

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-5-21 星期四

长安 B (200625. SZ) 评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015. 5. 21

目标价：HK\$ 30. 5

现价：HK\$ 22. 0

预计升幅：38. 6%

股本数据

总股本(亿股) 46. 6

总市值(亿港元) 1066

52 周高/低 (HK\$) 28. 2/10. 0

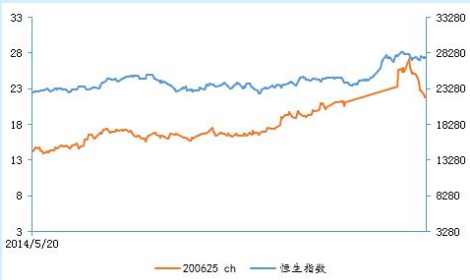
每股净值(元) 5. 46

所属行业：汽车制造

主要股东

长安汽车集团 (39. 11%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

长安 B 深度报告 20140624

长安 B 跟踪报告 20140903

长安 B 跟踪报告 20141030

国元证券(香港)研究部

分析师：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮：liming@gyzq.com.hk

本部今年有望盈利 合资企业表现给力

投资要点：

年初至今表现优异，销量实现较快增长：

今年一季度，公司实现营业收入 182 亿元，同比增长 59.3%；净利润为 24.9 亿元，同比增长 26.5%，其中投资收益为 23.2 亿元。从销量来看，1-4 月公司销售汽车 103.2 万辆，同比增长 16.3%；其中重庆长安销售 37 万辆，同比增长 26.5%；长安福特销售 29.2 万辆，同比增长 10.2%；长安马自达销售 5.5 万辆，同比增长 1.17 倍；江铃控股销售 10.4 万辆，同比基本持平。

自主品牌实现微利，年内有望继续改善：

公司先后推出逸动、CS35 和 CS75 等多款成功车型，其中 CS35 和 CS75 市场表现优异，将有效提升公司自主品牌业务的盈利能力。1-4 月，公司自护品牌逸动销量为 7 万辆，同比增长 44.6%；CS35 和 CS75 的销量分别为 62110 辆和 56116 辆，同比分别增长 71.2% 和 136 倍。从盈利能力来看，一季度估算自主品牌部分实现微利。未来随着新车型 CS15、CS55 等更多 SUV 车型的上市，自主业务将继续朝着良性发展，随着公司管控能力的逐渐加强，盈利有望逐渐增加。

长安福特仍处增长期，长安马自达改善明显：

1-4 月长安福特销量为 29.2 万辆，同比增长 10.2%。长安福特新产能和新产品将集中投放，去年推出的紧凑型轿车福睿斯弥补了嘉年华和福克斯的价格空白，月销量突破 2 万；此外，锐界将于近期上市，对标汉兰达，竞争环境较好；金牛座预计下半年投放市场；一系列新车型的投放有望带动长安福特的业绩增长。长安马自达方面，受益于 CX-5 和新马自达 3 的投放，1-4 月销量达到 54533 辆，同比增长 117%，助力盈利能力的大幅提升。后续 CX3、新马 2 也将在两年内投放市场，新车型的密集投放将继续改善长安马自达的盈利模型。

维持强烈推荐评级，目标价 30.5 港元：

公司 4 月以 18.7 元的价格发行 3.2 亿股。预测公司 2015-2017 年 EPS 将分别为 1.97 元、2.44 元及 3.07 元，上调目标价至 30.5 港元，相当于 2015 年和 2016 年 12 倍和 10 倍 PE，较现价有 38.6% 的上升空间，维持强烈推荐评级。

| 百万人民币 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 | 39,142 | 52,913 | 59,485 | 72,097 | 83,450 |
| 同比增长 (%) | 32.9% | 35.2% | 12.4% | 21.2% | 15.7% |
| 毛利率 | 17.0% | 18.2% | 18.4% | 18.8% | 19.4% |
| 净利润 | 3,331 | 7,561 | 9,819 | 12,181 | 15,297 |
| 同比增长 (%) | 130.3% | 127.0% | 29.9% | 24.1% | 25.6% |
| 每股盈利 | 0.71 | 1.62 | 1.97 | 2.44 | 3.07 |
| PE | 24.6 | 10.9 | 8.9 | 7.2 | 5.7 |
| 每股股息 | 0.10 | 0.25 | 0.30 | 0.37 | 0.46 |

估值及目标价

公司4月公布非公开增发公告，以18.7元的价格发行3.2亿股，募集资金60亿元，主要针对中国长安、北京物源、招商财富、博时基金等10名特定对象，锁定期为3年。此次增发是使得公司成功引入混合所有制，大股东、管理层及核心技术人员均有参与，利于公司长远发展。募集资金主要用于自主品牌乘用车项目及发动机产能结构调整。

预测公司2015-2017年EPS将分别为1.97元、2.44元及3.07元，上调目标价至30.5港元，相当于2015年和2016年12倍和10倍PE，较现价有38.6%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 | 551 | HKD | 53.35 | 强烈推荐 | 3.9 | 2.70 | 2.64 | 3.88 | 15.8 | 16.2 | 11.0 |
| 长城汽车 A | 981 | CNY | 48.81 | 强烈推荐 | 4.4 | 2.70 | 2.64 | 3.88 | 18.1 | 18.5 | 12.6 |
| 吉利汽车 | 369 | HKD | 4.19 | 强烈推荐 | 1.7 | 0.32 | 0.16 | 0.26 | 10.5 | 21.0 | 12.9 |
| 华晨中国 | 646 | HKD | 12.86 | - | 3.1 | 0.67 | 1.08 | 1.15 | 15.4 | 9.5 | 8.9 |
| 广汽集团 A | 477 | CNY | 12.16 | - | 2.2 | 0.41 | 0.50 | 0.61 | 29.7 | 24.3 | 19.9 |
| 广汽集团 H | 177 | HKD | 8.01 | - | 1.2 | 0.41 | 0.50 | 0.61 | 15.6 | 12.8 | 10.5 |
| 长安汽车 A | 1056 | CNY | 22.64 | 强烈推荐 | 4.1 | 0.71 | 1.62 | 1.97 | 31.9 | 14.0 | 11.5 |
| 长安 B | 1026 | HKD | 22.00 | 强烈推荐 | 3.2 | 0.71 | 1.62 | 1.97 | 24.8 | 10.9 | 8.9 |
| 江铃汽车 A | 332 | CNY | 38.43 | 强烈推荐 | 3.2 | 1.96 | 2.44 | 2.99 | 19.6 | 15.8 | 12.9 |
| 江铃 B | 353 | HKD | 40.93 | 强烈推荐 | 2.7 | 1.96 | 2.44 | 2.99 | 16.7 | 13.4 | 11.0 |
| 平均 | | | | | | | | | 19.8 | 15.6 | 12.0 |

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 | 39142 | 52913 | 59485 | 72097 | 83450 | 毛利率 (%) | 17.0% | 18.2% | 18.4% | 18.8% | 19.4% |
| 毛利 | 6672 | 9648 | 10933 | 13523 | 16176 | 净利率 (%) | 8.5% | 14.3% | 16.5% | 16.9% | 18.3% |
| 销售费用 | -3558 | -4357 | -4759 | -5768 | -6676 | SG&A/收入 (%) | 16.7% | 15.3% | 15.1% | 15.1% | 15.1% |
| 行政费用 | -2992 | -3742 | -4223 | -5083 | -5925 | 股息支付率 (%) | 14.0% | 15.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 营业税费 | -1267 | -2064 | -2321 | -2813 | -3256 | 库存周转 | 53.2 | 55.4 | 55.5 | 55.8 | 56.2 |
| 投资收益 | 4507 | 8102 | 10180 | 12390 | 15060 | 应付账款天数 | 89.5 | 110.0 | 119.1 | 122.5 | 133.9 |
| 经营利润 | 2928 | 7177 | 9373 | 11690 | 14756 | 应收账款天数 | 111.7 | 127.9 | 130.4 | 133.0 | 135.6 |
| 营业外净收入 | 251 | 362 | 439 | 483 | 531 | ROA | 6.6% | 12.2% | 13.8% | 15.7% | 17.6% |
| 税前盈利 | 3179 | 7539 | 9812 | 12173 | 15287 | ROE | 19.5% | 34.2% | 37.2% | 43.3% | 51.2% |
| 所得税 | 153 | -21 | -49 | -61 | -76 | 净负债/股本 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.7 |
| 净利润 | 3331 | 7561 | 9819 | 12181 | 15297 | 收入/总资产 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 总收入 (%) | 32.9% | 35.2% | 12.4% | 21.2% | 15.7% | 总资产/股本 | 2.9 | 2.7 | 2.9 | 2.9 | 3.1 |
| 每股收益 (%) | 132.4% | 127.0% | 21.5% | 24.1% | 25.6% | 盈利对利息倍数 | 11.7 | 19.8 | 21.4 | 24.2 | 27.8 |

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 | 4536 | 9693 | 9289 | 10871 | 12119 | 经营活动流入现金流 | 39036 | 47598 | 52761 | 60731 | 66780 |
| 贸易及其它 | 11977 | 18539 | 21256 | 26274 | 31009 | 经营活动流出现金流 | -37498 | -43818 | -48495 | -54885 | -61330 |
| 存货 | 4735 | 6572 | 7388 | 8955 | 10365 | 支付各项税费 | -2486 | -4114 | -4625 | -5606 | -6488 |
| 流动资产 | 22161 | 35930 | 39149 | 47516 | 55077 | 经营活动现金流净额 | 1538 | 3780 | 4266 | 5847 | 5450 |
| 固定资产 | 14373 | 14566 | 14566 | 14566 | 14566 | 资本开支 | -2600 | -2216 | -2437 | -2681 | -2949 |
| 无形资产 | 2076 | 2879 | 2879 | 2879 | 2879 | 投资流入现金流 | 1682 | 7916 | 2278 | 2719 | 3252 |
| 其他资产 | 16002 | 16313 | 16154 | 17389 | 18776 | 投资流出现金流 | -3905 | -2696 | -2918 | -3161 | -3430 |
| 总资产 | 54612 | 69687 | 72748 | 82349 | 91297 | 投资性现金流净额 | -2223 | 5220 | -640 | -442 | -177 |
| 短期银行借款 | 1498 | 90 | 90 | 90 | 90 | 负债变化 | 912 | -3198 | -3180 | -3158 | -3132 |
| 应付账款 | 7964 | 13039 | 15844 | 19657 | 24685 | 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 29625 | 39322 | 42796 | 48833 | 56571 | 已付股息 | -442 | -660 | -800 | -946 | -1173 |
| 长期银行贷款 | 1270 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他融资活动 | 273 | 280 | 280 | 280 | 280 |
| 其他负债 | 4999 | 4909 | 4989 | 5291 | 5623 | 融资性现金流 | 744 | -3578 | -3700 | -3824 | -4026 |
| 总负债 | 35894 | 44231 | 47785 | 54123 | 62194 | 现金变化 | 59 | 5422 | -74 | 1580 | 1246 |
| 股东权益 | 18718 | 25456 | 24963 | 28226 | 29103 | 期初持有现金 | 3892 | 3943 | 9363 | 9289 | 10871 |
| 每股账面值 | 4.01 | 5.46 | 5.01 | 5.66 | 5.84 | 期末持有现金 | 3943 | 9363 | 9289 | 10871 | 12119 |

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>