

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

吉利汽车 (175 HK)

技术输出打开东南亚市场, 与宁德时代合资为新能源铺路

- 宝腾首款紧凑型SUV上市, 首月订单超过1万辆
 - 公司进入技术输出的发展新阶段, 本地化生产后可辐射整个东盟市场
 - 与宁德时代合资保证低成本优质电池供应, 为发力新能源市场奠定基础
- 宝腾首款紧凑型SUV上市, 开启技术输出新战略**

近日宝腾品牌(由吉利母公司控股49.9%)首款紧凑型SUV宝腾X70在马来西亚正式上市, 新车基于吉利博越设计研发, 搭载GKUI智能生态系统, 当地售价区间在9.98-12.38万令吉。在当地工厂完成改造前, 该车由上市公司在宁波进行代工生产。1) 需求较旺: 该车型首月订单量已超过1万辆, 马来西亚的平均月销量约5万辆, 可见其市场竞争力突出; 2) 从纯贸易模式向技术输出模式转变: 公司出售技术与当地厂家进行合作, 降低单独建厂风险, 获得更稳定的投资收益。通过转让吉利博越车型技术, 公司获得13.4亿元人民币的收入。预计未来会有多个吉利品牌成熟车型技术导入到宝腾品牌; 3) 竞争优势从国内辐射至海外: 输出成熟技术相当于国内和国外市场共同分摊研发成本, 实现研发平台效益最大化。

志在打开东南亚市场, 国际化战略进入新征程

2014-17年公司汽车出口占总销量分别为14%/5%/3%/1%, 近几年公司重点扩大国内市场份额, 故出口有所放缓。收购宝腾股权短期目标是打开马来西亚市场, 长期目标是拓展整个东南亚市场, 是公司国际化发展战略的关键一步。2017年马来西亚汽车总销量为59万辆, 今年前十个月同比增长6.2%, 前十月马来西亚汽车品牌销量排行中, 宝腾排名第四, 市占率为10.8%。吉利在马来西亚本地化生产后, 产品售价会更加具有竞争优势, 提升宝腾的市场占有率。更为重要的是避开各国高额进口关税, 直接辐射整个东南亚汽车市场, 去年整个东盟自贸区市场年总销量为330万辆。

与宁德时代合资为新能源铺路

公司的子公司浙江吉润与宁德时代(300750.SZ)成立动力电池合资公司, 公司占股49%。宁德时代是汽车动力电池龙头, 按装机量计算市占率高达40%以上。成立合资公司有利于公司保证充足的高质量电池供应, 为推进新能源汽车战略铺路。公司目前具有动力电池生产工厂浙江衢远, 供应领克和沃尔沃品牌电动车。成立合资公司后, 公司动力电池供应形成自产(收购了LG生产线)和外购(宁德时代低成本优势)的双保险模式。

维持买入评级及目标价19.0港元

公司当前估值为7.0x FY19E P/E, 相对历史平均(10.3x)折让32%。长线看好公司产品周期, 但短期股价受制于行业下行冲击。预计行业负面因素充分消化后, 公司有望重新回到快速增长轨道。

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	126,292	130,424
同比增长(%)	78.3%	72.7%	17.4%	16.0%	3.3%
净利润	5,112	10,634	13,477	15,660	17,937
同比增长(%)	126.2%	108.0%	26.7%	16.2%	14.5%
每股盈利(元)	0.57	1.16	1.47	1.71	1.96
每股股息(元)	0.11	0.26	0.44	0.51	0.59
市盈率(x)	20.9	10.3	8.2	7.0	6.1
市净率(x)	4.4	3.1	2.4	1.9	1.5
ROE(%)	20.9%	30.9%	29.5%	27.1%	24.8%

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

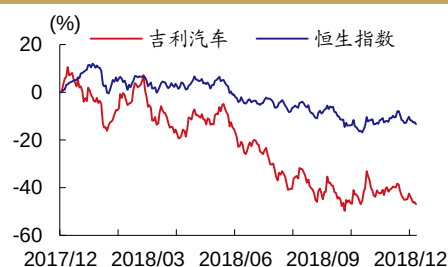
最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$13.62
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$19.0 (+40%)
前次目标价:	HK\$19.0

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
175 HK	(10.2)	(44.0)	(50.5)
恒生指数	(0.8)	(13.7)	(12.4)

行业: 汽车汽配

恒生指数	25624
国企指数	10091

重要数据

52周股价区间(港元)	12.84-28.75
港股市值(百万港元)	122321
日均成交量(百万股)	55.03
每股净资产(港元)	4.34
主要股东	
吉利控股	42.62%
总股数(百万股)	8802
自由流通量	56%

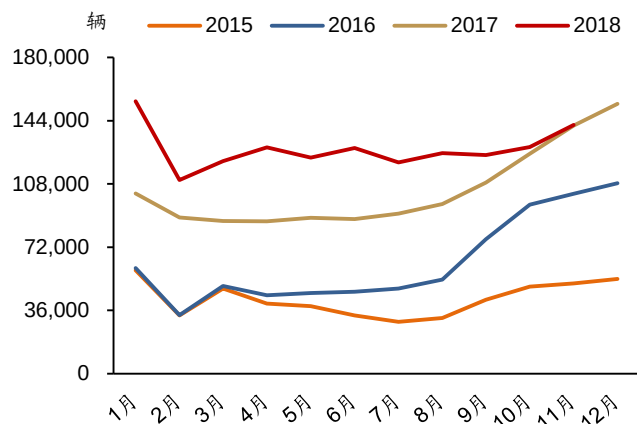
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 吉利汽车(175 HK) - 短期控制库存, BMA 和 CMA 平台产品接力成长 2018/12/13
2. 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 2018/11/7
3. 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
4. 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

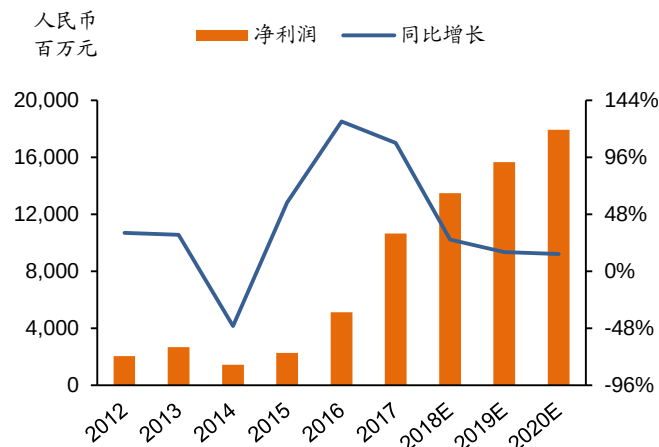
重点图表

图1: 公司汽车月销量



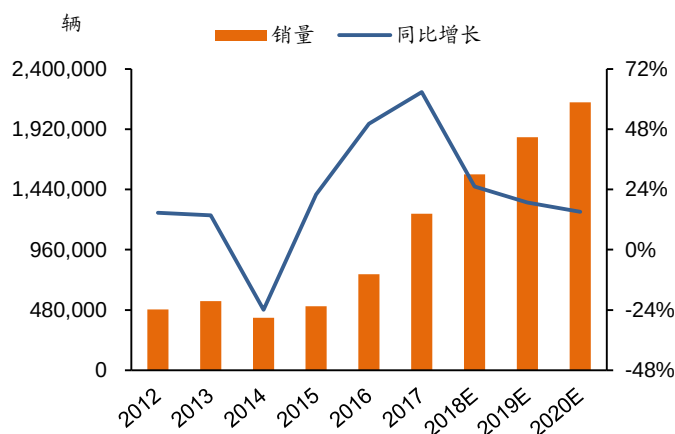
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司净利润强劲增长



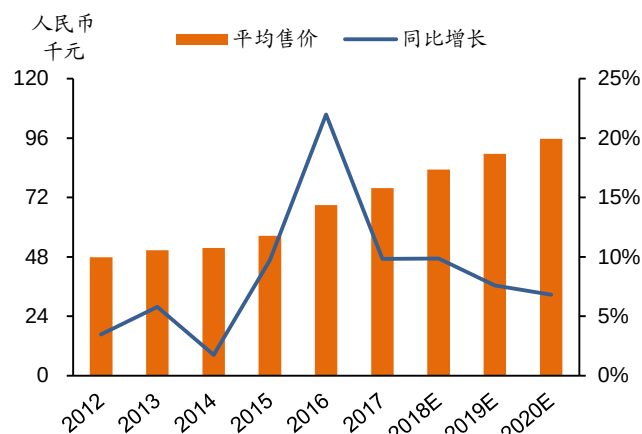
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量增长预测



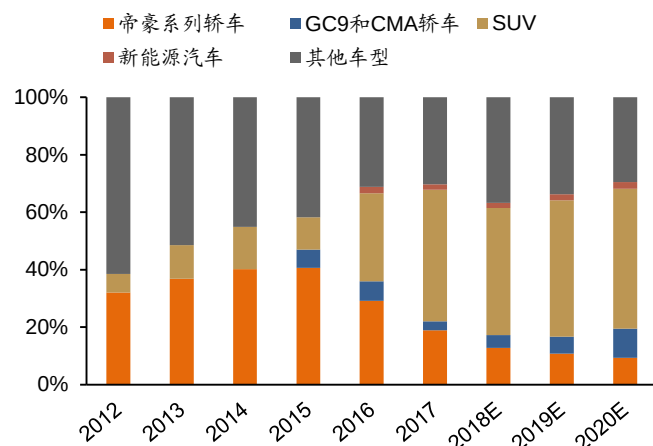
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车销售平均售价持续上升



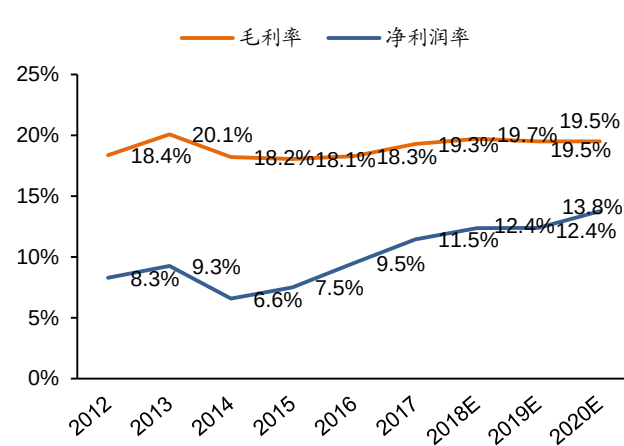
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

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

2017年马来西亚汽车总销量为59万辆，较上一年同比略微增长1.9%。东盟2017年汽车总销量为330万辆，同比增长4.1%。今年前10月马来西亚汽车总销量同比增长6.2%至50万辆。

图7：马来西亚及东盟汽车年销量

年份	马来西亚汽车销量 (辆)	年增长率 (%)	东盟汽车总销量 (辆)	年增长率 (%)
2005	551,042	n.a.	2,053,510	n.a.
2006	490,748	-10.94%	1,776,412	-13.49%
2007	487,176	-0.73%	1,887,511	6.25%
2008	548,115	12.51%	2,135,484	13.14%
2009	536,905	-2.05%	1,918,614	-10.16%
2010	605,156	12.71%	2,519,404	31.31%
2011	600,123	-0.83%	2,599,581	3.18%
2012	627,753	4.60%	3,503,045	34.75%
2013	655,793	4.47%	3,594,038	2.60%
2014	666,487	1.63%	3,202,413	-10.90%
2015	666,677	0.03%	3,110,597	-2.87%
2016	580,124	-12.98%	3,172,213	1.98%
2017	591,096	1.89%	3,300,541	4.05%
2018 (1-10 月)	502,244	6.20%	n.a.	n.a.

资料来源：Wind、招商证券（香港）

前 10 月马来西亚汽车品牌销量排行中，北鹿大排名第一，销量为 19 万辆，市占率为 37.4%。本田排名第二，销量为 8.7 万辆，市占率为 17.4%。丰田以 5.7 万辆的销量排名第三，市占率为 11.4%。宝腾排名第四，1-10 月销量为 5.4 万辆，市占率为 10.8%。日产以 2.3 万辆的销量排名第五，市占率为 4.6%。总体来看，日系品牌占马来西亚汽车市场绝大部分销量，市场占有率极高。

图8：马来西亚前10月汽车销量排行及市占率

排名	品牌	销量 (辆)	市占率 (%)
1	北鹿大	187,731	37.4%
2	本田	87,161	17.4%
3	丰田	57,406	11.4%
4	宝腾	54,326	10.8%
5	日产	23,233	4.6%
6	马自达	12,698	2.5%
7	奔驰	11,078	2.2%
8	宝马	9,911	2.0%
9	五十铃	9,173	1.8%
10	三菱	7,952	1.6%

资料来源：马来西亚汽车商公会、招商证券（香港）

2018 年 12 月 21 日(星期五)

行业估值比较

																	净负债率
	彭博	招商证券	股价	招商证券	上涨	市值	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		(%)
公司	代码	评级	(港元)	目标价	空间	(百万美元)	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
汽车制造商																	
华晨中国	1114 HK	中性	5.8	7.0	20%	3,765	4.3	3.7	0.8	0.7	18.9	18.4	0.1	0.2	2.6	3.0	14.4
吉利汽车	175 HK	买入	13.6	19.0	40%	15,659	8.2	7.0	2.4	1.9	29.5	27.1	0.3	0.4	3.7	4.3	-31.8
广州汽车	2238 HK	未评级	7.7	n.a	n.a	13,797	5.6	5.1	0.9	0.8	16.3	16.0	0.1	0.5	5.7	6.2	-53.1
长城汽车	2333 HK	中性	4.5	4.5	0%	6,770	7.0	6.5	0.7	0.6	9.4	9.3	2.9	0.8	4.3	4.7	26.8
东风集团	489 HK	未评级	7.0	n.a	n.a	7,699	3.7	3.7	0.4	0.4	12.5	11.2	1.0	13.9	5.1	5.2	4.4
北京汽车	1958 HK	中性	4.1	5.0	22%	4,197	5.2	4.4	0.6	0.6	11.9	12.9	n.a	0.3	6.5	6.0	-8.7
庆铃汽车	1122 HK	未评级	2.0	n.a	n.a	632	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-69.4
潍柴动力	2338 HK	未评级	8.6	n.a	n.a	9,001	8.2	8.6	1.5	1.4	19.9	16.7	0.0	n.a	5.7	5.2	40.5
平均							6.0	5.6	1.0	0.9	16.9	16.0	0.7	2.7	4.8	4.9	-9.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	16.1	20.0	25%	4,670	8.4	7.0	1.7	1.4	20.3	20.3	0.6	0.3	2.4	2.9	94.8
正通汽车	1728 HK	中性	4.0	4.3	6%	1,263	6.2	5.2	0.8	0.7	12.6	13.4	0.9	0.3	3.6	4.3	137.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	2.2	n.a	n.a	781	6.8	5.7	0.7	0.6	10.3	11.0	0.1	0.3	3.4	3.8	84.2
和谐汽车	3836 HK	中性	2.7	3.0	11%	530	5.8	5.2	0.5	0.5	9.4	9.5	n.a	n.a	2.9	3.3	0.5
永达汽车	3669 HK	未评级	4.7	n.a	n.a	1,101	5.2	4.2	0.8	0.7	15.7	17.1	0.2	0.2	6.0	7.0	112.6
大昌行	1828 HK	未评级	2.8	n.a	n.a	664	5.3	4.7	0.5	0.4	9.2	9.5	0.1	0.4	7.6	8.4	54.7
平均							6.3	5.3	0.8	0.7	12.9	13.5	0.4	0.3	4.3	4.9	80.8
汽车零部件																	
福耀玻璃	3606 HK	买入	24.6	29.0	18%	8,086	13.0	12.2	2.6	2.4	19.8	19.4	0.4	1.9	4.6	4.9	5.6
敏实集团	425 HK	中性	24.8	26.1	5%	3,637	12.3	10.8	2.0	1.8	16.0	16.7	20.2	0.8	3.5	4.0	-10.9
耐世特	1316 HK	未评级	11.2	n.a	n.a	3,586	9.6	8.9	2.1	1.8	23.6	21.2	0.4	1.1	2.1	2.2	-7.6
平均							11.6	10.6	2.2	2.0	19.8	19.1	7.0	1.2	3.4	3.7	-4.3
整体平均							7.2	6.4	1.2	1.0	15.9	15.6	1.9	1.5	4.3	4.7	23.2

收盘价截至2018年12月20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	63,474	74,468	78,758
现金及现金等价物	15,045	13,415	17,048	20,610	23,133
限制性银行存款	39	36	36	36	36
贸易应收款项	29,041	33,478	39,301	45,580	47,071
其他应收款项	-	-	-	-	-
存货	3,066	6,027	7,047	8,194	8,462
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	105,126	127,299	144,797
流动负债	40,630	49,902	58,768	68,663	71,541
贸易应付款项	39,779	47,533	55,578	64,616	66,730
其他应付款及应计项目	-	-	-	-	-
当期所得税负债	677	1,073	1,360	1,580	1,810
短期贷款	174	1,296	1,831	2,467	3,001
其他流动负债	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	59,036	68,931	71,809
发行股本	163	164	164	164	164
其他储备	24,275	34,303	45,470	57,627	72,102
留存收益	-	-	-	-	-
股东应占权益	24,437	34,467	45,634	57,791	72,267
少数股东权益	249	344	455	576	721
总权益	24,686	34,811	46,089	58,368	72,988
负债及权益合计	67,583	84,981	105,126	127,299	144,797

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	17,641	19,369	19,087
税前盈利	6,204	12,774	16,189	18,811	21,547
折旧摊销	1,654	1,938	3,309	3,919	4,474
营运资金变动	9,091	13,752	19,870	21,959	22,054
其它	-8,612	-16,471	-21,727	-25,321	-28,988
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	-1,935	-3,534	-4,291
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	163	1,122	535	636	534
已付股息	-281	-960	-2,343	-4,043	-4,698
其他融资活动	148	-1,847	-127	-127	-127
现金净增加额	5,810	-1,602	3,633	3,562	2,523
期末现金及现金等价物	15,045	13,415	17,048	20,610	23,133

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	126,292	130,424
销售成本	-43,880	-74,779	-87,436	-101,656	-104,982
毛利	9,842	17,981	21,457	24,636	25,442
分销成本	-2,503	-4,056	-4,682	-5,431	-5,478
行政开支	-2,560	-2,923	-3,267	-3,789	-3,782
其他收入	1,131	1,229	1,851	1,010	1,043
运营利润	5,838	12,169	15,290	16,351	17,148
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-30	-35	-41	-48	-50
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	16,189	18,811	21,547
应交所得税	-1,034	-2,039	-2,584	-3,002	-3,439
本年利润	5,170	10,735	13,606	15,809	18,108
少数股东收益	58	102	129	150	172
股东应占利润	5,112	10,634	13,477	15,660	17,937
每股收益 (人民币元)	0.57	1.16	1.47	1.71	1.96

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%	16.0%	3.3%
营业利润	114.3%	108.4%	25.6%	6.9%	4.9%
净利润	126.2%	108.0%	26.7%	16.2%	14.5%
获利能力					
毛利润率	18.3%	19.4%	19.7%	19.5%	19.5%
经营利润率	10.9%	13.1%	14.0%	12.9%	13.1%
净利率	9.5%	11.5%	12.4%	12.4%	13.8%
ROE	20.9%	30.9%	29.5%	27.1%	24.8%
ROA	7.6%	12.5%	12.8%	12.3%	12.4%

偿债能力

资产负债率	63.5%	59.0%	56.2%	54.1%	49.6%
净负债比例	-60.9%	-35.2%	-33.3%	-31.4%	-27.9%
流动比率	1.16	1.06	1.08	1.08	1.10
速动比率	1.09	0.94	0.96	0.97	0.98

营运能力

资产周转天数	357	444	418	397	350
存货周转天数	18	22	27	27	29
应收账款周转天数	149	123	122	123	130
应付账款周转天数	249	213	215	216	228

每股资料 (人民币)

每股收益	0.57	1.16	1.47	1.71	1.96
每股现金流	1.69	1.50	1.86	2.25	2.53
每股净资产	2.74	3.84	4.98	6.31	7.89
每股派息	0.11	0.26	0.44	0.51	0.59

估值比率

P/E	20.9	10.3	8.2	7.0	6.1
P/B	4.4	3.1	2.4	1.9	1.5

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/cms/hk/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。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）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