

买入

2021 进入吉利 4.0 时代

吉利汽车 (0175.HK)

2021-04-09 星期五

投资要点

目标价: **27.3 港元**
 现价: 20.7 港元
 预计升幅: 32.0%

重要数据

日期	2020-04-08
收盘价 (港元)	20.7
总股本 (百万股)	9,819
总市值 (百万港元)	205,000
净资产 (百万元)	64,213
总资产 (百万元)	110,815
52 周高低 (港元)	36.5/10.4
每股净资产 (元)	6.48

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Proper Glory Holding Inc.
 (28.94%)

相关报告

吉利汽车 (0175.HK) - 首发报告-20191122

吉利汽车 (0175.HK) 更新报告-20200707

吉利汽车 (0175.HK) - 更新报告-20210107

研究部

姓名: 汪伟杰

SFC: BNQ701

电话: 0755-21516067

Email: wangwj@gzq.com.hk

➤ **公司公布 2020 年业绩:**

2020 年, 公司实现收入 921.1 亿元人民币 (下同), 同比-5.4%; 股权持有人应占溢利 55.3 亿元, 同比-32.4%。业绩低于我们及市场的预期。

➤ **受疫情+产品周期切换影响, 20 年业绩承压:**

1) 受疫情影响, 公司 1H20 销量-19%, 但欣喜看到下半年强劲反弹, 全年销量-3%; 2) 受新架构投入增加折旧摊销以及原材料涨价影响, 2H20 毛利率同比下滑 1.7pct 至 15.3%; 3) 为支持新车型投放市场, 销售费用率同比增加 1.1pct 至 5.5%。

➤ **汽车金融表现亮眼, 领克单车盈利不及预期:**

吉致金融净利润大幅增长 44% 至 7.3 亿元, 持续为公司贡献利润增长。高端合资品牌领克全年实现销量 17.5 万辆, 虽然同比+37%, 但净利润仅+5%, 对应单车盈利-23%。

➤ **4.0 产品即将发力, 2021 低点向上:**

公司正处于 3.0 到 4.0 时代的过渡时期, 短期利润率承压, 但低点已过。2021 年 Q1 销量 33.4 万辆, 同比+62%。后续随着新车型 (SUV 星越 L、帝豪换代、极氪 01 (领克 Zero)、领克品牌于 SPA 架构的 SUV 以及几何全新纯电车型) 的不断投放, 公司业绩有望重回增长轨道。

➤ **维持“买入”评级:**

我们下调公司 2021/2022 年每股盈利预测至 0.89/1.12 元, 下调目标价至 HKD27.3, 对应 2021 年 26 倍 PE, 维持“买入”评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	97,401	92,114	115,288	128,247	138,688
同比增长	-8.6%	-5.4%	25.2%	11.2%	8.1%
归母净利润	8,190	5,534	8,512	10,705	11,872
同比增长	-34.8%	-32.4%	53.8%	25.8%	10.9%
毛利率	17.4%	16.0%	17.7%	18.3%	18.2%
净利润率	8.4%	6.0%	7.4%	8.3%	8.6%
每股收益(元)	0.90	0.56	0.89	1.12	1.24
PE@20.7HKD	19.6	31.4	19.8	15.7	14.2

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

公司公布 2020 年业绩：

2020 年，公司实现收入 921.1 亿元人民币（下同），同比-5.4%；股权持有人应占溢利 55.3 亿元，同比-32.4%。业绩低于我们及市场的预期。

图 1：2012-2020 公司收入及增速



图 2：2012-2020 公司归母净利润及增速



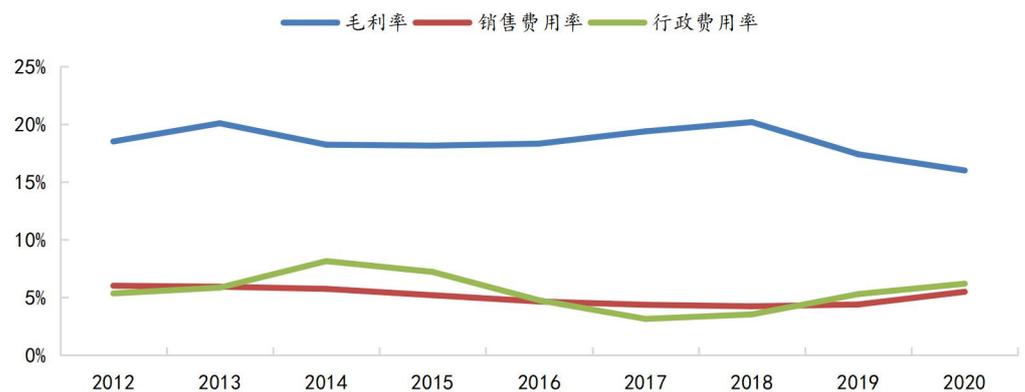
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

受疫情+产品周期切换影响，20 年业绩承压：

- 1) 受疫情影响，公司 1H20 销量-19%，但欣喜看到下半年强劲反弹，全年销量-3%；
- 2) 受新架构投入增加折旧摊销以及原材料涨价影响，2H20 毛利率同比下滑 1.7pct 至 15.3%；
- 3) 为支持新车型投放市场，销售费用率同比增加 1.1pct 至 5.5%。

图 3:2012-2020 公司毛利率/销售费用率/行政费用率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

汽车金融表现亮眼，领克单车盈利不及预期：

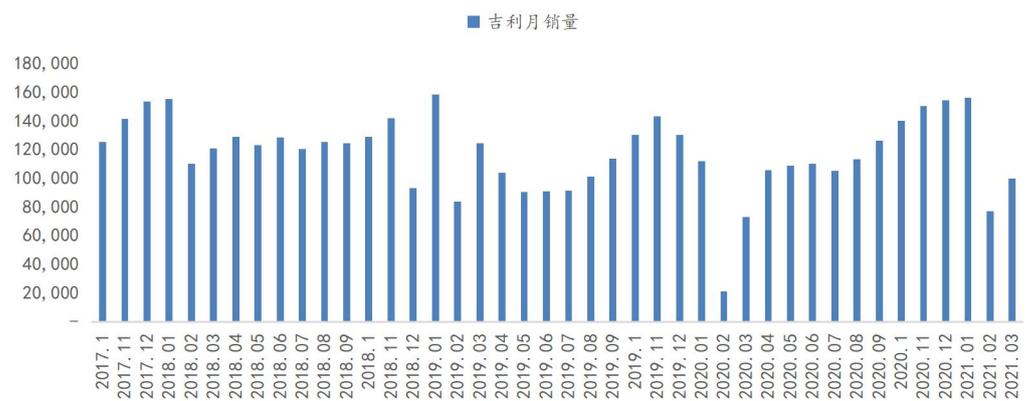
吉致金融净利润大幅增长 44% 至 7.3 亿元，持续为公司贡献利润增长。高端合资品牌领克全年实现销量 17.5 万辆，虽然同比+37%，但净利润仅+5%，对应单车盈利

-23%。

4.0 产品即将发力，2021 低点向上：

公司正处于 3.0 到 4.0 时代的过渡时期，短期利润率承压，但低点已过，2021 年 Q1 销量 33.4 万辆，同比+62%。后续随着新车型（SUV 星越 L、帝豪换代、极氪 01（领克 Zero）、领克品牌于 SPA 架构的 SUV 以及几何全新纯电车型）的不断投放，公司业绩有望重回增长轨道。

图 4：公司月销量



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级：

我们下调公司 2021/2022 年每股盈利预测至 0.89/1.12 元，下调目标价至 HKD27.3，对应 2021 年 26 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：

国内宏观经济环境不确定性；

零售销量不及预期；

行业竞争加剧。

百万元, 财务年						财务分析					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	97,401	92,114	115,288	128,247	138,688	毛利率 (%)	17.4%	16.0%	17.7%	18.3%	18.2%
毛利	16,917	14,737	20,416	23,432	25,270	EBITDA 利率 (%)	12.8%	11.4%	12.8%	13.8%	14.0%
其他业务收入	1,225	1,039	1,153	1,282	1,387	净利率 (%)	8.4%	6.0%	7.4%	8.3%	8.6%
销售成本	-4,332	-5,053	-6,226	-6,412	-6,934	SG&A/收入 (%)	5.3%	6.2%	5.6%	5.5%	5.3%
行政费用	-5,122	-5,745	-6,456	-7,054	-7,350	实际税率 (%)	14.3%	13.5%	14.0%	14.0%	14.0%
经营利润	8,687	4,978	8,887	11,249	12,372	库存周转	21.9	17.4	19.7	20.4	20.4
财务费用	108	208	115	128	139	应付账款天数	214.1	193.2	193.2	193.2	193.2
税前盈利	9,636	6,441	9,971	12,540	13,907	应收账款天数	96.9	110.4	110.4	110.4	110.4
所得税	-1,375	-866	-1,396	-1,756	-1,947	ROA	7.6%	5.0%	6.6%	7.4%	7.4%
净利润	8,190	5,534	8,512	10,705	11,872	ROE	15.0%	8.7%	11.9%	13.1%	12.8%
折旧及摊销	3,733	5,491	5,846	6,431	7,074	净负债/股本	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
EBITDA	12,420	10,469	14,734	17,680	19,446	收入/总资产	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
总收入 (%)	-8.6%	-5.4%	25.2%	11.2%	8.1%	总资产/股本	2.0	1.7	1.8	1.8	1.7
EBITDA (%)	-26.3%	-15.7%	40.7%	20.0%	10.0%	现金流量表					
资产负债表							2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	19,281	18,977	22,368	26,320	30,863	EBITDA	12,420	10,469	14,734	17,680	19,446
应收账款	25,845	27,868	34,879	38,800	41,959	融资成本(收入)	-124	-134	115	128	139
存货	4,821	3,691	5,113	5,868	6,328	营运资金变化	-2,732	7,250	-953	-659	-997
总流动资产	50,014	50,935	62,760	71,387	79,549	所得税	-1,949	-1,371	-2,209	-2,779	-3,082
固定资产	27,070	26,574	29,232	32,155	35,370	营运性现金流	12,538	1,597	13,239	15,231	16,908
无形资产	17,598	18,610	20,471	22,518	24,770	资本开支	-7,575	-7,042	-7,268	-7,995	-8,794
长期投资	13,246	14,697	15,665	17,797	20,356	投资性现金流	-10,791	-5,430	-6,799	-7,408	-8,061
总资产	107,928	110,816	128,128	143,857	160,045	已付利息	-194	-219	-237	-236	-235
应付帐款	47,873	41,516	50,903	56,238	60,854	融资性现金流	1,763	3,761	-3,049	-3,872	-4,304
短期银行贷款	0	0	0	0	0	现金变化	3,278	-72	3,391	3,951	4,543
其他负债	2,361	2,358	2,456	2,457	2,458	期初持有现金	15,737	19,281	18,977	22,368	26,320
总负债	53,003	46,602	55,877	61,359	66,122	期末持有现金	19,281	18,977	22,368	26,320	30,863
股东权益	54,436	63,631	71,596	81,750	93,072						

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析师声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>