

吉利汽車 (175 HK)

諸多利好帶動估值上升

吉利汽車 11 月總銷量為 150,517 輛，同比增長約 5%。其中領克 11 月銷量為 22,798 輛，同比增長約 61%。我們持續看好吉利的技術實力、品牌向上以及母公司全球化步伐。我們上調 2021 年盈利預測，由原先 93 億人民幣上調至 99 億人民幣，並同時目標價上調目標價至 35.0 港幣。維持買入評級。

- **技術實力在 2020 年下半年逐步體現。** 11 月新款 A+ 級轎車星瑞上市，在中國市場首次實現燃油車 FOTA 升級。星越 11 月銷量達到 7,017 輛，未來有望成為爆款車型。10 月吉利汽車 SEA 浩瀚架構正式發佈，標誌吉利在智慧電動汽車解決方案具備世界領先水準。SEA 浩瀚架構未來有望在 Volvo X20 上搭載，側面反映其競爭力。戴姆勒早前公告，將與吉利汽車合作打造用於混合動力汽車的下一代動力引擎。我們認為，諸多上述利好消息均反映出了吉利在技術研發上的投入正在開花結果。
- **品牌向上，領克銷量穩步提升。** 領克銷量連續兩個月突破 2 萬輛（10 月同比 +56%/11 月同比 +61%）。新款領克 01（中改款）已經於 12 月上市。2021 年 SEA 浩瀚架構下首款產品領克 Zero Concept 有望上市。其 NEDC 續航將超過 700 公里，百公里加速時間小於 4s。同時明年基於 SPA 架構的領克 07 有望亮相。我們持續看好吉利汽車由領克所帶動的品牌向上，預計 2021 年領克系列銷量突破 20 萬輛。
- **事件驅動之下，資本市場熱度持續提升。** 9 月 28 日，吉利汽車科創板 IPO 正式過會。我們預計上市後將吸引更多投行及投資者關注，有助於市場更加瞭解吉利的運營情況，進一步提振整體估值及 H 股股價。我們預計在 A 股上市後，吉利汽車有望重啟與富豪的合併談判，繼續吸引市場關注。同時隨著 SEA 浩瀚架構的推出，資本市場對吉利在電動化技術（純電平台）的技術領先性將有重新的認識，進而抬升整體估值水準。
- **集團層面動作不斷，中國科技出行航母逐步成型。** 1) 吉利科技集團接手重慶力帆（601777 CH），未來將注入換電資產，打造“換電模式”，並且有望拓展相關上下游商業機會。2) 吉利商用車集團接手華菱星馬（600375 CH），補齊商用車短板。從技術上，華菱星馬主要在發動機領域具備一定的技術積累，短期內有一定的幫助。長期來看，吉利商用車集團有望利用新能源發展的機會，充分利用華菱星馬的行銷管道等方面，實現在新能源商用車領域的彎道超車。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業額 (百萬人民幣)	106,595	97,401	89,890	99,856	107,500
同比增長 (%)	14.91%	-8.63%	-7.71%	11.09%	7.65%
淨利潤 (百萬人民幣)	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298
每股收益 (人民幣)	1.40	0.90	0.73	1.01	1.15
每股收益變動 (%)	17%	-36%	-19%	37%	14%
市場每股盈利預測 (人民幣)	NA	NA	0.77	1.07	1.21
市盈率(x)	13.80	21.40	26.30	19.18	16.77
市帳率(x)	3.53	2.97	2.70	2.39	2.12
股息率 (%)	1.60%	1.17%	0.84%	1.16%	1.32%
權益收益率 (%)	31.62%	16.48%	12.59%	15.46%	15.67%
負債比率(x)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$35.0
(此前目標價)	HK\$19.1)
潛在升幅	+59.0%
當前股價	HK\$22.0

中國汽車行業

白毅陽

(852) 3900 0835
jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬人民幣)	215,947
3 月平均流通量(百萬人民幣)	1,631.15
52 周內股價高/低(人民幣)	24.45/9.79
總股本(百萬)	9,815

資料來源：萬得

股東結構

李書福	41.20%
-----	--------

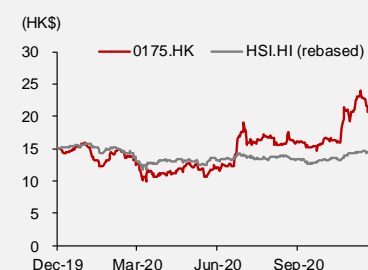
資料來源：披露易

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	14.3%	13.1%
3-月	35.8%	25.5%
6-月	83.6%	69.6%

資料來源：萬得

股份表現



資料來源：萬得

審計師：致同

- **集團層面組織架構調整，設立“經管會”，賦能各大板塊。**我們認為通過成立“經管會”，各業務負責人對旗下各板塊戰略定位逐步明晰，並通過全新組織架構完成板塊間戰略協同。我們認為控股公司下乘用車（吉利品牌、領克、富豪、極星、寶騰、路特斯）、商用車、科技集團、金融等各個子公司均將在各自領域擴張版圖，未來有望與吉利汽車（175 HK）在科技、行銷管道、商業模式上形成協同互補。我們認為吉利在控股集團層面打造的科技出行航母，正呼之欲出。
- **我們看好2021年中國汽車市場銷量，並認為2021年吉利銷量有望實現雙位數增長。**我們預計吉利2021年將實現銷量145萬輛，同比增加10%。其中領克有望實現銷量20.3萬輛，同比增長20%。我們上調吉利2021年盈利預測至99億人民幣，主要基於對領克利潤分享的上修。因此，我們將目標價從初始目標價19.1港元（基於17.0倍2021年市盈率）上調至35.0港元（基於新的30.5倍2021年市盈率），有59.0%的上漲空間。重申買入評級。

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	106,595	97,401	89,890	99,856	107,500
整車	102,651	91,843	82,528	90,754	96,225
零部件	3,944	5,130	6,926	8,657	10,821
智慧財產權收入	0	428	437	445	454
銷售成本	(85,082)	(80,485)	(74,339)	(81,982)	(88,043)
毛利	21,513	16,917	15,551	17,874	19,458
銷售費用	(4,523)	(4,332)	(4,225)	(4,494)	(4,730)
管理費用	(3,777)	(5,122)	(5,393)	(5,292)	(5,536)
以股權支付的費用	(15)	(5)	(4)	(5)	(5)
財務費用	79	108	133	242	294
來自合營公司的利潤分配	505	626	1,055	1,861	2,376
來自聯營公司的利潤分配	(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
處置資產收益	0	183	0	0	0
利潤總額	14,959	9,636	8,434	11,631	13,305
所得稅費用	(2,285)	(1,375)	(1,164)	(1,663)	(1,903)
淨利潤	12,674	8,261	7,270	9,967	11,402
少數股東損益	121	72	66	91	104
歸母淨利潤	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
息稅前利潤	12,553	8,190	7,204	9,876	11,298
折舊和攤銷	2,213	3,036	3,140	3,526	3,833
營運資金變動	3,754	812	(1,373)	3,552	(1,732)
其它	(4,595)	500	2,360	684	(229)
經營活動所得現金流	13,925	12,538	11,331	17,639	13,171
資本開支	(17,179)	(9,267)	(7,606)	(8,418)	(9,639)
聯營公司	(35)	(58)	(46)	(51)	(56)
其它	5,895	(1,466)	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(11,319)	(10,791)	(7,652)	(8,469)	(9,695)
股份發行	0	3	0	0	0
淨借貸	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
融資活動所得現金淨額	(306)	1,763	(487)	(2,667)	(1,939)
現金增加淨額	2,300	3,510	3,191	6,502	1,537
年初現金及現金等價物	13,451	15,757	19,322	22,513	29,015
其他	6	55	0	0	0
年末現金及現金等價物	15,757	19,322	22,513	29,015	30,553
受限現金	19	40	40	40	40

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	48,676	57,914	62,683	69,481	77,541
固定資產	23,423	27,070	31,686	36,541	42,081
無形資產和商譽	14,993	17,598	16,485	15,817	15,273
合資及聯營公司投資	6,322	8,837	9,900	11,586	13,679
其它非流動資產	3,937	4,408	4,612	5,537	6,508
流動資產	42,785	50,014	53,566	57,654	61,317
現金及現金等價物	15,757	19,322	22,513	29,015	30,553
應收賬款	22,865	25,845	24,780	23,423	25,155
存貨	4,097	4,821	6,195	5,124	5,503
其它流動資產	67	27	78	92	107
流動負債	43,760	48,526	51,207	53,682	55,906
銀行貸款	1,375	0	1,053	0	0
應付帳款	41,438	47,873	49,559	52,892	55,027
其他	0	37	0	0	0
應付稅費	947	616	595	790	879
非流動負債	2,326	4,477	4,401	5,053	5,674
銀行貸款	2,048	4,149	4,208	4,787	5,357
或有負債	0	0	0	0	0
遞延所得稅	278	301	193	265	317
其它	0	26	0	0	0
所有者權益	44,944	54,436	60,040	67,724	76,513
少數股東權益	431	489	600	677	765
歸母所有者權益	45,375	54,924	60,640	68,401	77,279

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
汽車	96%	94%	92%	91%	90%
消費電子	4%	5%	8%	9%	10%
二次充電電池	0%	0%	0%	0%	0%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	20%	17%	17%	18%	18%
稅前利率	14%	10%	9%	12%	12%
淨利潤率	12%	8%	8%	10%	11%
有效稅率	15%	14%	14%	14%	14%
資產負債比率					
流動比率(x)	0.98	1.03	1.05	1.07	1.10
速動比率(x)	0.88	0.93	0.92	0.98	1.00
現金比率(x)	0.36	0.40	0.44	0.54	0.55
存貨周轉天數	18	22	30	23	23
應付款周轉天數	178	217	243	235	228
應收款周轉天數	78	97	122	104	104
負債/股本比率(%)	102%	97%	92%	86%	80%
淨債務/股東權益比率	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	32%	16%	13%	15%	16%
資產回報率	17%	10%	7%	9%	10%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.40	0.90	0.73	1.01	1.15
每股股息(人民幣)	0.31	0.23	0.16	0.22	0.26
每股金資產(人民幣)	5.47	6.49	7.16	8.08	9.12

資料來源:公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。招銀國際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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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。招銀國際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國際證券編寫，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。招銀國際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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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

招銀國際證券不是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之分析員，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。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。