

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

吉利汽车 (175 HK)

11月销量保持正增长，低端车型受惠旺季效应

- 11月销量同比增长1%，增速维持正增长符合预期
- 终端价格偏弱，领克还在蓄力期，明年新车型推动总销量恢复增长
- 基于边际改善的交易性机会12月后接近尾声，维持中性评级

11月销量保持正增长，低端车显著受益旺季效应

1) 总销量情况：公司11月销量为14.3万辆，同比增长1%，环比增长10%。销量连续两个月正增长符合我们此前预期。1-11月累计销量123.1万辆，同比减少13%，完成全年目标136万辆的91%。去年12月公司因控制库存销量急刹车，销量仅9.3万辆。因同比基数低，预计公司12月销量同比增长五成以上，公司全年销量137万辆左右，有望略超目标销量。2) 销量结构：按月环比增长1.3万辆的车型中，以远景系列为主的低端车型贡献度较大，远景X3/远景S1/新远景/远景SUV等合计增量6.8千辆，同比增长24%，占月总增量超过一半，反映了低端车销售的季节性特征，即在旺季末期销量增速较快。3) 重点车型：博越/缤瑞/缤越销量为2.2万辆/8.2千辆/1.3万辆，帝豪EC7/帝豪GS/帝豪GL为1.7万辆/1.4万辆/6.8千辆，保持环比低个位数增长。领克品牌销量1.4万辆，同比/环比均增长约1%。

终端定价偏弱，领克仍在蓄力，新车型助力明年销售恢复

1) 终端市场：我们12月上旬的渠道调研显示，公司主力车型终端折扣率与上月接近，环比未见收窄，仍然处于较高的水平，该趋势与我们关于行业需求疲软的预判一致。2) 高端产品：领克品牌代表吉利产品线向上突破的方向(售价15万元人民币以上)，对公司长期发展趋势至关重要，但旗下三款车仍没有单车月销量过万辆。从结构看，领克01(15-20万元人民币)占比过半，反映合资品牌产品线向下延伸，新兴中国品牌崛起的难度加大。目前看领克向上突破趋势仍不明朗，尚需更长时间检验其竞争力。3) 明年产品线：预计明年行业环境仍是存量竞争为主导，公司已经建立体系竞争力，有充足资源应对行业逆风，公司计划推出6款以上新车型，更新部分老化的产品线，乐观预计推动销量双位数增长。

维持中性评级和目标价16.2港元

维持目标价16.2港元，估值为11.7x FY20E P/E，相对历史平均(10.7x)溢价10%。最近三个月公司股价从最低点反弹近五成，已充分反映四季度销量跌幅逐步收窄的边际改善效应，当前估值11.1x FY20E P/E基本合理，维持中性评级。预计12月后基于边际改善的交易性机会接近尾声，市场重新关注跨年度成长的机会。虽然公司销量明年有望恢复增长，但在存量竞争格局下，其盈利弹性与2016-17年的产品强周期相比则相对有限。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	92,761	106,595	100,570	115,687	128,471
同比增长	72.7%	14.9%	-5.7%	15.0%	11.1%
净利润	10,634	12,553	9,002	11,376	12,587
同比增长	108.0%	18.1%	-28.3%	26.4%	10.6%
每股盈利(元)	1.16	1.37	0.98	1.24	1.37
每股股息(元)	0.26	0.31	0.22	0.28	0.31
市盈率(x)	11.9	10.1	14.1	11.1	10.1
市净率(x)	3.6	2.8	2.5	2.1	1.8
ROE	30.9%	27.9%	17.4%	18.6%	17.9%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

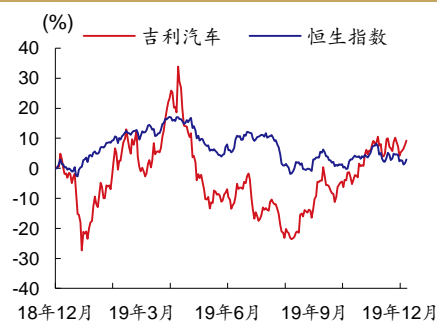
最新变动

11月销量同比增长1%

中性

前次评级	中性
股价	HKD15.4
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HKD16.2 (+5%)
前次目标价:	HKD16.2

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
175 HK	0.1	25.8	4.8
恒生指数	(4.3)	(1.7)	1.3

行业：汽车汽配

恒生指数	26,498
国企指数	10,407

重要数据

52周股价区间(港元)	10.08-19.14
港股市值(百万港元)	140,477
日均成交量(百万股)	59.57
每股净资产(港元)	5.15

主要股东

吉利控股	43%
总股数(百万股)	9,174
自由流通股	57%

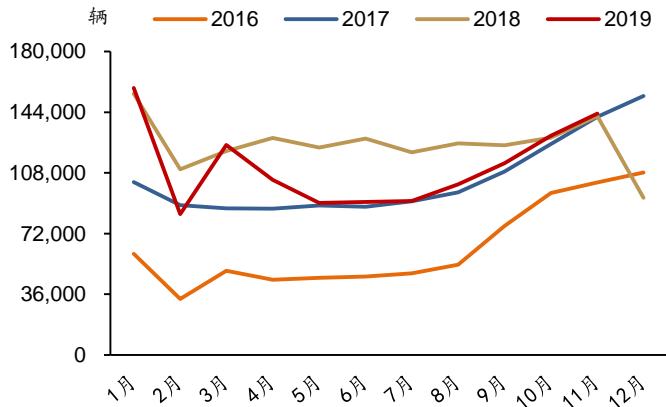
资料来源：贝格数据

相关报告

- 吉利汽车(175 HK) - 销量增速转正符合预期，边际改善效应已消化(2019/11/7)
- 吉利汽车(175 HK) - 九月销量跌幅收窄，但终端需求仍偏弱(2019/10/11)
- 吉利汽车(175 HK) - 产品周期受制于需求疲弱(2019/8/22)
- 吉利汽车(175 HK) - 投资者日记要：依托平台化优势，坚守产品线向上突破路线(2019/5/20)

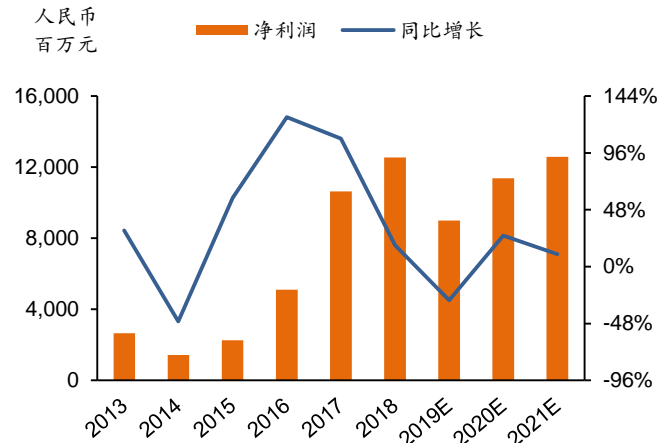
重点图表

图1: 公司汽车月销量



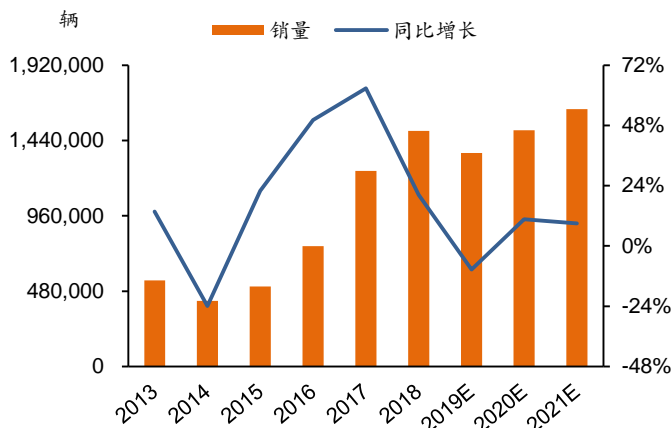
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润预测



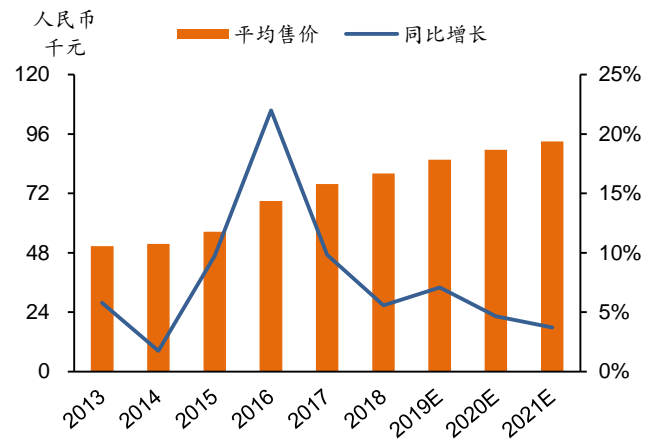
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量增长预测



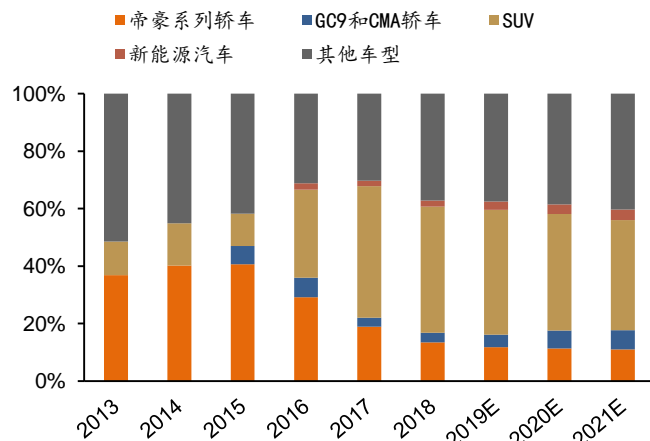
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车销售平均售价持续上升



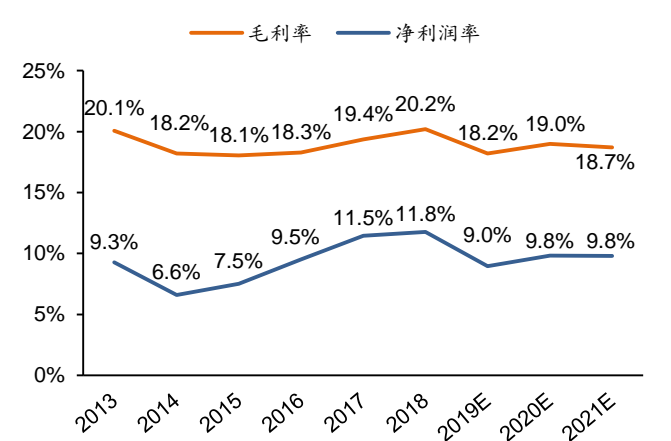
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司高端车型占总销量比重上升



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		净负债率(%) 2018
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
汽车制造商																	
华晨中国	1114 HK	买入	8.6	10.3	19%	5,574	5.9	5.3	1.1	1.0	0.4	0.5	18.7	18.2	1.3	1.3	10.7
吉利汽车	175 HK	中性	15.4	16.2	5%	17,983	14.1	11.1	2.5	2.1	-0.5	0.4	17.4	18.6	1.6	2.1	-22.6
长城汽车	2333 HK	中性	5.9	6.0	2%	10,028	9.9	9.0	0.9	0.8	-1.4	0.9	8.8	9.2	5.1	5.7	15.5
比亚迪股份	1211 HK	未评级	37.2	n.a	n.a	15,642	43.9	34.2	1.6	1.6	-1.9	1.2	3.7	4.3	0.4	0.5	91.3
广州汽车	2238 HK	未评级	8.9	n.a	n.a	15,398	10.2	8.4	1.0	0.9	-0.3	0.4	10.3	11.4	3.8	4.2	-21.1
潍柴动力	2338 HK	未评级	14.3	n.a	n.a	15,531	10.6	10.7	2.3	2.1	2.2	n.a	22.7	19.7	3.8	3.7	34.2
东风集团	489 HK	未评级	7.5	n.a	n.a	8,306	4.3	4.1	0.4	0.4	-4.0	1.1	10.9	10.3	4.8	5.0	13.5
庆铃汽车	1122 HK	未评级	1.9	n.a	n.a	601	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-71.3
平均*							9.2	8.1	1.4	1.2	-0.6	0.6	14.8	14.6	3.4	3.7	-5.9
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	29.0	31.2	8%	8,434	14.6	12.0	2.9	2.6	1.0	0.6	19.8	21.3	1.4	1.7	105.0
正通汽车	1728 HK	买入	2.5	2.8	11%	794	5.8	5.1	0.4	0.4	-0.3	0.4	7.2	7.6	3.8	4.3	148.1
和谐汽车	3836 HK	中性	3.5	3.1	-10%	697	8.5	7.8	0.6	0.6	n.a	n.a	7.6	7.8	2.9	3.2	10.4
永达汽车	3669 HK	未评级	5.7	n.a	n.a	1,338	6.1	5.0	0.9	0.8	0.4	0.2	17.1	18.9	5.4	6.7	119.0
美东汽车	1268 HK	未评级	9.2	n.a	n.a	1,357	18.4	13.9	5.2	4.1	0.6	0.4	32.1	33.9	2.1	2.7	51.6
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.4	n.a	n.a	512	5.7	4.7	0.5	0.4	1.2	0.2	8.4	9.2	1.6	2.3	103.5
平均							9.9	8.1	1.8	1.5	0.6	0.4	15.4	16.4	2.9	3.5	89.6
汽车零部件																	
福耀玻璃	3606 HK	买入	22.9	29.0	27%	7,780	15.5	12.5	2.4	2.1	-0.8	0.5	15.2	16.6	3.0	3.6	14.4
敏实集团	425 HK	买入	27.7	34.1	23%	4,077	15.1	12.9	2.0	1.8	1.0	0.7	13.3	14.1	2.7	3.2	-3.2
耐世特	1316 HK	未评级	6.9	n.a	n.a	2,205	8.3	7.5	1.2	1.0	-0.3	0.7	15.3	15.0	2.8	3.0	-17.1
平均							13.0	11.0	1.8	1.6	0.0	0.6	14.6	15.2	2.8	3.3	-2.0
整体平均*							10.2	8.7	1.6	1.4	0.0	0.5	15.0	15.5	3.1	3.5	30.7

收盘价截至2019年12月6日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; *注: 汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	53,008	42,785	41,137	49,378	57,657
现金及现金等价物	13,415	15,737	15,518	19,961	24,979
限制性银行存款	36	19	19	19	19
贸易应收款项	33,478	22,865	21,573	24,815	27,557
存货	6,027	4,097	3,959	4,511	5,027
其他流动资产	52	67	69	71	73
非流动资产	31,973	48,676	55,525	62,169	68,605
物业、工厂及设备	14,053	23,423	24,176	24,760	25,173
租赁土地及土地使用权	2,124	3,268	3,381	3,492	3,602
无形资产	10,552	14,993	19,458	23,890	28,286
对合营公司投资	4,436	5,918	7,400	8,882	10,364
其他非流动资产	808	1,074	1,109	1,145	1,180
总资产	84,981	91,461	96,662	111,547	126,262
流动负债	49,902	43,760	42,164	47,632	52,841
贸易应付款项	47,533	41,438	40,036	45,620	50,844
当期所得税负债	1,073	947	679	858	950
短期贷款	1,296	1,375	1,448	1,153	1,048
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	268	2,326	2,326	2,326	2,326
借款	-	-	-	-	-
应付债券	-	2,048	2,048	2,048	2,048
递延所得税负债	268	278	278	278	278
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债合计	50,170	46,086	44,489	49,958	55,167
发行股本	164	164	164	164	164
其他储备	34,303	44,780	51,513	60,840	70,255
股东应占权益	34,467	44,944	51,678	61,005	70,420
少数股东权益	344	431	495	585	675
总权益	34,811	45,375	52,173	61,589	71,095
负债及权益合计	84,981	91,461	96,662	111,547	126,262

现金流量表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	11,994	13,925	10,222	14,074	15,190
税前盈利	12,774	14,959	10,727	13,557	14,999
折旧摊销	1,938	2,413	2,168	2,374	2,581
营运资金变动	(510)	(619)	29	1,789	1,965
已付所得税	(1,759)	(2,621)	(1,879)	(2,375)	(2,628)
其他经营活动	(449)	(207)	(823)	(1,270)	(1,727)
投资活动现金流	(11,911)	(11,319)	(7,500)	(7,500)	(7,500)
资本支出	(7,402)	(7,344)	(7,322)	(7,322)	(7,322)
收购资产	-	-	-	-	-
投资变动	(3,750)	(98)	-	-	-
其他投资活动	(760)	(3,877)	(178)	(178)	(178)
筹资活动现金流	(1,685)	(306)	(2,941)	(2,130)	(2,672)
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	1,122	79	73	(295)	(105)
已付股息	(960)	(2,161)	(2,868)	(2,057)	(2,599)
其他融资活动	(1,847)	1,776	(146)	222	32
现金净增加额	(1,602)	2,300	(220)	4,444	5,018
汇率变动影响	(29)	23	-	-	-
期末现金及现金等价物	13,415	15,737	15,518	19,961	24,979

利润表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	92,761	106,595	100,570	115,687	128,471
销售成本	(74,779)	(85,082)	(82,204)	(93,669)	(104,394)
毛利	17,981	21,513	18,367	22,019	24,077
分销成本	(4,056)	(4,523)	(4,224)	(4,859)	(5,396)
行政开支	(2,923)	(3,777)	(5,029)	(5,784)	(6,424)
财务费用	(35)	79	75	86	95
其他收入净额	1,201	1,222	790	911	1,013
运营利润	12,169	14,514	9,979	12,372	13,366
联营公司投资收益	39	(60)	(30)	36	42
合营企业投资收益	3	505	778	1,148	1,591
出售附属公司收益	563	-	-	-	-
税前利润	12,774	14,959	10,727	13,557	14,999
应交所得税	(2,039)	(2,285)	(1,638)	(2,070)	(2,291)
本年利润	10,735	12,674	9,089	11,486	12,708
少数股东收益	(102)	(121)	(87)	(110)	(122)
股东应占利润	10,634	12,553	9,002	11,376	12,587
每股收益 (人民币元)	1.16	1.37	0.98	1.24	1.37

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	72.7%	14.9%	-5.7%	15.0%	11.1%
营业利润	108.4%	19.3%	-31.3%	24.0%	8.0%
净利润	108.0%	18.1%	-28.3%	26.4%	10.6%
获利能力					
毛利率	19.4%	20.2%	18.3%	19.0%	18.7%
经营利润率	13.1%	13.6%	9.9%	10.7%	10.4%
净利率	11.5%	11.8%	9.0%	9.8%	9.8%
ROE	30.9%	27.9%	17.4%	18.6%	17.9%
ROA	12.5%	13.7%	9.3%	10.2%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	59.0%	50.4%	46.0%	44.8%	43.7%
净负债比例	-35.2%	-32.0%	-27.2%	-30.8%	-34.0%
流动比率	1.06	0.98	0.98	1.04	1.09
速动比率	0.94	0.88	0.88	0.94	1.00
营运能力					
资产周转天数	300	302	341	328	338
存货周转天数	22	22	18	17	17
应收账款周转天数	123	96	81	73	74
应付账款周转天数	213	191	181	167	169
每股资料 (人民币)					
每股收益	1.16	1.37	0.98	1.24	1.37
每股现金	1.50	1.72	1.69	2.18	2.72
每股净资产	3.84	4.90	5.63	6.65	7.68
每股派息	0.26	0.31	0.22	0.28	0.31
估值比率					
P/E	11.9	10.1	14.1	11.1	10.1
P/B	3.6	2.8	2.5	2.1	1.8

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828