

# 吉利汽车 (00175)

证券研究报告

2019年02月12日

## 节前旺销 1月批、零创新高

### 事件:

公司公告1月销量15.8万辆,同比增长2%,环比增长70%。

### 点评:

**1月销量新高,批发、零售旺势一致,渠道压力未增加。**公司1月批发销量环比大增70%,达到历史新高的15.8万辆,我们判断原因有三——节前需求强劲、渠道为2月适度备货、12月去库基数低,其中节前需求强劲为主要原因,也为1月批发超预期的主要因素。同时公司公告称零售销量也创新高,从交强险口径来看,历史最高为2017年12月的19万辆,1月假设19万-20万辆,对应同比38%-45%,对应环比31%-38%。根据流通协会数据,吉利11月库存深度已从10月的2.8个月下降至2.3个月,结合批发及零售情况,我们估计公司12月和1月库存深度进一步降至2.0甚至1.8个月以下。公司2019年销量目标较低,我们预计公司将持续对渠道保持稳健的商务政策。

**行业节前零售超预期。**公司1月需求大增受到明显的行业带动。根据新浪汽车等报道,一汽大众1月零售同比+0.6%,奥迪同比+5%,主要车型实现环比正增长;北京现代同比+47%、环比+26%;奇瑞同比+55%、环比+26%;广本同比+7%,东本+10%。从披露的几家合资车企的情况来看,节前行业需求非常好。我们预计1月乘联会零售同比+4%、环比+5%,交强险注册量同比大幅转正至12%、环比-5%;均高于月初预期。乘联会批发数预计继续保持弱势,同比预计-14%,环比-5%,大部分车企仍以主动去库存为主,1月经销商预警系数环比下降了7.2个百分点。

**竞争力领先,2019依然是产品大年。**从1月具体车型销量来看,主力车型如博越(含出口)、帝豪轿车批发量恢复到2.8万、2.4万辆,GS和GL在1.5万水平,远景和远景SUV在1万,19年新车型缤瑞、缤越认可度提升,销量环比增至1.2万和1.5万辆。领克01、02分别恢复到0.6万、0.2万辆,03稳定在0.4万辆水平。2019年考虑嘉际MPV、博越Coupe(FY11)、GE11(BEV轿车)、SX12、VF12、领克04/05等多款新车型上市,以及博越出口马来西亚,我们预计公司全年有望实现161万销量,同比增长7%,高于公司目标。稳健的商务政策和多款全新车型将为其在2019年的量和价格上赢得更多主动性。

**未来成长空间广阔。**公司产品和口碑已进入正向循环,叠加全面的产品线,将为公司销量提供持续保障。展望长远,吉利中型车尤其其中型SUV仍然缺位,成长有空间。跨越15万元级的中高端品牌领克则另辟蹊径主打年轻消费者以及消费升级,从产品储备和当前市场表现来看成功概率高,且单价、利润率远高于吉利品牌。公司下一成长阶段还未全面到来。

### 投资建议:

我们预计公司18、19年净利分别为127亿、140亿元,同比增长19%和10%,港元兑人民币取0.87,对应当前PE 8.5X、7.7X。考虑行业表现超预期,将公司19年目标PE从7倍上调至10倍,目标价从12.5港元调整为17.8港元,给予“买入”评级。我们判断2019年大概率迎来汽车景气周期拐点,吉利汽车为能够穿越周期不同阶段的成长型车企。

**风险提示:**行业销售不及预期、价格战力度超预期、领克销量不及预期。

### 投资评级

行业	消费品制造业/汽车
6个月评级	买入(调高评级)
当前价格	13.74 港元
目标价格	17.8 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	8,984.06
港股总市值(百万港元)	123,440.99
每股净资产(港元)	
资产负债率(%)	55.83
一年内最高/最低(港元)	27.95/10.08

### 作者

**邓学** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518010001  
dengxue@tfzq.com

**张程航** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070005  
zhangchenghang@tfzq.com

### 股价走势

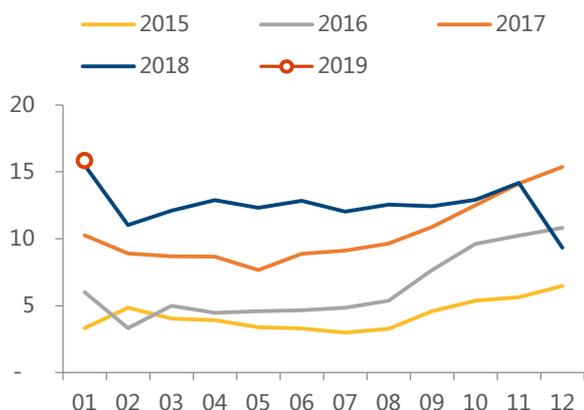


资料来源: 贝格数据

### 相关报告

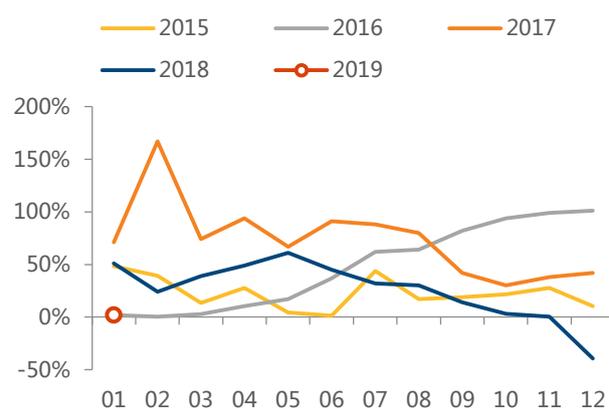
- 1 《吉利汽车-公司点评:12月进一步去库 19年销量目标同比持平》 2019-01-08
- 2 《吉利汽车-公司点评:11月控制库存销量同比持平、环比略增》 2018-12-07
- 3 《吉利汽车-公司点评:10月行业压力加大 龙头地位持续巩固》 2018-11-07

图 1: 2015-2019 年吉利汽车月度销量 (万辆)



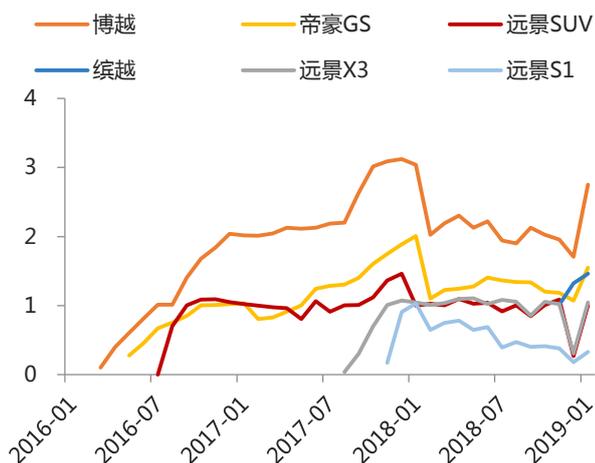
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2015-2019 年吉利汽车月度销量增速 (%)



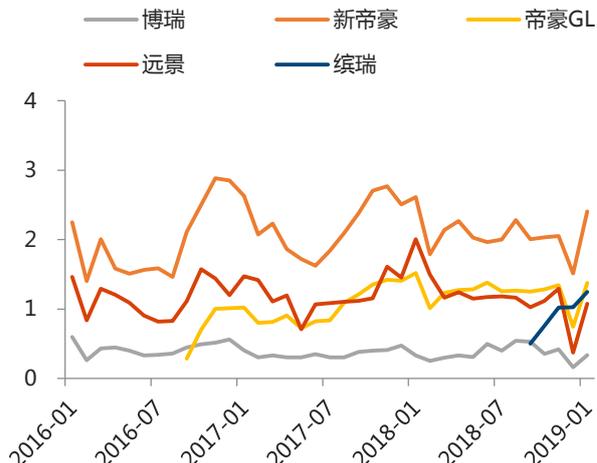
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 2016-2019 年吉利汽车主要 SUV 月度销量 (万辆)



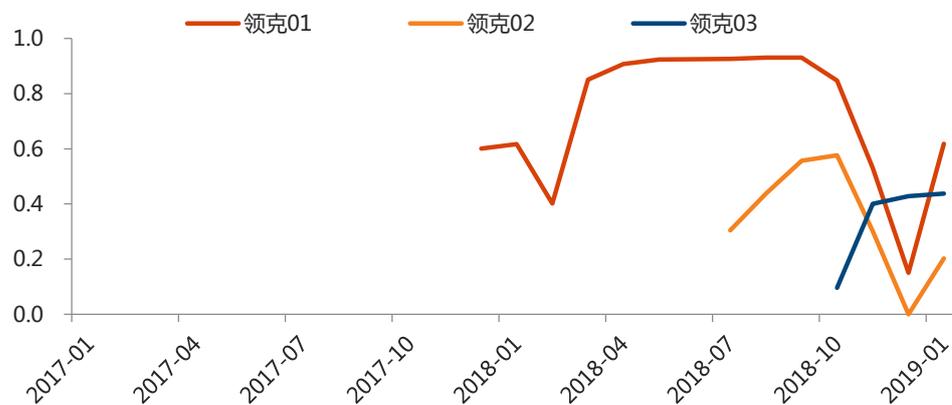
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 4: 2016-2019 年吉利汽车主要轿车月度销量 (万辆)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 2017-2019 年领克 01、02、03 月度销量 (万辆)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 各车企份额: 吉利汽车已成为国内第四大、自主第一大车企

排名	2015		2016		2017		2018	
1	上汽大众	9.0%	上汽大众	8.4%	上汽大众	8.6%	上汽大众	8.9%
2	上汽通用	8.6%	上汽通用	7.9%	上汽通用	8.3%	一汽大众	8.8%
3	一汽大众	8.2%	一汽大众	7.9%	一汽大众	8.2%	上汽通用	8.5%
4	通用五菱	5.9%	通用五菱	6.0%	通用五菱	6.1%	吉利汽车	6.5%
5	北京现代	5.3%	长安汽车	4.9%	东风日产	5.2%	上汽通用五菱	5.6%
6	东风日产	5.1%	北京现代	4.8%	吉利汽车	5.2%	东风日产	5.6%
7	长安汽车	4.7%	东风日产	4.7%	长安汽车	4.4%	长城汽车	4.0%
8	长安福特	4.3%	长城汽车	4.1%	长城汽车	4.0%	长安汽车	3.7%
9	长城汽车	3.8%	长安福特	4.0%	长安福特	3.5%	北京现代	3.5%
10	神龙汽车	3.5%	吉利汽车	3.4%	北京现代	3.3%	广汽本田	3.2%
11	悦达起亚	3.1%	悦达起亚	2.7%	东风本田	2.9%	东风本田	3.1%
12	一汽丰田	3.0%	一汽丰田	2.7%	广汽本田	2.9%	上汽乘用车	3.0%
13	广汽本田	2.9%	广汽本田	2.7%	一汽丰田	2.9%	一汽丰田	3.0%
14	吉利汽车	2.8%	神龙汽车	2.5%	广汽自主	2.6%	广汽乘用车	2.6%
15	奇瑞汽车	2.4%	奇瑞汽车	2.5%	奇瑞汽车	2.3%	广汽丰田	2.5%
16	比亚迪	2.2%	东风本田	2.4%	上汽自主	2.2%	奇瑞汽车	2.3%
17	东风汽车	2.2%	东风汽车	2.3%	东风汽车	2.2%	比亚迪	2.2%
18	东风本田	2.0%	比亚迪	2.1%	广汽丰田	1.8%	北京奔驰	2.1%
19	广汽丰田	2.0%	广汽自主	1.9%	北京奔驰	1.8%	华晨宝马	2.0%
20	江淮汽车	1.7%	广汽丰田	1.8%	比亚迪	1.6%	东风汽车	1.7%

资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

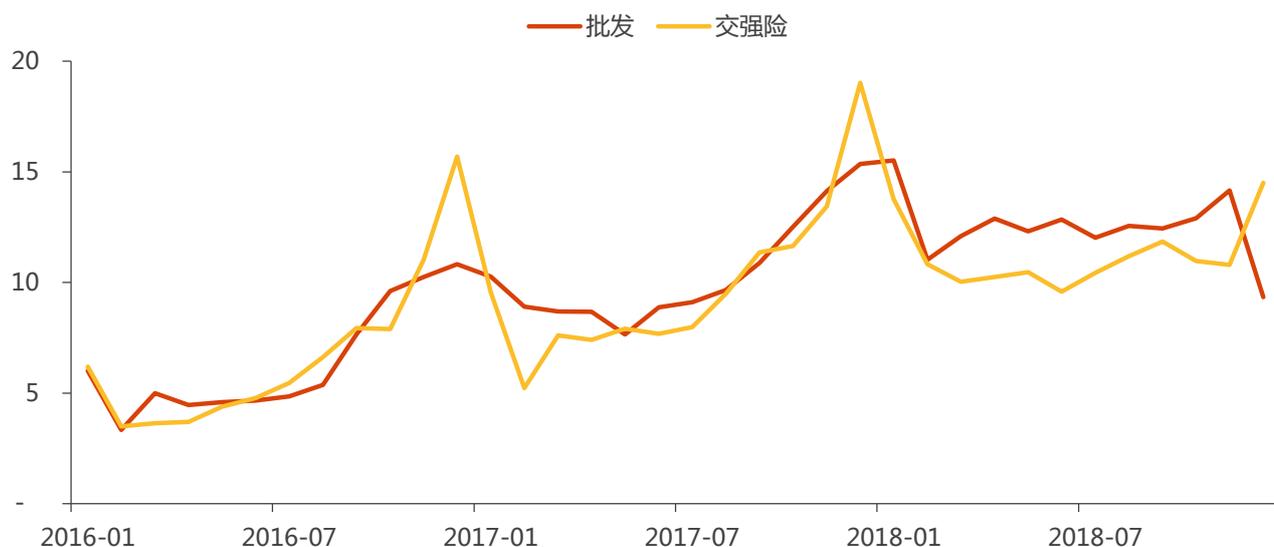
注: 数据包括出口销量

表 2: 吉利 2019 年预计上市全新车型 (不完全统计)

车型	燃料	预计上市时间	级别结构
嘉际 MPV	燃油	一季度	MPV
博越 Coupe (FY11)	燃油	年内	A 级 SUV
领克 04	燃油	年内	-
SX12	燃油	下半年	C 级 SUV
领克 05	燃油	年内	-
VF12	燃油	年内	MPV
GE11	纯电动	二季度	A 级轿车
领克 02 PHEV	插电混动	上半年	A 级 SUV
领克 03 PHEV	插电混动	上半年	A 级轿车
嘉际 PHEV	插电混动	年内	MPV
博越 Coupe PHEV	插电混动	年内	A 级 SUV
缤越 PHEV	插电混动	年内	A0 级 SUV
缤瑞 PHEV	插电混动	年内	A 级轿车
帝豪 GL PHEV	插电混动	年内	A 级轿车

资料来源: 汽车之家, 天风证券研究所

图 6：吉利汽车批发-交强险：12月显著控制渠道库存（万辆）



资料来源：银保监会、中汽协、天风证券研究所

表 3：吉利汽车 12 月显著控制渠道库存，当前库存压力已相对较小（万辆）

	批发-交强险，单月			批发-交强险，累计 (自 2016 年 1 月)	12 月 交强险注册量	累计差额/ 12 月交强险
	2018-10	2018-11	2018-12			
长安福特	-0.4	-0.1	-1.0	-3.5	2.8	-1.3
一汽丰田	-1.0	0.7	-1.1	-0.4	6.5	-0.1
东风日产	0.3	1.7	-7.1	0.9	15.6	0.1
广汽丰田	0.1	0.8	-2.1	1.4	6.3	0.2
广汽本田	0.9	0.6	-2.9	2.9	9.8	0.3
东风本田	0.9	1.0	-0.9	3.8	9.0	0.4
北京现代	0.3	0.4	1.6	5.0	9.2	0.5
一汽大众	0.9	1.1	-3.2	12.5	21.2	0.6
北京奔驰	-0.5	0.4	0.8	2.4	3.9	0.6
长安汽车	0.5	0.5	-4.1	7.2	9.5	0.8
上汽大众	2.3	3.5	-5.1	18.9	22.1	0.9
<b>吉利汽车</b>	1.9	3.3	<b>-5.3</b>	17.6	14.9	<b>1.2</b>
长城汽车	1.8	4.9	1.6	14.5	10.4	1.4
上汽通用	4.9	3.3	-2.3	36.0	19.5	1.8
比亚迪	0.9	0.6	0.4	13.8	5.6	2.5
上汽自主	1.6	1.4	-3.9	18.4	7.5	2.5
广汽自主	1.0	0.5	-0.6	27.6	5.7	4.9
奇瑞汽车	1.9	1.8	1.6	54.4	5.1	10.7

资料来源：银保监会、中汽协、天风证券研究所

注：上通五菱和东风汽车数据口径不一，故此处不纳入

表 4：吉利各省交强险注册量占比（占公司总量）

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
山东	11.6%		浙江	9.4%	浙江	10.4%	广东	9.9%
浙江	9.6%		山东	9.0%	广东	8.2%	浙江	9.3%
河北	8.3%		河南	7.2%	河南	7.8%	河南	8.3%

广东	6.9%	广东	7.1%	山东	7.0%	山东	6.0%
河南	6.9%	河北	6.3%	河北	5.9%	江苏	5.5%
湖南	5.5%	江苏	5.3%	江苏	5.7%	四川	5.5%
四川	3.9%	湖南	5.0%	四川	5.0%	河北	5.3%
江苏	3.9%	四川	4.9%	湖南	4.2%	陕西	5.3%
陕西	3.6%	陕西	3.8%	陕西	4.0%	安徽	4.1%
江西	3.4%	山西	3.6%	湖北	4.0%	湖南	3.8%
山西	3.2%	湖北	3.5%	安徽	3.7%	湖北	3.8%
甘肃	3.2%	江西	3.5%	江西	3.5%	贵州	3.5%
贵州	3.2%	贵州	3.1%	贵州	3.4%	江西	3.4%
湖北	2.9%	安徽	3.0%	山西	3.0%	福建	3.4%
安徽	2.5%	福建	2.9%	福建	3.0%	重庆	2.9%
内蒙古	2.5%	甘肃	2.2%	广西	2.6%	广西	2.7%
辽宁	2.4%	北京	2.0%	重庆	2.4%	云南	2.7%
福建	2.2%	辽宁	2.0%	云南	2.4%	山西	2.7%
广西	1.7%	广西	2.0%	新疆	1.8%	新疆	1.8%
吉林	1.7%	内蒙古	2.0%	内蒙古	1.8%	辽宁	1.5%
云南	1.7%	重庆	2.0%	甘肃	1.7%	内蒙古	1.4%
重庆	1.5%	天津	1.9%	辽宁	1.7%	甘肃	1.3%
黑龙江	1.4%	云南	1.7%	黑龙江	1.2%	上海	1.2%
天津	1.4%	新疆	1.5%	天津	1.2%	天津	1.0%
新疆	1.3%	黑龙江	1.4%	吉林	1.0%	黑龙江	0.9%
北京	0.7%	吉林	1.2%	北京	1.0%	吉林	0.7%
海南	0.7%	上海	1.1%	上海	0.8%	北京	0.7%
上海	0.7%	宁夏	0.5%	海南	0.6%	海南	0.5%
青海	0.7%	海南	0.4%	宁夏	0.5%	宁夏	0.5%
宁夏	0.6%	青海	0.4%	青海	0.3%	青海	0.3%
西藏	0.2%	西藏	0.1%	西藏	0.1%	西藏	0.2%

资料来源：银保监会，天风证券研究所

表 5：公司在各省的市场份额（交强险口径）

2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
甘肃	6.1%	天津	5.5%	浙江	8.4%	陕西	11.6%
青海	4.0%	甘肃	5.5%	陕西	7.9%	浙江	8.7%
贵州	3.9%	山西	4.9%	甘肃	7.4%	重庆	8.5%
内蒙古	3.9%	浙江	4.8%	新疆	7.2%	贵州	8.5%
湖南	3.8%	陕西	4.6%	江西	7.1%	新疆	8.4%
江西	3.6%	江西	4.5%	贵州	7.1%	甘肃	8.3%
浙江	3.6%	贵州	4.3%	山西	6.3%	江西	8.2%
天津	3.5%	湖南	4.3%	天津	6.3%	福建	7.9%
海南	3.5%	内蒙古	4.1%	重庆	6.1%	河南	7.7%
山东	3.4%	新疆	3.9%	湖南	6.0%	宁夏	7.6%
西藏	3.3%	山东	3.8%	福建	6.0%	安徽	7.3%
河北	3.3%	宁夏	3.7%	河南	5.9%	山西	7.1%
宁夏	3.2%	福建	3.6%	湖北	5.8%	西藏	7.1%
陕西	3.2%	河南	3.6%	广西	5.6%	四川	6.8%

山西	3.2%	青海	3.4%	宁夏	5.6%	湖北	6.7%
河南	2.7%	河北	3.4%	西藏	5.5%	广西	6.6%
新疆	2.6%	西藏	3.2%	内蒙古	5.4%	湖南	6.5%
吉林	2.5%	四川	3.1%	四川	5.3%	云南	6.2%
福建	2.1%	湖北	3.0%	安徽	5.3%	内蒙古	6.1%
辽宁	2.1%	重庆	2.9%	海南	5.0%	青海	6.0%
黑龙江	2.0%	广西	2.8%	山东	5.0%	海南	6.0%
广西	1.9%	海南	2.8%	青海	4.7%	广东	5.7%
广东	1.9%	安徽	2.7%	河北	4.6%	天津	5.7%
安徽	1.9%	黑龙江	2.6%	云南	4.5%	河北	5.4%
湖北	1.8%	吉林	2.6%	广东	4.4%	山东	5.2%
四川	1.8%	广东	2.4%	江苏	4.0%	江苏	4.8%
重庆	1.6%	辽宁	2.4%	黑龙江	3.8%	辽宁	4.0%
云南	1.5%	江苏	2.2%	吉林	3.4%	黑龙江	3.8%
江苏	1.2%	云南	2.0%	辽宁	3.4%	吉林	3.5%
上海	0.6%	北京	2.0%	北京	2.4%	上海	2.5%
北京	0.5%	上海	1.3%	上海	1.6%	北京	2.2%

资料来源：银保监会，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com