

吉利汽车 (175. HK)

评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015. 1. 12

目标价：HK\$ 3.88

现价：HK\$ 2.79

预计升幅：39.1%

股本数据

港股股本(亿股)：88

港股市值(亿港元)：246

52 周高/低 (HK\$)：3.68/2.40

每股净值(人民币元)：1.83

所属行业：汽车

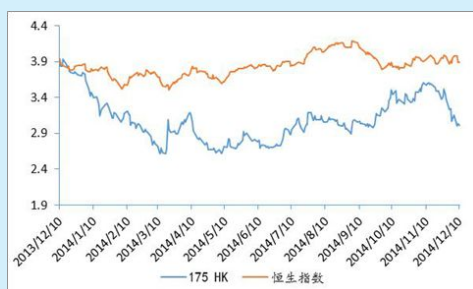
主要股东

Proper Glory (27.98%)

JPMorgan Chase & Co. (8.49%)

浙江吉利(8.82%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

吉利汽车更新报告 20130125

吉利汽车更新报告 20130322

吉利汽车更新报告 20130823

吉利汽车更新报告 20131120

吉利汽车跟踪报告 20140321

吉利汽车跟踪报告 20140821

吉利汽车跟踪报告 20141211

国元证券(香港)研究部

研究员：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮：liming@gyzq.com.hk

销售结构持续改善 新车上市添增长动力

投资要点：

12 月销量创年内新高，出口仍然低迷：

公司 2014 年 12 月总销量为 54962 部，同比下降 10%，环比增长 23%，是公司 2014 年最高单月销量。全年总销量为 417851 部，同比减少约 24%，完成年度目标的 97%。12 月份帝豪 EC7 和远景分别销售 2.6 万辆和 8470 辆，分别较上月增加 4015 辆和 4178 辆。分区域来看，国内环比增长 20%；出口环比增长 69%，同比仍然大幅下降，预计今年会持续低迷态势。

今年销售目标 45 万辆，销售结构持续改善：

公司 2015 年销量目标为 45 万辆，较 2014 年增长 8%。该目标略低于我们预期，相对较为保守。但从稳健的角度看，2015 年的销售结构比销售目标的增量更有意义。公司在 2014 年完成了销售渠道的调整和品牌的整合，未来新车将集中以吉利为品牌销售，对于一些旧有车型也将进行梳理和淘汰。公司 2014 年推出的新帝豪和新远景销售情况很好，盈利能力远高于其他产品，今年如果新帝豪及 SUV 产品的销售占比继续提高，有望大大提高公司的盈利能力。

技术平台搭建顺利，新车即将上市：

公司一直从事技术平台的搭建，成熟后将以 KC 和 CMA 平台为主。KC 平台主要生产 B 级车；CMA 平台主要生产 A 级车，两个平台都将和沃尔沃深度合作。KC 平台的第一款新车 GC9 将于 3 月投入市场。该车型设计大气，配置较高，有望成为另一款明星车型。另外，今年下半年 EC7 大改款、GX7 大改款、GX6/GX8 新 SUV、插电式混动车型、帝豪 CROSS、以及一辆在 EC7 基础上开发的强混车都将陆续推出。

维持强烈推荐评级，目标价 3.88 港元：

公司近日对核心管理层授出购股权，相信管理层对未来的经营会更加有信心。公司调整期已过，未来技术方面的实力将逐渐显现，有望成为自主品牌汽车的另一个成功案例。考虑到公司 15 年销售目标低于预期，我们下调 2014-2016 年 EPS 预测至 0.17 元、0.27 元及 0.31 元，维持目标价 3.88 港元，相当于 2015 年 11.5 倍 PE，上升空间为 39.1%，维持强烈推荐评级。

百万人民币	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	24628	28708	21415	23132	25869
同比增长 (%)	17.5%	16.6%	-25.4%	8.0%	11.8%
毛利率	18.5%	20.1%	19.1%	19.7%	19.9%
净利润	2040	2663	1391	2288	2594
同比增长 (%)	32.2%	30.5%	-47.8%	64.4%	13.4%
每股盈利	0.27	0.32	0.17	0.27	0.31
PE	8.3	7.0	13.5	8.2	7.2
每股股息	0.04	0.05	0.03	0.04	0.05

估值及目标价

公司近日对核心管理层授出购股权，相信管理层对未来的经营会更加有信心。公司调整期已过，未来技术方面的实力将逐渐显现，有望成为自主品牌汽车的另一个成功案例。考虑到公司15年销售目标低于预期，我们下调2014-2016年EPS预测至0.17元、0.27元及0.31元，维持目标价3.88港元，相当于2015年11.5倍PE，上升空间为39.1%，维持强烈推荐评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
长城汽车	443	CNY	42.9	强烈推荐	4.83	2.70	2.70	3.48	12.7	12.7	9.9
浙江世宝	7	CNY	8.0	-	2.46	NA	NA	NA	NA	NA	NA
吉利汽车	246	CNY	2.8	强烈推荐	0.93	0.32	0.17	0.27	7.0	13.1	8.3
华晨中国	665	CNY	13.2	-	4.61	0.68	0.84	1.01	15.6	12.6	10.5
新晨动力	39	CNY	3.0	-	1.52	NA	NA	NA	NA	NA	NA
敏实集团	183	CNY	16.7	推荐	1.88	0.90	1.04	1.21	14.8	12.8	11.0
耐世特	170	USD	6.8	强烈推荐	3.66	0.06	0.06	0.07	14.6	14.6	12.5
平均									12.9	13.2	10.4

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

损益表(人民币 百万元, 财务年度截至 12 月)
财务分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	24,628	28,708	21,415	23,132	25,869	盈利能力					
毛利	4,559	5,766	4,094	4,550	5,153	毛利率 (%)	18.5%	20.1%	19.1%	19.7%	19.9%
其他业务收入	1,048	1,062	247	1,100	1,155	净利率 (%)	8.3%	9.3%	6.5%	9.9%	10.0%
销售成本	-1,483	-1,705	-1,242	-1,342	-1,475	SG&A/收入 (%)	5.4%	5.9%	5.7%	5.7%	5.7%
行政费用	-1,319	-1,682	-1,216	-1,319	-1,475	实际税率 (%)	19.0%	18.9%	20.0%	19.0%	19.0%
经营利润	2,804	3,441	1,883	2,989	3,359	股息支付率	12.7%	11.9%	13.0%	13.0%	13.0%
财务费用	-195	-40	-43	-46	-26	库存周转	33.1	28.4	28.4	28.4	28.4
税前盈利	2,529	3,304	1,750	2,843	3,223	应付账款天数	272.4	252.2	252.2	252.2	252.2
所得税	-479	-624	-350	-540	-612	应收账款天数	199.7	188.0	188.0	188.0	188.0
净利润	2,040	2,663	1,391	2,288	2,594	ROA	6.5%	7.9%	4.6%	6.9%	7.1%
折旧及摊销	860	1,078	714	821	944	ROE	15.8%	16.6%	8.2%	12.2%	12.6%
EBITDA	3,664	4,519	2,597	3,811	4,304	净负债/股本	1.1	0.7	0.5	0.4	0.4
总收入 (%)	17.5%	16.6%	-25.4%	8.0%	11.8%	收入/总资产	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
EBITDA (%)	na	23.3%	-42.5%	46.7%	12.9%	总资产/股本	2.4	2.1	1.8	1.8	1.8

资产负债表
现金流量表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	4,189	5,478	5,449	5,996	6,537	EBITDA	3,664	4,519	2,597	3,811	4,304
应收账款	13,476	14,785	11,029	11,914	13,323	融资成本	-193	-85	-43	-46	-26
存货	1,822	1,784	1,347	1,445	1,611	营运资金变化	NA	380	-254	98	81
总流动资产	19,855	22,251	17,978	19,520	21,656	所得税	-711	-610	-342	-533	-610
固定资产	7,008	6,209	7,140	8,211	9,442	营运性现金流	4,438	3,562	2,331	2,989	3,413
无形资产	2,814	3,220	3,317	3,416	3,519	其他投资活动	-966	256	-674	-705	-810
长期投资	1,703	1,919	1,904	1,965	2,029	投资性现金流	-2,071	-865	-1,816	-2,007	-2,296
总资产	31,380	33,599	30,339	33,112	36,646	负债变化	-1,460	-930	-141	-128	-117
应付帐款	15,183	16,075	12,136	13,020	14,515	股本变化	0	-98	0	0	0
短期银行贷款	1,379	966	729	782	872	股息	-170	-264	-320	-182	-299
总短期负债	16,693	17,237	13,013	13,962	15,564	其他融资活动	425	-74	-43	-46	-26
其他负债	958	133	99	107	119	融资性现金流	-1,206	-1,366	-504	-357	-442
总负债	18,176	17,370	13,192	14,153	15,772	现金变化	1,158	1,289	-29	547	541
股东权益	12,887	16,068	16,976	18,770	20,666	期初持有现金	3,030	4,189	5,478	5,449	5,996
每股账面值	1.56	1.83	1.93	2.13	2.35	期末持有现金	4,189	5,478	5,449	5,996	6,537

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任何責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>