

# 吉利汽車 (175 HK)

## 分拆智能電動品牌——極氪

吉利汽車公佈 2020 年業績，略低於市場預期。2020 年實現營業收入 921 億元人民幣，同比下降 5%。淨利潤 56 億人民幣（vs 招銀國際預測 72 億人民幣），同比下滑 32%。公司派息 0.17 元人民幣，派息比例為 29%，高於歷史平均水平。我們調整目標價至 28.3 港幣，維持買入評級。

- **規模效應下降蠶食 20 年淨利潤。**2020 年銷量 132 萬輛，同比下滑 3%。其中吉利品牌 114 萬輛，同比下滑 7%。領克銷量 17.5 萬輛，同比增長 37%。由於折舊攤銷增長以及貴金屬成本上升，公司毛利率同比下降 1.4ppt 至 16%。新車投放帶來的廣告費用以及研發攤銷使得費用率大幅度增長。疊加銷量下滑，公司 2020 年經營杠杆惡化。同時，公司產品處於產品週期末端，市佔率目標對盈利能力形成掣肘。
- **幾個亮點值得關注。**吉利汽車 2020 年疫情之下，持續為供應商和經銷商減負。2020 年對協力廠商應付款減少 32 億元，協力廠商預收款減少 24 億元人民幣。同時公司存貨減少 11 億。公司捋順上下游關係，為 2021 年發展打下基礎。公司亦在資本市場具備豐富融資管道。2020 年通過配股共獲得約 60 億人民幣。2020 年末，公司在手現金 190 億人民幣，處於淨現金狀態。未來科创板上市將進一步增強公司資金實力。營業收入更加多元化，尤其是研發支持收入及 IP 許可收入，反應出公司在技術方面的實力積累。
- **產品週期開啟，盈利有望提升。**2021 年，眾多新車型將投放市場。吉利品牌下，星越 L、換代帝豪將上市。領克首款 SPA 平臺車型年內上市。公司與母公司共同打造智慧純電品牌 - 極氪，有助於整合控股公司下資源。首款車型定價 30-50 萬區間，4 月份亮相值得期待。公司 2021 年目標銷量 153 萬輛，同比 16%，反應公司對整體市場及新產品週期的信心。
- **我們認為雖然公司 2020 年業績低於預期，但是 2021 年全新產品週期仍然值得期待。**我們下調公司 2021 年盈利預測至 69 億元人民幣，以反映費用率預測修正。諸多利好例如 Volvo 合作進展順利，極氪分拆獨立運營、領克出口西歐等故事仍將支撐市場情緒。我們基於公司 35.0x 倍 2021E 年市盈率，將此前目標價 35.0 港元（基於最初的 30.5 倍 2021E 市盈率）上調至 28.3 港元，漲幅空間為 42.1%。重申買入評級。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY18A   | FY19A  | FY20A  | FY21E   | FY22E   |
|----------------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 營業額 (百萬人民幣)    | 106,595 | 97,401 | 92,114 | 102,985 | 110,796 |
| 同比增長 (%)       | 14.91%  | -8.63% | -5.43% | 11.80%  | 7.59%   |
| 淨利潤 (百萬人民幣)    | 12,553  | 8,190  | 5,534  | 6,908   | 7,826   |
| 每股收益 (人民幣)     | 1.40    | 0.90   | 0.58   | 0.71    | 0.80    |
| 每股收益變動 (%)     | 17%     | -36%   | -36%   | 25%     | 13%     |
| 市場每股盈利預測 (人民幣) | NA      | NA     | 0.75   | 1.02    | 1.26    |
| 市盈率(x)         | 12.48   | 19.36  | 30.14  | 24.63   | 21.69   |
| 市帳率(x)         | 3.19    | 2.69   | 2.47   | 2.47    | 2.26    |
| 股息率 (%)        | 1.77%   | 1.30%  | 0.98%  | 1.04%   | 1.18%   |
| 權益收益率 (%)      | 31.62%  | 16.48% | 9.37%  | 10.87%  | 11.78%  |
| 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\$28.3  |
| (此前目標價) | HK\$35.0) |
| 潛在升幅    | +42.1%    |
| 當前股價    | HK\$19.9  |

### 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)        | 195,392     |
| 3 月平均流通量 (百萬人民幣) | 2,795.04    |
| 52 周內股價高/低 (人民幣) | 36.45/10.19 |
| 總股本 (百萬)         | 9,819       |

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 | -23.2% | -18.2% |
| 3-月 | -14.8% | -19.5% |
| 6-月 | 30.1%  | 8.6%   |

資料來源：萬得

#### 股份表現



資料來源：萬得

審計師：致同

## 財務分析

## 利潤表

| 年結:12月31日(百萬元人民幣) | FY18A          | FY19A         | FY20A         | FY21E          | FY22E          |
|-------------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>銷售收入</b>       | <b>106,595</b> | <b>97,401</b> | <b>92,114</b> | <b>102,985</b> | <b>110,796</b> |
| 整車                | 102,651        | 91,843        | 83,814        | 92,912         | 98,513         |
| 零部件               | 3,944          | 5,130         | 6,989         | 8,736          | 10,920         |
| 研發支援服務            | 0              | 0             | 745           | 760            | 775            |
| 智慧財產權收入           | 0              | 428           | 566           | 577            | 589            |
| 銷售成本              | (85,082)       | (80,485)      | (77,377)      | (86,198)       | (92,515)       |
| <b>毛利</b>         | <b>21,513</b>  | <b>16,917</b> | <b>14,737</b> | <b>16,787</b>  | <b>18,281</b>  |
| 銷售費用              | (4,523)        | (4,332)       | (5,053)       | (5,355)        | (5,540)        |
| 管理費用              | (3,777)        | (5,122)       | (5,754)       | (6,076)        | (6,537)        |
| 以股權支付的費用          | (15)           | (5)           | (4)           | (5)            | (6)            |
| 財務費用              | 79             | 108           | 208           | 170            | 216            |
| 來自合營公司的利潤分配       | 505            | 626           | 825           | 1,033          | 1,204          |
| 來自聯營公司的利潤分配       | (60)           | 38            | 51            | 56             | 61             |
| 其他收入              | 1,237          | 1,225         | 1,039         | 1,442          | 1,440          |
| 其他支出              | 0              | 0             | 0             | 0              | 0              |
| 處置資產收益            | 0              | 183           | 392           | 0              | 0              |
| <b>利潤總額</b>       | <b>14,959</b>  | <b>9,636</b>  | <b>6,441</b>  | <b>8,050</b>   | <b>9,120</b>   |
| 所得稅費用             | (2,285)        | (1,375)       | (866)         | (1,087)        | (1,231)        |
| <b>淨利潤</b>        | <b>12,674</b>  | <b>8,261</b>  | <b>5,575</b>  | <b>6,963</b>   | <b>7,889</b>   |
| 少數股東損益            | 121            | 72            | 41            | 56             | 63             |
| <b>歸母淨利潤</b>      | <b>12,553</b>  | <b>8,190</b>  | <b>5,534</b>  | <b>6,908</b>   | <b>7,826</b>   |

## 現金流量表

| 年結:12月31日(百萬元人民幣) | FY18A           | FY19A           | FY20A          | FY21E          | FY22E          |
|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>息稅前利潤</b>      | <b>12,553</b>   | <b>8,190</b>    | <b>5,534</b>   | <b>6,908</b>   | <b>7,826</b>   |
| 折舊和攤銷             | (2,413)         | (3,733)         | (5,491)        | (5,238)        | (5,389)        |
| 營運資金變動            | 3,754           | 812             | (7,175)        | 4,954          | 864            |
| 其它                | 31              | 7,269           | 8,729          | 2,589          | 9,959          |
| <b>經營活動所得現金流</b>  | <b>13,925</b>   | <b>12,538</b>   | <b>1,597</b>   | <b>9,213</b>   | <b>13,259</b>  |
| 資本開支              | (12,552)        | (7,498)         | (6,837)        | (5,720)        | (5,895)        |
| 聯營公司              | (35)            | (58)            | (32)           | (49)           | (54)           |
| 其它                | 1,269           | (3,235)         | 1,439          | 0              | 0              |
| <b>投資活動所得現金淨額</b> | <b>(11,319)</b> | <b>(10,791)</b> | <b>(5,430)</b> | <b>(5,770)</b> | <b>(5,950)</b> |
| 股份發行              | 0               | 3,413           | 5,937          | 0              | 0              |
| 淨借貸               | 2,127           | 763             | (247)          | (518)          | 257            |
| 支付股息              | (2,767)         | (2,058)         | (1,637)        | (1,741)        | (1,972)        |
| 其它                | 334             | (355)           | (292)          | 0              | 0              |
| <b>融資活動所得現金淨額</b> | <b>(306)</b>    | <b>1,763</b>    | <b>3,761</b>   | <b>(2,259)</b> | <b>(1,716)</b> |
| <b>現金增加淨額</b>     | <b>2,300</b>    | <b>3,510</b>    | <b>(170)</b>   | <b>1,184</b>   | <b>5,594</b>   |
| 年初現金及現金等價物        | 13,451          | 15,757          | 19,322         | 19,151         | 20,335         |
| 其他                | 6               | 55              | 0              | 0              | 0              |
| <b>年末現金及現金等價物</b> | <b>15,757</b>   | <b>19,322</b>   | <b>19,151</b>  | <b>20,335</b>  | <b>25,929</b>  |
| 受限現金              | 19              | 40              | 174            | 174            | 174            |

## 資產負債表

| 年結:12月31日(百萬元人民幣) | FY18A         | FY19A         | FY20A         | FY21E         | FY22E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流動資產</b>      | <b>48,676</b> | <b>57,914</b> | <b>62,683</b> | <b>69,481</b> | <b>77,541</b> |
| 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         |
| <b>流動資產</b>       | <b>42,785</b> | <b>50,014</b> | <b>53,566</b> | <b>57,654</b> | <b>61,317</b> |
| 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           |
| <b>流動負債</b>       | <b>43,760</b> | <b>48,526</b> | <b>51,207</b> | <b>53,682</b> | <b>55,906</b> |
| 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           |
| <b>非流動負債</b>      | <b>2,326</b>  | <b>4,477</b>  | <b>4,401</b>  | <b>5,053</b>  | <b>5,674</b>  |
| 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             |
| <b>所有者權益</b>      | <b>44,944</b> | <b>54,436</b> | <b>60,040</b> | <b>67,724</b> | <b>76,513</b> |
| <b>少數股東權益</b>     | <b>431</b>    | <b>489</b>    | <b>600</b>    | <b>677</b>    | <b>765</b>    |
| <b>歸母所有者權益</b>    | <b>45,375</b> | <b>54,924</b> | <b>60,640</b> | <b>68,401</b> | <b>77,279</b> |

## 主要比率

| 年結:12月31日(百萬元人民幣) | FY18A       | FY19A       | FY20A      | FY21E      | FY22E      |
|-------------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|
| <b>銷售組合(%)</b>    |             |             |            |            |            |
| 整車                | 96%         | 94%         | 91%        | 90%        | 89%        |
| 零部件               | 4%          | 5%          | 8%         | 8%         | 10%        |
| 研發支援服務            | 0%          | 0%          | 1%         | 1%         | 1%         |
| 智慧財產權收入           | 0%          | 0%          | 1%         | 1%         | 1%         |
| <b>合計</b>         | <b>100%</b> | <b>100%</b> | <b>99%</b> | <b>99%</b> | <b>99%</b> |
| <b>盈利能力比率</b>     |             |             |            |            |            |
| 毛利率               | 20%         | 17%         | 16%        | 16%        | 17%        |
| 稅前利率              | 14%         | 10%         | 7%         | 8%         | 8%         |
| 淨利潤率              | 12%         | 8%          | 6%         | 7%         | 7%         |
| 有效稅率              | 15%         | 14%         | 13%        | 14%        | 14%        |
| <b>資產負債比率</b>     |             |             |            |            |            |
| 流動比率(X)           | 0.98        | 1.03        | 1.22       | 1.16       | 1.21       |
| 速動比率(X)           | 0.88        | 0.93        | 1.12       | 1.07       | 1.12       |
| 現金比率(X)           | 0.36        | 0.40        | 0.46       | 0.40       | 0.47       |
| 存貨周轉天數            | 18          | 22          | 17         | 19         | 20         |
| 應付款周轉天數           | 178         | 217         | 196        | 215        | 215        |
| 應收款周轉天數           | 78          | 97          | 110        | 146        | 140        |
| 負債/股本比率(%)        | 102%        | 97%         | 73%        | 86%        | 84%        |
| 淨債務/股東權益比(%)      | 淨現金         | 淨現金         | 淨現金        | 淨現金        | 淨現金        |
| <b>回報率(%)</b>     |             |             |            |            |            |
| 資本回報率             | 32%         | 16%         | 9%         | 11%        | 12%        |
| 資產回報率             | 17%         | 10%         | 6%         | 7%         | 7%         |
| <b>每股數據(人民幣)</b>  |             |             |            |            |            |
| 每股盈利(人民幣)         | 1.40        | 0.90        | 0.58       | 0.72       | 0.82       |
| 每股股息(人民幣)         | 0.31        | 0.23        | 0.17       | 0.18       | 0.21       |
| 每股金資產(人民幣)        | 5.47        | 6.49        | 7.08       | 7.07       | 7.72       |

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編制的報告。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。