

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

吉利汽车 (175 HK)

月销量创历史新高, 领克引领产品线二次爆发

■ 9月销量创新高, SUV和轿车均衡增长, 预计4季度销量将持续创新高

■ 领克严控渠道质量, 销售预热顺利并开始收集客户订单。11月领克的上市拉开产品高端化发展序幕, 成为2018年产品线二次爆发催化剂

■ 上调2018-19E净利润预测1-4%, 提高目标价至40.0港元, 行业首选股

月销量创历史新高, 保持均衡和快速的增长节奏

公司9月汽车销量同比增长42%至10.9万辆, 连续4个月环比提升。预计第四季月销量有望达12-13万辆, 全年总销量119万辆, 高于公司指引9%。SUV和轿车均衡增长: 1) 自动挡产品产能提升, 博越销量攀升至2.6万辆, 同比和环比分别增长87%和19%, 预计博越年底月销量冲击3万辆; 2) 山西工厂7-8月产能扩产完毕, 帝豪GS及帝豪GL合计销量环比上升9%至2.6万辆, 年底有望攀升至3万辆, 预计临海工厂扩产后明年将挑战4万辆; 3) 轿车王牌产品帝豪EC7达2.1万辆, 重回2万辆高位。

领克经销渠道质量高, 上市前销售预热顺利

渠道调研显示经销商对首款产品领克01的爆款潜质很有信心, 尽管厂家尚未开始预订, 部分经销商已踊跃集客, 潜在客户需要交5千或1万元人民币的订金可获优先提车权。我们估计产品在11月广州车展前正式上市。领克中心店年底前将达100家, 公司严控经销渠道质量关: 1) 超过1,200家经销商争抢300个领克经销权, 其中合资品牌背景经销商占八成, 反映出领克极强的市场吸引力; 2) 目前全国领克中心店陆续进入验收阶段, 公司对经销店的验收非常严格, 只有硬件或软件条件实力雄厚的经销店才能通过首轮验收, 反映公司对经销渠道强控制力, 以及对领克产品的高度自信。

领克引领产品线将进入二次爆发周期

领克01上市是公司产品线二次大爆发的开端, 我们预计产品售价15万-21万元人民币, 相当于当前吉利品牌平均售价2-3倍。明年公司还将推出领克02、领克03车型, 预计2017-19年贡献1.5万/20万/45万辆的销量。此外, 吉利品牌明年还将投放5款新车型, 预计2017-19年公司汽车销量(吉利及领克)持续强劲增长56%/38%/27%, 达119万/165万/210万辆。

提升目标价至40.0港元, 行业首选股

上调2017-19E净利润预测0%/1%/4%反映领克品牌更高的销量增长预期, 比市场一致预期高9%/17%/26%。公司2016-19E净利润年复合增长53%。提升目标价至40.0港元, 相当于21.9x FY18E P/E及0.5x FY18E PEG, PEG估值为汽车制造商及整体行业平均水平(0.5x)。公司是汽车行业成长龙头, 处于业绩持续强劲爆发期, 给予市盈率估值高于历史平均估值(11倍前瞻市盈率)。维持买入评级, 建议中长线逢低吸纳。

盈利预测及估值

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	30,138	53,722	97,008	124,346	141,955
同比增长(%)	38.6%	78.3%	80.6%	28.2%	14.2%
净利润	2,261	5,112	9,755	13,871	18,419
同比增长(%)	58.0%	126.2%	90.8%	42.2%	32.8%
每股盈利(元)	0.26	0.57	1.07	1.52	2.02
每股股息(元)	0.03	0.10	0.27	0.46	0.61
市盈率(x)	87.3	39.1	20.9	14.7	11.1
市净率(x)	10.1	8.2	6.1	4.8	3.9
ROE(%)	11.6%	20.9%	29.3%	32.7%	35.7%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

梁勇活

0755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

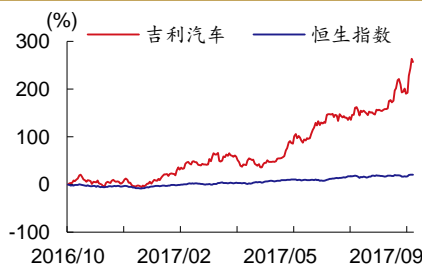
最新变动

盈利预测、目标价上调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$26.85
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$40.0 (+49%)
前次目标价:	HK\$30.0

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
175 HK	38.3	135.1	274.5
恒生指数	2.4	16.7	18.8

行业: 汽车汽配

恒生指数	28327
国企指数	11385

重要数据

52周股价区间(港元)	7.02-27.65
港股市值(百万港元)	240657
日均成交量(百万股)	71.31
每股净资产(港元)	3.13

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

吉利汽车(175 HK) - 月销量节节高升, 领克催化剂效应逼近临界点 2017/9/7

吉利汽车(175 HK) - 中期业绩超预期, 产品线将进入全面大爆发周期 2017/8/17

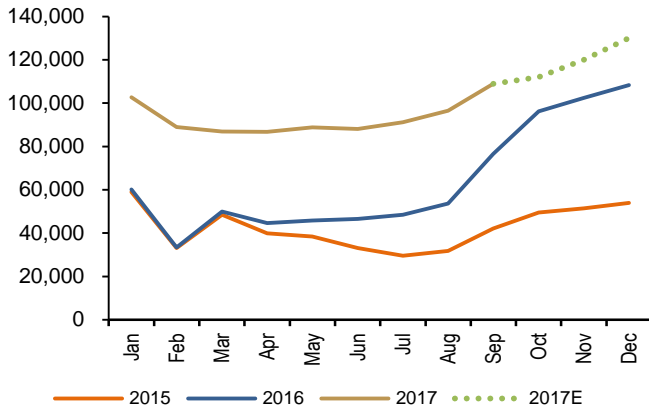
吉利汽车(175 HK) - 吉利沃尔沃结成联合体, 支撑领克技术和品牌力突破 2017/8/7

吉利汽车(175 HK) - 领克合资是多赢, 沃尔沃入股塑造品牌溢价和更大市场空间 2017/7/21

吉利汽车(175 HK) - 月销量淡季触底, 领克市场接受度高验证爆款潜质 2017/6/8

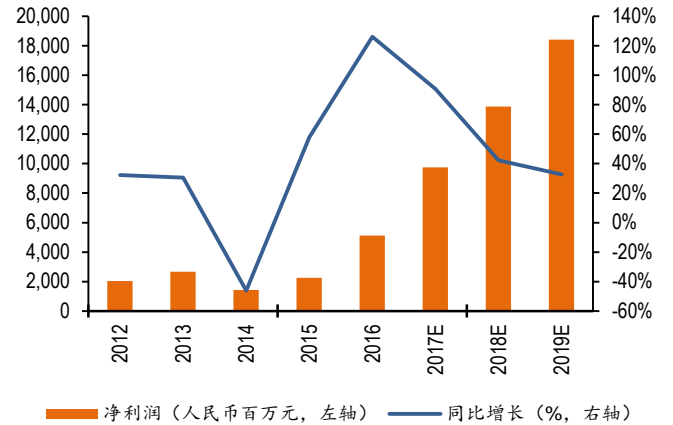
重点图表

图1: 公司汽车月销量 (辆, 2017年10-12月为预测值)



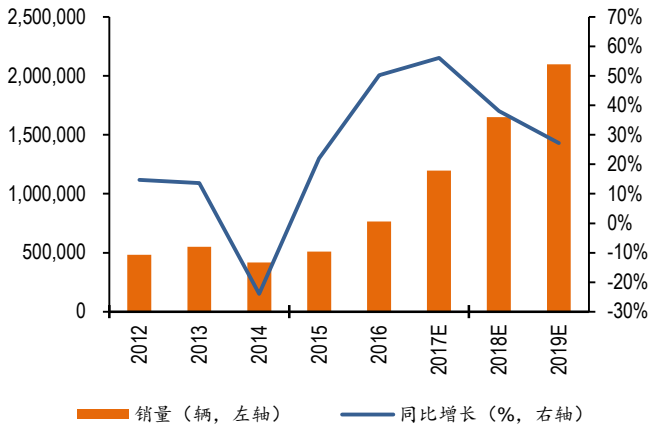
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润强劲增长 (百万元)



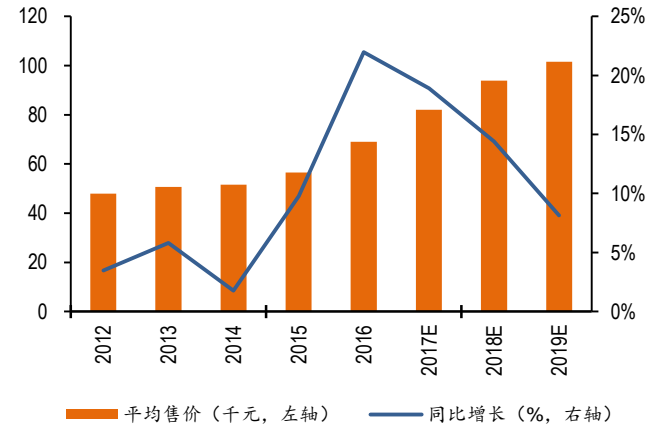
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 公司汽车销量增长预测



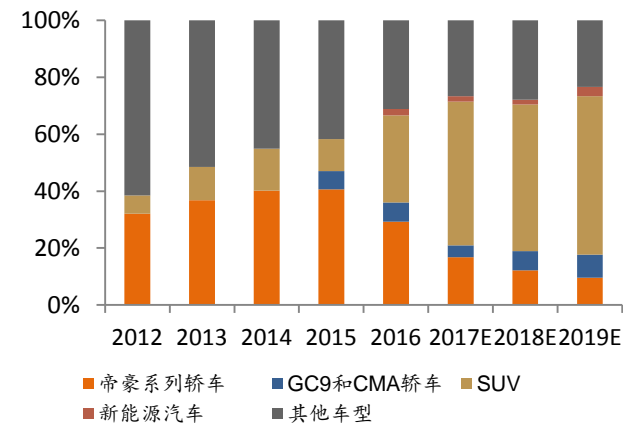
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 公司汽车销售平均售价持续上升



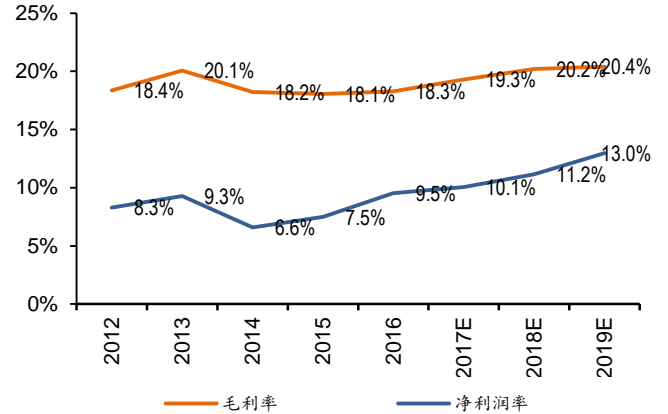
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

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: 公司毛利率及净利润率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图7: 公司汽车销量预测

(单位: 辆)	新预测			原预测			变动		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
吉利品牌	1,181,000	1,451,000	1,650,000	1,181,000	1,451,000	1,650,000	0.0%	0.0%	0.0%
领克品牌	15,000	200,000	450,000	15,000	180,000	350,000	0.0%	11.1%	28.6%
总销量	1,196,000	1,651,000	2,100,000	1,196,000	1,631,000	2,000,000	0.0%	1.2%	5.0%
平均售价(千元, 吉利品牌)	81.0	84.5	84.9	81.0	84.5	84.9	0.0%	0.0%	0.0%
平均售价(千元, 含吉利和领克品牌)	82.0	93.9	101.5	82.0	93.0	98.3	0.0%	0.9%	3.3%
毛利率(%)	19.3%	20.2%	20.4%	19.3%	20.2%	20.4%	0.0ppt	0.0ppt	0.0ppt

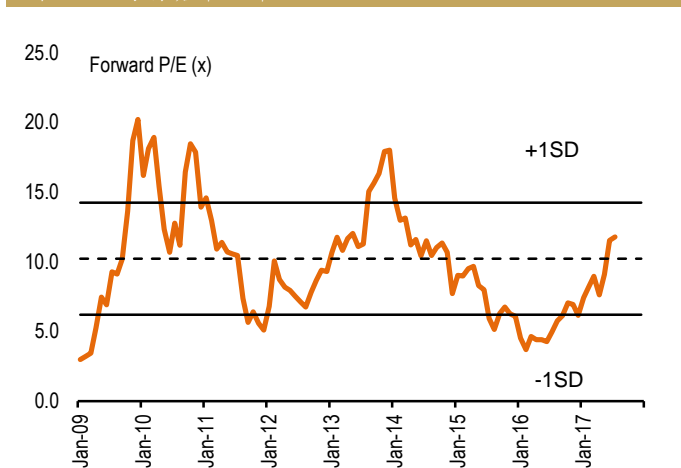
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图8: 公司盈利预测

(人民币百万)	新预测			原预测			变动(%)		
	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
营业额	97,008	124,346	141,955	97,008	124,346	141,955	0.0%	0.0%	0.0%
销售成本	-78,272	-99,226	-112,998	-78,272	-99,226	-112,998	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	18,736	25,119	28,957	18,736	25,119	28,957	0.0%	0.0%	0.0%
其他收入	1,413	1,119	1,136	1,413	1,119	1,136	0.0%	0.0%	0.0%
分销及销售费用	-4,462	-5,596	-6,388	-4,462	-5,596	-6,388	0.0%	0.0%	0.0%
行政费用	-3,880	-4,974	-5,536	-3,880	-4,974	-5,536	0.0%	0.0%	0.0%
以股份付款	-42	-42	-42	-42	-42	-42	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-29	-37	-43	-29	-37	-43	0.0%	0.0%	0.0%
经营利润	11,735	15,590	18,084	11,735	15,590	18,084	0.0%	0.0%	0.0%
联营公司权益之收益	33	36	38	33	36	38	0.0%	0.0%	0.0%
应占合营公司	69	1,207	4,229	69	1,096	3,304	0.0%	10.1%	28.0%
税前溢利	11,838	16,833	22,351	11,838	16,722	21,426	0.0%	0.7%	4.3%
税项	-1,972	-2,805	-3,724	-1,972	-2,786	-3,570	0.0%	0.7%	4.3%
本年度溢利	9,865	14,028	18,627	9,865	13,935	17,856	0.0%	0.7%	4.3%
净利润	9,755	13,871	18,419	9,755	13,780	17,656	0.0%	0.7%	4.3%

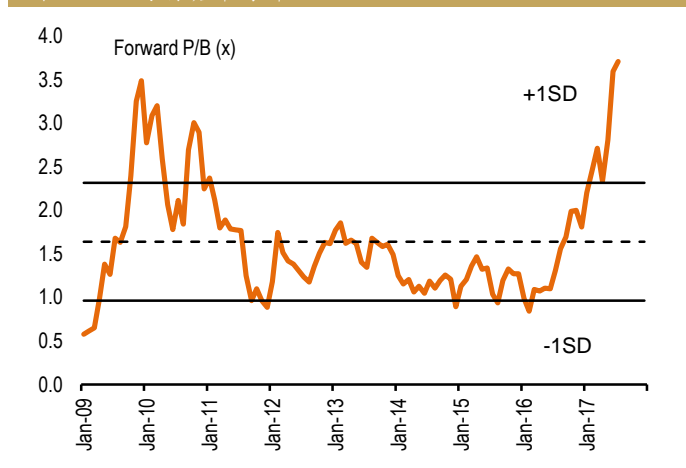
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图9: 公司前瞻市盈率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图10: 公司前瞻市净率



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图11: 行业估值比较

价格日期 (日/月/年)	股票代码	市值 (百万港元)	股价 (港元)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		PEG(x)	
				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
9/10/2017				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
汽车制造商													
华晨中国	1114 HK	110,996	22.00	17.6	11.8	3.2	2.5	18.2	21.4	14.3	17.5	0.4	0.2
吉利汽车	175 HK	240,657	26.85	21.0	14.9	6.2	4.8	29.2	31.4	8.1	8.8	0.2	0.4
广州汽车	2238 HK	178,649	19.38	10.7	9.1	2.0	1.7	20.2	20.3	10.1	10.4	0.2	0.5
长城汽车	2333 HK	117,428	9.88	11.3	8.8	1.5	1.4	13.4	15.4	6.9	7.7	-0.3	0.3
东风集团	489 HK	92,365	10.72	5.8	5.6	0.7	0.6	13.0	12.1	6.2	6.0	3.7	1.4
北汽汽车	1958 HK	59,320	7.81	10.6	6.8	1.1	1.1	19.0	20.3	4.2	4.1	N/A	0.1
庆铃汽车	1122 HK	6,429	2.59	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
潍柴动力	2338 HK	70,567	8.67	14.2	13.9	1.7	1.6	11.7	11.3	2.7	2.8	0.2	N/A
平均				13.0	10.1	2.3	2.0	17.8	18.9	7.5	8.2	0.7	0.5
汽车经销商													
中升控股	881 HK	38,585	17.02	10.9	8.3	2.1	1.8	19.7	21.1	6.9	7.9	0.2	0.3
正通汽车	1728 HK	19,608	8.85	13.7	9.5	1.6	1.5	12.0	16.1	3.4	3.6	0.1	0.2
宝信汽车	1293 HK	13,108	4.62	11.7	9.0	1.7	1.5	15.2	16.8	3.9	4.5	0.1	0.3
和谐汽车	3836 HK	7,429	4.83	6.1	8.6	1.1	0.9	17.5	10.0	9.9	6.0	N/A	N/A
永达汽车	3669 HK	18,947	10.34	10.4	8.0	2.2	1.8	23.8	25.3	6.3	7.3	0.2	0.3
大昌行	1828 HK	7,109	3.88	11.4	10.2	0.8	0.7	7.0	7.4	2.1	2.4	0.5	0.9
平均				10.7	8.9	1.6	1.4	15.9	16.1	5.4	5.3	0.2	0.4
汽车零部件													
福耀玻璃	3606 HK	76,050	28.85	18.2	14.6	3.4	3.1	18.5	19.2	13.3	13.7	3.0	0.6
敏实集团	425 HK	49,214	43.20	18.2	15.2	3.3	2.9	16.2	17.1	11.9	12.5	0.6	0.8
耐世特	1316 HK	36,840	14.72	13.7	11.9	3.5	2.9	28.3	26.3	12.9	13.2	0.9	0.8
平均				16.7	13.9	3.4	2.9	21.0	20.9	12.7	13.1	1.5	0.7
行业平均				13.5	11.0	2.4	2.1	18.2	18.6	8.5	8.9	0.8	0.5

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	25,348	47,249	81,080	106,775	126,119
现金及现金等价物	9,167	15,045	23,080	32,535	41,392
限制性银行存款	41	39	39	39	39
贸易应收款项	14,836	29,041	52,440	67,218	76,738
其他应收款项	-	-	-	-	-
存货	1,226	3,066	5,469	6,933	7,895
其他流动资产	78	58	52	50	55
非流动资产	16,945	20,334	27,128	30,315	33,359
物业、工厂及设备	8,034	10,650	13,544	13,726	13,996
租赁土地及土地使用权	1,538	2,003	1,320	1,446	1,570
无形资产	5,260	6,462	11,067	13,946	16,596
对合营公司投资	1,709	697	697	697	697
其他非流动资产	403	521	500	500	500
总资产	42,292	67,583	108,208	137,090	159,478
流动负债	20,449	40,630	72,348	91,911	105,021
贸易应付款项	20,114	39,779	70,957	89,953	102,438
其他应付款及应计项目	-	-	-	-	-
当期所得税负债	335	677	1,291	1,836	2,438
短期贷款	0	174	100	122	145
其他流动负债	0	0	-0	0	-0
非流动负债	2,104	2,266	2,266	2,266	2,266
借款	-	-	-	-	-
递延所得税负债	175	198	198	198	198
其他流动负债	1,929	2,068	2,068	2,068	2,068
负债合计	22,553	42,897	74,615	94,177	107,288
发行股本	161	163	163	163	163
其他储备	19,362	24,275	33,091	42,317	51,501
留存收益	-	-	-	-	-
股东应占权益	19,524	24,437	33,254	42,480	51,664
少数股东权益	216	249	339	433	526
总权益	19,740	24,686	33,593	42,913	52,190
负债及权益合计	42,292	67,583	108,208	137,090	159,478

现金流量表

单位: 人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	7,409	8,338	17,191	18,090	19,414
税前盈利	2,875	6,204	11,838	16,833	22,351
折旧摊销	1,143	1,654	1,447	1,712	1,957
营运资金变动	7,832	9,091	18,629	20,135	22,129
其它	-4,441	-8,612	-14,723	-20,590	-27,023
投资活动现金流	-4,534	-2,557	-6,185	-6,115	-6,314
资本支出	-3,677	-3,141	-4,842	-4,842	-4,842
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	-720	0	0	0	0
其他	-138	584	-1,343	-1,273	-1,472
筹资活动现金流	-931	29	-2,972	-2,521	-4,243
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	-692	163	-74	22	23
已付股息	-174	-281	-893	-2,439	-4,161
其他融资活动	-65	148	-2,005	-105	-105
现金净增加额	1,944	5,810	8,035	9,454	8,858
期末现金及现金等价物	9,167	15,045	23,080	32,535	41,392

利润表

单位: 人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	30,138	53,722	97,008	124,346	141,955
销售成本	-24,668	-43,880	-78,272	-99,226	-112,998
毛利	5,471	9,842	18,736	25,119	28,957
分销成本	-1,568	-2,503	-4,462	-5,596	-6,388
行政开支	-2,176	-2,560	-3,880	-4,974	-5,536
其他收入	1,066	1,131	1,413	1,119	1,136
运营利润	2,725	5,838	11,735	15,590	18,084
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-6	-30	-29	-37	-43
联营企业投资收益	42	31	33	36	38
合营企业投资收益	108	-40	69	1,207	4,229
税前利润	2,875	6,204	11,838	16,833	22,351
应交所得税	-586	-1,034	-1,972	-2,805	-3,724
本年利润	2,289	5,170	9,865	14,028	18,627
少数股东收益	28	58	110	157	208
股东应占利润	2,261	5,112	9,755	13,871	18,419
每股收益 (人民币元)	0.26	0.57	1.07	1.52	2.02

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	38.6%	78.3%	80.6%	28.2%	14.2%
营业利润	42.6%	114.3%	101.0%	32.8%	16.0%
净利润	58.0%	126.2%	90.8%	42.2%	32.8%
获利能力					
毛利润率	18.2%	18.3%	19.3%	20.2%	20.4%
经营利润率	9.0%	10.9%	12.1%	12.5%	12.7%
净利率	7.5%	9.5%	10.1%	11.2%	13.0%
ROE	11.6%	20.9%	29.3%	32.7%	35.7%
ROA	5.3%	7.6%	9.0%	10.1%	11.5%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	63.5%	69.0%	68.7%	67.3%
净负债比例	-47.0%	-60.9%	-69.1%	-76.3%	-79.8%
流动比率	1.24	1.16	1.12	1.16	1.20
速动比率	1.18	1.09	1.05	1.09	1.13
营运能力					
资产周转天数	276	357	403	370	349
存货周转天数	21	18	20	23	24
应收账款周转天数	189	149	153	176	185
应付账款周转天数	275	249	258	296	311
每股资料 (人民币)					
每股收益	0.26	0.57	1.07	1.52	2.02
每股现金流	1.04	1.69	2.53	3.57	4.54
每股净资产	2.22	2.74	3.65	4.66	5.67
每股派息	0.03	0.11	0.27	0.46	0.61
估值比率					
P/E	87.3	39.1	20.9	14.7	11.1
P/B	10.1	8.2	6.1	4.8	3.9

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是在过去、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/cmshk/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