

現價：HK\$3.91

潛在上升空間：+10.0%

目標價：HK\$4.30 →

汽車整車行業

吉利汽車 (175.HK)

14年業績 NDR 會議紀要

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	28,773	34,939
變化(%)	17.5	16.6	(24.3)	32.4	21.4
淨利潤 (RMB 百萬元)	2,040	2,663	1,431	2,511	3,182
變化(%)	32.2	30.5	(46.3)	75.6	26.7
每股基本盈利 (RMB)	0.271	0.317	0.163	0.285	0.361
變動 (%)	30.6	17.3	(48.8)	75.3	26.6
市盈率 (x)	12.0	9.8	19.1	10.9	8.6
每股資產淨值 (RMB)	1.8	1.9	2.0	2.3	2.6
市淨率 (x)	1.9	1.6	1.6	1.4	1.2
每股股息 (元)	0.035	0.038	0.020	0.036	0.045
息率 (%)	1.1	1.2	0.6	1.1	1.5

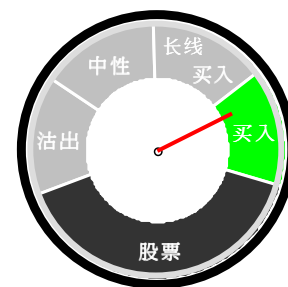
資料來源：公司資料、交銀國際

● **終端銷售較為旺盛。** 吉利汽車 2015 年銷量目標 45 萬輛，同比增長 8%。我們認為公司給的銷量目標比較保守。公司在前兩個月數據表現強勁，前兩個月累計銷售 9.2 萬輛，同比增長 67%，實際終端銷售表現可能要更優於批發端，終端銷售在 11-12 萬輛，經銷商庫存也比較低，2 月底不到一個月的庫存，目前銷售比較緊俏的產品主要是新帝豪和新遠景，預計目前暢銷的勢頭仍可保持幾個月時間。

● **俄羅斯匯兌風險減弱。** 管理層表示公司在積極採取措施應對匯兌損失。目前儘量保持盧布的資產規模不再擴大，而且留在俄羅斯境內，目前已經停止對俄羅斯運送零部件，未來需視情況而定。盧布的走勢對於未來匯兌損失仍有一定影響，但總體規模可控，若盧布升值，則對公司有相關匯兌收益。長期來看，公司也在採取一些其它方面措施對沖有關風險，包括考慮做易貨貿易，另外，產品本土化也是一個非常重要的方向。

● **15 年毛利率有望回升。** 14 年公司毛利率為 18.2%，低於上年的 20.1%，下半年的毛利率更低。主要原因是下半年新產品的量處於提升過程之中，而且部分新產品的成本比較高。15 年來看，由於量增加後，產品規模效應有望得到體現。加上 GC9 等高端產品的上市，預計毛利率會出現反彈。管理費用率方面，14 年全年為 8.2%，但扣除匯兌損失後的管理費用率僅為 5.2%，低於上年的 5.9%。主要原因有兩方面：一方面由於銷量水平下降，在積極控制內部有關成本，減少費用支出，14 年公司成本控制措施對於公司未來的費用率有比較好的作用。另一方面公司 14 年處置了一些資產，資產處置減低了折舊攤銷的規模及水平。未來，隨著銷售水平上升，管理費用率或有所上升，但可能低於歷史平均水平。

● **平臺戰略將有力推動新產品規劃。** 公司在積極開展平臺戰略。未來公司主要會有四大平臺：1、FE 平臺。FE 平臺主要是中型車平臺。今年和明年會有一系列產品出臺，主要是帝豪系列產品；2、KC 平臺。主要是生產博瑞所在的



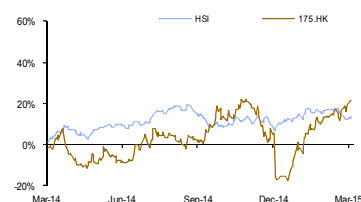
- ▶ 終端銷售較為旺盛。
- ▶ 俄羅斯匯兌風險減弱。
- ▶ 15 年毛利率有望回升。
- ▶ 平臺戰略將有力推動新產品規劃。
- ▶ 產能擴充將保證需求增長。
- ▶ 維持買入評級。

股份資料

52 周高位 (HK\$)	3.93
52 周低位 (HK\$)	2.4
市值 (百萬港幣)	34,414
發行股數 (百萬)	8801.446
日成交量 (百萬港幣)	38.60
1 個月內變化 (%)	15.00
年初至今變化 (%)	58.30
50 天平均價 (HK\$)	3.28
200 天平均價 (HK\$)	3.12
14 天強弱指數	80.22

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

平臺，屬B大型車平臺；3、MPV平臺。公司的MPV平臺某種意義上是CV平臺，主要包括MPV、物流車以及出租車系列，最快可能在16年底有車型出來，MPV平臺以新能源車型為主。4、CMA平臺。吉利和沃爾沃聯合開發的平臺，一共可能會有7款車型，第一款車型在明年推出。由於平臺戰略清晰，15年開始每年都3款全新車型推出，平臺化戰略也有助於公司降低生產成本，提高盈利能力。

- **產能擴充將保證需求增長。**目前公司有六大生產基地，為滿足需求增長，公司仍在積極擴充產能。15年公司會有增加兩個基地，包括收購春曉工廠和山西工廠；16年會增加三個工廠，包括臨海和路橋工廠，臨海主要生產SUV，路橋生產CMA平臺車型，另外寶雞還會有一個生產MPV平臺或者CV平臺的工廠，產能擴充將是未來需求的保證，由於產能的擴充，15年的資本支出為27個億左右（包括春曉工廠的收購），高於14年的11個億左右水平。
- **汽車金融是公司長期增長點。**吉利和法巴的汽車金融合資公司已經得到政府批准，目前在組建過程中，預計年底可能可以正式營業。汽車金融公司首期註冊資本為8.5個億，其中吉利占80%。汽車金融公司可能首先給吉利/沃爾沃的經銷商進行融資，汽車金融業務的開展不僅僅體現在對於利潤的貢獻，而且有助於經銷商更容易獲得融資，從而推動銷量的增長，預計16年對銷售業務就有體現，不過對利潤的貢獻在17年以後會更加明顯。
- **維持買入評級。**總體上來看，由於公司積極實施平臺戰略，新產品規劃思路非常清晰，公司的產品質量和口碑也較之前有明顯提升，我們預計未來兩年公司有望保持較高成長，短期來看，目前公司終端銷售仍然較為旺盛，至少未來3個月銷量仍然有望保持較高增長態勢，我們繼續維持買入評級，目標價維持不變。
- **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；風險來自於銷量不及預期；盧布繼續貶值。

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，目前擁有全球鷹、帝豪和英倫三大品牌，2013 年吉利汽車實現銷量 54.9 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	28,773	34,939
營業成本	(21,082)	(24,324)	(18,926)	(24,316)	(29,568)
息稅折舊前利潤	3,546	4,384	2,812	4,457	5,371
EBITDA margin (%)	14.4	15.3	12.9	15.5	15.4
折舊及攤銷	822	1,040	845	1,169	1,311
EBIT	2,724	3,344	1,967	3,289	4,060
EBIT margin (%)	11.1	11.6	9.0	11.4	11.6
淨利息支出	(195)	(40)	(24)	(84)	0
稅前利潤	2,529	3,304	1,943	3,205	4,060
所得稅開支	(479)	(624)	(494)	(673)	(853)
經營利潤	2,050	2,680	1,449	2,532	3,207
少數股東權益	(10)	(17)	(19)	(20)	(26)
淨利潤 (百萬元)	2,040	2,663	1,431	2,511	3,182
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	40,482	48,505
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	26,769	34,180
現金及短期投資	4,189	5,478	7,203	7,060	18,978
已抵押銀行存款	314	105	47	144	175
應收賬款	13,476	14,785	16,385	17,466	12,629
存貨	1,822	1,784	1,620	2,051	2,351
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	20,454	25,566
流動負債	16,693	17,237	17,845	18,490	23,606
短期借款	1,379	966	692	806	978
應付賬款	15,183	16,075	17,017	17,511	22,419
其他流動負債	131	197	137	173	210
長期負債	1,483	133	1,969	1,964	1,960
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	144	140
淨資產	13,204	16,230	17,466	20,028	22,939
股東權益總額	12,887	16,068	17,288	19,732	22,600
少數股東權益	317	162	178	296	339
股東權益合計	13,204	16,230	17,466	20,028	22,939

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	2,694	13,789
淨利潤	2,040	2,663	1,431	2,511	3,182
折舊及攤銷	860	1,078	874	1,169	1,311
營運資本變動	1,503	(449)	(960)	(1,017)	9,443
其他營業資產及負債變動	35	269	689	31	(148)
投資活動現金流	(2,071)	(865)	(1,468)	(2,708)	(1,686)
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)	(1,706)	(1,006)
自由現金流	3,361	2,631	1,192	1,562	12,963
融資活動現金流	(1,206)	(1,366)	1,172	(124)	(181)
股本變動	618	(87)	0	20	0
負債變動	(1,460)	(930)	(274)	114	173
已付股息	(170)	(264)	(320)	(174)	(314)
其它長期資產變動	(193)	(85)	1,766	(84)	(40)
現金及現金等价物變動	1,160	1,330	1,737	(138)	11,922
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	15.5	15.4
息稅前利潤率	11.1	11.6	9.0	11.4	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	12.5	13.9
資產收益率	6.5	7.9	3.8	6.2	6.6
ROCE	18.5	20.4	10.1	15.0	16.3
ROIC	19.0	22.5	10.8	16.2	45.6
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/網絡新金融

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

黃文嫻 (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

張雨璿 (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、哈爾濱銀行股份有限公司、Azure Orbit International Finance Limited、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及北京汽車股份有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有上海復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信息，並可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、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第三方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數據之性質，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。

交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。