

吉利汽车(175 HK, HK\$8.15, 目标价: HK\$8.50, 持有) — 宏伟目标配合精心部署

梁甫茵
(852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

- ❖ **增长势头很可能延续。**由于其新推出的型号帝豪 GS, 远景 SUV 和博越 SUV 的出色性能, 吉利的销量在 2016 年首 10 个月同比增长了 37.1%。我们相信, 这种增长势头很可能在 2017 年和 2018 年继续, 主要是由于陆续有来的新车型的推出 - 吉利将在 2017 年至 2020 年的 4 年内增加 30 多款新车型, 并且在 2020 年年销量料增加到 200 万辆。因此, 我们预测吉利在 2016、2017、2018 年的销量将分别达到 75.5、90.3、和 108.1 万辆, 年复合增长率为 28.5%。
- ❖ **更多样化的产品线有助于提高平均售价。**由于吉利计划增加推出更多 SUV 产品和中端乘用车产品, 我们预测至 2018 年吉利的 SUV 的销售份额将从 2015 年的 12% 增加到 45%, 而 B 类乘用车的销售份额将从 2015 年的 7% 上升至 16%。通过进入定价更高的车型的市场, 吉利产品的平均销售价格可以得到提高, 并进一步带动收入增长。
- ❖ **利润率呈现上升趋势。**随着吉利提高 SUV 和高端产品的收入占总收入的比重, 以及产量不断上升有助于降低每辆车的生产和研发费用, 我们预计其毛利率也呈上升趋势。此外, 管理层表示管理和销售费用不会像其收入一样快速扩张, 相反会控制在合理水平, 因此我们预计, 管理和销售费用占收入的比重将从 2015 年的 12.4% 下降至 2018 年的 9.5%。净利润率预计则从 2015 年的 7.5% 分别上升至 2016、2017、2018 年的 8.5%、8.5%、和 8.9%。
- ❖ **CMA 平台将会是一个里程碑。**吉利希望通过其 LYNK & CO 品牌 (采用 CMA 平台生产) 进军中国的中端乘用车市场, 目前该市场还是由外国合资品牌主导。新品牌除了采用与现有吉利品牌不同的商业模式外, 还采用先进生产技术。吉利因此可被视为国内整车制造商中使用模块化平台的先驱, 因为这种尖端技术不但可以降低开发成本, 还可以简化生产过程, 实现规模经济。因此我们认为 CMA 平台的推出可能是吉利发展历史上的一个里程碑, 并对其前景和市场回馈感到乐观。
- ❖ **首次覆盖, 持有评级。**我们估计吉利于 2017 年的每股盈利为人民币 0.61 元, 并应用 10.05 倍市盈率计算出基本情况下估值为每股港币 7.02。然后, 我们加回自 CMA 产品贡献的利润的增量, 再使用 10.05 倍市盈率, 得到 CMA 产品部分的估值为每股港币 1.48, 最后得到我们的目标价为港币 8.50, 相当于 4.29% 的上升空间。

吉利汽车 (175 HK)

评级	持有
收市价	HK\$8.15
目标价	HK\$8.50
市值 (港币百万)	72,154
过去 3 月平均交易 (港币百万)	488.55
52 周高/低 (港币)	9.2/2.76
发行股数 (百万)	8,802.0
主要股东	吉利汽车集团(42.62%)

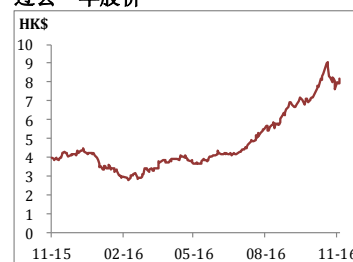
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	10.2%	17.2%
3 月	45.8%	46.8%
6 月	112.4%	90.0%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	21,738	30,138	51,904	73,176	109,719
净利润 (人民币百万)	1,431	2,261	4,429	6,205	9,718
每股收益 (人民币)	16.3	25.7	50.3	70.5	110.4
每股收益变动 (%)	-48.8	58.0	95.9	40.1	56.6
市盈率(x)	43.8	27.7	14.2	10.1	6.5
市帐率(x)	3.6	3.2	2.7	2.2	1.7
股息率 (%)	0.3	0.5	1.0	1.4	1.6
权益收益率 (%)	8.6	12.3	20.7	23.9	29.4
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司, 招银国际预测

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	21,738	30,138	51,904	73,176	109,719
销售成本	(17,776)	(24,668)	(42,353)	(59,345)	(88,432)
毛利	3,963	5,471	9,551	13,832	21,288
销售费用	(1,250)	(1,568)	(2,337)	(3,295)	(4,817)
行政费用	(1,772)	(2,176)	(2,968)	(3,892)	(5,616)
其他收益	1,055	1,066	1,369	1,051	1,001
其他费用	(60)	(62)	(62)	(62)	(62)
息税前收益	1,935	2,731	5,553	7,634	11,794
合营企业及联营企业收入	32	150	(21)	6	26
融资成本	(24)	(6)	31	58	90
税前利润	1,943	2,875	5,563	7,698	11,909
所得税	(494)	(586)	(1,079)	(1,416)	(2,071)
非控制股东权益	(19)	(28)	(55)	(77)	(121)
净利润	1,431	2,261	4,429	6,205	9,718

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	11,977	16,945	18,399	20,026	20,767
固定资产	5,861	8,034	9,071	9,933	10,517
无形资产	4,214	5,263	6,598	7,281	7,353
预付租赁款项	1,160	1,559	1,606	1,654	1,704
联营投资	252	285	293	302	311
合资公司投资	439	1,709	734	756	778
递延所得税资产	52	94	97	100	103
流动资产	25,303	25,348	40,504	55,889	83,395
现金及现金等价物	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091
存货	1,620	1,226	2,047	2,787	4,153
应收账款和票据	16,385	14,836	26,973	39,030	60,025
计入当期损益的金融资产	15	17	18	18	19
定期存款	47	41	41	41	41
其他流动资产	32	61	62	64	66
流动负债	17,845	20,449	33,139	44,681	63,995
短期借款	692	-	-	-	-
应付账款	17,017	20,114	32,794	44,326	63,629
应交税金	137	335	345	355	366
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	1,969	2,104	2,167	2,232	2,299
递延所得税负债	149	175	180	185	191
其他长期负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,820	1,929	1,987	2,046	2,108
少数股东权益	178	216	271	348	469
净资产总值	17,288	19,524	23,326	28,653	37,399
股东权益	17,288	19,524	23,326	28,653	37,399

来源：公司、招银国际预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	1,943	2,875	5,563	7,698	11,909
折旧和摊销	874	1,143	1,428	1,755	2,143
营运资金变动	(494)	5,040	(278)	(1,266)	(3,057)
其他经营项目	53	(28)	(2)	(2)	(2)
税务开支	(530)	(404)	(1,066)	(1,403)	(2,058)
其他	187	(1,216)	-	-	-
经营活动所得现金净额	2,033	7,409	5,645	6,783	8,935
收购	-	-	-	-	-
购置固定资产	(841)	(1,571)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
购置无形资产	(1,344)	(2,106)	(2,000)	(1,500)	(1,000)
在联营公司的投资	9	(33)	(9)	(9)	(9)
在合资公司的投资	(27)	(1,271)	975	(22)	(23)
资产处置	116	699	-	-	-
其他	619	(254)	(47)	(49)	(50)
投资活动所得现金净额	(1,468)	(4,534)	(2,880)	(3,380)	(2,882)
股份发行	-	0	-	-	-
净银行借贷	1,546	(583)	58	60	61
股息	(174)	(320)	(627)	(878)	(972)
其他	(200)	(28)	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,172	(931)	(569)	(818)	(910)
现金增加净额	1,737	1,944	2,196	2,585	5,143
年初现金及现金等价物	5,478	7,203	9,167	11,363	13,948
外汇汇率变动的影响	(12)	20	-	-	-
年末现金及现金等价物	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091
资产负债表的现金	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
小轿车	10	5	1	1	0
紧凑型轿车	74	77	60	54	47
中型轿车	1	7	7	7	7
紧凑型SUV	15	12	23	29	36
中高端SUV	-	-	8	9	9
新能源车	-	-	1	1	1
吉利	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	(24.3)	38.6	72.2	41.0	49.9
毛利	(31.3)	38.1	74.6	44.8	53.9
经营利润	(42.3)	41.2	103.3	37.5	54.5
净利润	(46.3)	58.0	95.9	40.1	56.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.2	18.2	18.4	18.9	19.4
税前利率	8.9	9.5	10.7	10.5	10.9
净利率	6.6	7.5	8.5	8.5	8.9
核心净利率	6.6	7.5	8.5	8.5	8.9
有效税率	25.4	20.4	19.4	18.4	17.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	14	7	7	7	7
平均应付账款周转天数	340	275	228	237	223
平均存货周转天数	0	0	0	0	0
净负债 / 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	8.6	12.3	20.7	23.9	29.4
资产回报率	4.0	5.7	8.8	9.2	10.8
每股数据					
每股盈利 (人民币)	0.163	0.257	0.503	0.705	1.104
每股股息 (港元)	0.020	0.036	0.071	0.100	0.110
每股账面值 (人民币)	1.984	2.243	2.681	3.295	4.302

来源: 公司、招银国际预测

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 个月的潜在涨幅在-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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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风险。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)2000 年英国不时修订之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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。