

**GREAT ROC**

CAPITAL SECURITIES LIMITED

鴻鵬資本證券有限公司

A Wholly-owned subsidiary of UKF (Holdings) Limited (HKEX stock code 1468)

英泰(控股)有限公司之全資附屬公司 (香港交易所上市編號1468)

五菱汽車(305.HK)

Research Note

15 May 2017

公司		五菱汽車
代碼		305 HK
股數	(百萬)	1835.8
收市價	(HK\$)	0.68
市值	(HK\$百萬)	1248.3
FY16A 每股盈利	(HK\$)	0.086
FY16A 每股淨資產	(HK\$)	0.724
FY16A DPS	(HK\$)	0.013

- ❖ 每股淨現金高達0.34元人民幣，達股價一半以上
- ❖ 股價較賬面值折讓達10.2%，對照在港上市同業加權平均市賬率近2.0倍
- ❖ 市盈率僅7.5倍，遠低於在港上市同業板塊加權平均12倍市盈率
- ❖ 3年盈利複合式增長率超過四成，遠高於同業的16.2%
- ❖ 進一步增持五菱工業將減少非控股權益利潤分成，提升盈利
- ❖ 因乘用車產品單價高，增加乘用車業務將進一步推高營收
- ❖ 主要客戶上汽通用五菱銷售預期將進一步增加
- ❖ 產能擴張增加銷售
- ❖ 印尼市場將對產生盈收貢獻
- ❖ 集團是國內可生產新能源電動小型貨車之合資格企業

增長前景極佳 五菱汽車往績極優，其營收由2013年度約12億人民幣增長至2016年度的約16.7億人民幣，3年複合式增長率達11.5%；其盈利由2013年度約5,100萬人民幣增長至1.41億人民幣，3年複合式增長率高達40.7%；而其淨資產由2013年度約5.7億人民幣增長至2016年度的約11.8億人民幣，3年複合式增長率達26.2%。基於以下因素，我們推測五菱汽車2017年度及2018年度業績將繼續錄得理想增長：

- 1) 增持五菱工業將進一步提升集團盈利分成。
- 2) 乘用車發動機及零部件的單價較商用車高，集團進一步增加乘用車業務覆蓋將提升其營收。
- 3) 估計主要客戶上汽通用五菱於2017年銷售將更上一層樓。
- 4) 產能擴張將增加銷售
- 5) 印尼市場將對集團產生盈收貢獻。
- 6) 中國汽車市場具龐大增長潛力。

估值被嚴重低估 於2016年6月底，集團持有淨現金約6.3億人民幣，每股淨現金值高達0.34元人民幣，而其每股淨資產達人民幣0.64。根據獨立估值師中和邦盟評估，五菱工業估值約人民幣22.0億人民幣，而集團持有的54.9%五菱工業權益估值約人民幣12.1億，約每股0.66人民幣。集團16年度市盈率僅7.5倍，遠低於香港上市汽車板塊加權平均12.0倍市盈率。香港上市汽車板塊加權平均市值對賬面值比率高達近2倍，而集團的股價竟較其每股賬面值HK\$0.72出現高達10.2%之折讓，考慮到香港上市汽車板塊加權平均3年複合式盈利增長率僅16.2%，而集團3年複合式盈利增長率高達40.7%，其盈利增長速度遠高於香港上市的同業，故我們認為集團的股價較其每股賬面值出現折讓此等現象極不合理，市場嚴重估或完全忽略五菱汽車，這正為投資者提供趁低吸納五菱汽車股份之良機。

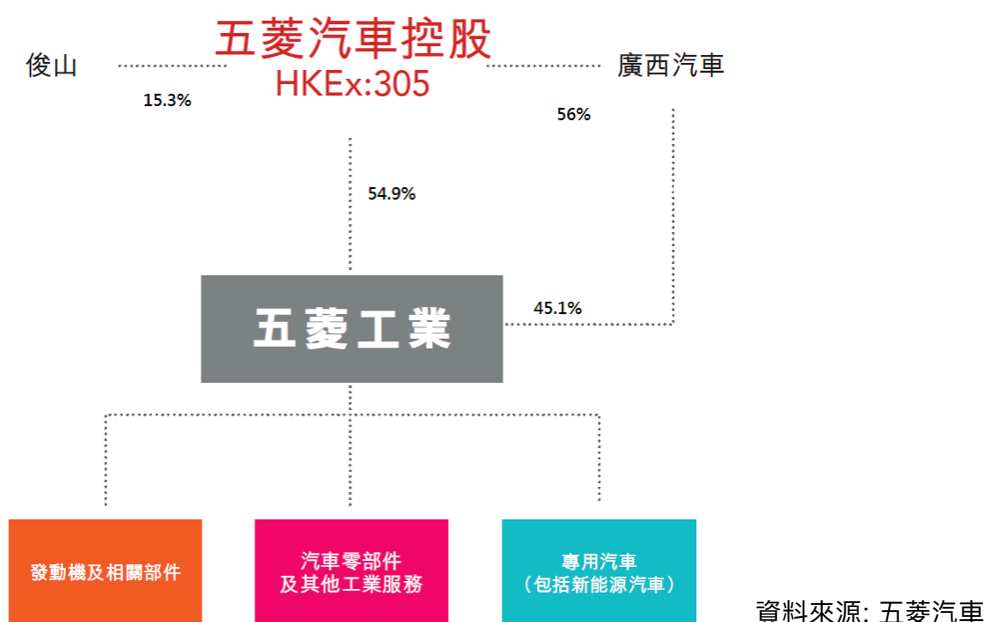
香港上市汽車板塊估值表

公司	港交所代碼	H股價 (HK\$)	A股價 (HK\$)	H股市值 (HK\$m)	總市值 (HK\$m)	市盈率 (x)	預測一年市盈率 (x)	往績 PEG (x)	市賬率 (x)	EV/EBITDA (x)	3年盈利複合增長率 (%)
華晨汽車集團	1114	13.28	-	66,929.5	66,929.5	16.1	11.2	5.4	2.5	15.4	3.0
吉利汽車	175	11.12	-	99,135.4	99,135.4	17.2	10.3	0.7	3.6	9.6	24.3
廣汽集團	2238	12.68	13.18	28,064.6	84,098.2	11.8	8	0.4	1.7	6.3	33.3
長城汽車	2333	8.19	15.49	25,385.2	118,768.6	10	6.3	1.1	2.2	8.3	8.7
東風集團股份	489	8.51	-	24,302.3	73,323.2	4.9	5	0.6	0.7	2	8.3
北京汽車	1958	7.29	-	15,386.9	55,442.9	7.7	6.4	0.2	1.2	3.1	32.9
新晨動力	1148	1.2	-	1,538.7	1,538.7	7.3	6.4	-	0.5	4.6	(11.8)
濰柴動力	2338	12.5	13.18	12,144	52,028.5	18.9	14.1	-	1.5	9.6	(11.7)
平均值						12.2	8.4	1.2	2	7.8	16.1

資料來源: 各上市公司年報及公告、港交所

股東背景強大 五菱汽車的控股股東廣西汽車集團是中國國有控股企業，廣西壯族自治區人民政府國有資產監督管理委員會獲廣西壯族自治區人民政府授權為其註冊股東。廣西汽車連同其附屬公司主要從事買賣、製造及設計(i)各種汽車（主要為客車及小型客車）、汽車部件及配件；(ii)生產汽車、發動機及其他相關部件之各種機械、模具及工具；(iii)提供有關上述產品及設備之相關服務，包括技術諮詢、信息、生產、售後服務、動力供應及提供用水服務等；及(iv)物業租賃及其他相關服務。

五菱汽車現公司結構



減少小數權益提升盈利 五菱汽車的現發行股數接近1,836.0百萬股，當中廣西汽車及由五菱汽車執董、副主席兼行政總裁李誠先生全資擁有之公司俊山分別持有約56.0%及15.3%之股權。而五菱汽車的營收主体五菱工業是中外合營企業，目前則由五菱汽車及廣西汽車分別持有約54.9%及45.1%權益。於去年十月份，五菱汽車公佈將向五菱工業增資5.9億元人民幣。為籌集部份增資資金，五菱汽車將按每股換股價港元0.7，年利率四厘向廣西汽車發行本金額4.0億三年期可換股債券。

假若廣西汽車認購及行使可換股債券及五菱汽車成功向五菱工業增資，廣西汽車於五菱汽車的持股比例將由約56.0%增至接近66.5%，而五菱汽車於五菱工業的持股比例將由約54.9%增至接近64.4%。由此可以看出大股東廣西汽車透過認購可換股債券實為進一步支持五菱汽車。增資五菱工業將會減少廣西汽車分去的利潤，提升集團盈利。另一方面，注入五菱工業的資金將用於擴大產能及發展海外業務，為集團未來盈利增長奠下基礎。

與主要客戶關係密切 五菱汽車的主要客戶上汽通用五菱汽車，其前身可以追溯到1958年成立的柳州動力機械廠。上汽通用五菱汽車於2002年11月正式掛牌成立，是由上海汽車集團、通用汽車（中國）及柳州五菱汽車三方共同組建的大型中外合資汽車企業。柳州五菱汽車為五菱汽車的控股股東廣西汽車集團的附屬公司。

與主要客戶同步增長 上汽通用五菱2016年總銷量超過213萬輛各式汽車，其中五菱巨集光系列銷量65萬輛，寶駿560達到32萬輛，寶駿730達37萬輛。上汽通用五菱汽車2017年首季批發量56.3萬輛，總銷量為48.3萬輛，同比增長15.0%。乘用車寶駿630、樂馳、五菱巨集光、巨集光S於今年首季度共銷售新車約23萬輛，同比增幅達53.0%。

寶駿730



寶駿560



資料來源: 上汽通用五菱汽車

在其首款擁有自主專利之乘用車專用NP18發動機銷售所帶動，2016財務年度五菱汽車的發動機部門對上汽通用五菱的銷售額增加18.3%至約31.9億元人民幣。NP18發動機主要安裝於上汽通用五菱旗下寶駿730及560型號。此外，集團是上汽通用五菱大部分關鍵汽車配件的主要供應商，供應包括制動器及底盤、系統組件座椅、不同類型塑膠件與沖焊件及其他汽車附件等，由於市場對上汽通用五菱各主要產品需求強勁，五菱汽車出售予上汽通用五菱之銷售總額持續攀升。預期上汽通用五菱汽車2017年全年銷售量將較2016年增長10.3%至235萬台各式汽車，故可以預期集團2017年度的銷售額基本上必有所增長。

產品升級單價向上 過去，集團生產之發動機主要用於商用小型車，然而透過內部或與其他業務夥伴合作，集團針對乘用車開發升級發動機產品，並於2015年成功推出首款乘用車專用NP18發動機後接獲主要客戶之批量生產訂單。於2016年度，來自銷售乘用車發動機產品的收入佔發動機產品部門的收入八成。

此外，集團的汽車零部件分部亦已逐步朝向發展其他高增值乘用車例如轎車、多用途車輛及運動型多用途車方面。按收入貢獻計，來自乘用車零部件的收入為分部所貢獻的收入比例已超越商用小型車分部。由於乘用車發動機及汽車零部件的單價較商用小型車高，多向乘用車業務傾斜將使其收入進一步上升。

專利發動機推動收入及利潤 繼NP18發動機後，集團與技術夥伴組成合營企業柳州菱特動力科技，在開發擁有自主專利之V6發動機產品方面取得重大進展，預期該3.0升進階型號產品將於今年投產。估計由於集團擁有該V6發動機產品的專利，該V6產品系列該享有較高毛利率，而且該產品系列檔次再進一步，估計單價亦較集團現有發動機產品高，從而進一步帶動集團銷售收入及毛利。

擴充產能迎合市場增長 集團營收主體五菱工業旗下的五菱柳機為生產發動機基地，目前裝配功能之總生產能力約為每年800,000台，其中約280,000台用於NP18型號，而缸體及缸蓋鑄造設施之產能則為600,000台。為研發生產V6發動機，集團與技術夥伴組成的合營企業柳州菱特動力科技已於2016年開展基礎設施及主裝配線的興建工程，並預期於2017年初完工並開始投產。

汽車配件製造方面，五菱工業現時位於柳州河西的工業園鄰近上汽通用五菱之乘用車生產基地，佔地逾400,000平方米，已全面投產。並且，近年新建位於柳東地區的生產基地亦陸續落成。該生產基地主要以生產轎車及多用途車輛之零部件。該設施第一及第二期已於2016年7月全面投產。由於乘用車零部件業務大幅增長，且現柳東設施第一及第二期之產能將逐步飽和，集團以代價4,800.0萬元人民幣收購鄰近柳東設施佔地面積約140,500平方米之新工業用地，以啟動柳東設施之第三期發展工程，確保能提供充足產能以適時應付客戶日益增加的需求。

為配合上汽通用五菱位於山東之生產基地於今年下半年推出新款乘用車，五菱工業位於青島之生產設施亦將進行若干技術改造、產能擴展及升級項目，包括設立多條大型注塑生產線、其他自動焊接及組裝線，以及工業用機械人之安裝，預期該等項目將於2017年下半年逐步開始投產。而五菱工業位於重慶之生產設施已投產約一年，並已向上汽通用五菱供應汽車零部件，該設施產能將來亦有擴張的潛能，取決於上汽通用五菱之二期擴充開發計劃。

電動車產品具增長潛力 五菱汽車所設計及開發之汽車產品均主要以「五菱」品牌，其主要產品包括改裝廂式客貨車、非道路車、小型客車及校車等。集團亦為國內可生產新能源電動小型貨車之合資格企業，其包括電動物流車在內的若干產品已於2016年獲得政府公告。集團計劃以此等電動車產品作技術平臺延伸發展，短期內開發適用於相關行業的純電動專用車系列產品。

集團於2016年度售出約50,000輛專用汽車，較去年增加16.3%。預計由於產能增加及推出新型號，集團汽車製造業務將繼續增長。目前，集團之專用汽車分部生產設施位於柳州及青島，各自年產能約為60,000輛及30,000輛。集團計劃於重慶生產設施建設組裝專用汽車之生產廠房，計劃年產能約15,000輛專用汽車，這將擴大專用汽車分部產能，並促進地域多元化發展及成本效益。集團亦將開發高質量及更多功能的新型號小型客車以迎合市場需求及監管標準，其中部分新車計劃於2017年推出。

進軍印尼市場 印尼為世界第四大人口大國，其汽車工業具有龐大發展潛力，因此集團將與上汽通用五菱共同發展該市場，並以配合上汽通用五菱印尼潛在業務為規劃重點於當地建立生產基地。該生產基地之生產線及設施已於2016年下半年開始興建及安裝，計劃安裝及興建之生產線及設施將包括一定數目之焊接、沖壓及組裝生產線，用於生產汽車後懸架及前軸之各類型汽車零部件，計劃首期年量為100,000台／套。預計興建該生產基地之總資本支出約為1.6億元人民幣，預期該生產基地將於2017年下半年展開營運。

中國乘用車市場具巨大增長潛力 據麥肯錫公司發布的2016年中國汽車消費報告，中國的汽車銷量每年增長12.0%以上。根據歐盟中小型企業中心的中國汽車市場報告和中國汽車工業協會的統計數據顯示，總乘用車銷量從2010年的1,375萬台增加到2015年的2,114萬台，5年複合式年增長率為9.0%。此外，擁有乘用車輛的家庭只佔中國家庭總數一小部分。據Euromonitor International的統計數據，2015年擁有乘用車輛的家庭比例僅為7.7%，較2010年增加4.7%。乘用車輛當前的低佔有水準反映中國汽車市場的巨大潛力。

Business Monitor International Ltd.發布的中國汽車2016 (China Autos Report)第2季度報告顯示2016年中國的乘用車銷量預計增長5.0%，並將於2016年至2020年期間以平均每年5.5%的速度增長。估計中國的乘用車銷量將由2,222萬輛增至2020年的2,764萬輛，4年複合式年增長率為5.6%。

免責聲明

本報告由鴻鵬資本證券有限公司（“鴻鵬”）研究部刊發，內容基於其認為可靠的來源，但就其是否公平、準確、完整或正確，鴻鵬概不作出或發出任何明示或默示的保證或承諾。本報告中的所有意見如有更改，恕不另行通知。所提供的資訊僅供參考和閱覽，並非就本文提及的證券或投資進行買賣或交易的建議、要約或招攬。在市場慣例允許的情況下，鴻鵬及其員工和親屬或連絡人，可不時就本報告中提及的公司的證券或相關產品或投資持有頭寸，以及進行買賣。投資涉及風險。投資者應注意，投資的價值和證券的價格可以上升或下跌，過往表現不一定是未來表現的指標。投資者應尋求獨立專業意見，鴻鵬在任何情況下，就投資者使用此報告的資訊而可能蒙受的利潤損失，概不在任何方面承擔責任。本報告的內容的智慧財產權屬於鴻鵬所有。未經鴻鵬許可，任何人不得就任何目的複製、發佈或分發本報告的全部或部分內容。本報告所載觀點，由證監會持牌分析師擬備，並準確反映分析師對有關證券的個人意見。除非另有披露，否則於本報告刊發日期，就本文談及的公司或與該等公司屬同一集團的成員公司的證券，本報告的分析師並無持有任何權益。

鴻鵬資本證券有限公司

地址：香港干諾道中168-200號信德中心西翼16樓1601-1603室

電話：(852) 3423 0000 傳真：(852) 3423 0099 電郵：info@greatroc.com.hk