

**投资评级 优于大市 维持**

## 11月增速放缓，依旧领跑行业

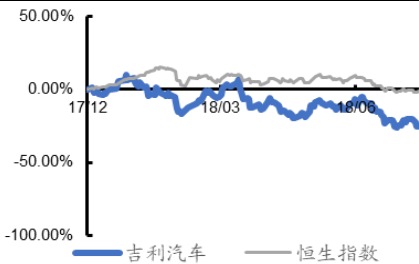
### 股票数据

12月10日收盘价(港元)	14.06
52周股价波动	12.90-28.35
总股本/流通A股(百万股)	8981/8981
总市值/流通市值(百万港元)	126273/126273

### 相关研究

《盈利能力持续升级，新能源进入爆发期》  
 2018.8.22  
 《累计销量破百，8月轿车表现强势》2018.9.7

### 市场表现



HSI 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.0	1.3	-5.8
相对涨幅(%)	-6.7	1.8	-2.4

资料来源：海通证券研究所

### 投资要点：

- **汽车行业持续低景气度行情，库存预警指数位于警戒线以上。**根据乘联会数据，2018年1-10月，中国汽车行业乘用车销量达1926.49万辆，同比下降1.2%，根据乘联会的周度数据统计，预计乘用车11月批发销量同比下降15%，汽车行业景气度维持低迷态势。根据中国汽车经销商库存预警指数调查显示，11月汽车经销商库存预警指数为75.1%，环比上升8.2个百分点，同比上升25.32个百分点，位于警戒线之上，行业库存压力大。
- **自主龙头依旧领跑行业增速，2018年1-11月销量同比增长29%。**2018年1-11月，公司累计实现销量140.75万部，全年目标实现89%，同比增长29%，远高于行业销量负增速水平，行业1-10月负增长1.2%，我们预计行业1-11月销量增速不高于-1.2%。
- **行业低景气压力下，吉利11月销量同比持平环比增长约10%。**吉利11月销量达到14.17万部，同比增长0.3%，环比增长9.8%。分车型看，SUV车型博越/帝豪GS/远景SUV/远景X3/远景S1销量分别同比-37%/-32%/-20%/+1%/+121%，环比-3%/-1%/+8%/-3%/-8%；轿车组合博瑞/帝豪GL/新帝豪/远景销量分别同比+2%/-5%/-26%/-20%，环比+17%/+5%/+1%/+15%。新车型缤瑞缤越贡献新能量，11月双双销量破万。
- **领克03开始产能爬坡，看好领克品牌长期增长空间。**受行业需求不足等因素影响，11月领克01实现销量5302部，环比下降37%，领克02实现销量3008部，环比下降48%；新上市的领克03实现销量4011部，环比增长316%，开始产能爬坡。我们判断，虽然行业低景气大背景下销量爬坡承压，但是领克品牌凭借出色的产品力水平依旧具有长期增长空间。
- **盈利预测与投资建议。**行业低景气度大背景下吉利自主龙头优势显现，销量依旧领跑全行业，我们判断，吉利在SUV+轿车全面大格局发展下，新能源战略铺陈逐渐进入发力期，领克品牌打开中长期成长空间。预计公司2018-2020年归母净利润分别为124.09/140.05/159.32亿元人民币，EPS分别为1.38/1.56/1.77元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性和流动性溢价，给予其2019年10-12倍PE，对应合理价值区间15.60-18.72元人民币/17.73-21.27元港币（汇率港币：人民币=1:0.88），维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期。

### 主要财务数据及预测

(单位：人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	53721.58	92760.72	109580.00	130972.94	129365.91
(+/-) YoY (%)	78.25%	72.67%	18.13%	19.52%	-1.23%
净利润(百万元)	5112.67	10629.38	12408.65	14005.14	15932.05
(+/-) YoY (%)	126.16%	107.90%	16.74%	12.87%	13.76%
全面摊薄EPS(元)	0.57	1.18	1.38	1.56	1.77
毛利率(%)	18.32%	19.38%	20.00%	19.00%	19.50%
净资产收益率(%)	20.92%	30.84%	27.75%	25.01%	23.28%

资料来源：公司年报(2016-2017)，海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师：杜威

Tel:(0755)82900463

Email:dw11213@htsec.com

证书:S0850517070002

分析师：王猛

Tel:(021)23154017

Email:wm10860@htsec.com

证书:S0850517090004

## 1、公司公告:

2018年12月6日,公司发布11月产销数据:11月销量达141661部,同比增长0.3%,环比增长9.8%;2018年1-11月累计销量140.75万部,同比增长29%,已完成2018年销量目标158万部的89%。

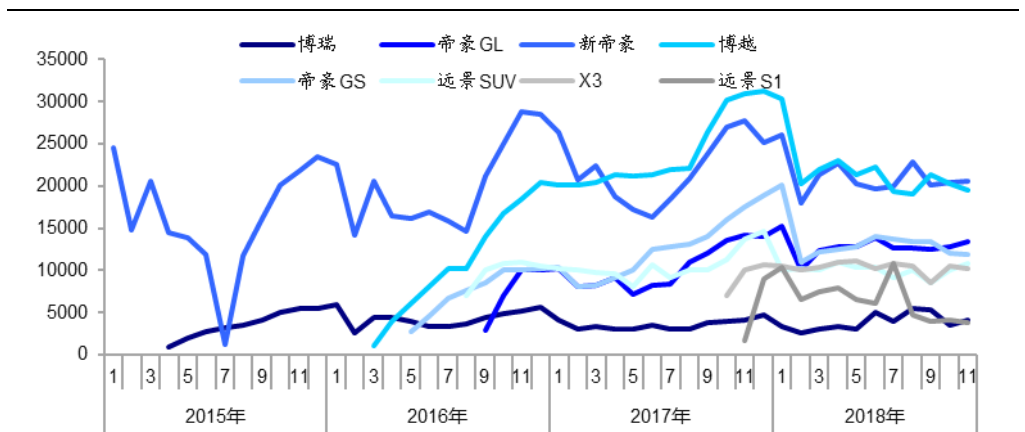
## 2、公告点评:

**汽车行业持续低景气度行情,库存预警指数位于警戒线以上。**根据乘联会数据,2018年1-10月,中国汽车行业乘用车销量达1926.49万辆,同比下降1.2%,根据乘联会的周度数据统计,预计乘用车11月批发销量同比下降15%,汽车行业景气度维持低迷态势。根据中国汽车经销商库存预警指数调查显示,11月汽车经销商库存预警指数为75.1%,环比上升8.2个百分点,同比上升25.32个百分点,位于警戒线之上,行业库存压力大。

**自主龙头依旧领跑行业增速,2018年1-11月销量同比增长29%。**2018年1-11月,公司累计实现销量140.75万部,全年目标实现89%,同比增长29%,远高于行业销量负增速水平,行业1-10月负增长1.2%,我们预计行业1-11月销量增速不高于-1.2%。分车型看,SUV车型中博越/帝豪GS/远景SUV分别实现销量23.86/14.69/11.06万部,分别同比-7%/+12%/-2%;轿车车型中博瑞/帝豪GL/新帝豪/远景分别实现销量4.27/14.11/23.18/14.01万部,分别同比+12%/+28%/-3%/+7%。截至11月公司已实现全年销售目标158万部的89%,我们判断,在汽车行业低景气度大背景下,吉利冲刺全年销售目标存在一定压力,但全年销量增速依旧领跑全行业。

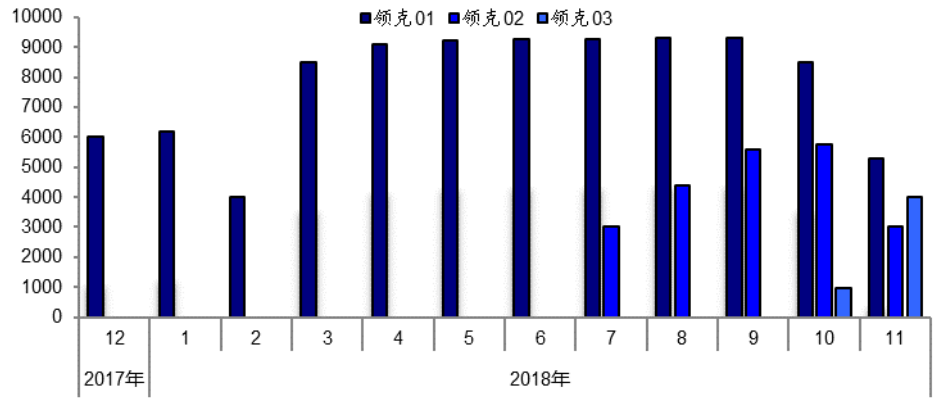
**行业低景气压力下,吉利11月销量同比持平环比增长约10%。**吉利11月销量达到14.17万部,同比增长0.3%,环比增长9.8%。分车型看,SUV车型博越/帝豪GS/远景SUV/远景X3/远景S1销量分别同比-37%/-32%/-20%/+1%/+121%,环比-3%/-1%/+8%/-3%/-8%;轿车组合博瑞/帝豪GL/新帝豪/远景销量分别同比+2%/-5%/-26%/-20%,环比+17%/+5%/+1%/+15%。新车型缤瑞缤越贡献新能量,11月缤瑞实现销量10197部,环比增长35%,10月底刚上市的缤越首月即实现销量破万,达10139部。

图1 吉利汽车2015年以来部分新车型销售情况(部)



资料来源:吉利汽车月度销量公告,海通证券研究所

**领克03开始产能爬坡,看好领克品牌长期增长空间。**受行业需求不足等因素影响,11月领克01实现销量5302部,环比下降37%,领克02实现销量3008部,环比下降48%;新上市的领克03实现销量4011部,环比增长316%,开始产能爬坡。领克品牌的产品力已经受到了市场的认可,2018年1-11月领克品牌累计实现销量11.46万部,其中领克01实现销量8.79万部。我们判断,虽然行业低景气大背景下销量爬坡承压,但是随着领克01、02、03插电式混合动力版本的陆续推出,领克品牌凭借出色的产品力水平依旧具有长期增长空间。

**图2 领克品牌自上市以来销售情况 (部)**


资料来源：吉利汽车月度销量公告，海通证券研究所

**盈利预测与投资建议。**行业低景气度大背景下吉利自主龙头优势显现，销量依旧领跑全行业，我们判断，吉利在 SUV+轿车全面大格局发展下，新能源战略铺陈逐渐进入发力期，领克品牌打开中长期成长空间。预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 124.09/140.05/159.32 亿元人民币，EPS 分别为 1.38/1.56/1.77 元人民币。参考可比公司估值水平以及考虑到公司的成长性和流动性溢价，给予其 2019 年 10-12 倍 PE，对应合理价值区间 15.60-18.72 元人民币/17.73-21.27 元港币（汇率港币：人民币=1: 0.88），维持“优于大市”评级。

**表 1 可比公司估值表**

代码	简称	EPS (元)			PE (倍)		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
01114.HK	华晨汽车	0.87	1.32	1.62	6.41	4.23	3.44
02238.HK	广汽集团	1.65	1.23	1.41	3.90	5.23	4.56
01211.HK	比亚迪股份	1.40	1.25	1.78	33.84	37.90	26.62
02333.HK	长城汽车	0.55	0.64	0.69	7.49	6.44	5.97
	均值	1.12	1.11	1.38	12.91	13.45	10.15

注：收盘价为 2018 年 12 月 10 日价格，EPS 为 wind 一致预期。汇率港币：人民币=1: 0.88

资料来源：Wind，海通证券研究所

**风险提示。**公司新车型销量不及预期；整体市场竞争激烈程度超预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>92760.72</b>	<b>109580.00</b>	<b>130972.94</b>	<b>129365.91</b>
每股收益	1.18	1.38	1.56	1.77	营业成本	74779.34	87664.00	106088.08	104139.56
每股净资产	3.84	4.98	6.23	7.62	毛利率%	19.38%	20.00%	19.00%	19.50%
每股经营现金流	-0.18	1.02	1.20	2.07	营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
每股股利	0.24	0.28	0.34	0.33	营业税金率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	4055.73	5766.21	7203.51	5821.47
P/E	10.44	8.95	7.93	6.97	营业费用率%	4.37%	5.26%	5.50%	4.50%
P/B	3.40	2.53	2.02	1.38	管理费用	2922.80	3068.94	3222.39	3383.51
P/S	1.20	1.01	0.85	0.86	管理费用率%	3.15%	2.80%	2.46%	2.62%
EV/EBITDA	14.83	13.07	12.81	10.55	EBIT	11002.85	13080.85	14458.96	16021.38
股息率 (%)	1.28%	1.30%	1.32%	1.35%	财务费用	35.23	40.00	45.00	50.00
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%
毛利率	19.38%	20.00%	19.00%	19.50%	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润率	11.46%	11.32%	10.69%	12.32%	投资收益	577.19	575.68	1056.00	1745.72
净资产收益率	30.84%	27.75%	25.01%	23.28%	<b>营业利润</b>	<b>11544.81</b>	<b>13616.54</b>	<b>15469.96</b>	<b>17717.10</b>
资产回报率	12.51%	12.21%	11.44%	11.63%	营业外收支	0.00	0.00	0.00	0.00
投资回报率	48.29%	41.38%	38.47%	36.77%	<b>利润总额</b>	<b>11544.81</b>	<b>13616.54</b>	<b>15469.96</b>	<b>17717.10</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	14707.63	17113.26	19561.35	22512.42
营业收入增长率	72.67%	18.13%	19.52%	-1.23%	所得税	2038.57	2379.81	2686.00	3055.55
EBIT 增长率	69.91%	14.22%	12.33%	12.87%	有效所得税率%	17.66%	17.48%	17.36%	17.25%
净利润增长率	107.90%	16.74%	12.87%	13.76%	少数股东损益	101.67	118.69	133.96	152.39
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>10629.38</b>	<b>12408.65</b>	<b>14005.14</b>	<b>15932.05</b>
资产负债率	59.0%	55.8%	54.2%	50.1%					
流动比率	1.06	1.32	1.35	1.42	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
速动比率	0.94	1.23	1.26	1.33	货币资金	13414.64	30189.13	37865.57	45755.16
现金比率	0.27	0.55	0.59	0.69	应收款项	33530.19	36926.96	43059.60	42531.26
<b>经营效率指标 (%)</b>					存货	6027.31	4803.51	5813.05	5706.28
应收账款周转天数	123.22	117.34	111.45	120.75	其它流动资产	6063.35	4839.55	5849.09	5742.32
存货周转天数	22.19	22.55	18.26	20.19	流动资产合计	53008.18	71955.64	86774.25	94028.73
总资产周转率	1.22	1.17	1.17	1.00	长期股权投资	4826.54	2513.48	3526.25	5226.57
固定资产周转率	7.51	7.80	8.60	7.29	固定资产	14052.94	14034.43	16434.43	19034.43
					在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
					无形资产	10567.85	10631.72	13196.86	16186.11
					非流动资产合计	14052.94	14034.43	16434.43	19034.43
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>资产总计</b>	<b>84980.75</b>	<b>101660.51</b>	<b>122457.03</b>	<b>137001.09</b>
净利润	10629.38	12408.65	14005.14	15932.05	短期借款	1296.46	5876.18	8881.78	11850.50
少数股东损益	101.67	118.69	133.96	152.39	应付账款	31638.85	31638.85	38288.29	37585.05
非现金支出	1938.01	2206.11	2736.25	3372.42	预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
非经营收益	-165.23	-158.69	-153.96	-152.39	其它流动负债	16966.65	16966.65	16966.65	16966.65
营运资金变动	-510.32	500.00	1000.00	1500.00	流动负债合计	49901.96	54481.68	64136.72	66402.20
<b>经营活动现金流</b>	<b>11993.51</b>	<b>15074.76</b>	<b>17721.39</b>	<b>20804.47</b>	长期借款	0.00	1969.52	1969.52	1969.52
资产	7697.44	-10000.00	-12000.00	-8000.00	其它长期负债	267.97	267.97	267.97	267.97
投资	55.79	-10000.00	-12000.00	-8000.00	非流动负债合计	267.97	2237.49	2237.49	2237.49
其他	-551.15	-600.00	-650.00	-700.00	<b>负债总计</b>	<b>50169.93</b>	<b>56719.17</b>	<b>66374.21</b>	<b>68639.69</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-11911.15</b>	<b>-10600.00</b>	<b>-12650.00</b>	<b>-8700.00</b>	实收资本	164.29	164.40	164.40	164.40
债权募资	3504.37	2514.67	3005.60	2968.72	普通股股东权益	34467.05	44716.24	55991.68	68422.65
股权募资	1.58	0.11	0.00	0.00	少数股东权益	343.79	225.10	91.14	-61.25
其他	-5190.54	2159.66	2729.90	3501.29	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>84980.75</b>	<b>101660.51</b>	<b>122457.03</b>	<b>137001.09</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1684.59</b>	<b>4674.44</b>	<b>5735.50</b>	<b>6470.01</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-1602.23</b>	<b>9149.20</b>	<b>10806.89</b>	<b>18574.48</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 10 日

资料来源: 公司年报 (2017), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

杜威 汽车行业  
王猛 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上；
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下；
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。