

吉利汽车 (175 HK, HK\$11.98, 目标价: HK\$13.90, 买入) — 惊喜陆续有来

- ❖ **收入和净利润均超出预期。**吉利公布其 2016 年全年营业收入和净利润分别为人民币 537.2 亿元和人民币 51.1 亿元，同比增长 78.3% 和 126.2%。如扣除卖出知豆和康迪后所得收益后的经调整净利润为人民币 47.38 亿元。收入和净利润的增长均超出市场预期和我们的预期。我们总结原因是出厂价格同比跃升 22% 至每辆车 68,993 元，以及销售和管理费用下降显著，两者对收入的占比都下降至 5% 以下。由于产品组合持续改善，结合 2015 年新产能投产和新车型的推出带来较高的固定成本，毛利率率略微增长 17 个基点至 18.3%。
- ❖ **100 万台销售目标可实现。**管理层在业绩会期间重申其 2017 年销售目标为 100 万台，从 2017 年年初至今的销售情况看，我们认为这是可实现的目标。吉利在 2017 年前两个月就达到 19.1 万的销量，占 2017 年目标的 19.2%。也就是说，在 10 个月的剩余时间里，只要吉利的平均月销量达到 8.1 万辆就可以完成目标。据我们所知，吉利在 2017 年 3 月的头 3 周内就录得了 5 万的销量。除现有车型外，公司在 2017 年还将推出 2 款紧凑型 SUV，主要车型升级版，混动和插电混动车型、以及在 2017 年第 4 季度推出的领克车型。有鉴于此，我们将 2017 年销售量预测从 103.6 万台提高到 116.6 万台，同比增长 50%。
- ❖ **利润率将在激烈竞争下保持稳定。**我们预计吉利的毛利率将在 2017 年略有下降至 18.2%，原因是是在激烈的行业竞争中（尤其是 SUV 市场），可能会触发价格战，从而降低整车厂商的利润率。但我们预计与其他自主开发的品牌相比，吉利将受到较小的影响，因为它现在的产品比较多元化而且相较于其他厂商它有更好的质量控制。另一方面，负面影响也将被单位固定成本降低和销售价格上涨所抵消。我们估计由于较高的 SUV 和更高价格的车型的销售占比上升，吉利在 2017 年的平均售价将同比增长 5.3%。
- ❖ **上调为买入评级。**我们将 2017/18E 的每股盈利预测从人民币 0.84/1.10 元调至 0.81 元/1.2 元，并估计 2019 元的每股收益为人民币 1.35 元。我们的新目标价是基于 14x 2017E 市盈率和 12x 2018E 市盈率，并采用算法平均计算出来的。我们将吉利的新目标价设定为 13.9 港元，升幅为 15.9%。我们上调吉利汽车为买入评级。

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

吉利汽车(175 HK)

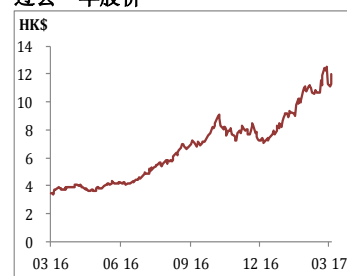
评级	买入
收市价	HK\$11.98
目标价	HK\$13.90
市值 (港币百万)	106,495
过去 3 月平均交易 (港币百万)	718.63
52 周高/低 (港币)	12.62/3.46
发行股数 (百万)	8,882.9
主要股东	李书福(42.62%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	7.5%	6.8%
3 月	64.8%	46.6%
6 月	68.0%	63.5%

来源: 彭博

过去一年股价

来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	30,138	53,722	84,663	117,451	145,209
净利润 (百万人民币)	2,261	5,112	7,124	9,861	11,922
每股收益 (人民币)	25.7	58.0	80.8	111.8	135.2
每股收益变动 (%)	58.0	125.7	39.4	38.4	20.9
市盈率 (x)	41.5	18.4	13.2	9.5	7.9
市账率 (x)	4.8	3.8	3.0	2.4	1.9
股息率 (%)	0.5	1.0	1.4	1.6	2.6
权益收益率 (%)	12.3	23.3	25.7	28.3	27.0
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	30,138	53,722	84,663	117,451	145,209
销售成本	(24,668)	(43,880)	(69,238)	(95,934)	(118,462)
毛利	5,471	9,842	15,426	21,517	26,747
销售费用	(1,568)	(2,503)	(3,944)	(5,354)	(6,620)
行政费用	(2,176)	(2,560)	(3,950)	(5,362)	(6,629)
其他收益	1,066	1,131	1,131	1,131	1,131
其他费用	(62)	(42)	(42)	(42)	(42)
息税前收益	2,731	5,868	8,621	11,890	14,588
合营企业及联营企业收入	150	366	20	20	20
融资成本	(6)	(30)	14	70	(124)
税前利润	2,875	6,204	8,655	11,980	14,484
所得税	(586)	(1,034)	(1,442)	(1,996)	(2,413)
非控制股东权益	(28)	(58)	(89)	(123)	(148)
净利润	2,261	5,112	7,124	9,861	11,922

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	16,945	20,334	21,121	21,123	20,943
固定资产	8,034	10,650	10,822	10,875	11,056
无形资产	5,263	6,469	6,988	6,838	6,374
预付租赁款项	1,559	2,025	2,085	2,148	2,212
联营投资	285	305	314	323	333
合资公司投资	1,709	697	718	740	762
递延所得税资产	94	188	194	200	206
流动资产	25,348	47,249	72,002	100,852	129,921
现金及现金等价物	9,167	15,045	21,394	29,080	41,218
存货	1,226	3,066	4,743	6,571	8,114
应收账款和票据	14,836	29,041	45,767	65,100	80,486
计入当期损益的金融资产	17	-	-	-	-
定期存款	41	39	39	39	39
其他流动资产	61	58	59	61	63
流动负债	20,449	40,630	59,850	79,986	98,584
短期借款	-	174	180	185	191
应付账款	20,114	39,779	58,973	79,083	97,654
应交税金	335	677	697	718	740
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	2,104	2,266	2,334	2,404	2,477
递延所得税负债	175	198	204	210	216
其他长期负债	-	-	-	-	-
长期借款	1,929	2,068	2,130	2,194	2,260
少数股东权益	216	249	338	460	609
净资产总值	19,524	24,437	30,601	39,124	49,194
股东权益	19,524	24,437	30,601	39,124	49,194

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	2,875	6,204	8,655	11,980	14,484
折旧和摊销	1,143	1,654	2,009	2,297	2,583
营运资金变动	5,040	3,621	791	(1,052)	1,642
其他经营项目	(28)	3	(2)	(2)	(2)
税务开支	(404)	(763)	(1,422)	(1,975)	(2,392)
其他	(1,216)	(2,382)	-	-	-
经营活动所得现金净额	7,409	8,338	10,032	11,248	16,315
收购	-	(1,384)	-	-	-
购置固定资产	(1,571)	(486)	(1,200)	(1,200)	(1,500)
购置无形资产	(2,106)	(2,655)	(1,500)	(1,000)	(800)
在联营公司的投资	(33)	(20)	(9)	(9)	(10)
在合资公司的投资	(1,271)	1,012	(21)	(22)	(22)
资产处置	699	1,199	-	-	-
其他	(254)	(223)	(61)	(63)	(64)
投资活动所得现金净额	(4,534)	(2,557)	(2,791)	(2,294)	(2,396)
股份发行	0	1	-	-	-
净银行借贷	(692)	163	67	69	71
股息	(174)	(281)	(960)	(1,338)	(1,852)
其他	(65)	146	-	-	-
融资活动所得现金净额	(931)	29	(893)	(1,269)	(1,780)
现金增加净额	1,944	5,810	6,348	7,686	12,138
年初现金及现金等价物	7,203	9,167	15,045	21,394	29,080
外汇汇率变动的影响	20	69	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,167	15,045	21,394	29,080	41,218
资产负债表的现金	9,167	15,045	21,394	29,080	41,218

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
小轿车	3	1	1	0	0
紧凑型轿车	79	61	51	43	39
中型轿车	7	6	4	3	3
紧凑型SUV	12	22	34	38	39
中高端SUV	-	8	9	7	5
新能源车	-	2	1	1	1
MPV	-	-	1	7	12
吉利	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	38.6	78.3	57.6	38.7	23.6
毛利	38.1	79.9	56.7	39.5	24.3
经营利润	41.2	114.9	46.9	37.9	22.7
净利润	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
税前利率	9.5	11.5	10.2	10.2	10.0
净利润率	7.5	9.5	8.4	8.4	8.2
核心净利润率	7.5	9.5	8.4	8.4	8.2
有效税率	20.4	16.7	16.7	16.7	16.7
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	7	10	10	10	10
平均应付账款周转天数	275	249	260	263	272
平均存货周转天数	0	0	-	-	-
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	12.3	23.3	25.9	28.3	27.0
资产回报率	5.7	9.3	8.9	9.2	8.7
每股数据					
每股盈利 (人民币)	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
每股账面值 (人民币)	2.243	2.799	3.508	4.488	5.646

来源: 公司及招银国际研究部

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。