

进入“科技4.0时代”

吉利汽车 (175.HK) 跟踪报告

核心结论

吉利成为首个登录科创板的整车企业，预计融资完成后收购沃尔沃现金充足。1) 公司近期批准人民币股份及科创板上市初步方案，成为首个登录科创板的整车企业，一方面意味着吉利正往科技公司转型，另一方面在A股增加融资渠道，相比H股市场可以享受更高估值溢价，减少对现有股东的股权稀释；2) 我们认为沃尔沃汽车的合理估值区间在384-626亿元，科创板融资完成后，公司将有足够现金完成对沃尔沃收购；3) 沃尔沃注入到吉利上市公司主体后，可以消除内部关联交易，提升经营效率，加速全球化进程。

Waymo 加持下自动驾驶发展提速，沃尔沃、极星有望入局 PMA 平台。

Waymo 宣布成为沃尔沃、极星和领克 L4 级别自动驾驶技术全球独家合作伙伴，对公司意义重大：1) 此次合作的核心是 Waymo Driver 技术可以搭载到全新纯电平台下的合作车型，Waymo 将提供全套软硬件自动驾驶方案，技术方面对车企将更加开放，进而大幅降低沃尔沃量产 L4 级别车型的研发成本；2) 沃尔沃和极星后续入局 PMA 平台的概率加大，吉利和沃尔沃在自动驾驶技术和供应链方面的共享程度将进一步提升。

吉利新品定位精准，领克稳步向上突破，降本效应逐步显现，维持“买入”评级。

1) 我们上调 2020-2022 年领克品牌销量预测至 19.8/34.5/38.6 万台，一是领克 03/05 销售情况超出预期，二是预计 Waymo 将从 PMA 平台采购纯电车型用于 L4 级别自动驾驶研发；2) 吉利新产品豪越、Preface 定位精准，有望成为爆款；3) 吉利和沃尔沃研发效率提升，我们预期 2021/2022 年公司研发成本下降 15%/20%。我们上调 2020-2022 年归母净利润预估至 90/134/138 亿元，对应 EPS0.97/1.29/1.48 元，反映了 5 月底增发对股本摊薄的影响。我们调高目标价至 21.3 港元，基于 DCF 模型，对应 2021/2022 年 15/13 倍市盈率。

风险提示：疫情发展进度超预期、新产品销售不及预期、产品召回风险。

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	106,595	97,401	93,199	109,963	108,272
增长率	14.9%	-8.6%	-4.3%	18.0%	-1.5%
归母净利润 (百万元)	12,553	8,190	8,996	13,403	13,802
增长率	18.1%	-34.8%	9.8%	49.0%	3.0%
每股收益 (EPS)	1.40	0.90	0.97	1.29	1.48
市盈率 (P/E)	10.7	16.5	15.4	11.6	10.1
市净率 (P/B)	3.0	2.7	2.4	1.9	1.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	买入
股票代码	00175
前次评级	买入
评级变动	维持
当前价格	16.40

近一年股价走势

分析师

	雷肖依 S0800519060004
	021-38584242
	leixiaoyi@research.xbmail.com.cn
	王冠桥 S0800519100001
	wangguanjianqiao@research.xbmail.com.cn

相关研究

吉利汽车：业绩低于预期，国际化战略全面开启—吉利汽车 (175.HK) 2019 年年报点评 2020-04-07
 吉利汽车：资源整合，全球化进程加速—吉利汽车 (175.HK) 拟与沃尔沃汽车业务合并点评 2020-02-12
 吉利汽车：PMA 平台添共享伙伴—吉利汽车 (175.HK) 集团和戴姆勒成立合资公司点评 2020-01-08

索引

内容目录

登录科创板，开启“科技 4.0”时代.....	4
吉利成为首个科创板上市的整车企业.....	4
融资规模创纪录，收购沃尔沃现金充足.....	5
完成后沃尔沃收购后公司产能调配将更灵活，全球化进程提速.....	7
Waymo 加持下自动驾驶提速，PMA 平台添共享伙伴.....	8
多点布局，向未来出行科技集团转型.....	11
吉利新品定位精准，领克稳步向上突破，降本效应逐步显现，维持“买入”评级.....	12

图表目录

图 1：公司建议人民币股份发行完成前后变化（单位：百万股）.....	4
图 2：建议人民币股份发行之所得款项建议用途.....	4
图 3：科创板公司集中于计算机、医药生物、电子和机械设备板块.....	4
图 4：广汽、长城、比亚迪 A/H 股溢价率.....	5
图 5：吉利汽车融资历史.....	5
图 6：沃尔沃 DCF 估值（单位：百万瑞典克朗）.....	6
图 7：吉利汽车过去 10 年预期市盈率中枢为 11 倍.....	6
图 8：考虑 5 月增发和科创板预计融资金额，公司自有资金将超过 508 亿元，满足合并交易大部分资金需求.....	7
图 9：吉利、领克、沃尔沃产能分布（单位：万台）.....	7
图 10：出口销量在总销量中占比持续提升.....	8
图 11：沃尔沃、吉利、Waymo 自动驾驶发展计划和对应搭载车型.....	8
图 12：第五代 Waymo Driver 是软硬件结合的全套自动驾驶方案.....	9
图 13：发展自动驾驶技术对技术、人员储备要求较高.....	9
图 14：Waymo 数据积累优于同业.....	10
图 15：Waymo 专利数量多于同业.....	10
图 16：沃尔沃、吉利、领克共享模块化架构下所对应产品体系.....	10
图 17：吉利计划验证的低轨卫星.....	11
图 18：台州吉利卫星智能 AIT 中心.....	11
图 19：吉利在出行科技领域布局一览.....	12
图 20：领克品牌分车型销量预测（单位：万台）.....	13
图 21：领克 05 终端热度超出预期（单位：万台）.....	13
图 22：领克 03 询单量超过同级别竞品（单位：万台）.....	13
图 23：领克品牌终端表现持续跑赢行业.....	13

图 24: 领克品牌终端价格稳定	13
图 25: 豪越占位 B 级, 定价降至 A 级 SUV 市场, 降维打击	14
图 26: 吉利 Preface 量产版沿用了概念车的设计元素	14
图 27: CMA 平台车型增多, 摊薄成本 (单位: 万台)	14
图 28: 2019 年吉利和沃尔沃收入和研发费用 (单位: 百万元)	15
图 29: 我们预期 2021/2022 年公司研发成本下降 15%/20%,	15
图 30: 我们预计 2020-2022 年归母净利润 90/134/138 亿元	15

未找到图形项目表。

登录科创板，开启“科技4.0”时代

吉利成为首个科创板上市的整车企业

6月24日，公司董事会批准人民币股份及科创板上市初步方案，计划发行规模不超过17.3亿股普通股股份，募集资金用于新产品和前瞻技术研发、产业收购以及补充运营资金。4月底证监会提出希望“市值在200亿元以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位”的红筹股回A股上市。吉利成为首个登录科创板的整车企业，一方面意味着公司正往科技公司转型，另一方面在A股增加融资渠道，相比H股市场可以享受更高估值溢价，目前广汽、长城、比亚迪等整车企业A/H股溢价率均超过50%，公司在A股市场融资可以减少对现有股东的股权稀释。

图1：公司建议人民币股份发行完成前后变化（单位：百万股）

	建议人民币股份发行完成前		建议人民币股份发行完成后	
	股份数目	股本占比	股份数目	股本占比
建议人民币股份发行项下将予发行的人民币股份	-	-	1,732	15.0%
香港股份	9,813	100.0%	9,813	85.0%
核心关联人士持有的香港股份	4,076	41.5%	4,076	35.3%
合计股本	9,813	100.0%	11,544	100.0%

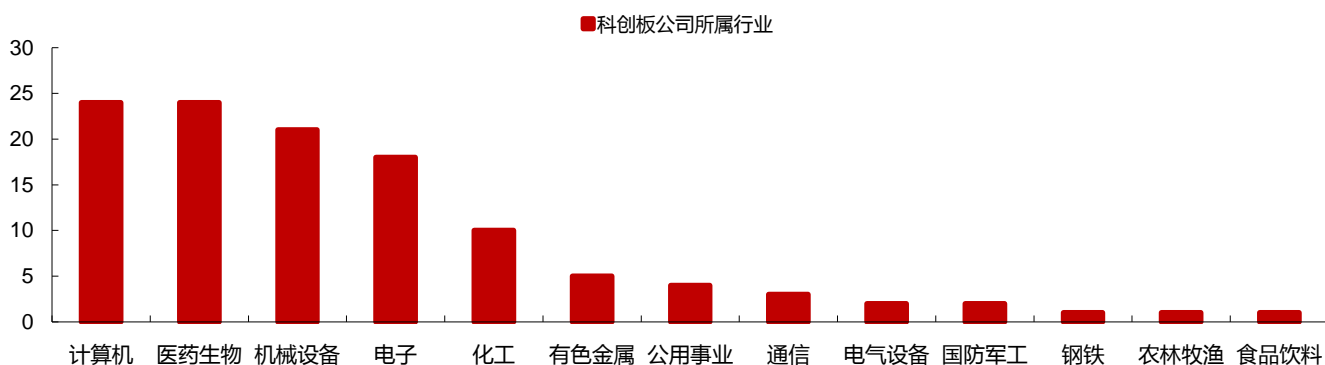
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图2：建议人民币股份发行之所得款项建议用途

资金投向	占比	用途
新车型产品研发项目	40%	丰富产品线、提升产品市场竞争力
前瞻技术研发项目	15%	新能源、车联网、智能驾驶等前瞻性技术研发
产业收购	15%	用于潜在工厂或产业链上下游相关创新企业等境内标的收购
补充营运资金	15%	改善集团财务和现金流状况

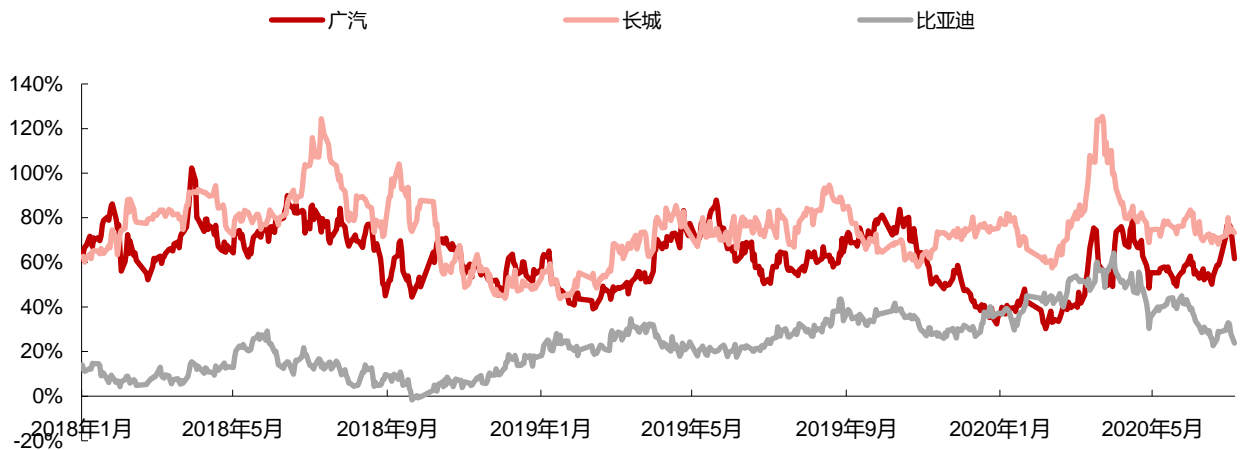
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图3：科创板公司集中于计算机、医药生物、电子和机械设备板块



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 4：广汽、长城、比亚迪 A/H 股溢价率



资料来源：Wind、西部证券研发中心

融资规模创纪录，收购沃尔沃现金充足

假设公司在科创板发行规模 17.3 亿股，发行价格与目前港股价格一致（7 月 6 日收盘价 16.4 港元），我们预计公司在科创板至少可募集资金 257 亿元，再加上公司 5 月底增发 6 亿股，募集资金约 64.8 亿港元，公司 2020 年融资金额将超过 316 亿元。

图 5：吉利汽车融资历史

日期	融资形式	币种	融资金额	融资成本
2009 年 5 月	配股	HKD	7.5 亿	配股价 1.35 元，较最后 5 个交易日平均收盘价折让约 1.03%
2009 年 5 月	可换股债券/认股权证	HKD	26 亿	高盛认购 19 亿港元 CB，利率 3%；以及认股股权证
2014 年 9 月	债券	USD	3 亿美元优先票据	票面利率 5.25%，2019 年到期
2017 年 10 月	贷款	USD	2 亿美元	
2018 年 1 月	债券	USD	3 亿债券	利率 3.625%，2023 年到期
2019 年 11 月	债券	USD	5 亿永续债券	票面利率 4.00%
2020 年 5 月	配股	HKD	64.8 亿	配股价 10.8 元，较最后 5 个交易日平均收盘价折让约 9.97%
2020 年 9 月(预估)	配股	RMB	508 亿	假设发行规模 17.3 亿股，发行价格与目前港股价格一致

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

我们认为融资完成后，吉利汽车将有充足的现金完成对沃尔沃收购，基于以下假设和理由：

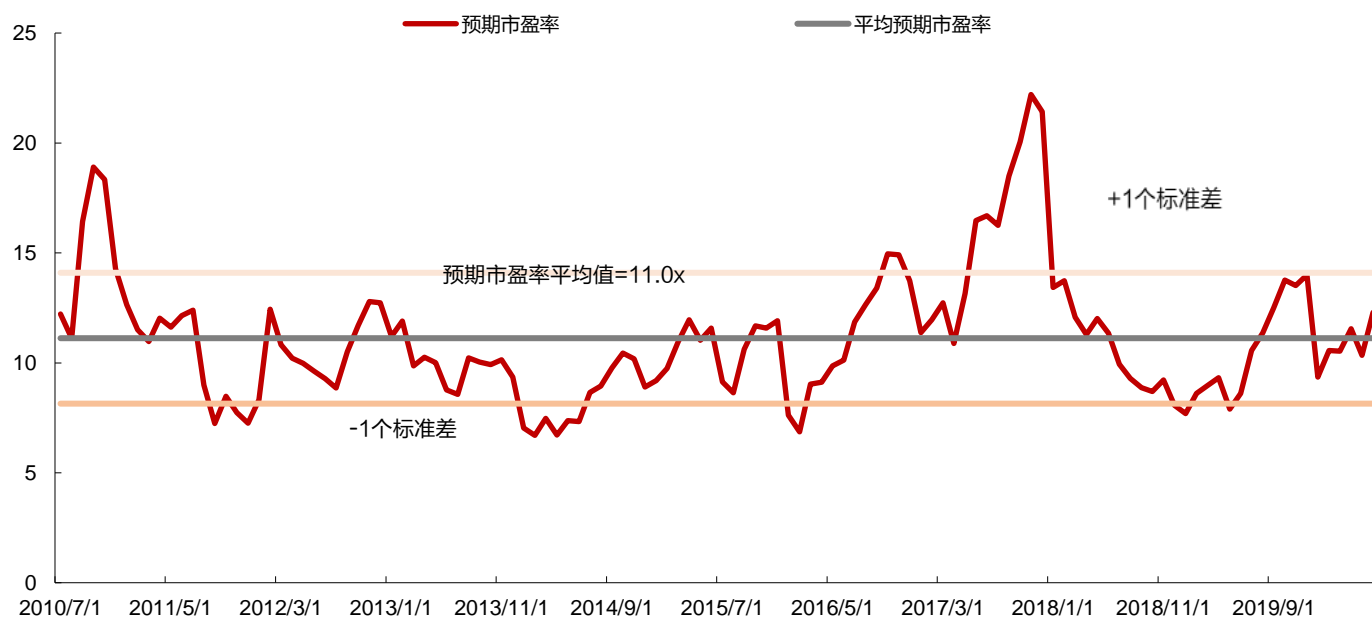
- 1) 我们预期 2020-2021 年沃尔沃汽车利润 62.4/74.9 亿瑞典克朗，同比-35%/20%，基于 DCF 模型得出沃尔沃汽车估值约 505 亿瑞典克朗(约 384 亿人民币)，隐含 2020/2021 年 8.1/6.7 倍市盈率，相当于目前欧洲主机厂的估值平均水平，为吉利合并沃尔沃的估值下缘。
- 2) 吉利汽车过去 10 年在港股市场预期市盈率中枢为 11 倍，我们选择沃尔沃汽车的上限估值为 2021 年 11 倍市盈率，约 834 亿瑞典克朗(约 626 亿人民币)。
- 3) 公司 2019 年底现金储备约 192 亿元人民币，考虑 5 月增发和科创板预计融资金额，自有资金将超过 508 亿元，可以满足收购沃尔沃的大部分资金需求(详见图表 8)。

图 6: 沃尔沃 DCF 估值 (单位: 百万瑞典克朗)

	2017	2018	2019	2020E	2021E
营业总收入	208,646	252,653	274,117	211,070	242,731
营业利润 (EBIT)	14,061	14,185	14,303	9,114	11,651
YoY		0.9%	0.8%	-36%	28%
所得税	(2,922)	(3,136)	(3,565)	(2,005)	(2,563)
税后净营业利润 (NOPAT):	11,139	11,049	10,738	7,109	9,088
无形资产摊销+固定资产折旧	12,098	14,408	15,548	11,972	13,768
CAPEX	17,037	13,574	11,807	15,000	15,000
营运资本变动	2,754	5,248	9,916	3,272	1,108
FCF	3,446	6,635	4,563	808	6,748
WACC	9.0%				
增长率	2.0%				
PV(FCF)	10,078				
PV(最终价值)	74,434				
公司价值	84,512				
(+) 净现金	36,078				
(-) 净负债	70,041				
股权价值	50,549				
隐含 P/E 2020	8.1x				
隐含 P/E 2021	6.7x				

资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 7: 吉利汽车过去 10 年预期市盈率中枢为 11 倍



资料来源: Bloomberg、西部证券研发中心

图 8：考虑 5 月增发和科创板预计融资金额，公司自有资金将超过 508 亿元，满足合并交易大部分资金需求

	收购沃尔沃估值（百万元）	2021 年隐含 P/E (x)	自有资金（考虑科创板融资以后）	自有资金/沃尔沃估值
情景假设一	38,417	6.7	50,827	115%
情景假设二	62,619	11.0	50,827	71%

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

完成后沃尔沃收购后公司产能调配将更灵活，全球化进程提速

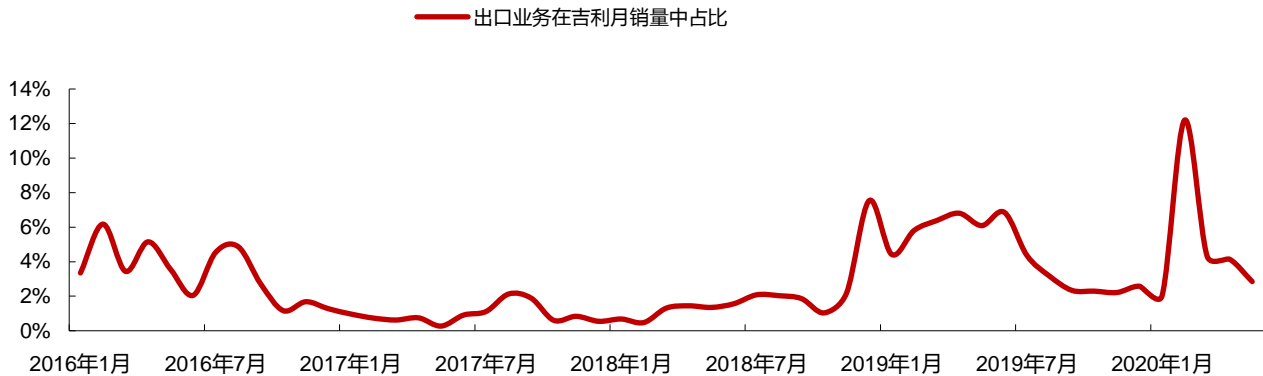
沃尔沃注入到吉利上市公司主体后，除了可以避免吉利对沃尔沃股权的稀释、拓宽融资渠道以外，**更重要的是减少集团内部关联交易，提升经营效率**。目前吉利品牌产能利用率偏低，随着沃尔沃和吉利共享平台 CMA、PMA、SPA 平台投产上量，以及沃尔沃国产化率进一步提升，双方在产能调配、零部件采购方面可以省去过去关联交易的审批过程，协同效应将进一步放大。此外，领克品牌今年年底将借助沃尔沃资源快有望快速打开欧洲市场，出口业务也将成为吉利新的增长点。

图 9：吉利、领克、沃尔沃产能分布（单位：万台）

吉利生产基地	整车产能	生产车型
路桥	15	远景 X3
宁波	30	新帝豪、帝豪 EV、帝豪 PHEV、远景 S1、缤瑞
春晓	20	博瑞、博瑞 GE MHEV、博越
湘潭	24	远景系列、缤越
成都	13	远景 SUV、帝豪 EV
宝鸡	20	博越
临海	30	帝豪 GL、GL PHEV、帝豪 GS
晋中	18	帝豪 GS、帝豪 Gse、帝豪 EV、帝豪 PHEV、几何 A
大江东	10	几何 A
杭州湾	15	星越、领克 05
贵阳	15	嘉际、嘉际 PHEV
合计产能	210	
领克生产基地		生产车型
台州	18	领克 01
张家口	18	领克 02、03
合计产能	36	
沃尔沃生产基地		
比利时根特	28	V40、V40CC、XC60、S60、V50
瑞典斯特兰大	30	XC90、XC70、S80、V60、V70
马来西亚	1	XC90、S90、XC60、V60、XC40
美国查尔斯顿	15	S60
成都	15	S60L、XC60
大庆	15	S90、S90L
合计产能	104	

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 10: 出口销量在总销量中占比持续提升



资料来源: 西部证券研发中心

Waymo加持下自动驾驶提速，PMA平台添共享伙伴

6月26日Waymo正式宣布成为沃尔沃汽车、极星和领克L4级别自动驾驶技术全球独家合作伙伴。市场上整车与自动驾驶技术公司合作多基于采购供应模式，而此次Waymo和沃尔沃将率先合作开发用于出行服务的无人驾驶电动汽车。我们认为双方同专注于L4级别自动驾驶研发，技术发展路径一致，可以实现优势互补，对沃尔沃和吉利的自动驾驶发展有重大意义。

1) 对Waymo，沃尔沃是更为优质的硬件供应商。此前Waymo从捷豹路虎和FCA采购新车安装自动驾驶系统，由于主机厂对技术研发过程参与较少，改装效果不及预期。相比之下，沃尔沃已经具备和Uber联合开发原型量产车的经验。此外，沃尔沃在主被动安全技术方面全球领先，2019年6月沃尔沃和Uber合作的自动驾驶车辆XC90下线，在制动、转向和动力等部件都采用冗余设计保证自动驾驶车辆的安全，这也是Waymo的关注点。

图 11: 沃尔沃、吉利、Waymo 自动驾驶发展计划和对应搭载车型

车企	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
沃尔沃	L2		L2+		L4					
	全系		XC90、V90、S90		SPA2 平台下 XC90、Polestar 3 和 XC40 纯电等车型					
吉利	L1		L2		L2+→L4	L4→L5				
	博瑞、博越、帝豪GS、帝豪GL		博瑞GE、缤瑞、缤越、星越、豪越、领克05、ICON		n.a.					
Waymo (Alphabet)			L4							
			对Pacifica和I-PACE车型进行自动驾驶改装			沃尔沃汽车、Polestar、领克旗下纯电车型				

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

2) 对沃尔沃，Waymo Driver技术可以搭载到全新纯电平台，或大幅降低研发成本。沃尔沃将使用Waymo Driver是此次合作的核心看点。今年3月Waymo发布第五代Waymo Driver，转型为软硬件的全套自动驾驶方案，这意味着Waymo往自动驾驶方案提供商转变。技术方面对车企将更加开放。我们注意到第五代Waymo Driver对车辆本身改动较小，传感器

便于安装，并且数据积累超过 3200 万公里，为自动驾驶技术的稳定性与量产提供了有力支持。自动驾驶领域资金需求大，产品落地周期长，在 Waymo 加持下，我们预计沃尔沃的研发成本有望降低

图 12: 第五代 Waymo Driver 是软硬件结合的全套自动驾驶方案



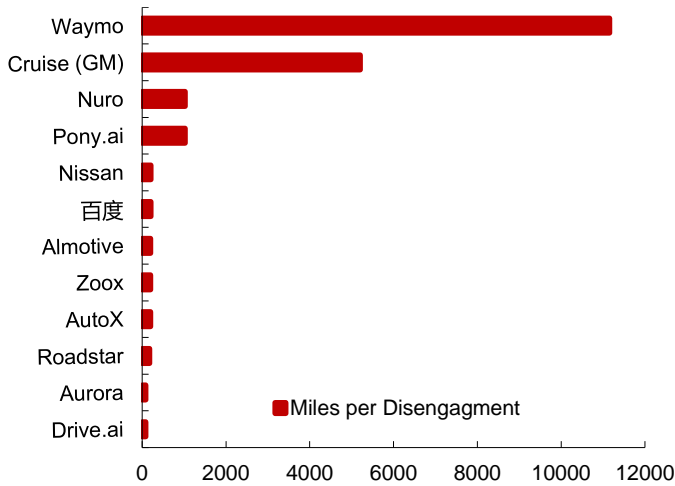
资料来源: Waymo 官网、西部证券研发中心

图 13: 发展自动驾驶技术对技术、人员储备要求较高

主机厂	投资规模	人员储备
丰田	2018 年丰田在自动驾驶研发投入约 34 亿美元	
大众	将在 2023 年底前投资约 440 亿欧元发展自动驾驶等新四化	目前有 2 万工程师,硬件占 90%。到 2030 年,软件要占到一半
通用	已投入至少 30 亿美元	Cruise 已经有 1000 人,计划在 2019 年底前再招聘 1000 名员工
福特	规划在 2023 年以前在自动驾驶车事业投入 40 亿美元	
本田	本田向 Cruise 项目投资 27.5 亿美元	
宝马	自动驾驶 iNext 系列汽车的研发成本付出了 10 亿美元	
现代	未来五年投入 22 亿美元进行自动驾驶技术开发	

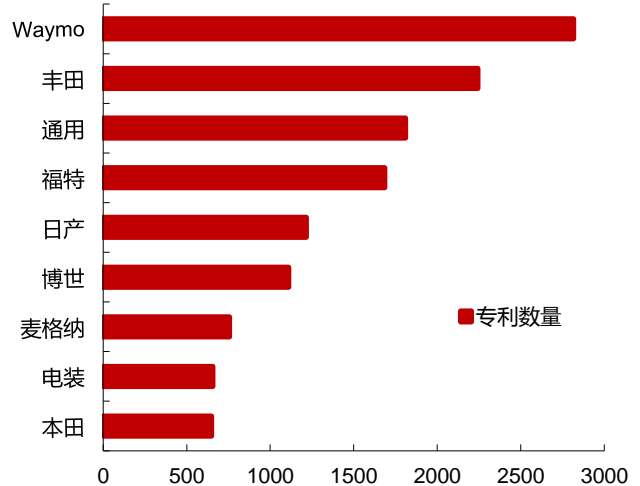
资料来源: 佐思产研、西部证券研发中心

图 14: Waymo 数据积累优于同业



资料来源: California DMV、西部证券研发中心

图 15: Waymo 专利数量多于同业



资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

3) 对吉利, PMA 平台将添更多共享伙伴, 规模效应凸显。吉利和沃尔沃合作开发的 PMA 纯电平台预计今年年底在领克品牌推出首款产品, 搭载吉利 iNTEC 智驾科技最新技术成果。根据我们产业调研, PMA 平台具备更先进的电子电气架构和更高的执行器线控程度, 并且已和多家 OEM 和 Tier1 形成合作关系, “朋友圈”广于同期推出的 MEB 平台。我们认为沃尔沃和极星后续入局 PMA 平台推出新车型的概率较大, 这意味着吉利和沃尔沃在自动驾驶技术和供应链方面的共享程度将进一步提升。

图 16: 沃尔沃、吉利、领克共享模块化架构下所对应产品体系

模块化平台	车型级别	品牌	类型			
			轿车	旅行车	跨界车	SUV
SPA	大中型	沃尔沃	S90、S60	V90、V60	CC90、CC60	XC90、XC60
		吉利	规划中	规划中	规划中	规划中
		领克	规划中	规划中	规划中	规划中
CMA	紧凑型	沃尔沃	S40	V40	CC40	XC40
		吉利	FS11	规划中	规划中	星越
		领克	领克 03	规划中	规划中	领克 01、02、05
		极星	Polestar2	/	/	/
PMA	A00-C 级	领克	规划中	规划中	规划中	规划中
		极星	/	/	/	Polestar3?

资料来源: 公开资料整理、西部证券研发中心

多点布局，向未来出行科技集团转型

吉利汽车正加速向未来出行科技集团转型：

- 1) 成为首家自主研发低轨卫星的车企，提供高级别智能驾驶定位服务。无人驾驶场景需要精准定位和低延迟来保证驾驶安全，对高精地图要求是海量数据采集、数据分析及数据应用的全链路技术。3月台州吉利卫星项目正式开工，年内将首发双颗低轨卫星，展开全球首个低轨导航增强卫星系统的商用验证。我们认为低轨卫星布局形成后将加速吉利高级别自动驾驶落地。

图 17：吉利计划验证的低轨卫星



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

图 18：台州吉利卫星智能 AIT 中心



资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

- 2) 加码布局“陆地+空中”出行领域。吉利 2015 年成立曹操出行，发展初期避开网约车市场竞争激烈、限牌政策严苛的一线城市，优先开拓二三线城市聚集的省份，目前在 B2C 网约车平台中，曹操出行活跃用户数稳居第一。吉利在高端出行领域亦有突破，2019 年联手戴姆勒成立“耀出行”，在杭州已实现试运营，未来还将导入吉利高端纯电动车型。在空中出行领域，吉利 2017 年全资收购专注于开发飞行汽车的 Terrafugia，2019 年和戴姆勒共同投资低空出行企业 Volocopter，目标是将全球领先的城市空中出行解决方案引入国内。

图 19: 吉利在出行科技领域布局一览

公司名称	成立时间	吉利集团持股比例	现状
 曹操出行 CAOCAO 不辜负每一程的相遇	2015年	100%	上线全国36个大中小城市，投放车辆3.9万辆，注册用户数2430万，在B2C网约车平台中，曹操出行活跃用户数稳居第1
 小灵狗出行	2017年	100%	布局杭州、宁波、绍兴、台州、舟山等国内20多个城市，投入运营近5万台新能源车。
 CRGT 国铁吉讯	2017年	39%	由中国铁路投资有限公司、吉利控股与腾讯共同组建，主营动车组Wi-Fi平台建设和经营，向旅客提供站车一体化、线上线下协同的出行服务。
 TERRAFUGIA	2017年10月	100%	是全球最早研发出飞行汽车的公司之一，年底太力有望实现本地化生产
 耀出行 — SERVICE —	2018年2月	50%	已在杭州实现试运营。运营车型包括奔驰品牌豪华车型。 未来还将引入奔驰和吉利旗下的高端纯电动车型。
 COSIC 中国航天科工集团公司	2018年6月	/	与航天科工签署战略合作协议，开展高速飞行列车、工业互联网等领域重大项目合作，共同推动相关领域技术发展及技术产业化转化。
 中国电信 CHINA TELECOM	2018年	/	与中国电信签署协议，在企业信息化建设、车家互联网、云计算和大数据、5G和V2X、边缘计算、国际业务合作等核心领域开展合作，
 VOLOCOPTER	2019年	10%	吉利控股和Volocopter将在中国成立合资公司，将空中出行解决方案引入中国，吉利将负责Volocopter产品在中国的生产和市场推广。

资料来源：公开资料整理、西部证券研发中心

吉利新品定位精准，领克稳步向上突破，降本效应逐步显现，维持“买入”评级

我们上调 2020-2022 年归母净利润预估至 90/134/138 亿元，反映 Waymo 合作对领克品牌销售的提振作用、吉利下半年新品的乐观预期、以及吉利和沃尔沃更进一步的协同效应。

1) 我们上调 2020-2022 年领克品牌销量至 19.8/34.5/38.6 万台：

一是由于**领克 05、领克 03 销售情况超出预期**，我们渠道调研显示领克 05 虽定位轿跑型 SUV，处于 20-25 万元的价格带，但消费者接受程度高，汽车之家询单量接近 2 万台，(相当于竞品哈弗 F7x、长安 CS85coupe 的 2 倍)，目前终端供不应求，等车时间在 1-2 个月。

此外，市场已逐步打消了对领克 03 三缸机的疑虑，领克 03 销量稳步提升。我们上调领克 05/03 稳态月销至 3500/6000 台。

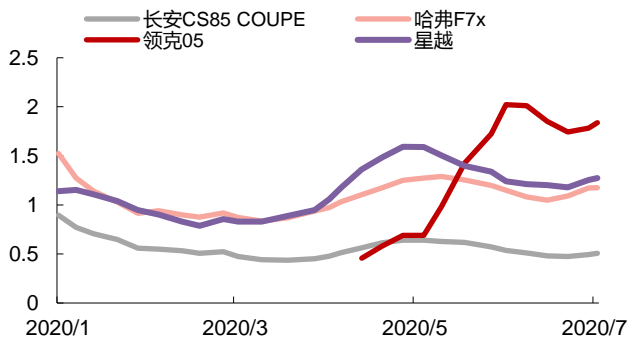
二是，PMA 平台计划 2021 年底前在领克品牌下推出两款纯电车型，我们预计 Waymo 将从 PMA 平台采购纯电车型用于 L4 级别自动驾驶研发，进而提振领克品牌销量。

图 20：领克品牌分车型销量预测（单位：万台）

	平台	车型	2019	2020E	2021E	2022E
领克 01	CMA	A 级 SUV	5.2	3.9	4.9	4.9
领克 02	CMA	A 级 SUV	2.4	2.6	2.6	2.6
领克 03	CMA	A 级轿车	5.3	7.1	7.1	7.1
领克 05	CMA	A 级 SUV	0.6	3.0	4.0	4.0
领克 06	BMA	A0 级 SUV		2.5	9.2	9.6
领克 07	SPA	B 级 SUV		0.3	3.1	4.0
领克 08	PMA	A 级 SUV		0.3	3.3	3.6
领克 09	PMA	B 级 SUV			0.3	2.8
合计销量			13.4	19.8	34.5	38.6

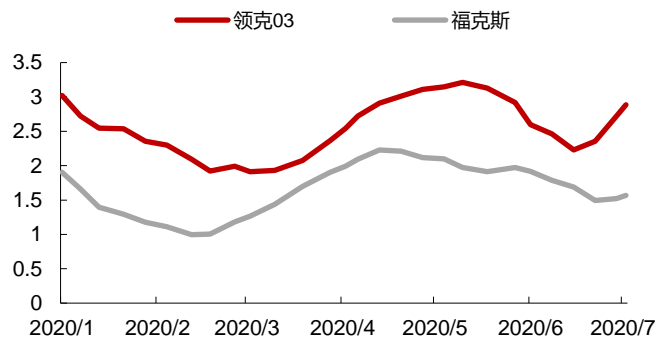
资料来源：西部证券研发中心

图 21：领克 05 终端热度超出预期（单位：万台）



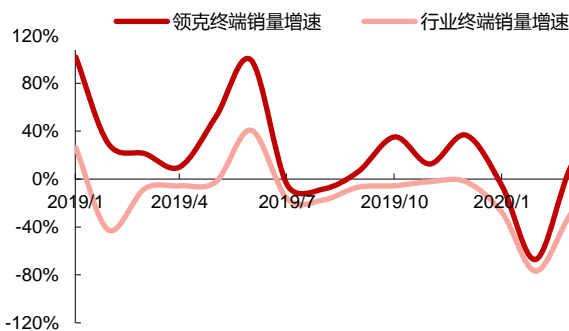
资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 22：领克 03 询单量超过同级别竞品（单位：万台）



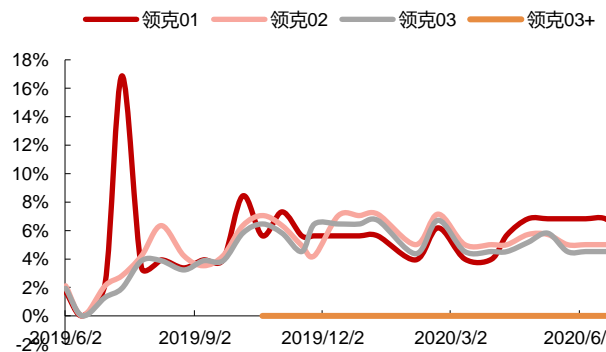
资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 23：领克品牌终端表现持续跑赢行业



资料来源：交强险、西部证券研发中心

图 24：领克品牌终端价格稳定

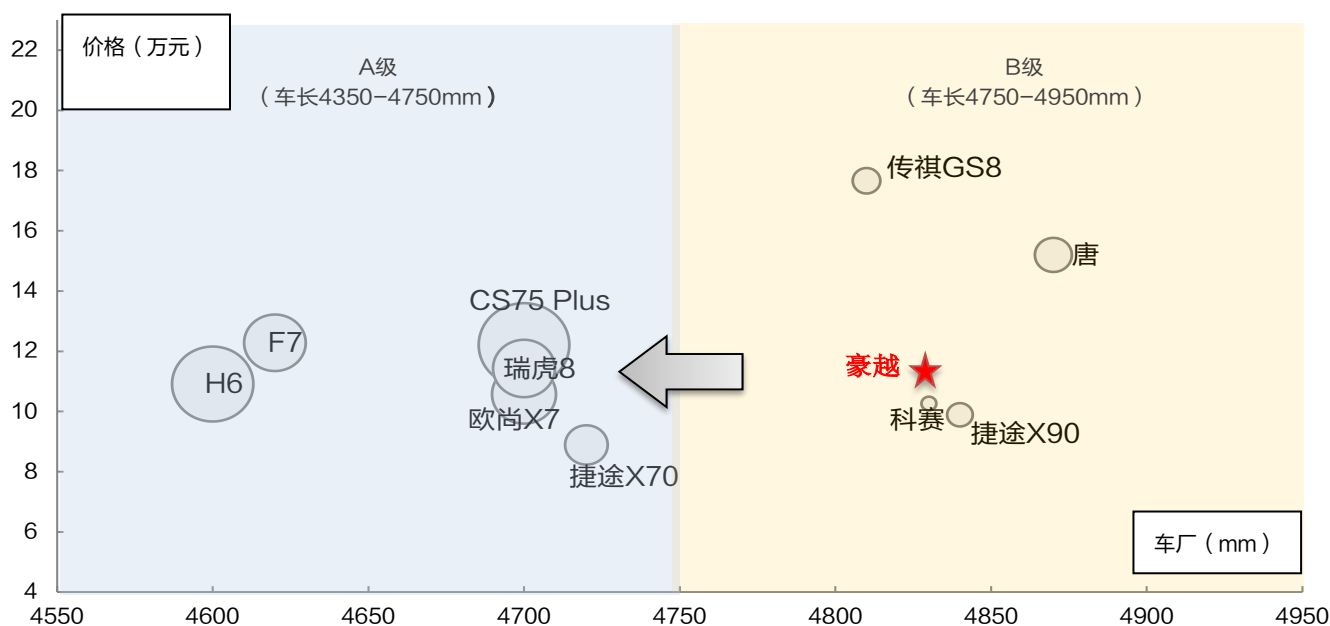


资料来源：经销商调研、西部证券研发中心

2) 吉利品牌新产品定位精准，降维打击。吉利旗下的首款 B 级 SUV 豪越近期上市，指导价 10.36-13.96 万元，和 A 级 SUV 市场定价重合，实现降维打击。我们预计豪越不仅能从 B 级 SUV 市场中胜出，同时还能抢占 A 级 SUV 的市场份额。

此外吉利 Preface 量产版近期也亮相工信部目录，新车定位 A+级轿车，动力系统搭载 2.0T 发动机。4.7 米的车长和 2.8 米的轴距和超过速腾、凌派等同类别合资竞品，2.0T 的动力配置在 A+级轿车中也领先。我们预计 Preface 量产版定位将在帝豪 GL 和博瑞之间。由于 Preface 基于 CMA 平台打造，该平台下车型众多，今年摊销压力将减小，我们预计 Preface 定价将更吸引，有望成为爆款。

图 25: 豪越占位 B 级，定价降至 A 级 SUV 市场，降维打击



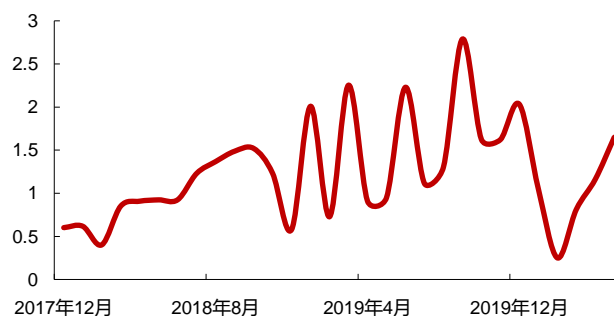
资料来源: 汽车之家、西部证券研发中心

图 26: 吉利 Preface 量产版沿用了概念车的设计元素



资料来源: 汽车之家、西部证券研发中心

图 27: CMA 平台车型增多，摊薄成本 (单位: 万台)



资料来源: Marklines、西部证券研发中心

3) 我们预计吉利和沃尔沃协同效应进一步放大。2020 年吉利新车型已经全面实现模块化生

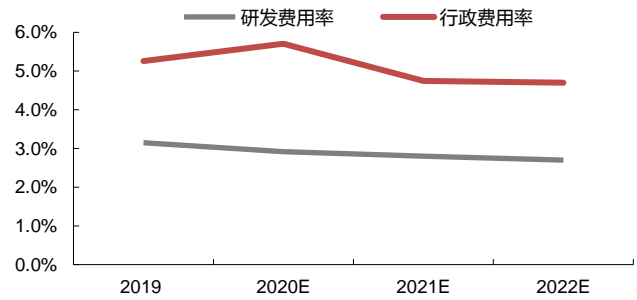
产，随着沃尔沃和吉利共享平台 CMA、PMA、SPA 平台投产上量，以及沃尔沃国产化率提升，集团产能利用率和规模效应将进一步提升。此外 Waymo 加持下，我们预计吉利和沃尔沃在自动驾驶领域研发效率大幅提高，我们预期 2021/2022 年公司研发成本下降 15%/20%，研发费用率降至 2.8%、2.7%。

图 28：2019 年吉利和沃尔沃收入和研发费用（单位：百万元）

2019 年	吉利	沃尔沃汽车	合计
收入	97,401	208,329	323,055
净利润	7,564	5,407	13,457
净利润率	7.8%	2.6%	4.2%
研发费用	3,067	8,699	11,766
研发费用率	3.1%	4.2%	3.6%

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 29：我们预期 2021/2022 年公司研发成本下降 15%/20%，



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 30：我们预计 2020–2022 年归母净利润 90/134/138 亿元

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量(万台)	150	136	139	175	184
吉利品牌	138	123	119	140	145
领克品牌	12	13	20	35	39
合并后的营收(百万元)	106,595	97,401	93,724	109,963	55,288
合并后的净利润(百万元)	12,553	8,190	8,996	13,403	13,801
吉利品牌	12,049	7,564	7,609	10,604	10,853
领克品牌	505	626	1,388	2,799	2,947
每股收益(元)	1.40	0.90	0.97	1.29	1.48

资料来源：西部证券研发中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	15,737	19,281	14,013	15,495	16,922	营业收入	106,595	97,401	93,199	109,963	108,272
应收款项	22,865	25,845	28,668	28,869	28,032	营业成本	85,082	80,485	75,075	88,311	86,830
存货净额	4,097	4,821	5,183	5,212	5,045	营业税金及附加	-	-	-	-	-
其他流动资产	86	67	9,706	21,267	33,177	销售费用	4,523	4,332	4,549	4,670	4,601
流动资产合计	42,785	50,014	57,570	70,843	83,176	管理费用	3,777	5,122	5,315	5,220	4,872
固定资产及在建工程	23,423	27,070	29,305	31,347	33,189	财务费用	79	108	-6	51	148
长期股权投资	6,322	8,837	8,837	8,837	8,837	其他费用/(-收入)	15	5	4	4	4
无形资产	14,993	17,598	19,588	21,551	23,234	营业利润	13,277	7,565	8,248	11,808	12,113
其他非流动资产	3,937	4,408	4,139	4,139	4,139	营业外净收支	1,682	2,072	2,416	3,930	4,079
非流动资产合计	48,676	57,914	61,869	65,874	69,399	利润总额	14,959	9,636	10,664	15,738	16,193
资产总计	91,461	107,928	119,439	136,717	152,575	所得税费用	2,285	1,375	1,577	2,200	2,252
短期借款	947	-	500	500	500	净利润	12,674	8,261	9,087	13,539	13,941
应付款项	41,438	47,873	53,103	53,474	51,925	少数股东损益	121	72	91	135	139
其他流动负债	1,375	653	616	616	616	归属于母公司净利润	12,553	8,190	8,996	13,403	13,802
流动负债合计	43,760	48,526	54,219	54,590	53,041						
长期借款及应付债券	-	-	-	-	-	财务指标					
其他长期负债	278	301	301	301	301	盈利能力					
长期负债合计	2,326	4,477	2,361	2,361	2,361	ROE	31.6%	17.1%	15.9%	19.0%	15.7%
负债合计	46,086	53,003	56,581	56,951	55,402	毛利率	20.2%	17.4%	19.4%	19.7%	19.8%
股本	164	168	168	168	168	营业利润率	12.4%	7.7%	8.9%	10.7%	11.1%
股东权益	45,210	107,760	62,691	79,598	97,005	销售净利率	11.8%	8.4%	9.7%	12.2%	12.7%
负债和股东权益总计	91,461	107,928	119,439	136,717	152,575	成长能力					
						营业收入增长率	14.9%	-8.6%	-4.3%	18.0%	-1.5%
现金流量表 (百万元)						营业利润增长率	20.3%	-43.5%	10.7%	42.4%	1.8%
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	归母净利润增长率	18.1%	-34.8%	9.8%	49.0%	3.0%
净利润	12,674	8,261	9,087	13,539	13,940	偿债能力					
折旧摊销	2,413	3,733	3,515	3,995	4,475	资产负债率	50.4%	49.1%	47.4%	41.7%	36.3%
营运资金变动	-619	1,977	2,044	142	-545	流动比	0.98	1.03	1.06	1.30	1.57
其他	-543	-1,434	-1,405	-2,876	-3,123	速动比	0.88	0.93	0.97	1.20	1.47
经营活动现金流	13,925	12,538	13,241	14,799	14,747	每股指标与估值					
资本支出	-11,659	-9,747	-10,000	-10,000	-10,000	每股指标					
其他	341	2,349	32	101	148	EPS	1.40	0.90	0.97	1.29	1.48
投资活动现金流	-11,319	-7,398	-9,968	-9,899	-9,852	BVPS	5.01	5.62	6.18	7.84	9.55
债务融资	-73	564	-38	-51	-	估值					
权益融资	-2,160	-2,180	-2,260	-3,368	-3,468	P/E	10.7	16.5	15.4	11.6	10.1
其它	1,927	3,380	-	-	-	P/B	3.0	2.7	2.4	1.9	1.6
筹资活动现金流	-306	1,763	-2,299	-3,418	-3,468	P/S	1.3	1.4	1.6	1.4	1.4
汇率变动	23	34	-	-	-						
现金净增加额	2,323	6,937	974	1,482	1,427						

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕哈屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。