

吉利汽车 (175 HK)

低点已过，否极泰来

吉利汽车公布 2021 年上半年业绩。公司实现营业收入 450 亿元人民币，同比增长 22%。归母净利润达到 24 亿元人民币，同比增长 4%。我们认为公司下半年将进入新车型周期，带动销量业绩稳步提升。同时公司发布 2025 年中长期远景，目标保持市占率中国品牌第一，2025 年目标销量 365 万辆，预计将使得估值同步抬升。我们上调目标价至 34.7 港元，涨幅空间为 32.3%。维持买入评级。

- 上半年业绩可圈可点。**虽然汽车缺芯使得上半年整车销售收入略低于市场预期，但上半年吉利品牌销售单价同比环比分别提升 6/1 个百分点。同时公司 1) 研发技术服务实现收入 4 亿元人民币以及 2) 知识产权收入达到 6 亿元人民币，反映出公司技术外供得到认可，同时带动毛利率同比提升 0.1 个百分点。由于股权支付费用上升，公司整体费用率提升约 1 个百分点。领克品牌销量大幅增长同时，单车利润稳步提升，使得领克合营公司净利润率同比提升 1 个百分点，为吉利汽车贡献约 2.3 亿元人民币投资利润。
- 下半年新车型值得期待。**上半年公司实现销量 63 万辆（完成 153 万辆销量目标的 41%），同比增长 19%。其中吉利品牌销量为 52.2 万辆，同比增长 10%，而领克品牌销量为 10.8 万辆，同比大幅增长 97%。展望下半年，星越 L 于 7 月开始交付市场，同时 8 月底新一代帝豪、中改款缤越正式上市，均有望成为爆款，带动销量提升。领克品牌下，基于 SPA 平台的领克 09 将在年内上市。随着芯片短缺在 4 季度有望逐步缓解及众多重磅车型上市，我们认为公司下半年销量将环比显著增长。我们预计公司全年将实现销量 150 万辆同比增长 14%，其中领克品牌全年销量预计将突破 30 万辆。
- 新能源短板有望逐步补齐。**极氪 001 在 4 月上市后消费者反馈火爆，2021 年可交付订单已经售罄，目前已经停止接受定金，新车将于 10 月正式交付市场。公司预计极氪汽车 2025 年在高端电动汽车市场占有率居全球前三，销量达到 65 万辆。公司同时公布全新一代 GHS2.0 技术，具备高智能、强动力和低油耗的特点，并针对性开发混动专用 DHE 发动机以及混动专用 DHT 变速器，有望下半年在新车型上搭载。公司与欣旺达成立合资公司生产混动电池包，显示公司对混动车型的信心。我们预计吉利汽车将通过纯电动及混动两条技术路线补齐新能源短板，公司新能源渗透率有望稳步提升。
- 我们认为公司上半年业绩符合预期，下半年业绩及估值有望同步提升。**我们下调公司 2021 年盈利预测至 64 亿元人民币以反映费用率预测更新。上半年 1) 公司撤回科创板申请；2) 未完成对沃尔沃收购及 3) 缺芯情况下交付量不及预期等因素影响市场情绪，目前估值处于吸引区间。我们认为 1) 下半年全新车型上市带动销量增长；2) 芯片边际缓解带动估值情绪回升；3) 极氪外部融资等潜在资本运作机会；将使得公司业绩及估值同步抬升。因此我们基于公司 45.0x 倍 2021/22E 年平均市盈率，将此前目标价 28.3 港元（基于最初的 35.0 倍 2021E 市盈率）上调至 34.7 港元。**重申买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额 (百万人民币)	97,401	92,114	102,865	111,670	121,355
同比增长 (%)	-8.63%	-5.43%	11.67%	8.56%	8.67%
净利润 (百万人民币)	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882
每股收益 (人民币)	0.90	0.58	0.61	0.75	0.89
每股收益变动 (%)	-36%	-36%	7%	23%	19%
市场每股盈利预测 (人民币)	NA	0.75	0.84	1.10	1.31
市盈率(x)	25.54	39.76	37.93	30.82	25.86
市帐率(x)	3.55	3.25	3.29	3.02	2.75
股息率 (%)	0.98%	0.73%	0.68%	0.83%	0.99%
权益收益率 (%)	16.48%	9.37%	9.64%	11.38%	12.37%
负债比率 (x)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$34.7
(此前目标价)	HK\$28.3)
潜在升幅	+32.3%
当前股价	HK\$26.3

中国汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港币)	257,793
3月平均流通量(百万港币)	2,271.67
52周内股价高/低(港币)	36.08/14.57
总股本(百万)	9,821

资料来源：万得

股东结构

李书福	41.20%
-----	--------

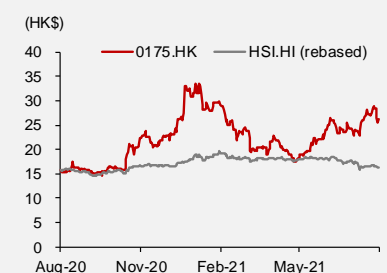
资料来源：披露易

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	7.8%	16.7%
3-月	44.9%	60.2%
6-月	-9.8%	6.7%

资料来源：万得

股份表现



资料来源：万得

审计师：致同

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

盈利预测及新车型图

图 1: 盈利预测

人民币(百万)	新预测		原预测		变化(%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	102,865	111,670	102,985	110,796	0%	1%
毛利	16,890	18,537	16,787	18,281	1%	1%
净利润	6,100	7,476	6,908	7,826	-12%	-4%
每股盈利(人民币)	0.62	0.76	0.72	0.82	-14%	-7%
毛利率	16.42%	16.60%	16.30%	16.50%	0.1 ppt	0.1 ppt
净利润率	5.93%	6.69%	6.71%	7.06%	-0.8 ppt	-0.4 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币(百万)	招银国际预测		市场预测		差异(%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	102,865	111,670	109,037	129,120	-6%	-14%
毛利	16,890	18,537	18,324	22,683	-8%	-18%
净利润	6,100	7,476	8,112	10,734	-25%	-30%
每股盈利(人民币)	0.62	0.76	0.84	1.10	-26%	-31%
毛利率	16.42%	16.60%	16.81%	17.57%	-0.4 ppt	-1.0 ppt
净利润率	5.93%	6.69%	7.44%	8.31%	-1.5 ppt	-1.6 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 第四代帝豪



资料来源: 汽车之家

图 4: 中改款缤越



资料来源: 汽车之家

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	97,401	92,114	102,865	111,670	121,355
整车	91,843	83,814	91,860	98,671	106,242
零部件	5,130	6,989	8,945	10,734	12,667
研发支持服务	0	745	1,267	1,393	1,505
知识产权收入	428	566	792	872	941
销售成本	(80,485)	(77,377)	(85,974)	(93,133)	(100,967)
毛利	16,917	14,737	16,890	18,537	20,388
销售费用	(4,332)	(5,053)	(5,349)	(5,583)	(5,946)
管理费用	(5,122)	(5,754)	(6,347)	(6,700)	(7,039)
以股权支付的费用	(5)	(4)	(1,193)	(1,117)	(971)
财务费用	108	208	220	151	67
来自合营公司的利润分配	626	825	1,494	2,024	2,451
来自联营公司的利润分配	38	51	56	61	67
其他收入	1,225	1,039	1,337	1,340	1,335
其他支出	0	0	0	0	0
处置资产收益	183	392	0	0	0
利润总额	9,636	6,441	7,109	8,712	10,351
所得税费用	(1,375)	(866)	(960)	(1,176)	(1,397)
净利润	8,261	5,575	6,149	7,536	8,954
少数股东损益	72	41	49	60	72
归母净利润	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息税前利润	8,190	5,534	6,100	7,476	8,882
折旧和摊销	(3,733)	(5,491)	(5,728)	(6,209)	(6,188)
营运资金变动	812	(7,175)	2,117	(5,881)	(9,046)
其它	7,269	8,729	2,132	11,384	11,173
经营活动所得现金流	12,538	1,597	4,620	6,771	4,821
资本开支	(7,498)	(6,837)	(5,780)	(4,953)	(3,813)
联营公司	(58)	(32)	(49)	(54)	(60)
其它	(3,235)	1,439	0	0	0
投资活动所得现金净额	(10,791)	(5,430)	(5,830)	(5,008)	(3,873)
股份发行	3,413	5,937	24	0	0
净借贷	763	(247)	(576)	1,194	2,743
支付股息	(2,058)	(1,612)	(1,537)	(1,884)	(2,238)
其它	(355)	(317)	0	0	0
融资活动所得现金净额	1,763	3,761	(2,090)	(691)	505
现金增加净额	3,510	(170)	(3,299)	1,073	1,453
年初现金及现金等价物	15,757	19,322	19,151	15,852	16,925
其他	55	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	19,322	19,151	15,852	16,925	18,378
受限现金	40	174	174	174	174

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	57,914	59,881	60,477	61,780	62,313
固定资产	27,070	26,574	27,748	28,412	28,562
无形资产和商誉	17,598	18,610	17,715	16,014	13,707
合资及联营公司投资	8,837	9,689	11,164	13,078	15,339
其它非流动资产	4,408	5,008	3,850	4,275	4,705
流动资产	50,014	50,935	54,840	64,509	75,035
现金及现金等价物	19,322	19,151	15,852	16,925	18,378
应收账款	25,845	27,868	34,390	42,333	50,484
存货	4,821	3,691	4,525	5,174	5,770
其它流动资产	27	225	73	77	404
流动负债	48,526	41,887	48,191	53,191	57,199
银行贷款	37	30	0	951	3,461
应付账款	47,873	41,516	47,763	51,740	53,141
其他	0	0	0	0	0
应付税费	616	340	427	500	598
非流动负债	4,477	4,716	3,590	3,914	4,255
银行贷款	4,149	3,909	3,363	3,606	3,840
或有负债	0	0	0	0	0
递延所得税	301	409	226	308	415
其它	26	397	0	0	0
所有者权益	54,436	63,631	62,906	68,498	75,142
少数股东权益	489	582	629	685	751
归母所有者权益	54,924	64,213	63,536	69,183	75,893

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
整车	94%	91%	89%	88%	88%
零部件	5%	8%	9%	10%	10%
研发支持服务	0%	1%	1%	1%	1%
知识产权收入	0%	1%	1%	1%	1%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	17%	16%	16%	17%	17%
税前利润率	10%	7%	7%	8%	9%
净利润率	8%	6%	6%	7%	7%
有效税率	14%	13%	14%	14%	14%
资产负债比率					
流动比率(x)	1.03	1.22	1.14	1.21	1.31
速动比率(x)	0.93	1.12	1.04	1.11	1.20
现金比率(x)	0.40	0.46	0.33	0.32	0.32
存货周转天数	22	17	19	20	21
应付款周转天数	217	196	203	203	192
应收款周转天数	97	110	146	166	183
负债/股本比率(%)	97%	73%	81%	83%	81%
净债务/股东权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率(%)					
资本回报率	16%	9%	10%	11%	12%
资产回报率	10%	6%	6%	7%	8%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.90	0.56	0.61	0.75	0.89
每股股息(人民币)	0.23	0.17	0.16	0.19	0.23
每股金资产(人民币)	6.49	7.08	7.00	7.62	8.36

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容的分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的信息進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。