

【广发海外汽车】吉利汽车 (0175.HK)

短期压力酝酿，9月销量增速放缓

● 9月销量同比增长14%至12.4万辆，前9月累计销量同比增长37%

吉利公布9月销量数据：月销量同比增长14%/环比下滑1%至12.4万辆；SUV板块销量同比增长35%至7.6万辆，轿车板块销量同比下滑7.7%至4.8万辆，在行业负增长压力下同比增速稳健。三季度销量同比/环比增长24.9%/-3.0%至37.0万辆。前9月累计销量同比增长37%达113.7万辆，已达成公司全年销量目标158万辆的72%。

● 领克销量稳健，缤瑞轿车首月销量达5,029辆

领克01车型销量表现稳健，9月份共售9,309辆，环比小幅提升0.1%，前9月累计销量达7.4万辆。领克02于9月售出5,566辆。我们对广深沪领克店访显示01目前有现车，02等待期在1-2月左右。考虑到领克具备与主流合资品牌紧凑型SUV竞争的产品力，我们对领克四季度销量的爬坡保持乐观。吉利全新BMA平台下的首款轿车缤瑞上市首月销量5,029辆，储备订单达3万辆。

● 收购母公司两个生产设施以扩大发动机产能

公司10月5日与母公司订立收购协议，收购两家设计年产能均为36万台的发动机厂。两家发动机厂分别从事三缸/四缸涡轮增压发动机生产，我们认为发动机产能扩张是匹配新产品推出节奏的举措，将确保供给。

● 旧款车型生命周期逐渐成熟，新产品将带来增量，维持买入评级

我们认为公司九月销量同比增速放缓主要由于：①去年同期基数过高；②现有主力车型生命周期走向成熟，销量基本保持平稳；③行业层面竞争加剧。相信公司短期将受益于新品投放：公司5月以来先后上市博瑞GE、领克02、缤瑞叠加将于四季度上市的缤越、领克03、运动款博越与首款MPV将延续吉利的强产品周期。长线战略清晰：吉利、领克、沃尔沃的CMA平台共享策略将对公司品牌溢价与长期盈利构成支撑，蓝色吉利行动指引下公司对48V、PHEV、HEV，纯电技术稳步推进并将投放多款新能源汽车。预测2018-2020年EPS分别为1.87/2.84/3.80元人民币，板块近期销量低迷导致估值承压，公司当前价格对应2018年PE为6.6倍（以10月9日公司收盘价计算），维持“买入评级”。

● 风险提示

公司整体销量增长未如理想；公司进行大幅降价措施促进销量，降低其整体盈利度；新车上市速度低于预期；市场下行风险影响公司股价。

盈利预测：

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	53,722	92,761	136,409	188,496	235,154
增长率(%)	78.3	72.7	47.1	38.2	24.8
EBITDA	7,523	14,142	21,444	30,026	38,403
净利润	5,114	10,634	16,750	25,448	34,131
增长率(%)	126.2	107.9	57.5	51.9	34.1
EPS(人民币元/股)	0.58	1.19	1.87	2.84	3.80
市盈率(P/E)	23.9	10.3	6.6	4.3	3.2
市净率(P/B)	3.2	2.6	2.1	1.6	3.2

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

14.14 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-10-9

相对市场表现



分析师：

邓崇静 S0260518020005



020-87576482



dengchongjing@gf.com.cn

分析师：

欧亚菲 S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外汽车】吉利汽车 2018-09-25

(175.HK)：自主乘用车龙头遭遇行业逆风，长线增长前景依旧向好

【广发海外汽车】吉利汽车 2018-08-23

中期业绩点评：上半年业绩保持稳健，领克开始盈利

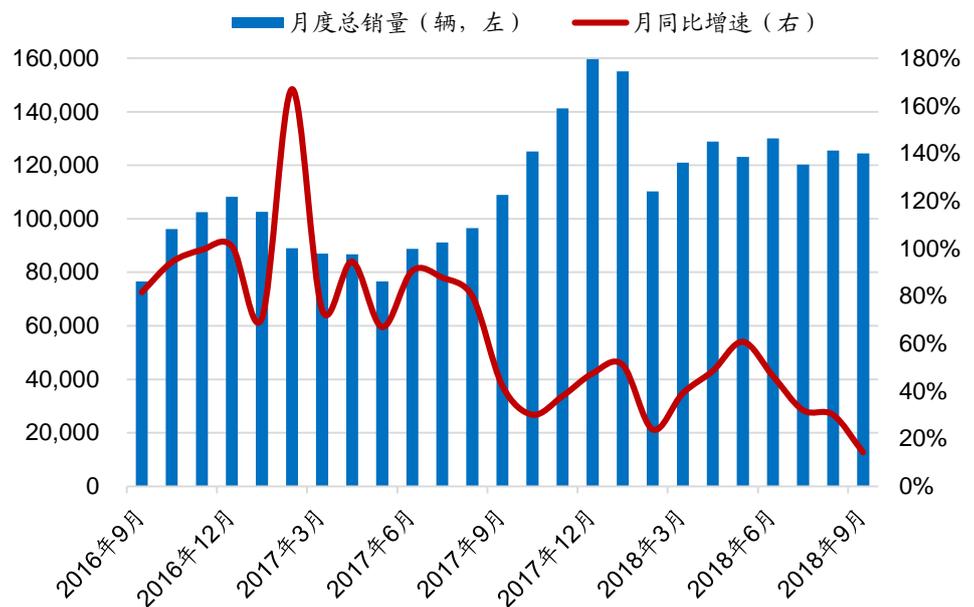
【广发海外汽车】吉利汽车 2018-07-19

(175.HK)产能扩张点评：扩大产能助力新车爬坡，销量有望继续突破

【广发海外汽车】吉利汽车 2018-07-12

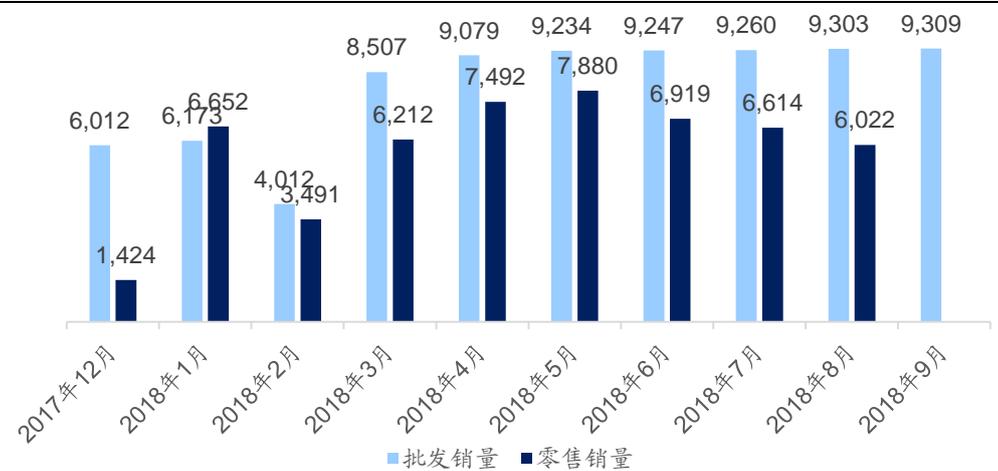
(175.HK)2018中报盈喜点评：公司发布盈喜，销量均价双升拉动净利润提升

图表 1: 吉利汽车月度总销量及同比增长



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

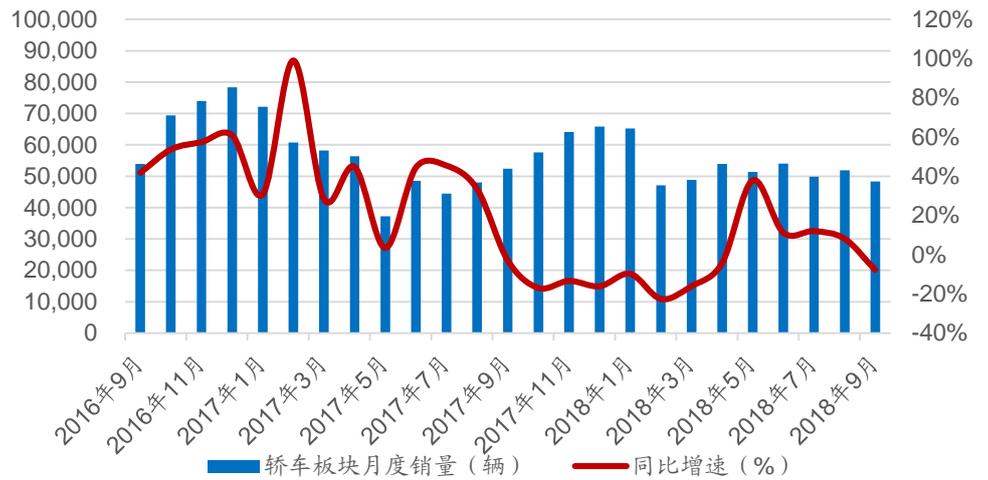
图表 2: 领克01月度批发及零售销量 (单位: 辆)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

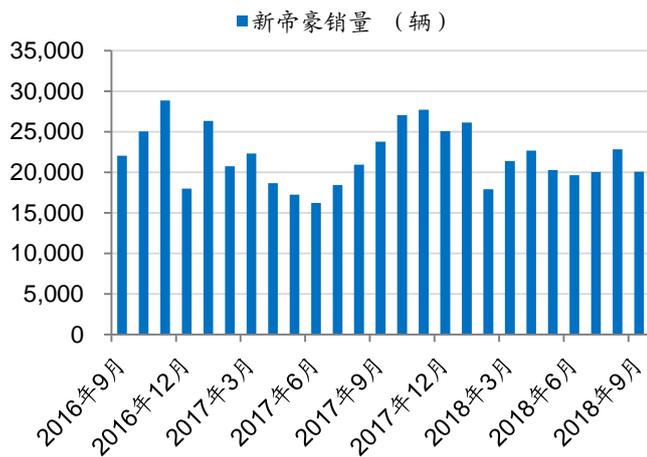
注: 九月零售销量数据暂未公布

图表 3: 吉利汽车轿车板块月度销量及增速



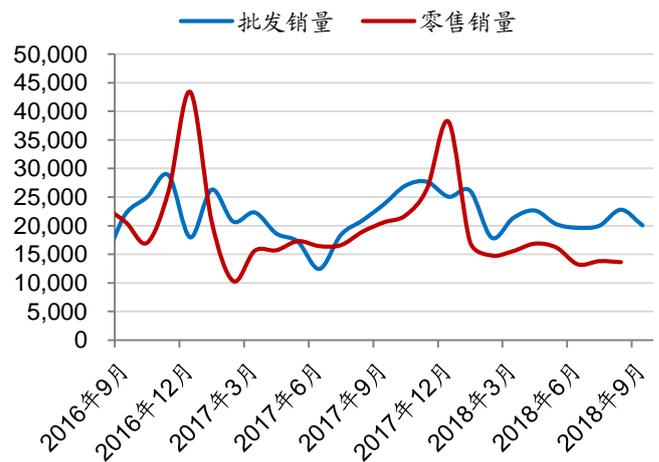
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 4: 新帝豪月度批发销量

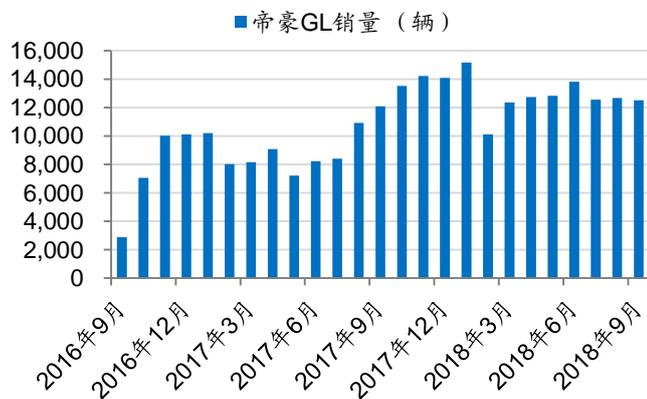


资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 5: 新帝豪月度零售批发销量对比 (辆)

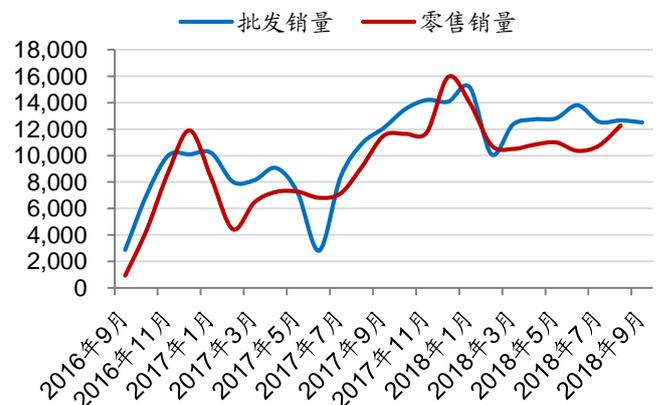


图表 6: 帝豪GL月度批发销量



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 7: 帝豪GL月度零售批发销量对比 (辆)

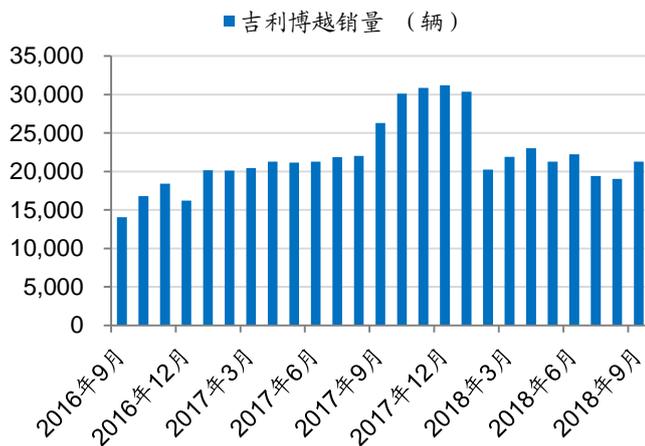


图表 8: 吉利汽车SUV板块月度销量及增速



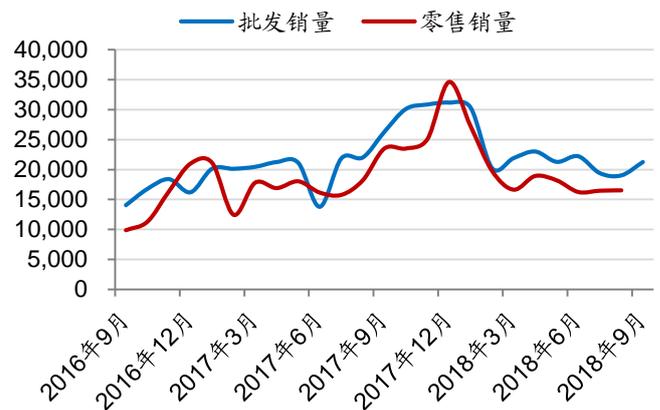
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 9: 吉利博越月度批发销量



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 10: 吉利博越月度零售批发销量对比 (辆)

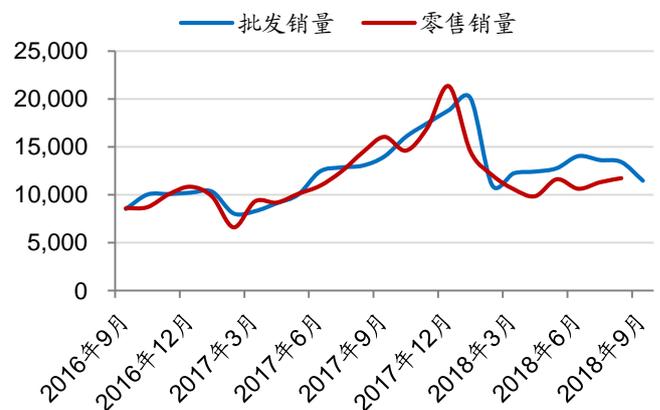


图表 11: 帝豪GS月度批发销量



资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图表 12: 帝豪GS月度零售批发销量对比 (辆)



我们继续推荐吉利汽车为港股乘用车行业最具确定性标的，原因如下：

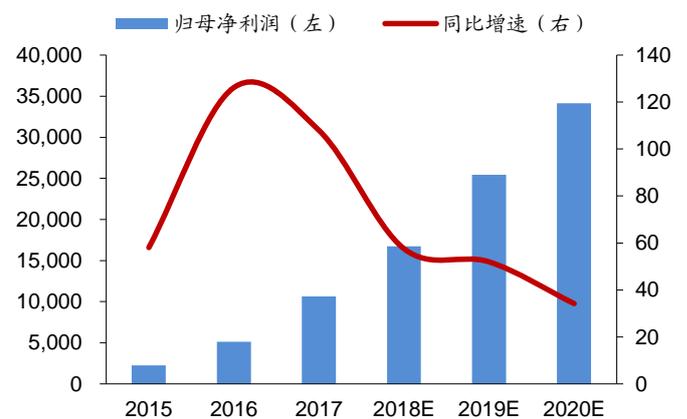
整体而言，乘用车制造商得益于其在产业价值链条上相对于零部件商与经销商更强的议价能力，在车市下行周期内对成本提升的敏感度低于零部件商，对需求低迷的敏感度弱于经销商。虽然近来数月乘用车销量的低迷与各种外部环境的变化密不可分，但总体由增量市场转变为存量市场的趋势不可逆。我们认为这一阶段下的乘用车市将出现以下几个特点：1.市占率将向行业龙头进一步集中，但消费者将更加注重个性，因此销量将逐渐集中于行业龙头厂商，并且从爆款单品下沉至各细分市场竞品车型。2.豪华车市销量增速将继续跑赢行业，其中强势品牌月度销量有望维持双位数增速。3.将企业战略定位率先从传统主机厂改变为集新能源、智能驾驶、出行服务的综合提供商的公司对比同行将享有估值溢价。

我们对吉利汽车的基本判断不变：公司短期仍处于可见性强的产品周期上行轨道；中期将受益于与沃尔沃、领克平台化开发策略下所打造的细分领域精品车型，同时车型的研发周期缩短且费用随着分摊降低；长期将受惠于包含48V、HEV、PHEV与纯电技术的新能源汽车发展图谱和稳步推进的海外拓张道路。我们看好公司在新产品周期下，其新车型以及现有主推车型的升级对公司整体销量的提升。公司 2018 年整体销量及盈利增长均有较强支撑；预计2018-2020年公司EPS分别为1.87/2.84/3.80元人民币，公司当前价格对应 2018年PE 为 6.6倍（以10月9日公司收盘价计算），维持“买入评级”。

图表 15: 吉利汽车2015-2020E收入预测（人民币千元）及同比增速（%）

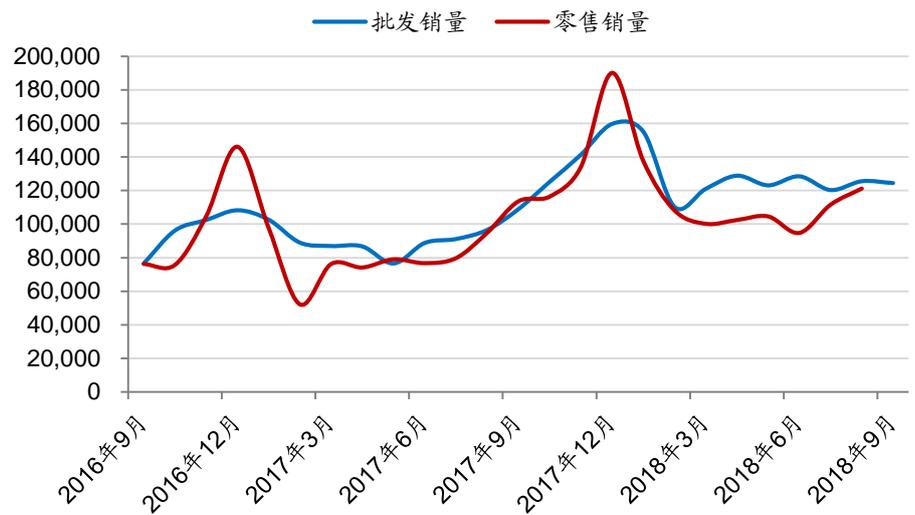


图表 16: 吉利汽车2015-2020E归母净利润预测（人民币千元）及同比增速（%）



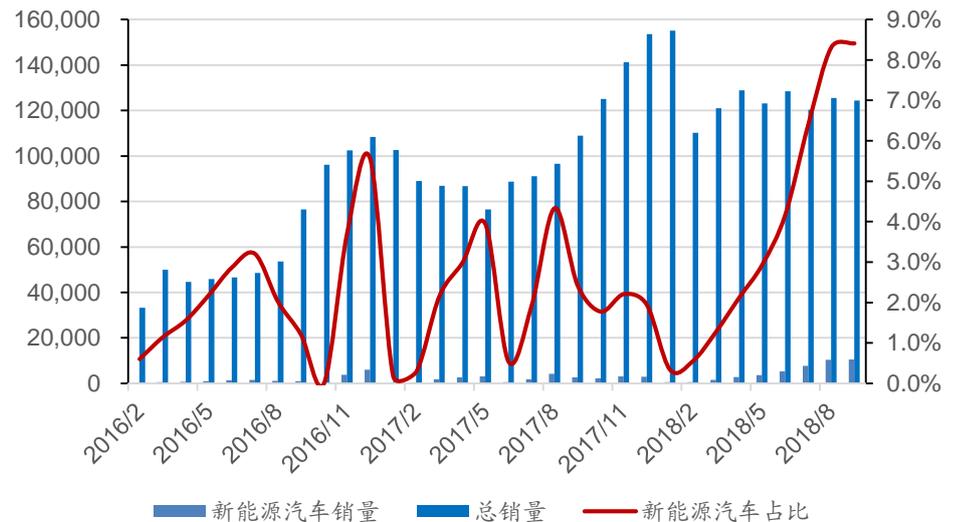
资料来源：公司年报，公司 2017 年业绩发布材料，广发证券发展研究中心

图表 17: 吉利汽车零售批发销量对比 (辆)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图表 17: 吉利汽车新能源汽车批发销量及占总销量比 (辆)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

公司整体销量增长未如理想; 公司进行大幅降价措施促进销量, 降低其整体盈利度; 领克品牌推广费用大于预期; 市场下行风险影响公司股价。

资产负债表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产					
可供出售金融资产	22	22	24	26	29
联营/合资企业利润	1,002	4,805	5,285	5,814	6,395
固定资产	10,650	14,053	17,090	20,431	24,107
无形资产	6,462	10,552	13,717	17,832	23,182
商誉	7	16	16	16	16
预付土地租赁付款	2,003	2,124	2,336	2,570	2,827
递延所得税资产	188	401	441	486	534
非流动资产合计	20,334	31,973	38,911	47,176	57,090
库存	3,066	6,027	7,836	10,186	13,242
应收账款	1,237	701	1,051	1,577	2,365
预付款及其他应收	2,939	3,987	5,183	6,737	8,759
应收票据	24,864	28,791	30,230	31,742	33,329
金融资产	0	0	0	0	0
预交所得税	15	4	3	3	2
现金及现金等价物	15,045	13,415	15,791	23,071	34,524
流动资产合计	47,249	53,008	60,182	73,408	92,318
资产总计	67,583	84,981	99,093	120,584	149,408
流动负债					
应付账款	23,041	30,594	39,772	51,704	67,215
应付票据	100	1,045	1,568	2,351	3,527
预收客户款	7,910	7,984	8,144	8,307	8,473
股息及其他应付款	8,728	7,909	8,700	9,570	10,527
非流动性借款(一年内)	174	1,296	0	0	0
应缴税款	67	1,073	1,180	1,298	1,428
流动负债合计	40,630	49,902	59,364	73,230	91,170
非流动负债					
借款及优先票据	2,068	0	0	0	0
递延税款贷项	198	268	348	453	589
非流动负债合计	2,266	268	348	454	591
净资产	24,686	34,811	39,380	46,900	57,647
权益					
公司股东权益					
已发行股本	163	164	164	164	163
储备金	24,275	31,920	43,645	61,459	24,275
非控制权益	249	344	(6,912)	(17,360)	(30,709)
权益合计	24,686	34,811	39,380	46,900	57,647
负债和所有者权益	67,583	84,981	99,093	120,584	149,408

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

利润表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	53,722	92,761	136,409	188,496	235,154
销售成本	(43,880)	(74,779)	(107,081)	(147,027)	(182,245)
毛利	9,842	17,981	29,328	41,469	52,910
其他收入	1,131	1,229	1,629	1,955	2,346
营销费用	(2,503)	(4,056)	(6,002)	(8,105)	(10,112)
行政开支	(2,560)	(2,923)	(5,866)	(8,105)	(10,112)
其他业务支出	(42)	(28)	(68)	(94)	(118)
营业费用合计	(3,973)	(5,777)	(10,307)	(14,350)	(17,995)
经营利润	5,868	12,204	19,021	27,119	34,915
财务收入	85	127	125	150	180
财务支出	(116)	(162)	(146)	(168)	(193)
应占联营/合资公司盈利/(亏损)	(9)	42	1,183	3,562	6,224
税前利润	6,205	12,774	20,183	30,663	41,126
所得税	(1,034)	(2,039)	(3,229)	(4,906)	(6,580)
全年利润	5,171	10,735	16,954	25,757	34,546
应得利润:					
归属股东净利润	5,114	10,634	16,750	25,448	34,131
归属非控制权益净利润	58	102	203	309	415

现金流量表

单位: 百万元人民币

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前收入	6,204	12,774	20,183	30,663	41,126
折旧及摊销	1,654	1,938	2,423	2,907	3,488
关联调整	9	4	(1,183)	(3,562)	(6,224)
已缴税款	(754)	(1,759)	(3,229)	(4,906)	(6,580)
流动资金变动	1,538	(510)	(561)	(617)	(679)
经营活动的净现金	8,189	9,794	11,434	11,435	11,435
资本开支	562	(3,452)	(3,797)	(4,176)	(4,594)
投资	(2,655)	(3,950)	(1,975)	(987)	(494)
投资活动的净现金	(2,557)	(11,911)	(10,281)	(9,674)	(9,597)
已付股息	(281)	(960)	(4,924)	(7,482)	(10,034)
其它营业外费用	310	(725)	500	500	501
融资活动的净现金	29	(1,685)	(4,424)	(6,982)	(9,532)
期初现金及现金等价物	9,167	15,045	13,415	15,791	23,071
外汇波动影响	69	(29)	(50)	(50)	(49)
期末现金及现金等价物	15,045	13,415	15,791	23,071	34,524

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 海外研究主管, 消费品首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名, 第二名, 第二名和第三名, 2015 年新财富最佳海外研究(团队)第六名, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 惠毓伦: 海外电子行业首席分析师, 34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 廖 凌: 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩 玲: 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇: 博彩休闲行业首席分析师, 2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳: 海外互联网行业首席分析师, 2012-2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名(团队)、第 4 名(团队)、第 2 名(团队)。
- 邓崇静: 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯: 美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘 峤: 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮: 海外博彩休闲行业研究助理, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。