

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

吉利汽车 (175 HK)

产品线及销售渠道双重发力, 高增长态势已成

■ 新产品支撑公司2015年业绩增长

■ 2016-17年产品线强劲上升, 加强渠道建设为产品高端化铺路

■ 维持买入评级以及目标价4.60港元

新产品支撑公司2015年业绩增长

2015年公司的净利润为22.61亿, 同比增长58%。全年销售汽车51万辆, 公司成功推出新帝豪、新远景及博瑞等新产品, 新帝豪和新远景最高月销量分别超过2万和1万辆, 高端车型博瑞最高月销量超过6千辆。尽管2015年汽车行业增长放缓, 公司的毛利率保持坚挺, 同比持平为18.2%。公司的汽车平均售价升10%, 已经连续6年持续上升。产品结构、毛利率及平均售价的表现充分验证了公司成功的产品线高端化发展策略。

产品线领先自主品牌, 未来调整合资品牌

由于近年来吉利与沃尔沃技术逐步融合, 研发能力越来越强。公司生产线实现了平台化、柔性化生产方式, 新产品推出速度加快, 并能根据市场需求来调整生产方式。这种优势令公司在自主品牌中独领风骚, 因而公司的新帝豪、新远景、博瑞和改款金刚等四款新车型均全部获得成功。2016年公司四款新车型, 博越、帝豪Cross、第二代帝豪轿车以及NL-4分别在3月底、4月底、7月和9月上市, 成长动力充足。预计2017年公司与沃尔沃合作的CMA平台车型推出后, 公司产品线将进一步增强, 具备与合资品牌抗衡的实力。根据管理层指引, SUV车型博越目前在手订单超过1万辆, 并预计博越进入成熟期后月销量达到2万辆以上, 该指引大幅超出市场预期。

加强销售渠道建设, 为产品线高端化铺路

渠道建设是2016年公司重点任务, 预计在原有近700家经销商基础上增加200家。公司2013年经销商网络约1000家, 经过2014-15两年的渠道整合淘汰了近300家经营效率低的经销商, 单店年销量从550辆提升到730辆。公司将对新加入的经销商严格筛选, 为产品高端化发展长线铺路。

维持买入评级以及目标价4.60港元

预计未来两年工厂建设、销售渠道建设及研发投入上升, 令公司管理费用上升, 我们下调公司2016-17E净利润预测4%/6%, 比市场一致预期低8%/4%。维持买入评级及目标价4.60港元, 相当于11.7倍2016财年市盈率, 在产品线上升周期给予公司的估值略高于历史平均水平(11倍前瞻市盈率)。当前公司估值为8.7倍2016年市盈率, 估值已经吸引。

盈利预测及估值

人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业额	21,738	30,138	38,954	49,914	58,188
同比增长 (%)	-24.3%	38.6%	29.3%	28.1%	16.6%
净利润	1,431	2,261	2,895	3,558	4,136
同比增长 (%)	-46.3%	58.0%	28.1%	22.9%	16.2%
每股盈利 (元)	0.16	0.26	0.33	0.40	0.47
每股股息 (元)	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06
市盈率 (x)	17.5	11.1	8.7	7.0	6.1
市净率 (x)	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	8.3%	11.6%	13.7%	14.5%	14.6%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

梁勇活

0755 8290 4571

liangy6@csmchina.com.cn

最新变动

盈利预测下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$3.4
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$4.60 (+35%)
前次目标价:	HK\$4.60

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
175 HK	9.0	(0.3)	(11.2)
HSI	6.2	(5.2)	(15.2)

行业: 汽车汽配

恒生指数	20667
国企指数	8900

重要数据

52周股价区间 (港元)	2.4-4.72
港股市值 (百万港元)	29927
日均成交量 (百万股)	56.16
每股净资产 (港元)	2.22

主要股东

浙江吉利控股集团有限公司	51.44%
吉利集团有限公司	27.98%
总股数 (百万股)	8802
自由流通量	56%

相关报告

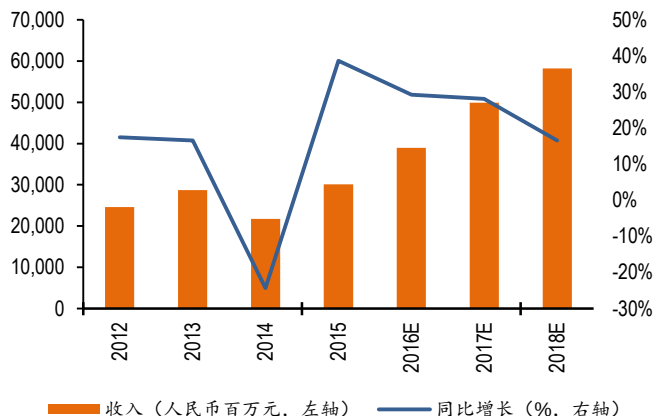
吉利汽车 - 汇兑损失负面影响已消化, 关注公司 SUV 战略

吉利汽车 - 管理层策略会会议纪要 2015/12/10

吉利汽车 - 产品高端化发展趋势已成, 提升目标价至 4.80 港元 2015/10/12

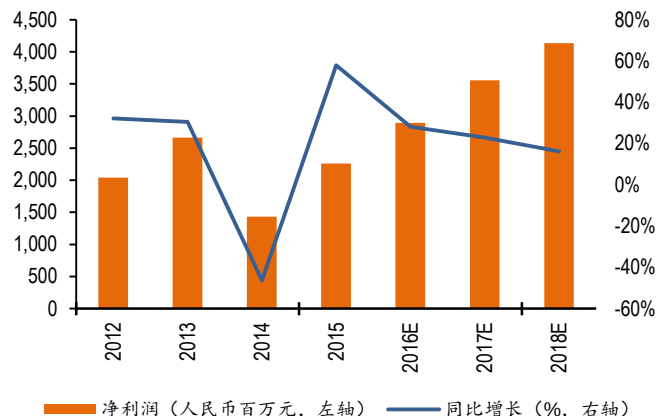
重点图表

图1: 公司营业收入(百万元)



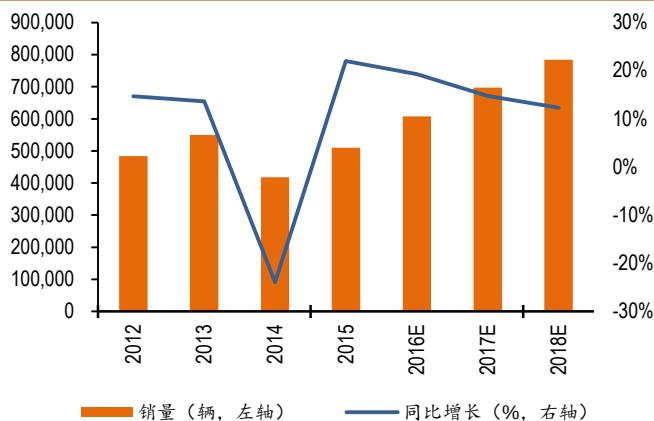
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司净利润强劲增长(百万元)



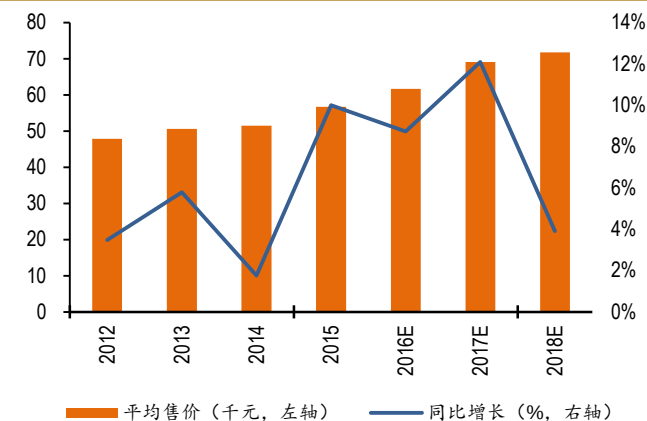
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司汽车销量增长



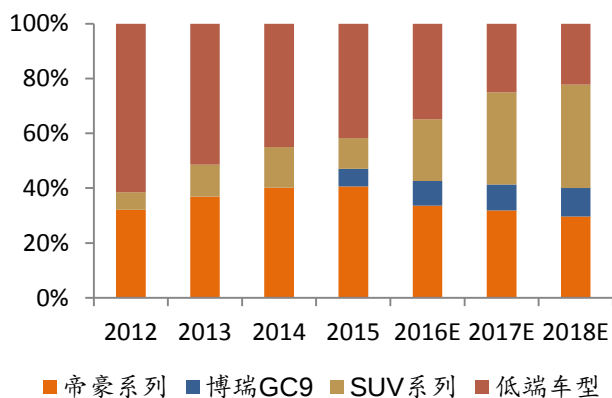
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司汽车销售平均售价持续上升



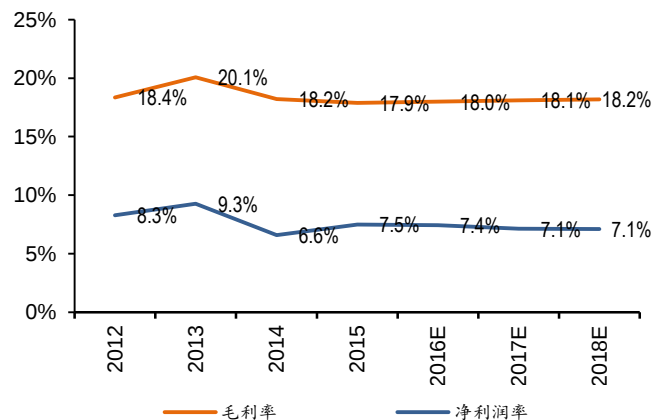
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 公司高端车型占总销量比重上升



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 公司毛利率及净利润率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

我们对公司2016年销量预测基本维持不变，略微上调2017年销量预测，主要考虑以下因素：预计帝豪系列车型面临竞争趋于激烈，车型趋于老化，对销量做更保守预期；博瑞GC9车型市场接受度明显上升，未来销量还有较大上升空间；2016年公司的金刚改款车型销售成功，月销量最高达1万辆，为2016年销量做较大贡献。

图7：公司汽车销量及利润率预测

	新预测			原预测			变动		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
公司汽车销量(辆)									
帝豪系列 (Xindihao+EC7+EC8)	201,000	218,411	228,000	222,500	233,371	N/A	-9.7%	-6.4%	N/A
GC9	54,000	65,000	80,000	50,000	50,000	N/A	8.0%	30.0%	N/A
SUV 系列 (GX7+SX7+NL3+NL4)	135,000	230,000	290,000	135,040	238,040	N/A	0.0%	-3.4%	N/A
其他低端车型	208,100	171,500	171,000	183,021	162,900	N/A	13.7%	5.3%	N/A
销量合计	608,100	697,911	784,000	600,561	697,311	N/A	1.3%	0.1%	N/A
其他项目									
平均售价(千元)	61.6	69.1	71.8	61.8	68.1	N/A	-0.2%	1.4%	N/A
毛利润率(%)	18.1%	18.2%	18.3%	18.0%	18.2%	N/A	0.1ppt	0.0ppt	N/A

资料来源：公司资料，招商证券(香港)

我们下调公司2016-17E净利润预测4%/6%，比市场一致预期低8%/4%，主要考虑以下因素：预计未来两年工厂建设，管理费用率上升；公司2016年开始加大销售渠道建设力度，新增加200家经销商网点，为高端产品发展铺路；公司处于产品线上升周期，新车型持续推出，传统汽车和新能源汽车研发投入上升。综合考虑以上因素，我们上调公司管理费用预测。此外，我们对公司未来两年的政府补贴收益做更保守预期，下调其他收入一项的预测。

图8：公司净利润预测调整

(人民币百万)	新预测			原预测			变动(%)		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
营业额	38,954	49,914	58,188	37,384	47,858	N/A	4%	4%	N/A
销售成本	-31,909	-40,842	-47,558	-30,649	-39,141	N/A	4%	4%	N/A
毛利	7,046	9,072	10,630	6,736	8,717	N/A	5%	4%	N/A
其他收入	1,169	1,148	1,164	1,421	1,627	N/A	-18%	-29%	N/A
分销及销售费用	-2,142	-2,795	-3,259	-2,243	-2,919	N/A	-4%	-4%	N/A
行政费用	-2,513	-3,075	-3,491	-1,780	-2,281	N/A	41%	35%	N/A
以股份付款	-62	-62	-62	-60	-60	N/A	3%	3%	N/A
财务费用	-8	-11	-12	-41	-52	N/A	-80%	-80%	N/A
经营利润	3,488	4,277	4,971	4,032	5,032	N/A	-13%	-15%	N/A
联营公司权益之收益	54	69	80	40	51	N/A	36%	36%	N/A
应占合营公司	140	180	209	37	47	N/A	280%	280%	N/A
税前溢利	3,682	4,525	5,260	4,109	5,130	N/A	-10%	-12%	N/A
税项	-751	-923	-1,073	-1,045	-1,304	N/A	-28%	-29%	N/A
本年度溢利	2,931	3,603	4,188	3,064	3,825	N/A	-4%	-6%	N/A
股东应占利润	2,895	3,558	4,136	3,025	3,776	N/A	-4%	-6%	N/A

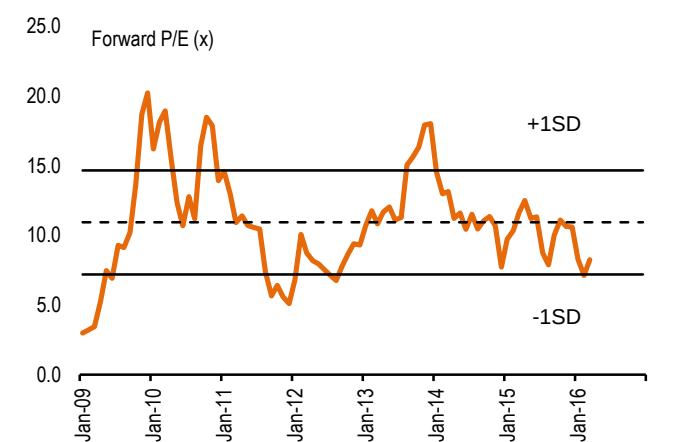
资料来源：公司资料，招商证券(香港)

图9: 行业估值比较

价格日期	股票代码	市值 (百万港元)	股价 (港元)	P/E (x)			P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)	
3/23/2016				FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E	FY16E	FY14	FY15E
汽车制造商														
华晨中国	1114 HK	36,774	7.30	5.7	8.7	7.5	1.8	1.5	1.3	31.9	21.1	19.6	23.3	16.3
吉利汽车	175 HK	29,927	3.40	17.5	11.1	8.7	1.4	1.3	1.2	8.3	11.6	13.7	3.8	5.3
广州汽车	2238 HK	118,417	7.51	12.2	9.8	8.9	1.1	1.0	1.0	10.1	10.6	11.5	5.9	5.2
长城汽车	2333 HK	85,781	6.53	6.2	5.6	5.0	1.5	1.3	1.1	24.0	23.1	21.5	13.1	12.2
东风集团	489 HK	81,164	9.42	5.0	5.6	5.2	0.8	0.8	0.7	14.9	15.2	14.4	7.6	7.0
北京汽车	1958 HK	46,256	6.09	7.3	9.1	7.6	1.0	1.1	1.1	13.5	12.2	14.5	4.1	3.3
庆铃汽车	1122 HK	6,206	2.50	11.0	N/A	N/A	0.7	N/A	N/A	6.4	N/A	N/A	4.6	N/A
潍柴动力	2338 HK	38,394	8.73	5.5	18.0	14.9	0.9	0.9	0.8	7.0	4.9	5.7	1.8	1.9
平均				8.8	9.7	8.3	1.1	1.1	1.0	14.5	14.1	14.4	8.0	7.3
汽车经销商														
中升控股	881 HK	8,071	3.76	9.0	8.2	6.5	0.6	0.6	0.6	6.8	7.8	9.4	1.9	2.2
正通汽车	1728 HK	6,697	3.03	7.0	8.7	6.6	0.7	0.6	0.6	9.8	7.5	9.3	3.6	2.9
宝信汽车	1293 HK	12,531	4.90	13.9	16.0	12.1	1.9	1.9	1.7	10.9	12.9	13.4	3.0	3.1
和谐汽车	3836 HK	6,082	3.86	6.5	7.8	7.4	1.3	0.8	0.8	20.0	10.3	10.9	6.6	5.0
永达汽车	3669 HK	6,157	4.16	9.7	6.8	5.6	1.2	1.0	0.9	13.7	16.1	16.9	3.3	5.7
大昌行	1828 HK	5,643	3.08	7.5	8.1	7.3	0.6	0.6	0.5	6.2	7.4	7.7	2.5	4.0
平均				8.9	9.3	7.6	1.0	0.9	0.9	11.2	10.3	11.3	3.5	3.8
汽车零部件														
福耀玻璃	3606 HK	44,749	17.88	13.5	13.7	12.8	3.4	2.2	2.1	25.2	15.8	16.3	13.1	10.9
敏实集团	425 HK	18,468	16.68	13.0	10.5	9.4	1.7	1.5	1.4	14.5	15.1	15.4	9.3	10.2
耐世特	1316 HK	20,338	8.14	17.5	10.8	9.4	3.2	2.5	2.1	27.2	25.5	24.2	8.7	10.5
新晨动力	1148 HK	1,654	1.29	4.9	5.6	5.4	0.5	0.5	0.5	11.1	9.5	9.6	5.5	5.7
信义玻璃	868 HK	19,927	5.16	14.8	9.1	7.5	1.6	1.5	1.3	16.9	16.6	18.3	10.0	9.7
平均				12.7	9.9	8.9	2.1	1.6	1.5	19.0	16.5	16.8	9.3	9.4
行业平均				9.7	9.3	7.9	1.4	1.2	1.1	14.5	13.3	13.9	6.8	6.7

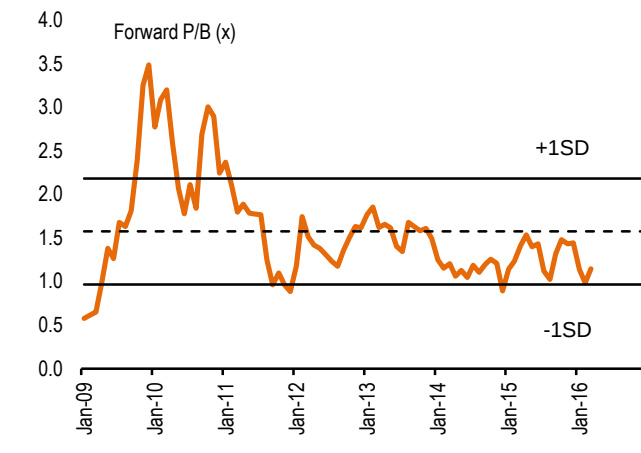
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图10: 公司前瞻市盈率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图11: 公司前瞻市净率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	25,303	25,348	31,763	40,369	47,835
现金及现金等价物	7,203	9,167	10,916	13,682	16,742
限制性银行存款	47	41	41	41	41
贸易应收款项	16,385	14,836	19,176	24,572	28,645
其他应收款项	-	-	-	-	-
存货	1,620	1,226	1,586	2,030	2,364
其他流动资产	48	78	43	44	44
非流动资产	11,977	16,945	18,222	20,353	22,274
物业、工厂及设备	5,861	8,034	7,812	8,700	9,513
租赁土地及土地使用权	1,131	1,538	1,129	1,131	1,133
无形资产	4,208	5,260	7,190	8,431	9,536
对合营公司投资	439	1,709	1,709	1,709	1,709
其他非流动资产	338	403	381	381	382
总资产	37,280	42,292	49,985	60,721	70,109
流动负债	17,845	20,449	26,448	33,831	39,393
贸易应付款项	17,017	20,114	26,019	33,303	38,780
其他应付款及应计项目	-	-	-	-	-
当期所得税负债	137	335	429	527	613
短期贷款	692	0	0	0	0
其他流动负债	-0	0	0	-0	0
非流动负债	1,969	2,104	2,104	2,104	2,104
借款	-	-	-	-	-
递延所得税负债	149	175	175	175	175
其他流动负债	1,820	1,929	1,929	1,929	1,929
负债合计	19,814	22,553	28,552	35,934	41,496
发行股本	161	161	161	161	161
其他储备	17,127	19,362	21,038	24,355	28,138
留存收益	-	-	-	-	-
股东应占权益	17,288	19,524	21,199	24,516	28,300
少数股东权益	178	216	234	271	313
总权益	17,466	19,740	21,433	24,787	28,612
负债及权益合计	37,280	42,292	49,985	60,721	70,109

现金流量表

单位: 人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2,033	7,409	5,795	6,937	7,358
税前盈利	1,943	2,875	3,682	4,525	5,260
折旧摊销	874	1,143	1,635	1,869	2,080
营运资金变动	2,530	7,832	6,337	7,603	8,132
其它	-3,314	-4,441	-5,859	-7,061	-8,114
投资活动现金流	-1,468	-4,534	-3,703	-3,753	-3,803
资本支出	-2,185	-3,677	-3,965	-3,965	-3,965
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	0	-720	0	0	0
其他	718	-138	262	212	162
筹资活动现金流	1,172	-931	-342	-417	-496
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	-274	-692	0	0	0
已付股息	-320	-174	-267	-342	-421
其他融资活动	1,766	-65	-75	-75	-75
现金净增加额	1,737	1,944	1,749	2,766	3,059
期末现金及现金等价物	7,203	9,167	10,916	13,682	16,742

利润表

单位: 人民币百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	21,738	30,138	38,954	49,914	58,188
销售成本	-17,776	-24,668	-31,909	-40,842	-47,558
毛利	3,963	5,471	7,046	9,072	10,630
分销成本	-1,250	-1,568	-2,142	-2,795	-3,259
行政开支	-1,772	-2,176	-2,513	-3,075	-3,491
其他收入	1,055	1,066	1,169	1,148	1,164
运营利润	1,911	2,725	3,488	4,277	4,971
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-24	-6	-8	-11	-12
联营企业投资收益	9	42	54	69	80
合营企业投资收益	23	108	140	180	209
税前利润	1,943	2,875	3,682	4,525	5,260
应交所得税	-494	-586	-751	-923	-1,073
本年利润	1,449	2,289	2,931	3,603	4,188
少数股东收益	19	28	36	44	51
股东应占利润	1,431	2,261	2,895	3,558	4,136
每股收益 (人民币元)	0.16	0.26	0.33	0.40	0.47

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-24.3%	38.6%	29.3%	28.1%	16.6%
营业利润	-42.3%	42.6%	28.0%	22.6%	16.2%
净利润	-46.3%	58.0%	28.1%	22.9%	16.2%
获利能力					
毛利率	18.2%	18.2%	18.1%	18.2%	18.3%
经营利润率	8.8%	9.0%	9.0%	8.6%	8.5%
净利率	6.6%	7.5%	7.4%	7.1%	7.1%
ROE	8.3%	11.6%	13.7%	14.5%	14.6%
ROA	3.8%	5.3%	5.8%	5.9%	5.9%
偿债能力					
资产负债率	53.1%	53.3%	57.1%	59.2%	59.2%
净负债比例	-37.7%	-47.0%	-51.5%	-55.8%	-59.2%
流动比率	1.42	1.24	1.20	1.19	1.21
速动比率	1.33	1.18	1.14	1.13	1.15
营运能力					
资产周转天数	224	276	308	329	325
存货周转天数	35	21	16	16	17
应收账款周转天数	262	189	159	160	167
应付账款周转天数	340	275	264	265	277
每股资料 (人民币)					
每股收益	0.16	0.26	0.33	0.40	0.47
每股现金流	0.82	1.04	1.24	1.55	1.90
每股净资产	1.96	2.22	2.41	2.79	3.22
每股派息	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06
估值比率					
P/E	17.5	11.1	8.7	7.0	6.1
P/B	1.4	1.3	1.2	1.0	0.9

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项, 请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照, 并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考, 其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商, 除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外, 招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料, 但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险, 且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828