

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-1-21 星期三

江铃 B (200550. SZ)

评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015. 1. 21

目标价：HK\$ 44.0

现价：HK\$ 34.38

预计升幅：28.0%

股本数据

总股本(亿股)：8.63

总市值(亿元)：306

52 周高/低 (HK\$)：37.00/20.51

每股净值(元)：12.28

所属行业：汽车行业

主要股东

江铃控股 (41.0%)

福特汽车 (32.0%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

江铃 B 首发报告—20120220

江铃 B 更新报告—20120426

江铃 B 更新报告—20120719

江铃 B 更新报告—20121030

江铃 B 更新报告—20130228

江铃 B 更新报告—20131223

江铃 B 更新报告—20140429

江铃 B 更新报告—20140828

江铃 B 更新报告—20141031

国元证券(香港)研究部

分析师：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-21516067

电邮：liming@gyzq.com.hk

年底销量再次冲高 今年进入收获期

投资要点：

全年业绩超预期，利润同比增两成：

江铃汽车发布业绩快报，公司 2014 年录得营业收入 255.4 亿元，同比增长 22.3%；期内净利润为 21.1 亿元，同比上升 24.4%；对应每股收益 2.44 元，超出市场及我们的预期。

年底销量再次冲高，15 年新增车型多：

公司全年共销售汽车 275,858 辆，同比增长 19.9%。其中 JMC 品牌轻型卡车销量为 106,582 辆，同比增长 33.3%；JMC 品牌皮卡销量为 70,454 辆，同比增长 2.6%；驭胜品牌 SUV 销量为 26,708 辆，同比增长 102%；福特品牌商用车销量为 72,076 辆，同比增长 6.3%。公司 12 月的销量大超预期，轻卡和皮卡的同比增速分别达到 89.3% 和 48.8%。2015 年公司将有三款新车 Everest、Tourneo Custom 和 Transit Connect 陆续上市，有望带动销量的继续攀升。

四季度稳步恢复，今年进入收获期：

公司近几年在产能方面的投入进入尾声，小蓝基地基本完成搬迁工作，用于生产皮卡、SUV、轻客等产品。虽然去年三费增长较高，但相信随着公司新增项目的逐渐投产和产品结构的调整，费用占比将会逐渐回落。从新产品来看，福特 7 座中大型 SUV Everest 将于 2015 年实现国产，标志着公司正式成为福特在中国的另一乘用车平台。目前国内类似的 SUV 产品较少，定价较高，不能很好地满足日益成长的 SUV 市场需求，预期新产品将为公司带来新的增长点。

维持强烈推荐评级，提升目标价至 44.0 港元：

我们预测公司 2015-2016 年 EPS 将分别为 3.21 元及 4.02 元。考虑到公司的股东背景、稳定的过往业绩和较高的分红率，加上公司今年下半年有望实现业绩的快速增长，我们给予公司 2015 年 11 倍 PE 的估值，相当于目标价 44.0 港元，较现价有 28% 的上升空间，维持强烈推荐评级。

百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	17,475	20,890	25,537	31,078	35,206
同比增长 (%)	0.1%	0.1%	19.5%	22.2%	21.7%
毛利率	25.0%	25.7%	25.0%	25.3%	25.5%
净利润	1,518	1,698	2,108	2,777	3,479
同比增长 (%)	-18.9%	11.9%	24.1%	31.8%	25.3%
每股盈利	1.76	1.97	2.44	3.21	4.02
PE	15.6	14.0	11.3	8.6	6.8
每股股息	0.70	0.79	0.99	1.30	1.63

估值及目標價

估值及目標價

我們預測公司 2015-2016 年 EPS 將分別為 3.21 元及 4.02 元。考慮到公司的股東背景、穩定的過往業績和較高的分紅率，加上公司今年下半年有望實現業績的快速增長，我們給予公司 2015 年 11 倍 PE 的估值，相當於目標價 44.0 港元，較現價有 28% 的上升空間，維持強烈推薦評級。

表 1、行業相關公司估值及評級

	市值 (億)	貨幣	股 價	評 級	PB	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
長城汽車 H	411	HKD	39.80	強烈推薦	3.5	2.70	2.70	3.48	11.8	11.8	9.1
長城汽車 A	847	CNY	42.16	強烈推薦	4.6	2.70	2.70	3.48	15.6	15.6	12.1
吉利汽車	254	HKD	2.89	強烈推薦	1.3	0.32	0.17	0.27	7.2	13.6	8.6
華晨中國	678	HKD	13.48	-	3.5	0.67	0.96	1.10	16.1	11.2	9.8
廣汽集團 A	322	CNY	8.21	-	1.4	0.41	0.64	0.87	20.0	12.8	9.4
廣汽集團 H	150	HKD	6.79	-	1.0	0.41	0.64	0.87	13.2	8.5	6.2
中國重汽 A	76	CNY	18.07	-	1.2	0.91	1.12	1.25	19.9	16.1	14.5
中國重汽 H	119	HKD	4.30	-	0.5	0.10	0.18	0.23	34.4	19.1	15.0
長安汽車 A	927	CNY	19.87	強烈推薦	2.9	0.75	1.54	2.02	26.5	12.9	9.8
長安 B	905	HKD	19.40	強烈推薦	3.6	0.75	1.54	2.02	20.7	10.1	7.7
江鈴汽車 A	324	CNY	37.50	強烈推薦	3.5	1.97	2.44	3.21	19.0	15.4	11.7
江鈴 B	297	HKD	34.38	強烈推薦	2.6	1.97	2.44	3.21	14.0	11.3	8.6
平均									18.2	13.2	10.2

資料來源：國元證券（香港），Bloomberg

損益表(人民幣百萬元, 財務年度截至12月底)

財務分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	17475	20890	25537	31078	35206	毛利率 (%)	25.0%	25.7%	25.0%	25.3%	25.5%
毛利	4367	5367	6384	7863	8977	淨利率 (%)	8.7%	8.1%	8.3%	8.9%	9.9%
銷售費用	-1117	-1443	-1826	-2113	-2288	SG&A/收入 (%)	13.5%	15.0%	15.4%	14.7%	13.8%
行政費用	-1237	-1700	-2114	-2455	-2570	股息支付率 (%)	39.8%	40.2%	40.5%	40.5%	40.5%
營業稅費	-507	-614	-751	-914	-1035	庫存周轉	33.3	41.1	40.7	40.8	40.9
財務收入 (費用)	205	197	217	373	528	應付賬款天數	92.3	111.0	111.7	121.2	134.3
經營利潤	1718	1753	1852	2689	3541	應收賬款天數	22.1	24.8	25.3	25.8	26.3
營業外淨收入	178	174	577	635	698	ROA	12.2%	11.5%	11.7%	13.7%	15.4%
稅前盈利	1896	1927	2429	3324	4239	ROE	19.7%	19.7%	21.3%	25.2%	29.2%
所得稅	-355	-210	-298	-515	-721	淨負債/股本	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
淨利潤	1518	1698	2108	2777	3479	收入/總資產	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5
總收入 (%)	0.1%	19.5%	22.2%	21.7%	13.3%	總資產/股本	1.6	1.8	1.8	2.2	2.4
每股收益 (%)	-18.9%	11.9%	24.1%	31.6%	25.1%	盈利對利息倍數	9.7	10.1	3.2	4.2	5.1

資產負債表

現金流量表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
現金及銀行存款	5560	6480	7767	9650	11820	經營活動流入現金流	20415	23968	29268	35586	40301
貿易及其它應收款	1056	1417	1773	2198	2537	經營活動流出現金流	-18149	-20822	-25534	-30983	-35029
存貨	1195	1746	2134	2597	2942	支付各項稅費	-2014	-1819	-2223	-2706	-3065
流動資產	8405	10285	12212	15067	17969	經營活動現金流淨額	2266	3147	3735	4603	5273
固定資產	2302	4288	4288	4288	4288	資本開支	-1394	-1066	-1173	-1290	-1419
無形資產	283	624	624	624	624	投資流入現金流	367	262	228	251	276
其他資產	2122	1286	2372	1152	1093	投資流出現金流	-1682	-1433	-1539	-1656	-1785
總資產	13111	16483	19496	21131	23973	投資性現金流淨額	-1315	-1171	-1311	-1406	-1510
應付賬款	3315	4721	5860	7711	9650	負債變化	0	-424	-424	-424	-424
流動負債	4713	7030	8646	11109	13760	股本變化	0	0	0	0	0
長期銀行貸款	6	5	5	5	5	已付股息	-775	-629	-710	-888	-1169
其他負債	203	272	249	274	302	其他融資活動	-2	-2	-2	-2	-2
總負債	4922	7307	8901	11389	14067	融資性現金流	-777	-1055	-1136	-1314	-1595
股東權益	8189	9177	10595	9742	9907	現金變化	175	920	1287	1883	2168
每股賬面值 (元)	9	11	12	11	11	期初持有現金	5385	5560	6480	7767	9650
營運資金	3691	3256	3566	3958	4209	期末持有現金	5560	6480	7767	9650	11820

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写，所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 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>