

吉利汽車 (175 HK)

低點已過，否極泰來

吉利汽車公佈 2021 年上半年業績。公司實現營業收入 450 億元人民幣，同比增長 22%。歸母淨利潤達到 24 億元人民幣，同比增長 4%。我們認為公司下半年將進入新車型週期，帶動銷量業績穩步提升。同時公司發佈 2025 年中長期遠景，目標保持市佔率中國品牌第一，2025 年目標銷量 365 萬輛，預計將使得估值同步抬升。我們上調目標價至 34.7 港元，漲幅空間為 32.3%。維持買入評級。

- **上半年業績可圈可點。**雖然汽車缺芯使得上半年整車銷售收入略低於市場預期，但上半年吉利品牌銷售單價同比環比分別提升 6/1 個百分點。同時公司 1) 研發技術服務實現收入 4 億元人民幣以及 2) 智慧財產權收入達到 6 億元人民幣，反映出公司技術外供得到認可，同時帶動毛利率同比提升 0.1 個百分點。由於股權支付費用上升，公司整體費用率提升約 1 個百分點。領克品牌銷量大增長同時，單車利潤穩步提升，使得領克合營公司淨利潤率同比提升 1 個百分點，為吉利汽車貢獻約 2.3 億元人民幣投資利潤。
- **下半年新車型值得期待。**上半年公司實現銷量 63 萬輛（完成 153 萬輛銷量目標的 41%），同比增長 19%。其中吉利品牌銷量為 52.2 萬輛，同比增長 10%，而領克品牌銷量為 10.8 萬輛，同比大幅增長 97%。展望下半年，星越 L 於 7 月開始交付市場，同時 8 月底新一代帝豪、中改款繽越正式上市，均有望成為爆款，帶動銷量提升。領克品牌下，基於 SPA 平臺的領克 09 將在年內上市。隨著芯片短缺在 4 季度有望逐步緩解及眾多重磅車型上市，我們認為公司下半年銷量將環比顯著增長。我們預計公司全年將實現銷量 150 萬輛同比增長 14%，其中領克品牌全年銷量預計將突破 30 萬輛。
- **新能源短板有望逐步補齊。**極氪 001 在 4 月上市後消費者回饋火爆，2021 年可交付訂單已經售罄，目前已經停止接受定金，新車將於 10 月正式交付市場。公司預計極氪汽車 2025 年在高端電動汽車市場佔有率居全球前三，銷量達到 65 萬輛。公司同時公佈全新一代 GHS2.0 技術，具備高智慧、強動力和低油耗的特點，並針對性開發混動專用 DHE 發動機以及混動專用 DHT 變速器，有望下半年在新車型上搭載。公司與欣旺達成立合資公司生產混動電池包，顯示公司對混動車型的信心。我們預計吉利汽車將通過純電動及混動兩條技術路線補齊新能源短板，公司新能源滲透率有望穩步提升。
- **我們認為公司上半年業績符合預期，下半年業績及估值有望同步提升。**我們下調公司 2021 年盈利預測至 64 億元人民幣以反映費用率預測更新。上半年 1) 公司撤回科創板申請；2) 未完成對富豪收購及 3) 缺芯情況下交付量不及預期等因素影響市場情緒，目前估值處於吸引區間。我們認為 1) 下半年全新車型上市帶動銷量增長；2) 芯片邊際緩解帶動估值情緒回升；3) 極氪外部融資等潛在資本運作機會；將使得公司業績及估值同步抬升。因此我們基於公司 45.0x 倍 2021/22E 年平均市盈率，將此前目標價 28.3 港元（基於最初的 35.0 倍 2021E 市盈率）上調至 34.7 港元。**重申買入評級。**

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額 (百萬人民幣)	97,401	92,114	102,865	111,670	121,355
同比增長 (%)	-8.63%	-5.43%	11.67%	8.56%	8.67%
淨利潤 (百萬人民幣)	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882
每股收益 (人民幣)	0.90	0.58	0.61	0.75	0.89
每股收益變動 (%)	-36%	-36%	7%	23%	19%
市場每股盈利預測 (人民幣)	NA	0.75	0.84	1.10	1.31
市盈率(x)	25.54	39.76	37.93	30.82	25.86
市帳率(x)	3.55	3.25	3.29	3.02	2.75
股息率 (%)	0.98%	0.73%	0.68%	0.83%	0.99%
權益收益率 (%)	16.48%	9.37%	9.64%	11.38%	12.37%
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\$34.7
(此前目標價)	HK\$28.3)
潛在升幅	+32.3%
當前股價	HK\$26.3

中國汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港幣)	257,793
3月平均流通量(百萬港幣)	2,271.67
52周內股價高/低(港幣)	36.08/14.57
總股本(百萬)	9,821

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	7.8%	16.7%
3-月	44.9%	60.2%
6-月	-9.8%	6.7%

資料來源：萬得

股份表現



資料來源：萬得

審計師：致同

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

盈利預測及新車型圖

圖 1: 盈利預測

人民幣(百萬)	新預測		原預測		變化(%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	102,865	111,670	102,985	110,796	0%	1%
毛利	16,890	18,537	16,787	18,281	1%	1%
淨利潤	6,100	7,476	6,908	7,826	-12%	-4%
每股盈利(人民幣)	0.62	0.76	0.72	0.82	-14%	-7%
毛利率	16.42%	16.60%	16.30%	16.50%	0.1 ppt	0.1 ppt
淨利潤率	5.93%	6.69%	6.71%	7.06%	-0.8 ppt	-0.4 ppt

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

人民幣(百萬)	招銀國際預測		市場預測		差異(%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	102,865	111,670	109,037	129,120	-6%	-14%
毛利	16,890	18,537	18,324	22,683	-8%	-18%
淨利潤	6,100	7,476	8,112	10,734	-25%	-30%
每股盈利(人民幣)	0.62	0.76	0.84	1.10	-26%	-31%
毛利率	16.42%	16.60%	16.81%	17.57%	-0.4 ppt	-1.0 ppt
淨利潤率	5.93%	6.69%	7.44%	8.31%	-1.5 ppt	-1.6 ppt

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 3: 第四代帝豪



資料來源: 汽車之家

圖 4: 中改款嶺越



資料來源: 汽車之家

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	97,401	92,114	102,865	111,670	121,355
整車	91,843	83,814	91,860	98,671	106,242
零部件	5,130	6,989	8,945	10,734	12,667
研發支援服務	0	745	1,267	1,393	1,505
智慧財產權收入	428	566	792	872	941
銷售成本	(80,485)	(77,377)	(85,974)	(93,133)	(100,967)
毛利	16,917	14,737	16,890	18,537	20,388
銷售費用	(4,332)	(5,053)	(5,349)	(5,583)	(5,946)
管理費用	(5,122)	(5,754)	(6,347)	(6,700)	(7,039)
以股權支付的費用	(5)	(4)	(1,193)	(1,117)	(971)
財務費用	108	208	220	151	67
來自合營公司的利潤分配	626	825	1,494	2,024	2,451
來自聯營公司的利潤分配	38	51	56	61	67
其他收入	1,225	1,039	1,337	1,340	1,335
其他支出	0	0	0	0	0
處置資產收益	183	392	0	0	0
利潤總額	9,636	6,441	7,109	8,712	10,351
所得稅費用	(1,375)	(866)	(960)	(1,176)	(1,397)
淨利潤	8,261	5,575	6,149	7,536	8,954
少數股東損益	72	41	49	60	72
歸母淨利潤	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前利潤	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882
折舊和攤銷	(3,733)	(5,491)	(5,728)	(6,209)	(6,188)
營運資金變動	812	(7,175)	2,117	(5,881)	(9,046)
其它	7,269	8,729	2,132	11,384	11,173
經營活動所得現金流	12,538	1,597	4,620	6,771	4,821
資本開支	(7,498)	(6,837)	(5,780)	(4,953)	(3,813)
聯營公司	(58)	(32)	(49)	(54)	(60)
其它	(3,235)	1,439	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(10,791)	(5,430)	(5,830)	(5,008)	(3,873)
股份發行	3,413	5,937	24	0	0
淨借貸	763	(247)	(576)	1,194	2,743
支付股息	(2,058)	(1,612)	(1,537)	(1,884)	(2,238)
其它	(355)	(317)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	1,763	3,761	(2,090)	(691)	505
現金增加淨額	3,510	(170)	(3,299)	1,073	1,453
年初現金及現金等價物	15,757	19,322	19,151	15,852	16,925
其他	55	0	0	0	0
年末現金及現金等價物	19,322	19,151	15,852	16,925	18,378
受限現金	40	174	174	174	174

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	57,914	59,881	60,477	61,780	62,313
固定資產	27,070	26,574	27,748	28,412	28,562
無形資產和商譽	17,598	18,610	17,715	16,014	13,707
合資及聯營公司投資	8,837	9,689	11,164	13,078	15,339
其它非流動資產	4,408	5,008	3,850	4,275	4,705
流動資產	50,014	50,935	54,840	64,509	75,035
現金及現金等價物	19,322	19,151	15,852	16,925	18,378
應收賬款	25,845	27,868	34,390	42,333	50,484
存貨	4,821	3,691	4,525	5,174	5,770
其它流動資產	27	225	73	77	404
流動負債	48,526	41,887	48,191	53,191	57,199
銀行貸款	37	30	0	951	3,461
應付帳款	47,873	41,516	47,763	51,740	53,141
其他	0	0	0	0	0
應付稅費	616	340	427	500	598
非流動負債	4,477	4,716	3,590	3,914	4,255
銀行貸款	4,149	3,909	3,363	3,606	3,840
或有負債	0	0	0	0	0
遞延所得稅	301	409	226	308	415
其它	26	397	0	0	0
所有者權益	54,436	63,631	62,906	68,498	75,142
少數股東權益	489	582	629	685	751
歸母所有者權益	54,924	64,213	63,536	69,183	75,893

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
整車	94%	91%	89%	88%	88%
零部件	5%	8%	9%	10%	10%
研發支援服務	0%	1%	1%	1%	1%
智慧財產權收入	0%	1%	1%	1%	1%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	17%	16%	16%	17%	17%
稅前利率	10%	7%	7%	8%	9%
淨利潤率	8%	6%	6%	7%	7%
有效稅率	14%	13%	14%	14%	14%
資產負債比率					
流動比率(x)	1.03	1.22	1.14	1.21	1.31
速動比率(x)	0.93	1.12	1.04	1.11	1.20
現金比率(x)	0.40	0.46	0.33	0.32	0.32
存貨周轉天數	22	17	19	20	21
應付款周轉天數	217	196	203	203	192
應收款周轉天數	97	110	146	166	183
負債/股本比率(%)	97%	73%	81%	83%	81%
淨債務/股東權益比(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率(%)					
資本回報率	16%	9%	10%	11%	12%
資產回報率	10%	6%	6%	7%	8%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.90	0.56	0.61	0.75	0.89
每股股息(人民幣)	0.23	0.17	0.16	0.19	0.23
每股金資產(人民幣)	6.49	7.08	7.00	7.62	8.36

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。