

雅迪控股(1585 HK, HK\$1.72, 未评级) — 中国电动两轮车领导者

- ❖ **2016 年业绩符合市场预期。**2016 年是雅迪在 2016 年 5 月首次公开招股之后的第一个财年，2016 年的收入和净利润分别为 66.62 亿元人民币和 4.30 亿元人民币，同比增长分别为 3.6% 和 14.6%。基本每股收益为人民币 0.17 元，略高于彭博综合预测的人民币 0.16 元。总销售量与 2015 年持平，而平均售价则因为推出了许多新车型和老款车型配置升级同比增长 3.6%。
- ❖ **市场领导地位，拥有护城河。**雅迪是中国最大的电动两轮车制造商，从收入上来说它在 2015 年占有 10.5% 的市场份额。它拥有广泛的产品系列（138 款电动摩托车和 123 款电动自行车）和不断研发新产品的创新能力，使得它比行业内其它制造商的优势更为明显，也从另一方面提高了其议价能力和定价能力（从它的现金转换周期和高于行业的平均售价可略见一斑）。鉴于电动两轮车要面对更严格的政府监管和来自替代品的竞争，市场普遍预期销售增长即将放缓，而雅迪将展示更强的防御能力，并在行业整合后能够从小的制造商那里获得更多的市场份额。
- ❖ **在高端产品寻求突破。**在 2015 年和 2016 年，雅迪收购了美国 Lightning Motors 17.4% 的股份，并寻求锂电池以及采用锂电池的高端车型开发层面的合作。在 2016 年 8 月，它推出了第一个锂电池供电的高端车型“Z3”，官方指导价为人民币 8,588 元，而中国电动滑板车的平均零售价格为人民币 2,708 元。其他新型高端车型包括“Kiko”，官方指导价为约人民币 4,000 元，“Diamond”的官方指导价为约人民币 4,800 元。我们认为未来产品组合里来自高端车型的更高比例将大大提高公司的盈利能力。
- ❖ **干净的资产负债表。**雅迪保持着一个干净的资产负债表，没有未偿还的债务并持有大量现金。截至 2016 年 12 月 31 日，公司持有的现金为人民币 18.01 亿元，短期金融资产为人民币 14.12 亿元，而它在 2016 年的营运资金为负值，并且经营现金流为 7.52 亿元人民币。因此，如何明智地使用这些现金是关于公司未来回报的一个重要问题。
- ❖ **估值。**目前该股股价相当于 8.3 倍动态市盈率，历史平均动态市盈率为 9.1 倍，而目前行业平均水平为 10.8 倍。彭博就其每股盈利于 2017、2018、2019 年的预测分别为人民币 0.155、0.185、和 0.20 元。

财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万人民币)	5,824	6,429	6,662
净利润(百万元人民币)	223	375	430
每股收益(人民币)	10.7	18.0	17.1
每股收益变动(%)	28.4	68.0	-5.1
市盈率(x)	14.3	8.5	9.0
市帐率(x)	6.2	4.1	1.8
股息率(%)	0.0	0.0	23.7
权益收益率(%)	39.1	57.8	28.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀国际研究部

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

雅迪控股(1585 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$1.75
市值(港币百万)	5,160
过去 3 月平均交易(港币百万)	5.91
52 周高/低(港币)	2.0/1.18
发行股数(百万)	3,000.0
主要股东	董经贵 (46.65%)

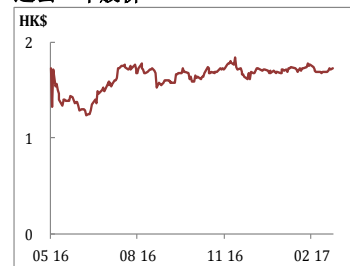
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-1.2%	-1.1%
3 月	6.2%	1.1%
6 月	8.9%	11.4%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

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于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风险。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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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国投资者

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。