

更新报告



國元(香港)
GY(HK)

2013-12-23 星期一

江铃 B (200550. SZ) 评级：强烈推荐

更新报告：2013-12-23

目标价：HK\$ 33.56

现价：HK\$ 27.45

预计升幅：22.3%

股本数据

总股本(亿股)：8.63

总市值(亿港元)：240

52 周高/低 (HK\$)：30.46/16.43

每股净值(人民币元)：9.50

所属行业：汽车行业

主要股东

江铃控股 (40.1%)

福特汽车 (30.0%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



资料来源：Bloomberg

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

国元证券(香港)研究部

研究员：李明

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮：liming@gyzq.com.hk

商用车业务稳步增长 SUV 注入新增动力

投资要点：

四季度销量大幅增长，全年销量有保障：

2013 年 1-3 季度，公司实现营业收入 148 亿元，同比增长 16.1%；实现归属于母公司净利润 12.6 亿元，同比增长 7%；每股收益为 1.46 元。截至 11 月，公司累计销量增长 16.7%至 21 万台，其中 11 月份同比增长高达 46.5%至 2.3 万辆。分车型来看，1-11 月全顺系列、JMC 轻卡系统、皮卡（含 SUV）系列累计分别增长 21%、17.1%及 12.6%。我们预计公司全年汽车销量有望达到 23 万台，同比增长 15%。

过往业绩表现优异，核心业务稳定发展：

从公司过往业绩来看，毛利率、净利率及资本回报率均处于行业较高且稳定的水平。同时，公司历史分红率较高，2002-2012 年平均股息分派率高达 35.2%，具有良好的分红记录。从公司业务来看，核心业务轻客、轻皮卡均稳定发展，尤其是以全顺为代表的轻客在行业内口碑非常好，定位高端市场，未来增长稳定。

突破产能瓶颈，福特新车型有望带来新增长动力：

公司新厂区小蓝基地已经逐步投产，正处于产能爬坡阶段。目前老厂区的产能约为 16-18 万辆（全顺已经迁至小蓝基地），加上小蓝基地最高 30 万辆的产能，公司已经顺利解决了产能瓶颈问题。从新产品来看，全新驭胜将为 SUV 业务带来增长动力，不但能够提升原有专业市场的份额，还有望在私人消费市场获得一定突破。另外，公司将从福特引进一款中型 SUV 产品 J08，预计 2015 年上半年投产，相关竞品为汉兰达、新胜达、科帕奇，竞争不是特别激烈，而公司产品内部空间更大，具备一定的优势。

给予强烈推荐评级，目标价 33.56 港元：

综合来看，全顺产品有望在城市物流的带动下保持稳速发展，全新驭胜将为 SUV 业务带来增长动力，预计 2014 年业绩稳定增长。2015 年 SUV 重量级新车 J08 以及驭胜 N330 将逐步投放，带动当年业绩较大幅度增长。从估值来看，行业 2014 年平均估值水平为 10.7 倍，考虑到公司的股东背景、稳定的过往业绩和较高的分红率，给予公司 2014 年 11 倍估值水平，相当于 33.56 的目标价，较现价有 22.3%的上升空间。

| 财务年度截至12月 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总营收 (百万元) | 17,457 | 17,475 | 20,147 | 23,690 | 30,089 |
| 变动 | 10.7% | 0.1% | 15.3% | 17.6% | 27.0% |
| 净利润 (百万元) | 1,871 | 1,518 | 1,678 | 2,056 | 2,775 |
| 每股收益 (元) | 2.17 | 1.76 | 1.94 | 2.38 | 3.21 |
| 变动 | 9.3% | -18.9% | 10.6% | 22.5% | 34.8% |
| 基于27.45港元的市盈率 | 9.9 | 12.2 | 11.1 | 9.0 | 6.7 |
| 每股派息(港元) | 0.86 | 0.70 | 0.79 | 0.97 | 1.30 |
| 股息现价比率(%) | 3.99% | 3.25% | 3.67% | 4.49% | 6.06% |

估值及目标价

目标价 33.56 港元

综合来看，全顺产品有望在城市物流的带动下保持稳速发展，全新驭胜将为 SUV 业务带来增长动力，预计 2014 年业绩稳定增长。2015 年 SUV 重量级新车 J08 以及驭胜 N330 将逐步投放，带动当年业绩较大幅度增长。从估值来看，行业 2014 年平均估值水平为 10.7 倍，考虑到公司的股东背景、稳定的过往业绩和较高的分红率，给予公司 2014 年 11 倍估值水平，相当于 33.56 的目标价，较现价有 22.3% 的上升空间。

图表 1：行业估值

| | 总市值 (亿) | 货币 | 股 价 | 销售额 12年(亿) | 净利润 12年(亿) | 每股收益 2012 | 每股收益 2013 | 每股收益 2014 | 市盈率 2012年 | 市盈率 2013年 | 市盈率 2014年 |
|-------|------------|-----|-------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 长城汽车 | 426 | HKD | 41.2 | 431.6 | 56.9 | 1.87 | 2.70 | 3.40 | 17.3 | 12.0 | 9.5 |
| 长城汽车 | 769 | CNY | 38.26 | 431.6 | 56.9 | 1.87 | 2.70 | 3.40 | 20.5 | 14.2 | 11.3 |
| 吉利汽车 | 330 | HKD | 3.75 | 246.3 | 20.4 | 0.27 | 0.31 | 0.36 | 10.9 | 9.5 | 8.2 |
| 华晨中国 | 611 | HKD | 12.16 | 59.2 | 22.4 | 0.46 | 0.69 | 0.85 | 20.7 | 13.8 | 11.2 |
| 庆铃汽车股 | 28 | HKD | 2.22 | 61.9 | 3.0 | 0.12 | 0.16 | 0.18 | 14.5 | 10.9 | 9.7 |
| 广汽集团 | 328 | CNY | 8.36 | 129.6 | 10.6 | 0.18 | 0.45 | 0.65 | 46.4 | 18.6 | 12.9 |
| 广汽集团 | 196 | HKD | 8.84 | 129.6 | 10.6 | 0.18 | 0.45 | 0.65 | 38.5 | 15.4 | 10.7 |
| 上汽集团 | 1497 | CNY | 13.58 | 4730 | 335.3 | 1.88 | 2.14 | 2.4 | 7.2 | 6.3 | 5.7 |
| 福田汽车 | 145 | CNY | 5.15 | 4077 | 14.0 | 0.55 | 0.49 | 0.58 | 9.4 | 10.5 | 8.9 |
| 中国重汽 | 48 | CNY | 11.39 | 193.0 | 1.2 | 0.11 | 0.75 | 0.99 | 103.5 | 15.2 | 11.5 |
| 中国重汽 | 120 | HKD | 4.36 | 193.0 | 1.2 | 0.11 | 0.75 | 0.99 | 31.1 | 4.6 | 3.5 |
| 东风汽车 | 58 | CNY | 2.92 | 174.1 | 1.4 | 0.01 | 0.05 | 0.10 | 292.0 | 58.4 | 29.2 |
| 中通客车 | 23 | CNY | 9.49 | 28.5 | 0.6 | 0.47 | 1.28 | 0.91 | 20.2 | 7.4 | 10.4 |
| 宇通客车 | 217 | CNY | 17.02 | 196.5 | 15.5 | 1.28 | 1.37 | 1.58 | 13.3 | 12.4 | 10.8 |
| 长安汽车 | 520 | CNY | 11.16 | 287.0 | 14.2 | 0.31 | 0.73 | 1.11 | 36.0 | 15.3 | 10.1 |
| 长安B | 681 | HKD | 14.61 | 287.0 | 14.2 | 0.31 | 0.73 | 1.11 | 37.0 | 15.7 | 10.3 |
| 江铃汽车 | 216 | CNY | 25.05 | 174.7 | 18.7 | 1.76 | 1.94 | 2.38 | 14.2 | 12.9 | 10.5 |
| 江铃B | 237 | HKD | 27.45 | 43.7 | 0.0 | 1.76 | 1.94 | 2.38 | 12.2 | 11.1 | 9.0 |
| 平均 | | | | | | | | | 41.4 | 14.7 | 10.7 |

资料来源：公司资料，Bloomberg，国元证券（香港）

| 财务报表摘要 | | | | | | | | | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 江铃B: 200550 | | | | | | | | | | | |
| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | | |
| 人民币百万元, 财务年度截至12月底 | | | | | | 人民币百万元, 财务年度截至12月底 | | | | | |
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 收入 | 17457 | 17475 | 20147 | 23690 | 30089 | 盈利能力 | | | | | |
| 毛利 | 4313 | 4367 | 5037 | 6017 | 7673 | 毛利率 (%) | 24.7% | 25.0% | 25.0% | 25.4% | 25.5% |
| 其他收入 | -12 | 7 | 8 | 8 | 9 | 净利率 (%) | 10.7% | 8.7% | 8.3% | 8.7% | 9.2% |
| 销售费用 | -1010 | -1117 | -1310 | -1516 | -1896 | 营运表现 | | | | | |
| 行政费用 | -915 | -1237 | -1491 | -1753 | -2076 | SG&A/收入 (%) | 11.0% | 13.5% | 13.9% | 13.8% | 13.2% |
| 营业税费 | -514 | -507 | -584 | -687 | -873 | 股息支付率 (%) | 39.7% | 39.8% | 40.6% | 40.6% | 40.6% |
| 财务收入 (费用) | 168 | 205 | 222 | 261 | 361 | | | | | | |
| 经营利润 | 2029 | 1718 | 1881 | 2330 | 3199 | 库存周转 | 31.7 | 33.3 | 33.3 | 33.5 | 33.5 |
| 营业外净收入 | 98 | 178 | 196 | 215 | 237 | 应付账款天数 | 81.8 | 92.3 | 97.4 | 112.2 | 131.2 |
| 税前盈利 | 2128 | 1896 | 2077 | 2546 | 3436 | 应收账款天数 | 26.0 | 22.1 | 22.5 | 22.9 | 23.4 |
| 所得税 | -226 | -355 | -374 | -458 | -618 | ROA | 16.2% | 12.2% | 12.5% | 14.3% | 17.0% |
| 少数股东权益 | 30 | 23 | 25 | 31 | 42 | ROE | 27.8% | 19.7% | 20.0% | 22.8% | 28.6% |
| 净利润 | 1871 | 1518 | 1678 | 2056 | 2775 | 财务状况 | | | | | |
| | | | | | | 净负债/股本 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.3 |
| 增长 | | | | | | 收入/总资产 | 1.5 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 总收入 (%) | 10.7% | 0.1% | 15.3% | 17.6% | 27.0% | 总资产/股本 | 1.6 | 1.6 | 1.8 | 2.0 | 2.6 |
| 每股收益 (%) | 9.3% | -18.9% | 10.6% | 22.5% | 34.8% | 盈利对利息倍数 | 20.7 | 9.7 | 9.6 | 10.8 | 13.5 |
| | | | | | | | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
| 人民币百万元, 财务年度截至12月底 | | | | | | 人民币百万元, 财务年度截至12月底 | | | | | |
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 现金及银行存款 | 5,385 | 5,560 | 6,176 | 7,153 | 8,730 | 经营活动流入现金流 | 19,060 | 20,415 | 23,524 | 27,637 | 35,047 |
| 贸易及其它应收款 | 1,242 | 1,056 | 1,242 | 1,486 | 1,925 | 经营活动流出现金流 | (17,912) | (18,149) | (20,642) | (24,179) | (30,681) |
| 存货 | 1,140 | 1,195 | 1,378 | 1,620 | 2,057 | 支付各项税费 | (1,849) | (2,014) | (2,322) | (2,730) | (3,467) |
| 其它流动资产 | 265 | 594 | 258 | 293 | 356 | 经营活动现金流净额 | 1,148 | 2,266 | 2,881 | 3,458 | 4,367 |
| 流动资产 | 8,032 | 8,405 | 9,053 | 10,552 | 13,068 | | | | | | |
| 固定资产 | 2,280 | 2,302 | 2,302 | 2,302 | 2,302 | 资本开支 | (1,032) | (1,394) | (1,533) | (1,686) | (1,855) |
| 无形资产 | 293 | 283 | 283 | 283 | 283 | 投资流入现金流 | 510 | 367 | 181 | 199 | 219 |
| 其他资产 | 1,260 | 2,122 | 2,025 | 1,933 | 1,847 | 投资流出现金流 | (1,350) | (1,682) | (1,814) | (1,967) | (2,136) |
| 总资产 | 11,865 | 13,111 | 13,662 | 15,069 | 17,500 | 投资性现金流净额 | (840) | (1,315) | (1,633) | (1,768) | (1,917) |
| 短期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 应付账款 | 2,945 | 3,315 | 4,032 | 5,434 | 8,059 | 负债变化 | (25) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其它流动负债 | 1,293 | 1,398 | 1,649 | 1,985 | 2,437 | 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动负债 | 4,239 | 4,713 | 5,680 | 7,420 | 10,496 | 已付股息 | (709) | (775) | (630) | (711) | (871) |
| 长期银行贷款 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 | 其他融资活动 | (2) | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 其他负债 | 193 | 203 | 223 | 246 | 270 | 融资性现金流 | (735) | (777) | (633) | (713) | (873) |
| 总负债 | 4,438 | 4,922 | 5,910 | 7,671 | 10,773 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 115 | 106 | 114 | 123 | 132 | 现金变化 | (428) | 175 | 616 | 977 | 1,577 |
| 股东权益 | 7,427 | 8,189 | 7,752 | 7,398 | 6,727 | 期初持有现金 | 5,813 | 5,385 | 5,560 | 6,176 | 7,153 |
| 每股账面值 | 8.6 | 9.5 | 9.0 | 8.6 | 7.8 | 期末持有现金 | 5,385 | 5,560 | 6,176 | 7,153 | 8,730 |
| 营运资金 | 3,793 | 3,691 | 3,372 | 3,132 | 2,572 | | | | | | |

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承担任何责任。

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

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 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>