

五菱汽车(305.HK)

加速向新能源汽车领域扩展



京基證券集團
KINGKEY SECURITIES GROUP

- 五菱汽车大部份客户今年计划产量较去年有较大增幅，由此推测其 FY24E 年度销售额将因而录得可观增长。新客户获得及新能源产品销售增长也将促进其销售增长动力。
- 新能源车价及购车首付双双下降降低购车门槛，以及鼓励换车相关政策，将促进新能源车销量，直接推动新能源车产量，从而增加新能源车零部件订单，五菱汽车的新能源零部件部门销售增长前景将非常正面。
- 五菱汽车拥有质量俱备的新能源客户群，当中包括比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车、福田汽车及哪吒汽车等新能源车企巨头或新兴新能源车企业。而其主要客户上汽通用五菱旗下拥有 10 多款新能源车型，定位瞄准下沉市场。
- 五菱汽车的商用及微小型专用载具行销全球，并已实现新能源及智能化。
- 五菱汽车于香港成立创新中心，并分别与香港理工大学及香港中文大学签署了谅解备忘录及合作备忘录，有利其于港澳地区内建立品牌知名度以推广其新能源商用载具产品及五菱新能源的新能源车产品，及获得新技术专利和进行科研成果转化落地。
- 五菱汽车持股约 20.0%左右的五菱新能源不仅是其进军新能源整车行业之平台，也将是其重要客户。作为五菱新能源第二大且唯一拥有上市平台的股东，五菱汽车具备成为五菱新能源集资平台之条件。若五菱新能源独立上市，则其五菱新能源的持股有望大幅升值，从而推高其本身估值。
- 预测 FY23A-FY26F 期间，五菱汽车总收入 3 年复合增将率将达 6.0%，基于估计五菱的经营利润率由 FY23A 的 0.7%提升至 FY26F 的 2.3%，估计五菱汽车的税前盈利及股东应占溢利 FY23A-FY26F 期间 3 年复合增将率将分别达到 54.3%及 83.9%。
- 若排除联营公司业绩，五菱汽车 FY23A 年度核心股东应占溢利为 9,228 万人民币，高于当期股东应占溢利 293.1%。预测五菱 FY24E、FY25F 及 FY26F 核心股东应占溢利分别为 1.12 亿人民币、1.26 亿人民币及 1.62 亿人民币，分别较 FY24E、FY25F 及 FY26F 股东应占溢利高 119.5%、45.4%及 11.2%
- 五菱汽车 FY25F 市盈率/预测 3 年盈利复合增长率比率仅 0.16 倍。按 FY25F 市盈率/盈利增长比率 0.3 倍作为估值基准，我们设定五菱汽车目标价于 0.81 元。由于目标价较现价有约一倍以上潜在升幅，我们建议买入五菱汽车。

基本数据

投资评级	买入
目标价(港元)	0.81
股价(港元, 6月27日)	0.37
总股数(百万股)	3,298.2
市值(百万港元)	1,220.3
股东持仓状况	广西汽车集团 (56.5%)
行业	汽车/新能源车、零部件
发布日期	2024年6月28日



概览 五菱汽车是国内主要发动机及零部件供应商，覆盖大部份头部综合车企及新興新能源车企。中汽协预计，2024年中国汽车总销量将超过 3,100 万辆，同比增长 3.0%以上，其中乘用车销量 2,680 万辆，同比增长 3%；商用车销量 420 万辆，同比增长 4%。新能源汽车销量 1,150 万辆，出口 550 万辆。其中五菱汽车大部份客户今年计划产量较去年有较大增幅，这意味其本年度销售有望录得可观增长。新客户获得及新能源产品销售增长也将促进其销售增长动力。

新能源车价及购车首付双双下降，以及鼓励换车相关政策，降低购车门槛，促进新能源车销量，直接推动新能源车产量，从而增加新能源车零部件定单，推动五菱新能源零部件部门销售增长。

五菱汽车拥有质量俱备的新能源客户群，当中包括比亚迪、奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车、福田汽车及哪吒汽车等综合整车企业巨头或新興新能源车企业。而其主要客户上汽通用五菱旗下拥有 10 多款新能源车型，定位瞄准下沉市场。

五菱汽车持股 20.0%左右的五菱新能源具备年产 20 万辆的潜在产能，背靠五菱汽车柳州生产基地，且获其供应零部件及提供技术方面等全方位支援，估计五菱新能源将较其他独立新能源车企更快实现盈利，可能在未来 36 个月内达至收支平衡。

五菱汽车于五菱新能源投资成本超过人民币五亿，而后者不仅是五菱汽车进入新能源整车行业之平台，也是其重要客户。作为五菱新能源第二大且唯一拥有上市平台的股东，五菱汽车具备成为五菱新能源集资平台的条件。若五菱新能源独立上市，则五菱汽车持有的五菱新能源股份有望大幅升值，从而推高其本身估值。

预测 FY23A-FY26F 期间，五菱汽车总收入 3 年复合增将率将达 6.0%，基于估计五菱的经营利润率由 FY23A 的 0.7%提升至 FY26F 的 2.3%，估计五菱汽车税前盈利及股东应占溢利 FY23A-FY26F 期间 3 年复合增将率将分别达到 54.3%及 83.9%。

若排除联营公司业绩，五菱汽车的 FY23A 年度核心股东应占溢利为 9,228 万人民币，高于当期股东应占溢利 293.1%。预测五菱 FY24E、FY25F 及 FY26F 核心股东应占溢利分别为 1.12 亿人民币、1.26 亿人民币及 1.62 亿人民币，分别较 FY24E、FY25F 及 FY26F 股东应占溢利高 119.5%、45.4%及 11.2%。

按其 FY25F 预测市盈率为 13.1 倍，五菱汽车 FY25F 市盈率/预测 3 年盈利复合增长率比率仅 0.16 倍。按 FY25F 市盈率/盈利增长比率 0.3 倍作为估值基准，我们设定五菱汽车的目标价于 0.81 元。由于目标价较现价有约一倍潜在升幅，我们建议买入五菱汽车。



过渡至混能系统 五菱汽车的汽车发动机及动力系统产品包括发动机相关铸造件、发动机产品及新能源动力系统相关产品。其目前具备按年计80万台发动机、50万件机加工（缸体缸盖）产品、200万件铸造（缸体缸盖毛坯）产品、25万台新能源汽车电机、15万台新能源汽车电机控制器、及15万台混动总成产能。

其向客户提供汽油机缸体毛坯、气缸盖毛坯等汽车发动机及动力系统铸造件产品。五菱汽车装备了6条年产80万台且达国际先进标准的发动机装配线。而其汽油发动机产品线涵盖最低排量1.0L型号发动机至最高排量2.5L型号之发动机。与市场同类产品比较，其1.0L至2.0L型号发动机产品在市场上具高性价比竞争优势。

五菱汽车提供多维的汽车动力系统产品，既专注于传统石化能源汽车动力系统技术升级，同时布局新能源动力系统集成开发两条赛道。其一方面开发高效低排放发动机，同时推出其自家的电动发动机、电动汽车控制系统，及不同类型的混合动力系统。其通过电机和电机控制器核心研发生产能力，发展出HEV、PHEV、REEV及BEV等多种动力集成产品。

于FY23A，五菱汽车售出合共约246,000台发动机，同比增长7.0%。上汽通用五菱是五菱传统发动机及动力系统的主要客户，占发动机分部FY23A营业额54.1%。其亦向北汽福田、上汽大通、东风汽车及长安汽车等销售发动机，及向比亚迪销售发动机缸体部件。此外，其开发的高效率、高性价比HEV混动总成产品获得客户下单批量采购。

生产平台覆盖面广 五菱汽车产能均设在毗邻客户之地区，这既可节省物流成本，并缩短交付时间，且能对客户需求迅速作出回应反馈，使其本身嵌入客户供应链内，而客户对其的黏度自然较高。其柳州生产基地是核心产能，该基地生产零部件、发动机、商用整车等产品。而其青岛生产基地年产能达60万台汽车底盘及车身类零部件，及年5万辆商用整车改装能力。而其位于重庆的生产基地年产能达40万台零部件及1.8万辆商用整车。而其位于印尼的生产基地配备多条焊接、冲压及组装生产线，年产能达冲焊件、前后大梁总成、后梁总成、前悬挂及其他汽车零部件10万件以上，该基地承接来自上汽通用五菱、韩国现代汽车的订单。其设在印度的生产基地配备注塑及焊接车间，年产能10万件下车体、前大梁、侧围、前地板等焊接总成，及前、后保险杠等注塑件。而其坐落于荆门的生产基地已于2022年下半年上线投产，主要为向长城汽车供应零部件而设，在该基地2023年零部件产量中，一半是供应于新能源车型的零部件产品，该基地已为长城汽车三个新车型之22种新产品展开量产。此外，五菱于南宁也设有产能，2024年开封基地将投产使用。

全门类产能 五菱汽车握有高水平铸造、加工、热处理、冲压、焊接、喷涂和装配等工艺，能生产传统汽车及新能源车所有零部件门类，且具备汽车零部件年产能超过200万台套，产品线覆盖底盘系统（同轴式电桥制动总成、微型商用车电桥、后桥制动摆臂总成、齿轮、后扭转梁总成、后独立悬架、前后副车架、整体式琵琶桥、后桥主减速器同轴动力总成）；车身系统（后下车体焊合总成、车架总成及CCB支架总成、顶盖、发动机盖板、后部下车体、前隔板、车门、货厢总成、前纵梁、A/B/C柱热胀管）；汽车内外饰（座椅总成、座舱系统总成、外饰件、前格栅、前保险杠、门饰板、后扰流板）；电子电器部件（LED灯、组合开关、新能源纯电动压缩机、双电机控制器、电动座椅开关、双枪交流充电桩、车窗开关、压缩机）等。其已实现鼓式电子驻车制动系统（EPB）国产化，而旗下的线控制动产品亦已装配在北汽福田汽车，并获验证具备量产条件。五菱汽车亦是北汽福田皮卡和非承载式SUV产品线的前、后车桥供应商。长城汽车的高端皮卡及SUV车系坦克SUV系列亦搭载了五菱汽车生产的多连杆静音级高端整体式燃油桥。

五菱汽车的车身制造技术及冲压工艺，获国家工信部评选为科研揭榜课题《高档数控机床与基础制造装备》。其完成国内首条超高强钢管热胀成型生产线，已承接来自包括长城、比亚迪等车企共十多种热胀产品订单。此外，五菱汽车具备全流程全自主螺旋伞齿开发能力。其发动机智能制造工厂为国家新一代信息技术与制造业整合发展示范试点，该厂的缸体缸盖车间仅需三人营运。



多元化客户群体 五菱汽车是国内外超过 20 家汽车企业及主机厂的供应商，上汽通用五菱暂时仍是其主要客户，其于 2023 年售出 1,403,066 辆汽车。五菱汽车其他客户包括比亚迪、奇瑞汽车、长安汽车、东风汽车、四川南骏、北京汽车福田、东风汽车、上汽集团、厦门金龙、玉柴机器、郑州日产、一汽集团、长城汽车、吉利汽车、江淮汽车、浙江合众新能源汽车（哪吒汽车）、韩国现代等。

新能源新质生产力 五菱汽车已形成完整的新能源汽车动力系统及零部件的研发、生产及集成能力，旗下新能源汽车产品线囊括除电池外所有新能源汽车零部件门类，包括乘用车、微型车、轻型车和中型车电驱桥，新能源纯电动压缩机，单双电机控制器、PDS 动力推进系统，汽油增程器，驱动电机、及混动发动机等。早于 2022 年 10 月末，五菱汽车已实现第 100 万台新能源车桥下线，成为国内首家微型整体式电动桥产销突破 100 万台的企业。2023 年，供应同轴式电驱桥配套予长安凯程、瑞驰、江淮等车企，并参与江淮汽车、北汽青岛电驱桥及增程器项目，并获来自奇瑞及吉利的新能源商用车电动桥配套订单。

当中，五菱汽车的 HEV 混动发动机是以发动机发电及刹车减速时回收的动能转换成电能。使用 HEV 混合动力解决方案的新能源车辆在低速行驶时使用电动马达辅助，借以节省油耗 30% 并提升加速表现。五菱汽车成功开发出为 1 吨载具平台而设的线控底盘，且关键核心零部件均是自主生产，可用于开发无人驾驶物流配送车、无人驾驶环卫车等产品。五菱汽车升级的第二代智能驾驶系统五菱太空舱，已交付于柳钢集团防钢基地使用。该系统达到限定区域和特定场景 L4 级自动驾驶水平。

主要新能源零部件供应商 五菱汽车是上汽通用五菱新能源车零部件的主要供应商，而上汽通用五菱目前旗下拥有 10 多款新能源车型，定位瞄准下沉市场，车价介乎 30,000 至 110,000 人民币。而上汽通用五菱的主力新能源乘用车产品五菱缤果为例，由五菱汽车独家供应车架、后扭梁及减速器等零部件。2023 年，上汽通用五菱新能源车全年销量达 459,000 辆，其 2024 年新能源车目标销量设定为 700,000 辆，即交付量目标同比增长率 52.5%。此外，五菱汽车供应同轴式电驱桥及其他新能源零部件予长安、瑞驰及江淮等车企，并供应新能源商用车电动桥予奇瑞及吉利汽车。2023 年，长安汽车共售出 422,000 辆新能源车，而其 2024 年新能源车销量目标设定为 750,000 辆，即目标同比增长率 77.7%；吉利汽车 2023 年新能源汽车交付量达 487,461 辆，而其 2024 年新能源汽车销量目标设定为 810,000 辆，即目标同比增长率 66.3%。哪吒汽车也是五菱汽车新能源业务的客户，其 2023 年交付量达 127,400 辆，而其 2024 年交付量目标设定为 300,000 辆，即目标同比增长率 136.2%。五菱汽车设在荆门的生产基地为长城汽车旗下三个新车型之 22 种新产品供应新能源零部件。而在 2023 年，长城汽车交付了 256,400 辆新能源车，同比增长率 113.9%，而其 2024 年计划销量目标设定为 190 万辆，同比增长率 54.3%。

商用车智能及新能源化 五菱汽车是我国主要的微小型专用车生产企业，产品线分专用车（如冷藏车、消防车等）和非道路车（如观光车、高尔夫球车等），五菱汽车的观光车在国内 5A 级景区市占率超过 50%，服务了第 19 届杭州亚运会、残运会等。而其非道路车亦已走向海外，成功出口到北美、日本、越南、缅甸、印尼、巴基斯坦、加拿大等国家和地区。其高尔夫球车产品已出口越南、新加坡、泰国、美国和澳大利亚等国家。2023 年，五菱汽车累计于越南售出超过 200 台观光车及高尔夫球车，2024 年埃及的 200 辆高尔夫球车订单已经开始交付。凭借其强大且灵活的产能和核心零部件自主研发能力，五菱汽车向其客户提供商用车定制化服务，能因应不同客户于不同场景的使用需求，进行商用载具改装和加装。其早在 2009 年起，便开始把新能源技术应用于商用车。其于 2015 年已推出了纯电动商用车产品，并凭借卓越的产品性价比于美国市场取得成功。继新能源化后，五菱汽车商用车产品正迈向智能化。其于 2018 年起已自主研发智能驾驶车辆，其智能驾驶观光车产品正在浙江下姜村、宁波东海半边山、南宁园博园等地被广泛营运。五菱汽车的智能移动储能充电车是一款低速智能载具，该产品除已在北京、上海、浙江等地的交通枢纽、景区、商超、小区等场景投入运营服务外，也在广东、四川、云南、广西等地的高速公路服务区使用，并正被引进到我国台湾省、东南亚和欧洲等市场。而五菱汽车自主研发的汽车低速车自动驾驶系统已经达 L4 水平，而其升级的五菱太空舱搭载了菱御 2.0 智能化系统，并已交付予柳钢集团防钢基地使用。



五菱新能源是主要由五菱汽车及其控股股东广西汽车集团控股的新能源车企。五菱新能源首次募额 22.9 亿人民币，每股注册资本单价 2.2857 人民币，第二次募资 3.9 亿人民币，每股注册资本单价 3.5697 人民币。于今年初，五菱新能源的总资本为 26.8 亿人民币，五菱汽车持有当中的 12.8%，并透过其持股 60.9%的经营主体五菱工业，持有五菱新能源注册资本中的 11.8% 权益，故集团于五菱新能源的持股约为 20.0%。其投资于五菱新能源注册资本及资本储备的成本分别约为 2.2 亿人民币及 3.0 亿人民币。

五菱新能源持股状况

	注册资本 (人民币百万)	资本储备 (人民币百万)	总资本 (人民币百万)	持股比例 (%)
广西汽车	700.0	900.0	1,600.0	59.8%
五菱汽车	142.1	193.5	335.6	12.5%
五菱工业	131.3	168.8	300.1	11.2%
柳州菱边1-5号(员工投资平台)	35.0	45.0	80.0	3.0%
许昌金投	56.0	144.0	200.0	7.5%
广西广投孵化投资基金平台	14.0	36.0	50.0	1.9%
广西睿菱创业投资合伙企业	30.8	79.2	110.0	4.1%
总数	1,109.2	1,566.5	2,675.7	

数据资料来源：五菱汽车

五菱新能源主要从事研发、制造和销售新能源整车，包括高性价比纯电动和插电式混合动力新能源汽车，以及其他以新能源为动力的智能出行载具产品，如物流车、冷藏车、货柜车、及仓棚车等。五菱新能源生产基地位于柳州市柳东区，占地约550,000平方米。相较于部份并不具备生产能力并需外判生产于第三方车厂的新能源车企，五菱新能源具备年产20万辆的潜在产能，配备自动化生产线，但生产基地尚在启动阶段，产量正处爬坡期。其产能全开从而达至规模经济效益尚需时间，如小鹏、蔚来及零跑汽车等新能源车企创立至今仍处于亏损状态，如理想汽车由创立起计，共用了8年时间实现盈利。但由于五菱新能源已具备产能，且产品对标快速增长且获大量政策支持的下沉商用市场，并背靠五菱汽车的柳州生产基地，获五菱汽车零部件供应及全方位技术支援，估计其将较其他独立新能源车企更快达至盈利，有可能在36个月内实现收支平衡。

五菱新能源布局轻微型商用车市场，现有产品包括G050, G100,G200P,G200B及G200产品平台，并同时升级及衍生车型开发。其将针对用户痛点需求，后续会推出中面轻卡，及皮卡产品，全面覆盖6米以下的商用车市场。于2023年6月，五菱新能源推出首款插电式混合动力小皮卡车「菱势黄金卡」，该车型配置“菱擎”超级线性混动系统，采用增程动力，后驱模式，直接驱动电动机最大功率为120千瓦，官方定价为8.98万-9.38万人民币。另一产品G050新能源物流车是由日本ASF株式会社委托五菱新能源研发、生产，专为针对日本小微企业货物短途运输市场需求而开发的右舵纯电动物流K-car商用车，该车获欧盟WVTA整车认证及日本TDS认证，载重量为350公斤，配置电池为宁德时代新能源科技（CATL）产品，充电一次续航里程为230公里，并配备了停車時能防止汽車自行移動系統，顶部配備太阳能充电板等。该车补贴后售价约为150万日元，较日本同级商用轻型纯电动汽车价格低两成左右。首批G050订单已于去年交付日本客户ASF株式会社，并接获韩国市场300台订单，料今年内交付。

菱勢黄金卡



G050



数据资料来源: 新浪汽车 japan.people.com.cn

对五菱汽车而言，五菱新能源不仅是其进入新能源整车行业的平台，也将是其重要客户，五菱汽车为五菱新能源汽车零部件及相關配件主要供应商。作为五菱新能源第二大且唯一拥有上市平台的股东，五菱汽车具备作为五菱新能源融资平台的条件。五菱汽车拥有增持五菱新能源股权至五成的权利，假设五菱新能源进行新一轮融资，大可向五菱汽车作定向增发新股。就筹募购入五菱新能源额外股份资金，五菱汽车可透过其上市平台募资。此外，五菱新能源亦具备独立上市集资的条件，若其独立上市，除可募得新资金外，更有助提升其股东持股的价值，并提供获利离场机会。

大湾区内设立研发中心 为进一步加强其研发及技术转化能力，获得新技术专利，扩大其于大湾区内新能源汽车供应链中的份额，并于港澳地区内建立品牌知名度以推广其自身新能源商用载具产品及五菱新能源的新能源车产品，五菱汽车于香港成立创新中心，并与香港理工大学签署了谅解备忘录，以推进汽车产业科研成果转化及应用落地。其亦与香港中文大学签署了合作备忘录，共同推进双方在汽车产业创新科研领域合作，加强相关科研人员的培养和科研成果的工程化应用。

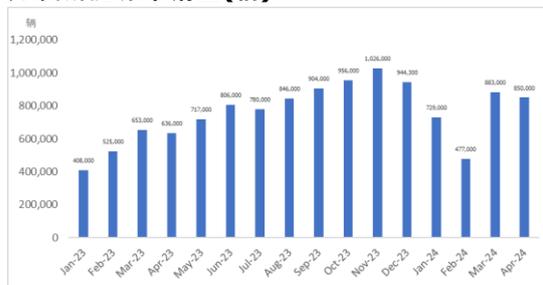


新能源车价降量升 作为多家新能源车制造商的主要零部件供应商，五菱汽车会受惠于受车价及首付下降推动的新能源车销量增长。自 2023 年起内地新能源车市已进行了多轮减价战。今年春节前后，比亚迪推出秦 PLUS DM-i 和驱逐舰 05 两款车型的荣耀版，售价均仅 7.98 万人民币，比两款车型的冠军版分别降价 2 万和 2.2 万元。零跑汽车、一汽丰田、哪吒汽车、欧拉、领克在内的多个汽车品牌也展开如限时保险补贴、限时定金抵现等促销活动。到 4 月，特斯拉宣布降价，旗下 Model 3、Y、S，以及 X 全系在内地市场降价 14,000 人民币。理想汽车也宣布，包括 L7、L8、L9 系列和新型全电动 MEGA 车型在内的所有车型，降价最多 30,000 人民币。各大新能源车制造商能以减价应对竞争，部分原因是电池成本有所下降。在电动车成本结构中，电池占整车成本约四成左右。而至 2024 年 5 月底，电池的主要原料碳酸锂价格同比下跌 64.5%，且较 2022 年 11 月高位下跌 82.3%。电池成本下降直接降低造车成本，使各大厂商有减价空间。车价降低及购车首付双双下降降低购车门槛，促进新能源车消费。中汽协预计，2024 年新能源汽车销量将同比增加 21.1% 至 1,150 万辆。五菱汽车的新能源车零部件产品销量将因新能源车产销量增长及进一步普及化而增加。

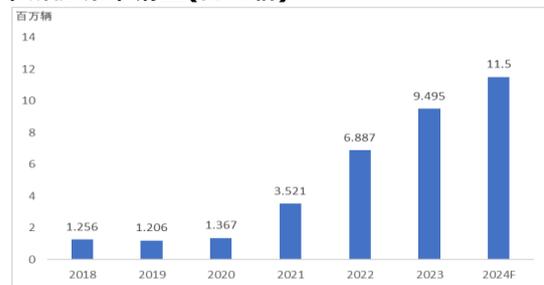
下游客户增产推动其销售增长 据中汽协预计，2024 年中国汽车总销量将超过 3,100 万辆，同比增长 3% 以上。其中，乘用车销量 2,680 万辆，同比增长 3%；商用车销量 420 万辆，同比增长 4%。新能源汽车销量 1,150 万辆，出口 550 万辆。而五菱汽车部份的客户 2024 年的计划销量目标较 2023 年的销量有可观增长，意味五菱的零部件及发动机销售在本年度将录得良好增长。主要客户上汽通用五菱 2024 年新能源车目标销量设定为 700,000 辆，较去年增长 52.5%；东风汽车的 2024 年计划销量目标为 270 万辆，增长 29.3%；长城汽车的 2024 年计划销量目标设定为 190 万辆，增长 54.3%；吉利汽车的 2024 年计划销量目标也为 190 万辆，增长 13.1%；奇瑞汽车的 2024 年计划销量目标设定为 212 万辆，增幅 12.7%；一汽的 2024 年计划销量目标设定为 347 万辆，增幅 2.9%；长安汽车的 2024 年计划销量目标设定为 280 万辆，增幅 9.7%；哪吒汽车的 2024 年计划销量目标设定为 30 万辆，增长 136.2%。预期五菱汽车的部份客户将因应其各自目标销售量以提高产量，从而增加向五菱汽车的零部件及发动机的采购量。此外，新客户获得及新能源产品销售增长也将促进五菱汽车的销售增长动力。

政策促进汽车消费 目前自用传统动力汽车贷款最高发放比例为车价的 80.0%，而自用新能源汽车贷款最高发放比例为车价之 85.0%。简言之，传统燃油汽车车贷首付最低为 20.0%，新能源汽车车贷首付最低为 15.0%。国务院在今年 3 月印发的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》中提到，鼓励银行等金融机构在符合法规、风险可控的前提下，适当降低乘用车贷款首付比例。若降低车贷款首付比，购车门槛将降低，意味着更多消费者有能力购车，这将直接推动汽车销量增长。2023 年 7 月，国家发改委、工信部等 13 个部门就促进汽车消费，印发《关于促进汽车消费的若干措施》通知，当中倡议包括鼓励全国各限购地区尽早下达全年购车指标，因地制宜增加年度购车指标投放；支持开展汽车以旧换新；加快培育二手车市场；加强新能源汽车配套设施建设；降低新能源汽车购置使用成本；推动公共领域增加新能源汽车采购数量，鼓励农村客货邮融合适配车辆更新为新能源汽车，逐年提高新能源汽车采购占比；加强汽车消费金融服务；鼓励各地有效扩大停车位供给等。

月度新能源车销量(辆)



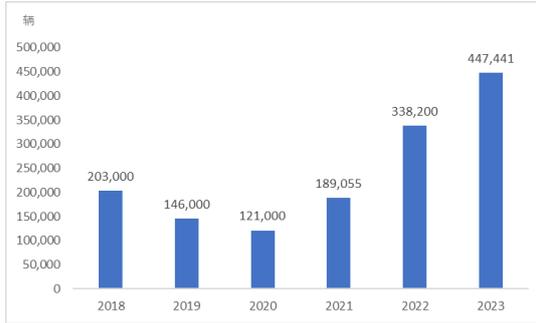
年新能源车销量(百万辆)



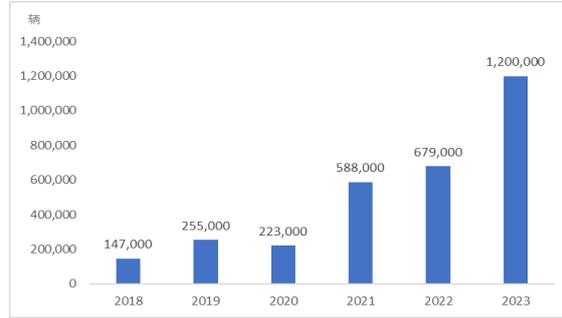
数据资料来源：乘联会、中汽协



新能源商用车销量(辆)



新能源出口量 (辆)



数据资料来源: 乘联会、中汽协



收入盈利分红增长预测

- 五菱汽车的动力系统部门对上汽通用五菱销售佔其总销售额比率由 FY22A 的 62.1% 下降至 FY23A 的 54.1%，同时对上汽通用五菱以外客户的销售额佔其总销售额比率由 FY22A 的 37.5% 升至 FY23A 的 45.9%。于 FY23A，该部门对上汽通用五菱及其他客户销售分别同比下降 25.3% 及同比增加近 5.0%。作为我国专门针对新能源车下沉市场的主要动力系统及零部件供应商，随我国市场及汽车工业全面新能源化，五菱汽车的客户基础将进一步多元化。此外，随五菱新能源的产量上升，五菱汽车对其销售会上升。估计五菱汽车对其现主要客户上汽通用五菱的依存度在 FY26F 前将大幅下降，其收入来源将一步分散，自然来自单一客户的风险将下降。估计来自生产销售新能源动力系统及新能源车相关零部件的收入佔五菱汽车的总收入比重在 FY26F 前将提升至五成以上。
- 推测五菱汽车将逐步优化整车及商用改装车业务，并将透过参与投资五菱新能源，从而进入新能源整车业务。
- 预估 FY23A-FY26F 期间，五菱汽车的汽车动力系统及零部件部门收入 3 年复合增将率将分别达 10.4% 及 7.2%。预测 FY23A-FY26F 期间，五菱的总收入 3 年复合增将率将达 6.0%。
- FY23 年度五菱汽车的汽车动力系统部门及零部件部门的毛利率分别为 10.0% 及 9.6%。预测 FY24E-FY26F 期间，五菱汽车的汽车动力系统部门及零部件部门的毛利率分别为 12.0% 及 9.7%。而预测期内其总体毛利率将达 10.6%，相较于 FY23A 的毛利率 9.9%。
- 估计五菱汽车的税前盈利率将由 FY23A 的 0.7% 改善至 FY26F 的 2.3%，假设是基于包括五菱新能源的联营公司业绩由 FY23A 的亏损 8,207 万人民币收窄至 FY26F 的 1,161 万人民币。估计五菱汽车的税前盈利 FY23A-FY26F 期间 3 年复合增将率将达到 53.9%。
- 估计五菱的股东应佔溢利 FY23A-FY26F 期间 3 年复合增将率将达到 83.9%。
- 若剔除联营公司业绩，五菱的 FY23A 年度核心股东应佔溢利为 9,228 万人民币，高于当期股东应佔溢利 293.1%。预测五菱 FY24E、FY25F 及 FY26F 核心股东应佔溢利分别为 1.12 亿人民币、1.26 亿人民币及 1.62 亿人民币，分别较 FY24E、FY25F 及 FY26F 股东应佔溢利高 96.2%、45.4% 及 11.2%。
- 五菱汽车的分红比率由 FY22A 的 37.3% 上升至 FY23A 的 39.0%。估计在 FY24E 至 FY26F 期间，五菱的分红比率将维持于 40.0%。估计在 FY23A 至 FY26F 期间，五菱的每股分红 3 年复合增将率将达 85.3%。



评级级目标价 五菱汽车的预测 FY23A-FY26F 每股盈利复合式增长率为 83.9%，按每股价 0.37 港元算，其 FY25F 预测市盈率为 13.1 倍，其 FY25F 市盈率/预测 3 年盈利复合增长率比率 (PEG) 仅 0.16 倍。在港交所上市的主要汽车和新能源车整车生产商及零部件生产商加权平均 FY25F 预测市盈率为 12.8 倍，但加权平均市盈率/预测 3 年盈利复合增长率比率为 0.65 倍。按 FY25F 市盈率/盈利增长比率 0.3 倍为估值基准，我们把五菱的目标价定在 0.81 元。由于目标价较现价有超过 1 倍潜在升幅，我们建议买入五菱汽车。

板块估值(6月25日)

代号	公司	市值 百万港元	企业价值 百万港元	市盈率 (倍)	预测 市盈率 (倍)	市净率 (倍)	收益率 (%)	预测3年	
								盈利 复合式增长率 (%)	市盈率 增长率 (倍)
1760 HK	英恒科技	1,566.5	2,625.7	3.9	3.0	0.6	7.4	25.6%	0.12
1316 HK	耐世特	9,010.3	1,061.0	9.0	6.8	0.6	2.2	78.3%	0.09
425 HK	敏实集团	14,478.4	19,317.4	5.9	4.8	0.7	5.5	18.5%	0.26
2333 HK	长城汽车	199,092.8	206,486.6	10.0	8.6	1.4	4.1	23.6%	0.36
175 HK E	吉利汽车	91,375.5	65,431.4	12.0	9.2	1.1	3.1	29.7%	0.31
2238 HK	广汽集团	70,935.1	76,418.1	5.6	5.4	0.2	5.8	7.8%	0.70
1958 HK	北京汽车	15,950.5	28,450.3	4.4	4.5	0.3	7.9	-2.5%	-
1211 HK	比亚迪股份	754,255.1	665,773.1	18.8	15.3	4.5	1.4	20.0%	0.76
9868 HK	小鹏汽车	58,564.2	41,779.4	-	-	1.5	-	-76.8%	-
9866 HK	蔚来	72,106.9	65,533.5	-	-	-	-	-28.8%	-
9863 HK	零跑汽车	35,429.6	18,411.7	-	-	2.6	-	-	-
2015 HK	理想汽车	155,013.6	61,053.5	21.2	13.6	-	-	19.0%	0.71

数据资料来源: Bloomberg



截至12月31日止财政年度之损益表

人民币百万元	FY23A	FY24E	FY25F	FY26F	财务比率	FY23A	FY24E	FY25F	FY26F
收入	10,483.9	10,693.2	11,688.2	12,477.5	应收账款周转天数	97.7	98.1	99.1	99.0
销售成本	(9,446.9)	(9,556.5)	(10,448.2)	(11,153.4)	应付账款周转天数	247.8	247.7	247.7	247.7
毛利	1,037.0	1,136.8	1,240.0	1,324.1	存货周转天数	39.7	39.5	39.7	39.8
其他收亿亏损	190.6	116.4	121.9	103.4	毛利率(%)	9.9	10.6	10.6	10.6
行政销售及研发开支	(944.5)	(950.5)	(1,016.7)	(1,002.6)	经营利润率(%)	0.7	1.2	1.6	2.3
联营公司业绩	(82.1)	(70.5)	(42.1)	(11.6)	EBITDA率(%)	5.9	5.6	5.5	5.8
合资公司业绩	(3.1)	6.0	7.5	9.5	纯利率(%)	0.2	0.5	0.7	1.2
融资成本	(120.5)	(112.8)	(126.9)	(140.6)	核心纯利率(%)	0.9	1.0	1.1	1.3
除税前溢利	77.5	125.4	183.7	282.2	核心权益回报率(%)	4.8	5.7	6.1	7.6
税项	(8.0)	(11.8)	(18.0)	(27.2)	核心资产回报率(%)	0.6	0.7	0.7	0.9
税后溢利	69.5	113.6	165.6	255.0	利息覆盖率(x)	14.0	27.5	11.4	9.4
少数股东权益	46.0	62.6	78.6	109.0	流动比率(x)	1.0	0.9	1.0	1.0
拥有人应占溢利	23.5	51.1	87.0	146.1	净负债对股本比率(x)	(0.4)	(0.8)	(1.0)	(1.2)
拥有人应占核心溢利	92.3	112.1	126.5	162.4	每股盈利(人民币)	0.007	0.015	0.026	0.044
					每股净值(人民币)	0.587	0.596	0.631	0.648
					每股股利(人民币)	0.003	0.006	0.011	0.018

于12月31日之资产负债表

截至12月31日止财政年度之现金流量表

港元百万元	FY23A	FY24E	FY25F	FY26F	港元百万元	FY23A	FY24E	FY25F	FY26F
物业、厂房及设备	2,806.8	2,807.2	2,807.6	2,807.9	税前利润	77.5	125.4	183.7	282.2
使用权资产	224.1	200.1	201.1	202.1	折旧及摊销	410.2	417.6	417.1	417.1
无形资产	95.6	95.6	95.6	95.6	净利息开支	14.7	6.8	19.9	32.6
投资物业	436.4	436.4	436.4	436.4	其他非现金项目	113.7	54.2	24.3	(8.2)
于联营公司之权益	770.4	774.3	688.9	688.9	EBITDA	616.1	604.0	644.9	723.8
于合营公司之权益	120.4	120.4	120.4	120.4	营运资金变动	(6,596.2)	(5,795.3)	(5,590.0)	(5,555.0)
其他	48.6	48.6	48.6	48.6	已付税项	(3.0)	(5.1)	(6.7)	(11.3)
非流动资产	4,502.2	4,482.5	4,398.5	4,399.9	经营现金流量	(5,983.1)	(5,196.3)	(4,951.8)	(4,842.5)
存货	806.4	1,260.0	1,010.0	1,425.0	资本开支	(263.3)	(371.0)	(370.4)	(370.4)
应收账款及票据	6,596.2	7,452.3	8,697.0	8,940.7	于联营/合营公司投资	(25.0)	(30.0)	0.0	0.0
已质押银行存款	529.0	529.0	529.0	529.0	利息收入	105.8	106.0	107.0	108.0
银行结余及现金	2,616.8	2,522.6	2,629.5	3,042.8	其他	91.2	38.1	38.1	38.1
其他	0.2	1.0	1.0	1.0	投资现金净额	(91.3)	(256.9)	(225.3)	(224.3)
流动资产	10,548.6	11,765.0	12,866.5	13,938.6	应收票据所提取垫款	6,750.2	5,118.5	5,179.8	5,256.8
应付账款	6,169.4	6,800.0	7,380.0	7,760.0	银行贷款变动	78.9	423.8	312.5	469.0
银行借贷	1,276.2	787.5	531.0	497.5	已付利息	(62.4)	(112.8)	(126.9)	(140.6)
贴现应收票据垫款	3,274.1	4,650.9	5,171.1	5,714.3	已付股息	(9.2)	(20.4)	(34.8)	(58.4)
其他	306.0	300.9	297.5	297.5	其他	(41.0)	(50.4)	(47.0)	(47.0)
流动负债	11,025.7	12,539.4	13,379.6	14,269.3	融资现金流量	6,716.6	5,358.6	5,283.6	5,479.8
银行借贷	1,034.6	670.9	452.3	423.8	现金变动	642.2	(94.6)	106.4	412.9
其他	39.8	67.9	119.4	167.4	期初现金	1,974.6	2,616.8	2,522.6	2,629.5
非流动负债	1,074.4	738.8	571.7	591.2	汇率变动	(0.0)	0.4	0.4	0.4
股本	11.8	11.8	11.8	11.8	期末现金	2,616.8	2,522.6	2,629.5	3,042.8
储备	1,923.1	1,954.4	2,070.1	2,125.3					
股本权益	1,934.9	1,966.2	2,081.9	2,137.1					
非控股权益	1,015.8	1,003.1	1,231.9	1,340.8					

数据来源: 五菱汽车年报、京基证券集团研究部



免责声明

京基资产管理有限公司（“京基”）及其附属或联营公司并不就此报告之内容提供独立研究或分析。投资产品或服务并不适用于美国人士，亦可能只限在某些司法管辖区提供。

此文件中的一切数据只供一般参考用途，并不旨在构成任何买卖证券、货币、投资、服务之建议、销售或招揽、或是吸引任何资金或存款。除账户及服务条款与细则或其他适用条款与细则另有规定外，此文件中的资料并没顾及个别投资者之目标、财政状况或需要。因此，文中提及的投资产品或不适合所有投资者。任何人士考虑作投资时，应就投资产品的合适性及其他因素寻求独立意见。在作出投资决定前，投资者务必取得投资销售档，而该档应包含风险、费用及开支的数据、和其过去表现（如有），以作为作出投资决定前所考虑的因素。每一个投资者应该仔细考虑与投资相关的风险，并提出根据投资者自身的具体情况决定，该投资是与投资者的投资目标是一致的。

在任何情况下，过往表现未必可作日后业绩的准则。受到各种经济、市场及其他因素影响，未来的结果可能不符合我们的预期。另外，任何潜在风险及回报的预测只作说明之用，不应被视为最大可能损失或收益。投资并非存款，且未获得京基或其附属或联营公司、任何当地政府或保险机构的负责、保证或承保；投资带有风险，亦可能导致本金的损失。投资者应注意，投资于以非本土货币结算的基金将受汇率波动的影响，可能导致本金出现亏损（如适用）。京基或其分支机构都不会为任何投资产品的税务处理负上任何责任，无论投资产品是否由京基的附属公司管理的信托或公司所购买。京基假设，在作出任何承诺投资前，投资者（如适用，其受益人）已征询一切税收，法律或其他的意见，并已为其在京基的投资产品所产生的收益或增值的相关税项作出安排。如投资者享有的居住权、公民权、国籍或工作地点有变，则有责任自行了解本身之投资交易会否受到有关变动所影响，并确保本身于有关时间及情况下遵守一切适用的法例及规例。

虽然当中资料乃取自及根据京基认为可靠之来源，除账户及服务条款与细则或其他适用条款与细则另有规定外，本行并不保证其准确性或完整性，并要接受本行对于使用本报告后出现的任何直接或间接损失并不负责。在本报告所提供的意见，可能和京基的其他业务和其联营公司所提供的意见不同，此报告之内容并不是用于提供对未来事件之预测，及不用于保证未来表现或投资建议，并基于市况及其他状况下而有所改变。当中数据亦不是用来对策略或概念方面作详尽讨论。

任何时候，对于京基集团的联营公司和其他代表向客户提供产品及服务，京基集团可能会给予报酬。本档不是京基的官方声明，或不代表所有通过或透过京基进行的投资。若了解帐户及交易的准确记录，请参考官方纪录。

未获得京基书面授权下，本档不得转载或不流传。流通和分配的方式在某些国家或受到法律或法规所限制。拥有本档的人士，需明白及遵守这些限制。禁止任何未经授权的使用，复制或披露本档，否则可能被起诉。本文件由京基资产管理有限公司派发。金融工具的价格和供应有机会随时改变，恕不另行通知。某些高波幅投资有机会出现突然和巨大的价值下跌，亏损可能相等于投资者最初的投资金额。

京基和其高级职员、董事和雇员，包括本报告准备和发布过程中涉及人员，可不时(1) 在本报告中提到的任何证券持仓，或购买或售出其股票，或其投资；(2) 和本报告中提到的公司存在咨询、投行或其它经纪业务关系；和(3) 在适用法律许可情况下，在本报告发布之前或紧接之后，在其自己的针对本报告中某个公司的投资帐户中使用本报告信息或者依据此信息行动（包括进行交易）

京基证券集团有限公司

地址: 香港灣仔駱克道 88 號 13 樓

电话: (852)3423 0090

传真: (852)3423 0099

电邮: kksj.info@kkgroup.com.hk