

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)

同比增速受高基数及行业逆风拖累，走量车型在爬坡周期

- 月销量恢复环比增长，受行业环境及高基数影响，同比增速放缓至3%
- 沃尔沃动力技术植入BMA平台，缤系列产品需求畅旺，走量车型仍在爬坡周期。吉利和领克品牌终端售价环比走稳，定价能力优于同级别竞品
- 下调2018-20E净利润预测3-7%，产品线上升确定性高，维持买入评级，下调目标价至19.0港元 (9.4x FY19E P/E)

环比恢复正增长，同比增速受高基数及大环境拖累

公司10月销量同比增长3%至12.9万辆，环比恢复正增长至4%（上月意外环比下降）。同比增速下降主要受高基数及行业逆风拖累，但远高于行业平均水平（估计下降10%以上）。前10月总销量增长33%至126.6万辆，已完成全年销量目标的80%。销售结构保持全面均衡态势，本月共有7款车型销量过万辆（远景X3、新远景、远景SUV、帝豪GS、帝豪GL、帝豪EC7、博越），我们估计年底有9-10款车型月销量过万辆。10月份领克品牌销量达1.5万辆（领克01/02销量分别为8,476/5,766辆，新上市的领克03在爬坡周期），环比增长2%。领克01环比下降与即将推出小改款（配置调整和车机升级）有关，对生产线有短暂影响，我们对其市场竞争力并不担忧。

吉利品牌动力技术升级，缤系列新产品持续上量

吉利品牌的BMA平台配备公司与沃尔沃联合研发的小排量发动机，CMA平台的发动机技术下放至吉利品牌，使其获得动力技术升级。BMA平台的缤系列产品持续上量，缤瑞上市后第二个月的月销量已迅速攀升至7.6千辆，预计年底过万辆。刚上市一周的缤越，当前订单已超过2万辆。预计未来缤瑞和缤越将成为吉利品牌稳态月销量过万辆的爆款新车型。

终端市场竞争压力仍大，公司价格环比走稳

我们的渠道调研显示公司产品价格环比稳定，定价能力优于同业。1) 吉利品牌：旗舰车型博越、帝豪GS及GL终端折扣环比持平，博越终端优惠约1万元人民币，折扣低于竞争车型哈弗H6（当前终端优惠约2万元人民币）；2) 领克品牌：燃油版领克01在终端市场大部分地区均有现车，价格方面没有折扣，但其定价能力优于同级别类型的WEY（VV7终端让利从上个月的1万元人民币攀升至1.5万元人民币）。

下调净利润预测3%-7%，下调目标价至19.0港元

下调2018-20E净利润预测3%/5%/7%，对公司受行业下行负面影响做更保守预期，比市场一致预期低4%/8%/10%。公司四季度同比基数偏高，是全年增长最弱时节，但公司的产品线上升周期确定性极高，预计经历至暗时刻后月销量将重新恢复双位数增长。下调公司目标价至19.0港元（前次为20.0港元），相当于9.4x FY19E P/E（接近于前次的9.3x），该偏保守的估值相对历史平均估值（10.3x）折让约10%。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	53,722	92,761	108,893	130,424	139,215
同比增长 (%)	78.3%	72.7%	17.4%	19.8%	6.7%
净利润	5,112	10,634	13,566	16,320	18,841
同比增长 (%)	126.2%	108.0%	27.6%	20.3%	15.4%
每股盈利 (元)	0.57	1.16	1.48	1.78	2.06
每股股息 (元)	0.11	0.26	0.44	0.53	0.62
市盈率 (x)	23.7	11.7	9.2	7.6	6.6
市净率 (x)	5.0	3.5	2.7	2.1	1.7
ROE (%)	20.9%	30.9%	29.7%	27.9%	25.6%

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

梁勇活 童颖
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn tongy@cmschina.com.cn

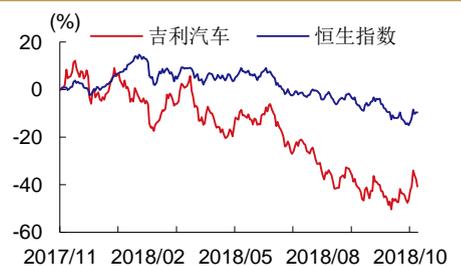
最新变动

目标价及盈利预测下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$15.4
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$19.0 (+23%)
前次目标价:	HK\$20.0

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
175 HK	7.3	(31.0)	(38.7)
恒生指数	(1.7)	(12.7)	(8.7)

行业：汽车汽配

恒生指数	26148
国企指数	10633

重要数据

52周股价区间 (港元)	12.84-29.8
港股市值 (百万港元)	138276
日均成交量 (百万股)	56.1
每股净资产 (港元)	4.35

主要股东

吉利控股	42.62%
总股数 (百万股)	8802
自由流通量	56%

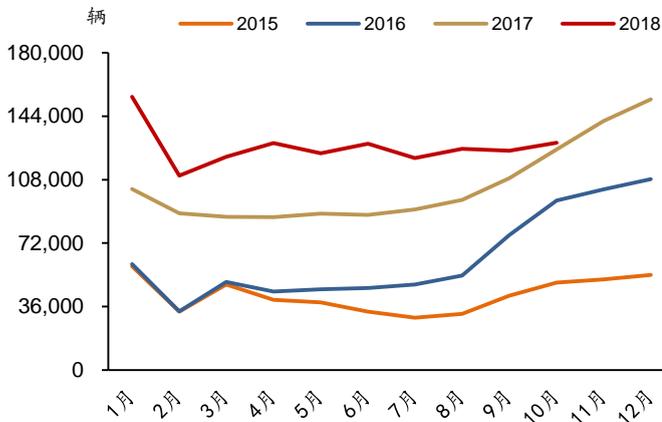
资料来源：贝格数据

相关报告

1. 吉利汽车(175 HK) - 九月销量稳健增长，短期需警惕行业逆风负面影响 2018/10/9
2. 吉利汽车(175 HK) - 八月销量逆势强劲增长，新产品和渠道拓展齐发力 2018/9/7
3. 吉利汽车(175 HK) - 上半年高质量高增长，行业逆风令估值短期承压 2018/8/23
4. 吉利汽车(175 HK) - 淡季销量强劲，当前估值吸引 2018/8/7

重点图表

图1: 公司汽车月销量



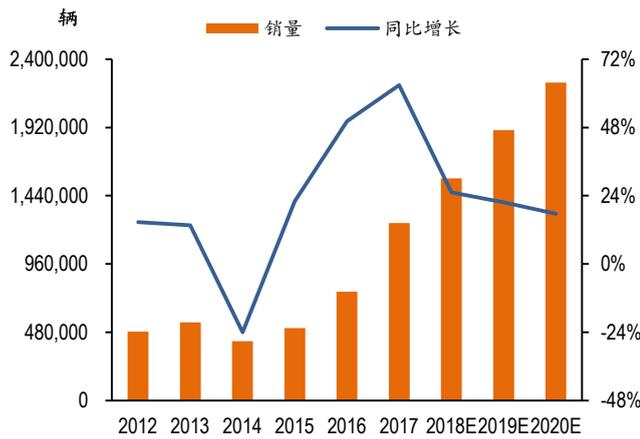
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 公司净利润强劲增长



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



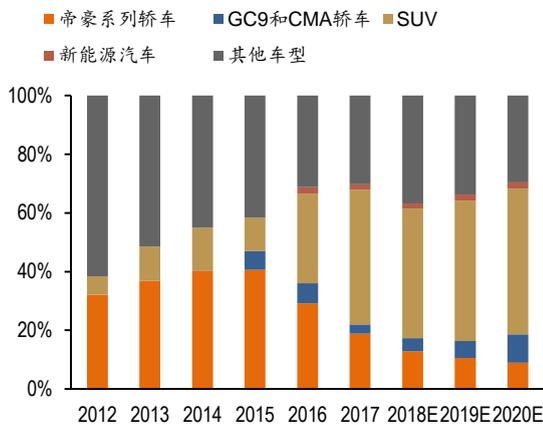
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车销售平均售价持续上升



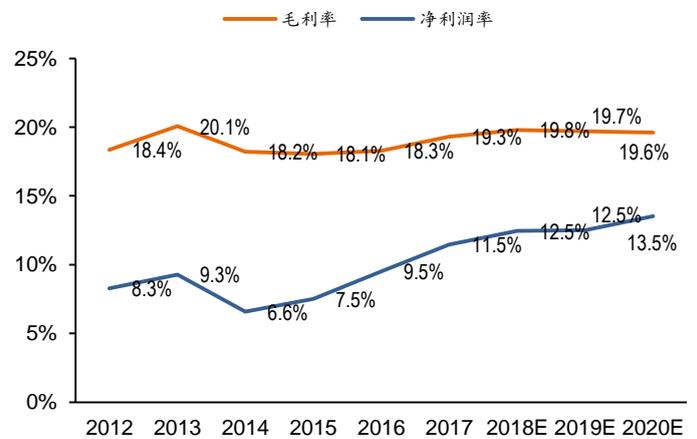
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

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

图7: 公司汽车销量预测

(单位: 辆)	新预测			原预测			变动		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
吉利品牌	1,411,250	1,620,000	1,715,000	1,501,000	1,700,000	1,795,000	-6.0%	-4.7%	-4.5%
领克品牌	150,000	280,000	520,000	150,000	340,000	600,000	0.0%	-17.6%	-13.3%
总销量	1,561,250	1,900,000	2,235,000	1,651,000	2,040,000	2,395,000	-5.4%	-6.9%	-6.7%
平均售价 (千元, 吉利品牌)	73.7	76.9	77.6	78.4	79.0	79.8	-6.0%	-2.7%	-2.8%
平均售价 (千元, 吉利和领克品牌)	83.3	89.6	95.3	87.3	93.1	99.4	-4.6%	-3.8%	-4.2%
毛利率 (%)	19.8%	19.7%	19.6%	19.8%	19.7%	19.6%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

图8: 公司盈利预测

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动 (%)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
营业额	108,893	130,424	139,215	123,095	140,537	149,889	-11.5%	-7.2%	-7.1%
销售成本	-87,329	-104,725	-111,921	-98,718	-112,846	-120,503	-11.5%	-7.2%	-7.1%
毛利	21,564	25,699	27,294	24,376	27,692	29,387	-11.5%	-7.2%	-7.1%
其他收入	1,851	1,043	1,114	1,108	1,124	1,199	67.1%	-7.2%	-7.1%
分销及销售费用	-4,682	-5,608	-5,917	-5,539	-6,465	-6,895	-15.5%	-13.2%	-14.2%
行政费用	-3,267	-3,913	-4,176	-3,964	-4,497	-4,796	-17.6%	-13.0%	-12.9%
以股份付款	-28	-28	-28	-28	-28	-28	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-41	-50	-53	-47	-53	-57	-11.5%	-7.2%	-7.1%
经营利润	15,397	17,144	18,234	15,907	17,773	18,810	-3.2%	-3.5%	-3.1%
联营公司权益之收益	42	45	48	42	45	48	0.0%	0.0%	0.0%
应占合营公司	858	2,415	4,350	858	2,901	5,591	0.0%	-16.8%	-22.2%
税前溢利	16,296	19,604	22,633	16,806	20,719	24,449	-3.0%	-5.4%	-7.4%
税项	-2,601	-3,129	-3,612	-2,682	-3,307	-3,902	-3.0%	-5.4%	-7.4%
本年度溢利	13,696	16,476	19,021	14,124	17,413	20,547	-3.0%	-5.4%	-7.4%
净利润	13,566	16,320	18,841	13,990	17,248	20,352	-3.0%	-5.4%	-7.4%

资料来源: 公司资料、招商证券 (香港)

行业估值比较

公司	彭博 代码	价格 货币	价格 评级	目标价	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		
						2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
汽车制造商																
华晨中国	1114 HK	HKD	中性	7.3	8.0	4,683	4.9	3.9	1.0	0.8	20.2	20.7	0.1	0.2	2.2	2.8
吉利汽车	175 HK	HKD	买入	15.4	19.0	17,702	9.2	7.6	2.7	2.1	29.7	27.9	0.3	0.4	3.3	3.9
广州汽车	2238 HK	HKD	未评级	8.5	n.a	15,011	6.1	5.4	1.0	0.9	16.5	16.3	0.1	0.5	5.2	5.6
长城汽车	2333 HK	HKD	中性	4.7	3.6	7,295	7.9	7.1	0.7	0.6	8.7	9.0	-1.7	0.6	3.8	4.3
东风集团	489 HK	HKD	未评级	8.0	n.a	8,846	4.2	4.1	0.5	0.4	12.7	11.5	0.7	2.7	4.3	4.4
北京汽车	1958 HK	HKD	中性	4.4	6.0	4,525	4.8	3.8	0.7	0.6	13.7	15.5	n.a	0.1	7.1	8.2
庆铃汽车	1122 HK	HKD	未评级	2.1	n.a	661	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
潍柴动力	2338 HK	HKD	未评级	8.4	n.a	8,679	7.9	8.3	1.5	1.3	19.8	16.7	0.0	n.a	6.1	5.3
平均							6.4	5.8	1.1	1.0	17.3	16.8	-0.1	0.7	4.6	4.9
汽车经销商																
中升控股	881 HK	HKD	买入	15.3	20.0	4,438	8.0	6.6	1.6	1.3	20.3	20.3	0.6	0.3	2.5	3.1
正通汽车	1728 HK	HKD	中性	3.8	4.3	1,184	5.8	4.9	0.7	0.7	12.6	13.4	0.9	0.2	3.8	4.5
宝信汽车	1293 HK	HKD	未评级	1.8	n.a	639	5.3	4.4	0.6	0.5	10.9	11.9	0.1	0.2	4.1	4.7
和谐汽车	3836 HK	HKD	中性	3.1	3.0	600	6.6	5.9	0.6	0.6	9.4	9.5	n.a	n.a	2.6	2.9
永达汽车	3669 HK	HKD	未评级	4.4	n.a	1,028	4.5	3.6	0.7	0.6	16.5	17.8	0.1	0.1	6.7	7.9
大昌行	1828 HK	HKD	未评级	2.8	n.a	676	5.4	4.8	0.5	0.4	9.0	9.5	0.1	0.4	7.5	8.2
平均							6.0	5.0	0.8	0.7	13.1	13.7	0.3	0.3	4.5	5.2
汽车零部件																
福耀玻璃	3606 HK	HKD	买入	25.1	29.0	8,240	13.3	12.5	2.6	2.4	19.8	19.4	0.4	1.9	4.5	4.8
敏实集团	425 HK	HKD	中性	27.6	28.2	4,047	12.9	11.2	2.2	2.0	16.9	17.7	1.8	0.7	3.3	3.8
耐世特	1316 HK	HKD	未评级	11.6	n.a	3,734	10.0	9.0	2.2	1.8	23.5	21.6	0.4	0.8	2.1	2.3
平均							12.1	10.9	2.3	2.1	20.0	19.6	0.9	1.2	3.3	3.6
整体平均							7.3	6.5	1.2	1.1	16.2	16.2	0.3	0.7	4.3	4.8

收盘价截至2018年11月7日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	47,249	53,008	63,494	77,167	84,658
现金及现金等价物	15,045	13,415	17,077	21,569	25,301
限制性银行存款	39	36	36	36	36
贸易应收款项	29,041	33,478	39,301	47,071	50,244
其他应收款项	-	-	-	-	-
存货	3,066	6,027	7,039	8,441	9,021
其他流动资产	58	52	42	49	56
非流动资产	20,334	31,973	41,651	52,831	66,039
物业、工厂及设备	10,650	14,053	16,784	19,193	22,320
租赁土地及土地使用权	2,003	2,124	1,705	2,012	2,313
无形资产	6,462	10,552	16,016	20,380	24,479
对合营公司投资	697	4,436	6,160	10,058	15,541
其他非流动资产	521	808	987	1,187	1,387
总资产	67,583	84,981	105,146	129,997	150,697
流动负债	40,630	49,902	58,709	70,681	76,043
贸易应付款项	39,779	47,533	55,509	66,567	71,141
其他应付款及应计项目	-	-	-	-	-
当期所得税负债	677	1,073	1,369	1,647	1,901
短期贷款	174	1,296	1,831	2,467	3,001
其他流动负债	0	-0	0	0	0
非流动负债	2,266	268	268	268	268
借款	-	-	-	-	-
递延所得税负债	198	268	268	268	268
其他流动负债	2,068	-	-	-	-
负债合计	42,897	50,170	58,977	70,949	76,311
发行股本	163	164	164	164	164
其他储备	24,275	34,303	45,548	58,301	73,487
留存收益	-	-	-	-	-
股东应占权益	24,437	34,467	45,713	58,465	73,651
少数股东权益	249	344	456	583	735
总权益	24,686	34,811	46,169	59,048	74,386
负债及权益合计	67,583	84,981	105,146	129,997	150,697

现金流量表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	8,338	11,994	17,674	20,326	20,494
税前盈利	6,204	12,774	16,296	19,604	22,633
折旧摊销	1,654	1,938	3,309	3,919	4,474
营运资金变动	9,091	13,752	19,918	23,025	23,610
其它	-8,612	-16,471	-21,849	-26,223	-30,223
投资活动现金流	-2,557	-11,911	-12,073	-12,273	-12,273
资本支出	-3,141	-7,402	-10,654	-10,654	-10,654
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	0	-3,750	0	0	0
其他	584	-760	-1,419	-1,619	-1,619
筹资活动现金流	29	-1,685	-1,939	-3,561	-4,489
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	163	1,122	535	636	534
已付股息	-281	-960	-2,347	-4,070	-4,896
其他融资活动	148	-1,847	-127	-127	-127
现金净增加额	5,810	-1,602	3,662	4,492	3,732
期末现金及现金等价物	15,045	13,415	17,077	21,569	25,301

利润表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	53,722	92,761	108,893	130,424	139,215
销售成本	-43,880	-74,779	-87,329	-104,725	-111,921
毛利	9,842	17,981	21,564	25,699	27,294
分销成本	-2,503	-4,056	-4,682	-5,608	-5,917
行政开支	-2,560	-2,923	-3,267	-3,913	-4,176
其他收入	1,131	1,229	1,851	1,043	1,114
运营利润	5,838	12,169	15,397	17,144	18,234
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-30	-35	-41	-50	-53
联营企业投资收益	31	39	42	45	48
合营企业投资收益	-40	3	858	2,415	4,350
税前利润	6,204	12,774	16,296	19,604	22,633
应交所得税	-1,034	-2,039	-2,601	-3,129	-3,612
本年利润	5,170	10,735	13,696	16,476	19,021
少数股东收益	58	102	130	156	180
股东应占利润	5,112	10,634	13,566	16,320	18,841
每股收益(人民币元)	0.57	1.16	1.48	1.78	2.06

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	78.3%	72.7%	17.4%	19.8%	6.7%
营业利润	114.3%	108.4%	26.5%	11.3%	6.4%
净利润	126.2%	108.0%	27.6%	20.3%	15.4%
获利能力					
毛利润率	18.3%	19.4%	19.8%	19.7%	19.6%
经营利润率	10.9%	13.1%	14.1%	13.1%	13.1%
净利率	9.5%	11.5%	12.5%	12.5%	13.5%
ROE	20.9%	30.9%	29.7%	27.9%	25.6%
ROA	7.6%	12.5%	12.9%	12.6%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	63.5%	59.0%	56.1%	54.6%	50.6%
净负债比例	-60.9%	-35.2%	-33.4%	-32.7%	-30.3%
流动比率	1.16	1.06	1.08	1.09	1.11
速动比率	1.09	0.94	0.96	0.97	0.99
营运能力					
资产周转天数	357	444	418	405	362
存货周转天数	18	22	27	27	28
应收账款周转天数	149	123	122	121	128
应付账款周转天数	249	213	215	213	225
每股资料(人民币)					
每股收益	0.57	1.16	1.48	1.78	2.06
每股现金流	1.69	1.50	1.87	2.36	2.76
每股净资产	2.74	3.84	4.99	6.39	8.04
每股派息	0.11	0.26	0.44	0.53	0.62
估值比率					
P/E	23.7	11.7	9.2	7.6	6.6
P/B	5.0	3.5	2.7	2.1	1.7

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