

吉利汽车 (175 HK)

诸多利好带动估值上升

吉利汽车 11 月总销量为 150,517 辆，同比增长约 5%。其中领克 11 月销量为 22,798 辆，同比增长约 61%。我们持续看好吉利的技术实力、品牌向上以及母公司全球化步伐。我们上调 2021 年盈利预测，由原先 93 亿人民币上调至 99 亿人民币，并同时目标价上调目标价至 35.0 港币。维持买入评级。

- **技术实力在 2020 年下半年逐步体现。** 11 月新款 A+ 级轿车星瑞上市，在中国市场首次实现燃油车 FOTA 升级。星越 11 月销量达到 7,017 辆，未来有望成为爆款车型。10 月吉利汽车 SEA 浩瀚架构正式发布，标志吉利在智能电动汽车解决方案具备世界领先水平。SEA 浩瀚架构未来有望在 Volvo X20 上搭载，侧面反映其竞争力。戴姆勒早前公告，将与吉利汽车合作打造用于混合动力汽车的下一代动力引擎。我们认为，诸多上述利好消息均反映出了吉利在技术研发上的投入正在开花结果。
- **品牌向上，领克销量稳步提升。** 领克销量连续两个月突破 2 万辆（10 月同比 +56%/11 月同比 +61%）。新款领克 01（中改款）已经于 12 月上市。2021 年 SEA 浩瀚架构下首款产品领克 Zero Concept 有望上市。其 NEDC 续航将超过 700 公里，百公里加速时间小于 4s。同时明年基于 SPA 架构的领克 07 有望亮相。我们持续看好吉利汽车由领克所带动的品牌向上，预计 2021 年领克系列销量突破 20 万辆。
- **事件驱动之下，资本市场热度持续提升。** 9 月 28 日，吉利汽车科创板 IPO 正式过会。我们预计上市后将吸引更多的投行及投资者关注，有助于市场更加了解吉利的运营情况，进一步提振整体估值及 H 股股价。我们预计在 A 股上市后，吉利汽车有望重启与沃尔沃的合并谈判，继续吸引市场关注。同时随着 SEA 浩瀚架构的推出，资本市场对吉利在电动化技术（纯电平台）的技术领先性将有重新的认识，进而抬升整体估值水平。
- **集团层面动作不断，中国科技出行航母逐步成型。** 1) 吉利科技集团接手重庆力帆（601777 CH），未来将注入换电资产，打造“换电模式”，并且有望拓展相关上下游商业机会。2) 吉利商用车集团接手华菱星马（600375 CH），补齐商用车短板。从技术上，华菱星马主要在发动机领域具备一定的技术积累，短期内有一定的帮助。长期来看，吉利商用车集团有望利用新能源发展的机会，充分利用华菱星马的营销渠道等方面，实现在新能源商用车领域的弯道超车。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业额 (百万人民币)	106,595	97,401	89,890	99,856	107,500
同比增长 (%)	14.91%	-8.63%	-7.71%	11.09%	7.65%
净利润 (百万人民币)	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298
每股收益 (人民币)	1.40	0.90	0.73	1.01	1.15
每股收益变动 (%)	17%	-36%	-19%	37%	14%
市场每股盈利预测 (人民币)	NA	NA	0.77	1.07	1.21
市盈率(x)	13.80	21.40	26.30	19.18	16.77
市帐率(x)	3.53	2.97	2.70	2.39	2.12
股息率 (%)	1.60%	1.17%	0.84%	1.16%	1.32%
权益收益率 (%)	31.62%	16.48%	12.59%	15.46%	15.67%
负债比率(x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$35.0
(此前目标价)	HK\$19.1)
潜在升幅	+59.0%
当前股价	HK\$22.0

中国汽车行业

白毅阳

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	215,947
3 月平均流通量(百万人民币)	1,631.15
52 周内股价高/低(人民币)	24.45/9.79
总股本(百万)	9,815

资料来源：万得

股东结构

李书福	41.20%
-----	--------

资料来源：披露易

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	14.3%	13.1%
3-月	35.8%	25.5%
6-月	83.6%	69.6%

资料来源：万得

股份表现



资料来源：万得

审计师：致同

- **集团层面组织架构调整，设立“经管会”，赋能各大板块。**我们认为通过成立“经管会”，各业务负责人对旗下各板块战略定位逐步明晰，并通过全新组织架构完成板块间战略协同。我们认为控股公司下乘用车（吉利品牌、领克、沃尔沃、极星、宝腾、路特斯）、商用车、科技集团、金融等各个子公司均将在各自领域扩张版图，未来有望与吉利汽车（175 HK）在科技、营销渠道、商业模式上形成协同互补。我们认为吉利在控股集团层面打造的科技出行航母，正呼之欲出。
- **我们看好 2021 年中国汽车市场销量，并认为 2021 年吉利销量有望实现双位数增长。**我们预计吉利 2021 年将实现销量 145 万辆，同比增加 10%。其中领克有望实现销量 20.3 万辆，同比增长 20%。我们上调吉利 2021 年盈利预测至 99 亿人民币，主要基于对领克利润分享的上修。因此，我们将目标价从初始目标价 19.1 港元（基于 17.0 倍 2021 年市盈率）上调至 35.0 港元（基于新的 30.5 倍 2021 年市盈率），有 59.0% 的上涨空间。重申买入评级。

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	106,595	97,401	89,890	99,856	107,500
整车	102,651	91,843	82,528	90,754	96,225
零部件	3,944	5,130	6,926	8,657	10,821
知识产权收入	0	428	437	445	454
销售成本	(85,082)	(80,485)	(74,339)	(81,982)	(88,043)
毛利	21,513	16,917	15,551	17,874	19,458
销售费用	(4,523)	(4,332)	(4,225)	(4,494)	(4,730)
管理费用	(3,777)	(5,122)	(5,393)	(5,292)	(5,536)
以股权支付的费用	(15)	(5)	(4)	(5)	(5)
财务费用	79	108	133	242	294
来自合营公司的利润分配	505	626	1,055	1,861	2,376
来自联营公司的利润分配	(60)	38	42	46	51
其他收入	1,237	1,225	1,276	1,398	1,398
其他支出	0	0	0	0	0
处置资产收益	0	183	0	0	0
利润总额	14,959	9,636	8,434	11,631	13,305
所得税费用	(2,285)	(1,375)	(1,164)	(1,663)	(1,903)
净利润	12,674	8,261	7,270	9,967	11,402
少数股东损益	121	72	66	91	104
归母净利润	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息税前利润	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298
折旧和摊销	2,213	3,036	3,140	3,526	3,833
营运资金变动	3,754	812	(1,373)	3,552	(1,732)
其它	(4,595)	500	2,360	684	(229)
经营活动所得现金流	13,925	12,538	11,331	17,639	13,171
资本开支	(17,179)	(9,267)	(7,606)	(8,418)	(9,639)
联营公司	(35)	(58)	(46)	(51)	(56)
其它	5,895	(1,466)	0	0	0
投资活动所得现金净额	(11,319)	(10,791)	(7,652)	(8,469)	(9,695)
股份发行	0	3	0	0	0
净借贷	2,127	726	1,112	(474)	570
支付股息	(2,767)	(2,058)	(1,599)	(2,193)	(2,508)
其它	334	3,092	0	0	0
融资活动所得现金净额	(306)	1,763	(487)	(2,667)	(1,939)
现金增加净额	2,300	3,510	3,191	6,502	1,537
年初现金及现金等价物	13,451	15,757	19,322	22,513	29,015
其他	6	55	0	0	0
年末现金及现金等价物	15,757	19,322	22,513	29,015	30,553
受限现金	19	40	40	40	40

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	48,676	57,914	62,683	69,481	77,541
固定资产	23,423	27,070	31,686	36,541	42,081
无形资产和商誉	14,993	17,598	16,485	15,817	15,273
合资及联营公司投资	6,322	8,837	9,900	11,586	13,679
其它非流动资产	3,937	4,408	4,612	5,537	6,508
流动资产	42,785	50,014	53,566	57,654	61,317
现金及现金等价物	15,757	19,322	22,513	29,015	30,553
应收账款	22,865	25,845	24,780	23,423	25,155
存货	4,097	4,821	6,195	5,124	5,503
其它流动资产	67	27	78	92	107
流动负债	43,760	48,526	51,207	53,682	55,906
银行贷款	1,375	0	1,053	0	0
应付账款	41,438	47,873	49,559	52,892	55,027
其他	0	37	0	0	0
应付税费	947	616	595	790	879
非流动负债	2,326	4,477	4,401	5,053	5,674
银行贷款	2,048	4,149	4,208	4,787	5,357
或有负债	0	0	0	0	0
递延所得税	278	301	193	265	317
其它	0	26	0	0	0
所有者权益	44,944	54,436	60,040	67,724	76,513
少数股东权益	431	489	600	677	765
归母所有者权益	45,375	54,924	60,640	68,401	77,279

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
汽车	96%	94%	92%	91%	90%
消费电子	4%	5%	8%	9%	10%
二次充电电池	0%	0%	0%	0%	0%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	20%	17%	17%	18%	18%
税前利润率	14%	10%	9%	12%	12%
净利润率	12%	8%	8%	10%	11%
有效税率	15%	14%	14%	14%	14%
资产负债比率					
流动比率(x)	0.98	1.03	1.05	1.07	1.10
速动比率(x)	0.88	0.93	0.92	0.98	1.00
现金比率(x)	0.36	0.40	0.44	0.54	0.55
存货周转天数	18	22	30	23	23
应付款周转天数	178	217	243	235	228
应收款周转天数	78	97	122	104	104
负债/股本比率(%)	102%	97%	92%	86%	80%
净债务/股东权益比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	32%	16%	13%	15%	16%
资产回报率	17%	10%	7%	9%	10%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.40	0.90	0.73	1.01	1.15
每股股息(人民币)	0.31	0.23	0.16	0.22	0.26
每股净资产(人民币)	5.47	6.49	7.16	8.08	9.12

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美商收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。