

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2014-4-29 星期二

江铃汽车 (200550. SZ) 评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2014. 04. 29

目标价：HK\$ 33.6

现价：HK\$ 28.0

预计升幅：20.0%

股本数据

总股本(亿股)：8.63

总市值(亿元)：242

52周高/低 (HK\$) : 30.46/16.43

每股净值(元)：10.6

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

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

与福特合作逐渐深入 前期投入进入收获期

投资要点：

一季度销量大幅增长，SUV 销量有所突破：

2014年1季度，公司实现营业收入61.9亿元，同比增长26.3%；实现归属于母公司净利润近6亿元，同比增长19.8%；每股收益为0.69元。截至3月份，公司累计销量增长近19%至6.7万台。分车型来看，1-3月全顺系列、JMC轻卡系列累计销量分别增长3.4%和26.3%；SUV销量为3152辆，实现突破。我们预计公司2014年汽车销量有望达到27万辆，同比增长18%。

商用车行业地位稳固，新车型明年上市：

从公司传统业务来看，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，有望在城市物流的带动下稳速发展。预计2014年商用车部分稳速增长，2015年下一代全顺的两款车型将上市，有望带动该业务增速。

与福特合作逐渐深入，费用投入进入尾声：

福特与公司的合作逐渐深入，持股扩大2个百分点，并向公司导入J08和J09项目，这意味着公司不只是福特在中国的商用车平台，已经进入乘用车领域。近几年，公司在产能及研发上做了较多投入，费用大幅提升。随着小蓝基地的投产，新车型的上市，公司的费用投入将在今年进入尾声，公司即将步入收获期。从增量来看，2014年的SUV业务增量主要来自全新驭胜，该车型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，将带动2015年SUV业务的增速。

维持强烈推荐评级，目标价33.6港元：

2015年SUV重量级新车J08以及驭胜N330将逐步投放，有望带动当年业绩较大幅度增长。我们预测公司2014-2016年EPS将分别为2.25元、3.14元及4.03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，我们维持上次报告中33.6港元的目标价，相当于2014年11.9倍及8.6倍PE，较现价有20.0%的上升空间，维持强烈推荐评级。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	17,475	20,890	24,159	30,772	35,510
同比增长 (%)	0.1%	0.1%	19.5%	15.7%	27.4%
毛利率	25.0%	25.7%	25.7%	25.8%	26.0%
净利润	1,518	1,698	1,941	2,715	3,486
同比增长 (%)	-18.9%	11.9%	14.3%	39.9%	28.4%
每股盈利	1.76	1.97	2.25	3.14	4.03
PE	12.8	11.4	10.0	7.1	5.6
每股股息	0.70	0.79	0.91	1.27	1.63

估值及目標價

估值及目標價

2015年SUV重量級新車J08以及馭勝N330將逐步投放，有望帶動當年業績較大幅度增長。我們預測公司2014-2016年EPS將分別為2.25元、3.14元及4.03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，我們維持上次報告中33.6港元的目標價，相當於2014年11.9倍及8.6倍PE，較現價有20.0%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 (亿)	货币	股价	评级	PB		EPS			PE	
					2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
长城汽车 H	360	HKD	34.85	强烈推荐	3.0	2.70	3.33	4.09	10.3	8.4	6.8
长城汽车 A	635	CNY	31.60	强烈推荐	3.4	2.70	3.33	4.09	11.7	9.5	7.7
吉利汽车	235	HKD	2.67	强烈推荐	1.2	0.32	0.34	0.40	6.7	6.3	5.3
华晨中国	603	HKD	12.00	-	3.5	0.68	0.84	1.01	14.1	11.4	9.5
广汽集团 A	284	CNY	7.23	-	1.4	0.41	0.66	0.84	17.6	11.0	8.6
广汽集团 H	168	HKD	7.61	-	1.1	0.41	0.66	0.84	14.8	9.2	7.2
中国重汽 A	46	CNY	11.02	-	1.2	0.10	0.20	0.27	110.2	55.1	40.8
中国重汽 H	114	HKD	4.13	-	0.4	0.10	0.20	0.27	33.0	16.5	12.2
长安汽车 A	532	CNY	11.40	-	2.9	0.75	1.25	1.69	15.2	9.1	6.7
长安 B	647	HKD	13.88	-	3.6	0.75	1.25	1.69	14.8	8.9	6.6
江铃汽车 A	209	CNY	24.19	强烈推荐	2.3	1.97	2.25	3.14	12.3	10.8	7.7
江铃 B	242	HKD	28.03	强烈推荐	2.1	1.97	2.25	3.14	11.4	10.0	7.1
平均									22.7	13.8	10.5

資料來源：國元證券（香港），Bloomberg

損益表(人民币百万元, 截至 12 月底)

財務分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	17475	20890	24159	30772	35510	毛利率 (%)	25.0%	25.7%	25.7%	25.8%	26.0%
毛利	4367	5367	6209	7939	9233	净利率 (%)	8.7%	8.1%	8.0%	8.8%	9.8%
销售费用	-1117	-1443	-1643	-1985	-2219	SG&A/收入 (%)	13.5%	15.0%	14.6%	13.7%	13.1%
行政费用	-1237	-1700	-1884	-2216	-2415	股息支付率 (%)	39.8%	40.2%	40.5%	40.5%	40.5%
营业税费	-507	-614	-711	-905	-1044	库存周转	33.3	41.1	41.1	41.1	41.2
财务收入	205	197	290	369	533	应付账款天数	92.3	111.0	109.7	120.5	134.3
经营利润	1718	1753	2203	3139	4016	应收账款天数	22.1	24.8	25.3	25.8	26.2
营业外净收入	178	174	191	210	231	ROA	12.2%	11.5%	11.2%	13.8%	15.3%
税前盈利	1896	1927	2394	3349	4247	ROE	19.7%	19.7%	20.4%	26.4%	31.5%
所得税	-355	-210	-431	-603	-722	净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
净利润	1518	1698	1941	2715	3486	收入/总资产	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5
总收入 (%)	0.1%	19.5%	15.7%	27.4%	15.4%	总资产/股本	1.6	1.8	1.9	2.1	2.4
每股收益 (%)	-18.9%	11.9%	14.3%	39.7%	28.2%	盈利对利息倍数	9.7	10.1	11.5	14.9	17.4

资产负债表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及银行存款	5,560	6,480	7,747	9,809	12,221	经营活动流入现金流	20,415	23,968	27,705	35,238	40,647
贸易及应收款	1,056	1,417	1,672	2,171	2,553	经营活动流出现金流	(18,149)	(20,822)	(23,991)	(30,527)	(35,158)
存货	1,195	1,746	2,019	2,572	2,968	支付各项税费	(2,014)	(1,819)	(2,103)	(2,679)	(3,091)
流动资产	8,405	10,285	11,939	15,156	18,408	经营活动现金流净额	2,266	3,147	3,714	4,711	5,489
固定资产	2,302	4,288	4,288	4,288	4,288	资本开支	(1,394)	(1,066)	(1,173)	(1,290)	(1,419)
无形资产	283	624	624	624	624	投资流入现金流	367	262	228	251	276
其他资产	2,122	1,286	1,216	1,152	1,093	投资流出现金流	(1,682)	(1,433)	(1,539)	(1,656)	(1,785)
总资产	13,111	16,483	18,067	21,220	24,413	投资性现金流净额	(1,315)	(1,171)	(1,311)	(1,406)	(1,510)
应付账款	3,315	4,721	5,396	7,540	9,668	负债变化	(0)	(424)	(424)	(424)	(424)
流动负债	4,713	7,030	8,145	10,924	13,780	股本变化	0	0	0	0	0
长期银行贷款	6	5	5	5	5	已付股息	(775)	(629)	(710)	(818)	(1,143)
其他负债	203	272	299	329	362	其他融资活动	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
总负债	4,922	7,307	8,449	11,259	14,147	融资性现金流	(777)	(1,055)	(1,136)	(1,244)	(1,569)
股东权益	8,189	9,177	9,618	9,961	10,266	现金变化	175	920	1,267	2,062	2,411
每股账面值	9.5	10.6	11.1	11.5	11.9	期初持有现金	5,385	5,560	6,480	7,747	9,809
营运资金	3,691	3,256	3,794	4,232	4,628	期末持有现金	5,560	6,480	7,747	9,809	12,221

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

免责申明：

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，慎密从事。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为董事、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>