

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-5-20 星期三

江铃 B (200550. SZ) 评级: 强烈推荐

跟踪报告日期: 2015. 5. 20

目标价: HK\$ 50.6

现价: HK\$ 39.94

预计升幅: 26.7%

股本数据

总股本(亿股): 8.63

总市值(亿元): 350

52 周高/低 (HK\$): 39.94/20.51

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

江铃 B 更新报告—20150121

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

四季度起新车陆续投放 逐渐进入收获期

投资要点:

一季度收入平稳增长, 净利润略有下降:

2015 年 1 季度, 公司实现营业收入 63.5 亿元, 同比增长 2.6%; 毛利率为 24.3%, 同比下降 0.3 个百分点; 主要原因是高毛利率的产品全顺的销量下滑; 期内, 公司实现归母净利润 5.7 亿元, 同比下降 4.1%; 实现全面摊薄后 EPS0.67 元。期内, 公司管理费用率为 8%, 同比提高 2.7 个百分点, 主要原因是研发费用增加所致。销售费用率为 5.4%, 同比下降 1.1 个百分点。

年初至今销量略弱, 轻卡有望保持强势:

1-4 月, 公司共销售汽车 93601 辆, 同比增长 1.1%。其中 JMC 品牌轻型卡车销量为 40817 辆, 同比增长 30.5%; JMC 品牌皮卡销量为 21864 辆, 同比下降 18.3%; 驭胜品牌 SUV 销量为 8289 辆, 同比下降 18.9%; 福特品牌商用车销量为 22630 辆, 同比下降 6.9%。受益于排放升级带来的竞争格局改善, 2015 年 JMC 品牌轻卡将维持强势。

四季度起新车上市, 明年有望进入收获期:

从新产品来看, 福特 7 座中大型 SUV Everest (撼路者) 将于 2015 年 9 月实现国产, 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, 估计月销量 3000 以上。商用车方面, 全顺的两款产品 Tourneo Custom 及 Transit Connect 将陆续上市。值得强调的是, Tourneo Custom 将延伸至 MPV 领域。中国 MPV 市场未来将维持较快增速, 但目前车型空隙较大, Tourneo Custom 有望给国内的商务 MPV 填补空白。

维持强烈推荐评级, 提升目标价至 50.6 港元:

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 将分别为 2.99 元、4.05 元及 4.78 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, 我们给予公司 2016 年 10 倍 PE 的估值, 相当于目标价 50.6 港元, 较现价有 26.7% 的上升空间, 维持强烈推荐评级。

百万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	20,890	25,537	29,800	36,490	42,361
同比增长 (%)	19.5%	22.2%	16.7%	22.4%	16.1%
毛利率	25.7%	25.2%	25.3%	25.5%	25.6%
净利润	1,695	2,108	2,585	3,503	4,145
同比增长 (%)	11.7%	24.4%	22.7%	35.5%	18.3%
每股盈利	1.96	2.44	2.99	4.05	4.78
PE	16.3	13.1	10.7	7.9	6.7
每股股息	0.79	0.97	1.20	1.62	1.91

估值及目标价

估值及目标价

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 将分别为 2.99 元、4.05 元及 4.78 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，我们给予公司 2016 年 10 倍 PE 的估值，相当于目标价 50.6 港元，较现价有 26.7% 的上升空间，维持强烈推荐评级。

表 1、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB	EPS			PE		
						2013A	2014A	2015E	2013A	2014A	2015E
长城汽车 H	556	HKD	53.85	强烈推荐	3.9	2.70	2.64	3.88	16.0	16.3	11.1
长城汽车 A	987	CNY	49.13	强烈推荐	4.5	2.70	2.64	3.88	18.2	18.6	12.7
吉利汽车	375	HKD	4.26	强烈推荐	1.7	0.32	0.16	0.26	10.7	21.3	13.1
华晨中国	663	HKD	13.20	-	3.1	0.67	1.08	1.15	15.8	9.8	9.2
广汽集团 A	480	CNY	12.23	-	2.2	0.41	0.50	0.61	29.8	24.5	20.0
广汽集团 H	177	HKD	7.99	-	1.1	0.41	0.50	0.61	15.6	12.8	10.5
长安汽车 A	1054	CNY	22.61	强烈推荐	2.9	0.75	1.62	2.37	30.1	14.0	9.5
长安 B	1017	HKD	21.81	强烈推荐	3.6	0.75	1.62	2.37	23.3	10.8	7.4
江铃汽车 A	333	CNY	38.58	强烈推荐	3.2	1.96	2.44	2.99	19.7	15.8	12.9
江铃 B	345	HKD	39.94	强烈推荐	2.7	1.96	2.44	2.99	16.3	13.1	10.7
平均									19.5	15.7	11.7

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

損益表(人民币百万元, 财务年度截至12月底)
财务分析

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	20890	25537	29800	36490	42361	毛利率 (%)	25.7%	25.2%	25.3%	25.5%	25.6%
毛利	5367	6439	7539	9305	10845	净利率 (%)	8.1%	8.3%	8.7%	9.6%	9.8%
销售费用	-1443	-1738	-2026	-2372	-2669	SG&A/收入 (%)	15.1%	15.2%	14.7%	13.8%	13.6%
行政费用	-1704	-2137	-2354	-2664	-3092	股息支付率 (%)	40.2%	39.7%	40.0%	40.0%	40.0%
营业税费	-614	-852	-995	-1218	-1414	库存周转	41.1	31.7	31.7	31.8	31.9
财务收入(费用)	197	246	358	547	635	应付账款天数	111.0	107.5	113.0	125.3	127.7
经营利润	1749	1852	2407	3472	4166	应收账款天数	24.8	21.3	21.7	22.1	22.5
营业外净收入	174	577	635	699	768	ROA	11.5%	11.7%	12.4%	14.7%	15.7%
税前盈利	1923	2429	3042	4171	4934	ROE	19.6%	21.3%	23.5%	29.4%	32.1%
所得税	-208	-321	-456	-667	-789	净负债/股本	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2
净利润	1695	2108	2585	3503	4145	收入/总资产	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
总收入 (%)	19.5%	22.2%	16.7%	22.4%	16.1%	总资产/股本	1.8	1.8	1.9	2.3	2.5
每股收益 (%)	11.7%	24.4%	22.5%	35.3%	18.2%	盈利对利息倍数	10.1	3.2	3.8	5.0	5.4

资产负债表
现金流量表

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及银行存款	6480	8970	11291	13435	14863	经营活动流入现金流	23968	29837	34091	40835	46427
贸易及其它应收款	1417	1489	1771	2210	2615	经营活动流出现金流	-20822	-25646	-29812	-36433	-42255
存货	1746	1658	1935	2369	2751	支付各项税费	-1819	-2400	-2801	-3429	-3981
流动资产	10285	12634	15500	18599	20882	经营活动现金流净额	3147	4190	4279	4402	4173
固定资产	4288	4454	4454	4454	4454	资本开支	-1066	-1288	-1416	-1558	-1714
无形资产	624	619	619	619	619	投资流入现金流	262	269	308	339	373
其他资产	1286	1788	1691	1602	1519	投资流出现金流	-1433	-1290	-1419	-1561	-1716
总资产	16483	19496	22265	25275	27475	投资性现金流净额	-1171	-1021	-1111	-1222	-1344
应付账款	4721	5627	6893	9330	11025	负债变化	-424	0	0	0	0
流动负债	7030	8587	10445	13698	16250	股本变化	0	0	0	0	0
长期银行贷款	5	5	5	5	5	已付股息	-629	-683	-839	-1035	-1400
其他负债	272	307	337	371	408	其他融资活动	-2	-2	-2	-2	-2
总负债	7307	8898	10787	14074	16663	融资性现金流	-1055	-685	-841	-1037	-1402
股东权益	9177	10598	11478	11200	10812	现金变化	920	2483	2327	2143	1426
每股账面值(元)	11	12	13	13	12	期初持有现金	5560	6480	8964	11291	13435
营运资金	3256	4048	5055	4901	4632	期末持有现金	6480	8964	11291	13435	14863

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20%以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5%以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20%以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。

未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港中環干諾道中 3 號中國建設銀行大廈 22 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>