

吉利汽车 (00175.HK)

自主龙头，开启 4.0 新时代

自主龙头，深耕乘用车二十载：公司专注于乘用车的研发、制造以及销售。旗下目前两大品牌，吉利汽车主打经济性市场，领克主打中高端市场。2018 年的累计销量超越 150 万辆，市占率 6.2%，是当之无愧的自主龙头。控股母公司汽车行业多方布局，旗下还拥有沃尔沃、莲花及宝腾等知名汽车品牌，同时直接持有戴姆勒和 Volvo AB 股份，是单一持股数最大股东。

行业集中度提升，龙头公司更具弹性：短期消费税透支改善，中长期进入稳定增长期，未来复合增速 3%-5%。在行业整体增速放缓、整合加剧。2018 年轿车/SUV 行业 CR5 分别为 54.36%、37.36%，较最低点提升 17、5 PCT。龙头企业积淀深厚，技术实力、品牌力、新车发布力度与合资品牌差距不断减小，较其他品牌优势明显。未来伴随行业复苏，弹性更足。

规模化整车平台确保公司核心竞争力：模块化整车平台研发壁垒高，而旗下车型凭借高零部件通用率，采购成本及发布密度均高于一般生产线，已成为一流车企的核心竞争力。吉利凭借 CEVT 研发中心，实现沃尔沃的技术导入，目前公司的 CMA/BMA/PMA 平台布局清晰，实力稳居自主龙头，目前新发布的领克系列、缤系列、星越等均为平台产品，未来随着车型进一步换代，公司规模效应将日益显著，产品密度及成本优势将确保公司的领先地位。

领克发力，带来公司品牌二次跃升：领克得沃尔沃技术真传，凭借过硬的产品质量与“都市美学”的差异化市场定位，迅速占领市场，实现公司品牌升级过程中的量价齐升。销量上，领克占比从 3.91%持续提升至 8.71%，为公司带来高端市场增量。价格上，领克改善公司销售结构，2018 年提升平均单车售价 6.92%。预计 2019 年领克仍将快速成长，成为公司重要增长点。

盈利预测与估值。预计公司 2019 年在中性假设条件下销量为 158 万辆（含领克）。预计公司 19-21 年净利润分别为 112/135/164 亿元，对应 PE 分别为 9.5/7.9/6.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行；市场需求低于预期；新品销量低于预期

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	92,959	106,839	105,157	125,216	143,888
增长率 yoy (%)	72.8%	14.9%	-1.6%	19.1%	14.9%
归母净利润（百万元）	10,750	12,767	11,198	13,479	16,391
增长率 yoy (%)	108.0%	18.1%	-11.1%	20.4%	21.6%
EPS 最新摊薄（元/股）	1.18	1.41	1.23	1.48	1.81
净资产收益率 (%)	31.2%	28.4%	19.9%	19.4%	19.1%
P/E (倍)	9.9	8.3	9.5	7.9	6.5
P/B (倍)	3.09	2.37	1.90	1.53	1.24

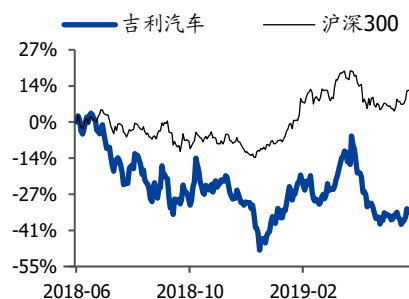
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	
最新收盘价	13.42
总市值(百万元)	55,293.95
总股本(百万股)	4,120.26
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 程似骐

执业证书编号：S0680519050005

邮箱：chengsiqi@gszq.com

研究助理 李若飞

邮箱：liruofei@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	53008	42785	54119	74707	97751
现金	13415	15737	27497	43006	61322
应收账款	29492	18095	17810	21208	24370
其他应收款	4039	4837	4760	5669	6514
预付账款	-	-	-	-	-
存货	6027	4097	4033	4802	5518
其他流动资产	36	19	19	23	26
非流动资产	31973	48676	47895	49208	50399
长期投资	4827	6322	6223	7410	8515
固定投资	14053	23423	23159	22899	22641
无形资产	10568	15020	14663	14315	13975
其他非流动资产	2525	3911	3850	4584	5268
资产总计	84981	91461	102014	123914	148149
流动负债	49902	43760	43071	51287	58935
短期借款	1296	1375	1353	1612	1852
应付账款	31639	27281	26852	31974	36742
其他流动负债	16967	15104	14866	17702	20341
非流动负债	268	2326	2294	2678	3036
长期借款	0	2048	2016	2400	2758
其他非流动负债	268	278	278	278	278
负债合计	50170	46086	45365	53966	61971
少数股东权益	344	431	113	136	166
股本	164	164	164	164	164
资本公积	6641	6692	6692	6692	6692
留存收益	27785	38119	49317	62796	79188
归属母公司股东收益	34467	44944	56142	69621	86012
负债和股东权益	84981	91461	101620	123723	148149

现金流表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	11994	13925	16260	21861	24495
净利润	10634	12553	11198	13479	16391
折旧摊销	1938	2413	2481	2435	2390
财务费用	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-
营运资金变动	-510	-619	-242	2879	2680
其他经营现金流	-68	-422	2823	3067	3033
投资活动净现金流	-11911	-11319	-4193	-6248	-6090
资本支出	7642	7523	1861	1826	1793
长期投资	-7628	-7502	-1861	-1826	-1793
其他投资现金流	-11897	-11297	-4193	-6248	-6090
筹资活动净现金流	-1685	-306	-308	-103	-88
短期借款	1296	1927	-22	258	240
长期借款	2208	0	32	-385	-358
普通股增加	314	36	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-5503	-2269	-318	23	29
现金净增加额	-1631	2323	11760	15509	18317

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	92959	106839	105157	125216	143888
营业成本	74779	85082	85703	102051	116549
营业税金及附加	-	-	-	-	-
营业费用	4056	4523	4417	5134	5756
管理费用	2923	3777	3680	4257	4748
财务费用	35	-79	-105	-150	-201
资产减值损失	-	-	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-	-
营业利润	11166	13536	11462	13924	17036
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1806	1667	1845	2094	2442
利润总额	12972	15203	13307	16018	19479
所得税	-2039	-2285	-1996	-2403	-2922
净利润	10934	12918	11311	13615	16557
少数股东收益	102	121	113	136	166
归属母公司净利润	10750	12767	11198	13479	16391
EBITDA	14733	17283	15683	18303	21668
EPS (元/股)	1.18	1.41	1.23	1.48	1.81

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	72.8%	14.9%	-1.6%	19.1%	14.9%
营业利润 (%)	130.9%	21.2%	-14.1%	21.5%	22.4%
归属母公司净利润 (%)	108.0%	18.1%	-11.1%	20.4%	21.6%
盈利能力					
毛利率 (%)	19.4%	20.2%	18.5%	18.5%	19.0%
净利率 (%)	11.5%	11.8%	10.6%	10.8%	11.4%
ROE (%)	31%	28%	20%	19%	19%
ROIC (%)	31%	27%	19%	19%	18%
偿债能力					
资产负债率 (%)	59%	50%	44%	44%	42%
净负债比率 (%)	-35%	-27%	-43%	-56%	-66%
流动比率	1.1	1.0	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.9	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	3.3	4.5	5.9	6.4	6.3
应付账款周转率	3.4	3.6	3.9	4.3	4.2
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	1.18	1.41	1.23	1.48	1.81
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.18	0.26	1.30	1.71	2.02
每股净资产 (最新摊薄)	3.80	4.95	6.18	7.67	9.47
估值指标 (倍)					
P/E	9.9	8.3	9.5	7.9	6.5
P/B	3.09	2.37	1.90	1.53	1.24
EV/EBITDA	6.35	5.41	5.19	3.62	2.23

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、吉利汽车：最具成长性的自主龙头	5
1.1 逐步成长为跨国巨头	5
1.2 两大乘用车品牌并行，深耕细分市场	6
1.3 销量增长迅速，市占率稳步提升	7
1.4 业绩优异，10年归母净利润 GAGR 30.5%	10
二、行业层面，边际改善，龙头公司更具弹性	11
2.1 短期边际有望改善，行业进入稳定增长期	11
2.2 竞争加剧，行业加速向头部集中	12
2.3 未来自主品牌两极分化，强者恒强	14
2.4 新能源汽车门槛提高	16
三、规模化整车平台，公司未来的核心优势	18
3.1 模块化整车平台已成为车企竞争的核心实力	18
3.2 一流车企积淀深厚，平台实力带来强大的竞争优势	19
3.3 吉利 CMA 及其衍生平台蜕变自沃尔沃，稳居自主实力龙头	21
四、领克发力，带来品牌第二次跃升	22
4.1 得沃尔沃真传，技术实力深厚	22
4.2 “都市美学”品牌定位，贴合中国年轻人市场	24
4.3 未来领克有望提升吉利品牌，量价齐升	24
五、新车周期开启，打开成长新空间	25
5.1 新车周期已至，填补空缺市场	25
5.2 加码新能源，打开广阔市场	26
盈利预测与估值	29
风险提示	32

图表目录

图表 1: 吉利控股自成立以来快速的发展	5
图表 2: 集团下设多个汽车业务板块	5
图表 3: 上市公司包含吉利和领克两个乘用车品牌	6
图表 4: 吉利汽车目前在售车型	7
图表 5: 公司 SUV 贡献主要销量增速	7
图表 6: 公司轿车及 SUV 销量均高于行业增速	7
图表 7: 公司市占率稳步提升	8
图表 8: 公司轿车各车型销量 (辆)	8
图表 9: 2012-2018 年公司 SUV 各车型销量 (辆) 对比	9
图表 10: 吉利整车产能布局	9
图表 11: 吉利集团整车产能释放迅速	10
图表 12: 2007-2018 年公司营业收入快速增长	10
图表 13: 2007-2018 年公司扣非归母净利润不断增厚	10
图表 14: 公司毛利率及净利率	11
图表 15: 公司单车出厂均价	11
图表 16: 我国车市增长率受到购置税影响显著	11
图表 17: 中国汽车千人保有量不及欧美 1/3	12

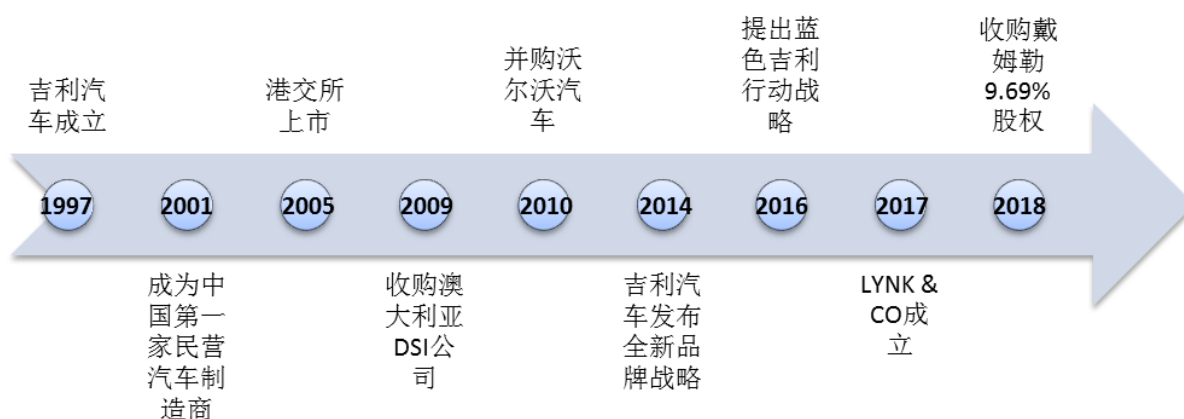
图表 18: 汽车内需峰值将达到或超过 4200 万辆	12
图表 19: 各自主品牌市占率, 龙头占比持续提升	13
图表 20: 乘用车各系品牌占比	13
图表 21: 各自主品牌市占率, 龙头占比持续提升	14
图表 22: 各品牌百车故障数 (PPH, 2018 年 09 月-2019 年 02 月)	14
图表 23: 排名较高车型百车故障数 (A 级轿车)	15
图表 24: 排名较高车型百车故障数 (SUV)	15
图表 25: 部分自主品牌 2019 年新车计划	15
图表 26: 新能源汽车销量 (万辆)	16
图表 27: 乘用车 A 级车占比提升	16
图表 28: 2018 年各车企新能源乘用车销量	17
图表 29: 2018 年各车企新能源乘用车市占率	17
图表 30: 新能源轿车 2018 年销量排名	17
图表 31: 2019 年新能源补贴政策对比	18
图表 32: 模块化开发, 缩短产品开发周期, 提升车型密度	18
图表 33: 大众模块化平台	18
图表 34: 行业模块化发展趋势	19
图表 35: 模块化整车平台能够实现零部件的高通用率	19
图表 36: 外资车企主流平台	20
图表 37: 行业模块化发展趋势	21
图表 38: 大众汽车模块化整车平台研发趋势	21
图表 39: 公司未来平台布局	22
图表 40: 公司收购沃尔沃梳理	23
图表 41: CEVT 工作范畴	23
图表 42: CEVT 产品研发平台结构	23
图表 43: 领克目前已上市车型	24
图表 44: 线上销售渠道“领克空间”	24
图表 45: 线下经销商布局	24
图表 46: 领克在吉利销售中, 占比持续提升	25
图表 47: 公司新车发布数量	25
图表 48: 公司 2019 年 1 月推出首款 MPV 嘉际	26
图表 49: 星越基于吉利和沃尔沃联合研发的 CMA 架构打造而来	26
图表 50: 公司新能源布局	26
图表 51: 公司新能源汽车销量	27
图表 52: 吉利汽车 (杭州湾) 研发中心一期项目 (已启用)	28
图表 53: 吉利汽车项目群在宁波杭州湾动工项目	28
图表 54: 公司目前新能源车型	28
图表 55: 吉利新能源旗下第一款车型“几何 A”	29
图表 56: 2018H2 收入推测检验	30
图表 57: 中性假设下吉利汽车 2018H2 销量价格预测	31
图表 58: 丰田汽车历史估值与增速对比	31
图表 59: 丰田汽车历史估值与毛利率对比	31

一、吉利汽车：极具成长性的自主龙头

1.1 逐步成长为跨国巨头

浙江吉利控股集团成立于1986，并于1997进入汽车领域，是目前中国汽车行业十强企业。集团总部设在杭州，旗下拥有沃尔沃汽车、吉利汽车、领克汽车、Polestar、宝腾汽车、路特斯汽车、伦敦电动汽车、进程新能源商用车等汽车品牌。此外，2018年2月，吉利控股通过二级市场收购了戴姆勒公司9.69%的股权，由此成为了戴姆勒公司第一大股东。同时公司在2017年收购沃尔沃集团8.2%股权，为公司第一大股东，并具有15.6%的投票权。

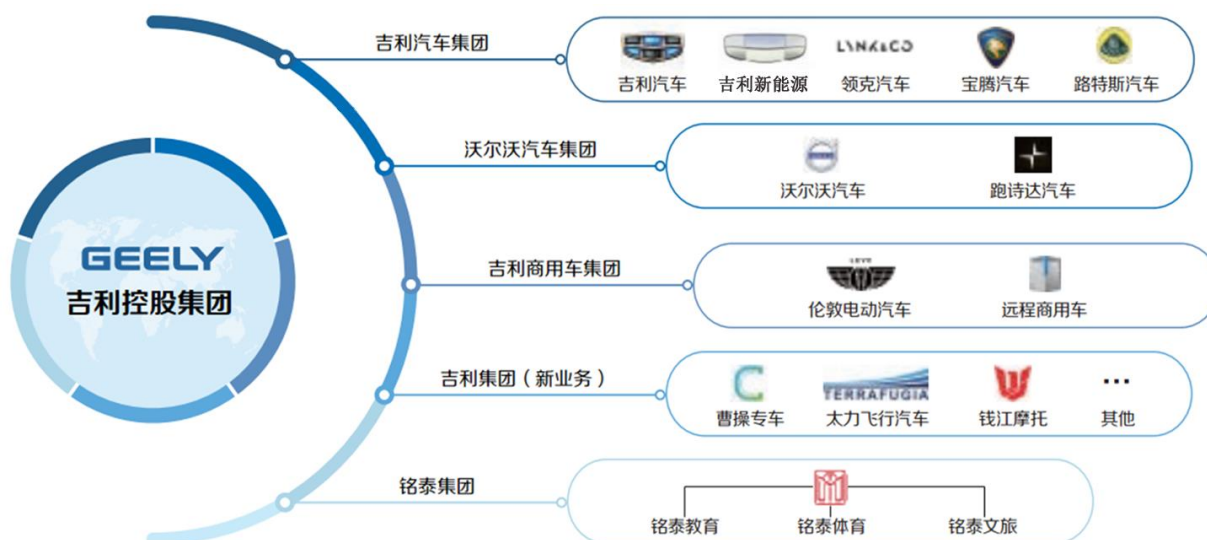
图表1：吉利控股自成立以来快速发展



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

吉利汽车控股有限公司（0175.hk）为集团旗下上市资产，专注于乘用车的研发、制造以及销售，产品主要在中国市场销售，并于过去几年通过出口将产品销售扩展到其他20个海外市场，主要位于中东、欧洲及非洲的发展中国家。

图表2：集团下设多个汽车业务板块



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2 两大乘用车品牌并行，深耕细分市场

上市公司目前两大品牌并行。上市公司吉利汽车旗下目前 2 个品牌，其中吉利汽车主打经济性市场，与沃尔沃的合资品牌领克，主打中高端市场。

- **吉利汽车**是上市公司的自主品牌，产品涵盖轿车、SUV、MPV 等市场，主要产品包括吉利金刚、远景系列、帝豪系列、博越、缤瑞、缤越等。
- **领克**是由吉利汽车、吉利控股与沃尔沃合资成立的自主高端品牌，旗下车型由吉利汽车与沃尔沃汽车联合开的 CMA 中级车基础模块架构建立。2017 年 11 月 28 日旗下第一款车型领克 01 上市，此后逐渐丰富，目前车型有领克 01 新能源、领克 02、领克 03。

图表 3: 上市公司包含吉利和领克两个乘用车品牌

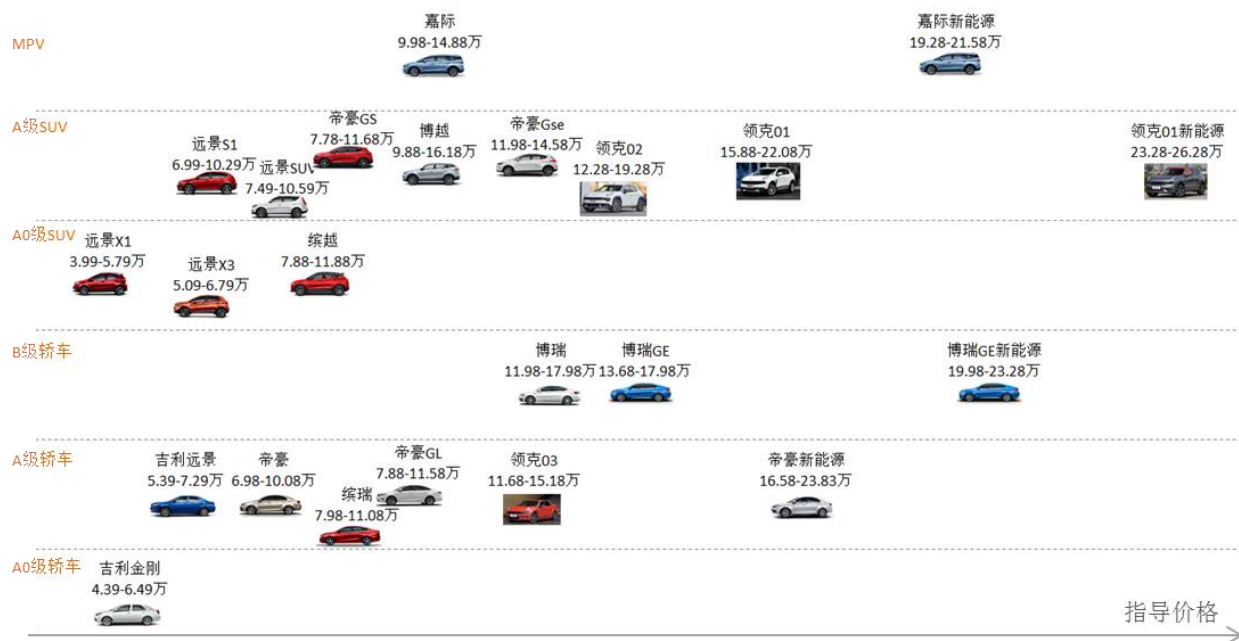


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

在售车型覆盖各价位。公司是国内自主品牌中，战略布局平衡发展的标杆企业。公司在轿车领域深耕 20 余年，并于 2011 年推出首款 SUV 车型 GX7。目前公司已经构建起完善的产品矩阵，涵盖 A0 级至 B 级，从轿车至 SUV 的各细分市场，无论在轿车领域还是在 SUV 领域，均稳居第一梯队。

- **在轿车领域，公司保持在紧凑型市场的领先地位，依托领克拓展中高端市场。**公司的 A0 级市场的金刚系列，A 级市场的远景系列、帝豪系列、缤瑞，B 级市场的博瑞均为爆款车型。其中，公司新远景、新帝豪、帝豪 GL 2018 年销量分别为 14.4、24.7、14.9 万辆，表现强势。同时公司依托与沃尔沃合作的领克品牌，积极加码中高端市场，自 2017 年领克 01 上市之后，公司接连导入领克 02、领克 01PHEV、领克 03 三款高品质车型，2018 年领克品牌全年销量已突破 12 万辆，实现净利润 6.68 亿元人民币。
- **在 SUV 领域，公司稳居自主市场第一阵营。**SUV 领域公司凭借去除同质化的战略布局，旗下远景 X3 (5.1-6.8 万)、帝豪 GS (7.8-11.7 万，主打年轻人市场)、远景 SUV (7.5-10.6 万，主打家庭市场)、博越 (9.9-16.2 万) 均为强势车型，且不同车型之间层次明显，构建起强大的产品矩阵。其中博越全年累计销售 25.6 万辆，月均销量达到 2 万辆以上，稳居自主 SUV 市场第一阵营。其余帝豪 GS、远景 X3、远景 SUV 的稳态月销维持在万辆以上。此外，公司凭借领克 01 (15.9-22.1 万) 的品牌优势，标榜“换壳的沃尔沃 XC40”，进一步开拓高端 SUV 市场，2018 年销售 78235 辆。

图表4: 吉利汽车目前在售车型

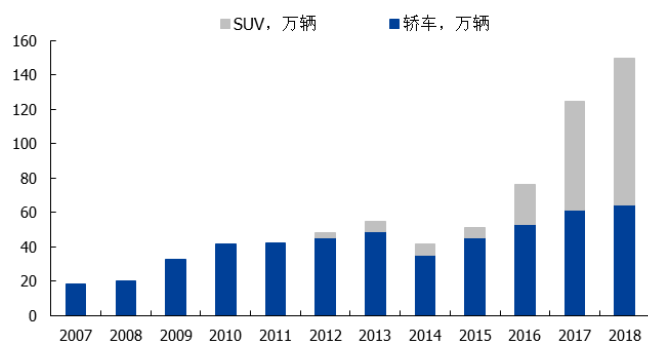


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

1.3 销量增长迅速, 市占率稳步提升

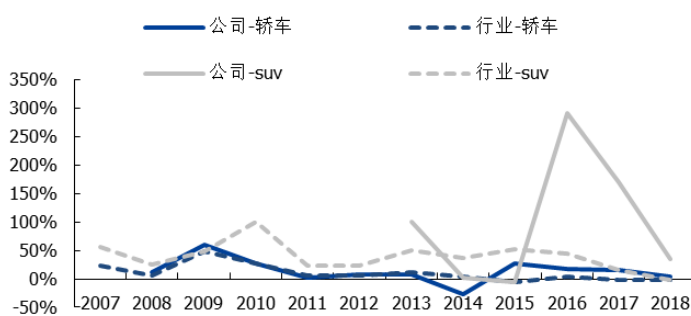
销量增长迅速, SUV 贡献主要增量。公司 2018 年共销售汽车 150.1 万辆, 其中轿车及 SUV 分别销售 64.3 及 85.8 万辆, 同比增长 4.7% 及 35.5%。相较于其他自主品牌, 公司在 SUV 的布局成效显著, 2012-2018 年轿车及 SUV 销量的复合增速分别为 73.64% 及 6.04%, 均高于行业增速。市占率方面, 公司 2018 年轿车及 SUV 的市占率分别为 5.58% 及 8.61%, 同比增长 0.2 和 2.44 个 pct。

图表5: 公司 SUV 贡献主要销量增速



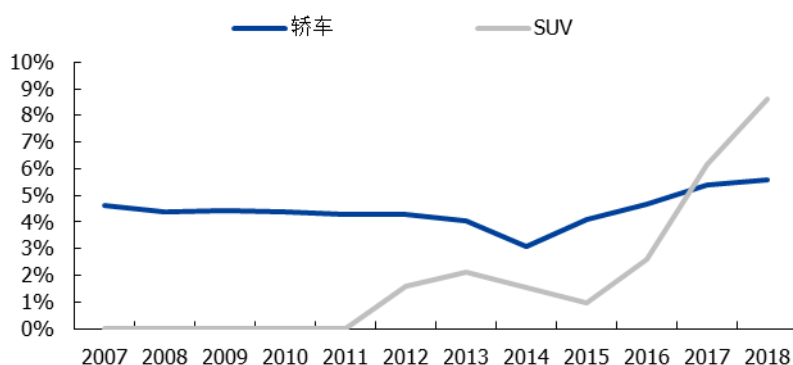
资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表6: 公司轿车及 SUV 销量均高于行业增速



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

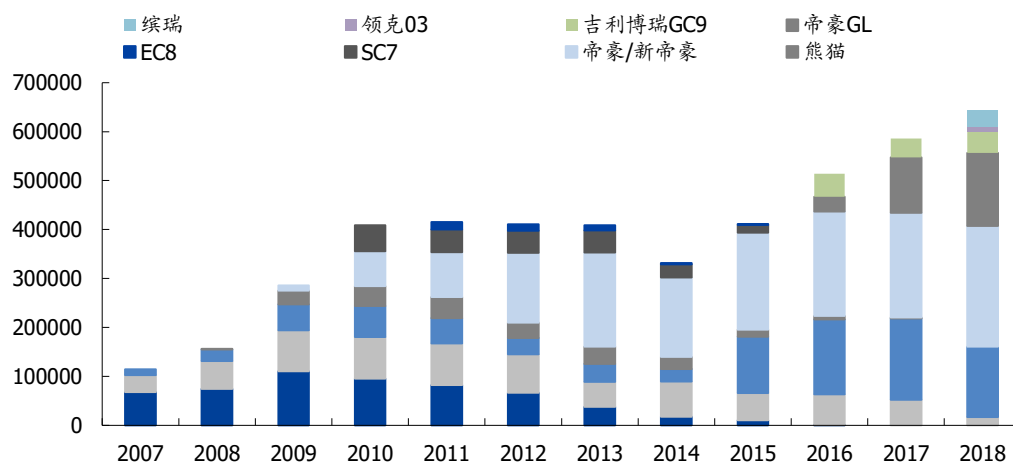
图表 7: 公司市占率稳步提升



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

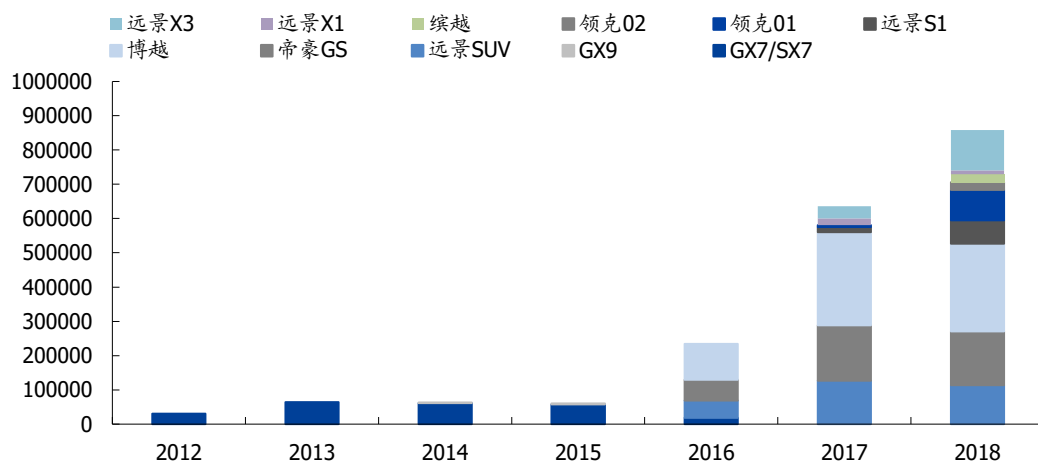
轿车方面, 公司高端车型占比提升, 推动产品整体升级。2007 年起, 吉利汽车实施战略转型, 并集中推出爆款 A0 级轿车自由舰、金刚, 凭借自主品牌小巧、轻量、经济效益好的特点, 迅速抢占市场, 成为公司主力车型。2007-2013 年, 该两款车型分别累计销售 53.6、47.5 万辆, 占比公司该时期累计销售量的 21.5%、19.1%。2014 年公司提出“造每个人的精品车”的品牌使命, 并陆续推出了博瑞、博越、帝豪 GS、帝豪 GL 等 3.0 时代精品车型, 其中 2014-2018 年间, 公司旗下帝豪/新帝豪、远景/新远景、帝豪 GL 分别累计销售 103.5、60.3、29.2 万辆, 占比该时期累计销量的 41.6%、24.2%、11.7%。

图表 8: 公司轿车各车型销量 (辆)



SUV 方面, 加大 A0、A 级经济性 SUV 的投放力度, 抢占市场。公司 2016 年之前的 SUV 车型主要以 GX7 和 SX7 为主, 2016 年起, 随着公司远景 SUV、帝豪 GS、博越等爆款车型上市, 公司充分享受到 SUV 行业增长红利, 销量迎来爆发式增长。公司 2016 年之前 SUV 领域的主力车型 GX7/SX7, 共累计销售 21.43 万辆, 2016 年之后吉利博越、帝豪 GS、远景 SUV 累计销量分别为 63.2、38.0、29.1 万辆, 占比累计 36.6%、22.0%、16.8%。

图表 9: 2012-2018 年公司 SUV 各车型销量 (辆) 对比



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

产能进入释放期, 新建生产水平对标合资工厂。根据 Marklines 数据, 截至目前公司整车产能达到 208 万辆 (含领克品牌, 不含沃尔沃汽车, 包含部分集团产能), 未来规划新增产能达 155 万辆, 主要为新能源汽车及领克、缤瑞等新车型。产品覆盖 B 级到 A0 级的全系列产品 (轿车、SUV、MPV), 涵盖 10-30 万的主流价格段, 直面合资主流竞争对手。

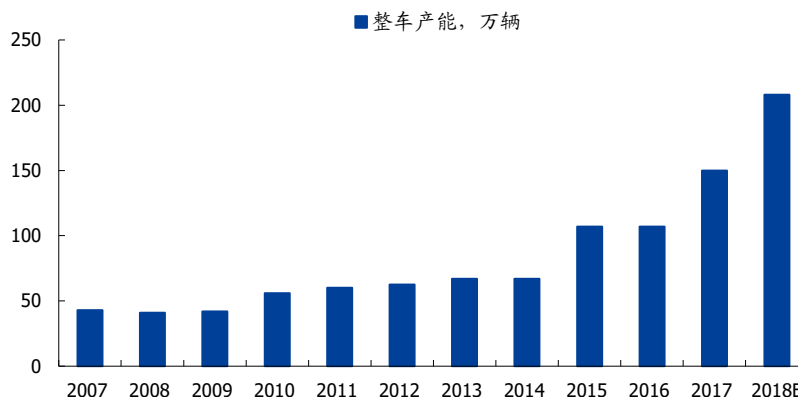
图表 10: 吉利整车产能布局

	目前产能 (万辆/年)	规划产能 (万辆/年)	生产车型
台州路桥工厂	16		金刚、领克 01
宁波北仑工厂	12		帝豪系列、远景 S1
宁波慈溪工厂	21		
春晓工厂	16		博瑞、博越
湖南湘潭工厂	24		新远景、SC7、熊猫、缤越、发动机、变速器
山东济南工厂	5		SC8、发动机、变速器
四川成都工厂	13		远景、GX7
陕西宝鸡工厂	22		博越
浙江临海工厂	21		帝豪 GS、帝豪 GL
山西晋中工厂	18		帝豪帝豪系列
宁波杭州湾工厂	-	30	帝豪、缤瑞
湖北武汉工厂		15	
浙江大江东工厂		10	新能源汽车
陕西西安工厂		30	
贵州贵阳工厂		30	
四川南充工厂	10	10	新能源商用车、燃气发动机
浙江义乌工厂	10	10	TX5、新能源物流车、MPV、皮卡 高端商用车
河北张家口工厂	20	20	领克 02、领克 03、CS11、CC11、CH11
合计	208	155	

资料来源: Marklines, 国盛证券研究所

其中河北张家口工厂由吉利控股集团投资，按照沃尔沃全球质量标准建设和管理，由吉利管理运营全新现代化工厂。新工厂基于“工业 4.0”的理念规划，通过引入完善的 IT 系统、采用先进的信息管理模式、配置一流的设备，实现智能工厂、智能生产和智能物流的目标。其中焊接车间具备 285 台 kuka 机器人，目前年产 20 万辆，是 CMA 平台的第二个工厂，其自动化率已经高达 75%。

图表 11: 吉利集团整车产能释放迅速

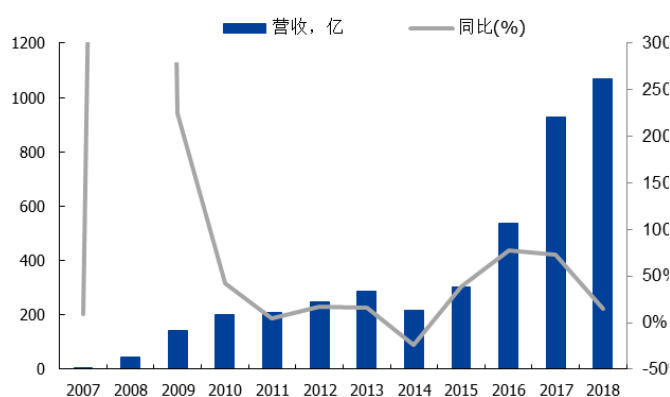


资料来源: 公司公告, Marklines, 国盛证券研究所

1.4 业绩优异, 10 年归母净利润 GAGR 30.5%

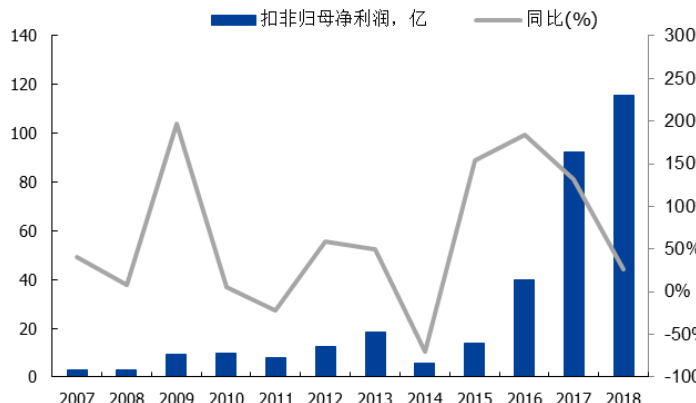
归母净利润 10 年复合增长率 30.5%。虽然 2018 年起, 由于宏观经济/消费周期下行、政策刺激因素消退等原因, 行业需求低迷, 但吉利销量增速远好于行业水平, 同时领克品牌 2018 年销量好于预期, 并开始贡献业绩。公司 2018 年实现收入 1068.39 亿元, 同比增 14.93%, 扣非归母净利润同比增长 25.68%至 115.75 亿元, 增速依然远高于行业平均水平。

图表 12: 2007-2018 年公司营业收入快速增长



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

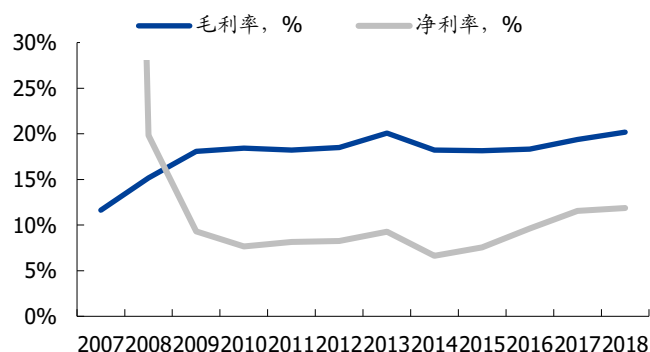
图表 13: 2007-2018 公司扣非归母净利润不断增厚



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

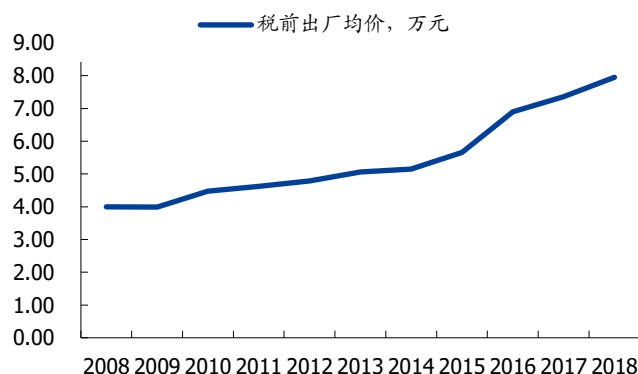
盈利能力方面, 产品结构优化&规模化, 推动公司毛利率/净利率稳步提升。由于产能利用率提高, 产品结构改善, 2018 年起, 公司吉利品牌的 A+/A0 级运动型 SUV、领克 03 等中高端车型陆续上市, 公司单车出厂均价持续上升, 2009-2018 年复合增长率 6.5%, 同时毛利率、净利率亦稳中有升。此外, 伴随公司产能持续投放, 公司规模化效应有望持续体现。

图表 14: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 公司单车出厂均价



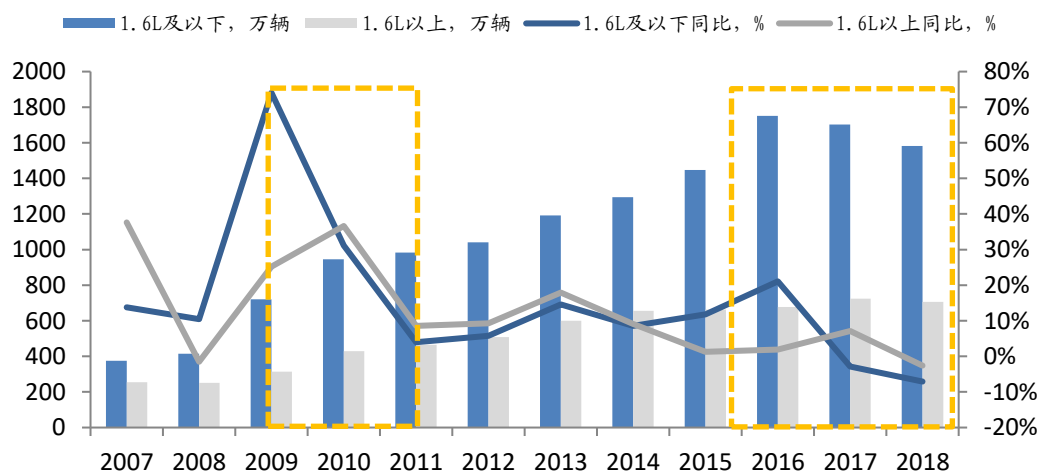
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、行业层面，边际改善，龙头公司更具弹性

2.1 短期边际有望改善，行业进入稳定增长期

短期看，购置税政策透支有望结束。梳理我国购置税优惠政策及前后汽车销量，针对 1.6L 及以下排量乘用车，我国分别在 2009 年-2010 年、2015 年 10 月至 2017 年执行过购置税减免优惠政策，减免力度分别为 5% 和 2.5%。对比政策执行前后汽车销量，15-17 年 1.6L 及以下汽车销量为 1447 万、1752 万、1702 万台，16、17 年同比增速为 21%、-3%。进入 18 年以来，1.6L 及以下汽车销量持续转负，全年累计销售 1582 万台，同比 -7%，行业增速已达历史低位，短期购置税透支效应有望结束

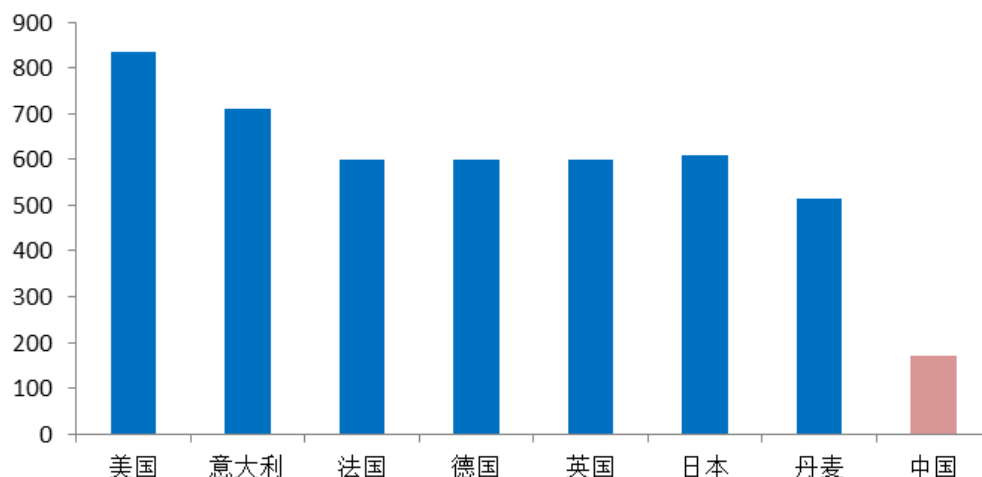
图表 16: 我国车市增长率受到购置税影响显著



资料来源: 政府网站, 国盛证券研究所

长期来看，我国汽车千人保有量不及欧美 1/3，刚需仍在。按可比口径，我国汽车千人保有量 2018 年是 170 辆，汽车保有量不足欧美 1/3，刚需仍在。发达国家如美国能够达到 800 辆左右，而欧、日国家在 500 到 600 辆左右。

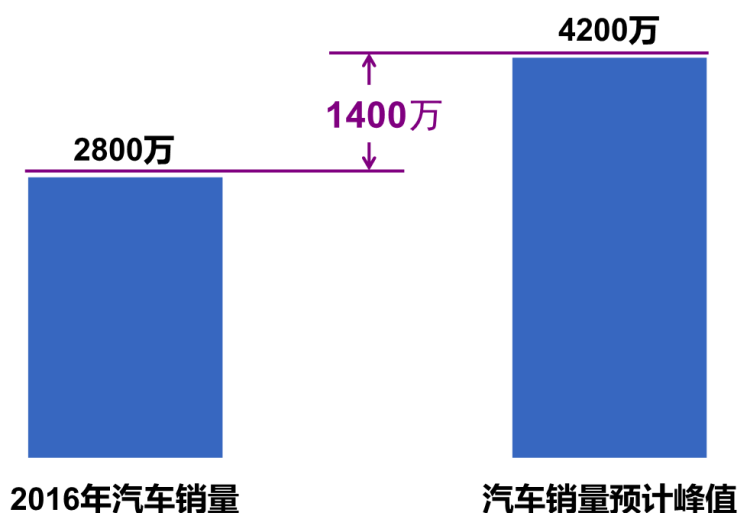
图表 17: 中国汽车千人保有量 (辆/千人) 不及欧美 1/3



资料来源: 国家统计局, 新浪汽车, 国盛证券研究所

行业由高速增长转入向质量增长, 未来预计增速在 **3%-5%**。保守估计, 按照 14.5 亿人口, 根据国家信息中心预测, 未来人均保有量略低于世界平均水平计算, 则共计拥有 6.3 亿辆车, 则每年正常更新为 4200 万辆, 按照 2030 年人口峰值计算, 则复合增速在 4% 左右, 考虑到数据偏差, 我们预计每年增速在 3%-5% 之间。

图表 18: 汽车内需峰值将达到或超过 4200 万辆



资料来源: 国家信息中心, 国盛证券研究所

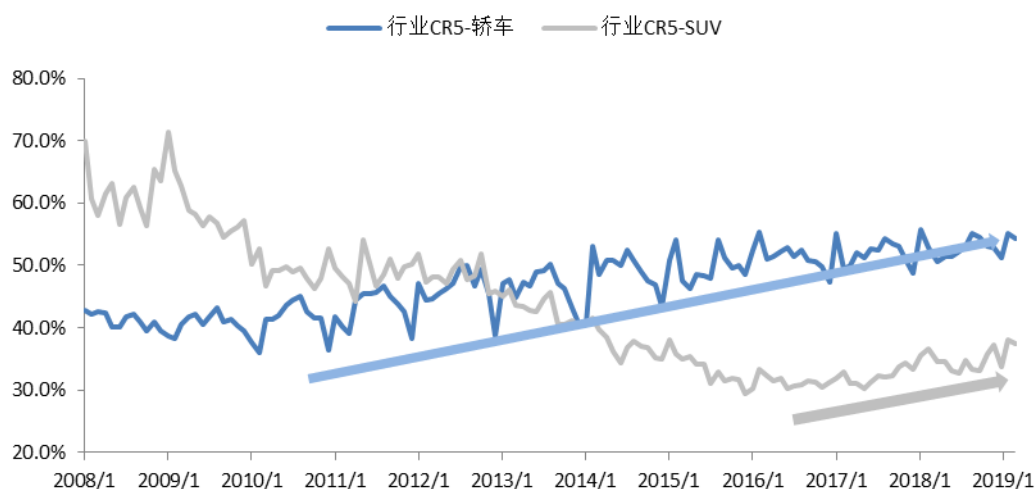
预计未来的增长主要集中在二线以下城市。一方面一线城市限购压制了汽车销量, 另一方面一线城市房价由供需关系支撑, 房价可能坚挺甚至小幅上涨, 但二线以下城市相对房价再继续上涨可能性较小, 因此房价弹性较大, 带来二线以下城市较大的需求弹性。

2.2 竞争加剧, 行业加速向头部集中

行业加速向集中, **CR5 不断提升**。在行业整体增速放缓、竞争整合加剧的背景下, 龙头公司的市占率不断提升。对于轿车市场, 行业发展较为成熟, CR5 自 2010 年起呈现上升趋势, 由 37.63% 提升至 54.36%; SUV 市场打开较晚, 2017 年之前行业空间较大, 竞争尚不激烈, 2017 年之后, 随着行业增速放缓, 并且哈佛 H6、传祺 GS4、宝骏 510、途观、吉利博越等爆款车型相继占领市场, SUV 市场集中度与轿车市场趋势逐步一致,

由 31.87%提升至 37.36%。

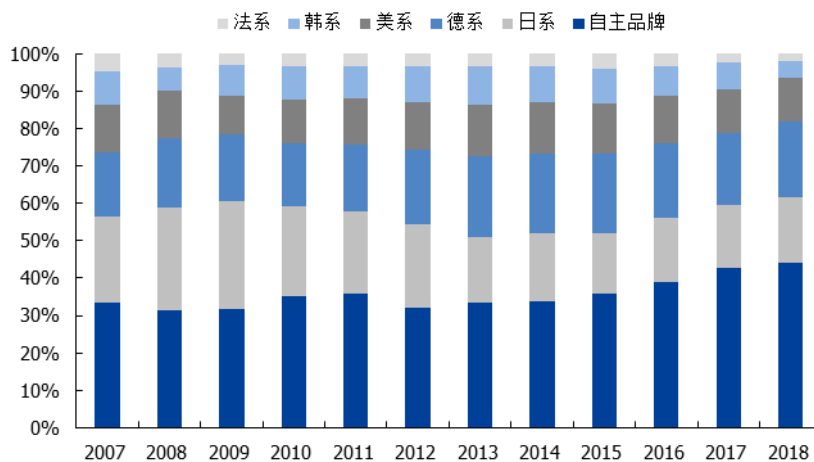
图表 19: 各自主品牌市占率, 龙头占比持续提升



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

分国别看, 自主市占率已达 **44%**, 未来与合资竞争加剧。2015 年以来, 随着 SUV 市场的爆发式增长, 自主品牌凭借低价高配的 SUV 产品, 以哈佛 H6、传祺 GS4、吉利博越等爆款车型为代表, 迅速抢占市场, 销量与份额的持续提升, 截至 2018 年自主品牌市占率已达到 **44%**。未来随着中低端市场增速放缓, SUV 红利逐渐消退的情况下, 叠加外资股比放开, 自主品牌向高端市场突破, 行业内竞争将愈发残酷。

图表 20: 乘用车各系品牌占比

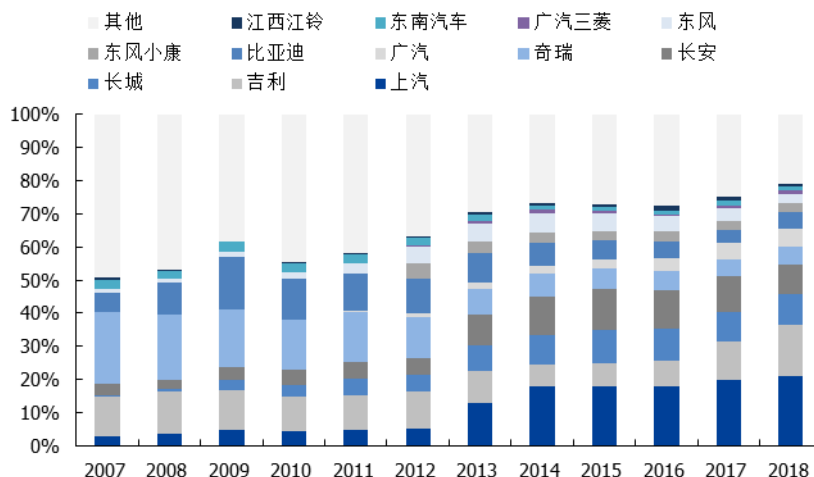


资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

2.3 未来自主品牌两极分化，强者恒强

自主车企呈现两极分化的趋势，头部企业优势明显，截至2018年，自主乘用车行业自主品牌行业前五名分别为上汽、吉利汽车、长城汽车、长安汽车、奇瑞汽车，市占率分别为21%、15%、9%、9%、6%，合计60%，较2017年提升4 PCT%，行业集中度持续提升。行业进入稳定增长期，未来整合加剧，在产品研发、市场开拓、后期维护等方面取得优势的企业有望实现崛起。

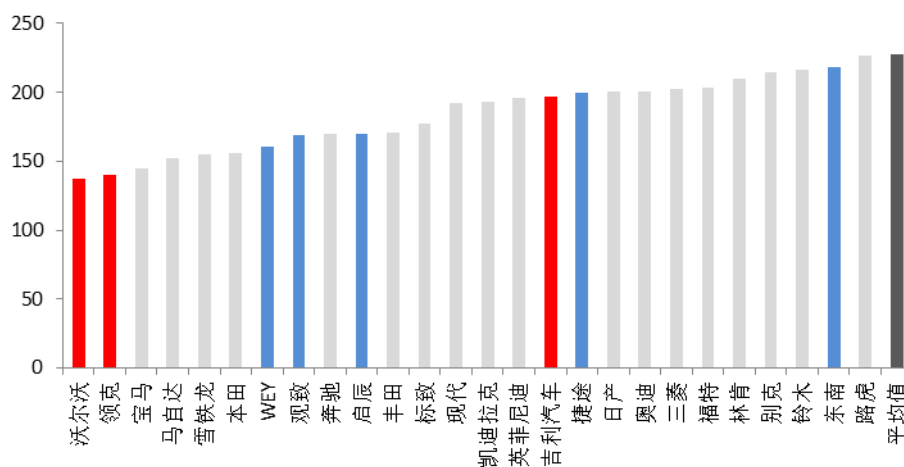
图表 21：各自主品牌市占率，龙头占比持续提升



资料来源：国家信息中心，国盛证券研究所

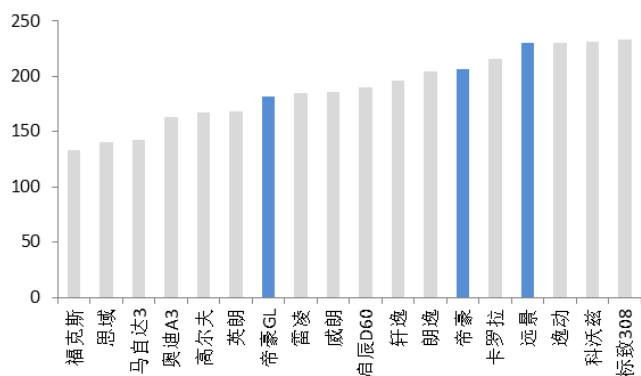
龙头企业积淀深厚，技术&品牌优势明显。自主品牌的龙头企业经过多年技术模仿与自主创新，技术实力与合资品牌的差距不断缩小，同时品牌力度也不断提升。以百车故障数 PPH（车辆发生的问题数÷参与评价的车辆数×100）表示，各品牌中，百车故障数低于平均值的基本为合资品牌与各自主品牌龙头，其中，领克、WEY、观致、启辰、吉利、捷途分别位列第3、8、9、11、17、18位。分车型看，吉利旗下的帝豪GL、帝豪、远景分别位列A级轿车第7、13、15位，而远景SUV、领克01、帝豪GS分别位列SUV车型第7、12、17位，品牌优势明显。

图表 22：各品牌百车故障数（PPH，2018年09月-2019年02月）



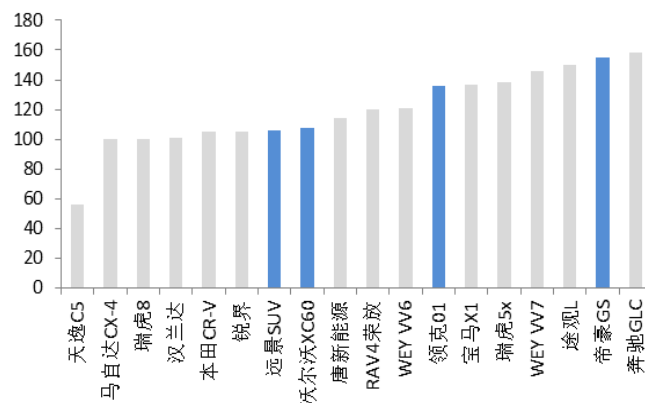
资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

图表 23: 排名较高车型百车故障数-A 级轿车 (次数/百辆)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 24: 排名较高车型百车故障数-SUV (次数/百辆)



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

2019 年行业销量目标放缓, 但龙头公司新车投放力度不减。面对行业增长放缓的事实, 各车企陆续进入了调整期, 以求在 2019 年重新找到市场的节奏。与此同时, 2015 年的政策刺激至今, 各车企旗下主力产品陆续进入更新换代周期。从部分自主龙头的 2019 年的销量目标看, 新销量目标相比 2018 年全年销量保持零增长或微增长, 仅少数车企保持乐观态度, 增长幅度比较大。但新车投放力度不减, 车型均覆盖轿车、SUV、MPV 各市场, 同时新能源占比提高, 市场竞争态势不减。

图表 25: 部分自主品牌 2019 年新车计划

车企	2019 目标销量	2018 全年销量	车型	类型/级别
吉利	151 万辆	150 万辆	嘉际	MPV
			新款远景 S1	A 级 SUV
			FY11	A 级 SUV
			SX12	A 级 SUV
			新款帝豪	A 级轿车
			VF12	MPV
			新款博越	A 级 SUV
			领克 05	未知
			嘉际 PHEV	插电混动 MPV
			GE11	纯电动 A 级轿车
			领克 02 PHEV	插电混动 A 级 SUV
			领克 03 PHEV	插电混动 A 级 SUV
			FY11 PHEV	插电混动 A 级 SUV
			新款帝豪 GSe	纯电动 A 级 SUV
			缤越 PHEV	插电混动 A0 级 SUV
广汽乘用车	60 万辆	53.5 万辆	缤瑞 PHEV	插电混动 A 级轿车
			帝豪 GL PHEV	插电混动 A 级轿车
			GA6 换代	B 级轿车
			GS8 中期改款	BB 级 SUV
			GA8 中期改款	C 级轿车
			GA4 年度改款	A 级轿车
			GS5 年度改款	A 级 SUV
			GS4 年度改款	A 级 SUV
			GM8 年度改款	MPV
			GS3 年度改款	A0 级 SUV
			GS7 年度改款	B 级 SUV
			新款哈弗 H6	A 级 SUV

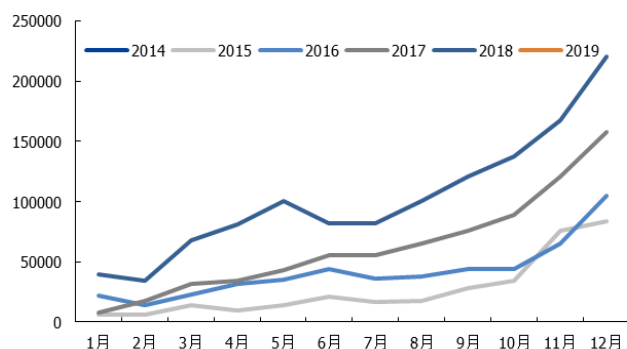
长城汽车	120 万辆	105.3 万辆	哈弗 F7X	A 级 SUV
			WEY P8 GT	B 级 SUV
			WEY VV7 GT	B 级 SUV
			欧拉 R2	A00 级轿车
奇瑞			捷途 X90	C 级 SUV
			捷途 X70S EV	B 级纯电动 SUV
			捷途 X95	C 级 SUV
			星途 TX	A 级 SUV
			星途 TXL	B 级 SUV
			新款瑞虎 8	B 级 SUV
			新款瑞虎 7	A 级 SUV
			T19	A0 级 SUV
			T1C	全新 SUV
			T1D	全新 SUV
长安	260 万辆	210 万辆	M36T	全新 SUV
			长安 CS85	B 级轿跑 SUV
			新款 CS95	C 级 SUV
			新款 CS15	A0 级 SUV
			逸动 ET	A 级轿车
			全新 CS75	A 级 SUV
			新款睿骋 CC	B 级轿车
			新款逸动	A 级轿车
			欧尚尼奥 II	A00 级轿车
			COSMOS (科尚)	MPV

资料来源：公司公告，盖世汽车，国盛证券研究所

2.4 新能源汽车门槛提高

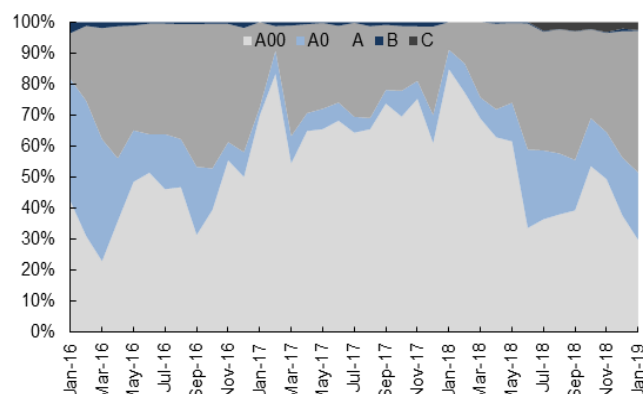
行业跨越式发展，A 级车占比提升。2018 年，我国新能源汽车行业发展迅速，产销量均突破 120 万。根据汽车工业协会数据，2018 年我国新能源汽车产量 127 万辆，同比增长 59.9%；销量 125.6 万辆，同比增长 61.7%。其中新能源乘用车销量 105.3 万辆，同比增长 82%。新能源汽车销量高速增长的原因主要为新补贴政策仍未出，补贴退坡预期造成短期提前购买需求释放。具体车型方面，A00、A0、A 级车占比分别为 30%、22%、46%，同比-47、+13、+17 PCT，行业跨越式发展的同时，消费结构亦在升级。

图表 26：新能源汽车销量（万辆）



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

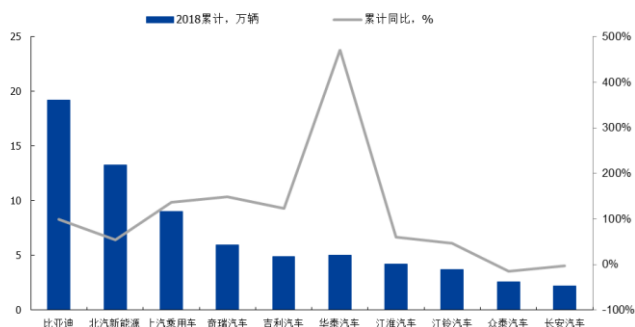
图表 27：乘用车 A 级车占比提升



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

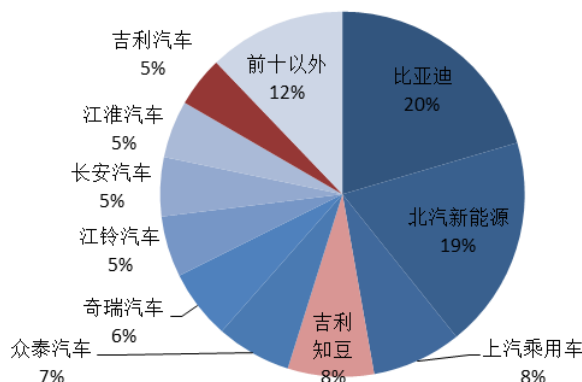
目前比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车市占率分别位列前三，奇瑞、吉利品牌等凭借爆款车型增长迅速。2018 年新能源乘用车销售量前三位分别为比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车，分别销售 19.2、13.3、9.0 万辆，市占率分别为 22%、15%、11%。分车型看，新能源轿车销量前三的车型分别为宝骏 E100、宝马 530le、吉利博瑞 GE，SUV 销量前三车型分别为瑞虎 3xe、吉利帝豪 Gse、领克 01 PHEV，目前第二梯队的奇瑞、吉利凭借爆款车型增长迅速。

图表 28: 2018 年各车企新能源乘用车销量



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

图表 29: 2018 年各车企新能源乘用车市占率



资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

从销量结构来看，2018 年轿车销量排名前列的主要以 A0 级纯电动车和插电混合动力为主。

图表 30: 新能源轿车 2018 年销量排名

品牌	车型	动力类型	2018 年销量
北汽新能源	EC 系列	纯电动	25888
奇瑞	eQ	插电混	13251
比亚迪	秦 Pro DM	插电混	10474
比亚迪	e5	插电混	5000
江淮	IEV	插电混	4222
江铃	E200S	纯电动	1974
比亚迪	宋 DM 1.5T	纯电动	1730
比亚迪	唐混动	纯电动	817
长安	元 EV	纯电动	454
吉利	荣威 i6	插电混	45

资料来源: 中汽协, 国盛证券研究所

补贴导向变化，提高行业进入门槛。2019 年新能源汽车补贴政策出台后，行业整体补贴幅度下降。纵观 2017-2019 年的行业补贴政策，续航里程补贴门槛由 100 公里提升至 250 公里，而对于 400 公里以下的纯电动乘用车补贴下降为 1.7 万，续航里程高于 400 公里的纯电动乘用车补贴金额降低为 2.5 万。能量密度补贴门槛从 2017 年 90Wh/kg 提高至 2018 年的 105Wh/kg，再于 2019 年进一步提高至 120Wh/kg，其中能量密度小于 140Wh/kg 的车型补贴降低至 0.8 万，能量密度高于 140Wh/kg 低于 160Wh/kg 的车型补贴降低至 0.9 万，能量密度高于 160Wh/kg 的车型补贴降低至 1 万。未来行业补贴力度下降，进入门槛将进一步提升，具备技术优势，对补贴依赖底的龙头企业有望胜出。

图表 31: 2019 年新能源补贴政策对比

考核参数	2018 年补贴政策		2019 年补贴政策	
	分档标准	补贴金额/系数	分档标准	补贴金额/系数
续航里程 (KM)	150≤R<200	1.5	150≤R<200	0
	200≤R<250	2.4	200≤R<250	0
	250≤R<300	3.4	250≤R<300	1.7
	300≤R<400	4.5	300≤R<400	1.7
	R≥400	5	R≥400	2.5
能量密度 (Wh/kg)	E<105	0	E<105	0
	105≤E<120	0.6	105≤E<120	0
	120≤E<140	1	120≤E<140	0.8
	140≤E<160	1.1	140≤E<160	0.9
	E≥160	1.2	E≥160	1.0

资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

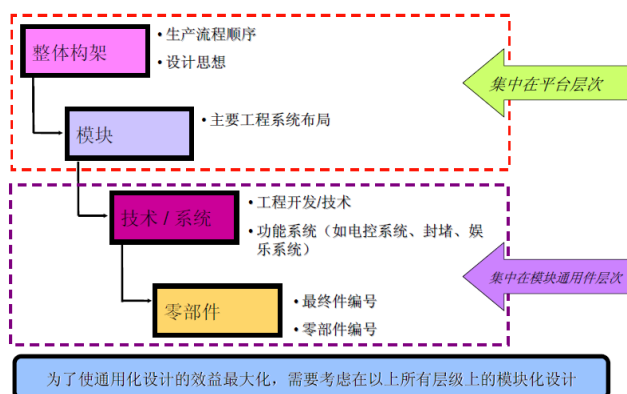
三、规模化整车平台, 公司未来的核心优势

3.1 模块化整车平台已成为车企竞争的核心实力

汽车产品平台构架主要分为七部分, 分别是地板、发动机舱、悬架、制动、传动、发动机、电气系统。一般而言, 模块化架构对于大型车企意义重大, 已成为车企竞争的核心实力

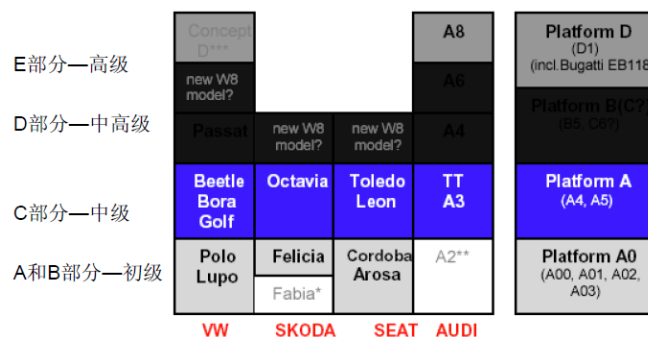
1. **产品群的形式分步开发, 实现密集型产品开发周期计划。**一般而言, 车企将车型按照汽车种类以及汽车尺寸两个维度划分, 并产品开发周期计划确定各个产品的序列和推出时间。而平台化开发过程均采用产品群开发模式, 颠覆了先前单个车型开发为主的产品开发模式。平台开发之初就考虑同一平台所有车型的规划, 谋求平台通用化与单个车型独特性的平衡, 即以平台通用化削减成本, 满足消费者物美价廉的追求, 以总成/零部件专用化实现单个车型个性化, 满足消费者多元化需求。

图表 32: 模块化开发, 缩短产品开发周期, 提升车型密度



资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

图表 33: 大众模块化平台



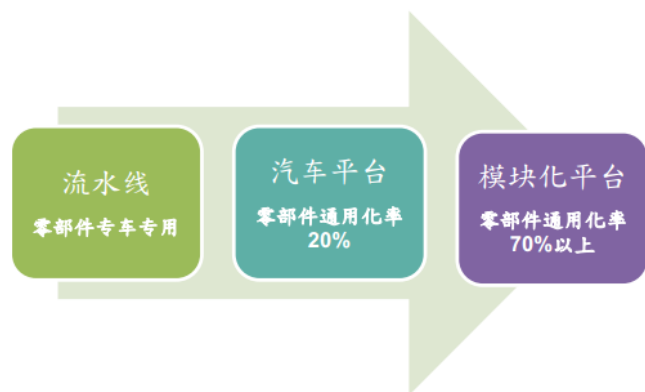
资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

2. **研发壁垒高, 平台开发周期长, 一流车企平台的开发支出占据研发费用 50%以上。**以马自达 SKYACTIVE 技术为例。2006 年启动项目开发, 2011 年 2 月首款车切换采

用部分 SKYACTIVE 技术，2012 年初第一款全部采用 SKYACTIVE 技术的车型 CX-5 上市，直到 2015 年才完成全部车型的切换，经历了 9 年时间马自达才完成 SKYACTIVE 平台技术的全部开发应用。

3. 较高的零部件通用率，降低研发/采购成本。平台化技术发展的初衷就是提高零部件的通用率。产品群的开发理念，为汽车企业整合零部件，进一步提高通用化率提供了机会。平台化技术下各车型零部件通用率大大提升，雷诺日产 CMF 模块化平台零部件通用率超过 80%，丰田 TNGA 构架零部件通用率也将达到 80%。零部件数量的减少有利于提升零部件的品质和企业的全球管控，进而建立全球统一的质量标准，进行全球化库存管理。

图表 34: 行业模块化发展趋势



资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

图表 35: 模块化整车平台能够实现零部件的高通用率



资料来源：Vehicle 公众号，国盛证券研究所

3.2 一流车企积淀深厚，平台实力带来强大的竞争优势

国际上，各大一线车企经过多年积淀，均已配备各自的模块化平台，逐步形成了适应各自车型的各具特色的整车平台体系，覆盖各车型及市场。模块化整车平台已成为衡量车企实力的重要指标。首先，模块化平台能够将零部件通用化率提升至 70%以上，大大缩短新车型研发周期及研发成本；其次，公司不同车型之间能够实现不同类型车型的平台共享，公司车型延展性提升。其中，大众的 MQB 平台、MLB Evo 平台、奔驰 MFA 平台、宝马 UKL 平台、通用 Global Delta /D2XX 平台、丰田 TNGA 平台、沃尔沃 SPA 平台均是久负盛名的代表性模块化平台。

图表 36: 外资车企主流平台

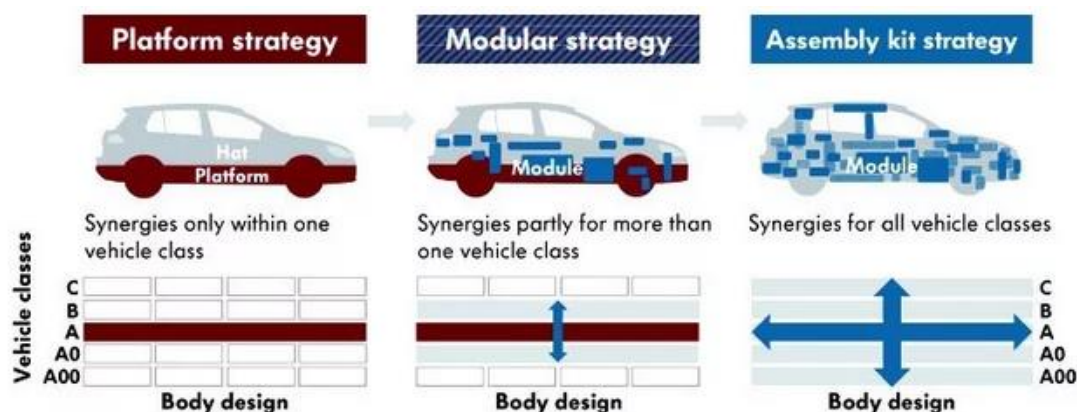
平台名称	代表车型	平台简介
大众 MQB 平台 (Modular Querbaukasten)	高尔夫 7、奥迪 A3、斯柯达速派、迈腾、途观 L、途昂等	MQB 平台取代了原本的 PQ25、PQ35 和 PQ46 平台。得益于这个底盘结构灵活的模块化平台，只要变换轴距，匹配不同的发动机和变速箱，就可以生产出不同类型，不同级别的车型，所以从 A00 级车到 B 级车都可以在 MQB 平台上生产。
大众 MLB/MLB Evo(第二代)平台	奥迪 A4、A8、Q5、Q7、宾利添越	该平台由奥迪主持完成的，并由大众集团在 2007 年平台整合。该平台同样实现模块化，率先运用在了奥迪全新 Q7 之中。得益于最新平台的贡献，使得奥迪全新 Q7 比上一代车型减重了 363Kg。另外，MLB Evo 平台也运用在了奥迪全新 A4、奥迪全新 A8 以及全球最豪华 SUV——宾利添越的身上。
奔驰 MFA 平台	奔驰 CLA; 奔驰 GLA; 奔驰 B 级; 英菲尼迪 QX30	奔驰在 125 周年庆典中发布，虽然叫做前驱平台，但 MFA 可以适用于四驱系统。相比于上一代平台而言，MFA 的前后悬挂分别采用了前麦弗逊以及后多连杆的结构。同时，还可以扩展至不同级别的车型之中。所以说，该平台不但可以给车辆提供更好的操控性，而且 also 具有很强的灵活性。
宝马 UKL 平台	宝马 2 系 Active Tourer; 宝马全新 X1; MINI 全系	与大众 MQB 以及奔驰 MFA 平台类似，都属于横置前驱平台。UKL 平台可以布置更小排量的发动机，比如 1.2T 以及 1.5T 的三缸发动机，还有 2.0T 发动机。另外，由于考虑成本，MINI 也被逐渐移植到 UKL 平台中进行开发。宝马宣称，在未来使用 UKL 平台所打造的车型，将占集团总数的 40%。
通用 Global Delta /D2XX 平台	雪佛兰科鲁兹; 别克英朗; 别克昂科威	与大众 PQ35 平台类似，该平台仅限于 A 级车。但为了能与竞争对手抗衡，通用融合了 Delta 和 Theta (SUV 车型) 平台的优势，随后推出了 D2XX 平台，主要运用在了别克昂科威、雪佛兰全新科鲁兹等车型中。D2XX 平台其实就是新一代的 Delta 平台，其中 D 代表着通用紧凑型车平台，2 代表的是新一代的意思，而后面的 XX 则代表着未来将诞生车型的代号。
丰田 TNGA 平台	丰田第四代普锐斯	使用该平台所打造的车型，将使用大量的通用化零部件。丰田的通用共享零部件可覆盖，底盘悬架、发动机、传动系统、变速器以及驾驶舱座椅等设备。目前为止，TNGA 平台的首款车型为第四代普锐斯。未来，该平台还将运用在全新雅力士、凯美瑞、RAV4 等车型之中。到 2020 年，丰田全球销量占比一半的车型都会使用 TNGA 平台
沃尔沃 SPA 平台	沃尔沃 XC90; 沃尔沃 S90	这个模块化平台可以根据设计者的需求，对车辆的轴距、前后悬以及车身高度做出改变，而且还可以搭载不同的动力系统，这其中就包括了沃尔沃“高效双擎”混动系统。这也就意味着，SPA 不仅是个跨级平台，而且还具有很高的灵活性。

资料来源: 搜狐汽车, Marklines, 国盛证券研究所

以大众汽车为例，深耕平台技术，实现全车型覆盖。以大众汽车的整车平台为例，大众深耕平台化，将旗下八个品牌拥有的超过 16 个平台整合成几大模块：MQB（横置发动机）、MLB（纵置发动机）、MHB（后置发动机）、中置发动机以及正在开发的 MEB 平台（电动车）。大众可以通过最高形式的架构化，达到不论 A00 或者 C 级车可以采用通用的模块，但可以实现不同的性能调教，具体而言：

1. 第一个为传统的造车平台，对应的车型只能是单一级别的车型，所以平台表现为看不见的底盘件共用，对于车型的尺寸约束比较大。
2. 第二个为平台化，对应的车型可以稍微拓展，为对车辆尺寸约束较少。
3. 第三步为模块化平台，整车不论任何尺寸和性能都能够覆盖和拼接。

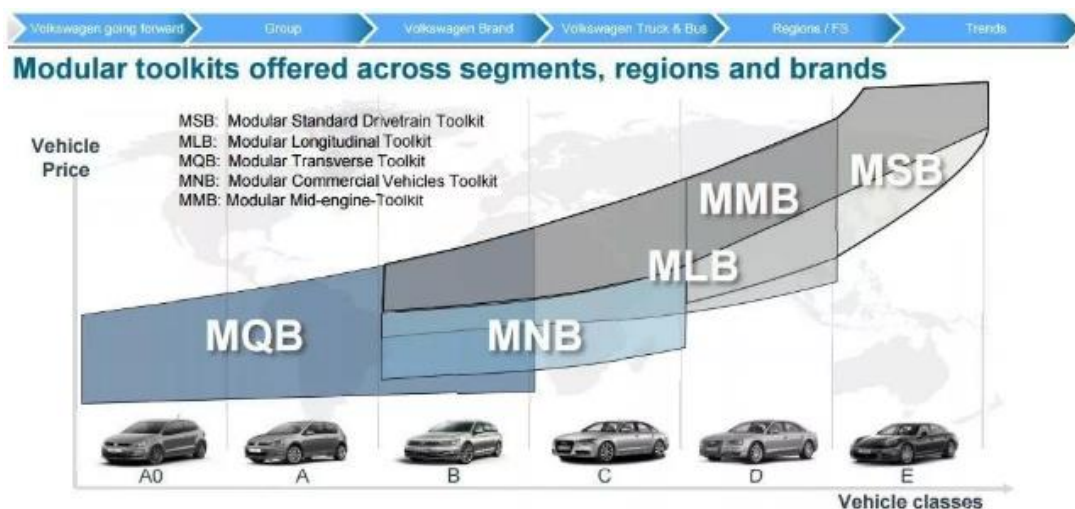
图表 37：行业模块化发展趋势



资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

强力平台带来密集产品周期，实现销量一起绝尘。大众的模块化平台化是其竞争的核心，以其 MQB 平台为例，MQB 平台应用于大众、奥迪、斯柯达和西亚特这 4 个品牌中，生产车型覆盖 A00、A0、A 和 B4 个级别的车型，实现了跨车型、跨产品区隔共用同一平台，有效降低车型开发成本，提高零部件的通用率。可以实现批量化大规模生产，进而有效地控制研发和生产成本并缩短研发周期。凭借的 MQB 等模块化和平台化衍生不同的车型，满足了不同需求的消费群体，迅速盘踞了各个细分市场。

图表 38：大众汽车模块化整车平台研发趋势



资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

3.3 吉利 CMA 及其衍生平台蜕变自沃尔沃，稳居自主实力龙头

公司目前目前六大平台：FE 平台、KC 平台、CMA 平台、SV 平台、NL 平台以及 CV 平台。其中 KC 平台是吉利自主研发的最早的第一款 B 级车平台，代表车型有 2015 年 4 月上市的博瑞、2018 年 5 月底上市的博瑞 GE。NL 平台主要为 SUV，代表车型为博越。FE 是吉利汽车 A 级紧凑车型，代表车型有新帝豪，帝豪 GS、GL 等。CMA 平台主要是 A+ 级平台，领克品牌主要基于此打造，且沃尔沃部分车型也将共用此平台。CV 是 MPV 车型平台。

未来进一步延伸出 AMA、BMA、DMA、PMA 等平台。吉利与沃尔沃合作研发的 CMA 平台综合实力优秀，并基于此平台推出中高端领克品牌。此外 CMA 平台未来将衍生出

AMA、BMA、DMA、PMA 等平台。其中 AMA 平台专攻新能源，BMA 和 DMA 则为高端平台。

图表 39: 公司未来平台布局

平台	投放时间	应用品牌	车型	简介
FE	2015 年	吉利汽车	帝豪系列、远景系列	吉利自主平台
KC	2014 年	吉利汽车	博瑞	吉利自主平台
NL		吉利汽车	博越	吉利自主平台
CV	2016 年	吉利汽车	MPV 系列	吉利自主平台
AMA	2019 年	吉利新能源	新能源车型	新能源专用平台
BMA	2018 年	吉利汽车	A0/A 级车	与沃尔沃联合开发，衍生自 CMA 平台
CMA	2017 年	领克、沃尔沃	A/B 级车	与沃尔沃联合开发
DMA	2020 年	吉利高端品牌	B/C 级车	与沃尔沃联合开发
PMA	2020 年	吉利、领克、沃尔沃	纯电动架构，A0/A/B 级车	与沃尔沃联合开发

资料来源：国家信息中心，国盛证券研究所

公司目前已投运 **CMA、BMA** 平台，实力稳居自主龙头。公司 2017 年投运 CMA 平台，主要对应领克品牌，旗下车型有领克 01、领克 02、领克 03、领克新能源等；2018 年投运 BMA 平台，旗下车型包括缤瑞、缤越以及 2019 年上市的星越。以 BMA 平台为例，其特点包括：

- **提高零件通用化率，BMA 架构下的零部件通用化率最高可达 70%。**整车平台提高了公司的零件通用化率，提升质量、降低成本。未来 BMA 架构下的零部件通用化率最高可达 70%，可减少研发过程中反复验证的工作，也有利于供应商稳定的提升部件质量。
- **研发成本降低 20%-30%，研发周期降低 30%-50%。**一般而言，传统新车研发周期在 36-40 个月，而采用模块化平台后，能够缩短研发周期，提升研发效率。BMA 架构大量的标准化、共享化的设计可以实现跨级别、跨类别产品的复用，使研发成本比传统平台降低 20%-30%，新车研发周期缩短至 18-24 个月。
- **可做到传统能源动力与新能源动力车型的同步开发和推出。**BMA 架构在设计之初就考虑到了对新能源车型的支持，各类混合动力将迅速普及到该架构的车型上。

四、领克发力，带来品牌第二次跃升

4.1 得沃尔沃真传，技术实力深厚

收购沃尔沃，实现技术自主。2010 年吉利控股集团正式完成对沃尔沃轿车公司的全部股权收购。在收购完成后，吉利和沃尔沃之间在技术方面展开了有效合作。2012 年 3 月 9 日，吉利控股与沃尔沃汽车签署谅解备忘录进行技术转让，并于绿色环保系列发动机、小型车平台及电动车动力总成系统技术领域上合作开发战略项目。

双方于 2012 年就中级车型平台升级、车内空气质量及 GX7 车型安全性能领域签订三份

技术合作协议。2013 年集团与沃尔沃汽车之间的合作取得重大进展，双方联合成立欧洲研发中心，共同打造紧凑型模块化基础架构，即 CMA 基础架构模块，这是汽车工业的基础性技术研究平台，分别向沃尔沃与吉利汽车公司提供基础性技术支持，吉利与沃尔沃在此基础上分别各自开发自己的汽车产品。

2015 年上市的博瑞车型，这是吉利控股收购沃尔沃后推出的首款中高级车型，这是一款完全自主研发的车型，但采用了部分沃尔沃技术，2017 年公司与沃尔沃成立的合资品牌领克，旗下首款车型领克 01 上市，该车型首次采用 CMA 架构。

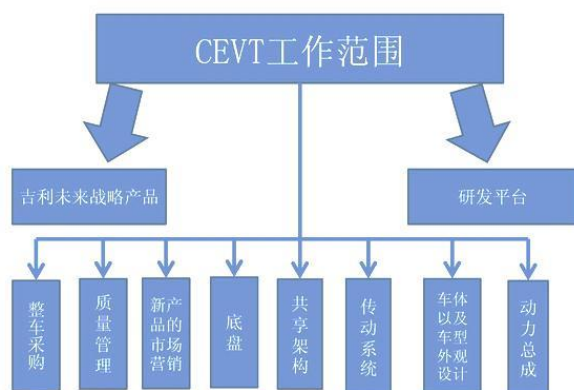
图表 40: 公司收购沃尔沃梳理

时间	技术整合措施	内容
2010 年	收购沃尔沃	吉利控股集团正式完成对沃尔沃的全部股权收购
2011 年	引入沃尔沃技术	沃尔沃在张家口投建了发动机基地主体工程
2011 年	设立沃尔沃中国区总部	沃尔沃中国总部在上海嘉定成立
2012 年	签订技术转让谅解备忘录	吉利旗下品牌被允许使用沃尔沃汽车授权的技术
2013 年	成立 CEVT	瑞典 CEVT 研发中心成立，共同开发紧凑型模块化基础架构（CMA）
2015 年	产品落地	吉利博瑞上市
2017 年	CMA 平台投产	CMA 平台首款车型领克 01 上市

资料来源：国家信息中心，国盛证券研究所

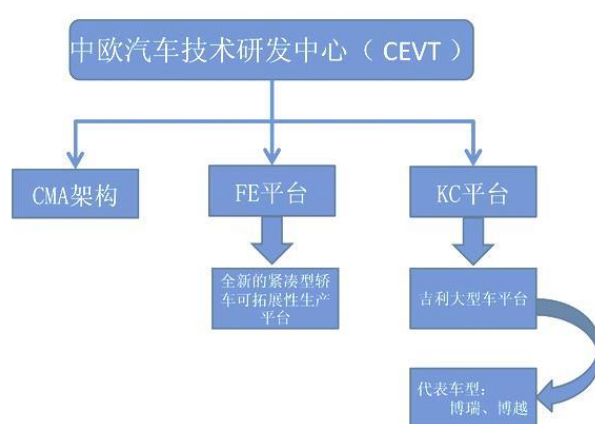
CEVT 研发中心与 CMA 架构，为吉利提供雄厚的技术保障。一方面，CEVT 研发中心隶属于吉利控股集团，与沃尔沃汽车、吉利汽车并列，其工作范围涵盖了吉利未来战略产品以及研发平台的各方面，包括共享架构、底盘、动力总成、传动系统，以及上车体以及车型外观设计，此外，还包括整车采购、质量管理以及新产品的市场营销等。另一方面，CMA 架构是由沃尔沃和吉利联合开发的模块化架构，投资规模约为 200 亿人民币，将会为吉利汽车和沃尔沃汽车提供下一代中级车模块化构架体系，并满足沃尔沃汽车和吉利汽车对未来紧凑型产品的多重需求，以期在沃尔沃和吉利之间实现最大程度的平台共享，包括未来沃尔沃 XC40 等产品也会来自这个平台。CMA 中级车基础模块架构已经赋予了领克研发从 A0 到 B 级车的能力，除此之外，沃尔沃汽车最新的动力总成科技和电气化技术、自动驾驶技术都将逐渐导入到领克的产品研发中。

图表 41: CEVT 工作范畴



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

图表 42: CEVT 产品研发平台结构



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

4.2“都市美学”品牌定位，贴合中国年轻人市场

依托 CMA 平台，快速完成品牌布局。2017 年 8 月，吉利控股、吉利汽车集团与沃尔沃签订合资协议，成立合资品牌领克汽车（LYNK&CO）。市场定位和消费群体上对标主流的外资品牌（大众等），但与主流外资品牌不同，领克的设计主张是“都市对立美学”，灵感来自于伦敦、纽约、巴黎、上海、东京这些超级都市（Megacity）中年轻人的生活方式。设计核心是：个性（Personal）、尊重（Respectful）、颠覆（NewTech）、深邃（Mystery）。这是一个理念超前、作风大胆的汽车品牌。2017 年 11 月 28 日旗下第一款车型领克 01 上市，目前车型包括领克 01/02/03/01 新能源等，未来 SPA 平台的合作赋予领克更加完善的产品布局。

图表 43: 领克目前已上市车型

车型	上市时间	级别	指导价位	对标
领克 01	2017.11.28	A 级 SUV	15.88-22.08	本田 CRV
领克 02	2018.6.28	A 级 SUV	12.28-19.28	丰田 CH-R、大众 T-Roc
领克 01PHEV	2018.7.27	A 级 SUV	23.28-26.28(补贴前) 19.98-22.98(补贴后)	荣威 eRX5
领克 03	2018.10.19	A 级轿车	11.68-15.18	宝马 1 系、奥迪 A3

资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

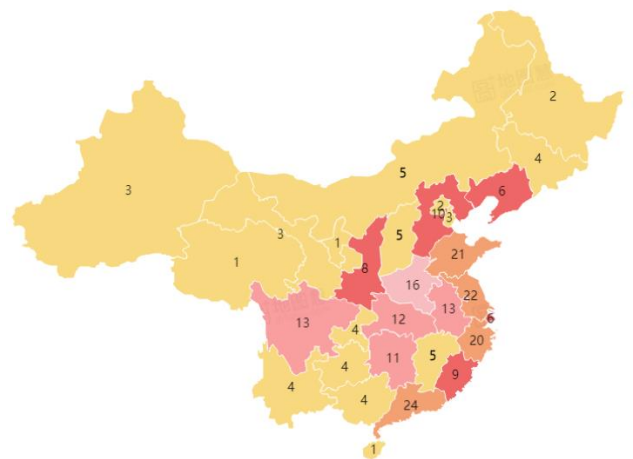
“三位一体”的线上+线下渠道新零售模式。领克品牌的销售模式与传统车企不同，采用线上+线下渠道的新零售模式，更为贴近年轻人市场。其中线上销售渠道主要包括“领克空间”与“领克商城”，其中领克空间不仅具有传统汽车销售店展示、销售、售后服务等全部功能，还能够为用户提供在线销售和独特的店内体验服务，而线下渠道方面，领克目前共 242 家经销商，覆盖全国各主要省市，已完成销售渠道的铺设及下沉。

图表 44: 线上销售渠道“领克空间”



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 45: 线下经销商布局



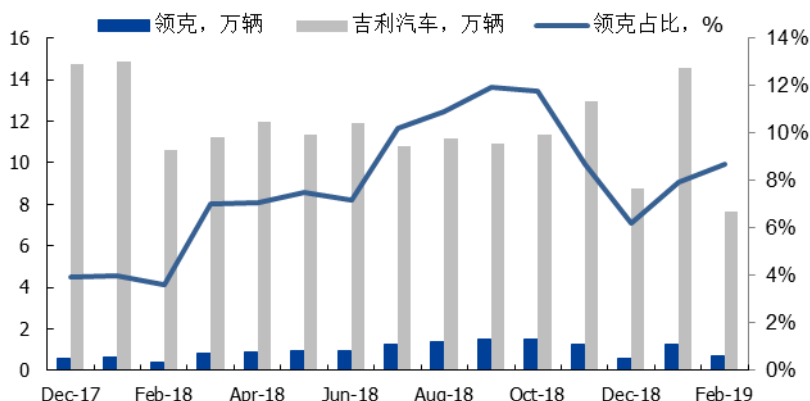
资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

4.3 未来领克有望提升吉利品牌，量价齐升

销量上，领克市场打开顺利，2018 年已占比吉利 8%。销量上，领克自 2017 年底发布领克 01 以来，凭借准确的市场定位与高性价比的车型，各款车型均成为市场热门。2018 年领克 01 共销售 78,235 辆，领克全系预计销售 12 万辆，全年销售占比 8.02%。从趋势上看，领克品牌销售占比从 2017 年 12 月的 3.91%，持续提升至 2019 年 2 月的 8.71%。

领克品牌的设立，吉利填补了高端市场的空缺，为公司带来广阔的市场增量。

图表 46: 领克在吉利销售中，占比持续提升



资料来源：中汽协，国盛证券研究所

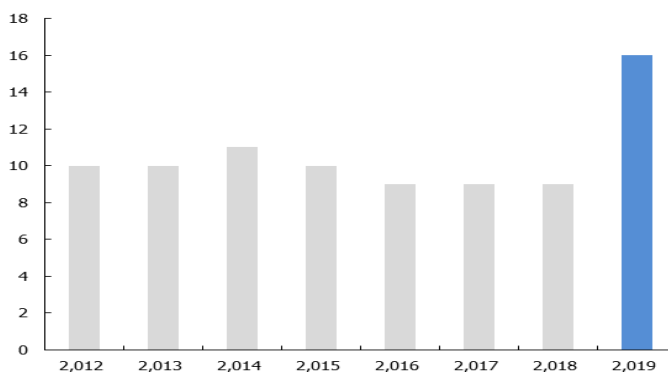
价格上，领克为吉利打开高端市场，带来新增量。作为吉利汽车向上突破的依托，领克品牌的导入，极大地改善了吉利汽车的销售结构，并体现在销售价格上。2018年，吉利汽车不含领克/包含领克的平均单车销售价格分别为 74362、79510 元，领克品牌的导入将吉利平均单车售价提升 6.92%。

五、新车周期开启，打开成长新空间

5.1 新车周期已至，填补空缺市场

2019 公司继续扩展新品周期。凭借公司在模块化平台方面的领先优势，公司一方面博越、博瑞、帝豪 GL、帝豪 GS、远景 SUV 等新车在零部件、外观、内饰有着高度的统一性，另一方面吉利推新车的速度也远远快于其他竞争对手。根据公司目前公布信息，吉利将计划在今年推出 16 款新车，月均超过一款。同时吉利在 2019 年不仅将重点布局新能源领域，同时在产品层面也瞄准了细分市场，包括首款 MPV 嘉际、轿跑 SUV FY11、纯电动轿车 GE11 等，公司主打空缺的细分市场，将有效带来业绩弹性。

图表 47: 公司新车发布数量



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

嘉际对标宋 MAX 及传祺 GM6，填补 MPV 布局空缺。3 月 11 日，公司历时 5 年开发的新车在珠海宣布全国上市，取名为“嘉际”。新车售价为 9.98 至 18.28 万元。共推出 11 款车型，售价 9.98 万--16.98 万元，涵盖燃油、插电、轻混三种动力组合。嘉际对标宋

MAX 及传祺 GM6，车身尺寸方面吉利嘉际在车身宽度轴距方面有很大的优势，此外凭借超高颜值，有望成为新爆款车型。

首款轿跑 SUV 星越，沃尔沃 XC90 同款动力系统，对标长安 CS85 与哈弗 F7x。星越在 CMA 架构的基础上，将搭载沃尔沃 2.0TD T5 发动机与爱信 8AT 变速箱，百公里加速时间仅需 6.8 秒。该动力系统与沃尔沃 XC90 同款，并让星越一举成为吉利汽车燃油动力下加速最快的 SUV 车型。

图表 48: 公司 2019 年 1 月推出首款 MPV 嘉际



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

图表 49: 星越基于吉利和沃尔沃联合研发的 CMA 架构打造而来



资料来源: 汽车之家, 国盛证券研究所

5.2 加码新能源，打开广阔市场

发布新能源战略，坚定推行。2015 年，吉利大胆提出了蓝色吉利行动战略，计划到 2020 年产销量达到 200 万辆，其中新能源产品占比达到 90%。2018 年 5 月 28 日，吉利新能源战略发布会暨博瑞 GE 上市仪式在宁波杭州湾新区举行。在发布会上，吉利汽车发布了新能源动力系统“智擎”，涵盖纯电技术、混动技术、替代燃料以及氢燃料电池等四大技术路径，致力于成为全球新能源节能技术引领者和普及者。2019 年 1 月，吉利新能源业务升级为独立品牌。清晰的战略致使吉利在新能源领域发展迅速。

图表 50: 公司新能源布局

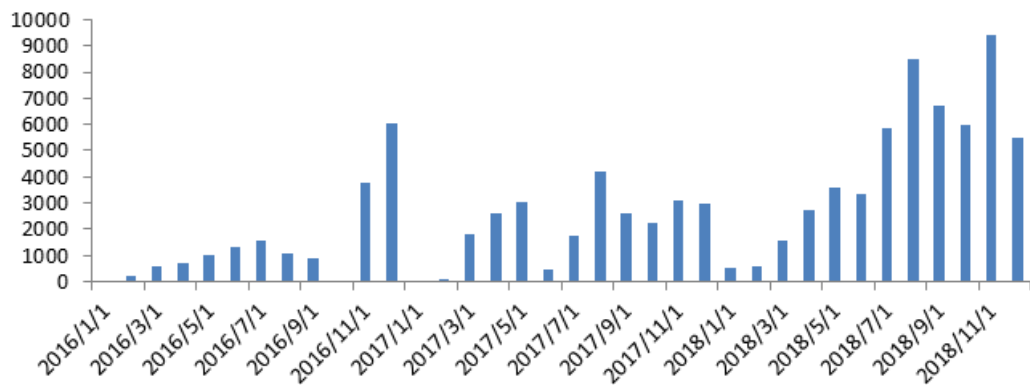


资料来源: 搜狐汽车, 国盛证券研究所

公司新能源业务将处于快速成长期。2018 年，嘉际 1.5TD PHEV 插电混动 (15.98-18.28 万)，博瑞 MHEV 版 (13.68-17.98 万)、博瑞 PHEV 版 (16.68-19.98 万)、帝豪 GSE (11.98-14.58 万)、帝豪 PHEV (16.58-18.58 万)、帝豪 EV450 (13.58-15.58 万)、领克 01PHEV (15.88-22.08 万) 等在内的多款吉利新能源汽车车型持续投放。根据规划，至 2020 年

吉利汽车将有 30 多款新能源及电气化车型推向市场，其中 2019 年将引入更多具竞争力的新能源和电气化汽车产品，包括缤越、缤瑞、帝豪 GL 等现有车型的新能源版本。从销量上看，公司 2018 年共销售 6.85 万辆新能源汽车，占比 4.57%。未来公司新能源汽车业务将有望受益于行业快速成长，带来新的业绩增长空间。

图表 51: 公司新能源汽车销量



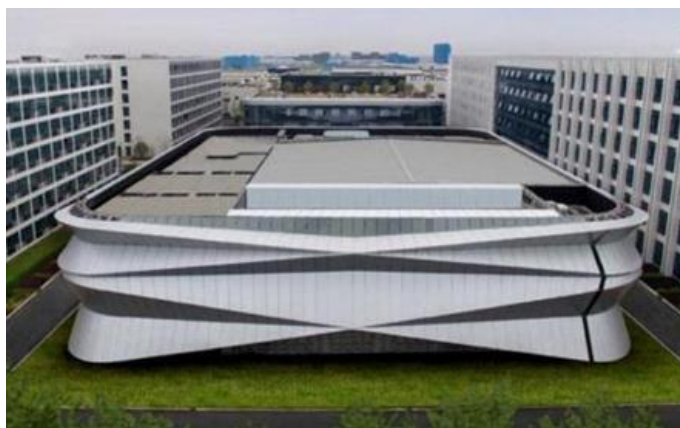
资料来源: 交强险数据, 汽车之家, 国盛证券研究所

吉利杭州湾项目群开工，新能源产能加速投放。2017 年 5 月全面启用的吉利汽车（杭州湾）研发中心一期项目，是吉利汽车研究院总部和研发大本营，将承载吉利汽车的产品开发和技术突破任务。2018 年 3 月 12 日，吉利汽车项目群在宁波杭州湾正式动工，此次开工的项目包括杭州湾研发中心二期、三期项目，吉利 PMA 纯电动汽车项目及吉利企业大学项目，总投资高达 315 亿元人民币。

此次动工的吉利汽车（杭州湾）研发中心二期、三期项目总投资 70 亿元，将建设全球领先的安全碰撞试验室、环境风洞实验室及动力新能源实验中心等，预计引进研发人才约 5000 人。吉利 PMA 纯电动汽车项目总投资 145 亿元，达产后可实现年产 30 万辆的产能，整车产值 600 亿元。吉利企业大学项目总投资 80 亿元至 100 亿元，主要建设品牌展示馆、文化交流中心、行政管理中心、试制车间、赛车场及其他配套商业设施。

此外，吉利汽车座椅项目计划 2018 年 10 月建成，吉利新能源汽车电池包项目计划于 2018 年 12 月建成，设计年产 50 万套电池包，包括电池、电控、电机等。同时，吉利 DMA 工厂已于 2016 年 4 月开始建设，计划 2018 年 8 月建成，总建筑面积 34 万平方米，将生产吉利与沃尔沃共同开发的车型，具有年产 30 万辆大型豪华 SUV 和新能源轿车的生产能力。

图表 52: 吉利汽车（杭州湾）研发中心一期项目（已启用）



资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

图表 53: 吉利汽车项目群在宁波杭州湾动工项目



资料来源：搜狐汽车，国盛证券研究所

携手宁德时代，强强联合，保障供应。2018 年 12 月，宁德时代拟与吉利汽车的全资子公司浙江吉润共同出资设立合资公司，注册资本 10 亿元，宁德时代出资比例为 51%。合资公司董事会由 5 名董事组成（浙江吉润 2 名，宁德 3 名），设总经理 1 名（宁德委派），副总经理 1 名（由财务负责人担任，浙江吉润委派）。此次与浙江吉润成立的合资公司经营范围主要是电芯、电池模组及电池包研发、制造及销售，提升产业链规模效应。

公司厚积薄发，混电/纯电实力全面：

1. 在混电技术上，公司博瑞 GE PHEV 搭载的 1.5TD+7DCTH 插电混系统则采用了自主研发的 P2.5 独特架构，将电机置于变速器内，从而减少中间损耗，整体性更强，传动效率高达 97%，实现了最佳转速和最佳油电分配比例，提升 22% 动力和 42.4% 节油率，纯电续航里程最长可达 60km，百公里加权油耗仅 1.6L，亏电状态下百公里综合油耗 5.3L。也是目前混合动力最佳的动力输出耦合方案之一，并且博瑞 GE PHEV 的充电时间也从 4 小时缩短到行业领先的 1.5 小时。
2. 在纯电技术上，吉利已经实现三电（电机、电池、电控）技术的自主化。主要由帝豪 EV 组成的曹操专车在全国已经稳定运行了数亿公里。年初发布的帝豪 EV450，NEDC 续航里程达到 400km，处于国际领先水准。预计到 2020 年，吉利将有包括帝豪 EV、帝豪 GS 纯电动等数款车型投放市场，续航里程也将进一步达到 500km，占据行业第一技术梯队。此外根据汽车之家相关新闻报道，吉利正在研发国内首个开放式、全新一代纯电动模块化架构，目标是在行业提前 3-5 年率先布局，确保吉利新能源技术在未来的领先地位。

图表 54: 公司目前新能源车型

车型	级别	技术路线	NEDC 续航里程 (km)	上市时间
帝豪 HEV	A 级	混合动力车		2017
帝豪 EV 450	A 级	EV	400	2018-4
帝豪 GS EV	A 级 SUV	EV	353	2018
帝豪 PHEV	A 级	PHEV	61	2018-7
帝豪 GL PHEV	A 级	PHEV	61	2018-2019
领克 01 PHEV	A 级 SUV	PHEV	50	2018

资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

吉利新能源首款车型“几何 A”预计二季度上市，对标 Model3。吉利汽车正式将代号为 GE11 的高维安全纯电轿车定名为“几何 A”。作为吉利新能源纯电品牌推出的首款全球战略车型，采用了“多维流动生命体”设计理念，凸显了纯电汽车的极简、科技、前卫特质。同时，几何 A 全系标配博世 9.3 代 ESP 系统、搭载了 L2 plus 级别智能驾驶系统，NEDC

续航达到 500km，几何 A 采用了行业领先的智擎纯电系统，配备高效能量回收系统，打造轻量化、智能化、高性能的纯电动专属架构。

还分别提供高能版和高维版两种选择，其 NEDC 综合工况续航里程分别为 500km 和 410km，各自匹配宁德时代生产的 61.9kWh 和 51.9kWh 两款高容量三元锂电池。高维版车型 0.5h 即可完成 30%-80%充电，高能版车型 0.55h 完成 30%-80%充电。新车对标特斯拉 Model3 有望打造行业新标杆。

图表 55: 吉利新能源旗下第一款车型“几何 A”



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所

盈利预测与估值

整车厂收入由量价决定，为预测整车厂的收入，需要推测 2019 年全年销量和对应当月销量的价格。由于不能直接了解到整车厂对经销商的批发价格，只能通过零售价格来推导，一般情况下假设经销商的毛利润在 4%左右，而零售价格需要剔除掉增值税影响，最终反映到收入端。

对吉利 2019 年全年销量和价格做敏感性假设，分为悲观、中性和乐观三种情形。同时在测算收入时做如下假设：

- 1) 如果该车型去年单月同期还未上市的情况下，19 年 6-12 月销量通过吉利汽车去年单月环比增速计算，部分车型会做相应调整；
- 2) 如果该车型去年单月同期已经上市的情况下，同比增速采用敏感性假设情形；
- 3) 下半年价格在 Q2 平均价格基础上做相应假设；
- 4) 下半年新上市车型，由于不确定具体上市月份，所以做简单销量假设；
- 5) 领克属于合联营企业，不计入收入，因此做简单假设。

通过统计汽车之家经销商报价可以计算出目前平均零售价格，计算 2018H2 下半年的收入与报表收入进行对比。2018 年报表收入为 530.5 亿元，根据公布销量和统计价格计算收入为 553.4 亿元，误差为 4.1%。我们假设吉利经销商的毛利率为 4 个百分点左右，与行业平均水平大致相当。

图表 56: 2018H2 收入推测检验

车系	Q3 季度 (亿元)	Q4 季度 (亿元)
缤瑞	4.69	28.21
缤越	0.00	24.88
博瑞	2.10	0.96
博瑞 GE	20.35	15.98
博越	74.43	80.49
帝豪	46.53	47.65
帝豪 GL	34.77	36.43
帝豪 GS	38.60	36.91
金刚	0.80	0.71
嘉际	0.00	0.00
远景	20.12	20.60
远景 S1	10.10	8.85
远景 SUV	24.49	26.89
远景 X1	1.30	0.48
远景 X3	16.78	17.87
合计	295.07	346.90
共计	553.42	
2018H2 报表收入	530.55	
相差	4.13%	

资料来源: 国盛证券研究所

在中性假设条件下, 我们假设 Q3 和 Q4 的价格环比持平, 而销量则根据我们之前的假设, 可以得出全年共销售 158 万辆 (包含领克), 而毛利率和 2018 年保持持平。

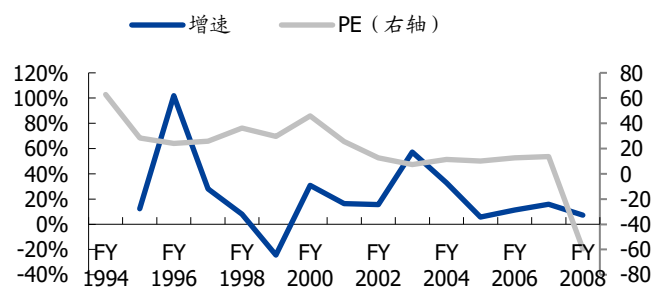
图表 57: 中性假设下吉利汽车 2018H2 销量价格预测

车系	Q3 价格 (万元)	Q4 价格 (万元)	6-12 月合计销量 (量)
缤瑞	9.13	9.13	47596
缤越	10.03	10.03	73549
博瑞	13.80	13.80	4252
博瑞 GE	14.97	14.97	24803
博越	11.11	11.11	138840
帝豪	6.92	6.92	138570
帝豪 GL	9.01	9.01	85340
帝豪 GS	9.01	9.01	89098
金刚	4.82	4.82	7867
嘉际	12.56	12.56	21544
远景	5.82	5.82	73294
远景 S1	7.60	7.60	29298
远景 SUV	8.22	8.22	61740
远景 X1	2.30	2.30	5692
远景 X3	5.68	5.68	64009
几何 A			8859
星越	16.85	16.85	41282

资料来源: 国盛证券研究所

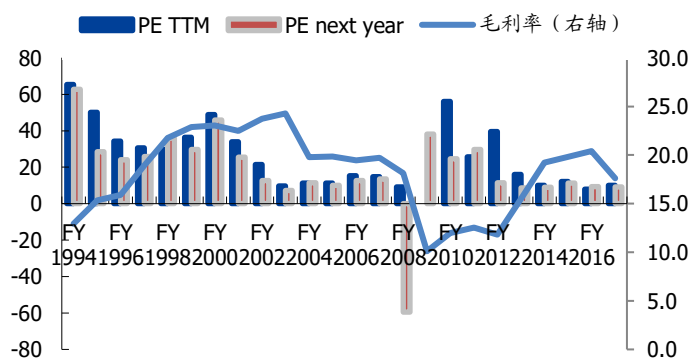
吉利汽车考虑其所处港股, 同时也是中国具有跨国车企集团雏形的整车企业, 其估值水平应对标全球整车厂。我们认为吉利可以和历史上处于快速成长期的丰田相比, 丰田上世纪 80 年代受益于全球油价上涨危机, 在北美市场销量快速增长, 并在美国市场推出雷克萨斯品牌, 处于快速成长期。

图表 58: 丰田汽车历史估值与增速对比



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

图表 59: 丰田汽车历史估值与毛利率对比



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

可以看到丰田汽车在 1994 年-2002 年毛利率稳步提升, 公司处于上升期, PE 维持在 20-25x。吉利当前处于快速发展期, 虽然短期内受到政策扰动, 但是不改长期成长逻辑。对标丰田, 我们给予公司 2019 年目标价 18.43 元人民币, 即 20.93 元港币, 对应 2019 年估值 15x PE。

预计公司 2019 年在中性假设条件下销量为 158 万辆 (含领克)。预计公司 19/20/21 年归母净利润分别为 112/135/164 亿元, 对应 PE 分别为 9.5/7.9/6.5 倍, 首次覆盖给予“买

入”评级。

风险提示

1. 市场需求低于预期，导致公司销量下滑，将无法摊薄固定资产投资、工厂运营等固定成本；或引发行业价格战，导致公司单车盈利能力下降。
2. 嘉际、星越、领克新车型等产品的市场反馈较弱，公司在 MPV 或高端 SUV 市场开拓不达预期，导致销量或单车盈利下滑。
3. 预测假设与实际情况有差异的风险。报告中预测部分假设基于产业调研和分析，可能与实际情况有一定差异。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com