



长安 B (200625. SZ) 评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2014.09.03

目标价：HK\$ 20.70

现价：HK\$ 15.62

预计升幅：32.5%

股本数据

总股本(亿股) 46.6

总市值(亿港元) 727.9

52 周高/低 (HK\$) 17.45/10.01

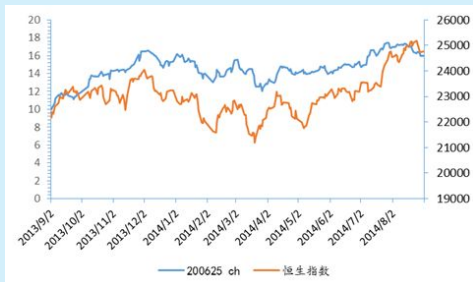
每股净值(元) 4.0

所属行业：汽车

主要股东

长安汽车集团 (39.73%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

长安 B 深度报告 20140624

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

自主品牌逆势上扬 合资企业表现给力

投资要点：

14 年上半年收入增长 19.8%，净利润大幅增长：

2014 上半年，公司录得营业收入 242.1 亿元人民币，同比增长 19.8%；净利润 36.3 亿元，同比增长 194.9%，主要由于合资企业投资收益大幅增长所致。上半年集团销售汽车 132 万辆，同比增长 25%，高于汽车行业 16.6 个百分点，完成全年目标的 56.5%；汽车销售毛利率为 16.9%，同比提高 1.1 个百分点。期内每股盈利 0.78 元，不派中期息。

自主品牌逆市上扬，位居国内自主品牌第一：

在自主品牌表现较差的环境下，长安自主品牌销售表现突出。上半年自主品牌乘用车销售 39.2 万辆，同比增长 43.4%，位居中国自主品牌第一。长安逸动销售 7.5 万辆，为同级别车单月销量冠军。CS35 销售 5.4 万辆，排名自主品牌紧凑型 SUV 市场第一。悦翔系列销量 6.3 万辆，排名 A0 级轿车市场第一。预计 2014 年自主品牌微车部分销量有望达到 62 万辆，轿车部分销量有望达到 56 万辆，同比分别增长 20.2% 和 44.7%。综合来看，自主业务朝着良性发展，随着公司管控能力的逐渐加强，有望实现减亏。

福特为利润贡献主体，江铃及马自达增长良好：

长安福特依然为公司净利润做出主要贡献，产销再创新高。翼虎、新蒙迪欧、新福克斯等产品持续热销，销量达 40 万辆，同比增加 38.8%，实现净利润 73.9 亿元，同比增加 133.2%。预计长安福特 2014 年销量将达到 80 万辆，同比增长 17.5%；净利润率有望由去年同期的 9.8% 提升至 10.3%。期内，江铃及马自达也获得良好业绩，分别实现净利润 4.2 亿元和 4.1 亿元，同比分别增长 34.5% 和 1697.5%。未来，新车型的密集投放将改善长安马自达的销售状况，逐步为公司贡献更多业绩。

维持强烈推荐评级，目标价 20.7 港元：

根据上半年表现，我们上调公司 2014-2016 年 EPS 至 1.48 元、1.94 元及 2.38 元。维持上次报告给予的目标价 20.7 港元，相当于 2014 年和 2015 年 11 倍和 8.5 倍 PE，较现价有 32.5% 的上升空间，维持强烈推荐评级。

百万人民币	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	29,463	38,481	47,513	54,045	63,797
同比增长 (%)	11.0%	11.0%	30.6%	23.5%	13.7%
毛利率	18.4%	17.5%	18.8%	18.7%	19.2%
净利润	1,446	3,506	6,894	9,036	11,121
同比增长 (%)	49.4%	142.4%	96.7%	31.1%	23.1%
每股盈利	0.31	0.75	1.48	1.94	2.38
PE	40.7	16.6	8.5	6.4	5.2
每股股息	0.05	0.10	0.22	0.29	0.36

估值及目标价

我们看好公司在汽车行业的综合实力，未来主要看点在于：1、长安福特的优异表现；2、长安马自达的销量及利润提升；3、江铃汽车的稳步增长；4、自主品牌的减亏。根据上半年表现，我们上调公司 2014-2016 年 EPS 至 1.48 元、1.94 元及 2.38 元。维持上次报告给予的目标价 20.7 港元，相当于 2014 年和 2015 年 11 倍和 8.5 倍 PE，较现价有 32.5% 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	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
长城汽车 H	336	HKD	32.55	强烈推荐	2.8	2.70	3.00	3.69	9.6	8.7	7.1
长城汽车 A	634	CNY	31.57	强烈推荐	3.4	2.70	3.00	3.69	11.7	10.5	8.6
吉利汽车	254	HKD	2.89	推荐	1.3	0.32	0.27	0.31	7.2	8.6	7.5
华晨中国	694	HKD	13.80	-	3.5	0.67	0.96	1.11	16.5	11.5	9.9
广汽集团 A	320	CNY	8.15	-	1.4	0.41	0.64	0.87	19.9	12.7	9.4
广汽集团 H	183	HKD	8.25	-	1.2	0.41	0.64	0.83	16.1	10.3	8.0
中国重汽 A	59	CNY	14.12	-	1.2	0.91	1.12	1.25	15.5	12.6	11.3
中国重汽 H	112	HKD	4.07	-	0.4	0.10	0.18	0.24	32.6	18.1	13.6
长安汽车 A	618	CNY	13.26	强烈推荐	3.3	0.75	1.38	1.80	17.7	9.6	7.4
长安 B	728	HKD	15.62	强烈推荐	3.1	0.75	1.38	1.80	16.7	9.1	6.9
江铃汽车 A	269	CNY	31.18	强烈推荐	2.9	1.97	2.31	3.22	15.8	13.5	9.7
江铃 B	275	HKD	31.81	强烈推荐	2.4	1.97	2.31	3.22	12.9	11.0	7.9
上汽集团	1905	CNY	17.28	-	1.2	2.25	2.51	2.81	7.7	6.9	6.1
平均									15.4	10.9	8.5

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

損益表(人民幣百萬元, 財務年度截至12月底)
財務分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	29463	38481	47513	54045	63797	毛利率 (%)	18.4%	17.5%	18.8%	18.7%	19.2%
毛利	5423	6733	8935	10130	12254	淨利率 (%)	4.9%	9.1%	14.5%	16.7%	17.4%
銷售費用	-2630	-3554	-4039	-4432	-5231	SG&A/收入 (%)	18.1%	16.7%	15.9%	15.5%	15.5%
行政費用	-2690	-2892	-3516	-3945	-4657	股息支付率 (%)	16.1%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
營業稅費	-760	-1261	-1557	-1771	-2090	庫存周轉	74.6	54.4	55.2	55.2	55.5
財務收入(費用)	-29	-72	-48	-108	-128	應付賬款天數	109.3	88.2	142.7	164.4	172.3
經營利潤	925	3130	6249	8211	10134	應收賬款天數	121.4	110.5	112.7	114.9	117.2
營業外淨收入	405	185	204	224	246	ROA	3.5%	7.0%	12.3%	14.6%	16.1%
稅前盈利	1330	3315	6453	8435	10380	ROE	9.6%	20.6%	36.1%	45.0%	52.6%
所得稅	88	153	368	506	623	淨負債/股本	1.7	1.6	2.4	2.8	2.9
淨利潤	1446	3506	6894	9036	11121	收入/總資產	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
總收入 (%)	11.0%	30.6%	23.5%	13.7%	18.0%	總資產/股本	3.0	2.9	3.7	4.2	4.5
每股收益 (%)	52.6%	144.6%	96.7%	31.1%	23.1%	盈利對利息倍數	2.3	16.9	30.7	36.7	41.1

資產負債表
現金流量表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
現金及銀行存款	4200	4282	5262	7238	9305	經營活動流入現金流	26418	38448	44840	50462	56559
貿易及其它應收款	9803	11652	14667	17018	20487	經營活動流出現金流	-25907	-36615	-41612	-46232	-51975
存貨	4911	4729	5838	6641	7839	支付各項稅費	-1194	-2474	-3055	-3475	-4102
流動資產	19552	21572	26840	32067	38961	經營活動現金流淨額	512	1833	3228	4230	4584
固定資產	11627	13741	13741	13741	13741	資本開支	-4887	-2469	-2963	-3556	-4374
無形資產	2133	2059	2059	2059	2059	投資流入現金流	2036	1682	2521	3212	3828
其他資產	12805	15993	15887	17118	18496	投資流出現金流	-5716	-3774	-4268	-4861	-5678
總資產	46118	53365	58527	64984	73256	投資性現金流淨額	-3680	-2092	-1747	-1648	-1850
短期銀行借款	1250	1258	1258	1258	1258	負債變化	1283	788	788	1240	1782
應付賬款	7202	7672	15087	19776	24337	股本變化	0	0	0	0	0
流動負債	25198	28746	36668	43379	50228	已付股息	-250	-434	-876	-1943	-2547
長期銀行貸款	992	1270	1270	1270	1270	其他融資活動	1482	98	98	98	98
其他負債	4536	4709	4748	5026	5332	融資性現金流	2515	452	10	-605	-667
總負債	30727	34725	42686	49675	56831	現金變化	-653	193	1491	1976	2066
股東權益	15391	18640	15841	15309	16426	期初持有現金	4239	3586	3771	5262	7238
每股賬面值	3.27	4.00	3.40	3.28	3.52	期末持有現金	3586	3771	5262	7238	9305

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>