

吉利汽车 (0175)

品质提升助力厚积薄发

——吉利汽车首次覆盖报告

	吴晓飞 (分析师)	石金漫 (分析师)	徐伟东 (分析师)
	0755-23976003	010-59312859	021-38674744
	wuxiaofei@gtjas.com	shijinman@gtjas.com	xuweidong@gtjas.com
证书编号	S0880517080003	S0880517110001	S0880519060002

评级: 增持

当前价格 (港元): 11.06 HKD

2019.08.20

交易数据

52周内股价区间 (港元)	10.8~19.1
当前股本 (百万股)	9113.62
当前市值 (十亿港元)	100.4

本报告导读:

在近一年的行业销量增速放缓背景下,公司单车均价提升,口碑改善提升显著,背后是公司产品质量的提升及产品升级的成功。

摘要:

- 目标价 13.53 港币,首次覆盖给予公司“增持”评级。2018 年下半年乘用车行业出现销量下滑的趋势,整车股估值中枢下降至 5~7 倍,在行业萧条背景下,吉利汽车在 ASP、客户口碑端不断提升,彰显其品质提升及产品竞争力。预测 2019~2020 年 EPS 分别为 1.23、1.41 港元,参考可比公司估值给予公司 2019 年 12 倍 PE、2.8 倍 PB,对应目标价 13.86 港元。
- 三十余年积淀,厚积薄发。吉利汽车集团旗下现拥有吉利汽车品牌、领克品牌和几何品牌,拥有宝腾汽车 49.9% 的股份及全部经营管理权,以及豪华跑车品牌路特斯 51% 的股份。除 2014 年出现波动外,公司销量整体稳步增长,市占率由 2.5% 逐渐提升至 5.4% 左右。2009~2018 年公司营业总收入由 161 亿港元增长到 1219 亿港元,复合增速超过 25%;净利润由 19.04 亿港元增长到 143.27 亿港元,复合增速接近 30%。其中仅在 2014 年,吉利汽车由于若干主要出口市场的汽车销量锐减及其于中国营销的系统改革,出现了收入和利润的下滑。2018 年,随着中国乘用车市场的需求整体下跌,公司的营业收入及净利润出现了增速放缓,但仍维持在较高水平。
- 节能汽车助力公司二次腾飞。在新能源业务规划中,公司提出“蓝色吉利行动战略”和“2020 战略”,到 2020 年吉利所供车型实现 100% 新能源化,任何车型可供消费者选择燃油版或新能源版本。基于各大产品平台,吉利近两年新能源产品类别不断完善。2018~2020 年预计至少推出 15 款车型。
- 催化剂: 新车型推出。
- 风险提示: 新车型推广不及预期,毛利率水平不及预期,汇率波动导致出现外汇亏损

财务摘要 (千亿港元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	36.15	60.15	111.21	121.93	105.74	118.79	135.09
(+/-)%	38.57	77.68	72.77	14.93	-13.27	12.34	13.72
毛利润	2.23	5.44	13.40	15.36	13.33	14.84	16.70
净利润	2.70	5.72	12.72	14.33	11.13	13.68	15.75
(+/-)%	58.01	126.16	108	18.05	-22.33	14.70	15.11
PE	17	20	28	8	9	8	7
PB	1.6	2.7	7.5	2.7	2.0	2.1	2.0

目录

1. 三十余年积淀, 厚积薄发.....	3
1.1 优质资产的自主品牌汽车.....	3
1.2 费用率呈下降趋势, 利润率稳中提升.....	4
1.3 品质向上, 品牌提升, 步步为营.....	5
2. 节能汽车助力公司二次腾飞.....	7
2.1 2020 年新能源车系产品覆盖 100%.....	7
2.2 加大研发, 口碑提升迅速形成护城河.....	8
3. 盈利预测.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 吉利集团战略布局宽泛.....	3
图 2: 2009~2018 年吉利汽车年度溢利复合增速接近 30%.....	4
图 3: 公司销售费用率呈下降趋势, 好于同行业其他公司.....	4
图 4: 公司管理费用近两年不断优化下降.....	5
图 5: 公司毛利率、净利率 15 年以后逐年提升.....	5
图 6: 吉利汽车在品牌与价格带中向上突破.....	6
图 7: 吉利汽车市场份额由 2014 年的 2.5% 提升至 2018 年的 5.4%.....	6
图 8: 2018 年领克竞品多为合资品牌.....	7
图 9: 2013~2017 年吉利新能源销量快速增长.....	8
图 10: 吉利杭州湾研发中心外景.....	9
图 11: 2018 年主流乘用车单车投诉数值 TOP10.....	9
表 1: 吉利五大模块化平台.....	7
表 2: 吉利 2018~2020 年新能源车型规划.....	8
表 3: 主要财务数据摘要.....	10
表 4: 可比公司估值表.....	10

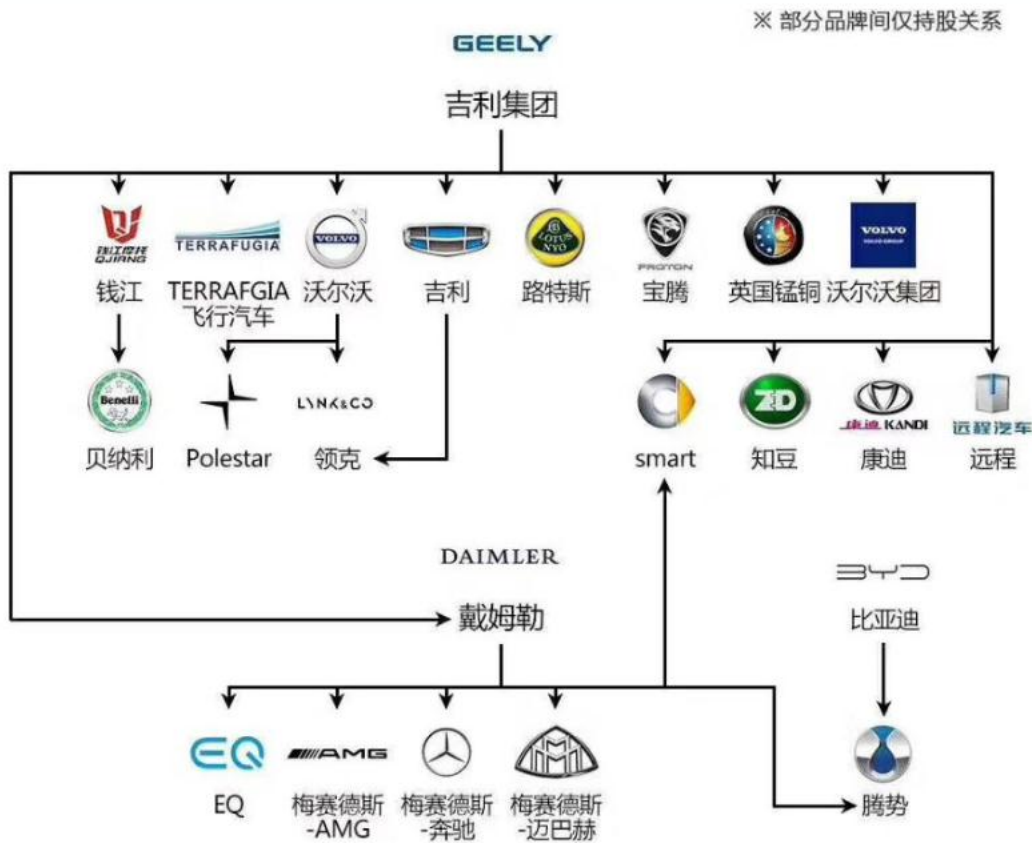
1. 三十余年积淀，厚积薄发

1.1 优质资产的自主品牌汽车

浙江吉利控股集团是中国汽车行业十强企业。1986年在台州成立，1997年进入轿车领域以来，凭借灵活的经营机制和持续的自主创新，取得了快速的发展，2003年集团管理总部迁入杭州。现已在浙江台州、宁波、湖南湘潭、四川、成都、陕西宝鸡、山西晋中、等地建有汽车整车和动力总成制造基地。

吉利汽车集团旗下现拥有吉利汽车品牌、领克品牌和几何品牌，拥有宝腾汽车 49.9% 的股份及全部经营管理权，以及豪华跑车品牌路特斯 51% 的股份。

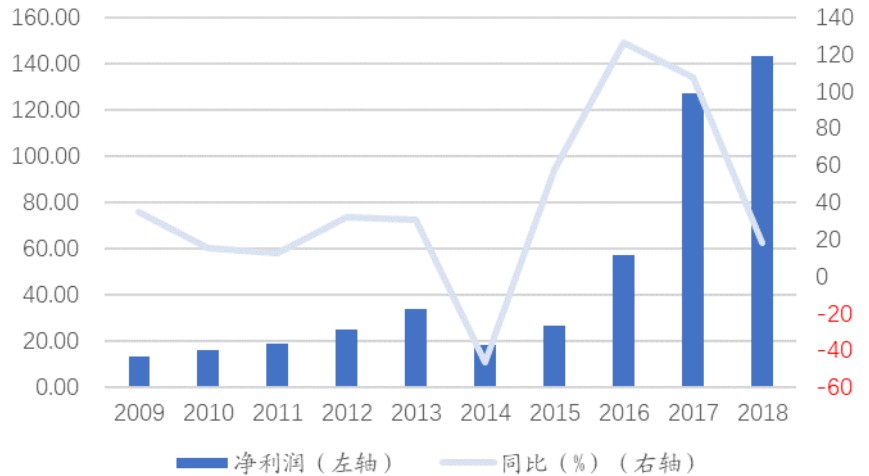
图 1: 吉利集团战略布局广泛



数据来源：车职网，国泰君安证券研究

2009~2018 年公司营业总收入由 161 亿港币增长到 1219 亿港币，复合增速超过 25%；净利润由 19.04 亿港币增长到 143.27 亿港币，复合增速接近 30%。其中仅在 2014 年，吉利汽车由于若干主要出口市场的汽车销量锐减及其于中国营销的系统改革，出现了收入和利润的下滑。2018 年，随着中国乘用车市场的需求整体下跌，公司的营业收入及净利润出现了增速放缓，但仍维持在较高水平。

图 2: 2009~2018 年吉利汽车净利润复合增速接近 30% (亿港币)

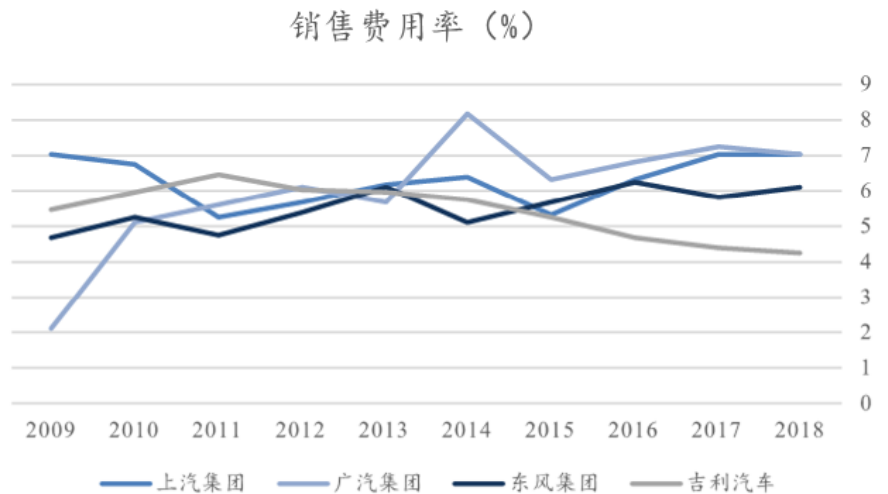


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.2 费用率呈下降趋势, 利润率稳中提升

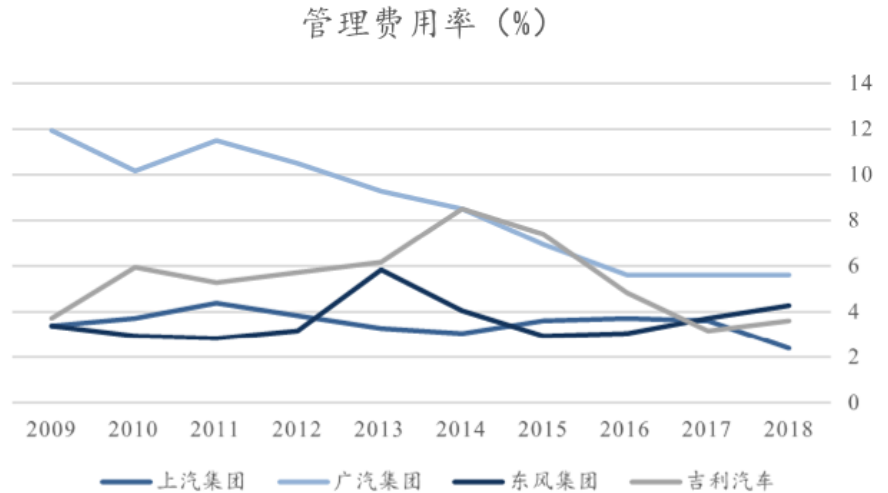
2009-2018 年公司销售费用率经过短期的增长后从 6.5% 下降到 4.2%, 在 2018 年行业销售费用率集体提升时, 吉利汽车维持了这一下降趋势; 2009-2014 年公司的管理费用率波动上升至 8.4%, 随后在 2015-2018 年期间, 由 8.4% 下降到 3.6%, 体现了公司管理效率的有效提升。

图 3: 公司销售费用率呈下降趋势, 好于同行业其他公司



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

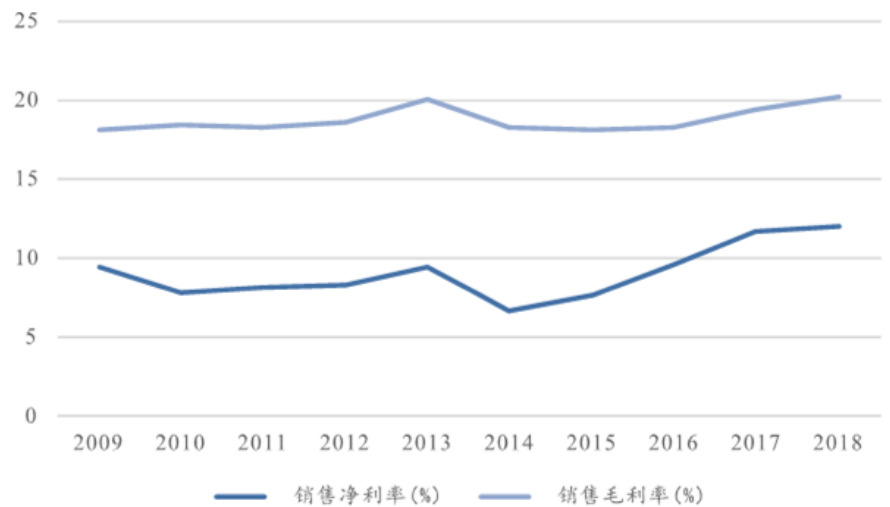
图 4: 公司管理费用近两年不断优化下降



数据来源: Wind, 公司公告, 国泰君安证券研究

2009-2018 年公司毛利率和净利率均维持在较高的水平, 虽然均曾出现短暂波动, 但随后很快恢复到了原水平并有所提升, 2018 年毛利率超过 20%, 净利率超过 11%。2014-2017 年, 净利率由 6% 大幅提升至 11%, 整体销量大幅提升且平均售价较高带动盈利能力攀升。

图 5: 公司毛利率、净利率 2015 年以后逐年提升

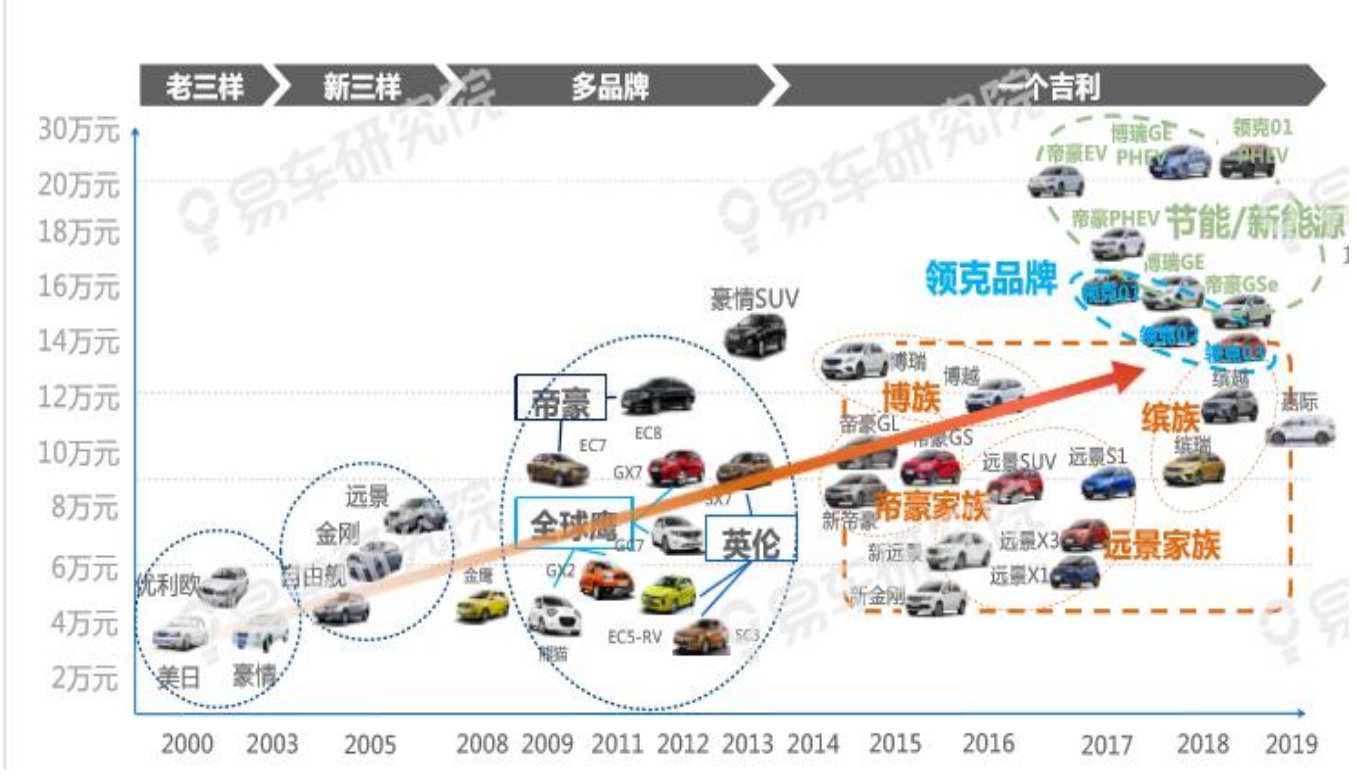


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

1.3 品质向上, 品牌提升, 步步为营

公司发展壮大的同时不断拓宽产品矩阵, 形成帝豪家族、远景家族、博族、缤族四大产品体系。在品牌升级方面, 公司 2010 年收购豪华品牌沃尔沃, 并在 2013 年建立吉利-沃尔沃联合研发中心, 提升产品竞争力。2018 年 2 月, 吉利约 90 亿美元收购戴姆勒 9.7% 股份, 成为最大股东。

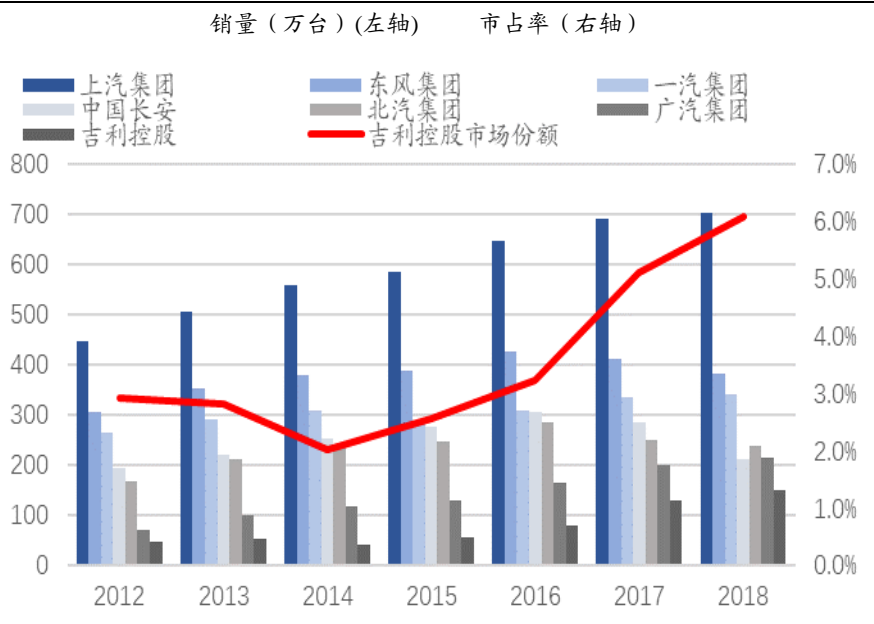
图 6: 吉利汽车在品牌与价格带中向上突破



数据来源: 易车研究院

除 2014 年出现波动外, 公司销量整体稳步增长, 市占率由 2.5% 逐渐提升至 5.4% 左右。2012 年到 2013 年, 公司市占率保持在 2.5% 左右, 但在 2014 年出现了较大幅度的下滑, 随后 2015 年到 2018 年公司销量从 56 万辆增长至 152 万辆, 市占率从 2% 增长至 5.4% 左右, 吉利控股也逐渐上升至中国前八大汽车集团之列。

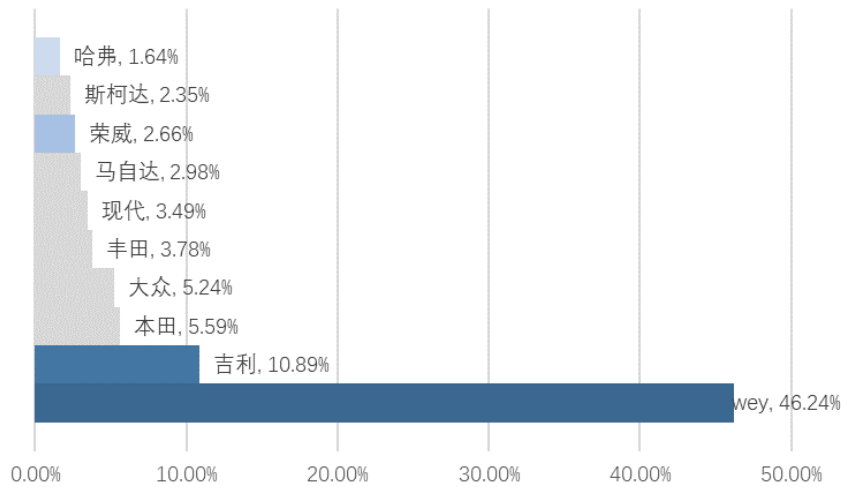
图 7: 吉利汽车市场份额由 2014 年的 2.5% 提升至 2018 年的 5.4%



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

升级品牌领克，竞品锁定国内中高端市场。根据易车大数据显示，领克品牌竞品倾向海外普通品牌，包括广本。大众、丰田、现代、马自达等。

图 8: 2018 年领克竞品多为合资品牌



数据来源：易车大数据，国泰君安证券研究

2. 节能汽车助力公司二次腾飞

2.1 2020 年新能源车系产品覆盖 100%

在新能源业务规划中，公司提出“蓝色吉利行动战略”和“20200 战略”，到 2020 年吉利所供车型实现 100% 新能源化，任何车型可供消费者选择燃油版或新能源版本。

在新能源平台规划方面，吉利目前规划五大模块化平台，分别为 AMA 模块化平台、BMA 模块化平台、CMA 模块化平台、DMA 模块化平台、PMA 模块化平台。

表 1: 吉利五大模块化平台

平台名称	平台亮点	产能规划
AMA 模块化平台	专攻新能源车型	10 万台/年
BMA 模块化平台	将与沃尔沃联合开发	30 万台/年
CMA 模块化平台	打造 LYNK&CO 品牌旗下车型	---
DMA 模块化平台	吉利专属高端车型平台，生产 B 级轿车、SUV 等	---
PMA 模块化平台	纯电动架构平台，打造 A0 级 CROSS、A 级三厢轿车和 A+ 级 SUV 等	---

数据来源：新浪汽车，国泰君安证券研究

基于各大产品平台，吉利近两年新能源产品类别不断完善。2018~2020 年预计至少推出 15 款车型。

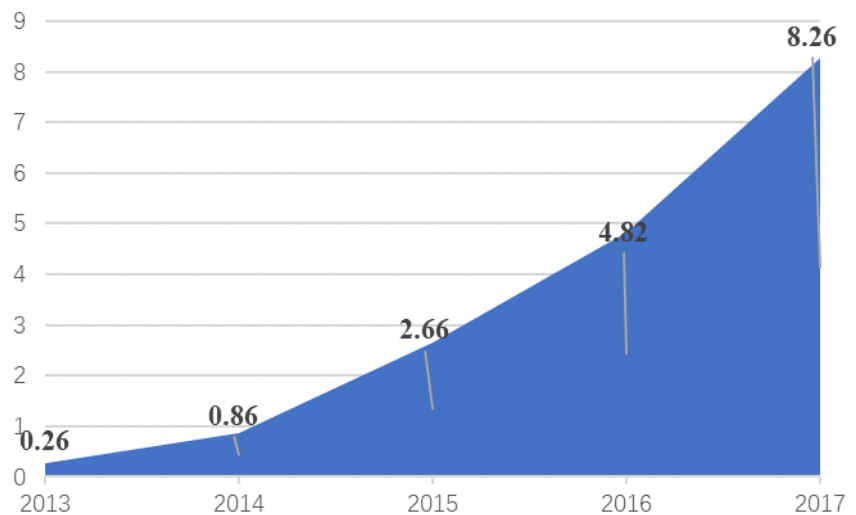
表 2: 吉利 2018~2020 年新能源车型规划

	2018	2019	2020
SUV	远景 X1 EV		
	帝豪 GS EV		
	帝豪 GS PHEV	吉利 SX11	吉利 DNL-5 PHEV
	帝豪 GS HEV	PHEV	PMA 模块化平台 A+级 SUV
	博瑞 PHEV		
轿车	领克 01 PJEV		
	帝豪 HEV	FE 平台	PMA 模块化平台 A0 级、CROSS、A 级三厢轿车等
MPV	帝豪 PHEV		
		吉利 MPV HEV	

数据来源: 盖世汽车, 国泰君安证券研究

公司新能源产品保持高速稳定的增长, 从 2013 年的 0.26 万辆提升至 2017 年的 8.26 万辆, 复合增长率达到 37%。

图 9: 2013~2017 年吉利新能源销量快速增长 (万台)



数据来源: 公司公告, 公司网站, 国泰君安证券研究 (含康迪、知豆)

全球多点研发布局, 提升产品竞争力。目前吉利拥有杭州、宁波、哥德堡和考文垂四大研发中心, 上海、巴德堡、巴塞罗那和洛杉矶四大设计中心行程全球化多点布局的研发体系。

2.2 加大研发, 口碑提升迅速形成护城河

吉利汽车研发中心一期总投资 62 亿元, 研发中心汲取了全球资源和技术, 按照国际一流的标准打造, 由整车研究院、汽车动力总成研究院、新能源汽车研究院、汽车创意设计中心构成, 拥有国内目前最先进的研发技术中心、整车试验中心、动力总成试验中心、整车试制中心及其生活配套, 集设计研发、试验试制、质量控制、供应商协同开发于一体, 具备独立的整车、发动机、变速器、电子电器的自主研发能力, 能够进行汽车关键零部件试验和总成试验, 新能源电机的性能试验、底盘耐久

试验、整车分析评价、结构研究及测量等。
 按照规划，吉利四大研发中心每年将开发 5 款新车型、3 款发动机及 3 款变速箱，规划每年整车试制 2400 台。

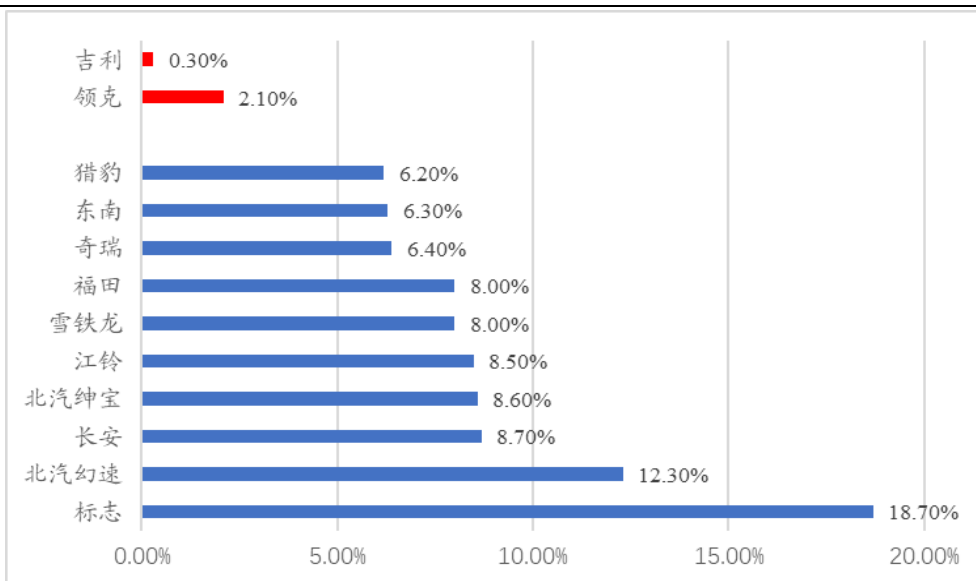
图 10: 吉利杭州湾研发中心外景



数据来源：公司官网

2018 年吉利、领克单车投诉大幅低于主流品牌，得益品质提升。2018 年主流汽车品牌单车投诉排行中，标致、幻速、长安、绅宝、江铃、雪铁龙等比较靠前，吉利与领克排名分别为 42 位和 74 位，排名相对靠后。2015~2018 年吉利销量提升是建立在产品品质与服务质量大幅提升的基础上。

图 11: 2018 年主流乘用车单车投诉数值 TOP10



数据来源：易车研究院，国泰君安证券研究

3. 盈利预测

由于 2019 年乘用车行业面临销量增速下滑 5%~13% 的压力, 并且下行压力较大的区间多为自主品牌聚集的三四五线城市等, 我们预计 2019 年吉利汽车销量在 120~150 万辆, 同比-20%~0%。2019 年上半年, 公司单车均价由 2015 年的 6-7 万元提升至 11~13 万元, 由于领克品牌处于开拓期, 随着后续车型丰富销量爬坡可期, 未来随着公司新能源销量占比提升、高端品牌销量的增长, 公司单价及毛利率待行业回暖时仍将逐步改善。我们预测 2019-2021 年公司归母净利润为 111.3/136.8/157.5 亿港元。

表 3: 主要财务数据摘要

财务摘要 (十亿港元)	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	36.15	60.15	111.21	121.93	105.74	118.79	135.09
(+/-)%	38.57	77.68	72.77	14.93	-13.27	12.34	13.72
毛利润	2.23	5.44	13.40	15.36	13.33	14.84	16.70
净利润	2.70	5.72	12.72	14.33	11.13	13.68	15.75
(+/-)%	58.01	126.16	108	18.05	-22.33	14.70	15.11
PE	17	20	28	8	9	8	7
PB	1.6	2.7	7.5	2.7	2.0	2.1	2.0

数据来源: 国泰君安证券研究

1. PE 估值法

同市场相关公司 2019 年平均市盈率为 6 倍, 2020 年为 5 倍。吉利汽车现价对应 2019 年 9 倍 PE, 2020 年 7 倍 PE, 由于公司销量弹性较大, 后续成长空间清晰, 可给予一定估值溢价, 并且参考相关公司估值, 给予吉利汽车 2019 年 12 倍 PE, 对应目标价 14.76 港元。

表 4: 可比公司估值表

2019-8-19	名称	收盘价 (港元)	总市值 (亿港元)	PB	PE			EPS		
					18A	19E	20E	18A	19E	20E
2238HK	广汽集团	7.50	1106	0.85	6	6	5	1.22	1.21	1.34
1958HK	北京汽车	4.49	362	0.63	7	6	6	0.63	0.71	0.71
1114HK	华晨中国	7.48	380	1.10	5	5	4	1.32	1.54	1.75
	平均			0.86	6	6	5	1.05	1.15	1.27
0175HK	吉利汽车	11.06	1015	2.0	7	9	8	1.56	1.23	1.41

数据来源: 除吉利汽车以外, 其他公司盈利预测来自 wind 一致预期

2. PB 估值法

公司 2016~2018 年每股净资产分别为 3.84/4.35/5 元, 我们预测公司 2019-2021 年每股净资产分别为 4.63/5.24/5.76 元, 当前行业 PB 平均值为 0.86 倍, 给予公司 2019 年 2.8 倍 PB, 对应股价为 12.96 元。

综合两种估值方法考虑, 取平均值给予吉利汽车目标价 13.86 元。

4. 风险提示

1. 新车型销量不达预期。受品牌偏好、产品价格、竞品竞争等因素影响，新车型销量可能会出现不达预期的情况。
2. 汇兑损失影响超预期。由于近来人民币汇率波动大，可能引起汇兑损失影响超预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		