

持有

2020H1 低于预期，看好下半年复苏

吉利汽车 (0175.HK)

2020-08-18 星期二

投资要点

目标价: **18.3 港元**
 现价: 15.6 港元
 预计升幅: 17.3%

重要数据

日期	2020-07-17
收盘价 (港元)	15.6
总股本 (百万股)	9,810
总市值 (百万港元)	153,500
净资产 (百万元)	61,122
总资产 (百万元)	108,215
52 周高低 (港元)	19.36/10.00
每股净资产 (元)	6.17

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Proper Glory Holding Inc.
 (28.94%)

相关报告

吉利汽车 (0175.HK) - 首发报告-20191122
 吉利汽车 (0175.HK) 更新报告-20200331
 吉利汽车 (0175.HK) - 更新报告-20200707

研究部

姓名: 汪伟杰
 SFC: BNQ701
 电话: 0755-21516067
 Email: wangwj@gzyq.com.hk

➤ **受疫情影响，2020 上半年业绩承压：**

公司 2020H1 净利润大幅下滑的原因有：1) 受新冠疫情影响，公司 H1 销量同比-19%；2) 新能源补贴退坡拖累毛利率同比下滑 0.7pct 至 17.1% 以及单车 ASP 同比-6%；3) 为支持新车型投放市场，销售费用率上升至 5.9%；4) 计入行政费用的研发开支大幅增加 16% 至 17.2 亿元。

➤ **领克上半年表现亮眼，汽车金融成利润新增长点：**

高端合资品牌-领克上半年销量 5.5 万辆，同比-2%，大幅跑赢公司整体及行业平均，占比提升至 10.3%。合资汽车金融公司-吉致金融净利润大幅增长 81.5% 至 4.2 亿元，为公司带来主营业务以外的利润新增长点。

➤ **公司下调全年销量目标至 132 万辆：**

公司作为自主品牌龙头，于二季度展现出强劲复苏，季度销量从 Q1-44% yoy 恢复至 Q2+14% yoy，上半年批发销量市占率较 19 年的 6.5% 上升至 6.7%。面对全球环境不确定性以及疫情因素，出于谨慎性考虑，公司决定下调全年销量目标 6% 至 132 万辆。我们认为公司大概率能完成此目标。

➤ **维持“持有”评级：**

鉴于公司上半年业绩低于我们预期，我们下调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 0.83/1.10 元。短期业绩波动不改长期发展趋势，我们维持 18.3 港元目标价，对应 2021 年 15 倍 PE，维持“持有”评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	106,595	97,401	95,376	110,480	119,468
同比增长	14.9%	-8.6%	-2.1%	15.8%	8.1%
归母净利润	12,553	8,190	7,432	9,909	11,629
同比增长	18.1%	-34.8%	-9.3%	33.3%	17.4%
毛利率	20.2%	17.4%	17.8%	18.3%	18.3%
净利润率	11.8%	8.4%	7.8%	9.0%	9.7%
每股收益(元)	1.40	0.90	0.83	1.10	1.30
PE@15.6HKD	10.0	15.6	14.3	11.1	9.3

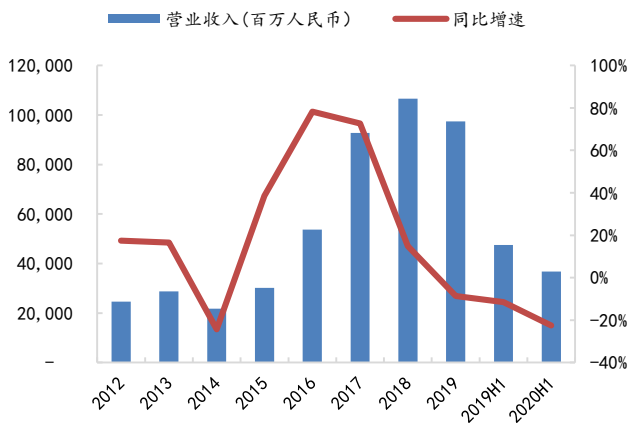
数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

吉利汽车(0175.HK)公布 2020 年上半年业绩:

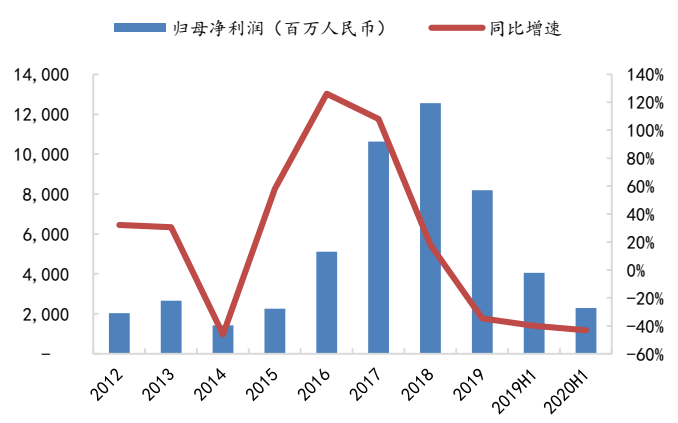
2020 年上半年, 公司实现收入 368.2 亿元人民币, 同比下降 22.6%; 实现毛利 63.0 亿元, 同比下降 25.6%; 股权持有人应占溢利 23.0 亿元, 同比下降 42.7%。业绩低于预期。

图 1: 2012-2020H1 公司收入及增速



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图 2: 2012-2020H1 公司归母净利润及增速

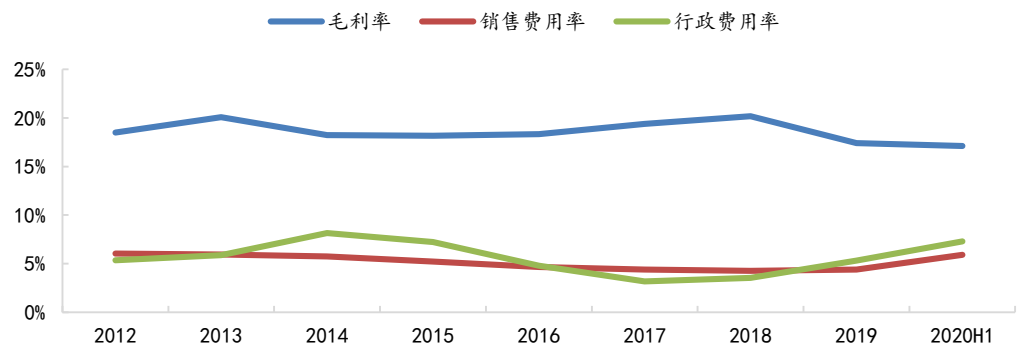


资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

受疫情影响, 2020 上半年业绩承压:

公司 2020H1 净利润大幅下滑的原因有: 1) 受新冠疫情影响, 公司 H1 销量同比-19%; 2) 新能源补贴退坡拖累毛利率同比下滑 0.7pct 至 17.1% 以及单车 ASP 同比-6%; 3) 为支持新车型投放市场, 销售费用率上升至 5.9%; 4) 计入行政费用的研发开支大幅增加 16% 至 17.2 亿元。

图 3: 2012-2020H1 公司毛利率/销售费用率/行政费用率



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

领克上半年表现亮眼, 汽车金融成利润新增长点:

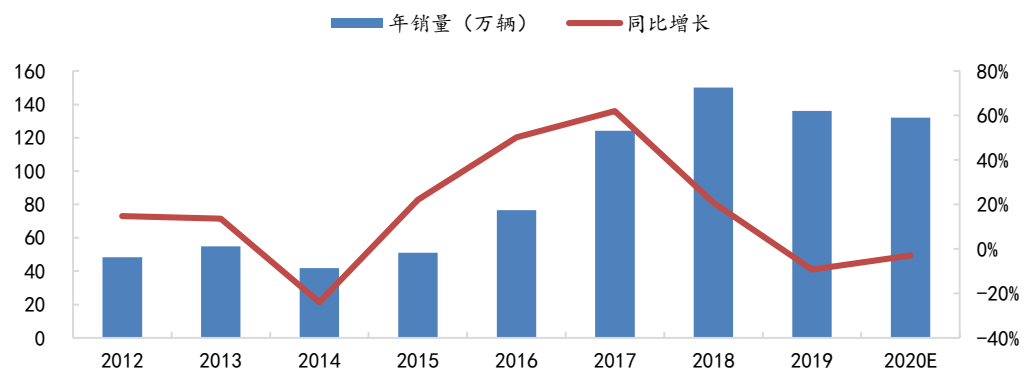
高端合资品牌-领克上半年销量 5.5 万辆, 同比-2%, 大幅跑赢公司整体及行业平均,

占比提升至 10.3%。合资汽车金融公司-吉致金融净利润大幅增长 81.5% 至 4.2 亿元，为公司带来主营业务以外的利润新增长点。

公司下调全年销量目标至 132 万辆：

公司作为自主品牌龙头，于二季度展现出强劲复苏，季度销量从 Q1-44%yoy 恢复至 Q2+14%yoy，上半年批发销量市占率较 19 年的 6.5% 上升至 6.7%。面对全球环境不确定性以及疫情因素，出于谨慎性考虑，公司决定下调全年销量目标 6% 至 132 万辆。我们认为公司大概率能完成此目标。

图 2：2010-2019 年公司年销量及 2020 年目标



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持“持有”评级：

鉴于公司上半年业绩低于我们预期，我们下调公司 2020/2021 年每股盈利预测至 0.83/1.10 元。短期业绩波动不改长期发展趋势，我们维持 18.3 港元目标价，对应 2021 年 15 倍 PE，维持“持有”评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

零售销量不及预期；

行业竞争加剧。

财务报表摘要

损益表(人民币百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	106,595	97,401	95,376	110,480	119,468
毛利	21,513	16,917	16,994	20,234	21,871
其他业务收入	1,237	1,225	1,237	1,237	1,238
销售成本	-4,523	-4,332	-4,769	-5,303	-5,496
行政费用	-3,777	-5,122	-5,913	-6,076	-5,973
经营利润	14,450	8,687	7,549	10,091	11,640
财务费用	79	108	71	82	89
税前盈利	14,959	9,636	8,744	11,659	13,683
所得税	-2,285	-1,375	-1,248	-1,663	-1,952
净利润	12,553	8,190	7,432	9,908	11,629
折旧及摊销	2,413	3,733	2,291	2,520	2,772
EBITDA	16,863	12,420	9,839	12,611	14,412
总收入 (%)	14.9%	-8.6%	-2.1%	15.8%	8.1%

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率 (%)	20.2%	17.4%	17.8%	18.3%	18.3%
EBITDA 利率	15.8%	12.8%	10.3%	11.4%	12.1%
净利率	11.8%	8.4%	7.8%	9.0%	9.7%
SG&A/收入	3.5%	5.3%	6.2%	5.5%	5.0%
实际税率	15.3%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
库存周转	17.6	21.9	22.6	23.3	23.3
应付账款天数	175.3	214.1	214.1	214.1	214.1
应收账款天数	78.3	96.9	96.9	96.9	96.9
ROA	13.7%	7.6%	6.2%	7.2%	7.5%
ROE	27.9%	15.0%	11.1%	12.7%	12.9%
净负债/股本	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
收入/总资产	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8
总资产/股本	2.0	2.0	1.8	1.8	1.7

资产负债表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	15,737	19,281	19,732	22,791	24,513
应收账款	22,865	25,845	25,308	29,315	31,700
存货	4,097	4,821	4,843	5,766	6,233
流动资产	42,785	50,014	49,947	57,948	62,528
固定资产	23,423	27,070	28,424	31,266	34,393
无形资产	14,993	17,598	18,478	20,325	22,358
长期投资	10,260	13,246	20,796	26,028	32,788
总资产	91,461	107,928	117,644	135,568	152,067
应付帐款	41,438	47,873	46,623	53,680	58,052
短期银行贷款	1,375	0	0	0	0
其他负债	2,326	2,361	2,343	2,389	2,418
总负债	46,086	53,003	51,759	59,063	63,635
股东权益	44,944	54,436	65,299	75,824	87,644

现金流量表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	16,863	12,420	9,735	12,497	14,286
融资成本(收入)	-73	-124	71	82	89
营运资金变化	-6,449	-2,732	735	-2,126	18,598
所得税	-2,621	-1,949	-1,769	-2,359	-2,768
营运性现金流	13,925	12,538	6,937	11,897	12,581
资本开支	-7,523	-7,575	-6,830	-8,848	-9,715
投资性现金流	-11,319	-10,791	-6,515	-8,534	-9,401
已付利息					
融资性现金流	-73	-194	-219	-237	-236
现金变化	-306	1,763	6	-326	-1,482
期初持有现金	2,334	3,532	450	3,061	1,698
期末持有现金	13,415	15,737	19,281	19,732	22,791

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>