

吉利 (175.HK)  
汽車業

評級	買入
目標價	HK\$35.00
上日收市價	HK\$25.80
52 周最高/最低價	HK\$10.08-29.8
市值	HK\$2315 億

資料來源: 彭博, 時富

時富研究部  
research@cash.com.hk  
2018年3月22日  
Cynthia Tam  
Tel: (+852) 2287-8466  
cynthia.tam@cash.com.hk

**業績再次勝預期:** 吉利 2017 年純利增 108%至 107.4 億元人民幣, 勝市場預期。毛利率在銷售組合升級帶動下, 升 106 基點至 19.4%。經營溢利率提升至 13.2%, 創歷史高位。受惠銷量增加(按年增 63%)、平均售價提升(按年增 7%)、毛利率擴張, 吉利收入按年增 73%至 927.6 億元。

**銷量勢頭強勁, 新車款將進一步刺激增長:** 集團 2017 年共售出 124.7 萬輛, 按年增 63%。而今年首兩個月共售出 26.5 萬輛, 按年增 38.5%, 達到 2018 年集團 158 萬輛目標的 16.7%。領克方面, 02 跨界車、03 轎車、01/02/03 插電混動版將於今年上市。管理層表示, 公司會於本月底公佈領克的歐美戰略。另外吉利將推出第一款 MPV 產品, 令集團產品線得以均衡發展。

**吉利的新能源汽車目標是否太進取?** 根據藍色行動計劃, 吉利制定了到 2020 年實現 9 成以上汽車產品為新能源汽車的目標。與前兩年相比, 汽車行業增長明顯放緩, 吉利要在未來維持強勁的增長, 確實有必要搶佔國內市場份額及「走出去」以實現國際化, 故此新能源汽車目標的實現對吉利至關重要。

管理層昨日在業績發佈會表示, 他們並不認為其 2020 年 9 成新能源汽車目標過度進取, 皆因公司是按國家行業趨勢發展擬定其策略, 再者新能源汽車可包括純電、油電混動及插電混動不同版本, 料純電屆時佔新能源汽車銷量 3 成。

**其它重點:** 管理層並沒有為李書福購入戴勒姆股份事宜上作出評論, 但我們認為不能排除吉利及戴勒姆未來合作的可能性。

近日吉利汽車董事長李書福以 90 億美元購入德國車企戴勒姆 9.69% 股份, 成為該公司最大的單一股東。我們相信該次收購並非只出於投資原因。據行業媒體報道, 李書福在考慮戴勒姆之前, 曾與寶馬及菲克接觸, 這證明李書福的目的是要尋求與國際品牌之間的合作機會, 就類似當時 2010 年收購沃爾沃那樣。(2010 年, 李書福從福特收購了沃爾沃, 其後通過獲得沃爾沃技術, 吉利快速發展, 至今吉利股價大幅跑贏同行。)

吉利(175.HK)

(百萬元人民幣), 截至年底	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	30,138	53,722	92,761	127,071	151,349	175,557
稅後利潤	2,289	5,170	10,735	15,161	19,847	24,635
每股盈利 (人民幣)	0.26	0.58	1.19	1.68	2.20	2.73
收入增長 (%)	13%	78%	73%	37%	19%	16%
每股盈利增長 (%)	27%	126%	105%	41%	31%	24%
每股股息 (人民幣)	0.03	0.11	0.24	0.42	0.55	0.68
股本回報率	27%	23%	36%	36%	35%	32%

資料來源: 公司資料、彭博、時富

儘管吉利足以符合雙積分政策的要求，甚至會產生新能源正積分，但是其新能源汽車市佔率現時只有 2.7% (不包括知豆)，吉利需要大力發展新能源汽車技術和擴大新能源市場份額以在未來趨勢中取勝。基於現時中國的新能源汽車滲透率仍低，以及各車廠正在不斷改善新能源汽車技術，我們認為 2020 至 2025 年將會是決定汽車公司未來發展的關鍵時期。隨著續航里程提高、充電設施改善和新能源與燃油車差價收窄，新能源汽車將成為影響汽車公司未來市場份額和增長速度的決定性因素。吉利主要任務是爭取時間發展新能源汽車，我們有信心吉利可以通過以下三種方法實現目標 1) 在現有燃油汽車車型上推出新能源版本，例如，現有的帝豪 EV；2) 基於領克系列和利用沃爾沃的技術發展新能源汽車；3) 未來與戴勒姆建立合作關係。

### 為什麼吉利和奔馳合作的可能性值得關注？

奔馳在自動駕駛、新能源汽車和電池發展領域具有領先地位。根據奔馳 2020 年的計劃，奔馳每個車款都會推出新能源版本，合共約 50 款新能源(混合動力/電動)車型。短期內，即將推出的 EQ 系列將進一步擴充奔馳的新能源產品線。奔馳不僅擁有新能源技術，還有研發氫燃料電池汽車的能力，這並不是所有世界級車廠所能媲美的。同時，奔馳正不斷提高其電池的產能，其自主研發的電池在未來或有可能與 Tesla 的電池較量。在新能源汽車時代，電池將會取代引擎成為汽車的競爭焦點。新能源汽車的受歡迎程度很大程度上取決於電池，因為電池決定續航里程、充電頻率和用戶友好程度。

現階段，中國汽車公司普遍通過從寧德時代採購電池或者使用自家生產的電池製造新能源汽車。然而，中國三元鋰電池技術仍然處於初始階段，電池的質量與國際同行比較難免有一定差距。奔馳不但新能源汽車生產技術吸引，其電池技術亦將會是跑贏同行的關鍵，倘若吉利與奔馳能合作，將為吉利成為國際化車企的目標拉近一步。

### 推動未來集團增長的其他可能性：

- 1) 將業務拓展至商用車領域—去年母企浙江吉利控股集團收購了沃爾沃集團(AB Volvo) 8.2%股權，後者為世界級卡車製造商。
- 2) 在原材料採購和商用車發展方面，與沃爾沃，奔馳和吉利之間發揮運營協同效應。

維持「買入」評級，目標價 35 港元：我們預計吉利 2019 年盈利增長近 31%，建基於強勁產品週期及領克成為另一增長點。我們重申「買入」評級，目標價為 35 港元，預示股價仍有 35% 的上行空間，2019 年預測市盈率 12.8 倍。

## 吉利汽車

## 損益表 (百萬人民幣)

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	30,138	53,722	92,761	127,071	151,349	175,557
銷售成本	(24,668)	(43,880)	(74,779)	(102,165)	(121,382)	(140,797)
毛利	5,471	9,842	17,981	24,906	29,967	34,760
行政、銷售及推廣費用	(3,744)	(5,063)	(6,979)	(8,537)	(9,658)	(10,777)
研究及開發成本	0	0	0	0	0	0
其他支出	0	0	0	0	0	0
員工股權成本	(62)	(42)	(28)	(28)	(29)	(29)
經營盈利	1,665	4,737	10,975	16,341	20,280	23,953
EBITDA	2,808	6,391	12,913	18,615	23,153	27,034
折舊	(589)	(734)	(743)	(968)	(1,728)	(2,078)
攤銷	(554)	(921)	(1,195)	(1,307)	(1,145)	(1,003)
EBIT	1,665	4,737	10,975	16,341	20,280	23,953
淨利息支出	(6)	(30)	(35)	(31)	47	129
聯營投資虧損	150	(9)	42	129	1,720	3,698
其他收益	1,066	1,506	1,792	1,828	1,864	1,901
扣除所得稅前利潤	2,875	6,204	12,774	18,266	23,912	29,681
所得稅	(586)	(1,034)	(2,039)	(3,105)	(4,065)	(5,046)
扣除所得稅後利潤	2,289	5,170	10,735	15,161	19,847	24,635
非控制性權益	(28)	(58)	(102)	(178)	(233)	(289)
其他損益	0	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	2,289	4,796	10,173	15,161	19,847	24,635
非經常性損益	0	374	563	0	0	0
權益持有人應佔盈利	2,261	5,112	10,634	14,983	19,614	24,346
股息	(281)	(960)	(2,160)	(3,746)	(4,903)	(6,087)
儲備	1,980	4,152	8,474	11,237	14,710	18,260
每股盈利	0.26	0.58	1.19	1.68	2.20	2.73
每股股息	0.03	0.11	0.24	0.42	0.55	0.68

## 現金流量表 (百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	5,112	10,634	14,983	19,614	24,346
非現金項目	1,654	1,938	2,275	2,873	3,081
營運資金變動	3,984	760	8,569	2,127	2,518
經營活動的現金流量	8,338	11,994	25,827	24,614	29,945
資本開支	(3,066)	(7,346)	(12,000)	(6,811)	(7,900)
自由現金流	5,272	4,648	13,827	17,803	22,045
其他非流動資產	(773)	(8,236)	1,160	995	850
其他非流動負債	163	(1,998)	5	5	6
調整	0	0	(0)	(0)	(0)
計及投資活動後現金流量	(2,557)	(11,911)	(10,835)	(5,811)	(7,045)
股息	(302)	(960)	(2,160)	(3,746)	(4,903)
股份發行所得款	0	0	0	0	0
債項所得款	326	1,296	1,645	1,015	1,227
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
其它	6	(2,021)	0	0	0
融資活動的現金流量	29	(1,685)	(514)	(2,731)	(3,677)
淨現金流量	5,810	(1,602)	14,478	16,073	19,224
年初現金及現金等價物	9,167	15,045	13,415	27,892	43,965
調整	69	(29)	0	0	0
年終現金及現金等價物	15,045	13,415	27,892	43,965	63,189
年終淨負債	(12,803)	(12,118)	(24,951)	(40,008)	(58,005)

資料來源：公司資料、時富

## 175.HK, 買入, 目標價: 35港元

## 資產負債表 (百萬人民幣)

截至年底	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	9,167	15,045	13,415	27,892	43,965	63,189
可轉讓證券	0	0	0	0	0	0
應收賬款	14,836	29,041	33,478	58,487	67,174	74,552
存貨	1,226	3,066	6,027	6,108	7,257	8,418
其他非流動資產	118	97	88	90	91	93
總流動資產	25,348	47,249	53,008	92,578	118,488	146,252
長期投資	22	22	22	22	23	23
固定資產	8,034	10,650	14,053	25,085	30,168	35,990
商譽	3	7	16	16	16	16
其他無形資產	5,260	6,462	10,552	9,245	8,100	7,096
其他長期資產	3,626	3,193	7,330	7,477	7,626	7,779
總資產	42,292	67,583	84,981	134,422	164,420	197,156
短期債務	0	174	1,296	174	174	174
應收賬款及其他應收款	20,114	39,779	47,533	81,172	93,115	104,151
其他流動債務	335	677	1,073	1,094	1,116	1,139
總流動債務	20,449	40,630	49,902	82,441	94,405	105,464
長期債務	1,929	2,068	0	2,768	3,783	5,009
可換股債務	0	0	0	0	0	0
其他長期債務	175	198	268	273	279	284
總負債	22,553	42,897	50,170	85,482	98,467	110,758
非控制性權益	216	249	344	522	755	1,044
優先股權益	0	0	0	0	0	0
股本	161	163	164	164	164	164
留存收益	19,362	24,275	34,303	48,344	65,026	85,182
股息	281	960	2,160	3,746	4,903	6,087
其他權益及儲備	0	0	0	0	0	0
總權益	19,740	24,686	34,811	49,030	65,945	86,390
總權益及負債	42,292	67,583	84,981	134,512	164,412	197,147

## 主要比率

	FY15	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增速 (%)</b>						
收入	13.0%	78.3%	72.7%	37.0%	19.1%	16.0%
每股盈利	27.0%	125.7%	105.4%	40.9%	30.9%	24.1%
<b>盈利能力 (%)</b>						
毛利率	18.2%	18.3%	19.4%	19.6%	19.8%	19.8%
EBITDA 利潤率	9.3%	11.9%	13.9%	14.6%	15.3%	15.4%
EBIT 利潤率	5.5%	8.8%	11.8%	12.9%	13.4%	13.6%
淨利潤率	7.5%	9.5%	11.5%	11.8%	13.0%	13.9%
有效稅率	20.4%	16.7%	16.0%	17.0%	17.0%	17.0%
派息率	12.4%	18.8%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股本回報率	27.2%	23.3%	36.1%	36.1%	34.5%	32.3%
資產回報率	8.7%	9.4%	14.1%	13.8%	13.3%	13.6%
<b>流動比率 (x)</b>						
流動比率	1.2	1.2	1.1	1.1	1.3	1.4
利息覆蓋率	16.1	41.0	67.6	107.8	99.5	89.7

## 槓桿比率

	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/EBITDA (x)					
淨負債/權益 (%)					

## 經營活動 (日)

	149.1	123.0	132.1	151.5	147.3
應收賬款周轉天數					
庫存周轉天數	17.9	22.2	21.7	20.1	20.3
應付帳款周轉天數	249.1	213.1	229.9	262.0	255.7
現金周轉期	(82.2)	(67.9)	(76.1)	(90.4)	(88.0)

資料來源：公司資料、時富