

雅迪控股(1585 HK, HK\$1.72, 未評級) — 中國電動兩輪車領導者

- ❖ **2016年業績符合市場預期。**2016年是雅迪在2016年5月首次公開招股之後的第一個財年，2016年的收入和淨利潤分別為66.62億元人民幣和4.30億元人民幣，同比增長分別為3.6%和14.6%。基本每股收益為人民幣0.17元，略高於彭博綜合預測的人民幣0.16元。總銷售量與2015年持平，而平均售價則因為推出了許多新車型和老款車型配置升級同比增長3.6%。
- ❖ **市場領導地位，擁有護城河。**雅迪是中國最大的電動兩輪車製造商，從收入上來說它在2015年佔有10.5%的市場份額。它擁有廣泛的產品系列（138款電動摩托車和123款電動自行車）和不斷研發新產品的創新能力，使得它比行業內其它製造商的優勢更為明顯，也從另一方面提高了其議價能力和定價能力（從它的現金轉換週期和高於行業的平均售價可略見一斑）。鑒於電動兩輪車要面對更嚴格的政府監管和來自替代品的競爭，市場普遍預期銷售增長即將放緩，而雅迪將展示更強的防禦能力，並在行業整合後能夠從小的製造商那裡獲得更多的市場份額。
- ❖ **在高端產品尋求突破。**在2015年和2016年，雅迪收購了美國Lightning Motors 17.4%的股份，並尋求鋰電池以及採用鋰電池的高端車型開發層面的合作。在2016年8月，它推出了第一個鋰電池供電的高端車型“Z3”，官方指導價為人民幣8,588元，而中國電動滑板車的平均零售價格為人民幣2,708元。其他新型高端車型包括“Kiko”，官方指導價為約人民幣4,000元，“Diamond”的官方指導價為約人民幣4,800元。我們認為未來產品組合裡來自高端車型的更高比例將大大提高公司的盈利能力。
- ❖ **乾淨的資產負債表。**雅迪保持著一個乾淨的資產負債表，沒有未償還的債務並持有大量現金。截至2016年12月31日，公司持有的現金為人民幣18.01億元，短期金融資產為人民幣14.12億元。而它在2016年的營運資金為負值，並且經營現金流為7.52億元人民幣。因此，如何明智地使用這些現金是關於公司未來回報的一個重要問題。
- ❖ **估值。**目前該股股價相當於8.3倍動態市盈率，歷史平均動態市盈率为9.1倍，而目前行業平均水準為10.8倍。彭博就其每股盈利於2017、2018、2019的預測分別為人民幣0.155、0.185、和0.20元。

財務資料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬元人民幣)	5,824	6,429	6,662
淨利潤(百萬元人民幣)	223	375	430
每股收益(分人民幣)	10.7	18.0	17.1
每股收益變動(%)	28.4	68.0	-5.1
市盈率(x)	14.3	8.5	9.0
市帳率(x)	6.2	4.1	1.8
股息率(%)	0.0	0.0	23.7
權益收益率(%)	39.1	57.8	28.7
淨財務槓杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司、彭博

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

雅迪控股(1585 HK)

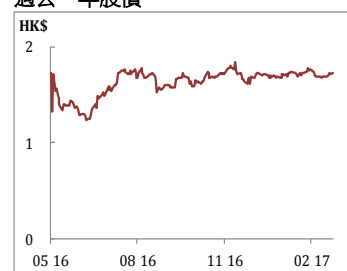
評級	未評級
收市價	HK\$1.72
市值(港幣百萬)	5,160
過去3月平均交易(港幣百萬)	5.91
52周高/低(港幣)	2.0/1.18
發行股數(百萬)	3,000.0
主要股東	董經貴(46.65%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	-1.2%	-1.1%
3月	6.2%	1.1%
6月	8.9%	11.4%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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。