

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2014-8-28 星期四

江铃 B(200550. SZ)

评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2014. 08. 28

目标价：HK\$ 40.0

现价：HK\$ 31.87

预计升幅：25.5%

股本数据

总股本(亿股)：8.63

总市值(亿元)：275

52周高/低 (HK\$) : 32.50/20.51

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

江铃 B 更新报告—20140429

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

明年新车竞争力较强 投资进入收获期

投资要点：

上半年业绩提升，销量大幅增长：

2014年上半年，公司实现营业收入122.8亿元，同比增长27.0%；实现归属于母公司净利润11.6亿元，同比增长24.2%；每股收益为1.35元。截至6月份，公司累计销量增长近21%至13.3万台。分车型来看，JMC轻卡系列累计销量达48353辆，同比增长27.1%；SUV销量为15369辆，同比增长214.7%，实现重大突破；JMC皮卡和福特全顺系同比微幅增加，分别为35511辆和33671辆；重型卡车34台，同比下降88.8%。

受益于国IV标准的实施，轻卡优势有望持续：

自14年5月以来国IV排放标准执行力度不断加大，各地黄标车淘汰量较高，导致轻卡高端化、环保化趋势日益明显。江铃JMC轻卡保持高端路线，是市场上少有的符合国IV标准的产品，今年开始市场份额不断提高。2014上半年轻卡市场占有率9.5%，比去年同期上升了2.2个百分点。预计今年有望突破10万辆销量。

项目逐渐进入收获期，看好新产品带来的增长空间：

公司近几年在产能方面的投入逐渐进入尾声，小蓝基地将于今年下半年完成搬迁工作，用于生产皮卡、SUV、轻客等产品。虽然上半年三费增长较高，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。上半年SUV同比增长巨大，预期新产品将为公司带来新的增长点。

维持强烈推荐评级，目标价40.0港元：

我们预测公司2014-2016年EPS将分别为2.31元、3.22元及4.14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，我们提升公司目标价至40.0港元，相当于2015年9.9倍PE，较现价有25.5%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	24,836	31,869	36,567
同比增长 (%)	0.1%	0.1%	19.5%	18.9%	28.3%
毛利率	25.0%	25.7%	25.7%	25.7%	26.0%
净利润	1,518	1,698	1,992	2,782	3,585
同比增长 (%)	-18.9%	11.9%	17.3%	39.7%	28.9%
每股盈利	1.76	1.97	2.31	3.22	4.14
PE	14.5	13.0	11.0	7.9	6.2
每股股息	0.70	0.79	0.93	1.30	1.68

估值及目標價

估值及目標價

我們預測公司2014–2016年EPS將分別為2.31元、3.22元及4.14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，我們提升公司目標價至40.0港元，相當於2015年9.9倍PE，較現價有25.5%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	334	HKD	32.30	强烈推荐	2.8	2.70	3.00	3.69	9.6	8.6	7.0
长城汽车 A	641	CNY	31.93	强烈推荐	3.5	2.70	3.00	3.69	11.8	10.6	8.7
吉利汽车	268	HKD	3.05	推荐	1.3	0.32	0.27	0.31	7.6	9.0	7.9
华晨中国	706	HKD	14.04	-	3.5	0.67	0.96	1.10	16.8	11.7	10.2
广汽集团 A	313	CNY	7.97	-	1.4	0.41	0.64	0.87	19.4	12.5	9.2
广汽集团 H	181	HKD	8.16	-	1.2	0.41	0.64	0.87	15.9	10.2	7.5
中国重汽 A	58	CNY	13.81	-	1.2	0.91	1.12	1.25	15.2	12.3	11.0
中国重汽 H	116	HKD	4.19	-	0.4	0.10	0.18	0.23	33.5	18.6	14.6
长安汽车 A	602	CNY	12.91	强烈推荐	2.9	0.75	1.38	1.80	17.2	9.4	7.2
长安 B	765	HKD	16.41	强烈推荐	3.6	0.75	1.38	1.80	17.5	9.5	7.3
江铃汽车 A	268	CNY	31.09	强烈推荐	2.9	1.97	2.31	3.22	15.8	13.5	9.7
江铃 B	275	HKD	31.87	强烈推荐	2.4	1.97	2.31	3.22	12.9	11.0	7.9
平均								16.1	11.4	9.0	

資料來源：國元證券（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

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	17475	20890	24836	31869	36567	毛利率 (%)	25.0%	25.7%	25.7%	25.7%	26.0%
毛利	4367	5367	6383	8190	9507	净利率 (%)	8.7%	8.1%	8.0%	8.7%	9.8%
销售费用	-1117	-1443	-1689	-2056	-2285	SG&A/收入 (%)	13.5%	15.0%	14.6%	13.7%	13.1%
行政费用	-1237	-1700	-1937	-2295	-2487	股息支付率 (%)	39.8%	40.2%	40.5%	40.5%	40.5%
营业税费	-507	-614	-730	-937	-1075	库存周转	33.3	41.1	41.1	41.1	41.2
财务收入(费用)	205	197	298	382	549	应付账款天数	92.3	111.0	109.5	119.1	134.1
经营利润	1718	1753	2266	3221	4138	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%	11.5%	13.9%	15.4%
税前盈利	1896	1927	2457	3431	4369	ROE	19.7%	19.7%	20.9%	27.1%	32.4%
所得税	-355	-210	-442	-618	-743	净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
净利润	1518	1698	1992	2782	3585	收入/总资产	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
总收入 (%)	0.1%	19.5%	18.9%	28.3%	14.7%	总资产/股本	1.6	1.8	1.9	2.1	2.4
每股收益 (%)	-18.9%	11.9%	17.3%	39.5%	28.7%	盈利对利息倍数	9.7	10.1	11.9	15.3	17.9

资产负债表

现金流量表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及银行存款	5560	6480	7843	10009	12545	经营活动流入现金流	20415	23968	28473	36484	41846
贸易及其它应收款	1056	1417	1719	2250	2629	经营活动流出现金流	-18149	-20822	-24662	-31647	-36204
存货	1195	1746	2076	2664	3056	支付各项税费	-2014	-1819	-2162	-2774	-3183
流动资产	8405	10285	12152	15548	18917	经营活动现金流净额	2266	3147	3810	4837	5642
固定资产	2302	4288	4288	4288	4288	资本开支	-1394	-1066	-1173	-1290	-1419
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	2122	1286	1216	1152	1093	投资流出现金流	-1682	-1433	-1539	-1656	-1785
总资产	13111	16483	18281	21612	24921	投资性现金流净额	-1315	-1171	-1311	-1406	-1510
应付账款	3315	4721	5538	7725	9945	负债变化	0	-424	-424	-424	-424
流动负债	4713	7030	8299	11125	14079	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	-839	-1171
其他负债	203	272	299	329	362	其他融资活动	-2	-2	-2	-2	-2
总负债	4922	7307	8604	11459	14446	融资性现金流	-777	-1055	-1136	-1265	-1597
股东权益	8189	9177	9677	10153	10475	现金变化	175	920	1363	2166	2536
每股账面值(元)	9	11	11	12	12	期初持有现金	5385	5560	6480	7843	10009
营运资金	3691	3256	3853	4423	4838	期末持有现金	5560	6480	7843	10009	12545

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>