

吉利汽車 (175HK, HK\$11.98, 目標價: HK\$13.90, 買入) — 驚喜陸續有來

- ❖ **收入和淨利潤均超出預期。**吉利公佈其 2016 年全年營業收入和淨利潤分別為人民幣 537.2 億元和人民幣 51.1 億元，同比增長 78.3% 和 126.2%。如扣除賣出知豆和康迪後所得收益後的經調整淨利潤為人民幣 47.38 億元。收入和淨利潤的增長均超出市場預期和我們的預期。我們總結原因是出廠平均價格同比躍升 22% 至每輛車 68,993 元，以及銷售和管理費用下降顯著，兩者對收入的佔比都下降至 5% 以下。由於產品組合持續改善，結合 2015 年新產能投產和新車型的推出帶來較高的固定成本，毛利潤率略微增長 17 個基點至 18.3%。
- ❖ **100 萬台銷售目標可實現。**管理層在業績會期間重申其 2017 年銷售目標為 100 萬台，從 2017 年年初至今的銷售情況看，我們認為這是可實現的目標。吉利在 2017 年前兩個月就達到 19.1 萬的銷量，佔 2017 年目標的 19.2%。也就是說，在 10 個月的剩餘時間裡，只要吉利的平均月銷量達到 8.1 萬輛就可以完成目標。據我們所知，吉利在 2017 年 3 月的頭 3 周內就錄得了 5 萬的銷量。除現有車型外，公司在 2017 年還將推出 2 款緊湊型 SUV，主要車型升級版，混動和插電混動車型、以及在 2017 年第 4 季度推出的凌克車型。有鑑於此，我們將 2017 年銷售量預測從 103.6 萬台提高到 116.6 萬台，同比增長 50%。
- ❖ **利潤率將在激烈競爭下保持穩定。**我們預計吉利的毛利率將在 2017 年略有下降至 18.2%，原因是在激烈的行業競爭中（尤其是 SUV 市場），可能會觸發價格戰，從而降低整車廠商的利潤率。但我們預計與其他自主開發的品牌相比，吉利將受到較小的影響，因為它現在的產品比較多元化而且相較于其他廠商有更好的品質控制。另一方面，負面影響也將被單位固定成本降低和銷售價格上漲所抵消。我們估計由於 SUV 和高價格的車型的銷售佔比上升，吉利在 2017 年的平均售價將同比增長 5.3%。
- ❖ **上調為買入評級。**我們將 2017/18E 的每股盈利預測從人民幣 0.84/1.10 元調至 0.81 元/1.2 元，並估計 2019 元的每股收益為人民幣 1.35 元。我們的新目標價是基於 14x 2017E 市盈率和 12x 2018E 市盈率，並採用演算法平均計算出來的。我們將吉利的新目標價設定為 13.9 港元，升幅為 15.9%。我們上調吉利汽車為買入評級。

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

吉利汽車(175 HK)

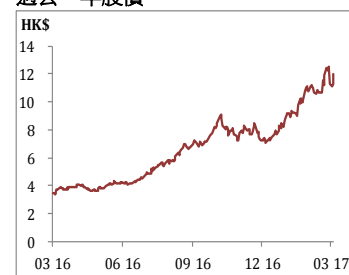
評級	買入
收市價	HK\$11.98
目標價	HK\$13.90
市值 (港幣百萬)	106,495
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	718.63
52 周高/低 (港幣)	12.62/3.46
發行股數 (百萬)	8,882.9
主要股東	李書福(42.62%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	7.5%	6.8%
3 月	64.8%	46.6%
6 月	68.0%	63.5%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	30,138	53,722	84,663	117,451	145,209
淨利潤 (百萬人民幣)	2,261	5,112	7,124	9,861	11,922
每股收益 (人民幣)	25.7	58.0	80.8	111.8	135.2
每股收益變動 (%)	58.0	125.7	39.4	38.4	20.9
市盈率(x)	41.5	18.4	13.2	9.5	7.9
市賬率(x)	4.8	3.8	3.0	2.4	1.9
股息率 (%)	0.5	1.0	1.4	1.6	2.6
權益收益率 (%)	12.3	23.3	25.7	28.3	27.0
淨財務杠杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	30,138	53,722	84,663	117,451	145,209
銷售成本	(24,668)	(43,880)	(69,238)	(95,934)	(118,462)
毛利	5,471	9,842	15,426	21,517	26,747
銷售費用	(1,568)	(2,503)	(3,944)	(5,354)	(6,620)
行政費用	(2,176)	(2,560)	(3,950)	(5,362)	(6,629)
其他收益	1,066	1,131	1,131	1,131	1,131
其他費用	(62)	(42)	(42)	(42)	(42)
息稅前收益	2,731	5,868	8,621	11,890	14,588
合營企業及聯營企業收入	150	366	20	20	20
融資成本	(6)	(30)	14	70	(124)
稅前利潤	2,875	6,204	8,655	11,980	14,484
所得稅	(586)	(1,034)	(1,442)	(1,996)	(2,413)
非控制股東權益	(28)	(58)	(89)	(123)	(148)
淨利潤	2,261	5,112	7,124	9,861	11,922

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	16,945	20,334	21,121	21,123	20,943
固定資產	8,034	10,650	10,822	10,875	11,056
無形資產	5,263	6,469	6,988	6,838	6,374
預付租賃款項	1,559	2,025	2,085	2,148	2,212
聯營投資	285	305	314	323	333
合資公司投資	1,709	697	718	740	762
遞延所得稅資產	94	188	194	200	206
流動資產	25,348	47,249	72,002	100,852	129,921
現金及現金等價物	9,167	15,045	21,394	29,080	41,218
存貨	1,226	3,066	4,743	6,571	8,114
應收賬款和票據	14,836	29,041	45,767	65,100	80,486
計入當期損益的金融資產	17	-	-	-	-
定期存款	41	39	39	39	39
其他流動資產	61	58	59	61	63
流動負債	20,449	40,630	59,850	79,986	98,584
短期借款	-	174	180	185	191
應付賬款	20,114	39,779	58,973	79,083	97,654
應交稅金	335	677	697	718	740
其他流動負債	-	-	-	-	-
非流動負債	2,104	2,266	2,334	2,404	2,477
遞延所得稅負債	175	198	204	210	216
其他長期負債	-	-	-	-	-
長期借款	1,929	2,068	2,130	2,194	2,260
少數股東權益	216	249	338	460	609
淨資產總值	19,524	24,437	30,601	39,124	49,194
股東權益	19,524	24,437	30,601	39,124	49,194

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
稅前收益	2,875	6,204	8,655	11,980	14,484
折舊和攤銷	1,143	1,654	2,009	2,297	2,583
營運資金變動	5,040	3,621	791	(1,052)	1,642
其他經營項目	(28)	3	(2)	(2)	(2)
稅務開支	(404)	(763)	(1,422)	(1,975)	(2,392)
其他	(1,216)	(2,382)	-	-	-
經營活動所得現金淨額	7,409	8,338	10,032	11,248	16,315
收購	-	(1,384)	-	-	-
購置固定資產	(1,571)	(486)	(1,200)	(1,200)	(1,500)
購置無形資產	(2,106)	(2,655)	(1,500)	(1,000)	(800)
在聯營公司的投資	(33)	(20)	(9)	(9)	(10)
在合資公司的投資	(1,271)	1,012	(21)	(22)	(22)
資產處置	699	1,199	-	-	-
其他	(254)	(223)	(61)	(63)	(64)
投資活動所得現金淨額	(4,534)	(1,174)	(2,791)	(2,294)	(2,396)
股份發行	0	1	-	-	-
淨銀行借貸	(692)	163	67	69	71
股息	(174)	(281)	(960)	(1,338)	(1,852)
其他	(65)	146	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(931)	29	(893)	(1,269)	(1,780)
現金增加淨額	1,944	7,194	6,348	7,686	12,138
年初現金及現金等價物	7,203	9,167	15,045	21,394	29,080
外匯匯率變動的影響	20	69	-	-	-
年末現金及現金等價物	9,167	16,429	21,394	29,080	41,218
資產負債表的現金	9,167	15,045	21,394	29,080	41,218

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷量組合 (%)					
小轎車	3	1	1	0	0
緊湊型轎車	79	61	51	43	39
中型轎車	7	6	4	3	3
緊湊型SUV	12	22	34	38	39
中高端SUV	-	8	9	7	5
新能源車	-	2	1	1	1
MPV	-	-	1	7	12
吉利	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	38.6	78.3	57.6	38.7	23.6
毛利	38.1	79.9	56.7	39.5	24.3
經營利潤	41.2	114.9	46.9	37.9	22.7
淨利潤	58.0	126.2	39.4	38.4	20.9
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.2	18.3	18.2	18.3	18.4
稅前利率	9.5	11.5	10.2	10.2	10.0
淨利潤率	7.5	9.5	8.4	8.4	8.2
核心淨利潤率	7.5	9.5	8.4	8.4	8.2
有效稅率	20.4	16.7	16.7	16.7	16.7
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	7	10	10	10	10
平均應付賬款周轉天數	275	249	260	263	272
平均存貨周轉天數	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	12.3	23.3	25.9	28.3	27.0
資產回報率	5.7	9.3	8.9	9.2	8.7
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.257	0.580	0.808	1.118	1.352
每股股息 (港元)	0.036	0.122	0.170	0.236	0.285
每股賬面值 (人民幣)	2.243	2.799	3.508	4.488	5.646

2017 年 03 月 23 日

來源 公司及招銀國際研究部



招商銀行全資附屬機構
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

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，並可能會受標的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，本公司及其僱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。