车拟业务合并重组提高竞争力。我们认为，各业务板块一体化势不可挡，未来有望开启“全球大吉利”时代：

1) 研发一体化。沃尔沃汽车目前在全球范围内拥有三大研发中心（欧洲、美洲、亚太），未来有望与吉利在电动智能化领域开展高效同步研发；模块化平台技术的共享（沃尔沃 SPA2、吉利 CMA/PMA 等）将进一步缩短产品研发周期，提升产品更迭效率；

2) 生产一体化。对于吉利汽车而言，沃尔沃汽车的全球供应链体系及欧洲、美洲工厂将助力吉利品牌加速实现出口及国际化；对于沃尔沃汽车而言，吉利在中国市场成熟的供应链体系及成本控制优势将推动沃尔沃汽车在华零部件本土化，进而优化成本结构，国产替代逻辑将利好吉利产业链核心零部件供应商【拓普集团、新泉股份】；

3) 运营一体化。未来“吉利一体化”概念将涵盖沃尔沃、吉利、领克及极星四大品牌，保留每个品牌的独特性；运营方面，品牌间将形成有效互补，系统性管理催化运营协同效应。

投资建议

乘用车行业短期销量承压，“刺激政策+首购释放”双重逻辑驱动行业销量回暖；公司目前终端库存合理，展望 2020 年，产品周期持续发力，业绩修复弹性较高。根据 2019 年经营情况及疫情影响，调整盈利预测：公司 2020-2021 年归母净利由 121.2/151.1 亿元调整为 105.6/126.1 亿元，按照 1: 0.89 的人民币港元汇率换算，EPS 由 1.51/1.88 港元调整为 1.28/1.53 港元，对应 PE 8.80/7.37 倍；给予公司 2020 年 12 倍目标 PE，目标价由 18.75 港元调整为 15.36 港元，维持“买入”评级。

风险提示

乘用车行业销量不及预期；新产品上市节奏及销售不及预期；乘用车行业价格战造成盈利能力波动；沃尔沃汽车合并进展不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (亿元人民币) | 1065.95 | 974.01 | 1093.32 | 1174.10 | 1236.92 |
| YoY (%) | 14.91 | -8.63 | 12.25 | 7.39 | 5.35 |
| 归母净利润 (亿元人民币) | 125.53 | 81.89 | 105.59 | 126.09 | 140.66 |
| YoY (%) | 18.05 | -34.77 | 28.95 | 19.41 | 11.55 |
| 毛利率 (%) | 20.18 | 17.37 | 18.34 | 18.97 | 19.23 |

| | | | | | |
|-----------|------|-------|------|------|------|
| 每股收益 (港元) | 1.56 | 1.02 | 1.28 | 1.53 | 1.71 |
| 市盈率 | 7.22 | 11.07 | 8.80 | 7.37 | 6.60 |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。