

證券業務部每周證券評論

吉利汽車控股有限公司 (股份代號:00175)

Geely Automobile Holdings Limited

30 MAR 2015

目標價 \$4.55

公司簡介

重點財務數據

(截至31/12/2014止)

每股基本盈利 人民幣0.1625元

全年每股股息 港幣0.025元

市盈率 (x) 12.17

市帳率 (x) 1.01

派息比率 12.2%

資料來源:

彭博、吉利汽車控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

吉利汽車控股有限公司(以下稱“吉利汽車”或“集團”),集團主要從事汽車、汽車部件及相關汽車零件之製造及貿易。具研發、汽車零部件、發動機、變速箱和最終組裝的能力。產品主要在中國市場銷售,近年更通過出口將產品銷售擴展到其他發展中國家。集團總部位於杭州,並於寧波和蘭州、湘潭、濟南、成都等地建有汽車整車和動力總成製造基地,在澳洲擁有DSI自動變速器研發中心和生產廠。集團主要通過「全球鷹」、「帝豪」和「英倫」三個品牌之下約981家中國經銷商銷售其5個自有平台上開發的14款主要車型。另外,截至2012年底,集團同時通過37家海外經銷商及43家銷售及服務網點出口產品往37個海外市場。海外市場主要位於中東、東歐及中南美洲的發展中國家。而吉利亦於國內亦建立了完善的行銷網路,擁有近千家品牌4S店和近千個服務網點;在海外建有近200個銷售服務網點;投資數千萬元建立國內一流的呼叫中心,為用戶提供24小時全天候快捷服務。截至2013年底,吉利汽車累計社會保有量超過300萬輛。

業績回顧 (截至31/12/2014止)

2014年12月31日止的全年度業績(圖表一),集團的營業額同比下跌24.3%至217.38億元(人民幣·下同)。集團去年全年度的總收益下跌主要由於集團自2013年中期起至整個2014年對營銷及市場推廣實施了一系統的重大結構改革,以及若干主要出口國家政治及經濟環境惡化而影響收入所引致;毛利同比下跌31.3%至39.63億元;毛利率較去年同期的20.1%減少1.86個百分點至18.2%;股東應佔溢利同比下跌46.3%至14.31億元,由於整體銷量下降以及俄羅斯附屬公司的未變現外匯匯兌虧損所致;每股基本盈利同比下跌48.8%至人民幣0.1625元。

集團財務表現,於2014年12月31日,集團的流動比率約1.42,較2013年同期的1.29提升0.13;集團的總借款為25億元;現金水平(包括銀行結餘及現金以及已抵押銀行存款)總額較2013年底增加31.5%至72.5億元;資本負債比率(按總借貸除總股東權益計算)為14.5%,較2013年同期的6%增加了8.5%。

圖表一

公式	二零一四年	二零一三年	百分比變動 增加/(減少)
本年度			
營業額(人民幣千元)	21,738,358	28,707,571	(24)
歸屬本公司股權持有人溢利(人民幣千元)	(1) 1,430,588	2,663,136	(46)
每股			
每股基本盈利(人民幣分)	16.25	31.74	(49)
每股攤薄盈利(人民幣分)	16.25	30.42	(47)
每股股息(港仙)	2.5	4.6	(46)
每股資產淨值(人民幣)	(2)/(5) 1.96	1.83	7
年末			
歸屬本公司股權持有人權益(人民幣千元)	(2) 17,287,996	16,068,024	8
總資產(人民幣千元)	(3) 37,280,150	33,599,308	11
借貸(包括優先票據)(人民幣千元)	(4) 2,511,754	965,565	160
已發行股份數目	(5) 8,801,446,540	8,801,446,540	0
年內股價			
—高位(港幣)	3.77	4.75	(21)
—低位(港幣)	2.43	2.84	(14)
財務比率			
資本負債比率 =(借款/歸屬本公司股權持有人權益)	(4)/(2) 14.5%	6.0%	142
總資產回報	(1)/(3) 3.8%	7.9%	(52)
歸屬本公司股權持有人權益回報	(1)/(2) 8.3%	16.6%	(50)

資料來源: 吉利汽車控股有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

地區收入表現 (人民幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2014		2013		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
中國	81.18%	17,646,482	76.50%	21,962,293	-19.7%
歐洲	8.91%	1,936,504	10.70%	3,072,291	-37.0%
中東	2.65%	575,920	6.39%	1,834,877	-68.6%
韓國	1.41%	306,870	2.11%	604,903	-49.3%
非洲	3.02%	655,467	1.79%	514,177	27.5%
中美和南美	1.24%	269,162	1.35%	386,888	-30.4%
其他國家	1.60%	347,953	1.16%	332,142	4.8%
總計	100.00%	21,738,358	100.00%	28,707,571	-24.3%

資料來源: 吉利汽車控股有限公司

1. **國內外汽車市場的情況。**從區域分佈的收入看(圖表二), 佔集團營業額 81.2% 的中國市場, 其營業額按年下跌 19.7% 至 176.46 億元; 佔集團整體營業額 8.9% 的歐洲市場, 其營業額按年下跌 37% 至 19.37 億元; 而全年跌幅最大的為佔集團整體營業額 2.6% 的中東市場, 其去年的營業額按年下跌 68.6% 至 5.76 億元。2014 年, 集團合共售出 41.8 萬台汽車, 較去年下跌 24%。其中, 外銷市場較去年同期跌 49.8% 至 59,721 台; 中國市場較去年下降 16.8% 至 358,130 台。外銷市場下跌的主要受出口市場政治環境不穩因素所影響, 加上俄羅斯盧布匯

率大幅貶值帶來 6.5 億元的匯兌虧損。根據中國汽車工業協會 2014 年數據顯示, 去年中國乘用車市場同比增長 9.9%, 但集團中國市場的銷量較去年下滑 16.8%。海外市場方面, 根據中國汽車工業協會數據中國整體乘用車出口同比減少 10.6%, 但集團出口銷量同比大幅減少 49.8%, 兩者的銷售業績表現均差過管理層的預期。但預計隨著俄羅斯貨幣盧布的波動逐步轉趨穩定, 匯率貶值引致的虧損風險減低。加上集團於成都 SUV 生產設施於 2013 年中完成擴建, 以及集團計劃於今年推出另外兩款 SUV 車型以及增加 SUV 生產設施, 生產規模擴大、新車型的推出均有助集團降低生產成本改革毛利。

2. **平臺戰略助推新品。**2015 年 1 至 2 月份, 集團的汽車銷售錄得顯著的升幅(圖表三)。1 月份, 集團總銷量為 58,884 部, 較去年同期增長約 76.1% 及按月增長約 7.1%。上月集團的總銷量為 33,138 部, 較去年同期增長 54.7%, 但按月則減少約 43.7%, 2 月份銷量減少主要由中國新年

圖表三

月份	2015	2014	2013	變動 %
	總銷量(部)	總銷量(部)	總銷量(部)	
2月份	33,138	21,415		54.7%
1月份	58,884	33,435		76.1%
12月份		54,962	60,816	-9.6%
11月份		44,517	57,107	-22.0%
10月份		44,257	55,785	-20.7%
9月份		39,019	43,027	-9.3%
8月份		27,676	35,317	-21.6%
7月份		20,124	33,922	-40.7%
6月份		31,321	34,624	-9.5%
5月份		30,612	41,543	-26.3%
4月份		35,646	44,491	-19.9%
3月份		34,757	47,886	-27.4%
2月份		21,415	31,468	-31.9%
1月份		33,435	59,654	-44.0%

資料來源: 吉利汽車控股有限公司

假期, 工作日數較平常少。而今年首兩個月累計的總銷量為 92,022 部, 較去年同期增長約 67.8%。據市場統計, 3 月份首兩個星期的表現強勁, 相信全個 3 月份的銷售可提升至約 45000 部, 即按年增長約 30%。今年首兩個月, 集團「EC7」車型及「新帝豪」車型的合併銷量為 39,379 部, 較去年同期增長約 105%。運動型多用途車方面, 「GX7」、「SX7」及「GX9」於 2015 年首兩個月之總銷量為 12,134 部, 較去年同期增長約 126%。另外, 「遠景」轎車及其新版於 2015 年首兩個月的合併銷量為 18,800 部, 較去年同期增長超過七倍。現時集團正積極開展平臺戰略, 未來集團將會建立好四個平臺: 發展中型車的 FE 平臺, 計劃今明兩年會有一系列以帝豪品牌產品推出; 主要生產大型車的博瑞品牌 KC 平臺; 主要發展 MPV、物流車及出租車系列以新能源車型為主的

MPV 平臺, 預計最快於 2016 年底有新車型推出; CMA 平臺, 即吉利與沃爾沃聯合開發的平臺, 共可能會有 7 款車型, 第一款會於明年推出。而 2015 年集團的銷量目標訂為 450,000 台, 較去年增長 8%。集團計劃於今年推出的新車型, 包括: 「GC9」B 級(中型)轎車(即「博瑞」); 「帝豪」電動汽車; 「帝豪」大型 SUV; 緊湊型 SUV; 及「SC7」升級版。隨著集團於中國市場進行營銷系統改革, 改善了集團整體分銷能力的效率, 加上集團加快於國內市場推出全新及升級版車型, 迎合市場需要, 增加銷量的同時, 平臺化戰略有助降低生產的成本, 提升集團整體的盈利能力。

3. **新能源汽車戰略。**吉利汽車表示, 未來將全力開發新能源汽車, 淡出生產傳統汽車。集團未來將以新能源汽車為主, 以傳統燃料汽車為輔, 未來將會大規模推出電動汽車。近年集團共投資近 800 億元於研發及技術改造方面。去年集團與沃爾沃汽車公司(Volvo Car Corporation, 「沃爾沃汽車」)之間的合作取得重大進展。促進合作的重要平台及基礎設施為一家獨立研發中心, 第一項任務是為未來的 C 級轎車開發新一代模塊化架構及相關部件, 以滿足沃爾沃汽車及集團需求。收購沃爾沃不單有助提升集團的研發能力及技術, 同時亦提升了集團的整體形象。而集團於今年 1 月就開展電動車務成立合營公司—新大洋電動車有限公司, 集團持有新公司的 50% 股權, 合營公司將從事於中國研究及生產汽車零件、部件及引擎, 生產電動汽車及提供相關售後服務。而合營公司的成立主要是結合雙方汽車各電動汽車方面的專長

及優勢，為探索及發展中國的電動汽車市場做好準備。集團會從三方面共同進行新能源汽車市場的發展，會採用合作的方式發展低端新能源汽車，例如與康迪開展電動車的租賃及新大洋合作生產和銷售。中端新能源汽車方面，集團會自己推出自家產品，打造高質量的產品，提升吉利於新能源汽車領域中有一定市場佔有率。而高端電動車方面，集團會與沃爾沃共同研發及生產高端新能源汽車。無可否認新能源汽車將會是汽車未來發展的一大趨勢，國家將加大治理污染力度，發展新能源汽車以減輕環境污染問題，國家一系統的新能源汽車扶持政策近日陸續出臺，如天津將、打造國家新能源汽車應用示範區、「互聯網+」重點發展節能與新能源汽車、交通部發佈《關於加快推進新能源汽車在交通運輸行業推廣應用的實施意見》，為新能源汽車發展創造有利的政策環境，加速推動新能源汽車產業發展。另外，中央首次於今年的《政府工作報告》鼓勵汽車等裝備製造業走向世界報告，中國汽車要以「走出去」為發展方向，吉利具海外市場的發展經驗，在國家走出去的政策扶持下會進一步走得更遠更穩。

股價走勢

集團於3月27日的收市價為\$3.92，股價按年升35.64%。集團的股價於3月23日創出52周4.03元的新高位置，自集團公佈了今年1、2月份的銷售數據後，其股價由低位2.4元附近的位置回升至近日4元以上，短短三個月內累積升幅超過67%。現時14天相對強弱指數已升至73.6368偏高的水平，價於10天、20天及50天的移動平均線以上。而MACD線及訊號線於利好的區間內，小心短期會有回吐的壓力。雖然集團去年的業績出現倒退，但相信隨著集團於內地市場進行的營銷系統改革已取得初步的成功，集團整體的分銷效率已有改善。加上俄羅斯貨幣盧布的波動轉趨穩定，集團並已採取措施預防今年再受盧布急跌衝擊。相信今年虧損的情況會有所改善，預計未來隨着集團產能的擴大及多款新產品推出，有望降低生產成本及提升毛利。建議投資可於3.5元以下的位置增持或吸納，憧憬集團未來收及盈利穩步回升。

資料來源: 彭博

估值預測

以3月27日的收市價\$3.92計算，其市盈率及市帳率分別為19.34及1.60倍的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中中等的水平。據中國汽車工業協會統計資料顯示，2014年中國新能源汽車累計銷售7.48萬輛，同比增長達323.8%，其中，插電式混合動力汽車銷售為2.97萬輛，同比大幅增長878.1%。內地霧霾問題嚴重，政策上中央已明確會大力推動新能源汽車的發展。近日已有多項相關新能源汽車的政策及意見出臺，當中包括交通部發佈《關於加快推進新能源汽車在交通運輸行業推廣應用的實施意見》，提出到2020年，新能源汽車在交通運輸行業的應用初具規模，在城市公交、出租汽車和城市物流配送等領域的總量達到30萬輛；新能源汽車配套服務設施基本完備，新能源汽車運營效率和安全水平明顯提升，純電動汽車運營效率不低於同車長燃油車輛的85%。公交都市創建城市新增或更新城市公交車、出租汽車和城市物流配送車輛中，新能源汽車比例不低於30%；京津冀地區新增或更新城市公交車、出租汽車和城市物流配送車輛中，新能源汽車比例不低於35%。到2020年，新能源城市公交車達到20萬輛，新能源出租汽車和城市物流配送車輛共達到10萬輛。意見同時提出，未來會完善新能源汽車運營政策，爭取當地人民政府支持，對新能源汽車不限行、不限購等，在政策扶持及推動下有助提升市場對新能源汽車需求。而吉利平台戰略思路清晰，今年開始每年都3款全新車型推出，平台化戰略有助於公司降低生產成本，提高盈利能力。技術方面，吉利的技術隨著與沃爾沃的合作而得到提升，兩者合作今年將會有新車款推出市場。隨著吉利汽車於過去幾年大動作地對品牌、營銷系統、技術研發、發展戰略等改革，相信集團最壞的時期已過，今年會從谷底中走出，重拾增長的步伐。所以會將吉利汽車的目標價定在\$4.55即相當於12.57市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有16.18%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 匯率風險：去年俄羅斯貨幣盧布兌美元大幅貶值，導致集團錄得 6.5 億元人民幣的匯兌虧損。現時全球多個國家均進入貨幣寬鬆時代，對匯率造成波動，會對集團的收入造成影響
- 集團部份要出口國家政治及經濟環境惡化導致汽車銷量放緩。

利益披露及免責聲明

利益披露：本報告的作者為香港證監會持牌人，分析員本人及其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務。

免責聲明：本研究報告由工銀亞洲的分析員所編制。閣下在收取及閱讀本研究報告時，即表示同意以下所述的條款及限制所約束。

本研究報告只提供與工銀亞洲的客戶，在未經工銀亞洲事先以書面同意前，本報告所載的資料不得以任何形式、任何理由複製、分發或公佈本研究報告的全部或部分的內容。工銀亞洲不會對任何經由利用本刊物所載的資料所構成直接或間接的損失而負責。

工銀亞洲、其有關聯及附屬公司，可能持有本研究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。並且，工銀亞洲、其有關聯及附屬公司可能與本研究報告佈所述或有關公司不時會進行業務往來，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出其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供銀行投資銀行、顧問、包銷、融資或其他的服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本研究報告時，應該要留意任何或上述的情況，因有可能導致真正或潛在的利益衝突。

本研究報告的內容及所載的資料均由公開的渠道所獲得，並相信為正確及可靠的來源，報告內所覆蓋的內容、分析、預期及意見是基於該等資料而作出的，只屬個人的意見分析。工銀亞洲不會作出明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。本報告所載的任何意見、預測、假設、估值及價格，全屬指定的日期，而在無提前通知的情況下，或可能會隨時變更。本研究報告所載的任何資料或研究會隨時變更，工銀亞洲並無任何責任更改公開的資料或研究，或提供任何更正、更新，或有關的公佈。在以上所提及的情況下，工銀亞洲並不會對任何使用經公開的資料或研究而帶來直接或間接的損失所負責。

本研究報告只為提供一般數據之性質及提供給客戶作閱覽之用，並沒有考慮及照顧任何某特定人士的指定投資目標、財務狀況或個別需要。本研究報告所提及的產品並非適合所有的投資者，投資者不應依賴本研究報告作出任何投資決定，並應尋求獨立的財務、法律及稅務專業意見。本研究報告內的任何資料或意見均不構成或被視作為邀請或招攬證券買賣。任何有關購買本研究報告所論述的證券的決定，均應考慮當時公開的市場資料。