

吉利汽车 (175 HK)

2019 年中期疲软销量现反弹迹象

根据中国汽车工业协会的数据，吉利在 2018 年中国汽车制造商中排名第七。尽管吉利的销量于 2019 年第 2 季度下滑，但自 9/2019 其销量逐渐恢复，在 2019 年 11 月售出 143,234 辆（同比及环比分别增长 1.1% 及 10%）。我们相信其于 2020 年推出的 6-8 款新车型及中国燃油汽车销售进一步回暖，或会促进其销量增长。加上中高端汽车贡献增加拉动平均售价，我们估计 2020 年利润将同比增长 26%。我们对吉利汽车首予增持评级，目标价为 16.7 港元，隐含 9% 的上涨空间。

销量降幅收窄：吉利汽车 2Q2019 及 3Q2019 销量大幅下降，主要由于：1) 一些城市从 2019 年 7 月 1 日开始执行国六排放标准，导致购车者在 1H2019 之前对新车的需求紧缩；2) 中美关系不确定性；及 3) 经济不景气拖累消费者的购买力。但是，我们看到吉利销量下降幅度自 2019 年 9 月以来有所收窄，并于 2019 年 11 月录得 1.1% 的同比增长。考虑到 12 月及 1 月为汽车销售旺季，消费者通常选择在农历新年之前购车，因此，我们认为吉利的汽车销量将在近期保持增长。

新推出的 6-8 款车型将带动 2020 年的平均售价上升：吉利指引其将于 2020 年推出 6-8 款新车型，包括领克 05 及 06、ICON 及 PREFACE，我们相信新车型不仅会促进销量增长，还会提升整体平均售价，因为大多数新车型都是中高端车。由于吉利未来将战略性地提升高价车的比重，或会带动其平均售价攀升。

将继续向宝腾转让知识产权以提高声誉及收入：吉利已同意将 3 项知识产权 (IP) 转让给宝腾，可收取 3 种许可车型的许可费及汽车配件费。通过知识产权转让可实现双赢，因为宝腾可节省大量的研发成本，吉利可获得可观的利润。吉利指引其将继续向宝腾转让知识产权，这将提高其声誉并产生更高的收入。

毛利率在激烈的竞争中缓慢反弹：随着经济增长放缓，以致竞争激烈且并无提价空间，因此我们预计吉利 2020 年毛利率仅缓慢上升。

稳健的资产负债表：吉利 1H2019 净现金为人民币 106 亿元，我们预计即使在经济不景气的情况下，吉利也能计划扩张，这有利提升其市场份额。

首予增持评级。由于销量下降幅度缩小，所以过去三个月吉利股价上涨了 20%。我们相信随着新车型的推出及燃油车需求的回升，其将在 2020 年恢复利润增长。根据 10 年 DCF 模型，我们对吉利首予“增持”评级，目标价为 16.7 港币，相当于 12.4 倍 FY20 预测市盈率及 2.2 倍 FY20 预测市净率。

投资总结

年结于 12 月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营收 (人民币百万元)	92,761	106,595	97,598	108,371	120,777
变化 (%)	73	15	(8)	11	11
净利润 (人民币百万元)	10,634	12,553	8,952	11,256	13,155
变化 (%)	108	18	(29)	26	17
每股盈利 (人民币)	1.190	1.398	0.978	1.215	1.423
变化 (%)	105	17	(30)	24	17
市盈率 (倍)	11.6	9.9	14.1	11.4	9.7
市净率 (倍)	3.7	2.8	2.3	2.0	1.7
价格/经营活动现金流 (倍)	10.3	8.9	8.0	7.1	6.0
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	8.1	6.8	8.4	6.8	5.5
每股股息 (人民币)	0.074	0.342	0.245	0.308	0.360
股息回报率 (%)	0.5	2.5	1.8	2.2	2.6

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

增持

目前股价

HK\$15.36

目标股价

HK\$16.7

中国 / 汽车 / 汽车制造商

2019 年 12 月 9 日

何梓瀛 (SFC CE:BHL697)

(852) 3519 1291

alison.ho@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	9,146
市值 (百万港元)	140,476
企业价值 (百万港元)	126,335
12 个月内日均成交额 (百万港元)	822
12 个月波动率 (%)	45
FY18-20 预测市盈增长率 (倍)	(1.5)
FY18-20 预测平均净资产收益率 (%)	21
FY19 预测市净率 (倍)	2.3
FY19 预测净负债-股东权益比 (%)	净现金

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	1	11	5
相对恒指	5	9	4

主要股东持股 (%)

Proper Glory Holdings Inc	28.8
浙江吉利控股集团	8.7
贝莱德集团	4.9

审计师

致同会计师事务所

股价走势图



中国汽车市场下滑，国内品牌首当其冲

图 1：2019 年 7 月 1 日起实施国六标准的地区

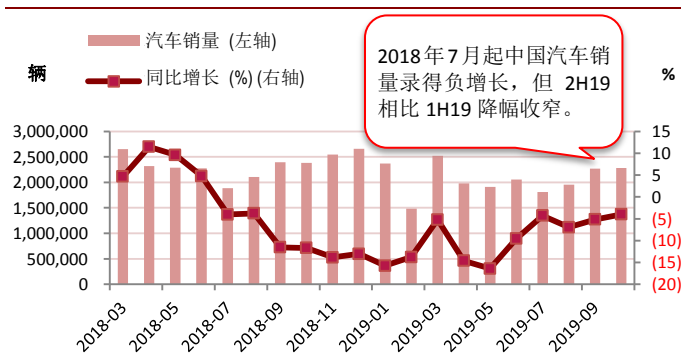
1	深圳
2	上海
3	天津
4	重庆
5	安徽
6	南京
7	杭州
8	四川
9	海南
10	广东
11	山东
12	河南
13	河北

资料来源：互联网数据、东方证券（香港）

汽车销量料将复苏

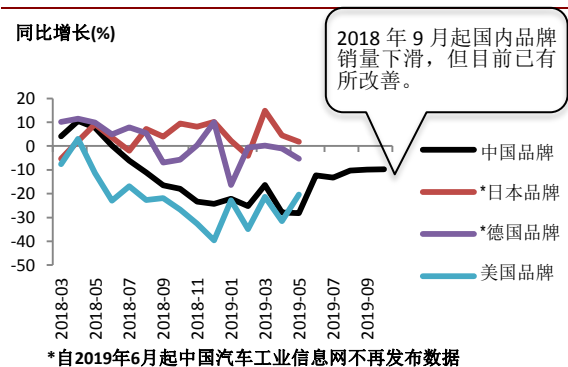
截至 2019 年 10 月，中国汽车销量已连续下降 16 个月，但图 2 显示目前降幅已收窄。1H2019 车市显著下滑主要由于深圳、上海、广东及河南等地区在 2019 年 7 月实施国六排放标准，早于原定生效日期 2020 年 7 月 1 日，汽车经销商于是急于清理国五标准车而大幅降价。然而，鉴于大多数购车者都在等待购买国六标准车，导致国五标准车库存增加及汽车销售下滑。同时，中美关系的不确定性以及经济下行也给消费者的购买力带来压力。2019 年下半年得益于部分城市已于 2019 年 7 月实施国六排放标准，加上旺季带动需求，根据中国汽车工业协会数据，2019 年首 10 个月汽车市场整体同比仅下降 9.7% 至 2,060 万辆，相比今年首 6 个月的 12.4% 负增长已有所改善。

图 2：中国汽车月度销量



资料来源：中国汽车工业协会、东方证券（香港）

图 3：汽车月度销量（按品牌）



资料来源：中国汽车工业信息网、Wind、东方证券（香港）

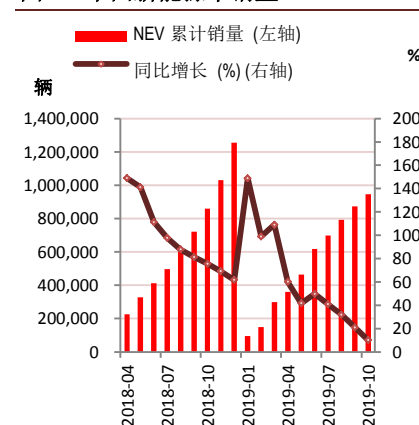
国内品牌受汽车销量下滑影响最大

根据中国汽车工业协会数据，2019 年首 10 个月国内品牌汽车销量同比下降 17.5% 至 667 万辆，其市场份额下降 3.1 个百分点至 38.9%，跑输大市。国内品牌在经济放缓下所受影响最大，因为购买中低端汽车的消费者会削减可支配收入，进一步加剧了 1H2019 中国汽车制造商的竞争。图 3 显示，3Q2019 国内品牌销量下降幅度有所收窄，我们预计 4Q2019 会继续反弹，因为 11 月及 12 月是汽车销售旺季，消费者通常选择在农历新年之前购车。

补贴削减导致新能源车销售下滑

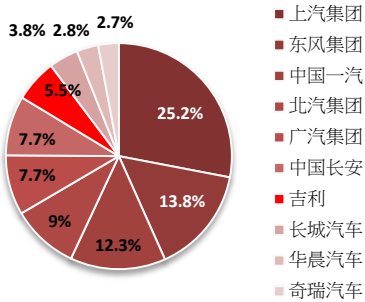
政府于 1Q2019 针对新能源车（NEV）宣布新的补贴政策，自 2019 年 6 月 26 日起将补贴平均削减一半。根据中国汽车工业协会数据，购车者赶在最后一期限之前购买新能源车。因此，2019 年首 6 个月新能源车销量同比增长 49.7% 至 61.6 万辆，远超整体汽车市场表现。但在 6 月下旬实施新政策之后，新能源车销量截至 2019 年 10 月连续第四个月下降，同比下降 45.6%，而去年同期为同比增长 51.5%。由于预计 2020 年提供的补贴将持续减少，我们认为新能源车的需求将减少，并给新能源车制造商带来压力。

图 4：中国新能源车销量



资料来源：中国汽车工业协会、东方证券（香港）

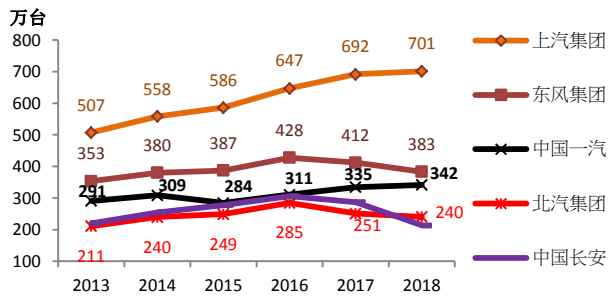
吉利持续获得市场份额

图 5: 2018 年车企市场份额


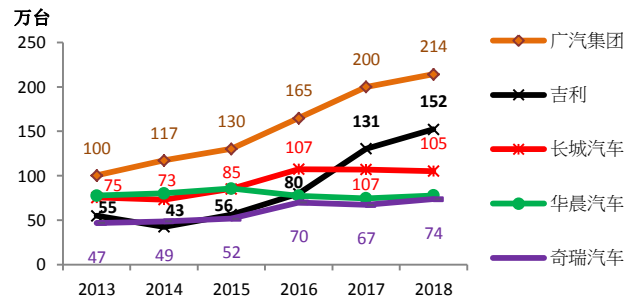
资料来源: 中国汽车工业协会、东方证券(香港)

上汽集团占中国汽车总销量的 25%

根据中国汽车工业协会数据, 上汽集团是中国最大的汽车制造商, 2018 年销量达 701 万辆, 市场份额为 25.2%。我们观察到, 上汽集团在 2013-2018 年期间销量持续增长并保持市场领先地位, 上汽集团旗下的国内品牌有荣威、名爵、上汽大通、跃进、五菱及宝骏, 上汽合资企业品牌则有上汽大众、上汽通用、上汽通用五菱、申沃客车、上汽依维柯红岩及南京依维柯。我们知道上汽大众、上汽通用及上汽通用五菱分别在 2018 年中国乘用车销量榜单单位列第一、第三及第四名, 随着上汽竞争力增强, 我们相信其将继续获得市场份额。相比之下, 第二大汽车制造商东风汽车在 2017-2018 年期间销量却出现了个位数的下降, 主要由于其子公司包括东风雷诺、神龙汽车及东风柳汽销量大幅下降, 因此其市场份额由 2013 年的 16.0% 降至 2018 年的 13.8%, 表现不及行业平均。

图 6: 一线车企销量


资料来源: 中国汽车工业协会、东方证券(香港)

图 7: 二线车企销量


资料来源: 中国汽车工业信息网、Wind、东方证券(香港)

图 8: 2014-2016 车企排名

	2014	2015	2016
1	上汽	上汽	上汽
2	东风	东风	东风
3	一汽	一汽	一汽
4	长安	长安	长安
5	北汽	北汽	北汽
6	广汽	广汽	广汽
7	华晨	华晨	长城
8	长城	长城	吉利
9	奇瑞	江淮	华晨
10	江淮	吉利	奇瑞

资料来源: 中国汽车工业协会、东方证券(香港)

吉利、广汽、及奇瑞在过去 5 年中跑赢行业

中国汽车市场销量 2013-2018 年的复合年增长率为 5%。吉利、广汽及奇瑞在前十大汽车制造商中是少数高增长公司。吉利销量由 2013 年的 55 万辆增长逾两倍至 2018 年的 152 万辆, 2013-2018 年的复合年增长率为 23%, 主要由于推出了帝豪 GS、帝豪 GL 及博越等热门车型。销量第二高增长的汽车制造商是广汽集团, 2013-2018 年的复合年增长率为 16%, 因为日本品牌汽车具有较高的性价比, 许多购车者青睐日本品牌, 我们相信广汽集团将从中受益。奇瑞销量 2013-2018 年的复合年增长率为 9%, 主要由于 2016 年艾瑞泽 5 销量激增, 其在 2017-2018 年的销量稳定增长。

图 9: 2017-5M2019 车企排名

	2017	2018	5M 2019
1	上汽	上汽	上汽
2	东风	东风	东风
3	一汽	一汽	一汽
4	长安	北汽	长安
5	北汽	北汽	北汽
6	广汽	长安	广汽
7	吉利	吉利	长城
8	长城	长城	吉利
9	华晨	华晨	华晨
10	奇瑞	奇瑞	奇瑞

 资料来源: 中国汽车工业协会、东方证券(香港)
 *2019 年 5 月以后中国汽车工业协会不再公布排名

吉利持续获得国内品牌市场份额

吉利在过去五年不断获得市场份额。图 8 及图 9 显示, 其在 2014 年未入前十名, 但在 2018 年排名第七, 其市场份额(按销量计)由 2013 年的 2.5% 升至 2018 年的 5.5%。虽然 2019 年首 10 个月的销量同比下降 14%, 其市场份额仍维持在 5.3%, 因为行业整体 2019 年表现不佳, 如上汽/东风的销量在 2019 年前 10 个月同比下降 13.7%/4.2%。此外, 根据盖世汽车网, 吉利在国内品牌中销量排名第一, 我们认为在与沃尔沃紧密合作后, 吉利将凭借其技术改进及研发升级, 继续在国内市场上获得市场份额。

浙江吉利控股-中国领先的汽车制造商之一

图 10: 吉利控股覆盖低端至豪华品牌

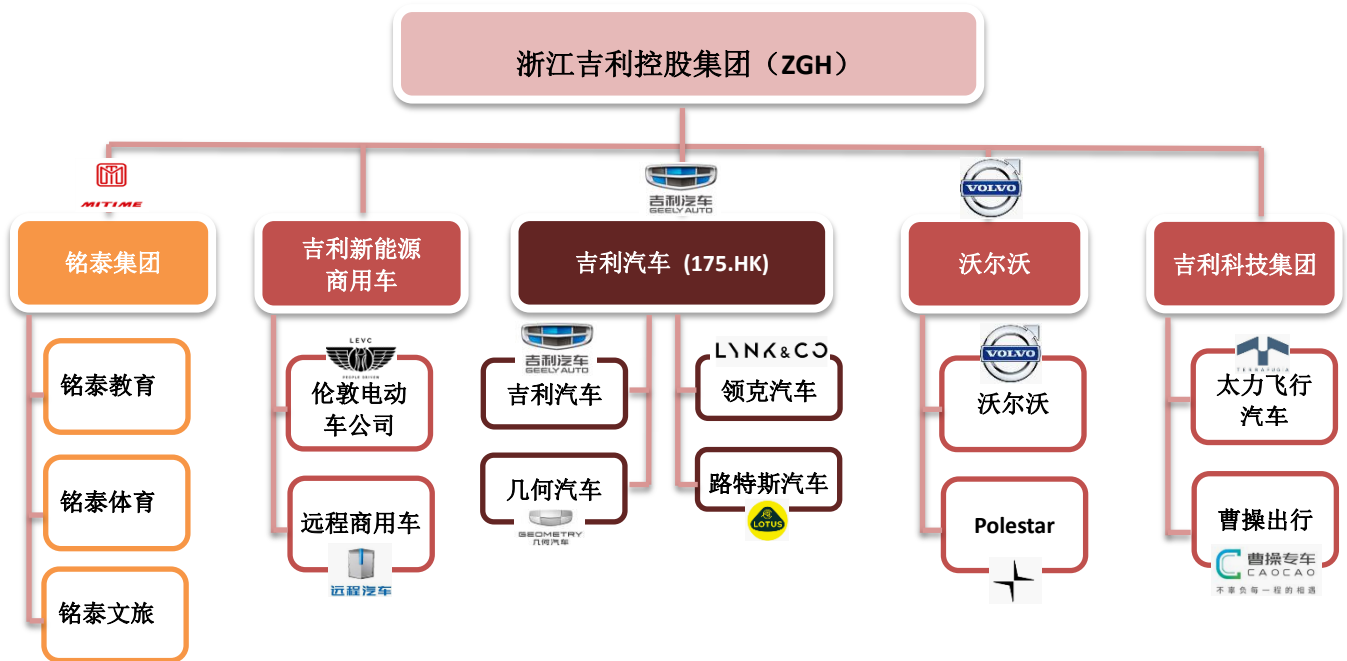
浙江吉利控股	豪华品牌 - 沃尔沃
	中高端品牌 - 领克
	中低端品牌 - 吉利

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

浙江吉利控股从 1997 年开始涉足汽车业务

浙江吉利控股集团是一家私营汽车制造商，主要从事汽车及动力总成设计、开发、生产及销售，还提供出行服务、金融服务、教育及赛车运动等业务。浙江吉利控股于1986年在浙江省台州市成立，并于1997年进入汽车行业。浙江吉利控股拥有5家子公司，分别是吉利汽车（175.HK）、沃尔沃汽车集团、吉利新能源商用车、铭泰集团及吉利科技集团。吉利汽车（Geely）、领克（Lynk & Co）、沃尔沃汽车（Volvo）、Polestar、路特斯（Lotus）、伦敦电动车等国际知名品牌均由其子公司持有。浙江吉利控股自2010年以来已将自己定位为汽车市场的领导者，目前为止，产品已完全覆盖低端市场（吉利品牌）、中高端市场（领克品牌）及豪华市场（沃尔沃品牌）。

图 11: 浙江吉利控股集团架构



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

李书福先生带领集团收购国际汽车品牌

浙江吉利控股主席李书福先生 1963 年出生于浙江台州。李先生拥有燕山大学的工程硕士学位。2010 年，李先生带领浙江吉利控股以 18 亿美元的价格从福特汽车手中收购豪华品牌-沃尔沃汽车，此项收购帮助浙江吉利控股声名远播，因为这是中国民营车企最大的海外汽车收购。通过与沃尔沃的合作，浙江吉利控股可在中短期内增强技术，并能够在中国生产豪华车。2013 年，浙江吉利控股以 1460 万美元的价格收购伦敦出租车公司，随后于 2017 年收购宝腾（Proton）49.9%股权及路特斯跑车 51%股权。2018 年，浙江吉利控股继续收购沃尔沃集团（AB Volvo）8.2%股权及戴姆勒（Daimler）9.7%股权后，李先生便成为了沃尔沃集团及戴姆勒的第一大股东。我们认为，这些收购事项可支持浙江吉利控股提升全球知名度，实施全球战略及创新，并通过获得一流的德国汽车技术来增强竞争力。

图 12: 李书福先生



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

吉利汽车得到浙江吉利控股的大力支持

图 13: 吉利旗下品牌

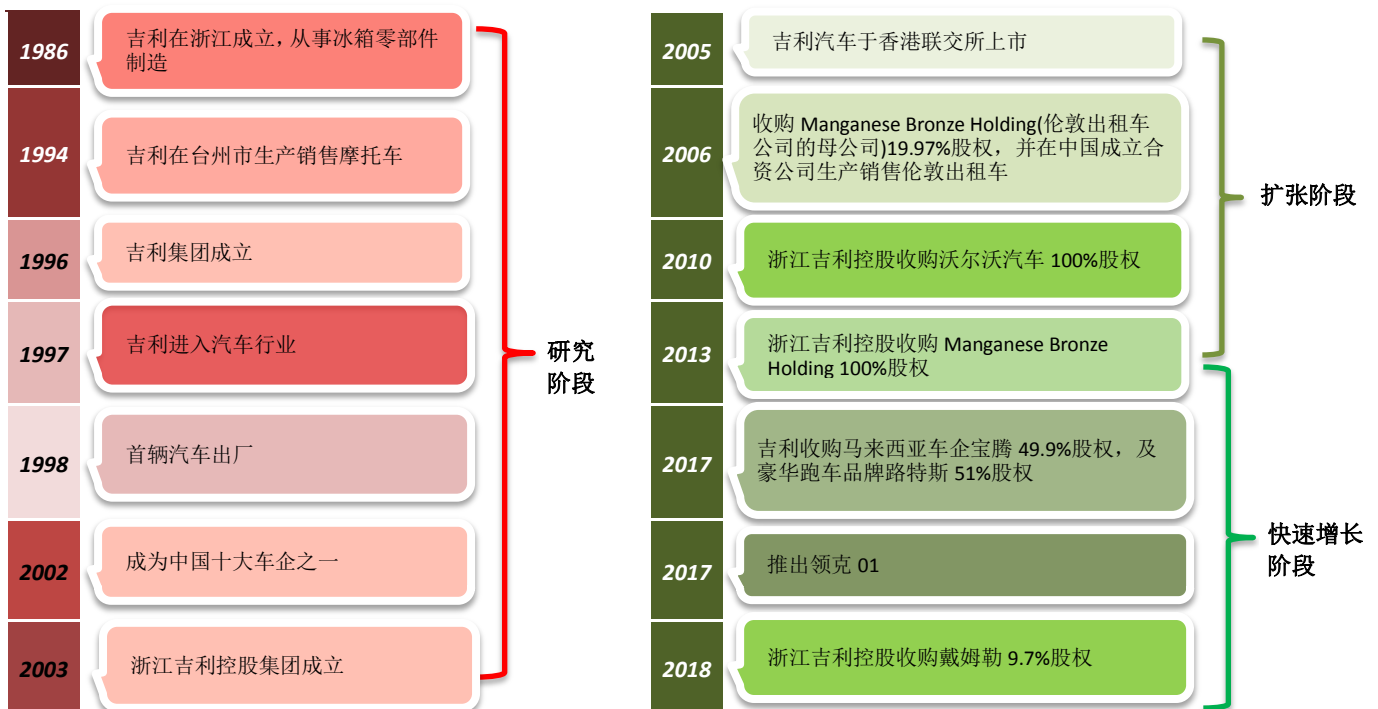


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

吉利有 3 个汽车品牌

吉利汽车(“吉利”)为浙江吉利控股的子公司,主要从事乘用车生产及销售,其大部分产品主要以吉利、领克、宝腾及路特斯品牌在中国销售。目前,吉利拥有12个生产基地,年总产能为240万辆汽车。截至2019年6月底,公司在中国拥有980家吉利品牌经销店、243家领克中心及20个领克空间。吉利品牌与领克有不同的营销及分销系统。此外,公司于2018年通过24名销售代理及336家销售及服务中心将产品出口到24个国家/地区,主要集中在东欧、中东及非洲等发展中国家。应浙江吉利控股要求,沃尔沃已将技术转让给吉利,提升公司竞争力之余,还吸引客户眼球。

图 14: 吉利发展里程碑



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 15: 帝豪 GSe



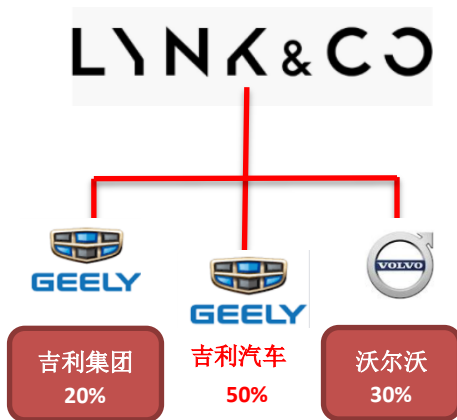
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

从 2015 年开始专注于 NEEV 的发展

吉利于 2015 年宣布其名为“蓝色吉利行动”的新能源车战略,该战略将资源集中在发展新能源车(NEV),目标是到 2020 年使集团新能源和电气化汽车(NEEV)销售占总销售的 90%,而 NEEV 的销量中 PHEV/MHEV 及 EV 分别占 65%及 35%。截至 2019 年首 10 个月,NEEV 仅占吉利销量的 8.2%,管理层解释该比例较低的主要原因是购车者对 NEEV 的需求低于预期。同时,“蓝色吉利行动”计划在 2018 年之前推出 30 多款 NEEV 车型,但 2018 年吉利仅销售 9 种 NEEV 车型(帝豪 PHEV、帝豪 EV、博瑞 GE PHEV、博瑞 GE MHEV、帝豪 GSe、帝豪 GL PHEV、领克 01、领克 02 及领克 03)。我们看到吉利加快了 NEEV 开发并提升其数字化及电气化速度,我们相信即使未达成“蓝色吉利行动”目标,这些战略也可巩固其市场地位。

领克进击中高端汽车市场

图 16: 领克股权架构



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

领克融合欧洲设计及技术

吉利的母公司浙江吉利控股于 2010 年从福特汽车手中收购了瑞典品牌沃尔沃。中外合资企业领克成立于 2016 年, 分别由吉利汽车、吉利集团及沃尔沃拥有 50%、20% 及 30% 股权, 该品牌定位为吉利品牌之上及沃尔沃品牌之下。通过与沃尔沃的合作, 吉利不仅提高研究及创新能力, 还通过生产优质汽车而享有良好声誉。众所周知, 沃尔沃已为吉利汽车提供发动机, 并为领克提供共享技术。同时, 吉利与沃尔沃共享并开发汽车平台 CMA, 该平台结合基于沃尔沃技术的欧洲技术及设计。CMA 平台生产的 3 款领克车型分别于 2017 年及 2018 年推出。鉴于未来将有更多联合研发的车型推出, 我们相信其将提升吉利的竞争力及声誉。

与吉利品牌不同的商业模式

领克与吉利品牌的分销渠道不同。像特斯拉 (Tesla) 一样, 通过线上平台或线下门店以透明的价格系统及订购系统销售汽车, 我们相信这样可以使购车过程更加轻松并节省选购的时间成本。此外, 领克承诺为消费者提供终身免费保修、终身免费道路救援及终身免费数据流量, 从而保障客户免受汽车问题的困扰。此外, 公司允许消费者在一定期限内免费更换车型, 我们认为这样可以满足年轻消费者的需求, 并且更容易吸引年轻购车者。

图 17: 吉利品牌 vs 领克品牌

	吉利品牌	领克品牌
推出年份	1998	2017
价格区间 (人民币)	43,900 - 216,800	113,800 - 228,800
定位	中低端 (低端为主)	中高端
制造平台	吉利设计	与沃尔沃合作设计
目标客户	大众市场	年轻专业人士
模块架构	AMA、BMA、CMA、DMA	CMA
涡轮增压发动机	1.0L/1.3L/1.5L/1.8L/2.4L 1.0T/1.4T/1.5T/1.8T/2.0T	1.5T/2.0T
特征	<ul style="list-style-type: none"> ■ 物有所值 ■ 吉利不仅提供诱人的价格, 还升级技术、销售渠道及服务以吸引更多客户 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 铝气缸, 节省油耗, 延长使用寿命 ■ 自有国际设计能力
截至 2019 年 6 月的分销渠道	◇ 经销商 - 980 家中国经销商, 近 500 个海外销售及服务中心	<ul style="list-style-type: none"> ◇ 线下商店 - 243 个领克中心及 20 个领克空间 ◇ 网上商店
主要竞争对手	国内品牌如长城、长安、传祺等	国外品牌如丰田、大众、通用、福特等
产能 (辆)	2,400,000	200,000

资料来源: 互联网、公司资料、东方证券 (香港)

吉利将重心由低端转向中高端车型

图 18: 吉利的股价



	价格区间 (人民币千元)	销量(千辆)					我们的观点
		2015	2016	2017	2018	2019E	
低端车型		208.9	208.5	237.0	461.9	356.3	<p>■ 过去 5 年低端汽车对收入的贡献显著下降: 吉利的低端汽车占 2015 年总销售的 41%。我们看到吉利已战略性地停产一些低价汽车 (如熊猫及自由舰), 自 2016 年以来已将重点转移到中高端汽车。低端汽车 2019 年首 10 个月销量的贡献已下降至 26%。在低端汽车中, 远景 X3、远景及帝豪是最受欢迎的车型, 2019 年 10 月均售出逾 7,000 辆。</p>
吉利熊猫	37-50	14.1	7.2	1.1	-	-	
自由舰	39-42	10.8	0.3	-	-	-	
远景 X1	40-58	-	-	24.5	11.9	0.0	
远景 X3	46-69	-	-	30.9	116.9	93.5	
吉利金刚	48-66	57.4	63.4	35.6	17.0	-	
吉利远景	48-74	122.0	137.7	145.0	143.9	80.7	
英伦 SC7	52-57	4.6	-	-	-	-	
帝豪/新帝豪	70-99	-	-	-	172.2	182.1	
中低端车型		268.7	481.2	933.6	834.9	732.5	
远景 S1	60-103	-	-	10.8	67.9	25.6	
帝豪(EC7)	70-101	206.2	223.8	239.5	42.9	-	
远景 SUV	70-106	-	42.4	125.5	113.3	75.3	
全球鹰 GX7	70-120	59.9	15.3	-	-	-	
缤瑞	76-111	-	-	-	33.1	83.0	
帝豪 GS	78-117	-	60.5	151.0	150.2	102.5	
缤越	79-130	-	-	-	23.4	139.3	
帝豪 GL	79-122	-	30.0	120.7	148.5	79.2	
帝豪 EC8	89-119	2.6	0.0	-	-	-	
吉利博越	99-162	-	109.2	286.2	255.7	227.6	
中端车型		31.5	52.0	43.5	52.1	91.1	<p>■ 中端汽车的贡献有所增加: 吉利在 2017 年之前仅生产两款中端车型, 但从 2018 年开始加速生产中高端车型, 2019 年销售 8 款车。我们估计, 中端销售将占 2019 年总销售额的 7%, 高于 2018 年的 3%。我们相信吉利未来将专注于中高端车型开发, 以提升其毛利率。</p>
嘉际	100-149	-	-	-	-	29.8	
帝豪 GSe	120-160	-	-	-	7.5	11.1	
博瑞(GC9)	130-155	31.5	52.0	42.8	19.5	5.1	
星越	136-196	-	-	-	-	22.8	
帝豪 PHEV	136-160	-	-	0.8	0.4	0.5	
博瑞 GE	137-180	-	-	-	24.8	16.3	
缤越 EV	150-170	-	-	-	-	1.5	
嘉际 EV	170-193	-	-	-	-	3.8	
中高端车型		1.8	1.3	28.3	151.8	174.5	
星越 EV	189-217	-	-	-	-	0.8	
帝豪 EV	166-186	-	-	21.4	31.4	27.8	
领克 03	199-229	-	-	-	9.3	55.6	
领克 02	200-230	-	-	-	21.8	26.7	
英伦 TX4	208-228	1.8	1.3	0.8	-	-	
几何 A	210-250	-	-	-	-	12.9	
领克 01	223-260	-	-	6.0	89.4	50.8	

资料来源: 16888.com、汽车之家、公司资料、东方证券(香港) * 低端价格 <10 万, 中端价格 10-20 万, 高端价格 >20 万

吉利车型的价格区间

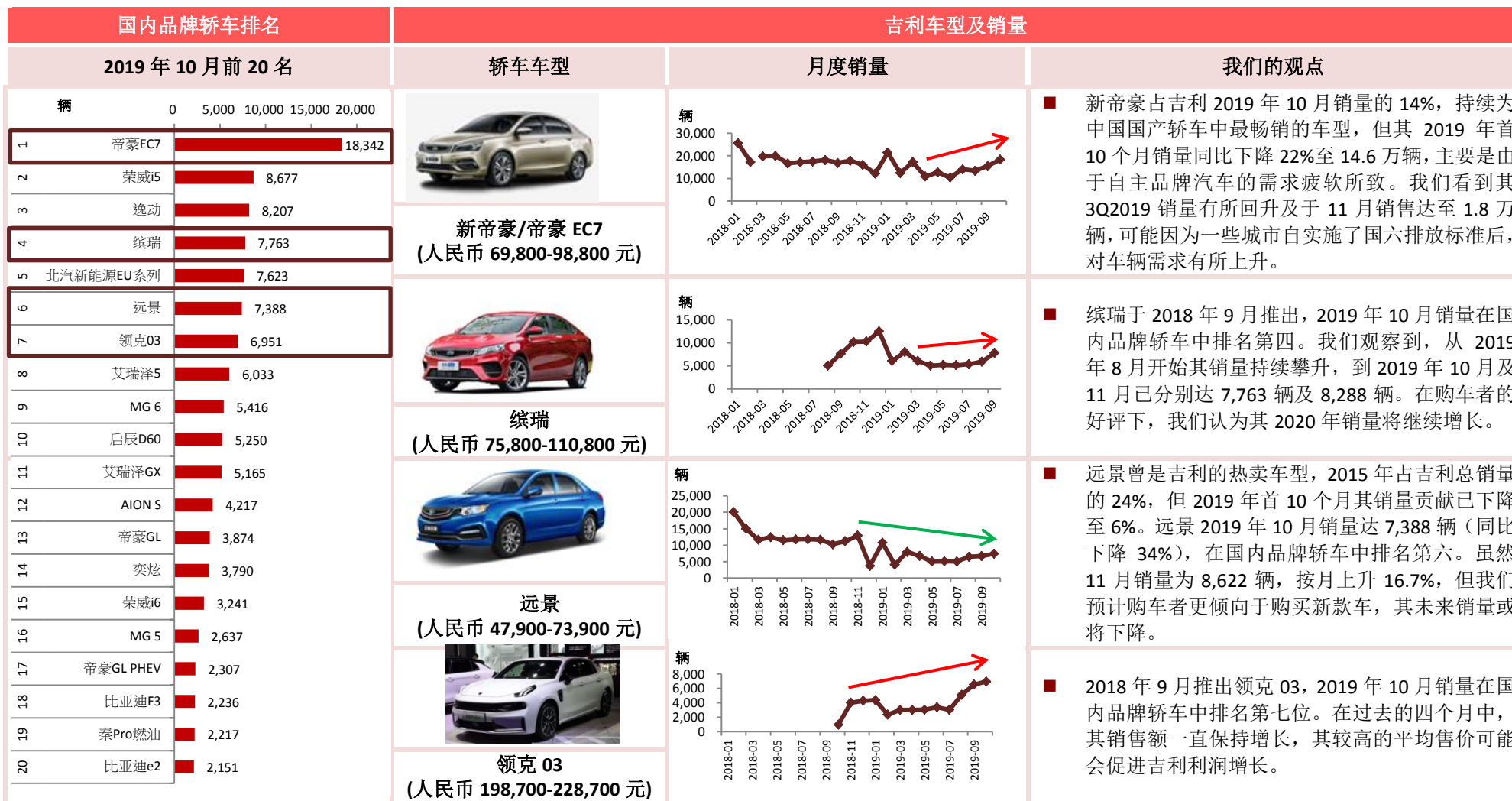
图 19: 燃油车及 NEEV 的价格区间



资料来源：乘用车市场信息联席会、搜狐、Wind、东方证券（香港）

吉利汽车概述 (1)

图 20: 10/2019 吉利与同业的销售比较



资料来源: 盖世汽车、16888.com、东方证券(香港)

吉利汽车概述 (2)

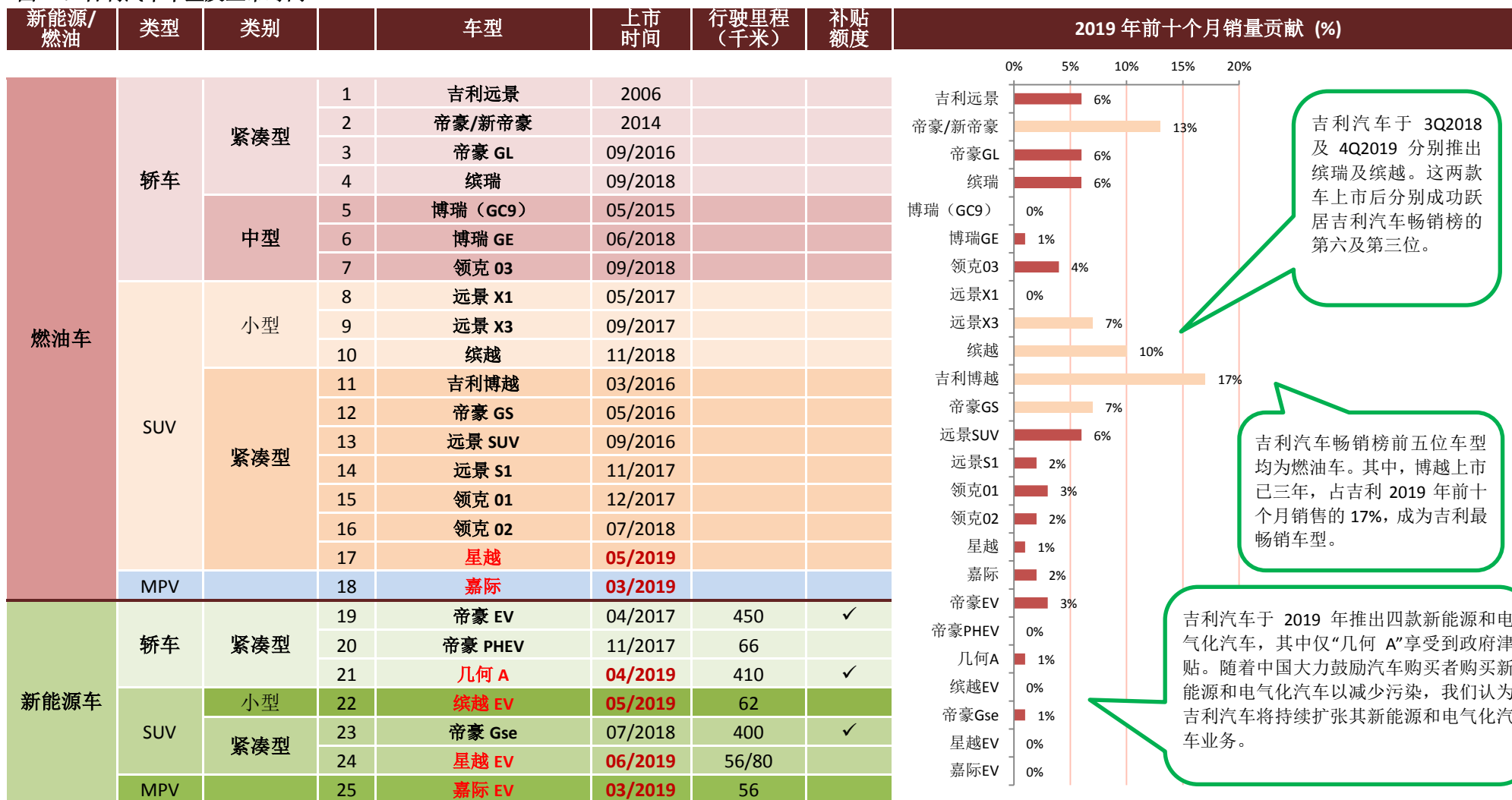
图 21: 10/2019 吉利与同业的销售比较



资料来源: 盖世汽车、16888.com、东方证券(香港)

吉利汽车概述 (3)

图 22: 吉利汽车车型及上市时间



资料来源: 16888.com、东方证券 (香港)

吉利汽车同沃尔沃汽车展开联合开发提升技术

图 23: 吉利 CMA 平台



资料来源: 互联网资料、东方证券(香港)

紧凑型模块化基础架构(CMA)可支持8-10个模型的生产

多个汽车模型共享一个汽车平台, 汽车平台主要提供常规设计、工程、量产及主要部件的共享。管理层指出最基本及最简单的汽车平台支持1-2个模型生产, 而更为先进的汽车平台或可支持5-6个汽车模型生产。吉利汽车使用模型基础架构平台, 该平台灵活度更强, 可在一条生产线上生产8-10个汽车模型, 能降低生产成本, 节省制造时间, 还能保持设备的高利用率。吉利汽车同沃尔沃汽车于2013年联合开发出CMA, 是为全球化中型一体化汽车平台。除前轮中部同踏板箱之间的距离外, CMA能够将部件进行重组以满足不同汽车的设计。CMA于2017年开始投入使用, 沃尔沃XC40、领克01、领克02、领克03及星越均出自CMA平台。

图 24: 吉利汽车制造平台

平台	上市时间	车型	动力总成选项	发展过程
KC	2014	博瑞/B级	燃油/新能源电气化	由吉利汽车开发, 并运用沃尔沃汽车在安全性、可移动性及可持续性上的创新技术
FE	2015	帝豪系列、远景/A级	燃油/新能源电气化	由吉利欧洲汽车技术中心及吉利汽车研究院联合开发, 并获得来自沃尔沃汽车的部分技术支持
NL		SUV	燃油/新能源电气化	由吉利汽车开发
CV	2016	MPV	燃油/新能源电气化	由吉利汽车开发
SPA	2014	C级/D级	燃油/新能源电气化	由沃尔沃汽车开发
BMA	2018	A0级到A+级	燃油/新能源电气化	基于紧凑型模块化基础架构平台联合沃尔沃汽车联合开发
CMA	2017	沃尔沃 XC40/星越/领克/A+级	燃油/新能源电气化	同沃尔沃汽车联合开发
DMA	2020	B级	燃油/新能源电气化	同沃尔沃汽车联合开发
PMA	2020	电动车	电动	同沃尔沃汽车联合开发

资料来源: 互联网资料、公司资料、东方证券(香港)

BMA架构主要为小型紧凑型汽车所研发

由于CMA平台成本极高, 不适用于低端汽车制造。为此, 吉利汽车联合沃尔沃汽车联合开发出一款相对便宜的平台——BMA架构。BMA架构基于CMA研发而成, 可支持A0到A+级汽车的制造。所有BMA架构生产汽车其共享部件共性高达70%, 鉴于此, 使用BMA架构可节省部件测试时间, 将汽车开发时间从超过36个月缩短至平均18-24个月, 使吉利汽车能够加快新车开发进程满足用户需求。

图 25: BMA 平台



资料来源: 互联网资料、东方证券(香港)

预计新平台将取代旧平台

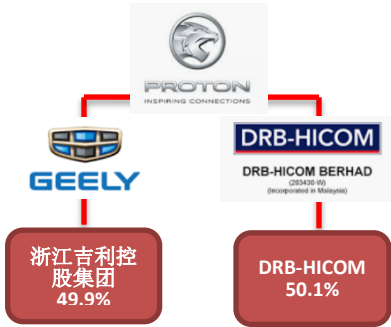
CMA和BMA架构均可用于开发包括SUV、多用途汽车、轿车、跨界车、旅行车在内的所有车型。与此同时, 其还能够支持各种排量, 如1.0TD、1.4T、1.5TD, 或混合动力总成系统, 如插电式混合动力系统、油电混动车、或轻度混合动力汽车。新平台搭建完成后, 管理层指出包括KC平台、FE平台、NL平台及CV平台在内的旧汽车平台将逐步被淘汰。

PMA架构主要用于电动汽车开发

吉利汽车推出 PMA 架构平台全权支持电动汽车的生产。为电动汽车独设一个平台主要是由于电动汽车性能独特, 较燃油汽车不同, 其不需要引擎及变速箱, 但需要大量空间用于存放电池。此外, 鉴于电动汽车与燃油汽车有不同设计结构, 在同一生产线上生产相信会延长生产时间。因此, 吉利汽车同沃尔沃汽车联合开发 PMA 架构平台以满足电动汽车生产需求。

吉利汽车向宝腾出售知识产权以推动收入

图 26: 宝腾股权

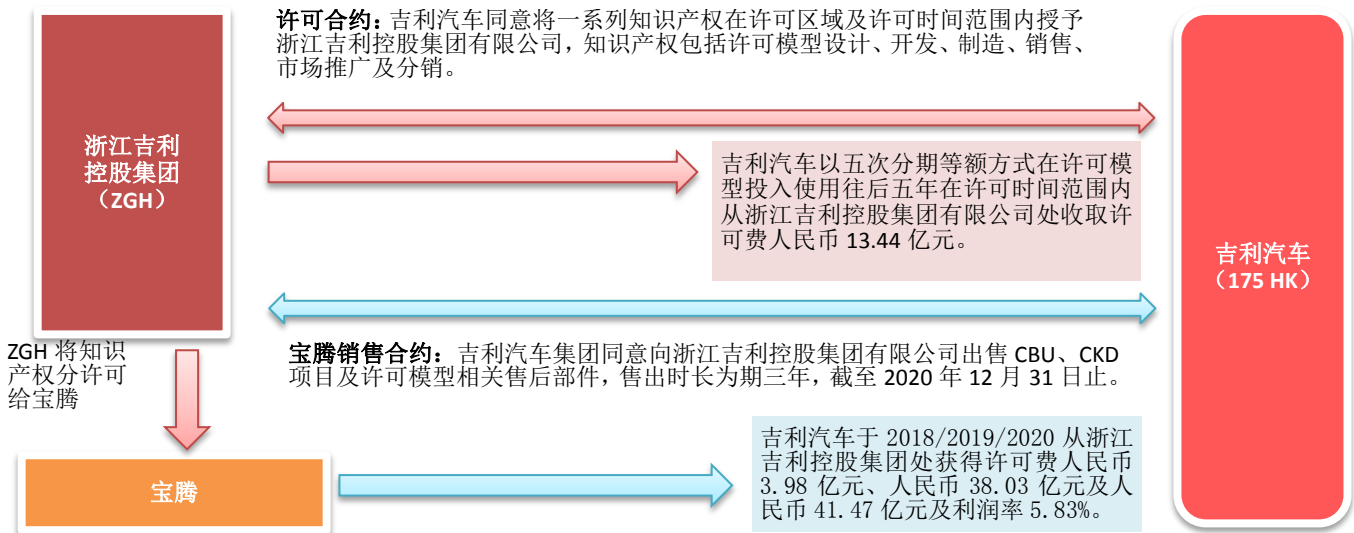


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

吉利汽车向宝腾出售三项知识产权

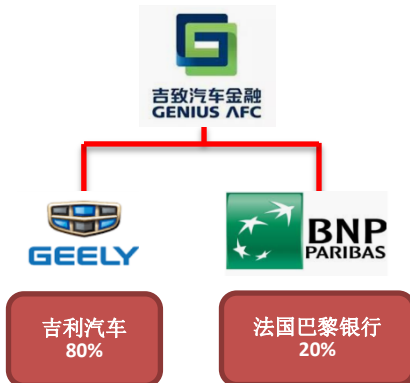
浙江吉利控股集团有限公司和马来西亚 DRB-HICOM 集团分别持有马来西亚汽车制造商宝腾汽车 49.9%及 50.1%的股份。浙江吉利控股集团于 2018 年同吉利汽车签订协议, 协议同意宝腾使用吉利的知识产权, 并可在东南亚国家制造销售包括博越(Proton X70)、缤越及 VF11 多用途汽车在内的三款车型。凭借知识产权共享, 吉利汽车自 2018 年起往后五年可按五次分期等额方式从浙江吉利控股集团处获得许可费人民币 13.44 亿元。2018 年, 第一款右舵右驾驶博越(宝腾 X70) 运往马来西亚, 该车型很快跃居马来西亚 SUV 畅销榜。与此同时, 吉利汽车还同浙江吉利控股集团签订合约, 同意向宝腾出售三款车型的整车、整车成套件及售后零件, 吉利汽车后于 2018/2019/2020 从浙江吉利控股集团处获得人民币 3.98 亿/38.03 亿/41.47 亿元许可费及 5.83% 的成本加成利润率。

图 27: 吉利汽车和宝腾合作过程



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 28: 吉致汽车金融有限公司股权



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

吉利汽车和宝腾合作达成双赢

我们认为吉利汽车同宝腾集团的战略合作将达成双赢: 宝腾可从吉利处获得先进技术而无需花费大量研发成本, 而吉利则可从浙江吉利控股集团有限公司处获得丰厚许可费。我们认为吉利将在未来持续向宝腾集团传输技术, 提升公司口碑, 推动收入。

汽车金融渗透率提升利好吉利

吉利汽车于 2015 年同法国巴黎银行合作设立汽车金融联合公司, 即吉致汽车金融有限公司。该公司提供汽车融资产品及服务, 包括向汽车经销商提供批发融资途径, 向终端客户提供零售融资途径。其主要为吉利汽车旗下品牌、领克汽车及沃尔沃汽车提供服务。受惠吉利注入资金, 现在吉致汽车金融有限公司注册资金达人民币 40 亿元, 吉利集团预计其 2019 贷款额将达到人民币 200 亿元。随着汽车金融渗透率在中国不断提升, 越来越多的客户开始选择通过融资的方式购买汽车。我们预计吉利汽车金融收入将在未来快速增长。吉利汽车称其违约率约为 0.07%, 远低于商业银行违约率。

2020 年推出 6-8 款新车型

吉利预计将于 2020 年推出 6-8 款新车型

吉利汽车指引将于2020年推出包括Icon、领克05、领克06、Preface、几何B及一款多用途汽车在内的6-8款新车型。这些车型除“几何B”外均可用普通燃油、轻度混合动力及插电式混合动力。上述车型预计将于8/2020前上市。此后，吉利汽车或于4Q2020再推出1-2款新车型，具体细节有待商榷。随着新模型上市，我们认为吉利汽车竞争力将增强，经济规模将扩大，这将降低其生产成本。由于多款新产品属于中高端车型，这将有效提升吉利汽车2020年平均售价。

图 29: 吉利汽车 2020 年首次发布车型

	新车型		车类	平台	特征
1	Icon		SUV	BMA	<ul style="list-style-type: none"> Icon 为吉利汽车 BMA 架构平台制造的第二款车型（第一款为缤瑞轿车）。其配有 1.5TD+7DCT+46V 轻混合动力，最大动能可到 140kW，最大力矩可达 300N*m。0-100km/h 最快提速只需 7.9 秒。
2	领克 05		小型 SUV	CMA	<ul style="list-style-type: none"> 该车型或设有超大中央控制屏，将空调调节整合入显示屏。该车型需配有 1.5T 及 2.0T 引擎。其变速箱配有 7 速双离合变速或 8 速自动变速。
3	尚无信息披露		MPV		<ul style="list-style-type: none"> 尚无信息披露。
4	几何 B		电动 SUV	-	<ul style="list-style-type: none"> 预计该车型拥有同“几何 A”一样的动力总成系统，提供双电池能力密度供客户选择，一种为低配版，能量密度为 51.9kWh，另一种为高配版，能量密度为 61.9kWh。该驱动马达动电力可达 120kW。
5	Preface		轿车	CMA	<ul style="list-style-type: none"> Preface 或配备 1.5T 三缸引擎，其最大动能可达 130kW，其力矩峰值可达 255N.m。汽车系统配有 6MT 或 7DCT 变速箱。预计该车可提供常规燃油、轻度混合动力及插电式混合动力共客户选择。
6	领克 06		小型 SUV	DMA	<ul style="list-style-type: none"> 七座车型，配有沃尔沃 T5 (2.0T) 引擎及 8AT 变速箱。

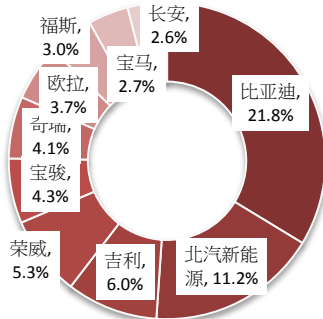
资料来源：互联网资料、公司资料、东方证券（香港）

新能源和电气化汽车销售自 8/2019 起回升

新能源和电气化汽车销售贡献在过去三年间保持增长

吉利汽车在2015年之前主要集中生产燃油车，然而集团于2015年宣布“蓝色吉利计划”，将生产重点转向新能源和电气化汽车上。在过去四年间，吉利汽车不仅推出如帝豪EV、几何A这一类高质量新能源和电气化汽车，其还联合沃尔沃汽车开发领克汽车。集团于2017/2018/2019推出（包括领克汽车在内）3/3/4款新能源和电气化汽车，这使得其新能源和电气化汽车销售占比从2018年的4.5%升至2019年前十一个月的8.4%。在2019年10月，吉利汽车凭借其市场份额6.0%跃居中国新能源汽车市场第三位（第一位及第二位分别是比亚迪汽车及北京新能源汽车）。2020年吉利汽车将推出6款新能源和电气化汽车车型，我们相信集团将借此持续获得更多市场份额。

图 30: 2019E 新能源汽车市场份额



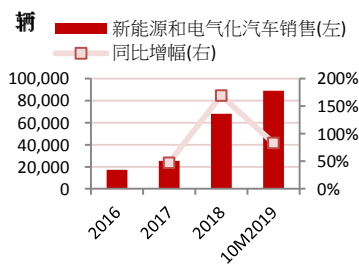
资料来源: DIEV、东方证券（香港）

图 31: 中国新能源汽车补贴额度

行驶里程 (千米)	年份			电池能量密度	年份		
	人民币				补贴系数		
	2018	2019	同比增幅		2018	2019	同比增幅
150-199	15,000	0		105-119 (WH/KG)	0.6		
200-249	24,000	0		120-124 (WH/KG)	1		
250-299	34,000	17,000	-50%	125-139 (WH/KG)	1	0.8	-20%
300-399	45,000	17,000	-62%	140-159 (WH/KG)	1.1	0.9	-18%
≥400	50,000	25,000	-50%	≥160 (WH/KG)	1.2	1	-17%

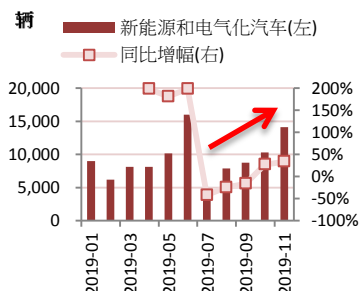
资料来源: 互联网资料、东方证券（香港）

图 32: 吉利新能源和电气化汽车年销量



资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

图 33: 吉利新能源和电气化汽车月销量



资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

2019 年新能源汽车政策拖低新能源汽车销情

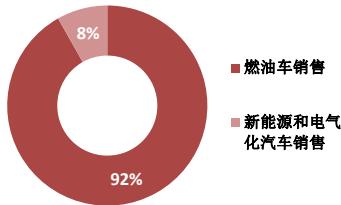
根据六月底实行的新能源汽车补贴政策，行驶里程数不足 250KM 或电池能量密度低于 125WH/KG 的新能源汽车将无法享受补贴。即使汽车满足补贴要求，但整体补贴额度较 2018 年砍掉逾 50%。新能源汽车政策实行后，中国新能源汽车累计销售从去年 7 月至 10 月的 44.4 万辆同比跌落 28.0%至今年同期的 31.9 万辆。中国政府计划于 2020 年底停止补贴发放，因此我们预计新能源汽车竞争将加剧，但只有高质量汽车方能在未来竞争中胜出。

吉利新能源和电气化汽车销售自 8/2019 起回升

在政府削减补贴之前，吉利新能源和电气化汽车销售于 1H2019 同比增长 301%，2019 年前 6 个月平均月销售达 9,600 辆，而 2018 年前 6 个月平均月销售为 2,400 辆。政府自六月末开始削减补贴，这使得新能源和电气化汽车销售于 2019 年 7 月大幅跌落至约 4,500 辆，然而销售降幅自 8/2019 起开始收窄，并于 10/2019 成功回升，其销售于 2019 年 10 月及 11 月分别同比增长 27% 及 34%，分别达 10,300 辆及 14,100 辆。吉利新能源和电气化汽车累计销售于 2019 年前 11 个月同比增长 67.2% 至 103,000 辆。管理层称其将持续提供更多插电式混合动力汽车及轻度混合动力汽车新车型供客户选择。鉴于公司将于 2020 年推出更多新车型，我们认为吉利新能源和电气化汽车销售将在未来保持增长。

2020 年销量及平均售价预期会提升

图 34: 吉利汽车各车型销量

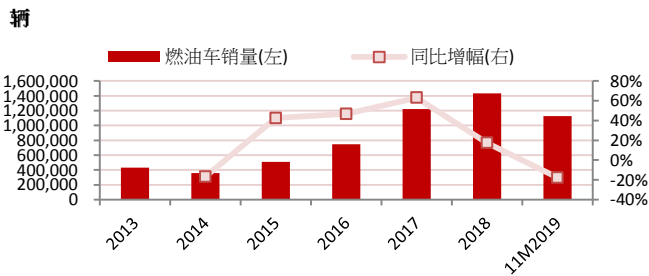


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

燃油车销售于 2H2019 保持增长

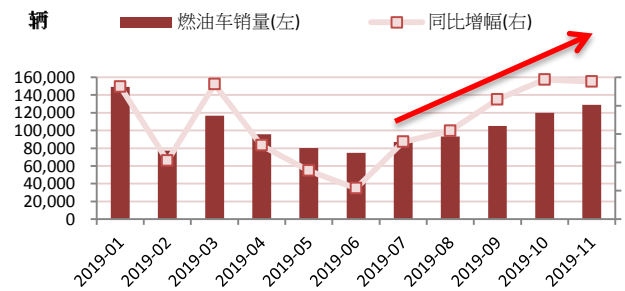
吉利汽车为中国汽车市场领先集团,其市场份额达5.3%。公司近来共出售(包括领克汽车)17款燃油车,其占2019年前11个月总销售的92%。受汽车市场需求疲软影响,吉利燃油车销售于2019年前11个月同比下跌16%至112.8万辆。我们观察到集团燃油车月销售自7/2019起开始反弹,同比跌幅从6/2019的-39%收窄至11/2019的-2%。鉴于购车者多考虑在农历新年前购车,所以我们认为其短期销售会造好。因此,我们预测其2019年总销量将同比下跌10%至135.4万辆或2H2019销量环比提升7.8%至70.2万辆。此外,新上市的6-8款汽车预计将提升吉利2020年销售。因此,我们预测其2020年汽车总销售将同比提升12%至151.8万辆。

图 35: 吉利燃油车年销量



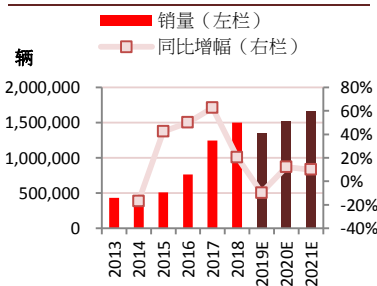
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 36: 吉利燃油车月销量



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 37: 吉利总销量

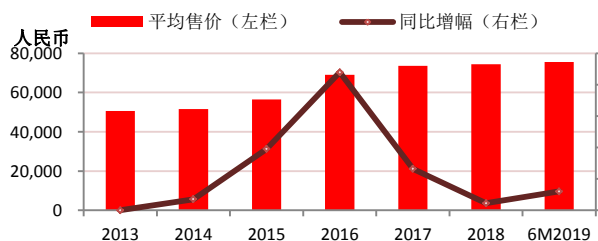


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

中高端汽车销售增长提升平均售价

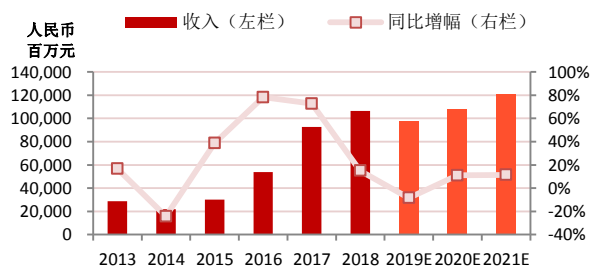
得益于中高端汽车销售提升,我们预计吉利汽车平均售价将录得增幅。吉利汽车于2019年推出3款中高端汽车,其中如星越、嘉际月销量超过2,000辆。因此我们预测中高端汽车销售贡献将从2018年的13%升至2019年的20%。随着产品组合提升,吉利汽车平均售价(不包括领克汽车)预计将于2019/20 同比提升3.5%/2.5%。鉴于平均售价提升,而销量跌落,我们预计2019吉利汽车收入将同比跌落8.4%至人民币976亿元。此外,我们预计吉利汽车销售及平均售价在2020年录得升幅,所以其2020年收入预期将同比提升11.0%至人民币1,084亿元。

图 38: 吉利汽车平均售价



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 39: 吉利汽车收入



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

2019 年盈利将下滑，但或将于 2020 年提升

预计吉利 2020 年毛利提升

鉴于预计 2019 年销量下滑，平均售价温和提升，我们预计吉利 2019 年汽车毛利将同比下跌 18.3% 至人民币 175.7 亿元。因此其毛利率预计将同比下滑 2.2 个百分点至 18.0%。鉴于集团于 2020 年推出 6-8 款新模型以及燃油车销售增长，我们认为吉利汽车销量及平均售价将于 2020 年提升。因此我们预计公司 2020 年毛利率将同比增长 0.5 个百分点至 18.5%，集团毛利预计将同比提升 14.1% 至人民币 200 亿元。

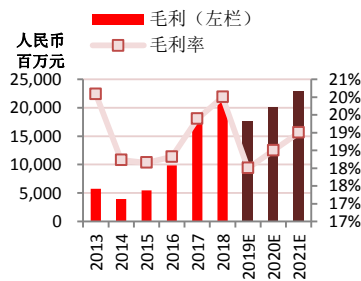
同宝腾合作及汽车金融扩张或将推动其他收入增长

吉利指引其会继续向宝腾传输技术，因此我们预计其从浙江吉利控股集团处所获知识产权收入将增长。此外，随着中国汽车金融渗透率提升，我们预计越来越多的客户将选择汽车贷款支付方式。因此，我们预测吉利汽车其他收入将于 2019/2020 同比提升 10%/19% 至人民币 13.5 亿元/人民币 16.1 亿元。

预计 S&GA 费用比率将于 2020 年增长

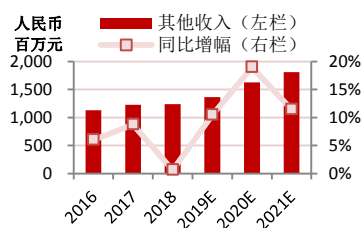
由于在销售、一般及行政 (S&GA) 费用中固定成本诸如折旧成本及研发成本占比高，我们预计在收入下降情况下，分销费用比率和一般及管理费用比率将于 2019 年分别提升 0.3 个百分点及 1.3 个百分点至 4.5% 及 4.8%。我们预测吉利汽车销售将于 2020 年恢复增长，预计 2020 年分销费用比率和一般及管理费用比率将分别下滑 0.2 个百分点及 0.5 个百分点至 4.3% 及 4.3%。

图 40: 吉利汽车毛利及毛利率



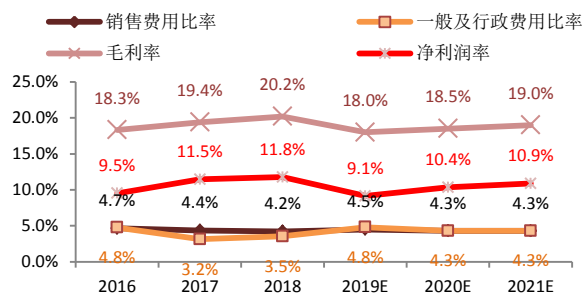
资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 41: 吉利汽车其他收入



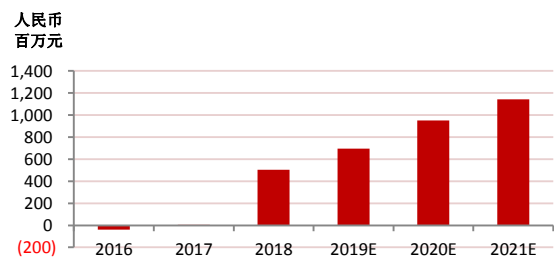
资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 42: 费用比率



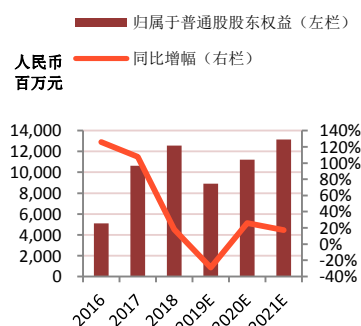
资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 43: 分占合营公司利润



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 44: 吉利汽车净利润



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

领克汽车销售可能将于 2020 年提升

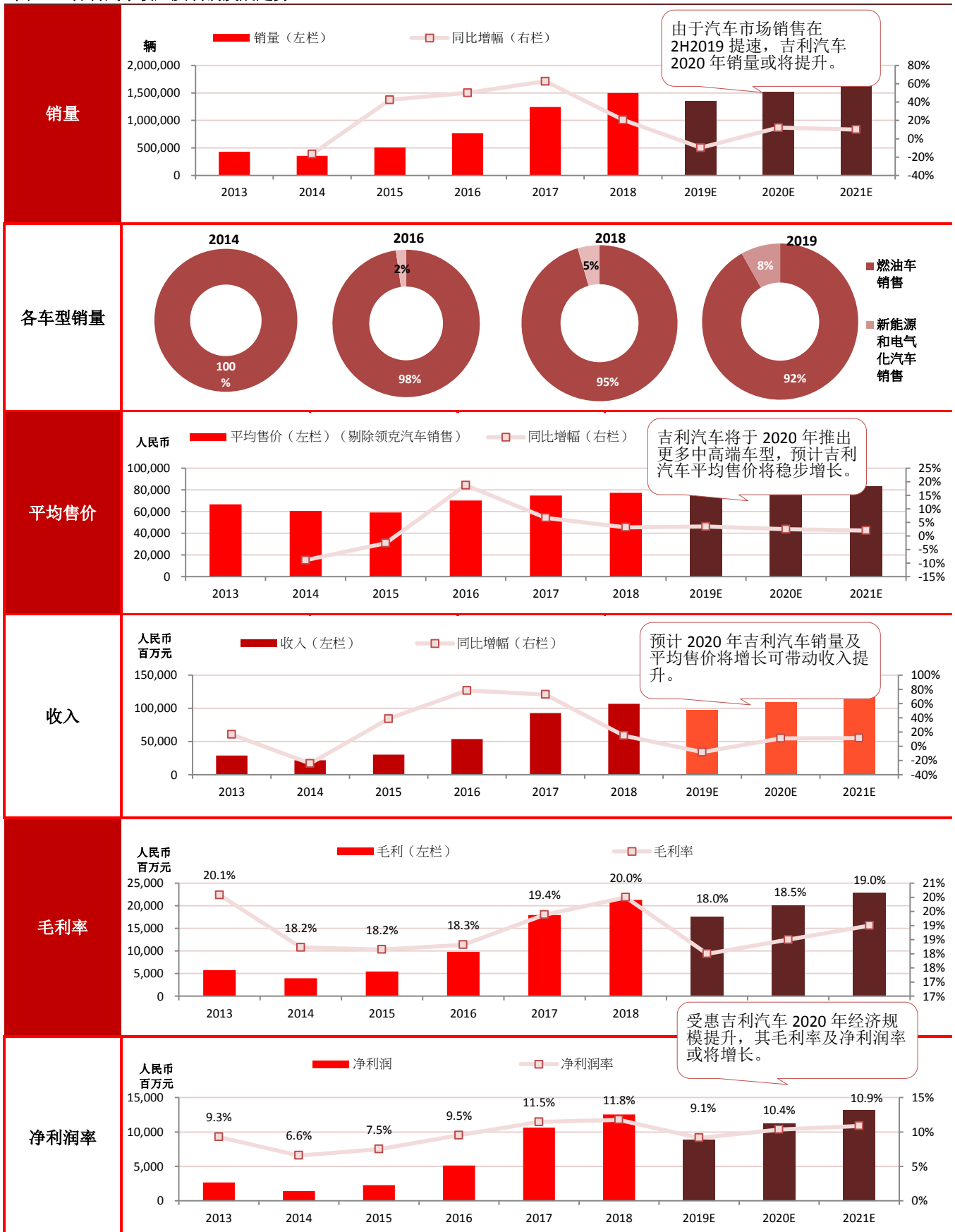
吉利汽车于 2020 年推出领克 05 及 06。得益于新车上市及产能利用率提升，我们预计联营利润将于 2019/2020 年录得显著增幅，同比增长 38%/37% 至人民币 6.96 亿元/人民币 9.52 亿元。

净利润预计将于 2020 年提升

预计 2019 年吉利汽车毛利率将跌落，而费用比率将提升。鉴于此，我们预测吉利股东应占净利润将同比跌落 28.7% 至人民币 89.5 亿元。预计燃油车市场将于 2020 年回暖，因此吉利汽车将受惠，预计 2020 年吉利股东应占净利润将同比提升 25.7% 至人民币 112.6 亿元。

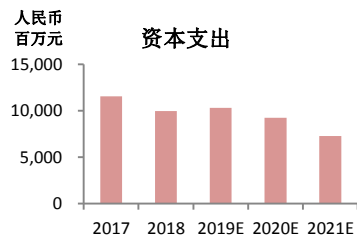
吉利汽车收入及利润增长趋势

图 45: 吉利汽车收入及利润发展趋势



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表强劲利好吉利扩张

图 46: 吉利汽车资本支出


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

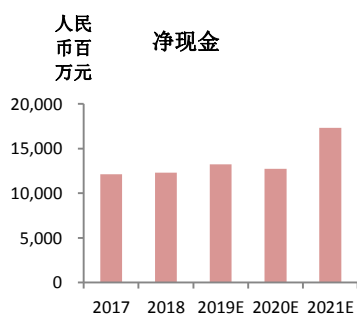
2019 年有三家新工厂投入运营

吉利汽车共有 12 个生产基地, 其近期产能达 240 万辆。其中有 3 个生产基地自 2019 年中期起开始运营, 产能贡献达 69 万辆。管理层指出由于公司认为其近期产能能满足 2020-2021 销售需求, 因此公司未来两年内无新增工厂计划。因此, 吉利指引其 2019 及 2020 年资本支出将达到人民币 100 亿元, 主要用于产品研发及生产技术升级。资本支出将主要来自公司内部现金流, 无需借款。

图 47: 吉利汽车生产工厂

工厂名	可利用年产能 (每轮班产量)	车型
1 路桥工厂	150,000	吉利金刚系列 (1.5L), 远景 X3 (1.5L)
2 宁波/慈溪工厂	300,000	新帝豪 (1.5L, 1.8L, 1.3T) 远景 S1 (1.4T, 1.5L) 帝豪 EV, 帝豪 HEV, 帝豪 PHEV 缤瑞 (1.4T)
3 春晓工厂	160,000	吉利 GC9 (1.8L, 2.4L) 博瑞 GE PHEV, 博瑞 GE MHEV 吉利博越 (1.8T, 2.0L)
4 湘潭工厂	240,000	远景系列 (1.5L, 1.8L) 缤越 (1.0T, 1.5T)
5 济南工厂	50,000	远景 X1 (1.3L)
6 成都工厂	130,000	远景 SUV (1.3T, 1.4T, 1.8L)
7 宝鸡工厂	200,000	吉利博越 (1.8T, 2.0L)
8 临海工厂	300,000	帝豪 GL (1.4T, 1.8L) 帝豪 GL PHEV 帝豪 GS (1.3T, 1.4T, 1.8L)
9 晋中工厂	180,000	帝豪 GS (1.3T, 1.8L), 帝豪 GSe 帝豪 EV, 帝豪 HEV, 帝豪 PHEV
10 贵阳工厂	270,000	-
11 杭州湾工厂	240,000	-
12 大江东工厂	180,000	-
总产能	2,400,000	

资料来源: 互联网资料、公司资料、东方证券(香港)

图 48: 吉利净现金状况


资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表强健处于净现金水平

吉利汽车资产负债表稳健。截至 2019 年 6 月底其净现金达人民币 106 亿元 (借款达人民币 34 亿元, 但现金达人民币 140 亿元)。我们预计公司未来三年将保持净现金状况, 这主要是由于 1) 手头现金强劲; 2) 未来两年内公司无大型生产基地投资建设计划; 3) 现金流运营强劲。稳健的现金状况能够使吉利汽车抵御经济下行, 大力发展新产品。此外, 吉利汽车还得到母公司的大力支持。吉利同沃尔沃汽车共享技术及生产线, 不仅能够节省开支, 还能够提升产能利用率及经营效率。

估值：采用 DCF 模型对股票进行估值

我们基于下述假设对吉利汽车进行估值：

- 1) 预计汽车销量将于 2019 年下滑，但得益于市场需求回暖，预计 2020 年销量将提升；
- 2) 鉴于 2020 年平均售价及销量提升，预计吉利汽车毛利率将增长；
- 3) 预计公司 S&D 费用及 G&A 费用比率将下降，公司经济规模将扩大；
- 4) 随着更多知识产权传输给宝腾，预计公司其他收入将显着提升；
- 5) 鉴于领克汽车销售增长，预计联营企业利润将提升。

图 49：主要 DCF 假设

折让率	14.1%
自由现金流现值 (百万港元)	103,119
终值(百万港元)	61,962
自由现金流总现值 (百万港元)	165,081
净现金/净负债(百万港元)	14,691
资产净值/股(港元)	19.7
资产净值折让率(%)	-22%
目标资产净值折让率(%)	-15%
目标股价(港元)	16.7
上行空间	9%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

基于 DCF 估值模型，吉利汽车公允值为 16.7 港元

我们采用两阶段增长 DCF 模型对吉利汽车进行估值，将第一阶段设为 2019-2028，将第二阶段设为 2028 之后。

- 根据彭博数据，我们预测股本成本率为 14.05%，无风险利率为 3.2%，市场风险溢价率为 8.5%，beta 系数为 1.37 倍；
- 我们利用税率 15.2% 得出加权平均资本成本率 14.1%，负债权益比为 7.6%，税后负债成本比率为 2.9%；
- 我们采用 3% 的永续增长率；
- 我们预计每股股价为 19.7 港元。我们计入未来市场存在的波动性及中美贸易关系的不确定性，依据资产净值的 15% 折让，得出每股 16.7 港元。该股价反映 2020 年预测市盈率 12.4 倍，2020 年预测市净率 2.2 倍，2020 年预测股息回报率 2.0%。

图 50：DCF 模型预测

人民币百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
税前利润	10,668	13,413	15,676	17,760	20,033	22,209	24,070	25,367	26,688	28,293
已付税项	(1,629)	(2,048)	(2,394)	(2,712)	(3,059)	(3,392)	(3,676)	(3,874)	(4,076)	(4,321)
折旧及摊销	3,602	4,499	5,483	6,233	7,223	8,180	5,344	5,767	6,268	6,584
营运资本变动	1,779	1,522	1,732	1,544	1,641	1,531	1,881	1,205	1,258	1,543
其他	1,299	286	403	462	(423)	150	26	(191)	(326)	(1,902)
经营现金流	15,718	17,671	20,900	23,287	25,414	28,678	27,645	28,275	29,813	30,198
资本支出	(10,294)	(9,246)	(7,275)	(7,306)	(7,337)	(7,368)	(7,401)	(7,434)	(7,468)	(7,503)
年自由现金流(人民币百万元)	5,423	8,426	13,625	15,981	18,077	21,310	20,244	20,840	22,345	22,695
年自由现金流(百万港元)	6,027	9,364	15,142	17,761	20,090	23,682	22,498	23,160	24,832	25,222
贴现自由现金流(百万港元)	5,979	8,258	11,864	12,364	12,425	13,009	10,980	10,043	9,567	8,630

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

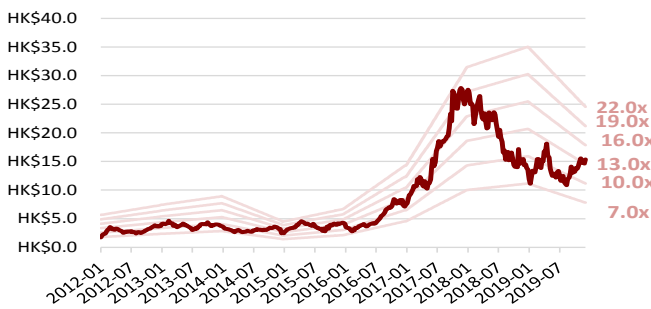
主要风险因素

- 1) **经济下行, 汽车消费跌落:** 倘若中国经济持续下行, 我们认为客户购买能力将削弱, 这将冲击汽车市场;
- 2) **补贴削减使新能源和电气化汽车销售下滑:** 随着政府补贴削减, 预计中国新能源和电气化汽车销售将下滑, 我们认为这将加剧新能源和电气化汽车市场竞争;
- 3) **新工厂利用率低:** 由于新工厂未完全投入使用, 致使其利用率较低;
- 4) **汽车市场竞争激烈:** 随着许多汽车制造商加速产品研发及业务扩张, 汽车市场竞争加剧。

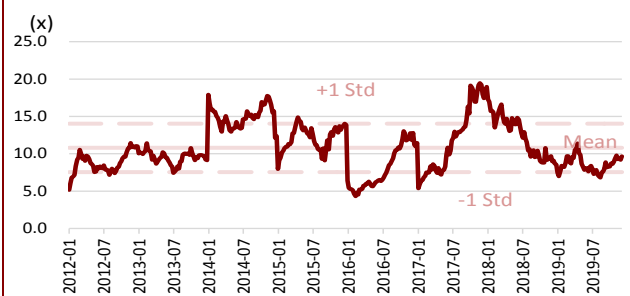
图 51: 同业估值比较

股票代码	公司名称	报告货币	收市价	市值 (百万港元)	市盈率 (倍)				市盈率增长率 (倍)	市净率 (倍)		股息收益率 (%)		企业价值/息税折摊前利润 (倍)		
					2018	2019E	2020E	2021E	18-20E	2018	2019E	2018	2019E	2018	2019E	2020E
香港上市的汽车制造商:																
175 HK	吉利汽车	人民	15.36	140,476	9.9	14.1	11.4	9.7	-1.5	2.8	2.3	2.5	1.8	6.8	8.4	6.8
1211 HK	比亚迪股份-H 股	人民	37.15	101,351	35.9	43.9	34.1	28.	14.1	1.7	1.6	0.6	0.4	9.1	10.8	9.9
1114 HK	华晨中国	人民	8.63	43,541	6.7	5.9	5.2	4.8	0.5	1.1	1.1	1.4	5.8			
489 HK	东风集团股份	人民	7.53	64,879	4.5	4.3	4.1	3.9	0.9	0.5	0.4	5.2	4.8	39.0	10.4	9.5
1958 HK	北京汽车股份-H 股	人民	4.49	35,989	7.3	7.7	6.5	6.0	1.3	0.7	0.6	4.7	4.4	1.5	1.5	1.4
2333 HK	长城汽车-H 股	人民	5.86	53,486	9.2	11.0	9.8	9.0	-3.2	0.9	0.9	5.5	3.7	6.0	5.9	5.3
2238 HK	广汽集团-H 股	人民	8.87	90,808	7.4	10.2	8.4	7.5	-1.3	1.0	1.0	4.8	3.9	12.2	19.4	13.2
行业平均值					13.3	16.5	13.3	11.5	2.0	1.5	1.4	3.2	2.9	11.1	9.6	7.7

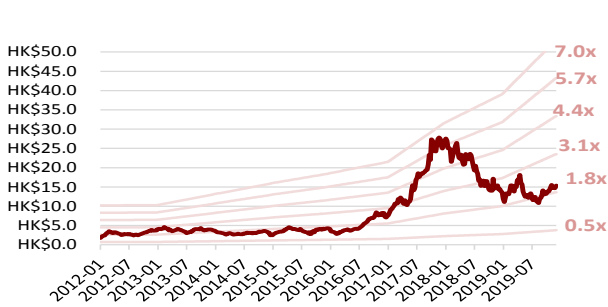
资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 52: 市盈率区间


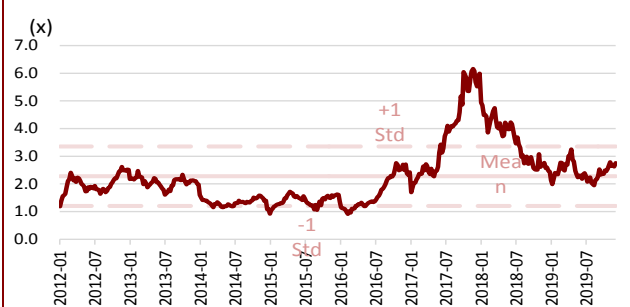
资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 53: 历史市盈率


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 54: 市净率区间


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

图 55: 历史市净率


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)

财务报表及预测
损益表 (合并报表)

年结于12月(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	92,761	106,595	97,598	108,371	120,777
销货成本	(74,779)	(85,082)	(80,030)	(88,322)	(97,829)
毛利	17,981	21,513	17,568	20,049	22,948
销售及分销费用	(4,056)	(4,523)	(4,392)	(4,660)	(5,193)
一般及行政费用	(2,923)	(3,777)	(4,685)	(4,660)	(5,193)
其他收入	1,201	1,222	1,353	1,611	1,795
经营利润	12,204	14,435	9,844	12,339	14,356
财务收入	127	193	210	204	260
财务成本	(162)	(114)	(133)	(133)	(133)
分占合营公司利润	39	(60)	50	50	50
分占联营公司利润	3	505	696	952	1,143
出售附属公司收益	563	0	0	0	0
出售合营企业收益	0	0	0	0	0
税前利润	12,774	14,959	10,668	13,413	15,676
所得税费用	(2,039)	(2,285)	(1,629)	(2,048)	(2,394)
非控股权益	(102)	(121)	(86)	(109)	(127)
归属于股东的净利润	10,634	12,553	8,952	11,256	13,155
息税折摊前利润	14,142	16,849	13,446	16,838	19,839
息税前利润	12,204	14,435	9,844	12,339	14,356
每股盈利(人民币)	1.190	1.398	0.978	1.215	1.423
每股股息(人民币)	0.074	0.342	0.245	0.308	0.360

现金流量表 (合并报表)

年结于12月(人民币百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	12,774	14,959	10,668	13,413	15,676
已付税项	(2,039)	(2,285)	(1,629)	(2,048)	(2,394)
折旧及摊销	1,938	2,413	3,602	4,499	5,483
营运资本变动	354	6,449	1,779	1,522	1,732
其他	(1,034)	(7,611)	1,299	286	403
经营活动现金流	11,994	13,925	15,718	17,671	20,900
资本支出	(11,555)	(9,974)	(10,294)	(9,246)	(7,275)
出售	2,897	305	1,145	1,457	1,767
投资	(4,663)	(8,905)	(6,290)	(7,296)	(7,240)
其他	1,410	7,255	0	0	0
投资活动现金流	(11,911)	(11,319)	(15,439)	(15,084)	(12,748)
银行借款变动	(946)	2,006	0	0	0
已付股息	(960)	(2,197)	(2,238)	(2,814)	(3,289)
已付利息	(162)	(114)	(145)	(274)	(274)
其他	384	(2)	3,522	0	0
融资活动现金流	(1,685)	(306)	1,139	(3,088)	(3,563)
自由现金流	438	3,951	5,423	8,426	13,625
净现金流	(1,602)	2,300	1,418	(501)	4,590
对汇兑差额的影响	(29)	23	0	0	0
年末现金	13,415	15,737	17,155	16,655	21,244

半年度明细

年结于12月(人民币百万元)	2H17	1H18	2H18	1H19	2H19E
收入	53,337	53,709	52,887	47,559	50,039
毛利	10,427	10,837	10,676	8,469	9,098
经营利润	6,921	7,720	6,716	4,367	5,477
税前利润	7,464	7,975	6,984	4,765	5,903
税项	(1,115)	(1,239)	(1,045)	(718)	(912)
净利润	6,290	6,670	5,883	4,009	4,943
毛利率(%)	19.5	20.2	20.2	17.8	18.2
经营利润率(%)	13.0	14.4	12.7	9.2	10.9
实际税率(%)	14.9	15.5	15.0	15.1	15.4
净利润率(%)	11.8	12.4	11.1	8.4	9.9
每股盈利(人民币)	0.704	0.743	0.643	0.444	0.534
每股股息(人民币)	0.076	-	0.242	-	0.360

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表(合并报表)

年结于12月(人民币百万元)	2016	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	53,008	42,785	45,003	47,541	55,627
存货	6,027	4,097	3,854	4,253	4,711
应收贸易账款及其他	33,478	22,865	23,908	26,547	29,586
预付土地租赁款项	48	67	67	67	67
按公允价值计入损益的金融资产	-	-	-	-	-
可收回所得税	4	-	-	-	-
银行借款	36	19	19	19	19
现金及现金等价物	13,415	15,737	17,155	16,655	21,244
非流动资产	31,973	48,676	60,075	70,611	77,756
物业、厂房及设备净值	14,053	23,423	28,821	33,818	38,341
无形资产净值	10,552	14,993	18,288	22,184	23,150
商誉	16	26	26	26	26
土地租赁预付款项	2,124	3,268	3,847	4,439	5,046
其他	5,228	6,965	9,093	10,143	11,193
总资产	84,981	91,461	105,079	118,153	133,383
流动负债	49,902	43,760	46,554	51,219	56,597
应付贸易账款、票据及其他	47,533	41,438	44,016	48,577	53,806
贷款及借款	1,296	1,375	1,375	1,375	1,375
应付所得税	1,073	947	1,162	1,266	1,415
非流动负债	268	2,326	2,839	2,839	2,839
延迟税项负债	268	278	278	278	278
应付债券	-	2,048	2,561	2,561	2,561
总负债	50,170	46,086	49,393	54,058	59,436
股本	164	164	164	164	164
储备	34,303	44,780	51,482	59,783	69,508
永久证券	-	-	3,522	3,522	3,522
股东权益	34,467	44,944	55,168	63,469	73,194
非控股权益	344	431	517	626	753
总权益	34,811	45,375	55,685	64,095	73,947
总负债及权益	84,981	91,461	105,079	118,153	133,383
净现金/(负债)	12,118	12,314	13,219	12,718	17,308
营运资本变动	354	6,449	1,779	1,522	1,732
已动用资本总额	35,079	47,701	58,524	66,934	76,786
净负债率(%)	NC	NC	NC	NC	NC
每股账面价值(人民币)	3.765	4.899	6.032	6.940	8.003

主要比率

年结于12月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率(%)					
收入	73	15	(8)	11	11
毛利	83	20	(18)	14	14
息税折摊前利润	88	19	(20)	25	18
息税前利润	108	18	(32)	25	16
净利润	108	18	(29)	26	17
每股盈利	105	17	(30)	24	17
每股股息	15	361	(28)	26	17
利润率(%)					
毛利	19.4	20.2	18.0	18.5	19.0
息税折摊前利润	15.2	15.8	13.8	15.5	16.4
息税前利润	13.2	13.5	10.1	11.4	11.9
净利润	11.5	11.8	9.2	10.4	10.9
其他(%)					
实际税率	17	16	15	15	15
派息率	6	25	25	25	25
已动用资本回报率	30	26	15	17	17
平均净资产收益率	31	28	16	18	18
平均总资产收益率	13	14	9	10	10
利息覆盖倍数(倍)	75	127	74	93	108

主要假设

年结于12月	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销量(百万辆)	1.25	1.50	1.35	1.52	1.67
同比增幅	63%	20%	-10%	12%	10%

分析员核证

分析员，何梓瀛，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

重要披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。东方证券(香港)有限公司或其集团公司可能持有相等于或高于本报告所评论之公司的市场资本值、已发行股本或已发行单位的1%的财务权益。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

东方证券(香港)有限公司可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方证券(香港)有限公司或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。

在过去12个月，东方证券(香港)有限公司及其公司集团与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

本研究报告仅为东方证券(香港)有限公司的客户的信息。