

現價：HK\$4.2

潛在上升空間：+19.0%

目標價：HK\$5.0 ↑

汽車整車行業

吉利汽車 (175.HK)

一季度銷量目標達成率高

落后

同步

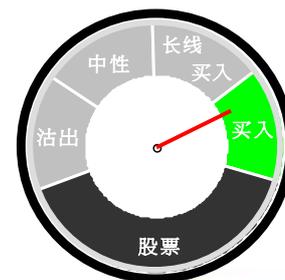
领先

公司估值表

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入 (RMB 百萬元) | 24,628 | 28,708 | 21,738 | 29,472 | 35,620 |
| 變化(%) | 17.5 | 16.6 | (24.3) | 35.6 | 20.9 |
| 淨利潤 (RMB 百萬元) | 2,040 | 2,663 | 1,431 | 2,555 | 3,229 |
| 變化(%) | 32.2 | 30.5 | (46.3) | 78.6 | 26.4 |
| 每股基本盈利 (RMB) | 0.271 | 0.317 | 0.163 | 0.290 | 0.366 |
| 變動 (%) | 30.6 | 17.3 | (48.8) | 78.3 | 26.2 |
| 市盈率 (x) | 12.9 | 10.5 | 20.5 | 11.5 | 9.1 |
| 每股資產淨值 (RMB) | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.3 | 2.6 |
| 市淨率 (x) | 2.0 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.3 |
| 每股股息 (元) | 0.035 | 0.038 | 0.020 | 0.036 | 0.046 |
| 息率 (%) | 1.0 | 1.1 | 0.6 | 1.1 | 1.4 |

資料來源：公司資料、交銀國際

- 一季度銷量目標達成 31.2%**。吉利汽車 3 月銷售汽車 4.85 萬輛，環比增長 46.4%，同比增長 39.5%。1-3 月份累計銷售 14.05 萬輛，同比增長 56.8%，一季度完成全年公佈的銷量比重 31.2%。3 月份環比大幅度增長，主要是由於春節因素消除，而同比表現也較強，一方面由於基期比較低，另外單月銷量絕對值也顯示公司的銷量表現較為穩健。1-3 月份銷量目標達成比例較高，既顯示強勁的銷量表現，同時顯示公司給市場的預期相對比較低。
- 國內銷售仍是銷售主力地區**。3 月份國內銷售 4.5 萬輛，環比增長 49.3%，同比增長 59.1%。出口銷售 3501 輛，環比增長 16.7%，同比下降 46%。1-3 月份累計來看，國內累計銷售 13.0 萬輛，同比增長 70.6%，出口銷售 1.03 萬輛，同比下降 22.3%。一季度出口占比 7.4%，低於同期的 14.9%，出口占比顯著下降，國內重要性程度提升。
- 新產品表現強勁**。三大品牌來看，全球鷹銷售 1.8 萬輛，環比增長 35.9%，同比增長 54.5%。帝豪銷售 2.2 萬輛，環比增長 40.0%，同比增長 72.6%。英倫銷售 8448 輛，環比增長 104.4%，同比下降 18.0%。重點產品方面，新遠景銷售 9352 輛，延續其強勁表現。EC7（包括新帝豪）銷售 2.06 萬輛，繼續維持在 2 萬輛的級別。未來來看，繼續關注現有產品的表現，同時關注高端化新產品 EC9 的表現。
- 產品結構整體呈現優化特徵**。3 月份 SUV+EC7 占比為 54.8%，低於上月的 57.4%，但高於同期的 52.7%。一季度累計占比 55.0%，高於去年同期的 47.8%，銷售結構總體呈現改善的趨勢。產能利用率來看，3 月份產能利用率為 93.1%，高於上月的 63.6%和去年同期的 66.7%。一季度平均產能利用率為 89.9%，高於去年同期的 57.3%。
- 未來新產品推出計畫清晰**。2015/16 年公司有多款產品上市，包括 GC9（15 年 3 月）；帝豪電動車（2015 年中）；帝豪 SUV（2015 年底）；Compact SUV（2015 年底）；帝豪 cross 車輛（2016 年初）；帝豪 4 門轎車（2016 年初）。加上 14 年底上市的新帝豪和新遠景。預計 15/16 年銷量分別為 54.4 萬輛/64.5 萬輛，分別同比增長 30.3%/18.6%。
- 維持買入評級**。總體上來看，3 月份乃至一季度銷量表現強勁，主要是由於新產品發力加上基期較低，未來來看，高成長仍然有望延續。未來除了關注傳統車新產品的表現，新能源汽車發展、汽車金融業務進度以及與富豪的合作也是其長期重要看點。由於銷量的強勁表現，我們對 15/16 年的銷量假設略做了調整，盈利預測同時上調，預計 15/16 年每股收益分別為 0.29 元/0.37 元，分別上調 1.7%/1.5%。由於盈利預測的調整，同時公司屬於滬港通標的，作為自主品牌龍頭有望享受更高估值，我們將目標價上調至 5.0 港元，對應 12 倍的 15/16 年市盈率，繼續維持買入評級。
- 催化劑及風險提示**。催化劑主要來自於博瑞及其他車型銷量超預期，滬港通資金青睞；風險來自於銷量不及預期；盧布繼續貶值。



- ▶ 一季度銷量目標達成 31.2%。
- ▶ 國內銷售仍是銷售主力地區。
- ▶ 新產品表現強勁。
- ▶ 產品結構整體呈現優化特徵。
- ▶ 未來新產品推出計畫清晰。
- ▶ 維持買入評級。

股份資料

| | |
|-----------------|----------|
| 52 周高位 (HK\$) | 4.38 |
| 52 周低位 (HK\$) | 2.4 |
| 市值 (百萬港幣) | 36,966 |
| 發行股數 (百萬) | 8801.446 |
| 日成交量 (百萬港幣) | 46.78 |
| 1 個月內變化 (%) | 21.74 |
| 年初至今變化 (%) | 70.04 |
| 50 天平均價 (HK\$) | 3.48 |
| 200 天平均價 (HK\$) | 3.18 |
| 14 天強弱指數 | 82.31 |

資料來源：Bloomberg

個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

姚煒

wei.yao@bocomgroup.com

電話：(8621) 6065 3675

公司背景

吉利集團 2003 年在香港借殼上市，2005 年吉利集團以 1.53 億港元的價格收購了吉利汽車的股東 PG 剩餘 68%，從而真正掌控香港上市公司。此後，吉利開始了其整體上市之路。2008 年 7 月，吉利汽車收購吉利集團旗下 5 家整車企業剩餘股權，股權比例從 46.81% 增持至 91%，從而基本實現了整體上市。吉利汽車 2008 年開始實施多品牌戰略，14 年重新回歸一個品牌，2014 年吉利汽車實現銷量 41.8 萬輛。

吉利汽車 (175.HK): 財務報表

損益表 (RMB m)

| 年結于 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 營業收入 | 24,628 | 28,708 | 21,738 | 29,472 | 35,620 |
| 營業成本 | (21,082) | (24,324) | (18,926) | (24,959) | (30,189) |
| 息稅折舊前利潤 | 3,546 | 4,384 | 2,812 | 4,513 | 5,431 |
| EBITDA margin(%) | 14.4 | 15.3 | 12.9 | 15.3 | 15.2 |
| 折舊及攤銷 | 822 | 1,040 | 845 | 1,169 | 1,311 |
| EBIT | 2,724 | 3,344 | 1,967 | 3,344 | 4,120 |
| EBIT margin(%) | 11.1 | 11.6 | 9.0 | 11.3 | 11.6 |
| 淨利息支出 | (195) | (40) | (24) | (84) | 0 |
| 稅前利潤 | 2,529 | 3,304 | 1,943 | 3,260 | 4,120 |
| 所得稅開支 | (479) | (624) | (494) | (685) | (865) |
| 經營利潤 | 2,050 | 2,680 | 1,449 | 2,575 | 3,255 |
| 少數股東權益 | (10) | (17) | (19) | (21) | (26) |
| 淨利潤 (百萬元) | 2,040 | 2,663 | 1,431 | 2,555 | 3,229 |
| 淨利潤率 (%) | 8.3 | 9.3 | 6.6 | 8.7 | 9.1 |

資產負債表 (RMB m)

| 年結于 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 總資產 | 31,380 | 33,599 | 37,280 | 41,393 | 48,560 |
| 非流動資產 | 11,525 | 11,348 | 11,977 | 13,713 | 14,325 |
| 固定資產淨值 | 7,008 | 6,209 | 5,861 | 6,171 | 6,097 |
| 無形資產 | 2,814 | 3,220 | 4,208 | 4,927 | 5,607 |
| 長期投資 | 195 | 261 | 252 | 252 | 252 |
| 預付土地租賃款項 | 1,461 | 1,166 | 1,131 | 1,137 | 1,143 |
| 其他非流動資產 | 46 | 492 | 525 | 1,225 | 1,225 |
| 流動資產 | 19,855 | 22,251 | 25,303 | 27,680 | 34,235 |
| 現金及短期投資 | 4,189 | 5,478 | 7,203 | 7,058 | 19,050 |
| 已抵押銀行存款 | 314 | 105 | 47 | 147 | 178 |
| 應收賬款 | 13,476 | 14,785 | 16,385 | 18,288 | 12,611 |
| 存貨 | 1,822 | 1,784 | 1,620 | 2,140 | 2,348 |
| 預付土地租賃款項 | 38 | 30 | 29 | 29 | 29 |
| 其它流動資產 | 16 | 69 | 19 | 19 | 19 |
| 總負債 | 18,176 | 17,370 | 19,814 | 21,319 | 25,533 |
| 流動負債 | 16,693 | 17,237 | 17,845 | 19,352 | 23,570 |
| 短期借款 | 1,379 | 966 | 692 | 825 | 997 |
| 應付賬款 | 15,183 | 16,075 | 17,017 | 18,350 | 22,359 |
| 其他流動負債 | 131 | 197 | 137 | 177 | 214 |
| 長期負債 | 1,483 | 133 | 1,969 | 1,967 | 1,963 |
| 可換股債券 | 849 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 長期借款 | 525 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 優先票據 | 0 | 0 | 1,820 | 1,820 | 1,820 |
| 其他負債 | 109 | 133 | 149 | 147 | 142 |
| 淨資產 | 13,204 | 16,230 | 17,466 | 20,074 | 23,027 |
| 股東權益總額 | 12,887 | 16,068 | 17,288 | 19,777 | 22,687 |
| 少數股東權益 | 317 | 162 | 178 | 297 | 340 |
| 股東權益合計 | 13,204 | 16,230 | 17,466 | 20,074 | 23,027 |

資料來源：公司資料、交銀國際

現金流量表 (RMB m)

| 年結于 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 經營活動現金流 | 4,438 | 3,562 | 2,033 | 2,676 | 13,873 |
| 淨利潤 | 2,040 | 2,663 | 1,431 | 2,555 | 3,229 |
| 折舊及攤銷 | 860 | 1,078 | 874 | 1,169 | 1,311 |
| 營運資本變動 | 1,503 | (449) | (960) | (1,090) | 9,478 |
| 其他營業資產及負債變動 | 35 | 269 | 689 | 42 | (145) |
| 投資活動現金流 | (2,071) | (865) | (1,468) | (2,711) | (1,687) |
| 資本支出淨額 | (1,076) | (930) | (841) | (1,132) | (825) |
| 資產處置 | 102 | 654 | 92 | 131 | 146 |
| 長期投資變動 | (112) | (37) | (0) | 0 | 0 |
| 其他資產變動 | (984) | (552) | (718) | (1,710) | (1,008) |
| 自由現金流 | 3,361 | 2,631 | 1,192 | 1,544 | 13,047 |
| 融資活動現金流 | (1,206) | (1,366) | 1,172 | (105) | (188) |
| 股本變動 | 618 | (87) | 0 | 20 | 0 |
| 負債變動 | (1,460) | (930) | (274) | 134 | 172 |
| 已付股息 | (170) | (264) | (320) | (174) | (319) |
| 其它長期資產變動 | (193) | (85) | 1,766 | (85) | (41) |
| 現金及現金等价物變動 | 1,160 | 1,330 | 1,737 | (141) | 11,997 |
| 外匯變動影響 | (2) | (41) | (12) | (5) | (5) |

財務比率

| 年結于 12 月 31 日 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 利潤率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 18.5 | 20.1 | 18.2 | 19.0 | 20.0 |
| 息稅折舊前利潤率 | 14.4 | 15.3 | 12.9 | 15.3 | 15.2 |
| 息稅前利潤率 | 11.1 | 11.6 | 9.0 | 11.3 | 11.6 |
| 淨利潤率 | 8.3 | 9.3 | 6.6 | 8.7 | 9.1 |
| 盈利能力分析 (%) | | | | | |
| 淨資產收益率 | 15.4 | 16.4 | 8.2 | 12.7 | 14.0 |
| 資產收益率 | 6.5 | 7.9 | 3.8 | 6.2 | 6.6 |
| ROCE | 18.5 | 20.4 | 10.1 | 15.2 | 16.5 |
| ROIC | 19.0 | 22.5 | 10.8 | 16.4 | 46.0 |
| 其他 | | | | | |
| 淨負債率 (%) | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 | 淨現金 |
| 平均存貨周轉天數 (天) | 28.9 | 28.7 | 34.9 | 28.7 | 28.7 |
| 平均應收賬款周轉天數 (天) | 190.4 | 179.7 | 261.7 | 214.7 | 202.8 |
| 平均應付賬款支付天數 (天) | 248.2 | 248.7 | 339.7 | 270.4 | 260.7 |
| 股息支付率 | 12.8 | 12.0 | 12.2 | 12.5 | 12.5 |

交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

評級定義

公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

研究團隊

研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

銀行/網路新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

非必需品消費

黃文熾 (852) 2977 9391 phoebe.wong

朱曉滌 (852) 2977 9205 anita.chu

必需品消費

王惟穎 (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

醫藥生物

劉一賀 (852) 2977 9387 milo.liu

保險及證券

李文兵 (852) 2977 9389 liwenbing

張兩璿 (852) 2977 9250 yufan.zhang

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

有色金屬及礦業

李浩 (852) 2977 9243 jovi.li

宏觀經濟

李苗獻 (86) 10 8800 9788 - 8043 miaoxian.li

油氣/燃氣

吳菲 (852) 2977 9392 fei.wu

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝騏聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

科技

謝劍英 (852) 2977 9216 miles.xie

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及 ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益。

有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、瀚華金控股份有限公司、中州證券股份有限公司、中國新城市商業發展有限公司、中國聖牧有機奶業有限公司、博大綠澤國際有限公司、中國國家文化產業集團有限公司、四川發展(控股)有限責任公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股(香港)有限公司、培力控股有限公司及有齊合天地集團有限公司投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海複星醫藥集團有限責任公司的股本證券逾1%。

交銀國際證券有限公司現持有三門峽天元鋁業股份有限公司的股本證券逾1%。

免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有資訊，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因數所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等資料或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何協力廠商在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供資料之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。