

五菱汽车(305 HK)

受惠于新能源化、价值被过度低估



京基證券集團
KINGKEY SECURITIES GROUP

- 五菱汽车具备跨新旧能源动力系统产品组合、全门类新旧新能源车零部件产品组合，以及不断优化，覆盖传统及新能源多元及分散的客户群，其将受惠于我国以至全球汽车工业及市场全面新能源化。
- 受惠于政府和事业单位倾向采购新能源车，部分省市也出台相关政策，五菱汽车的非道路车改装车产品及新能源车相关产品有望迎来新的高增长长期。
- 五菱新能源现阶段专注以菱势品牌产销高性价比纯电动、混能及增程式商用车，立足国内，并幅射至东亚、东南亚、中亚、中南美洲等市场。由于渗透率低，新能源商用车正是当下新能源车市场的增长热点。
- 五菱汽车与五菱新能源相辅相承。后者获前者技术及产能支援，而前者既持有后者 20.0% 股权，同时是后者的主要供应商。若五菱新能源独立上市，其价值将体现，从而推升五菱汽车的资产及股本价值。
- 估计五菱汽车 FY23A-FY26F 股东应佔溢利及核心溢利 3 年复合式增长率将分别达 93.5% 及 27.7%。
- 其 FY24E 营业额是其市值的 8.0x (P/S 市值对销售比 0.12x)，其现股价仅是其 FY24E 帐面值的 63.5%。与同业（零部件板块）加权平均 FY25F PEG 2.2x 及 3 年盈利复合式增长率 13.9% 比较，五菱汽车估值被低估。按 FY24E 及 FY25F 剔除联营及合营公司盈亏的股东应佔核心利润 1.26 亿人民币及 1.48 亿人民币，集团的 FY24E 及 FY25F 市盈率分别仅为 9.9x 及 8.4x。
- 按五菱汽车 FY25F PEG (FY25F 市盈与每股盈利 3 年复合式增长率) 0.3x，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持于 0.81 港元。其 2024 年 6 月底持净现金达 4.85 亿人民币，具备增派股息或回购股份的财务资源。

基本数据

投资评级	买入
目标价(港元)	0.81
股价(港元, 1月7日)	0.40
总股数(百万股)	3,298.2
市值(百万港元)	1,319.3
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	2025年1月8日



概览 五菱汽车具备跨新旧能源动力系统产品组合，以及全门类跨新旧能源零部件产品组合，面向超过 20 家国内主流主机厂及全球各地汽车工业企业客户，其将是我国及全球汽车工业及市场全面新能源化的受惠企业。五菱汽车具备全面的产能，而其客户结构亦不断优化。基于其很早前已布局新能源关键零部件产品生产业务，其在新能源电动桥等核心零部件产品市场已取得可观份额及建立了品牌知名度。五菱汽车也透过与各大院校开展合作研发项目，并成立了创新中心和前瞻中心，从而不断强化研发能力以推陈出新。其具规模及品类齐全产能是其竞争优势，让其较竞争对手更易获得新客户，并从现有客户处获交差销售机会。五菱汽车持股 20.0% 的五菱新能源定位为高性价比新能源商用车主机厂，与成熟的新能源乘用车市场比较，新能源商用车现渗透率仍低，而且商用车使用率远高于乘用车，其产品生命周期较短折旧率较高导致置换率也高于乘用车，故新能源商用车正是当下新能源车市场的增长热点。若五菱新能源独立上市，其价值将体现，对提升其股东五菱汽车的资产值及股东回报有促进作用。我们在 2024 年 10 月曾到访柳州参观五菱汽车及五菱新能源的生产车间，对五菱汽车及菱势品牌的新能源商用整车产品及高度智能化及运用大量物联网技术的生产流程印象深刻。

我们估计五菱汽车 FY23A-FY26F 股东应占溢利 3 年复合式增长率将达 93.5%，而其核心溢利 3 年复合式增长率预计为 27.7%。我们认为现五菱的市值与其销售及生产设施规模，以至资产并不匹配。其 FY24E 的营业额是其市值的 8.0x (P/S 市值对销售比 0.12x)，其现股价仅是其帐面值的 63.5%。而与同业（零部件板块）加权平均 FY25F PEG 2.2x 及 3 年盈利复合式增长率 13.9% 比较，五菱汽车估值偏低。按 FY24E 及 FY25F 剔除联营及合营公司盈亏的股东应占核心利润 1.26 亿人民币及 1.48 亿人民币，集团 FY24E 及 FY25F 市盈率分别为 9.9x 及 8.4x。

中证监提出了对国企上市公司提升股东回报要求，涵盖利润分配、现金分红及市值管理，而五菱汽车的股利率及权益回报率尚有提升空间。其 2024 年 6 月底持净现金达 4.85 亿人民币，具备增派股息或回购股份的财务资源。按五菱汽车 FY25F PEG (FY25F 市盈与每股盈利 3 年复合式增长率) 0.3x，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持 0.81 港元。



覆盖新旧能源的动力系统组合 五菱汽车的发动机相关产能高度垂直整合，其基于节能汽车及新能源汽车行业发展，专注于车用发动机，车用新能源动力系统，车用动力域铸造件发展，具备发动机 60 万年产能，新能源动力系统 20 万台套年产能，铸造件 200 万件年产能。于 2024 年上半年，旗下五菱柳机的铸件产品销量为 515,000 件，同比增长 26.2%，售出 84,000 台汽车动力系统。

- 五菱汽车发动机部门产品组合全面，涵盖传统燃油发动机、混动动力发动机，主要包括 1.0-2.5L 主流的产品组合，为传统及新能源汽车提供节能减排的动力“策源地”，是上汽通用五菱、五菱新能源、江淮汽车、东风汽车、长安汽车、北汽福田、上汽大通、北汽制造等多家整车企业的重要动力配套伙伴。

传统动力方案主要由燃油发动机及变速器组成，针对轻型商用车燃料消耗量制定的第四阶段强制性国家标准《轻型商用车燃料消耗量限值及评价指标》将于 2026 年 1 月 1 日实施，五菱发动机部门开发的超高效能发动机项目 H 平台专为符合轻商四阶段油耗法规而设，最高热效率可达 41.0%，通过进一步进行降低燃油消耗率支撑整车节能减排，其当前开发 H16B 及 H20B 高效率发动机已获得包括北汽福田，东风汽车等整车客户项目定点，正在协同匹配整车开发，预计 2025 年陆续投放市场。

五菱汽车发动机部门从原来专注小于 3.5T 的汽油微小卡市场动力集成，向上拓展至 3.5-4.5T 的蓝牌轻卡及皮卡市场动力集成应用，以扩大市场应用边界，其正在开发 2.5L 排量的发动机，该发动机包括燃油版、CNG 版，通过拓展产品线，加大市场开拓力度。

- 在新能源动力系统方面，五菱汽车以混动发动机为依托，通过电机电控集成应用，能提供各种主流新能源动力解决方案，包括混合动力（HEV）、插电式混合动力（PHEV）、增程式（REEV）及纯电动（BEV），及相关的电机、电控及混动箱等新能源动力系统部件，当前其已完成 1.5T+DHT 混动系统架构平台开发及产能建设，计划 2025 年初实现批量生产。
- 车用动力域铸造件方面，五菱汽车已完成缸盖毛坯铸造产能的扩产，并成为长源（比亚迪一级供应商）、上汽通用五菱、柳州赛克的核心供应商，其铸造件正在进一步扩大生产规模及应用场景，2024 年 10 月，五菱汽车旗下的五菱柳机缸体缸盖毛坯产品获得自治区级制造业单项冠军企业认定。
- 依托汽油机与电机耦合集成技术沉淀，在构建发动机-电机-电机控制器系统混合动力开发与制造优势基础上，五菱汽车 2024 年 12 月建成了新能源集成电驱车间，新增混动及纯电电驱系统产能 10 万台套/年，其新一代高效混动总成、新一代纵置 DHT、多合一电驱系统正式发布。
- 此外，五菱汽车 LJ469Q-AEC、LJ481Q6 两款发动机顺利通过欧洲经济委员会 E-mark 认证，成功获得欧盟市场“准入证”，搭载这两款发动机的首批整车也将进入欧盟市场。

全门类零部件产品系列 于 FY24E 上半年，受惠于高毛利产品销售增加，五菱汽车零部件部门经营溢利同比增长 44.3% 至 7,588.3 万人民币。五菱汽车具备高水平铸造、加工、热处理、冲压、焊接、喷涂和装配等工艺技术，以及超过 200 万套零部件年产能。其能生产传统汽车及新能源车大部份零部件门类，产品组合覆盖底盘系统（同轴式电桥制动总成、微型商用车桥、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 柱热气管）；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、坐仓）；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、多功能开关、EPD 控制器）等。五菱工业已实现鼓式电子驻车制动系统（EPB）国产化。由于具备全门类汽车零部件及动力系统产品线，五菱汽车的潜在客户群及市场域面广阔，包括国内外主机厂、整车生产企业及零部件商。凭籍齐全的产品组合，五菱汽车能向客户作交差销售，以及提供整车生产方案。



五菱汽车近年来一直在克服“卡脖子”难题。其设立了国内首条热胀成型生产线。该生产线出产的热胀产品具有高强度、轻量化、随形工艺好等优势，在大幅提升强度前提下，较传统高强度钢板冲压工艺还可减重近 30.0%。五菱汽车已承接长城、比亚迪等汽车品牌中高端车型 30 余种热胀产品。现其第二条热胀成型生产线已投产，更充裕的热胀成型产能将为承接更多中高端车型奠定基础。此外，五菱汽车是国内首家实现新能源汽车同轴式电驱桥产品批量生产的企业，而同轴式电驱桥被视为新能源汽车的动力“心脏”。与同类产品相比，五菱汽车的同轴式电驱桥结构更紧凑，重量减轻 5.0%，能耗节约 2.0%。该产品已量产并装配在 4 款车型。而其电子差速锁也将在 2025 年量产。

生产基地网络 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车间所在，具备零部件年产能 90 万件套、动力系统年产能 80 万台及商用整车年改装能力 5 万辆。其设在青岛的生产基地具备零部件年产能 60 万件套及商用整车年改装能力 5 万辆。其位重庆的生产基地年产能达 40 万台零部件及 2.0 万辆商用整车年改装能力。而其坐落于荆门的生产基地于 2022 年下半年上线投产，年产能达零部件 10 万台套。该生产基地供应新能源车部件及传统车部件予长城汽车，为长城汽车多款车型供应超过 22 项门类部件。截至 2023 年底，该基地供应零部件供予长城汽车的 5 款车型平台、16 个大类产品。五菱于南宁的生产基地设计零部件年产能 10 万台套。其于开封的生产基地亦将投产。海外市场方面，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 10 万件以上冲焊件、前后大梁总成、后梁总成、前悬挂及其他汽车零部件，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，及前后保险杆等注塑件。

全面新能源整车生产解决方案 除动力电池及部份软件外，五菱汽车基本上能研发生产新能源车大部份主要部件及零部件，提供新能源整车生产解决方案。其具备全面的新能源车动力系统及配件研发、生产及集成能力。主要部件产品电驱动桥是各类电动或混能车的关键部件。主流新能源动力总成系统分别为混能动力总成系统和纯电动总成系统。混能动力总成系统由发动机、变速器、传动系统、电池、电动机和控制电路组成；而纯电动系统主要是电驱动系统。两种驱动方式也须配备电驱动桥。该部件由电动机、减速器（包括差速器、齿轮、轴承）、驱动半轴、刚性桥壳及轮毂轴承等零部件集成，功能为动力提供、承受负载、降低转速、增大扭矩及保证左右车轮差速。五菱汽车的整体式商用车电动桥产品轴荷覆盖 0.6-4.5 吨，而其断开式乘用车电驱动系统产品功率覆盖 30-130 千瓦。

- 五菱汽车主要的新能源零部件及部件产品组合还包括新能源纯电动压缩机（新能源车空调系统中的核心部件，功用为压缩制冷剂，从而制冷）、高性能扁线电机（驱动电机，提升加速性能及降噪）、高功率密度单双电机控制器（电子控制单元，控制电机运行，将电池提供的直流电转换为电机所需的交流电）、集成式 DHT 混动箱（Dedicated Hybrid Transmission，混合动力变速箱）、PHEV 混动总成（插电式混合动力总成）、二合一发电系统部件、二合一增程发电系统、REEV 增程混动总成（含发动机、发电机、发电机控制器总成、驱动电机、电机控制器总成、逆变器、动力电池、减速器、热管理系统、ISG 启发电一体机、耦合机构）、PDS 动力推进系统（Power Drive System 驱动模块和电机组成的动力驱动系统）、汽油增程器（在电池电量不足时，通过燃烧汽油来发电），驱动电机（将电能转换为机械能，驱动汽车行驶，在制动或减速时，驱动电机可将车辆动能转换为电能，并通过电机控制器向动力电池充电，实现能量回收）、及混动发动机等。



- 五菱汽车具备全面的新能源动力平台产品线，涵盖混合动力（HEV）、插电式混合动力（PHEV）、增程式（REEV）及电动（BEV）。HEV混合动力平台结合内燃引擎和电机，通过混合动力系统提供动力。在HEV工作过程中，电机辅助内燃引擎工作，提高燃油效率并减少排放。HEV采用的电池通常容量较小，可通过引擎或再生制动系统充电。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中低速行驶时使用电动马达辅助，籍以节省油耗30.0%并提升加速表现。PHEV插电式混合动力平台是HEV的升级，其配备较大容量的电池，因此具备更长的纯电行驶里程。此外，PHEV可籍外部电源充电，当电池耗尽后，内燃引擎介入工作。REEV增程式平台主要靠电机驱动车轮，内燃引擎则作为增程器用于发电及为电池充电以延长续航里程，而不直接驱动车轮。BEV纯电动全靠电机驱动，是目前我国新能源车主流驱动系统。

多元客户群体 五菱汽车是国内外超过 20 家汽车相关企业及主机厂的供应商。其中，上汽通用五菱暂时仍是其主要客户，其他终端客户包括比亚迪、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。

- 五菱汽车是吉利汽车的非承载式车架及后桥，以至其他新能源商用车专用电动桥及相关配套产品的供应商。其亦提供车架产品予东风汽车的猛士 SUV 系列，以及向后者提供动力系统；五菱汽车供应单双排侧围及顶盖予一汽集团，并提供顶盖及侧围内外板予上汽集团及重庆机电控股合资的卡车主机厂上汽红岩。其供应后桥及动力系统予上汽旗下的新能源MPV 主机厂上汽大通、并提供后桥总承予新能源商用车主机厂山东雷驰及新能源车企山东豪驰。其向奇瑞商用车供应明窗电桥、及为后者的 KP11 燃油皮卡而设的前桥及后桥。
- 截至 2023 年底，五菱汽车为长城汽车的 5 个车型平台、16 个大类产品供应零部件，如提供多连杆静音级高端整体式燃油桥予坦克 SUV 车系，以及为其供应中亚地区销售的欧亚版车型提供电桥、为炮越野黑武士皮卡提供专用插混后桥、后牵引装置安装横梁和多种热气球产品等部件产品。
- 五菱汽车为北汽福田的皮卡和非承载式 SUV 车系提供线控制动部件、动力系统及前后车桥，并提供前副防撞梁和多种热气球产品予比亚迪。此外，五菱汽车供应同轴式电驱桥配套予长安凯程、瑞驰、江淮等车企的电动车系列，并供应新能源商用车电动桥及相关配套予奇瑞。五菱汽车也向其他汽车零部件生产商如赛克科技，及发动机生产商如广西玉柴机器供应零部件及动力系统组件。
- 五菱汽车的客户群中，主要客户上汽通用五菱 2024 年 1-10 月累计全球销售 122.1 万辆，同比增长 6.7%，其中国内外新能源销售 57.5 万辆，同比增长 60.6%。上汽通用五菱计划到 2025 年实现新能源整车产销 255 万辆，其中包括纯电 135 万辆、混动 120 万辆。
- 东风汽车于 2024 年 1-11 月期间整车产量为 223.6 万辆，销量为 201.0 万辆，其中新能源整车销量为 70.0 万辆，同比增长 82.3%。东风 2025 年产销目标为 400.0 万辆。长安汽车 2024 年 1-11 月累计产量为 230.8 万辆，同比下降 2.0%。
- 长城汽车 2024 年 1-11 月累计产量 110.8 万辆，同比下降 5.7%，2025 年目标全球销量 400.0 万辆，当中 80.0%为新能源汽车。吉利汽车 2024 年 1-11 月累计销量 300.7 万辆，同比增长 21.0%，2025 年目标销量 365.0 万辆，旗下新能源品牌极氪 2025 年目标销量 65 万辆。奇瑞汽车 2024 年 1-11 月累计产量 230.5 万辆，同比增长 38.4%，2025 年目标销量 400.0 万辆。江淮汽车 2024 年 1-11 月累计产量 37.0 万辆，同比下降 10.7%，而与大众合作的合资公司大众汽车（安徽）计划到 2025 年年产量达 20-25 万辆。哪吒汽车 2024 年 1-11 月累计交付量 14.4 万辆，同比增长 142.0%，2025 年目标产量 40-50 万辆。

专门商用整车产品线 五菱汽车商用车产品为专门化及客制化，完全按客户要求设计生产。五菱汽车深耕众多高附加值细分领域商用车市场多年，其已开发出品类繁多的产品门类，是我国主要微小型专用车头部生产企业。其产品为专用车，如冷藏车、环卫车、消防车、微型厢式运输车、警车、侧开式微型厢式运输车等，及非道路车，如观光车、高球车等。其观光车在国内 5A 级景区市占率超过五成，并于第 19 届杭州亚运会及残运会、全国第一届学青会等全国体育赛事被投入使用。凭籍其强大产能和零部件自主研发能力，五菱汽车商用车部门的主要竞争优势为其专业客制化能力，如其向食品和饮料公司百事公司交付了百余辆货车。这些商用车是 10.8 立方米移动小店铺，集展示、售卖、货品配送等多项功能于一身。现政府和事业单位采购倾向于新能源化的特种改装车，部分省市也有相关政策出台，因此五菱汽车的非道路车改装车产品有望迎来新的高增长长期。

五菱汽车于 2022 年把其部分商用整车部门生产设施转移至五菱新能源，以作为支付其入股后者的部份对价。五菱汽车正朝无人化及智能化场景，开发线控底盘系列产品，覆盖智慧储能充电、智慧文旅、安防巡检、无人环卫等无人驾驶商业化场景。当中智能储能充电车为低速智能化，专为插电式新能源车充电而设的活动充电设备载具。该产品已在北京、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，也投入到广东、四川、云南、广西等地的高速公路服务区使用，并被引进至我国台湾省、东南亚和欧洲等市场。现插电式新能源车充电设施位置固定，而智能储能充电车能行走至服务对象，这将扩大充电站及停车场的充电服务能力范围及提升服务灵活性。此外，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。在人工智能赋能下，太多无人载具应用场境有待开发，市场潜力無可限量。

智能储能充电车



信息来源：五菱汽车

五菱汽车商用车产品出口到北美、日本、越南、缅甸、印度尼西亚、巴基斯坦、加拿大等国家和地区。其观光车、高尔夫球车等产品销至越南、泰国、美国、加拿大、澳大利亚、埃及等多国。2023 年，五菱汽车累计于越南交付超过 200 台观光车及高尔夫球车，2024 年 9 月，五菱汽车向澳大利亚交付首批高尔夫球车，亦于埃及交付了 200 辆高球车。

研发能力及制定行业标准 五菱汽车拥有多项专利，并设有多所专业实验室所，具备零部件及整车自主研发试验能力，其中有国家合格评定国家认可委员会认可的实验室，可对境内外提出申请的合格评定机构开展能力评价并对其监管，并可参与合格评定及认可相关国际活动。五菱汽车正快速发展轻型新能源电动驱动桥、小排量节能混合动力、纯电动及增程式新能源全新平台等，同时发展轻量化、高强度材料成型及异形材料连接等技术，并已累绩一定数量专利。五菱汽车不断加大关键零部件产品核心技术研发投入，解决一批“卡脖子”问题，同时加强基础研究和试验试制平台建设，强化人才队伍培养。其成立香港创新中心及上海前瞻中心。其与香港理工大学、香港中文大学、香港应科院、重庆大学等院系及各大科研机构展开合作，推动前沿技术研究与应用落地。

五菱新能源是由五菱汽车及其控股股东广西汽车集团整合新能源整车业务成立的控股子公司。五菱新能源首次募资额 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，五菱汽车直接持有当中的 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，故五菱汽车实际持有新能源 20.0%股权。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。

- 五菱新能源的生产基地位于柳州市柳东区，佔地 824 亩（55 万平方米），与五菱工业及五菱柳机的生产车间距离不足 1 小时。总固定资产投资 24.7 亿人民币，该生产基地配备智能制造生产设施、数字孪生能力及光伏发电系统等国内先进技术。生产基地产能为每小时 40 辆（40 Jobs per hour），年产能约 20 万辆。该生产基地于 2021 年 10 月投产。
- 与部份新能源主机厂比较，五菱新能源背靠五菱汽车，具备较强竞争优势。自产品开发到生产，五菱汽车就深入参与其中，提供全面技术及产能支援予五菱新能源。而五菱汽车在新能源车领域累积丰富经验、成熟技术及知识产权，特别在新能源动力系统方面，都正转化为五菱新能源及其菱势品牌新能源车的技术及研发优势。此外，五菱新能源生产基地毗邻动力系统及零部件供应商五菱汽车的生产车间，确保了其供应链稳定，而五菱汽车也能快速响应解决五菱新能源突发的生产问题。此外，五菱新能源本身也累积相当技术及知识产权储备，涵盖电池系统集成开发体系及电池包装技术、整车控制、混合动力驱动系统开发能力、驱动模式、软件编程等。
- 目前其菱势品牌旗下的产品线包括菱势 G201B 黄金仓、G050-L 左舵物流车及 G210P 黄金小卡。在 2024 年 2 月上市的 G201B 黄金仓是纯电动微面（微型商用货车）平台，按新欧洲驾驶循环 NEDC，其磷酸铁锂电池纯电续航里程 230 公里，体积为 5,430mm /1,760mm /2,025mm，最大载货量 3,000.0kg，座位数 2 个。黄金仓平台的豪华版售价 14.7 万人民币至 15.3 万人民币，而经济版售价则约 7.6 万人民币。

G201B



G050



信息源：五菱新能源

- G050-L 左舵物流车是五菱新能源与韩国汽车零部件商大昌汽车合作于韩国推出的微型纯电动商用车，该产品基于五菱新能源为日本 ASF 株式会社开发的右舵微型纯电动物流 K-car 商用平台发展出来。该车配置宁德时代电池，续航里程 230 公里，载重量为 350 公斤，并已获欧盟 WVTA 整车认证。
- 2024 年 10 月上市的 G210P 黄金小卡为纯电动微型商用车，搭载 80kw 驱动电机和宁德时代 53.58kwh 磷酸铁锂电池，续航里程为 318km。黄金小卡体积为 5,660mm/1,930mm/2,645mm，轴距 3,430mm，载重为 1,590.0kg，菱势黄金小卡的官方指导价为 8.80-9.35 万人民币。黄金小卡获第九届中国新能源物流车挑战赛 5 项大奖，包括最佳续航奖、最佳动力性能奖、最佳节能能力奖、全能金奖及组委会推荐奖。



- 五菱新能源已进行外销，其已向美国新能源商用车客户Mullen Automotive及智能交通解决方案商Indigo销售G105-3纯电动物流车及G050-L物流车。其向欧洲新能源商用车企FEST供应G105-3及G50纯电动微型物流车以供后者在欧洲销售，并透过芜湖顺为汽车零部件及SOVA于俄罗斯提供G106新能源物流车及G200P黄金卡；透过芜湖顺为及二手车出口企业伊犁星河于中亚销售G100、G100P新能源商用车及G200P黄金卡；透过印尼综合企业金光集团于印尼销售G100、G200及G200B。其为日本ASF株式会社开发了G050平台并实现了交付，并在G050平台基础上开发G050-L左舵物流车，并与韩国汽车零部件商大昌汽车合作于韩国推出，在韩国累计销量超过300辆。五菱新能源在香港推出了G050、G200及G100R等商用车系。
- 五菱新能源现阶段专注以菱势品牌产销纯电动、混能及增程式商用车，并以国内作为主市场，同时开发东南亚、中亚、中南美洲等新興市场，并以KD及技术输出方式（如于海外设立研发中心）发展全球其他市场。五菱新能源菱势品牌已经推出5款车型，其计划在2025年及2026年分别推出6款及4款车型，部份定价为50,000-60,000人民币的高性价比商用物流车。此外，五菱新能源规划了6项新能源乘用车项目。
- 五菱新能源的新能源车销量由2022年的6,212辆同比增长61.4%至2023年的10,026辆。估计2024年全年销量将能达近14,000辆，同比增长近四成。
- 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，也是其客户，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，既可募得新资金，更有助提升五菱汽车的资产值及股东回报。
- 五菱汽车的控股股东广西汽车集团将在2025年启动营收倍增及实现主营业务高质量发展之计划，“菱势工程”。该计划总投资额150亿人民币，目标在2025至2027年期间实施131战略，即打造1个新能源整车品牌（即“菱势”品牌）、3个国家级单项冠军、1个汽车产业生态链。其中，“菱势”新能源整车品牌定位为轻微型新能源商用车市场领导者；并凭籍发挥五菱汽车及广西汽车集团旗下各子企业的传统业务优势，打造3个国家级制造业单项冠军。同时进一步拓展汽车产业链上下游资源，包括汽车服务与贸易、汽车数字化、高端智能装备、汽车文旅产品、绿色工业服务等产业，进一步完善1个汽车产业生态链。



新能源促进因素 2018年至2023年期间，我国汽车产量5年复合式增长率为1.6%，由2018年的2,718万辆增至2023年的3,016万辆。同期，我国新能源车产量5年复合式增长率高达49.8%，于2023年达至950万辆。多项促进因素正推动我国汽车工业及市场全面新能源化，包括短期刺激需求因素如汽车消费置换政策、中长期促进因素如动力电池成本下降、开发海外市场、国内新能源车相关基建日趋完善等。

鼓励及促进汽车消费置换政策 商务部、财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、生态环境部以及税务总局于2024年4月推出汽车以旧换新政策，延续至2025年多个省市将继续实施汽车以旧换新政策。根据汽车以旧换新政策，居民报废并新购置新能源车或燃油车均可获补贴。其中报废国三及以下排放标准燃油乘用车或2018年4月30日前注册登记的新能源乘用车，并在指定汽车销售企业购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或2.0升及以下排量燃油乘用车新车，可享受额外补贴。政策的补贴标准为：

- 报废并新购置新能源车的补贴为10,000人民币。
- 报废并新购置燃油车的补贴为7,000人民币。
- 报废旧车并购买新能源乘用车新车的补贴为20,000人民币，购买2.0升及以下排量燃油乘用车新车的补贴为15,000人民币。
- 对符合条件的乘用车，实施购置税减免政策。
- 减免或降低部分车船税，降低消费者用车成本。
- 个人消费者报废名下符合条件的旧车并购买新车，可以获得一次性补贴。具体报废旧车和购买新车的条件、补贴标准等，通常参照商务部等七部门发布的相关通知执行。
- 消费者转让名下符合条件的旧车并购买新车，也可获补贴。
- 每名消费者在一个自然年度内最多可享受一次汽车报废更新补贴和一次汽车置换更新补贴。
- 同一辆新车只能选择申领汽车报废更新补贴或置换更新补贴。
- 对于2024年7月25日至2024年12月31日期间，仅部分取得相关证明材料的消费者，如能在2025年1月1日至2月28日期间全部取得上述证明材料，将被纳入2025年的补贴政策支持范围内。

汽车以旧换新政策鼓励报废老旧汽车并购买新车，特别是新能源车，这有助推动新能源车，及间接支持新能源汽车基础设施建设，如充电桩、换电站等投资建设。而且也推动了公交、出租、环卫等用车全面电动化。以旧换新政策在拉动汽车消费方面已取得一定成效，2024年1-10月全国报废汽车回收量同比增长超过五成，全国汽车报废更新申请量、全国汽车置换更新申请量均已突破200万份，累计超过400万份。根据商务部数据，汽车以旧换新政策已拉动全年乘用车市场超160万辆的增量，乘用车市场零售量有望增长超过5.0%。部分地区在以旧换新政策的基础上，增加额外购置新能源车或节能车的补贴。部分地区发放汽车消费券，供消费者在指定商户使用抵扣购车款。部分地区推动新能源汽车下乡政策，鼓励农村地区消费者置换新能源车。财政部提前下达2025年新能源汽车补贴，总额超98.9亿人民币，覆盖全国33个省市区和新能源汽车推广应用领域。2025政策补贴包括对2021年及以前年度新能源汽车推广应用补助资金清算、已推广但尚未完成清算的新能源汽车补助资金预拨和第二年度燃料电池汽车示范应用奖励资金拨付。补助资金将主要用于直接减免符合补贴政策要求的新能源汽车产品购置税，及对符合条件的城市开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励。此外，发改委、财政部、工信部及税务总局等政府相关机构及部门向主机厂提供研发补贴及税收减免等优惠政策。而财政部和国家税务总局也向车企提供出口退税以鼓励汽车出口。



动力电池成本下降 动力电池成本占新能源汽车总成本约 25.0%-40.0%，电机系统占生产成本约 7.0%-13.0%，而电控系统占成本的 7.0%-11.0%。可见动力电池价格变动直接影响新能源车售价及整机厂的利润水平。一般主流新能源车装车电池容量大概在 50kWh 到 100kWh 之间。估计 2024 年磷酸铁锂电池及三元锂电池成本为 452.9 人民币/kWh 及 741.0 人民币/kWh 较 2022 年水平分别下降 29.0% 及 16.5%，及较 2023 年水平分别下降 12.0% 及大致相同。随着生产技术进步（如固态动力电池）、原材料价格下降及电池市场竞争加剧，动力电池的成本将持续下降，有利整机厂在降低生产成本并提升或保持毛利率的情况下，能降低售价促进需求。

出口市场 基于我国领先全球的动力电池工业及驾驶软件技术，高性价比及高质量产品，以及成熟完善且稳定的汽车及新能源车产业链，令我国新能源车产业具备世界顶级竞争优势，近年来各主机厂纷纷把握全球主要汽车市场减排及智能化趋势，发展出口市场。我国汽车及新能源车 2019-2023 年出口量 4 年复合式增长率分别为 48.0% 及 47.5%，分别于 2023 年达 491 万辆及 120 万辆。估计 2024 年全年我国汽车及新能源车出口量分别为 550 万辆及 180 万辆。部份国家及地区如欧盟及美加对我国汽车及新能源车竖立贸易壁垒，但我国主机厂正大力开发中亚、东南亚、俄罗斯、南美等具备更高增长潜力的新兴市场。而且凭籍出类拔粹的产品及具创意的另类出口方式，如 KD 或技术输出等，我国汽车及新能源车出口增长前景仍乐观。

新能源车相关基建日趋完善 根据中国充电联盟的数据，截至 2023 年 10 月，联盟内成员单位总计上报公共充电桩 252.5 万台。而根据工业和信息化部数据，截至 2023 年底我国充电基础设施累计达 859.6 万台。根据乘联会数据，2024 年 10 月的公共充电桩总量达到了 339 万个。较 2023 数目增长 34.3%。充电设施普及肯定促进新能源车进一步普及。

增长发展潜力 从我国车市整体看，2021 年我国乘用车每千人保有量只有 183 辆，估计可增至每千人 200 辆左右，可见我国车市具进一步增长潜力。而我国新能源车的渗透率，由 2019 年的 4.7%，升至 2023 年的 36.0%。据乘联会资料，于 2024 年 10 月，我国新能源乘用车渗透率达到 52.3%。预计 2024 年及 2025 年，我国汽车产量将分别达到 3,100 万辆及 3,298 万辆。估计 2024 年我国新能源车销量将同比增长 21.1% 至 1,150 万辆，保守估计 2025 年我国新能源车产量至少达至 1,200 万辆。

新能源商用车市场将是下个增长热点 我国商用车销量由 2019 年的 432.4 万辆下降至 403.1 万辆，但期内新能源商用车销量反而由 2019 年的 14.6 万辆增至 2023 年的近 44.7 万辆，4 年复合式增长率达至 32.3%，其中新能源物流车销量由 2019 年的 9,388 辆增至 2023 年的 28.4 万辆，4 年复合式增长率达至 134.4%。而 2024 年上半年，新能源物流车销量达 19.3 万辆，较 2023 年同期的近 9.2 万销量同比增长 110.2%。其中新能源宽体轻型客车、新能源大型客货车及新能源小卡车销量分别增长 471.0%、356.9% 和 352.0%。而期内新能源物流车在商用车渗透率虽增长近 4.7 个百分点至 9.3%，但渗透率仍非常低。在 2024 年 1 至 10 月期间，我国新能源商用车销量达 43.5 万辆。预计到 2026 年，新能源城配物流车销量有望增加至 105.3 万辆，与成熟的新能源乘用车市场比较，新能源商用车现渗透率仍低，而且商用车使用及折旧率远高于乘用车，其产品生命周期较短以至置换率也高于乘用车，因此新能源商用内销及出口市场具备庞大的增长潜力。



盈利预测及估值

- 我们调整了对五菱汽车的收入盈利预测。我们把 FY24E、FY25F 及 FY26F 的收入预测由于 6 月 28 日发表的预测调整 6.8%、5.3%及 1.5%至 99.6 亿人民币、110.7 亿人民币及 122.9 亿人民币。这主要是基于集团的商用整车部门部份业务转至五菱新能源、此外，商用整车部门业务重组后，集团专注商用车改装并放弃生产商用车底盘也令部门销售产生变化，部门的毛利率因而提升近 4.0 个百分点。
- 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，五菱汽车是我国汽车市场及工业全面新能源化的主要受惠企业，其产品组合及客户基础将进一步优化及多元化，我们对五菱汽车的动力系统及零部件部门未来销售收入增长预期乐观，估计汽车动力系统部门及零部件部门 FY23A-FY26F 收入 3 年复合式增长率将分别达 3.0%及 11.2%，期内集团整体收入 3 年复合式增长率将为 5.4%。
- 估计 FY24E-FY26F 期间，动力系统部门、零部件部门及商用整车部门产生的收入佔集团整体收入平均约 21.3%、69.2%及 9.2%。预计动力系统部门、零部件部门及商用整车部门的毛利率将分别由 FY24E 的 10.5%、10.0%及 11.0%，增至 FY26F 的 11.5%、10.0%及 12.0%。我们对集团整体 FY24F-FY26F 毛利率的预测，由原先的 10.6%，调整至 FY24E 的 10.5%、FY25F 及 FY26F 的 10.8%。
- 基于 FY24E 上半年度行政销售及研发实际开支，我们把 FY24E 该等开支预测下调了 6.4%，因此把 FY24E 的税前溢利、股东应佔溢利及股东应佔核心溢利分别上调 16.2%、2.0%及 12.0%。
- 估计五菱汽车 FY23A-FY26F 股东应佔溢利 3 年复合式增长率将达 93.5%，核心溢利 3 年复合式增长率 27.7%。
- 五菱汽车的 FY24E 的营业额是其市值的 8.0 倍 (P/S 市值对销售比 0.12x)，其现股价仅是其 FY24E 每股净值的 63.5%，其现估值未能反映其业务规模及实质价值。
- 按五菱汽车 FY25F PEG (市盈率与每股盈利 3 年复合式增长率) 0.3x，我们维持买入五菱汽车建议，目标价维持 0.81 港元。与同业 (零部件板块) 加权平均 FY25F PEG 2.2x 及加权平均 3 年盈利复合式增长率 13.9%比较，五菱汽车估值被大幅低估。
- 按 FY24E 及 FY25F 剔除联营及合营公司盈亏的股东应佔核心利润 1.26 亿人民币及 1.48 亿人民币，集团 FY24E 及 FY25F 市盈率分别为 9.9x 及 8.4x。
- 中证监提出对国企上市公司提升股东回报要求，涵盖利润分配、现金分红及市值管理 (提高公司质量、投资价值和股东回报能力的战略管理行为) 等方面，而国务院国资委提出全面推开上市公司市值管理考核。而五菱汽车的股利率及权益回报率均有提升空间，其 2024 年 6 月底净现金水平 4.85 亿人民币，具备增派股息或回购股份的财务资源。



汽车零部件板块

代码	公司	市值 港元百万	PE (倍)	预计	EV/ EBITDA	预计	PE/G (倍)
				PE (倍)	(倍)	EV/ EBITDA (倍)	
600741 CH	华域汽车系统	55,099.2	7.9	7.6	4.6	4.4	12.0
600699 CH	宁波均胜电子	21,691.4	15.1	12.0	7.8	6.8	0.5
002912 CH	深圳市中新赛克科技	4,163.0	40.3	33.3	24.2	20.6	-
CYD US	中国玉柴国际	3,313.3	7.6	7.5	-	-	0.6
300124 CH	深圳市汇川技术	158,856.1	29.9	24.7	28.2	23.4	1.8
002823 CH	深圳市凯中精密技术	4,683.7	24.5	16.2	-	-	0.3
2488 HK	深圳市元征科技	3,783.7	7.8	3.6	-	-	-
1571 HK	信邦控股	4,292.4	6.4	5.8	-	-	0.5
1809 HK	浦林成山控股	4,493.7	3.4	3.0	2.5	2.3	-
1760 HK	英恒科技控股	1,240.1	4.9	3.6	5.8	4.7	-
1316 HK	耐世特	7,504.4	12.0	7.5	2.2	1.8	0.3
2338 HK	潍柴动力	125,144.8	9.1	7.9	5.6	5.2	0.5
425 HK	敏实集团	16,792.5	7.0	5.8	4.6	4.1	0.3
1585 HK	雅迪集团	38,783.6	16.2	12.3	10.0	7.6	1.3
3808 HK	中国重汽	63,502.8	9.5	8.2	6.4	5.6	0.5

数据源: 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	9,963.1	11,066.5	12,293.0	应收账款周转天数	97.7	97.5	97.5	97.5
销售成本	(9,446.9)	(8,920.0)	(9,875.0)	(10,970.3)	应付账款周转天数	247.8	196.5	196.5	196.5
毛利	1,037.0	1,043.1	1,191.5	1,322.8	存货周转天数	39.7	46.2	46.2	46.2
其他收亿亏损	190.6	180.2	166.9	171.3	毛利率 (%)	9.9	10.5	10.8	10.8
行政销售及研发开支	(944.5)	(889.8)	(985.1)	(1,038.9)	经营利润率 (%)	0.7	1.5	2.1	2.7
联营公司业绩	(82.1)	(75.5)	(38.1)	(17.0)	EBITDA率 (%)	5.9	7.0	6.2	6.2
合资公司业绩	(3.1)	(2.2)	4.0	4.0	纯利率 (%)	0.2	0.5	0.9	1.4
融资成本	(120.5)	(110.1)	(110.7)	(109.8)	核心纯利率 (%)	0.9	1.3	1.3	1.6
除税前溢利	77.5	145.7	228.4	332.3	权益回报率 (%)	1.2	2.7	5.2	8.2
税项	(8.0)	(15.1)	(23.8)	(33.8)	资产回报率 (%)	0.2	0.4	0.7	1.1
税后溢利	69.5	130.5	204.6	298.5	利息覆盖率(x)	14.0	-	-	-
少数股东权益	46.0	78.4	99.5	128.4	流动比率(x)	1.0	0.9	1.0	1.0
拥有人应占溢利	23.5	52.1	105.0	170.1	净负债对股本比率(x)	-	-	-	-
拥有人应占核心溢利	92.3	125.5	147.8	192.1	每股盈利 (人民币)	0.007	0.016	0.032	0.052
					每股净值 (人民币)	0.587	0.594	0.607	0.632
					每股股利 (人民币)	0.003	0.005	0.013	0.021

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	2,817.2	2,817.6	2,817.9	税前利润	77.5	145.7	228.4	332.3
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	(12.9)	(14.8)	(18.2)
投资物业	436.4	416.4	396.4	376.4	其他非现金项目	113.7	150.3	54.1	33.0
于联营公司之权益	770.4	700.9	702.5	707.5	EBITDA	616.1	700.7	684.8	764.2
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)	(4,985.3)	(2,515.4)	(2,652.9)
其他	48.6	48.6	48.6	48.6	已付税项	(3.0)	(5.1)	(10.1)	(13.8)
非流动资产	4,502.2	4,399.1	4,382.0	4,368.4	经营现金流量	(5,983.1)	(4,289.6)	(1,840.7)	(1,902.4)
存货	806.4	1,129.3	1,250.2	1,388.9	资本开支	(263.3)	(371.0)	(370.4)	(370.4)
应收账款及票据	6,596.2	5,179.5	5,561.1	5,900.6	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	123.0	125.5	128.0
银行结余及现金	2,616.8	2,074.8	2,503.9	2,805.5	其他	91.2	80.3	40.3	40.3
其他	0.2	1.0	1.0	1.0	投资现金净额	(91.3)	(197.7)	(204.7)	(202.2)
流动资产	10,548.6	8,913.7	9,845.2	10,625.0	应收票据所提取垫款	6,750.2	2,614.1	2,712.7	2,674.2
应付账款	6,169.4	4,802.7	5,317.0	5,906.7	银行贷款变动	78.9	1,523.8	(39.0)	(43.5)
银行借贷	1,276.2	1,842.0	1,814.0	1,782.6	已付利息	(62.4)	(110.1)	(110.7)	(109.8)
贴现应收票据垫款	3,274.1	2,614.1	2,712.7	2,674.2	已付股息	(9.2)	(15.1)	(42.0)	(68.0)
其他	306.0	300.9	297.5	297.5	其他	(41.0)	(67.8)	(47.0)	(47.0)
流动负债	11,025.7	9,559.8	10,141.1	10,661.0	融资现金流量	6,716.6	3,944.9	2,473.9	2,405.8
银行借贷	1,034.6	716.4	705.4	693.3	现金变动	642.2	(542.4)	428.6	301.3
其他	39.8	67.9	119.4	167.4	期初现金	1,974.6	2,616.8	2,074.8	2,503.9
非流动负债	1,074.4	784.3	824.8	860.6	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	2,074.8	2,503.9	2,805.5
储备	1,923.1	1,948.1	1,991.1	2,073.1					
股本权益	1,934.9	1,959.9	2,002.9	2,084.9					
非控股权益	1,015.8	1,008.9	1,258.5	1,386.9					

数据源：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，不应被视作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：kksq.info@kkgroup.com.hk