

投资评级 优于大市 维持
股票数据

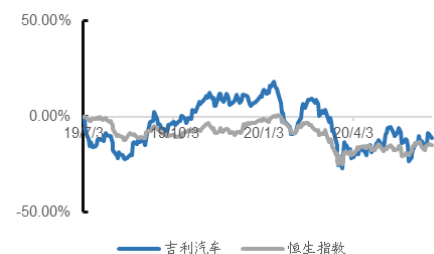
06月29日收盘价(港元)	12.28
52周股价波动(港元)	10.08-18.82
总股本/流通A股(百万股)	9813/9813
总市值/流通市值(百万港元)	120504/120504

相关研究

 《19年利润下滑, 20年迎来产品投放大年》
 2020.03.31

 《1月终端表现良好, 强强联合共谋春天》
 2020.02.15

《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

市场表现


恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	19.2	6.5	14.4
相对涨幅(%)	6.9	-0.4	5.9

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

拟科创板上市, 一体化下自动驾驶提速

投资要点:

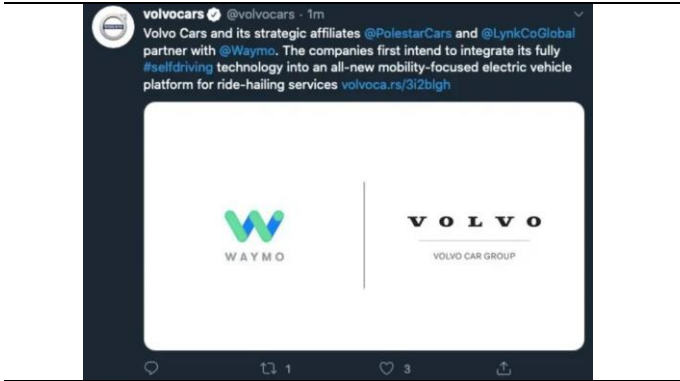
- 公司筹融资进度加速, 未雨绸缪应对汽车行业转型升级大趋势。** 继宣布配股计划后, 公司对外公告拟登陆上海科创板上市的初步方案, 我们认为公司后续有望形成 A+H 双平台布局, 融资能力有望进一步提升, 为吉利科技 4.0 全面架构造车时代和应对汽车行业电动化、智能化转型升级储备充足资金弹药。
- 科创板上市初步方案。** 6月24日, 公司公告发行人民币股份及于上海科创板上市初步方案, 公司拟发行不超过 17.32 亿股 (不超过公司扩大后总股本的 15%)。所得款项将用于新车型产品研发 (约占 40%), 新能源、车联网、智能驾驶等前瞻性科技研发项目 (约占 15%), 潜在工厂或产业链上下游相关创新企业等境内标的收购 (约占 15%), 补充营运资金 (约占 30%)。
- 配股计划。** 5月29日, 公司公布配股计划, 拟以每股港币 10.8 元配售股份 6 亿股 (扣除相关费用及开支后预计募资约 64.5 亿港元), 所得款项净额将用于公司业务发展及一般营运资金。
- 吉利+沃尔沃“一体化”协同效应值得期待, 自动驾驶布局提速。** 沃尔沃自 2012 年起便开始在自动驾驶领域的布局, 我们认为, 在吉利与沃尔沃寻求一体化整合的大背景下, 双方在自动驾驶方面的协同效应将进一步提升。
- 沃尔沃牵手 Waymo。** Waymo 成为沃尔沃汽车集团及其战略投资品牌极星和领克 L4 级别自动驾驶技术全球独家合作伙伴。此次战略合作的首要目标是将 Waymo Driver 技术搭载到一个出行专属的全新纯电车平台上, 从而创造包括网约车服务在内的应用场景和商业模式。
- 沃尔沃联合滴滴出行开展的自动驾驶出租车在上海试运行。** 6月27日, 上海智能网联汽车规模化载人示范应用启动, 滴滴出行首次面向公众开放自动驾驶服务。根据车云网百家号, 此次滴滴出行提供的自动驾驶网约车服务所使用的车辆为沃尔沃 XC60, 在车顶装载了一个高线束和两个低线束激光雷达, 以及 7 个摄像头, 全车共有 20 余个传感器。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 104.94/128.40/152.26 亿元人民币, EPS 分别为 1.07/1.31/1.55 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 13.91-16.05 元人民币/15.29-17.64 元港币 (汇率港币比人民币按 1:0.91 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	106595	97401	102171	118063	130446
(+/-) YoY (%)	14.9%	-8.6%	4.9%	15.6%	10.5%
净利润(百万元)	12553	8190	10494	12840	15226
(+/-) YoY (%)	18.1%	-34.8%	28.1%	22.4%	18.6%
全面摊薄 EPS (元)	1.28	0.83	1.07	1.31	1.55
毛利率 (%)	20.2%	17.4%	18.2%	19.1%	20.0%
净资产收益率 (%)	27.7%	14.9%	16.0%	16.4%	16.2%

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

图1 沃尔沃官方发布


资料来源：吉利控股官方微信公众号，海通证券研究所

图2 Waymo 官方发布


资料来源：吉利控股官方微信公众号，海通证券研究所

图3 滴滴出行自动驾驶出租车在上海试运行


资料来源：滴滴出行官方微信公众号，海通证券研究所

表 1 沃尔沃汽车自动驾驶领域布局

文件	内容
2012 年	2012 年 9 月，沃尔沃汽车便完成了有史以来第一次成功的无人驾驶车队项目，三辆由 V60、XC60 和 S60 组成的无人驾驶车队在一辆引导卡车的指引下，在巴塞罗那的公路上以 90 公里时速行驶了 200 公里。
2015 年	全球首款量产并配备 Pilot Assist 领航辅助系统的汽车沃尔沃全新 XC90 上市，实现 0-50 公里/小时内自动跟随前车。
2016 年	全系标配第二代 Pilot Assist 领航辅助系统的 S90 豪华轿车上市，实现在 0-130 公里/小时内自动转向和跟随前车驾驶。
2017 年	沃尔沃与优步、奥托立夫、英伟达纷纷建立合作伙伴关系，进一步推进自动驾驶汽车的开发与量产。 Drive Me 全球首个真人自动驾驶测试项目也拉开序幕。
2018 年	全新 360c 自动驾驶概念车于瑞典哥德堡全球首发，代表着沃尔沃汽车对于未来出行的全方位愿景，这辆全自动驾驶纯电动汽车将衍生出卧室、移动办公室、起居室和娱乐空间四大功能区。
2020 年	沃尔沃与中国联通在上海正式签署 5G 战略合作协议，宣布双方将基于 5G 下一代移动网络技术联手推动 V2X 车路协同技术在中国的发展。 沃尔沃汽车宣布将在其 2022 年投入量产的下一代可扩展模块架构 SPA 2 的全新车型中搭载 Luminar 激光雷达感知技术，同时将 5G 技术应用到下一代沃尔沃产品之中。

资料来源：沃尔沃官方微信公众号，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
01114.HK	华晨汽车	1.37	1.56	1.20	5	4	5
02238.HK	广汽集团	0.81	0.97	1.02	6	5	5
01211.HK	比亚迪股份	1.08	1.20	1.40	50	45	39
02333.HK	长城汽车	0.47	0.56	0.67	9	8	7
	均值	0.93	1.07	1.07	18	16	14

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 收盘价为 2020 年 6 月 29 日价格, EPS 为 wind 一致预期。汇率港币比人民币按 1 比 0.91 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	102171	118063	130446
每股收益	0.83	1.07	1.31	1.55	营业成本	80485	83539	95456	104357
每股净资产	5.60	6.68	8.00	9.56	毛利率%	17.37%	18.24%	19.15%	20.00%
每股经营现金流	1.28	2.34	1.64	1.58	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	4291	5077	5609
P/E	13.39	10.45	8.54	7.20	营业费用率%	4.45%	4.20%	4.30%	4.30%
P/B	2.00	1.67	1.40	1.17	管理费用	5973	4087	4872	5764
P/S	1.13	1.07	0.93	0.84	管理费用率%	6.13%	4.00%	4.13%	4.42%
EV/EBITDA	8.22	5.11	3.75	2.84	EBIT	7773	10505	12927	14993
股息率 (%)	2.52%	2.50%	2.50%	2.50%	财务费用	108	126	272	372
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.11%	0.12%	0.23%	0.29%
毛利率	17.37%	18.24%	19.15%	20.00%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	8.41%	10.27%	10.88%	11.67%	投资收益	664	527	858	1451
净资产收益率	14.91%	16.02%	16.36%	16.23%	营业利润	8329	10906	13513	16072
资产回报率	7.59%	8.31%	8.79%	9.39%	营业外收支	1091	1194	1088	1125
投资回报率	16.75%	27.90%	32.46%	32.32%	利润总额	9636	12354	15144	17940
盈利增长 (%)					EBITDA	11506	14962	17411	19565
营业收入增长率	-8.63%	4.90%	15.55%	10.49%	所得税	1375	1763	2186	2575
EBIT 增长率	-42.24%	35.15%	23.05%	15.98%	有效所得税率%	14.27%	14.27%	14.44%	14.35%
净利润增长率	-34.76%	28.13%	22.36%	18.58%	少数股东损益	72	97	118	140
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	8190	10494	12840	15226
资产负债率	49.1%	48.1%	46.3%	42.1%					
流动比率	1.03	1.16	1.33	1.50	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.93	1.08	1.25	1.41	货币资金	19281	36484	48646	57755
现金比率	0.40	0.64	0.77	0.90	应收款项	25872	25169	29805	32661
经营效率指标 (%)					存货	4821	4628	5424	5879
应收帐款周转天数	96.95	89.92	92.14	91.39	其它流动资产	40	63	55	53
存货周转天数	21.86	20.22	20.74	20.56	流动资产合计	50014	66344	83929	96348
总资产周转率	0.98	0.87	0.87	0.85	长期股权投资	8837	10548	12259	14511
固定资产周转率	3.86	3.74	4.24	4.58	固定资产	27070	27497	28177	28803
					在建工程	0	0	0	0
					无形资产	20828	20646	20481	21283
					非流动资产合计	57914	59868	62095	65774
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	107928	126212	146024	162122
净利润	8190	10591	12958	15366	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	72	97	118	140	应付账款	33758	34912	39265	41117
非现金支出	3733	4456	4484	4572	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-1362	-1569	-1792	-2416	其它流动负债	14768	22208	23709	23189
营运资金变动	1977	9467	430	-1978	流动负债合计	48526	57120	62974	64306
经营活动现金流	12538	22945	16080	15545	长期借款	4149	4149	4149	4149
资产	-7566	-3506	-3912	-4875	其它长期负债	327	327	327	327
投资	-1851	-1183	-853	-800	非流动负债合计	4477	3577	4577	3977
其他	-1374	0	0	0	负债总计	53003	60697	67550	68283
投资活动现金流	-10791	-4689	-4765	-5676	实收资本	168	168	168	168
债权募资	4067	-900	1000	-600	普通股股东权益	54436	64929	77769	92995
股权募资	639	0	0	0	少数股东权益	489	586	704	844
其他	-2943	-1205	692	-920	负债和所有者权益合计	107928	126212	146024	162122
融资活动现金流	1763	-1052	846	-760					
现金净流量	3544	17203	12162	9109					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 29 日

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
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。