

吉利汽車(175 HK, HK\$8.15, 目標價: HK\$8.50, 持有) — 宏偉目標配合精心部署

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

- ❖ **增長勢頭很可能延續。**由於其新推出的型號帝豪 GS，遠景 SUV 和博越 SUV 的出色性能，吉利的銷量在 2016 年首 10 個月同比增長了 37.1%。我們相信，這種增長勢頭很可能在 2017 年和 2018 年繼續，主要是由於陸續有來的新車型的推出 - 吉利將在 2017 年至 2020 年的 4 年內增加 30 多款新車型，並且在 2020 年年銷量料增加到 200 萬輛。因此，我們預測吉利在 2016、2017、2018 年的銷量將分別達到 75.5、90.3、和 108.1 萬輛，年複合增長率為 28.5%。
- ❖ **更多樣化的產品線有助於提高平均售價。**由於吉利計畫增加推出更多 SUV 產品和中端乘用車產品，我們預測至 2018 年吉利的 SUV 的銷售份額將從 2015 年的 12% 增加到 45%，而 B 類乘用車的銷售份額將從 2015 年的 7% 上升至 16%。通過進入定價更高的車型的市場，吉利產品的平均銷售價格可以得到提高，並進一步帶動收入增長。
- ❖ **利潤率呈現上升趨勢。**隨著吉利提高 SUV 和高端產品的收入佔總收入的比重，以及產量不斷上升有助於降低每輛車的生產和研發費用，我們預計其毛利率也呈上升趨勢。此外，管理層表示管理和銷售費用不會像其收入一樣快速擴張，相反會控制在合理水平，因此我們預計，管理和銷售費用佔收入的比重將從 2015 年的 12.4% 下降至 2018 年的 9.5%。淨利潤率預計則從 2015 年的 7.5% 分別上升至 2016、2017、2018 年的 8.5%、8.5%、和 8.9%。
- ❖ **CMA 平臺將會是一個里程碑。**吉利希望通過其 LYNK & CO 品牌（採用 CMA 平臺生產）進軍中國的中端乘用車市場，目前該市場還是由外國合資品牌主導。新品牌除了採用與現有吉利品牌不同的商業模式外，還採用先進生產技術。吉利因此可被視為國內整車製造商中使用模組化平臺的先驅，因為這種尖端技術不但可以降低開發成本，還可以簡化生產過程，實現規模經濟。因此我們認為 CMA 平臺的推出可能是吉利發展歷史上的一個里程碑，並對其前景和市場回饋感到樂觀。
- ❖ **首次覆蓋，持有評級。**我們估計吉利於 2017 年的每股盈利為人民幣 0.61 元，並應用 10.05 倍市盈率計算出基本情況下估值為每股港幣 7.02。然後，我們加回自 CMA 產品貢獻的利潤的增量，再使用 10.05 倍市盈率，得到 CMA 產品部分的估值為每股港幣 1.48，最後得到我們的目標價為港幣 8.50，相當於 **3.15%** 的上升空間。

吉利汽車 (175 HK)

評級	持有
收市價	HK\$8.15
目標價	HK\$8.50
市值 (港幣百萬)	72,154
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	488.55
52 周高/低 (港幣)	9.2/2.76
發行股數 (百萬)	8,802.0
主要股東	吉利汽車集團(42.62%)

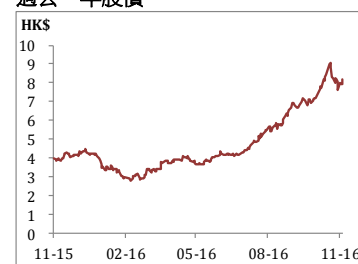
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	10.2%	17.2%
3 月	45.8%	-46.8%
6 月	112.4%	90.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民幣百萬)	21,738	30,138	51,904	73,176	109,719
淨利潤 (人民幣百萬)	1,431	2,261	4,429	6,205	9,718
每股收益 (人民幣)	16.3	25.7	50.3	70.5	110.4
每股收益變動 (%)	-48.8	58.0	95.9	40.1	56.6
市盈率(x)	6.1	9.4	8.1	7.4	6.9
市帳率(x)	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	0.9	1.1	1.6	1.7	1.9
權益收益率 (%)	8.6	12.3	20.7	23.9	29.4
淨財務槓桿率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司, 招銀國際預測

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	21,738	30,138	51,904	73,176	109,719
銷售成本	(17,776)	(24,668)	(42,353)	(59,345)	(88,432)
毛利	3,963	5,471	9,551	13,832	21,288
銷售費用	(1,250)	(1,568)	(2,337)	(3,295)	(4,817)
行政費用	(1,772)	(2,176)	(2,968)	(3,892)	(5,616)
其他收益	1,055	1,066	1,369	1,051	1,001
其他費用	(60)	(62)	(62)	(62)	(62)
息稅前收益	1,935	2,731	5,553	7,634	11,794
合營企業及聯營企業收入	32	150	(21)	6	26
融資成本	(24)	(6)	31	58	90
稅前利潤	1,943	2,875	5,563	7,698	11,909
所得稅	(494)	(586)	(1,079)	(1,416)	(2,071)
非控制股東權益	(19)	(28)	(55)	(77)	(121)
淨利潤	1,431	2,261	4,429	6,205	9,718

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	11,977	16,945	18,399	20,026	20,767
固定資產	5,861	8,034	9,071	9,933	10,517
無形資產	4,214	5,263	6,598	7,281	7,353
預付租賃款項	1,160	1,559	1,606	1,654	1,704
聯營投資	252	285	293	302	311
合資公司投資	439	1,709	734	756	778
遞延所得稅資產	52	94	97	100	103
流動資產	25,303	25,348	40,504	55,889	83,395
現金及現金等價物	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091
存貨	1,620	1,226	2,047	2,787	4,153
應收賬款和票據	16,385	14,836	26,973	39,030	60,025
計入當期損益的金融資產	15	17	18	18	19
定期存款	47	41	41	41	41
其他流動資產	32	61	62	64	66
流動負債	17,845	20,449	33,139	44,681	63,995
短期借款	692	-	-	-	-
應付賬款	17,017	20,114	32,794	44,326	63,629
應交稅金	137	335	345	355	366
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	1,969	2,104	2,167	2,232	2,299
遞延所得稅負債	149	175	180	185	191
其他長期負債	-	-	-	-	-
長期借款	1,820	1,929	1,987	2,046	2,108
少數股東權益	178	216	271	348	469
淨資產總值	17,288	19,524	23,326	28,653	37,399
股東權益	17,288	19,524	23,326	28,653	37,399

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
稅前收益	1,943	2,875	5,563	7,698	11,909
折舊和攤銷	874	1,143	1,428	1,755	2,143
營運資金變動	(494)	5,040	(278)	(1,266)	(3,057)
其他經營項目	53	(28)	(2)	(2)	(2)
稅務開支	(530)	(404)	(1,066)	(1,403)	(2,058)
其他	187	(1,216)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	2,033	7,409	5,645	6,783	8,935
收購	-	-	-	-	-
購置固定資產	(841)	(1,571)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
購置無形資產	(1,344)	(2,106)	(2,000)	(1,500)	(1,000)
在聯營公司的投資	9	(33)	(9)	(9)	(9)
在合資公司的投資	(27)	(1,271)	975	(22)	(23)
資產處置	116	699	-	-	-
其他	619	(254)	(47)	(49)	(50)
投資活動所得現金淨額	(1,468)	(4,534)	(2,880)	(3,380)	(2,882)
股份發行	-	0	-	-	-
淨銀行借貸	1,546	(583)	58	60	61
股息	(174)	(320)	(627)	(878)	(972)
其他	(200)	(28)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,172	(931)	(569)	(818)	(910)
現金增加淨額	1,737	1,944	2,196	2,585	5,143
年初現金及現金等價物	5,478	7,203	9,167	11,363	13,948
外匯匯率變動的影響	(12)	20	-	-	-
年末現金及現金等價物	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091
資產負債表的現金	7,203	9,167	11,363	13,948	19,091

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷量組合 (%)					
小轎車	10	5	1	1	0
緊湊型轎車	74	77	60	54	47
中型轎車	1	7	7	7	7
緊湊型SUV	15	12	23	29	36
中高端SUV	-	-	8	9	9
新能源車	-	-	1	1	1
吉利	100	100	100	100	100

增長 (%)

收入	(24.3)	38.6	72.2	41.0	49.9
毛利	(31.3)	38.1	74.6	44.8	53.9
經營利潤	(42.3)	41.2	103.3	37.5	54.5
淨利潤	(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
稅前利率	8.9	9.5	10.7	10.5	10.9
淨利潤率	6.6	7.5	8.5	8.5	8.9
核心淨利潤率	6.6	7.5	8.5	8.5	8.9
有效稅率	25.4	20.4	19.4	18.4	17.4

資產負債比率

流動比率 (x)	1.4	1.2	1.2	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	14	7	7	7	7
平均應付賬款周轉天數	340	275	228	237	223
平均存貨周轉天數	0	0	0	0	0
淨負債 / 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	8.6	12.3	20.7	23.9	29.4
資產回報率	4.0	5.7	8.8	9.2	10.8

每股數據

每股盈利 (人民幣)	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
每股賬面值 (人民幣)	1.984	2.243	2.681	3.295	4.302

來源：公司、招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 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。