

买入 (维持)

0175.HK 吉利汽车

港股通 (沪、深)

目标价: 13.0 港元

现价: 10.22 港元

销量低于预期 但政策有望助行业度过难关

2019年1月9日

预期升幅: 27.2%

主要财务指标

市场数据

日期	2019.01.08
收盘价(港元)	10.22
总股本(亿股)	89.82
流通股本(亿股)	89.82
总市值(亿港元)	918
流通市值(亿港元)	918
净资产(亿元)	344.7
总资产(亿元)	849.8
每股净资产(元)	3.84

数据来源: Wind

相关报告

吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20170817
 吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20170907
 吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20171010
 吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20180211
 吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20180823
 吉利汽车 (0175.HK) _跟踪报告_20181112

海外汽车研究

分析师: 张忆东
 兴业证券经济与金融研究院副院长
 zhangyd@xyzq.com.cn
 SFC: BIS749
 SAC: S0190510110012
 联系人: 李明
 limingyijy@xyzq.com.cn
 SFC: AXK332
 SAC: S0190118070111

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	92,761	107,856	111,149	129,139
同比增长	72.67%	16.27%	3.05%	16.19%
净利润(百万元)	10,634	12,662	13,203	15,355
同比增长	108.00%	19.07%	4.27%	16.30%
毛利率	19.38%	19.99%	20.87%	21.04%
净利率	11.46%	11.74%	11.88%	11.89%
净资产收益率	30.84%	33.01%	29.96%	31.15%
每股收益(元)	1.190	1.418	1.478	1.719
股息率	2.70%	3.52%	4.17%	5.43%

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **缓解经销商压力降低批发量, 公司 12 月总销量同比减少 39%:** 公司 12 月份总销量为 93,333 部, 同比减少约 39%, 环比减少约 34%。其中, 中国市场销量为 86,298 部, 较去年同期减少约 44%; 出口量 7,035 部, 按年增长超过 7 倍。2018 年全年, 公司总销量为 150.1 万部, 较去年同期增长 20%, 为全年销量目标的 95%。公司公布的销量为批发量, 12 月降低批发的主要原因是缓解终端库存压力, 进而降低经销商压力。
- **轿车批发量普遍下滑, 新车纷瑞表现亮眼:** 新帝豪月批发量首次跌破两万, 同比降 39.6%、环比降 26.1%; A+级轿车帝豪 GL 月批发量仅 7,473 部, 远景轿车跌破 1 万仅 3,720 部。从新车型来看, 9 月推出的全新轿车纷瑞录得月销量 10,278 辆, 环比基本持平, 表现亮眼。
- **博越及帝豪 GS 保存实力, 远景等 SUV 大幅下滑:** 吉利博越、帝豪 GS、远景 SUV 的月销量均录得同比双位数跌幅, 表现欠佳。从环比数据看, 博越及帝豪 GS 降幅略小, 保存了一定实力, 远景 SUV 大幅下滑, 终端库存量堪忧。新车型缤越自 10 月 31 日上市以来累计销售 23,361 辆, 成为该板块新生力量。从领克的表现来看, 03 表现稳定, 01 及 02 大幅下滑。
- **维持买入评级, 下调目标价至 13.0 港元:** 国内汽车市场竞争持续加剧, 公司采取相对稳健的态度, 减少批发量, 缓解经销商的库存压力。对于 2019 年公司相对谨慎, 这也符合目前的行业形势。从短期看, 预计 2019 年一季度末市场竞争暂缓, 原因是: 企业纷纷调整产能规划、清理库存, 供给端相对收缩, 加上 2019H2 同比基数相对较低, 行业有望出台刺激政策, 局势将好转。从中期看, 未来两年形势仍较为严峻, 狭路相逢智者胜。我们仍看好吉利汽车在技术、车型、平台等方面的布局, 在行业竞争加剧情况下有望进一步体现其综合优势, 获取更多市场份额。下调公司 2018-2020 年的 EPS 预测分别至 1.42 元、1.48 元及 1.72 元, 目标价相应下调至 13 港元, 维持买入评级。

风险提示: 商务政策的调整; 行业竞争加剧; 汽车召回事件



报告正文

- **受中国市场销量放缓影响，12月份总销量同比下降39.2%：**公司公布12月含领克品牌的未经审计销售情况：12月份总销量9.3万部，同比减少39.2%，环比减少34.1%，主要由于终端需求放缓库存增加，公司降低批发量缓解库存压力。纵观2018全年，吉利汽车录得总销量为150.1万部，达到全年销量目标的95%，整体实现同比20%的增长。轿车板块的主要车型为新帝豪、A+级新帝豪GL、远景及纷瑞，全年销售总量为57.4万部，贡献总销量38%。SUV板块下的主要车型为博越、帝豪GS、远景SUV、领克01及领克02，全年销售总量为64.5万部，贡献总销量43%。

图1、12月份总销量增势放缓

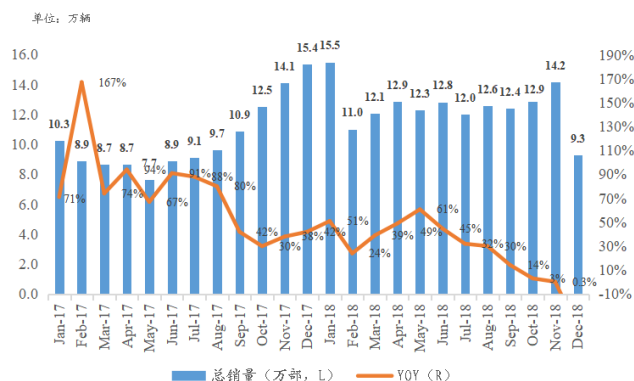
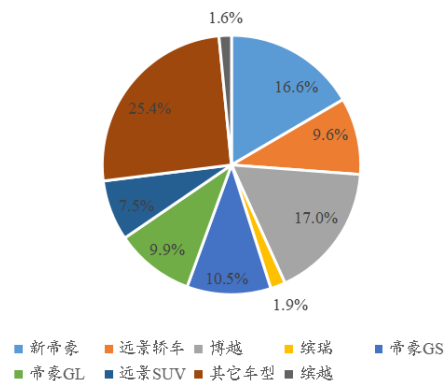


图2、2018年各车型占公司总销量占比

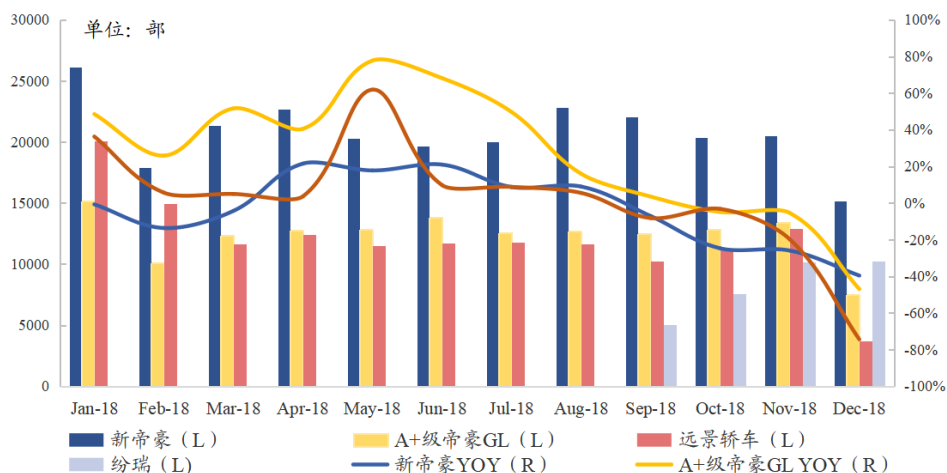


数据来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **12月份新帝豪出货量未及预期，新款纷瑞销量环比增长30.4%：**受中国市场增速放缓影响，新帝豪、A+级轿车帝豪GL、远景以及纷瑞四款主要车型12月份总销售量为36,621部，较2017年同期下跌31.8%。公司轿车板块长期主要贡献者-新帝豪12月份卖出15,150辆，同比下跌39.6%，表现逊于预期。A+级轿车帝豪GL车型2018年仅第四季度销售不利，12月份完成销量7,473辆，同比下跌47%，环比下跌44%。就增幅而言，远景车型受影响最大，仅实现销量3,720部，同比下跌74.4%，环比下跌71.2%。而公司2018年9月推出的新款轿车纷瑞于12月份录得销量13,222部，环比增长30.4%，持续强劲。

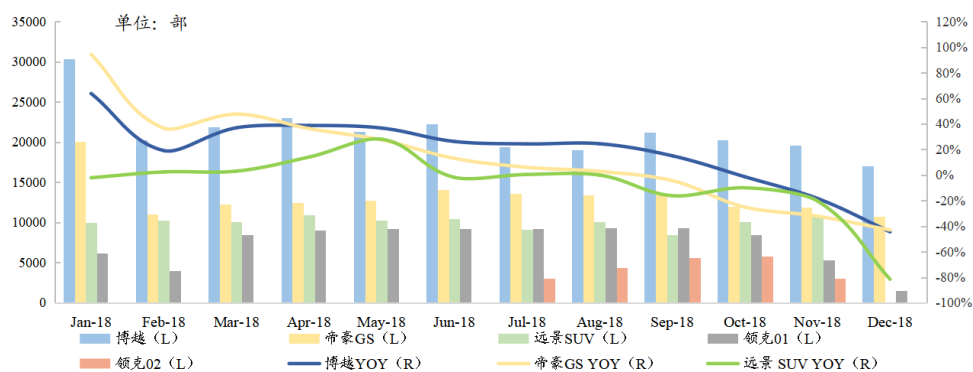
图 3、12 月份吉利汽车轿车板块表现



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **博越及帝豪 GS 保存实力，远景等 SUV 大幅下滑：**SUV 板块的博越、帝豪 GS、远景 SUV、领克 01 及领克 02 五款主要车型 12 月份总销售量为 52,430 部。其中，吉利博越仍为公司 SUV 板块的主要销量来源但表现欠佳，同期实现销量 17,072 辆，按年下跌 45.3%，占公司 SUV 总销量的 43%；帝豪 GS 车型 10 月份实现销量 10,732 辆，按年下跌 43.1%，增速录新低；远景 SUV 车型同期实现销量 2,691 部，亦录得同比-81.6% 的双位数跌势。新车型缤越自 10 月 31 日上市以来累计销售 23,361 辆，成为该板块新生力量。

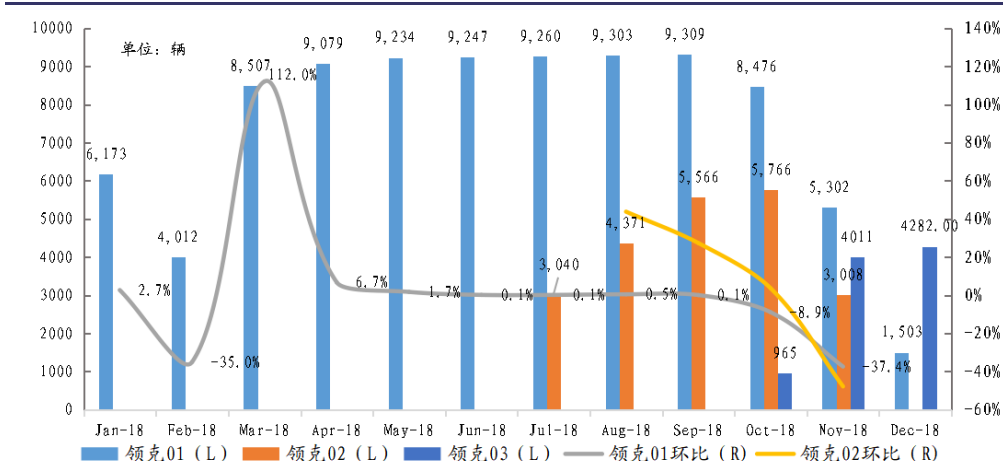
图 4、12 月份吉利汽车 SUV 销量表现



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **领克 02 销量维持增长，新车型将持续推动公司 SUV 板块表现：**12 月份领克 01 录得销量 1,503 辆，环比下降 71.7%；10 月上市的领克 03 于期内录得销量 4,282 台，环比平稳。

图 5、领克系列车型销量



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持买入评级，下调目标价至 13.0 港元：**国内汽车市场竞争持续加剧，公司采取相对稳健的态度，减少批发量，缓解经销商的库存压力。对于 2019 年公司相对谨慎，这也符合目前的行业形势。从短期看，预计 2019 年一季度末市场竞争暂缓，原因是：企业纷纷调整产能规划、清理库存，供给端相对收缩，加上 2019H2 同比基数相对较低，行业有望出台刺激政策，局势将好转。从中期看，未来两年形势仍较为严峻，狭路相逢智者胜。我们仍看好吉利汽车在技术、车型、平台等方面的布局，在行业竞争加剧情况下有望进一步体现其综合优势，获取更多市场份额。下调公司 2018-2020 年的 EPS 预测分别至 1.42 元、1.48 元及 1.72 元，目标价相应下调至 13 港元，维持买入评级。
- **风险提示：**商务政策的调整；行业竞争加剧；汽车召回事件

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	53,008	59,084	59,423	65,770	营业收入	92,761	107,856	111,149	129,139
货币资金	13,415	16,993	17,933	19,574	营业成本	-74,779	-86,291	-87,953	-101,973
已抵押银行存款	36	42	42	49	毛利	17,981	21,564	23,196	27,166
贸易和其他应收款项	33,478	35,034	34,298	37,857	其他收入	1,229	1,414	1,527	1,572
以公允价值计入损益之金融资产	-	-	-	-	销售费用	-4,056	-4,638	-5,224	-5,682
预付土地租赁款项	48	55	56	65	管理费用	-2,923	-3,344	-3,557	-4,262
存货	6,027	6,955	7,089	8,219	营业利润	12,232	14,997	15,942	18,794
可回收税项	4	5	5	6	财务费用	-35	-108	-111	-129
非流动资产	31,973	34,773	38,583	43,083	以股份付款	-28	-60	-80	-100
物业、厂房及设备	14,053	16,864	20,236	24,283	应占联营公司业绩	39	80	88	-
商誉	16	6	6	6	权益性投资损益	3	30	30	-
无形资产	10,552	10,868	11,194	11,530	非经营性损益	563	100	-	-
联营公司权益	4,805	4,805	4,805	4,805	税前利润	12,774	15,039	15,868	18,565
可供出售金融资产	22	-	-	-	所得税	-2,039	-2,256	-2,539	-3,063
递延税项资产	401	-	-	-	净利润	10,735	12,783	13,329	15,502
预付土地租赁款项	2,124	2,230	2,342	2,459	少数股东损益	102	121	126	147
资产总计	84,981	93,857	98,007	108,854	归属母公司净利润	10,634	12,662	13,203	15,355
流动负债	49,902	54,817	53,192	58,718	EPS(元)	1.190	1.418	1.478	1.719
贸易及其他应付款项	47,533	52,107	50,455	55,573	主要财务比率				
应付关联公司款项	1,296	1,496	1,525	1,768	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税项	1,073	1,213	1,212	1,377	成长性(%)				
非流动负债	268	312	321	373	营业收入增长率	72.67%	16.27%	3.05%	16.19%
可换股债券	-	-	-	-	营业利润增长率	14.18%	14.39%	6.38%	19.82%
计息银行借贷	-	-	-	-	净利润增长率	108.00%	19.07%	4.27%	16.30%
递延税项负债	268	312	321	373					
股本	164	164	164	164	盈利能力(%)				
储备	34,303	38,182	43,890	49,107	毛利率	19.38%	19.99%	20.87%	21.04%
少数股东权益	344	382	439	491	净利率	11.46%	11.74%	11.88%	11.89%
股东权益合计	34,811	38,728	44,493	49,762	ROE	30.84%	33.01%	29.96%	31.15%
负债及权益合计	84,981	93,857	98,007	108,854					
现金流量表					偿债能力(%)				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债率	59.04%	58.74%	54.60%	54.29%
税前利润	12,774	15,039	15,868	18,565	流动比率	1.06	1.08	1.12	1.12
折旧和摊销	1,938	1,297	1,557	1,868	速动比率	0.94	0.95	0.98	0.98
营运资金的变动	4,661	3,216	-26	1,693	营运能力(次)				
利息收入	-127	-159	-199	-248	资产周转率	1.22	1.21	1.16	1.25
财务费用	162	174	165	176	存货周转率	16.45	13.29	12.53	13.32
资本性支出	-3,452	-2,811	-3,373	-4,047					
偿还借款	-174	-2,000	-3,000	-2,000	每股资料(元)				
已付利息	-127	-108	-111	-129	每股收益	1.19	1.42	1.48	1.72
支付股利合计	-960	-2,160	-2,812	-3,332	每股经营现金	1.34	1.68	1.65	1.78
经营活动产生现金流量	11,994	15,003	14,708	15,913	每股净资产	3.90	4.34	4.98	5.57
投资活动产生现金流量	-11,911	-7,103	-7,767	-8,682					
融资活动产生现金流量	-1,685	-4,268	-5,923	-5,461	估值比率(倍)				
现金净变动	-1,602	3,633	1,018	1,769	PE	7.55	6.34	6.08	5.23
现金的期初余额	15,045	13,415	16,993	17,933	PB	2.31	2.07	1.81	1.61
现金的期末余额	13,415	16,993	17,933	19,574					

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园(控股)有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、毅蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团(控股)有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券(控股)有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团和微盟集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。