

吉利 (175.HK)
汽車業

評級	買入
目標價	HK\$35.00
上日收市價	HK\$28.20
52 周最高/最低價	HK\$7.02-28.4
市值	HK\$2488 億

資料來源: 彭博, 時富

時富研究部
research@cash.com.hk
2017年11月16日
Cynthia Tam
Tel: (+852) 2287-8466
cynthia.tam@cash.com.hk

目標價提升至 35 港元：備受全國矚目之領克品牌將於本月 17 日在廣州車展上市，其具競爭力之價格定位及配置有助吉利打入中高端市場，領克將引領吉利迎接黃金時代。受惠銷量攀升及毛利率增加，預料吉利 2018 年之毛利將增加 46%。

至今戰績彪炳：吉利首十個月之總銷量為 95.2 萬部，較去年同期增長約 72%，並達至集團 2017 年經修訂全年銷量目標 110 萬部之 87%。10 月銷量創歷史新高，達 12.5 萬部，按年及按季升 30%及 15%。相對中國車市銷量 2.1%之輕微增速，吉利至今逾 7 成之銷量增幅顯示其市佔率正穩步上升。2016 年推出之所有新車款銷情令人眼前一亮，當中博越月銷 3.01 萬部，為吉利旗下最暢銷車款，其次帝豪 GL/帝豪 GS/遠景 SUV 銷量為 1.16 萬/1.35 萬/1.61 萬部，錄得 91.7%/60.2%/3.2%之按年升幅。

領克一強者愈強：領克品牌會進一步擴大客戶基礎，有別於吉利之大眾化定位以及沃爾沃之高端定位，預計領克 01 售價界乎 18 萬至 25 萬人民幣之間，視乎具體規格而定。我們認為領克 01 能與眾多競爭對手包括大眾、本田、豐田匹敵(圖 2)。入門價與長城之 Great Wall's WEY VV7 相近(其廠商指導價為 16.7 萬-18.8 萬人民幣)，後者自推出以來銷情理想(圖 3)，反映內地對新車需求依然強烈，鑑於領克品牌技術水平達世界標準，我們對領克 01 銷量有信心，並預計該車款於 2018 年月銷破萬，並於 2019 年月銷 1.5 萬部。

產品週期強勁：除了領克 01 於本周上市之外，領克 02 (緊湊型 SUV)及 03 (轎車)將於 2018 年中旬上市，並於往後每年推出基於領克品牌之兩款新型號。另外，在固有品牌方面，吉利將於今年底再推出 3 款新車。

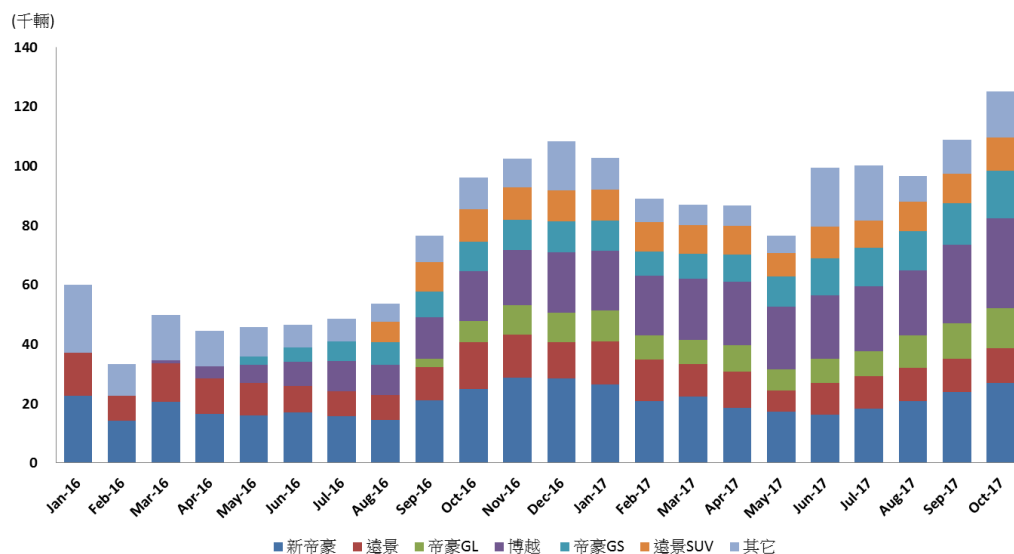
領克將面向全球市場銷售，計劃於 2019 年進軍歐美。至 2020 年，在吉利汽車 200 萬輛的銷售目標中，屆時領克品牌將佔吉利總銷量 2 至 3 成。

吉利(175.HK)

(百萬人民幣), 截至年底	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	30,138	53,722	88,743	126,374	156,250
稅後利潤	2,289	5,170	8,013	12,311	16,079
每股盈利 (人民幣)	0.26	0.58	0.90	1.38	1.80
收入增長 (%)	13%	78%	65%	42%	24%
每股盈利增長 (%)	27%	126%	55%	54%	31%
每股股息(人民幣)	0.03	0.11	0.17	0.26	0.34
股本回報率	27%	23%	29%	34%	34%

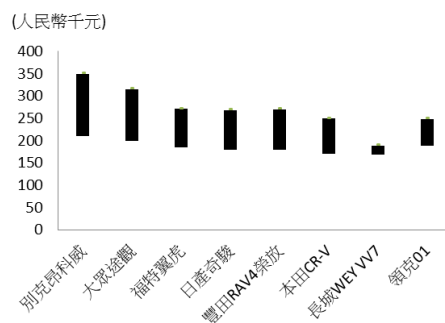
資料來源：公司資料、彭博、時富

圖 1. 吉利各車款之按月銷量



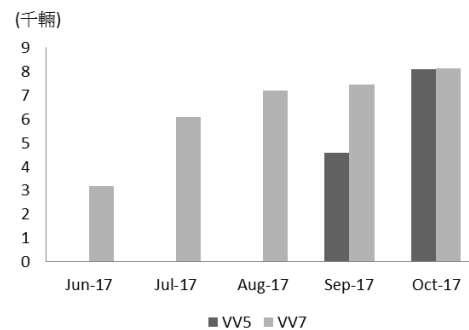
資料來源: 公司資料, 時富

圖 2. 領克與競爭車款之售價比較



資料來源: 公司資料, xcar, 時富

圖 3. 長城 WEY 之銷量



維持「買入」評級，目標價提升至 35 港元：我們預計吉利 2018 年盈利增長近 54%，建基於強勁產品週期。我們重申「買入」評級，基於 2018 年預測市盈率 21.6 倍以及每股盈利增長近 54%，目標價提高至 35 港元，預示股價仍有 24% 的上行空間。受惠於領克品牌推出、市佔率提升，我們相信吉利盈利增長及估值依然有上調空間。

圖 4. 過去預測市盈率

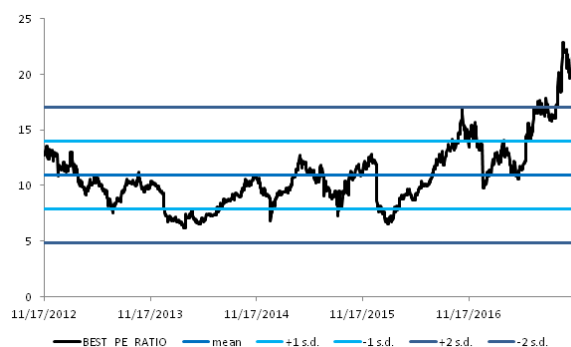
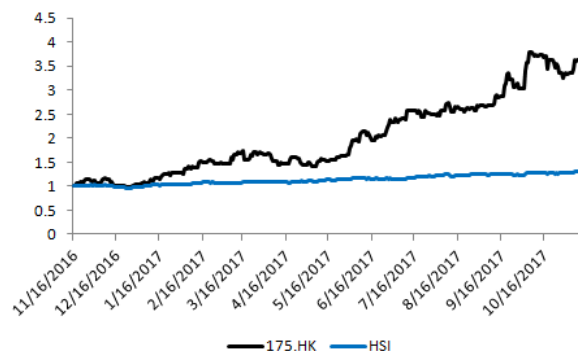


圖 5. 相對價格表現圖



資料來源：彭博，時富

吉利汽車

損益表 (百萬人民幣)

截至年底	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
收入	30,138	53,722	88,743	126,374	156,250
銷售成本	(24,668)	(43,880)	(73,213)	(103,627)	(127,344)
毛利	5,471	9,842	15,530	22,747	28,906
行政、銷售及推廣費用	(3,744)	(5,063)	(6,745)	(8,551)	(9,996)
研究及開發成本	0	0	0	0	0
其他支出	0	0	0	0	0
員工股權成本	(62)	(42)	(43)	(44)	(45)
經營盈利	1,665	4,737	8,742	14,153	18,866
EBITDA	2,808	6,391	10,276	15,843	20,836
折舊	(589)	(734)	(734)	(989)	(1,356)
攤銷	(554)	(921)	(800)	(701)	(614)
EBIT	1,665	4,737	8,742	14,153	18,866
淨利息支出	(6)	(30)	4	73	160
聯營投資虧損	150	(9)	(9)	(9)	(9)
其他收益	1,066	1,506	1,536	1,567	1,598
扣除所得稅前利潤	2,875	6,204	10,273	15,784	20,615
所得稅	(586)	(1,034)	(2,260)	(3,472)	(4,535)
扣除所得稅後利潤	2,289	5,170	8,013	12,311	16,079
非控制性權益	(28)	(58)	(94)	(144)	(189)
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	2,289	4,796	8,013	12,311	16,079
非經常性損益	0	374	0	0	0
權益持有人應佔盈利	2,261	5,112	7,919	12,167	15,891
股息	(281)	(960)	(1,487)	(2,285)	(2,984)
備撥	1,980	4,152	6,432	9,882	12,907
每股盈利	0.26	0.58	0.90	1.38	1.80
每股股息	0.03	0.11	0.17	0.26	0.34

現金流量表 (百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
股東應佔溢利	5,170	8,013	12,311	16,079
非現金項目	1,654	1,534	1,690	1,970
營運資金變動	3,984	5,589	4,733	2,766
經營活動的現金流量	8,338	15,136	18,734	20,816
資本開支	(3,066)	(4,437)	(6,319)	(7,031)
自由現金流	5,272	10,699	12,416	13,785
其他非流動資產	433	(64)	(65)	(66)
其他非流動負債	23	4	4	4
調整	(4)	(0)	(0)	(0)
計及投資活動後現金流量	(2,557)	(4,497)	(6,380)	(7,094)
股息	(302)	(1,487)	(2,285)	(2,984)
股份發行所得款	0	0	0	0
債項所得款	326	45	46	47
可換股債券發行所得款	0	0	0	0
其它	0	0	0	0
融資活動的現金流量	29	(1,442)	(2,239)	(2,937)
淨現金流量	5,810	9,196	10,115	10,784
年初現金及現金等價物	9,167	15,045	24,242	34,357
調整	69	0	0	0
年終現金及現金等價物	15,045	24,242	34,357	45,141
年終淨負債	(12,803)	(21,954)	(32,023)	(42,761)

資料來源：公司資料、瑞豐

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	FY17E	FY18E	FY19E
現金及現金等價物	9,167	15,045	24,242	34,357	45,141
可轉讓證券	0	0	0	0	0
應收賬款	14,836	29,041	42,548	58,167	69,350
存貨	1,226	3,066	4,377	6,196	7,614
其他非流動資產	118	97	99	101	103
總流動資產	25,348	47,249	71,266	98,820	122,207
長期投資	22	22	22	23	23
固定資產	8,034	10,650	14,354	19,684	25,360
商譽	3	7	7	7	7
其他無形資產	5,260	6,462	5,661	4,960	4,346
其他長期資產	3,626	3,193	3,257	3,322	3,388
總資產	42,292	67,583	94,567	126,816	155,331
短期債務	0	174	178	181	185
應收賬款及其他應收款	20,114	39,779	60,175	82,334	97,689
其他流動債務	335	677	690	704	718
總流動債務	20,449	40,630	61,043	83,219	98,592
長期債務	1,929	2,068	2,110	2,152	2,195
可換股債務	0	0	0	0	0
其他長期債務	175	198	202	206	210
總負債	22,553	42,897	63,355	85,577	100,997
非控制性權益	216	249	343	488	676
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	161	163	163	163	163
留存收益	19,362	24,275	30,706	40,588	53,495
股息	281	960	1,487	2,285	2,984
其他權益及備撥	0	0	0	0	0
總權益	19,740	24,686	31,212	41,239	54,334
總權益及負債	42,292	67,583	94,567	126,816	155,331

主要比率

	FY15	FY16	FY17E	FY18E	FY19E
盈利能力 (%)					
毛利率	18.2%	18.3%	17.5%	18.0%	18.5%
EBITDA 利潤率	9.3%	11.9%	11.6%	12.5%	13.3%
EBIT 利潤率	5.5%	8.8%	9.9%	11.2%	12.1%
淨利潤率	7.5%	9.5%	8.9%	9.6%	10.2%
有效稅率	20.4%	16.7%	22.0%	22.0%	22.0%
派息率	12.4%	18.8%	18.8%	18.8%	18.8%
股本回報率	27.2%	23.3%	28.6%	34.0%	33.7%
資產回報率	8.7%	9.4%	9.9%	11.1%	11.4%
流動比率 (x)					
流動比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
利息覆蓋率	16.1	41.0	74.2	114.4	158.5
槓桿比率					
淨負債/EBITDA (x)		淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
淨負債/權益 (%)		淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
運營活動 (日)					
應收賬款周轉天數		149.1	147.2	145.4	148.9
庫存周轉天數		17.9	18.6	18.6	19.8
應付賬款周轉天數		249.1	249.2	251.0	258.0
現金周轉期		(82.2)	(83.4)	(86.9)	(89.3)

資料來源：公司資料、瑞豐