

# 产品布局优异，龙头地位稳固

## 吉利汽车（175.HK）深度跟踪报告

### 核心结论

沃尔沃背书下，领克有望成为首个高端化成功的自主品牌。领克01、02、03上市以来，产品力得到市场认可，口碑效应逐渐形成，领克品牌经销商扩网进度亦超出预期。同时，领克基于沃尔沃SPA平台的车型正在研发中，将助力品牌形象进一步高端化。我们预期2019、2020年领克品牌销量达到29万台、47.5万台，在净利润中占比10%、20%。

吉利品牌产品布局优异，将在本轮行业洗牌中胜出。吉利品牌定价能力和产品布局优于同行，并且得益于平台化战略下新品加速推出，在行业整体下行的背景下市占率持续提升。短期来看，公司在2H2018-2019年新品储备丰富，随着缤瑞、缤越、嘉际、博越Coupe等车型爬坡上量，经销商压力将得到缓解。我们认为市场对老产品降价的风险担忧过度，最坏的时候或已过去。

目标价16港元，给予“增持”评级。我们预期公司2018-2020年净利润127/162/202亿元，年复合增速仍在20%以上。我们认为吉利汽车平台化优势突出、新能源技术储备丰富、和沃尔沃协同效应明显，已经形成稳固的竞争优势，应享受估值溢价。我们的目标价基于DCF模型，隐含2019年8倍的预期市盈率。

风险提示：新产品销售不及预期、产品召回风险。（详见报告末尾风险提示）

### 核心数据

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	53,722	92,761	107,158	132,351	144,951
增长率(%)	78.3%	72.7%	15.5%	23.5%	9.5%
净利润（百万元）	5,112	10,634	12,734	16,186	20,168
增长率(%)	126.2%	108.0%	19.8%	27.1%	24.6%
每股收益（EPS）	0.58	1.19	1.42	1.80	2.25
市盈率（P/E）	20.6	10.0	8.4	6.6	5.3
市净率（P/B）	4.3	3.1	2.3	1.6	1.2

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级	增持
股票代码	00175
目标价格	16
前次评级	
评级变动	首次
当前价格	13.80

### 近一年股价走势



### 分析师

杨敬梅 S0800518020002  
021-38584220  
yangjingmei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

雷肖依 S0800117050020  
021-38584242  
leixiaoyi@research.xbmail.com.cn

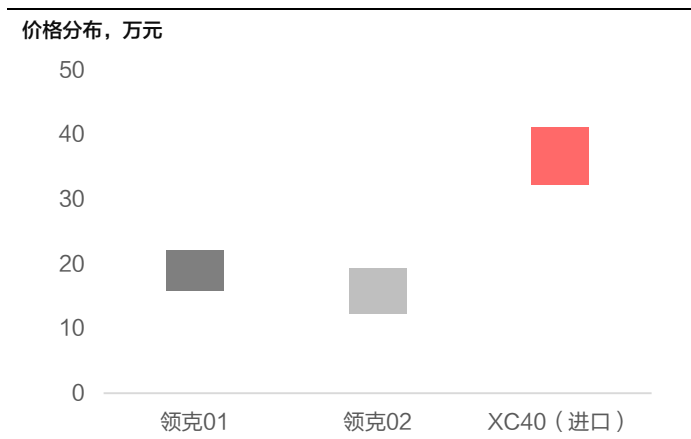
### 相关研究

## 沃尔沃背书下，领克品牌有望向上突破

领克 01、02、03 上市以来，出色的产品力得到市场认可，领克品牌经销商扩网进度亦超出预期。同时，领克基于沃尔沃 SPA 平台的产品正在研发中，未来将实现对轿车、SUV、跨界车、旅行车和 MPV 的全面覆盖，助力品牌形象进一步高端化。我们认为在沃尔沃的背书下，领克是向上突破确定性最强的自主品牌，预期 2019、2020 年领克品牌销量达到 29 万台、47.5 万台，在净利润中占比 10%、20%。

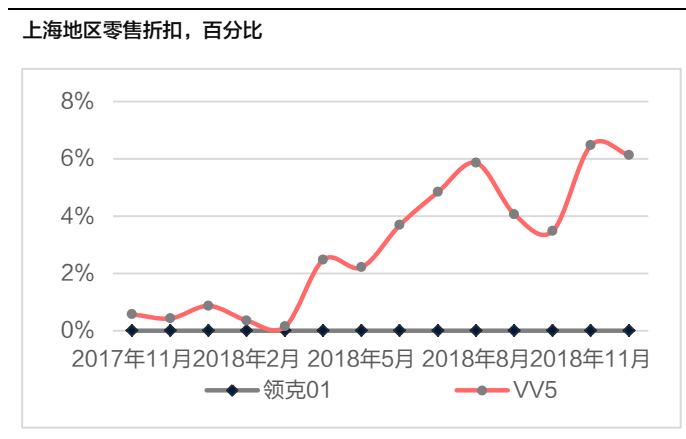
1) **领克 01、02、03 产品力强，口碑效应形成。**领克 01、02 与沃尔沃 XC40 共线生产，发动机和底盘相似度高，价格却作了明显区分。从终端销售情况来看，领克 01 上市 1 年以来没有优惠，定价能力优于同级别竞品，目前 PHEV 版本供不应求，等车时间 2 个月以上，领克 02 上市后保持高热度，汽车之家询单量不逊于同期上市的 C-HR、奕泽。领克 03 于 10 月底上市，定位规模最大的 A 级轿车市场，未来将和沃尔沃 S40 共线生产，对比合资竞品，领克 03 在尺寸、电子配置方面全面占优。目前 A 级轿车市场由合资品牌主导，我们认为领克 03 凭借产品力优势，有望从合资车企中获取市场份额，成为下一款热销车型。

图 1：沃尔沃 XC40 在价位上与领克 01、02 作区分



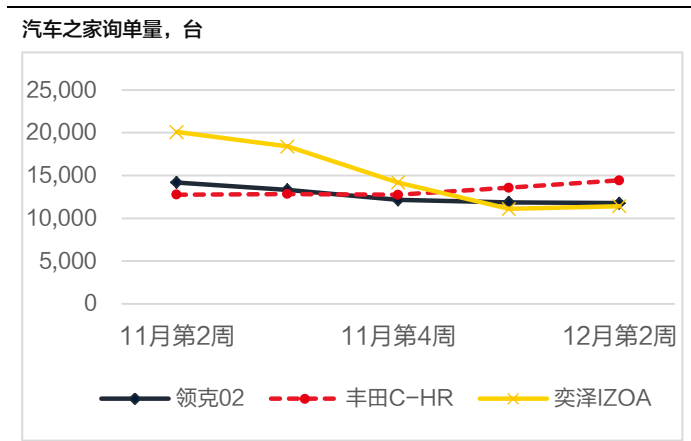
资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 2：领克 01 上市 1 年没有出现优惠



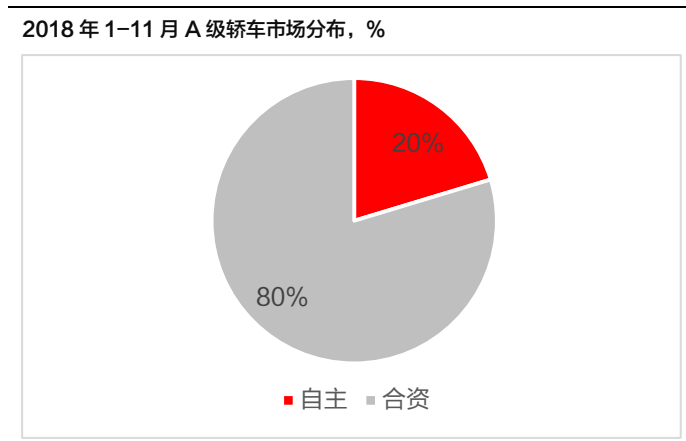
资料来源：西部证券研发中心

图 3：领克 02 汽车之家询单量和同期上市合资竞品对比



资料来源：汽车之家、西部证券研发中心

图 4：国内 A 级轿车市场由合资品牌主导，自主品牌替代空间大



资料来源：Marklines、西部证券研发中心

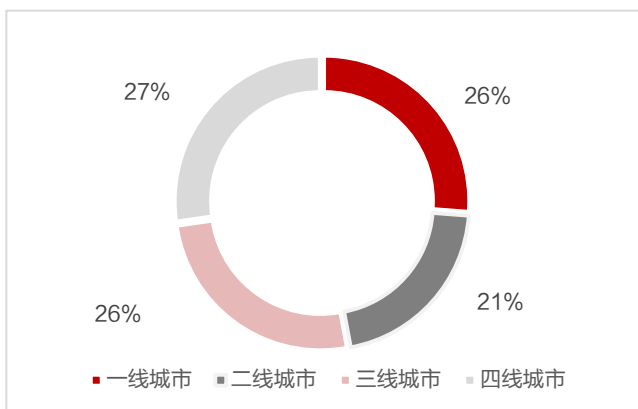
图 5：领克 01、02、03 与竞品比较

公司 产品	吉利汽车 领克01 耀Pro	马自达 CX-4 蓝天领先版	一汽大众 T-ROC 进取型	吉利汽车 领克02 耀Pro	一汽丰田 奕泽IZOA 奕驰版	广汽丰田 CH-R 领先特别版	吉利汽车 领克03 DCT劲版	上汽大众 朗逸 自动舒适版	一汽丰田 卡罗拉 GL-i智辉版
指导价	18.28万	18.78万	15.98万	15.68万	15.88万	15.68万	13.98万	14.29	13.68
上市时间	2017年11月	2017年8月	2018年7月	2018年6月	2018年6月	2018年6月	2018年10月	2018年5月	2018年3月
配置差异									
尺寸 (mm)	4512*1857*1673	4633*1840*1530	4318*1819*1582	4448*1890*1528	4405*1795*1565	4405*1795*1565	4657*1840*1460	4670*1806*1474	4620*1775*1480
轴距 (mm)	2734	2700	2680	2702	2640	2640	2730	2688	2700
动力系统	2.0T+6AT	2.0L+6AT	1.4T+7DCT	1.5T+7DCT	2.0L+CVT	2.0L+CVT	1.5T+7DCT	1.5L+6AT	1.2T+CVT
最大功率(kW)	140	116	96	132	126	126	132	85	85
最大扭矩(Nm)	300	202	225	265	203	203	265	150	185
座椅材质	真皮	真皮	皮/织物混搭	真皮	仿皮+真皮	织物	仿皮+真皮	仿皮	织物
扬声器品牌	Infinity	-	-	Infinity	-	-	-	-	-
手机无线充电	●	-	-	●	-	-	-	-	-
内置行车记录仪	-	-	-	●	-	-	-	-	-
自动泊车入位	-	-	-	●	-	-	-	-	-
自适应巡航	●	-	-	●	●	●	-	-	-
前/后驻车雷达	前-/后●	前-/后●	前-/后●	前●/后●	-	-	前-/后●	前-/后●	-
全景摄像头	-	-	-	●	-	-	-	-	-
全液晶仪表盘	●	-	-	●	-	-	●	-	-
全景天窗	●	-	○	●	-	-	●	-	-
电动天窗	●	●	○	●	-	-	●	●	●
电动后备箱	-	-	-	-	-	-	-	-	-
车联网	●	-	-	●	-	-	●	-	-
感应雨刷	●	●	-	●	-	-	●	-	-

资料来源：汽车之家、易车网、西部证券研发中心

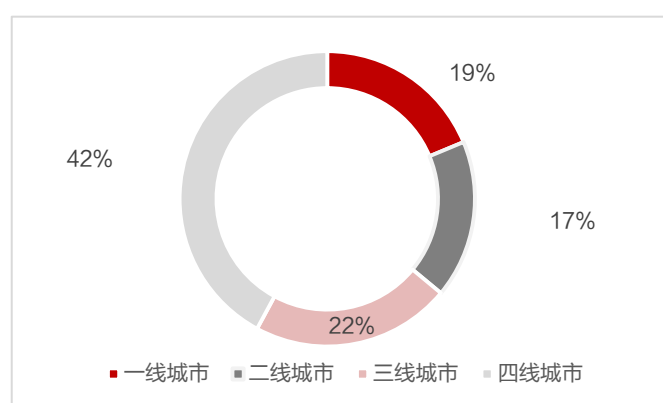
2) 经销商扩网进度超预期，扩张路径对标主流合资品牌。领克品牌运营至今经销商投资热情高涨，共有超 2000 家经销商申请开店，目前已有 206 家投入运营，超出年初公司制定的 2018 年建成 200 家店的目标。我们认为领克在渠道建设上和吉利作出了有效区分，一方面体现在经销商资质更高，现有经销商中仅 30% 从吉利原有渠道转换，70% 为具备豪华和合资品牌经营经验、资金实力雄厚、并且多品牌运作的经销商；另一方面，领克前期渠道开发集中在一二线城市，扩张路径上也对标主流合资品牌。

图 6：领克经销商所在城市分布



资料来源：易车网、西部证券研发中心

图 7：吉利经销商所在城市分布



资料来源：易车网、西部证券研发中心

3) **领克和沃尔沃合作不断深入。**去年8月上市公司宣布沃尔沃入股领克投资30%以来,领克品牌和沃尔沃的合作不断加深,主要体现在三方面:一是,沃尔沃将与领克共享SPA平台,该架构下的车型定位于中大型车,预计定价在20万以上,将助力领克品牌进一步高端化;二是渠道方面,根据公司欧洲战略,领克01PHEV将与XC40在比利时沃尔沃根特工厂共线生产,并利用沃尔沃渠道在欧洲销售,加速领克品牌海外扩张;三是,领克的零部件与沃尔沃联合采购,随着领克01-03爬坡上量,2019年XC40国产化,我们预计CMA平台下的规模效应将进一步显现,带动领克品牌盈利能力进一步提升。

图8: 沃尔沃、领克模块化架构下所对应产品体系

模块化平台	车型级别	品牌	类型			
			轿车	旅行车	跨界车	SUV
SPA	大中型	沃尔沃	S90	V90	CC90	XC90
			S60	V60	CC60	XC60
		领克	规划中	规划中	规划中	规划中
CMA	紧凑型	沃尔沃	S40	V40	CC40	XC40
		领克	领克03	规划中	规划中	领克01
			领克04	规划中	规划中	领克02

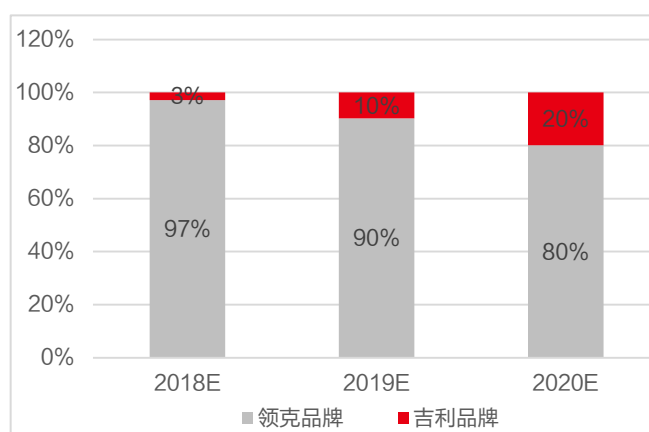
资料来源: 公司资料、Marklines、西部证券研发中心

图9: 领克品牌销量预估(万台)

车型	2017	2018E	2019E	2020E
领克01 SUV	0.6	8.9	8.0	8.0
领克02 SUV		2.6	5.2	5.2
领克03 轿车		1.0	7.2	7.2
领克04 轿车			3.9	6.0
领克05 SUV			1.5	8.0
领克06 SUV				6.5
NEVs		0.4	3.2	6.6
<b>合计销量</b>	<b>0.6</b>	<b>12.9</b>	<b>29.0</b>	<b>47.5</b>

资料来源: 公司资料、西部证券研发中心

图10: 领克品牌在盈利中占比提升



资料来源: 公司资料、西部证券研发中心

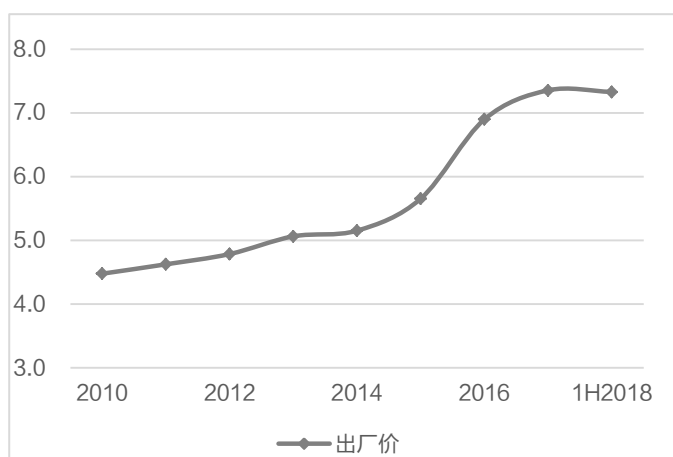
## 吉利品牌布局优异，将在行业洗牌中胜出

受乘用车行业增速放缓，合资竞品价格下探影响，吉利品牌部分老产品终端折扣加大，因此引发了市场关于公司盈利能力下滑的担忧。我们认为吉利品牌定价能力和产品布局优于同行，并且得益于平台化战略下新品加速推出，市占率将进一步提升。短期来看，公司在 2H2018-2019 年新品储备丰富，随着缤瑞、缤越、嘉际、博越 Coupe 等车型爬坡上量，经销商压力将得到缓解，最坏的时候或已过去。我们预期 2019、2020 年吉利品牌销量为 173、187 万台，增速 22%、8%。

- 1) **吉利品牌定价能力和产品布局优于同行，市场份额持续提升。**吉利品牌上半年未推出全新车型，仅通过主力车型改款，出厂均价提升至 7.3 万元，销量增长达 35%，远高于行业平均增速，体现出吉利品牌的定价能力。从产品线来看，吉利品牌的覆盖范围亦广于广汽传祺和长城汽车。我们认为乘用车市场增速放缓有利于产品布局优异的公司扩大市场份额，截至 11 月份，吉利汽车市占率已提升至 6.7%，仅次于南北大众和通用。
- 2) **缤瑞、缤越上市后受欢迎，销量均已破万。**吉利品牌 BMA 架构下的首款 A+级轿车缤瑞和首款 A 级 SUV 缤越下半年先后面市。作为缤系列首推产品，缤瑞和缤越动力方面配套与沃尔沃联合开发的小排量发动机，智能驾驶方面标配 L2 级别的智能辅助驾驶技术。对比同级别的姐妹车型帝豪 GL/GS，缤瑞和缤越设计语言更运动化，定位更年轻的客户群体。11 月缤瑞和缤越销量均破万台，目前终端等车时间在 1 个月以上。我们认为缤瑞和缤越有望复制帝豪 GL/GS 的成功，预计稳态月销量合计突破 3 万台。

图 11：吉利品牌上半年出厂均价达到 7.3 万元，同比增长 0.3%

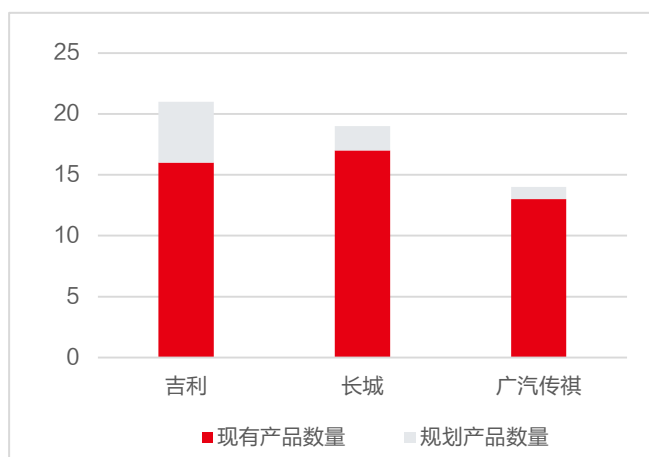
吉利品牌平均出厂价（万元）



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 12：吉利品牌的产品数量最多

产品数量



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 13: 1-11 月份, 公司市占率持续提升

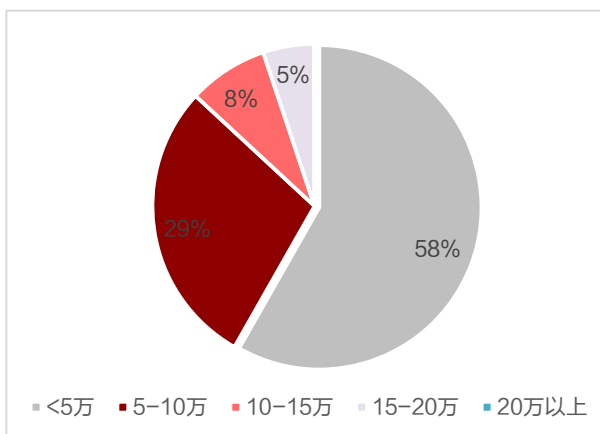
排名	品牌名称	2017	品牌名称	2018年1-11月
1	上汽大众	8.5%	上汽大众	9.0%
2	上汽通用	8.3%	一汽大众	8.8%
3	一汽大众	8.1%	上汽通用	8.5%
4	上汽通用五菱	6.4%	吉利汽车	6.7%
5	东风日产	5.2%	上汽通用五菱	5.7%
6	吉利汽车	5.1%	东风日产	5.5%
7	长安汽车	4.4%	长安汽车	3.8%
8	长城汽车	3.9%	长城汽车	3.8%
9	长安福特	3.4%	北京现代	3.3%
10	北京现代	3.2%	广汽本田	3.2%
CR10		56.5%		58.4%

资料来源: Marklines、西部证券研发中心

3) 首款 MPV 嘉际将于明年 1 季度上市, 预计成为新的增长点。嘉际基于 CV 平台开发, 座位方面采用 2+3+2、2+2+3、2+2+2 三种布局; 动力方面搭载 1.8TD+6AT、1.5TD+7DCTH 插混动力、1.5TD+7DCT+48V 轻混三种动力总成; 配置方面相当丰富, 不仅标配全景天窗、博世全自动泊车系统, 更是首款实现 L2 级智能驾驶的 MPV。我国的 MPV 市场规模维持在 150 万台以上, 但以 10 万以下的低端车型为主, 20 万以下的家用 MPV 竞品不多, 比亚迪宋 Max 上市以来持续热销, 反映中高端家用 MPV 需求旺盛。我们认为嘉际成功的概率很大, 预计 2019/2020 年销量 10/12 万台。

图 14: 10 万元以内是国内 MPV 主要细分市场

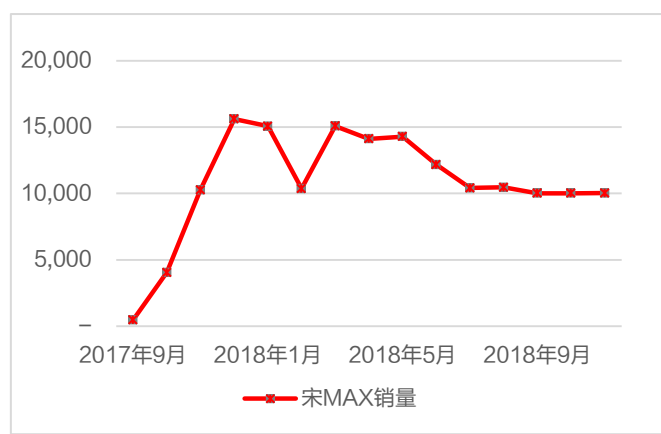
2018 年 1-11 月不同价位 MPV 销量占比, %



资料来源: Marklines、西部证券研发中心


图 15: 宋 Max 上市以来持续热销

销量, 台 (左轴)



资料来源: Marklines、西部证券研发中心

图 16: 吉利嘉际与竞品对比

公司 产品	吉利 嘉际	广汽传祺 GM6	比亚迪 宋Max	别克 GL6
				
指导价	n.a.	(预) 11.5-16.5万	7.99-12.99万	14.19-16.89万
上市时间	(预) 2019Q1	(预) 2019年1月	2017年9月	2017年10月
车身结构	5门7座/5门6座	5门7座	5门7座/5门6座	5门5座/5门6座
尺寸 (mm)	4706*1909*1690 (1713)	4780*1860*1730	4680*1810*1680	4692*1794*1626
轴距 (mm)	2805	2810	2785	2796
动力系统	1.5T MHEV+7DCT /1.5T PHEV+7DCT /1.8T+6AT	1.5T+6AT	1.5T+6AT/1.5T+6DCT	1.3T+6AT
最大功率(kW)	142/192	126	113	120
最大扭矩(Nm)	300/425	265	240	230

资料来源: 汽车之家、西部证券研发中心

- 4) **2019年新品储备丰富, 产品结构将进一步均衡。**吉利品牌在2019年将推出2款MPV、1款运动级SUV(博越 Coupe)、1款紧凑型SUV、纯电轿车GE11, 新品周期仍在途中, 吉利品牌到2020年将实现对轿车、MPV、SUV的均衡覆盖, 防御性逐步增强。

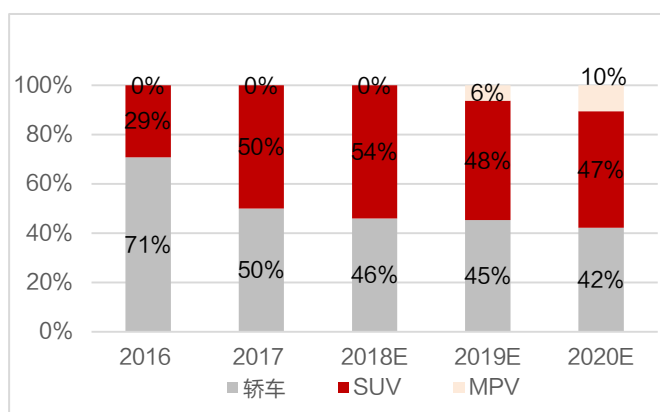
图 17: 吉利品牌 2019 年新品规划

名称/内部代码	级别	预计上市时间	预计售价区间
嘉际	MPV	2019Q1	8-14万元
博越 Coupe	紧凑型SUV	2019H1	10-15万元
FY11	轿跑SUV	2019年	n.a.
GE11	EV三厢轿车	2019年	n.a.
VF12	MPV	2019年	15-20万

资料来源: 公司资料、西部证券研发中心

图 18: 吉利品牌产品结构将进一步均衡

各车型在销量中占比, %



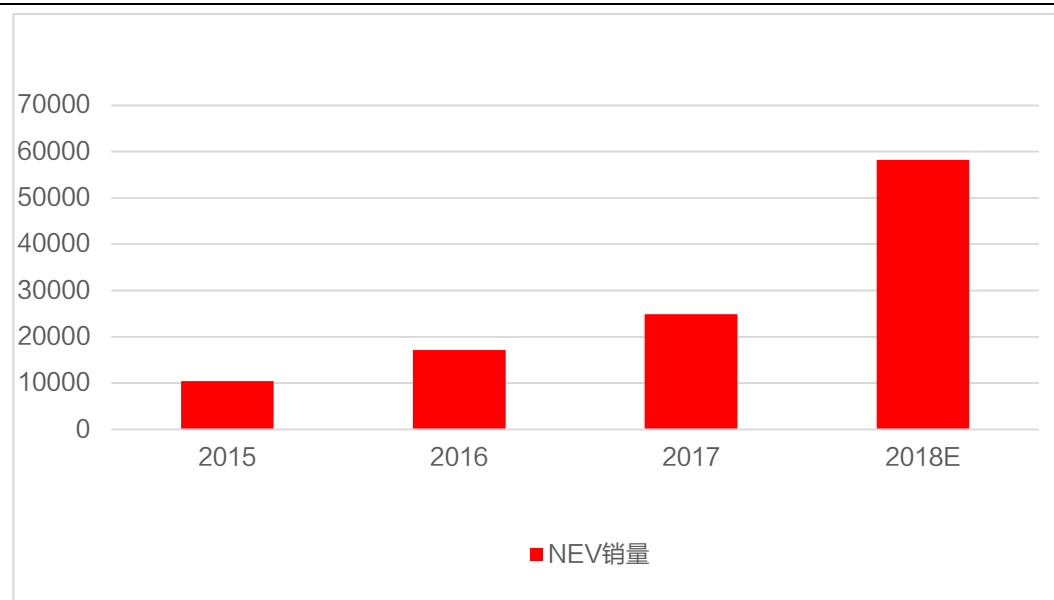
资料来源: 公司资料、西部证券研发中心

## 新能源技术储备丰富，后起发力

公司在新能源技术方面布局领先，我们认为新能源汽车后补贴时代，吉利汽车可以充分应对政策变化。根据公司计划，2018-2020年将有30多款新能源车密集投放市场，我们认为吉利汽车将成为行业领导者。主要基于以下几个方面：

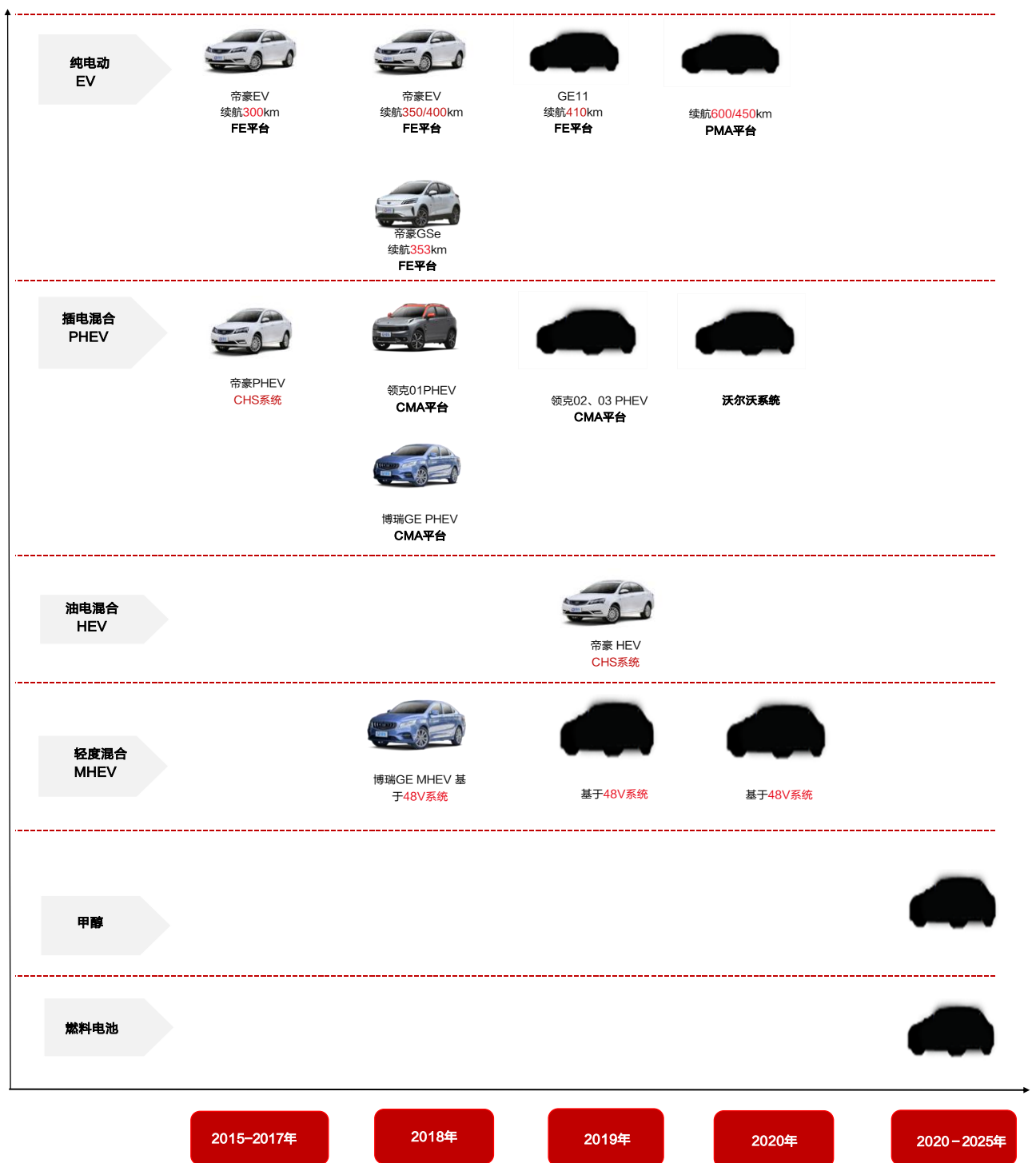
- 1) **技术储备丰富，退补时期平稳过渡。**2018年之前，公司新能源领域仅帝豪EV一款主力车型，月销量在2000台左右。今年5月，公司首款走量精品车博瑞GE上市，推出48V轻混和PHEV两个版本。我们估算搭载48V轻混系统单车成本约800美元，目前节油率已达到15%，搭载PHEV单车成本约1.8万元，两种混动路线较纯电均有明显成本优势，是退补时期稳妥的过渡方案。博瑞GE上市后终端持续热销，等车时间在2个月以上，标志着公司在新能源领域取得突破。
- 2) **外购自产相结合，布局三电业务保障供应链体系。**公司不仅宣布与CATL合资保障电池供应，也通过洪桥集团控股山东衡远和浙江衡远两家电池厂自产，并于2017年在浙江衡远导入了LG南京工厂的产线设备和专利技术，目前衡远的电池已搭载到领克01 PHEV。电池包方面，公司控股威睿电动汽车技术，已为博瑞GE供货。公司未来将在三电方面掌握核心技术，提高对供应商的议价能力。
- 3) **投资出行公司，直接介入终端来拉动上游需求。**1-11月份，超过50%的帝豪EV卖给了吉利旗下曹操专车，并且，今年1月份曹操专车宣布完成10亿元A轮融资，预计规模扩张将带动采购需求进一步增长。

图 20：预期 2018 年新能源汽车销量接近 6 万台，同比翻番。



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 21: 吉利汽车在纯电动、插电混动和混动都做了技术布局和新品储备



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

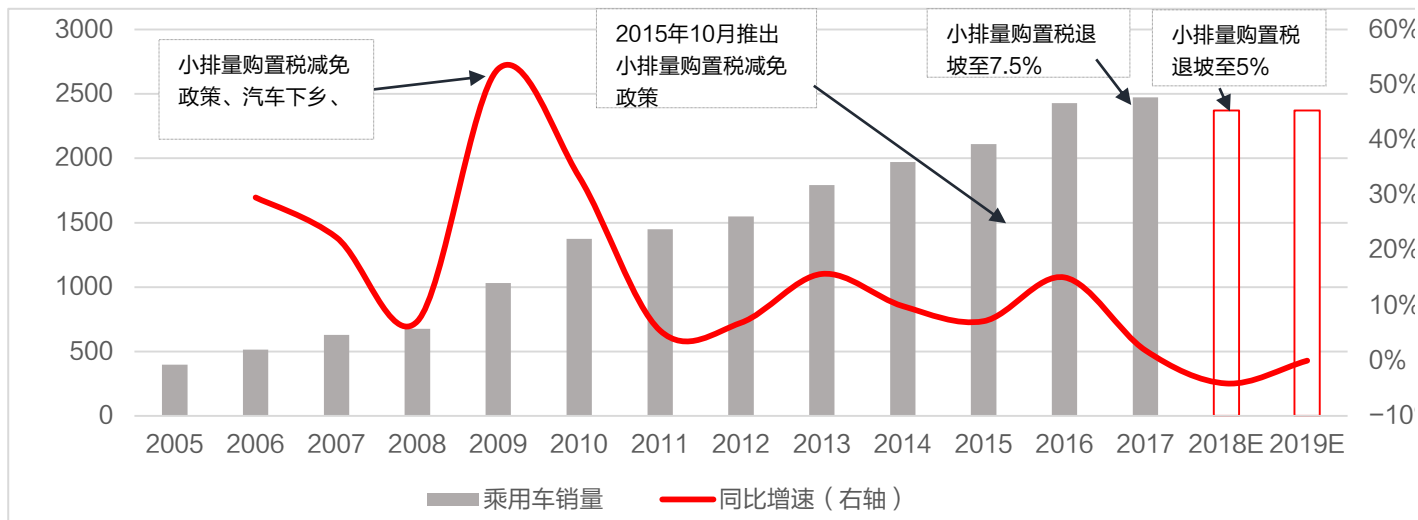
## 低增速时期有结构性亮点

我们预期 2018 年乘用车销量下滑 4%，在不考虑政策刺激影响的情况下，我们判断 2019 年全年销量同比持平。进入存量时代，汽车行业整合将加速，细分市场依然不乏结构性亮点。我们认为在 SUV 红利期结束后，产品谱系全面，在各细分市场发展均衡的车企将受益。

1) 预期 2018 年乘用车市场销量下滑 4%，2019 年销量同比持平。1-11 月份，汽车市场累计批发销量 2287 万辆，同比下降 3%，原因为：一、汽车产业经过 2015-2017 年的购置税优惠刺激，增量需求被透支；二是、棚改政策推动了三四线城市购房需求，抑制了汽车消费；三是、中美贸易战、进口关税调整导致消费者持币观望情绪加重。从趋势上看，今年销量呈现前高后低的态势，下半年跌幅逐月扩大，11 月库存系数上升至近 3 年高位。由于需要消化前期库存压力，加上 1H2018 基数较高，我们预计市场明年上半年增长有压力，下半年如无政策扰动将跟随经济增长稳步复苏。

图 11：预期 2018 年乘用车销量下滑 4%，2019 年同比持平

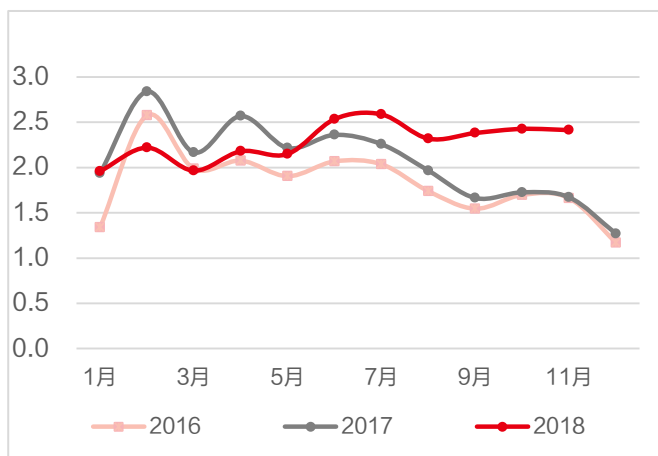
乘用车销量，万台(左轴)；同比增速，百分比(右轴)



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

图 23：11 月份，渠道库存上升至 2.4 个月

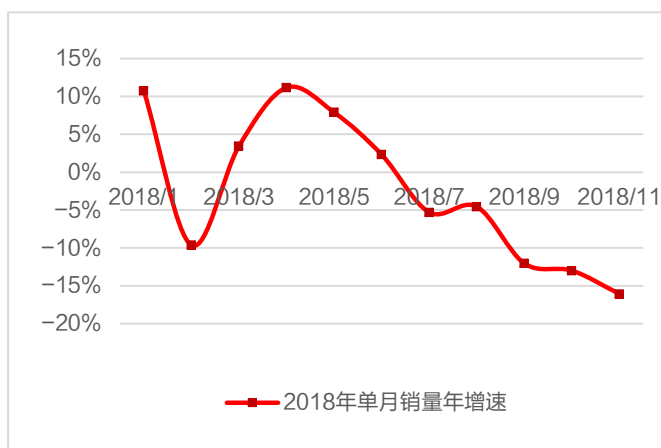
渠道库存，整车厂和经销商合计库存，月



资料来源：Wind、西部证券研发中心

图 24：2018 年销量前高后低

单月销量年增速，%

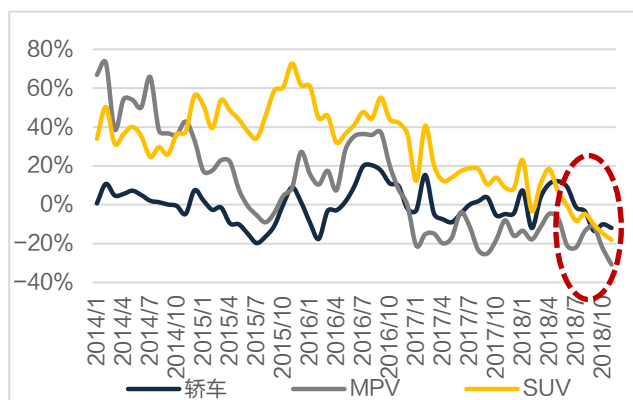


资料来源：中汽协、西部证券研发中心

2) **SUV 市场趋于饱和, 大型 SUV 稀缺。**SUV 市场今年 5-11 月被轿车反超, 行业红利期告一段落。从 2019 年整车厂公布的新品规划看, 明年乘用车市场新车投放仍以 SUV 为主, 分车型看, 小型 SUV、紧凑型 SUV 居多。我们认为在消费升级、限购和二胎潮等多重因素叠加下, 大型 SUV 可以满足消费者对空间和品质的需求, 而该细分市场竞品不多。比亚迪 7 座 SUV 唐二代今年 6 月推出以来持续热销, 销量已赶超汉兰达, 反映大型 SUV 细分市场的需求旺盛, 仍是蓝海。

图 25: 下半年轿车的下跌幅度小于 SUV

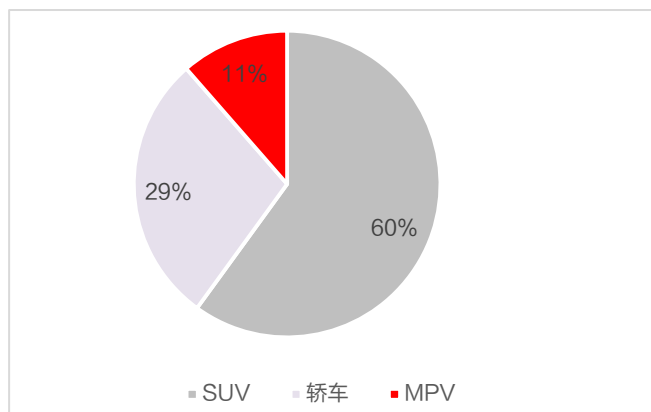
年增速, 百分比



资料来源: Wind、西部证券研发中心

图 26: 主要主机厂 2019 年新品投放仍以 SUV 为主

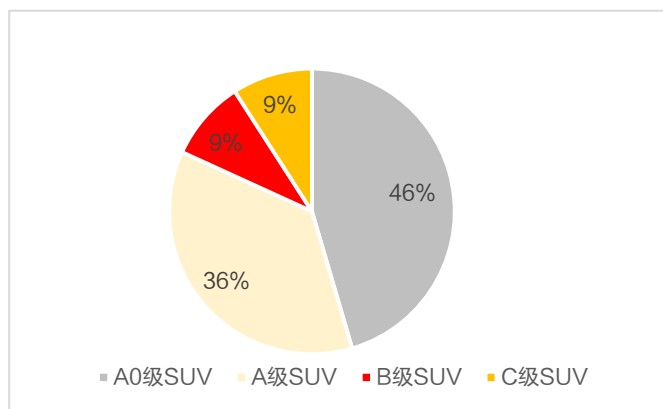
全新车型种类占比, %



资料来源: Marklines、西部证券研发中心

图 27: 2019 年 SUV 新车以小型 SUV 和紧凑型为主

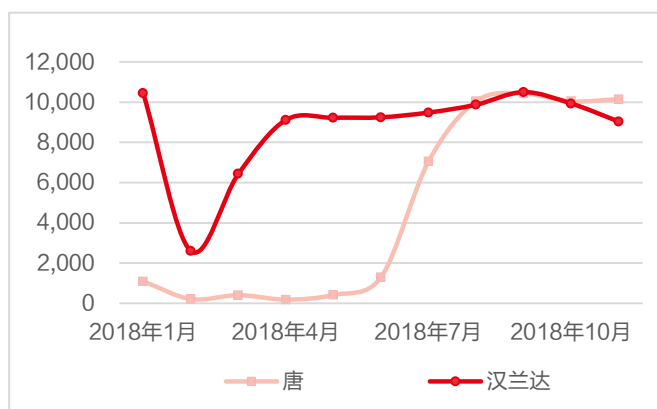
全新车型种类占比



资料来源: Marklines、西部证券研发中心

图 28: 唐二代的月销量赶超汉兰达

月销量, 台



资料来源: 中汽协、西部证券研发中心

3) **轿车国产替代空间大, 中高端家用 MPV 市场空缺。**正如我们之前提到的, 国内轿车市场由合资品牌主导, 吉利凭借帝豪、帝豪 GL、博瑞 3 款热销车型, 成为在轿车市场份额最大的自主品牌。从新品计划看, 自主品牌轿车多数在 2020 年之后推出。MPV 方面, 自主品牌吉利汽车、比亚迪、广汽传祺将在 2019 年全面进军中高端家用 MPV 市场, 填补市场空缺。

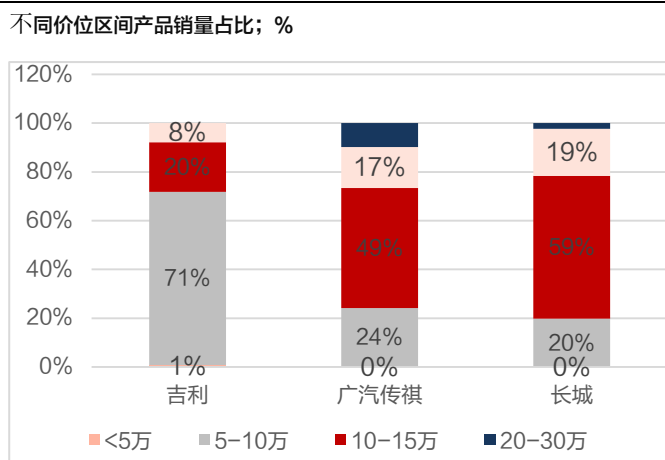
## 2018年下半年利润率承压，2019年重拾增长态势

我们预期 2018 年下半年净利润同比下降 4%。基于两点原因：一是由于吉利品牌老款车型下促销力度加大，厂家为帮助经销商缓解库存压力补贴终端，推出购置税减免等活动，此外全新 BMA 平台下的缤瑞、缤越尚在爬坡期，规模效应未形成。二是，领克品牌上半年仅领克 01 贡献销量，该款车型归属于母公司的沃尔沃路桥工厂代工，仅需支付技术提成与加工费，下半年领克 02、03 在领克旗下的张家口新工厂投产，折旧摊销压力环比将加大。

**2019 年公司新品周期全面开启，重拾增势。**基于新平台的缤瑞和缤越、全新 MPV 的推出、博越 Coupe 对老博越顺利换代意味着公司新一轮产品周期开启。另一方面，沃尔沃国产化率提升，和吉利联合采购零部件的协同效应进一步放大，也将拉动毛利率。我们预期 2018 年-2020 年，公司营收为 1072/1324/1450 亿元，增速分别为 16%/24%/10%；净利润分别为 127/162/202 亿元，增速分别为 20%/27%/25%。

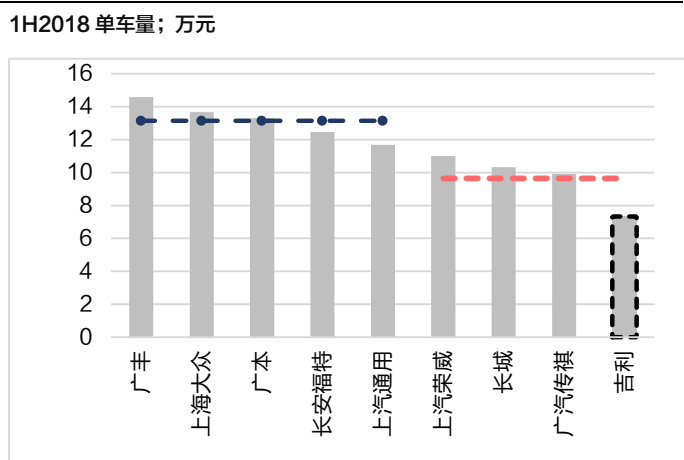
**中长期利润率增长确定性高。**从价格维度看，公司 ASP 低于一线自主品牌和合资品牌，提升空间大，主要是由于现有产品中 10 万以下的低级别车型占比较高，往前看，不仅吉利品牌规划中的新品定位更高，对标合资的领克品牌也将带动公司价格中枢进一步上移，我们预期到 2020 年公司 ASP（包含领克）提升至 9 万元。从成本端上看，公司将是个突破 200 万台销量的自主品牌，规模效应和平台化战略将推动成本进一步下降。

图 29：吉利现有车型价位集中在 10 万以下价位



资料来源：Marklines、西部证券研发中心

图 30：对比合资和一线自主，吉利 ASP 提升空间大



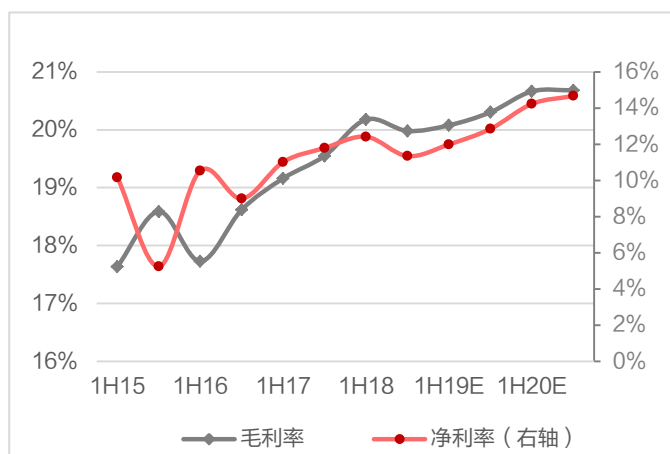
资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 31：2H2018 毛利率承压，2019 年重拾增势

图 32：预计 2018 年公司销量年增长 25%

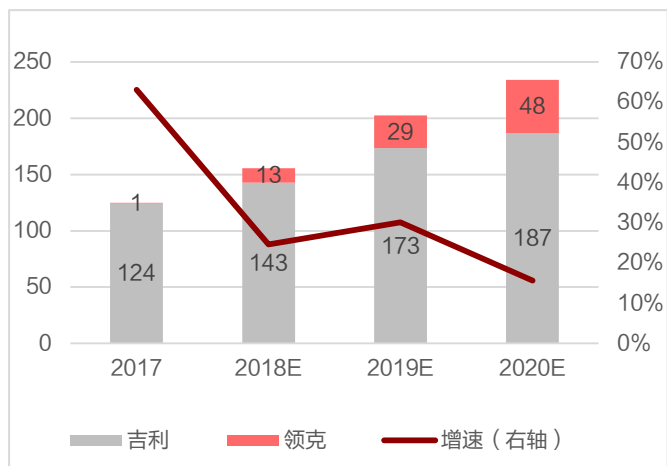
公司深度研究 | 吉利汽车

毛利率，净利率，百分比



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

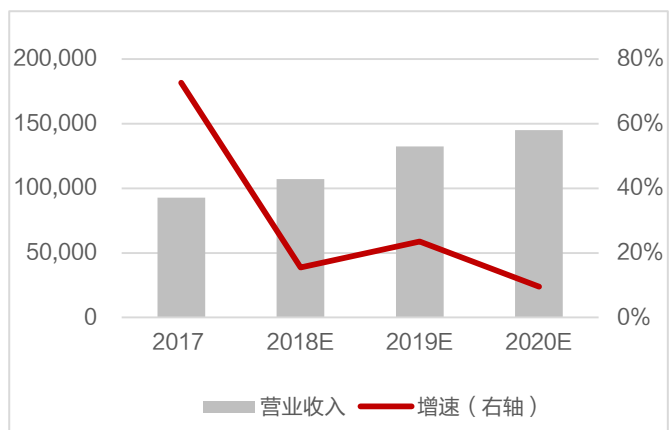
销量，万台（左轴）；增速，百分比（右轴）



资料来源：公司资料、公司西部证券研发中心

图 33：预计 2018 年公司营收年增长 16%

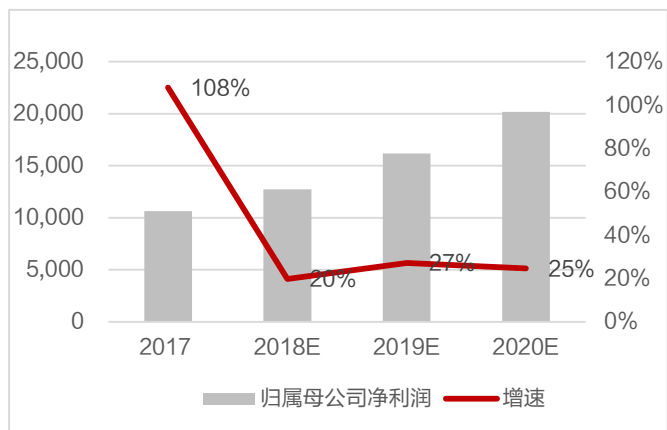
营收，百万元；年增长率，百分比（右轴）



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 34：2018-2020 年，公司净利润增速仍在 20%以上

净利润，百万元；年增长率，百分比（右轴）



资料来源：公司资料、西部证券研发中心

## 估值分析




我们给予吉利汽车“增持”评级，目标价 16 港元，基于自由现金流折现模型。我们的目标价隐含 2018-2019 年的预期市盈率分别为 10 倍和 8 倍，高于港股汽车行业估值平均 6 倍预期市盈率。我们认为吉利汽车平台化优势突出、新能源技术储备丰富，和沃尔沃协同效应明显，已经形成稳固的竞争优势，应享受估值溢价。

图 35：自由现金流折现模型估值

单位（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	92,761	107,158	132,351	144,951
营业利润(EBIT):	12,767	15,231	19,162	23,759
税后净营业利润(NOPAT):	10,728	12,846	16,348	20,369
折旧与摊销	1,938	2,124	2,677	3,517
(-)CAPEX	7,402	7,971	8,000	8,000
(-)营运资本变动	-510	-1,999	2,802	735
自由现金流(FCF)	5,775	8,998	8,223	15,151
WACC	12%			
PV(FCF)	132,903			
PV(最终价值)	93,591			
(+) 净现金	13,415			
(-) 净负债	268			
股权价值	130,626			
股本	9,156			
<b>公允价值 (HKD)</b>	<b>16</b>			

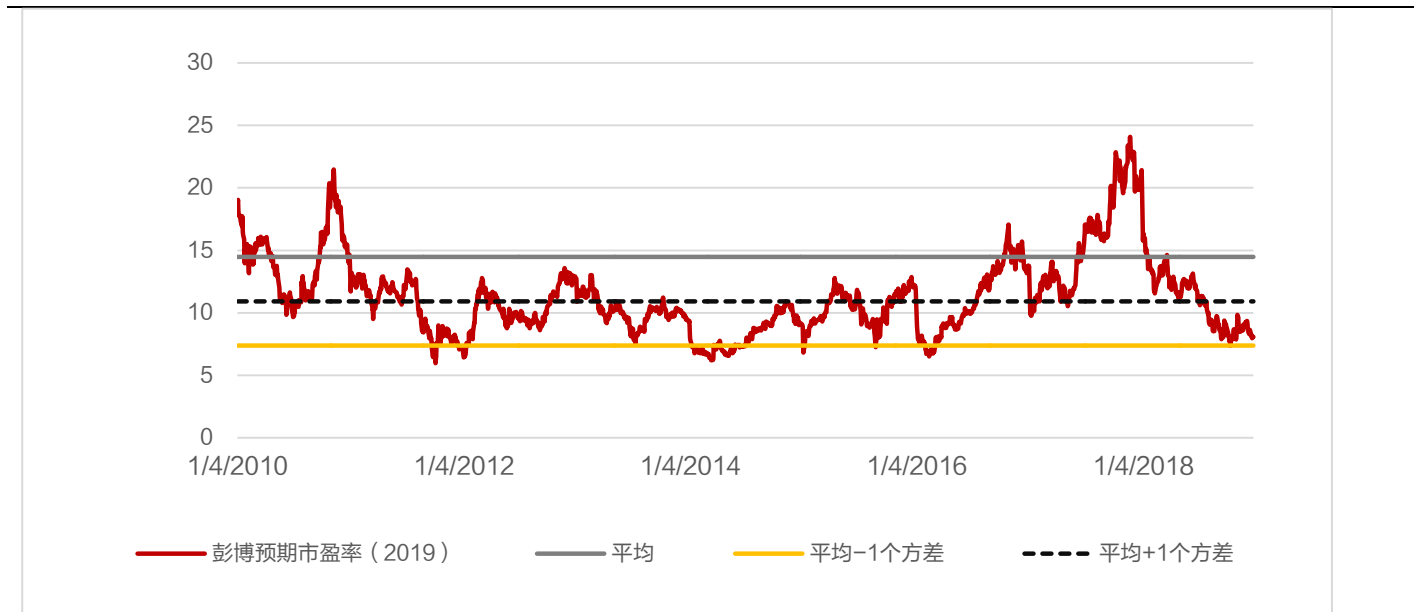
资料来源：公司资料、西部证券研发中心

图 36：相比其他自主品牌，吉利汽车平台化能力出众，新车型推出速度加快

品牌	平台名称	平台定位	产品系列	车型
	KC	自主研发	B级车	博瑞
	FE	自主研发	A级车	帝豪、远景
	NL	自主研发	SUV	博越、远景SUV
	CMA	沃尔沃和吉利共同研发	A级车、A+级车、SUV	领克01-03、博瑞GE、XC40
	BMA	沃尔沃和吉利共同研发	A0级车、A级车	缤瑞、缤越
	CV	自主研发	MPV	嘉际
	AMA	自主研发	新能源车	n.a
	DMA	沃尔沃和吉利共同研发	B级轿车、B级SUV	n.a
	PMA	沃尔沃和吉利共同研发	纯电动架构，A0级、A级车和A+级车	n.a
		罗孚75	自主研发	
AP		自主研发		荣威350、MG3、MG5
ZP		自主研发		MG3
IP		自主研发		荣威550、MG6
BP		自主研发		荣威750
IS		自主研发		荣威W5
SSA		自主研发	SUV	荣威RX5
	G-CPMA	自主研发		GA1、GA3、GA、GA5、GA6、GA7、GS1、GS3、GS5、GS7、GE3、GS4、GT、MPV
	CPMA	自主研发		GA8、GM8、GS8和GS7

资料来源：Marklines、公开资料整理、西部证券研发中心

图 37: 公司估值位于低位



资料来源: Bloomberg、西部证券研发中心

图 38: 整车可比估值表

公司名称	股票代码	收盘价(元) 2018/12/26	市值(亿元)	每股收益增长率(%)		市盈率(x)		市净率(x)	股利收益率(%)
				2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2018F
<b>H股乘用车厂</b>									
广汽集团	2238 HK	7.94	948	15.4	3.6	5.8	5.2	0.9	6.0
吉利汽车	175 HK	13.8	1092	19.8	27.1	8.1	6.6	2.4	3.7
华晨中国汽车	1114 HK	5.78	257	47.3	18.7	4.0	3.3	0.8	3.4
长城汽车	2333 HK	4.49	458	4.4	4.4	6.9	6.6	0.7	4.9
北京汽车	1958 HK	4.12	291	130.7	23.3	5.2	4.2	0.6	8.2
<b>全球乘用车厂</b>									
福特汽车	F US	7.63	2153	-29.8	-1.8	5.7	5.8	0.8	7.4
大众汽车	VOW GR	142	5572	10.3	14.6	5.7	5.0	0.6	4.6
宝马汽车	BMW GR	70.93	3614	-20.1	3.5	6.8	6.5	0.8	5.6
戴姆勒	DAI GR	46.42	3892	-22.1	8.1	6.1	5.6	0.7	7.6
标致	UG FP	18.17	1288	58.5	15.0	5.6	4.9	1.0	5.0
丰田汽车^	7203 JP	6095	12445	38.3	-0.8	7.4	7.4	0.9	4.0
本田汽车^	7267 JP	2728	3224	66.1	-27.6	4.8	6.6	0.6	4.6
日产汽车^	7201 JP	838	2244	10.8	-27.1	4.6	6.3	0.6	7.0
<b>A股乘用车</b>									
上汽集团	600104.SH	27.16	3116	8.2	8.0	8.5	7.8	1.3	0.0
长安汽车	000625.SZ	6.48	285	-69.3	41.7	14.2	10.0	0.7	0.0
广汽集团	601238.SH	10.26	946	-12.1	20.0	8.5	7.6	1.3	4.8
长城汽车	601633.SH	5.56	460	15.2	11.1	8.8	7.9	1.0	4.8
江淮汽车	600418.SH	4.74	91	-38.7	34.1	33.6	25.1	0.7	0.0
江铃汽车	000550.SZ	13	90	-69.5	85.8	53.2	28.6	0.9	0.0
众泰汽车	000980.SZ	4.33	88	-17.7	10.9	7.4	6.7	0.5	0.0

资料来源: Bloomberg、Wind、西部证券研发中心

## 风险提示

- 1) 2019年车市展望不佳，市场一致预期是销量增速为-3%-3%，或导致行业库存升高，价格战升级，令整车企业利润下滑。
- 2) 汽车整车行业受安全、环保政策影响大，若2019年国家实施不利于整车行业发展的具体政策，或对汽车产业销售形成不利影响。
- 3) 领克品牌的成功，很大部分来源于沃尔沃品牌的支持。若沃尔沃品牌停止对领克品牌的技术和品牌资源支持，会令领克品牌未来发展受挫。
- 4) 核心管理和技术人才的流失风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	15,045	13,415	17,344	28,893	41,470	营业收入	53,722	92,761	107,158	132,351	144,951
应收款项	29,041	33,478	29,019	37,503	39,621	营业成本	-43,880	-74,779	-85,641	-105,621	-115,125
存货净额	3,066	6,027	6,490	8,354	8,783	营业税金及附加	-	-	-	-	1
其他流动资产	97	88	3,482	8,587	16,701	销售费用	-2,503	-4,056	-4,835	-6,220	-6,740
<b>流动资产合计</b>	<b>47,249</b>	<b>53,008</b>	<b>56,334</b>	<b>83,337</b>	<b>106,576</b>	管理费用	-2,560	-2,923	-3,319	-4,235	-4,638
固定资产及在建工程	10,650	14,053	16,352	18,713	20,793	财务费用	-30	-35	22	2	2
长期股权投资	1,002	4,805	5,974	5,974	5,974	其他费用/( -收入)	-42	-28	-16	-16	-16
无形资产	6,462	10,552	13,128	15,811	18,215	<b>营业利润</b>	<b>4,707</b>	<b>10,940</b>	<b>13,368</b>	<b>16,260</b>	<b>18,434</b>
其他非流动资产	2,220	2,563	2,765	2,765	2,765	营业外净收支	1,497	1,834	1,885	2,904	5,327
<b>非流动资产合计</b>	<b>20,334</b>	<b>31,973</b>	<b>38,220</b>	<b>43,264</b>	<b>47,747</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,204</b>	<b>12,774</b>	<b>15,253</b>	<b>19,164</b>	<b>23,761</b>
<b>资产总计</b>	<b>67,583</b>	<b>84,981</b>	<b>94,555</b>	<b>126,601</b>	<b>154,323</b>	所得税费用	-1,034	-2,039	-2,386	-2,814	-3,390
短期借款	174	1,296	500	500	500	<b>净利润</b>	<b>5,170</b>	<b>10,735</b>	<b>12,868</b>	<b>16,350</b>	<b>20,372</b>
应付款项	39,779	47,533	44,978	58,128	61,410	少数股东损益	-58	-102	-133	-163	-204
其他流动负债	677	1,073	1,040	1,040	1,040	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5,112</b>	<b>10,634</b>	<b>12,734</b>	<b>16,186</b>	<b>20,168</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>40,630</b>	<b>49,902</b>	<b>46,519</b>	<b>59,668</b>	<b>62,950</b>	<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款及应付债券	2,068	-	-	-	-	<b>盈利能力</b>					
其他长期负债	198	268	316	316	316	ROE	23.3%	36.1%	31.2%	28.6%	25.8%
<b>长期负债合计</b>	<b>2,266</b>	<b>268</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	<b>316</b>	毛利率	18.3%	19.4%	20.1%	20.2%	20.6%
<b>负债合计</b>	<b>42,897</b>	<b>50,170</b>	<b>46,835</b>	<b>59,985</b>	<b>63,267</b>	营业利润率	8.8%	11.8%	12.5%	12.3%	12.7%
股本	163	164	164	164	164	销售净利率	9.5%	11.5%	11.9%	12.2%	13.9%
股东权益	24,524	34,647	47,555	66,452	90,856	<b>成长能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>67,583</b>	<b>84,981</b>	<b>94,555</b>	<b>126,601</b>	<b>154,287</b>	营业收入增长率	78.3%	72.7%	15.5%	23.5%	9.5%
						营业利润增长率	184.5%	131.7%	21.6%	21.8%	13.4%
						净利润增长率	126.2%	108.0%	19.8%	27.1%	24.6%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	63.5%	59.0%	49.5%	47.4%	41.0%
						流动比	1.16	1.06	1.21	1.40	1.69
						速动比	1.09	0.94	1.07	1.26	1.55
						<b>每股指标与估值</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
						<b>每股指标</b>					
						EPS	0.58	1.19	1.42	1.80	2.25
						BVPS	2.77	3.86	5.26	7.35	10.05
						<b>估值</b>					
						P/E	20.6	10.0	8.4	6.6	5.3
						P/B	4.3	3.1	2.3	1.6	1.2
						P/S	2.0	1.1	1.0	0.8	0.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

## 西部证券—公司投资评级说明

买入:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 大于 20%
增持:	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅 (复权后) 介于 5%到 20%之间
中性:	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度 (复权后) 介于-5%到 5%
卖出:	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅 (复权后) 大于 5%

## 联系我们

**联系地址:** 上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC  
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507  
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

### 机构销售团队:

徐青	上海	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
戴茂戎	上海	区域销售总监	13585757755	daimaorong@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
董家华	上海	高级机构销售	14782171026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
程琰	上海	高级机构销售	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
程瑶	上海	高级机构销售	13581671012	chengyao@research.xbmail.com.cn
李思	全国	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
李书聪	上海	机构销售助理	18721871307	lishucong@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	机构销售助理	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
夏一然	北京	高级机构销售	15811140346	xiayiran@research.xbmail.com.cn
朱晓敏	上海	非公募销售总监	15800560626	zhuxiaomin@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	非公募资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn

## 免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。