

江铃 B (200550. SZ)

评级：强烈推荐

跟踪报告日期：2015. 1. 21

目标价：HK\$ 44.0

现价：HK\$ 34.38

预计升幅：28.0%

股本数据

总股本(亿股)：8.63

总市值(亿元)：306

52 周高/低 (HK\$)：37.00/20.51

每股净值(元)：12.28

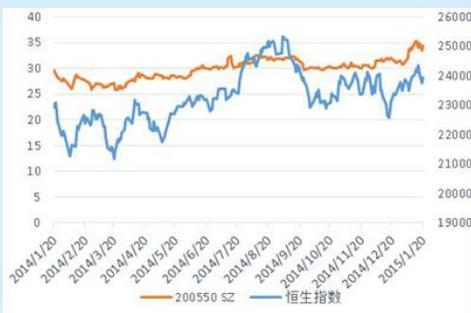
所属行业：汽车行业

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

江铃 B 更新报告—20140828

江铃 B 更新报告—20141031

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

年底销量再次冲高 今年进入收获期

投资要点：

全年业绩超预期，利润同比增两成：

江铃汽车发布业绩快报，公司 2014 年录得营业收入 255.4 亿元，同比增长 22.3%；期内净利润为 21.1 亿元，同比上升 24.4%；对应每股收益 2.44 元，超出市场及我们的预期。

年底销量再次冲高，15 年新增车型多：

公司全年共销售汽车 275,858 辆，同比增长 19.9%。其中 JMC 品牌轻型卡车销量为 106,582 辆，同比增长 33.3%；JMC 品牌皮卡销量为 70,454 辆，同比增长 2.6%；驭胜品牌 SUV 销量为 26,708 辆，同比增长 102%；福特品牌商用车销量为 72,076 辆，同比增长 6.3%。公司 12 月的销量大超预期，轻卡和皮卡的同比增速分别达到 89.3% 和 48.8%。2015 年公司将有三款新车 Everest、Tourneo Custom 和 Transit Connect 陆续上市，有望带动销量的继续攀升。

四季度稳步恢复，今年进入收获期：

公司近几年在产能方面的投入进入尾声，小蓝基地基本完成搬迁工作，用于生产皮卡、SUV、轻客等产品。虽然去年三费增长较高，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，预期新产品将为公司带来新的增长点。

维持强烈推荐评级，提升目标价至 44.0 港元：

我们预测公司 2015-2016 年 EPS 将分别为 3.21 元及 4.02 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，加上公司今年下半年有望实现业绩的快速增长，我们给予公司 2015 年 11 倍 PE 的估值，相当于目标价 44.0 港元，较现价有 28% 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	25,537	31,078	35,206
同比增长 (%)	0.1%	0.1%	19.5%	22.2%	21.7%
毛利率	25.0%	25.7%	25.0%	25.3%	25.5%
净利润	1,518	1,698	2,108	2,777	3,479
同比增长 (%)	-18.9%	11.9%	24.1%	31.8%	25.3%
每股盈利	1.76	1.97	2.44	3.21	4.02
PE	15.6	14.0	11.3	8.6	6.8
每股股息	0.70	0.79	0.99	1.30	1.63

估值及目标价

估值及目标价

我们预测公司 2015-2016 年 EPS 将分别为 3.21 元及 4.02 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，加上公司今年下半年有望实现业绩的快速增长，我们给予公司 2015 年 11 倍 PE 的估值，相当于目标价 44.0 港元，较现价有 28% 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	411	HKD	39.80	强烈推荐	3.5	2.70	2.70	3.48	11.8	11.8	9.1
长城汽车 A	847	CNY	42.16	强烈推荐	4.6	2.70	2.70	3.48	15.6	15.6	12.1
吉利汽车	254	HKD	2.89	强烈推荐	1.3	0.32	0.17	0.27	7.2	13.6	8.6
华晨中国	678	HKD	13.48	-	3.5	0.67	0.96	1.10	16.1	11.2	9.8
广汽集团 A	322	CNY	8.21	-	1.4	0.41	0.64	0.87	20.0	12.8	9.4
广汽集团 H	150	HKD	6.79	-	1.0	0.41	0.64	0.87	13.2	8.5	6.2
中国重汽 A	76	CNY	18.07	-	1.2	0.91	1.12	1.25	19.9	16.1	14.5
中国重汽 H	119	HKD	4.30	-	0.5	0.10	0.18	0.23	34.4	19.1	15.0
长安汽车 A	927	CNY	19.87	强烈推荐	2.9	0.75	1.54	2.02	26.5	12.9	9.8
长安 B	905	HKD	19.40	强烈推荐	3.6	0.75	1.54	2.02	20.7	10.1	7.7
江铃汽车 A	324	CNY	37.50	强烈推荐	3.5	1.97	2.44	3.21	19.0	15.4	11.7
江铃 B	297	HKD	34.38	强烈推荐	2.6	1.97	2.44	3.21	14.0	11.3	8.6
平均									18.2	13.2	10.2

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					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	17475	20890	25537	31078	35206	毛利率 (%)	25.0%	25.7%	25.0%	25.3%	25.5%
毛利	4367	5367	6384	7863	8977	净利率 (%)	8.7%	8.1%	8.3%	8.9%	9.9%
销售费用	-1117	-1443	-1826	-2113	-2288	SG&A/收入 (%)	13.5%	15.0%	15.4%	14.7%	13.8%
行政费用	-1237	-1700	-2114	-2455	-2570	股息支付率 (%)	39.8%	40.2%	40.5%	40.5%	40.5%
营业税费	-507	-614	-751	-914	-1035	库存周转	33.3	41.1	40.7	40.8	40.9
财务收入(费用)	205	197	217	373	528	应付账款天数	92.3	111.0	111.7	121.2	134.3
经营利润	1718	1753	1852	2689	3541	应收账款天数	22.1	24.8	25.3	25.8	26.3
营业外净收入	178	174	577	635	698	ROA	12.2%	11.5%	11.7%	13.7%	15.4%
税前盈利	1896	1927	2429	3324	4239	ROE	19.7%	19.7%	21.3%	25.2%	29.2%
所得税	-355	-210	-298	-515	-721	净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
净利润	1518	1698	2108	2777	3479	收入/总资产	1.3	1.3	1.3	1.5	1.5
总收入 (%)	0.1%	19.5%	22.2%	21.7%	13.3%	总资产/股本	1.6	1.8	1.8	2.2	2.4
每股收益 (%)	-18.9%	11.9%	24.1%	31.6%	25.1%	盈利对利息倍数	9.7	10.1	3.2	4.2	5.1
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	7767	9650	11820	经营活动流入现金流	20415	23968	29268	35586	40301
贸易及其它应收款	1056	1417	1773	2198	2537	经营活动流出现金流	-18149	-20822	-25534	-30983	-35029
存货	1195	1746	2134	2597	2942	支付各项税费	-2014	-1819	-2223	-2706	-3065
流动资产	8405	10285	12212	15067	17969	经营活动现金流净额	2266	3147	3735	4603	5273
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	2372	1152	1093	投资流出现金流	-1682	-1433	-1539	-1656	-1785
总资产	13111	16483	19496	21131	23973	投资性现金流净额	-1315	-1171	-1311	-1406	-1510
应付账款	3315	4721	5860	7711	9650	负债变化	0	-424	-424	-424	-424
流动负债	4713	7030	8646	11109	13760	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	-888	-1169
其他负债	203	272	249	274	302	其他融资活动	-2	-2	-2	-2	-2
总负债	4922	7307	8901	11389	14067	融资性现金流	-777	-1055	-1136	-1314	-1595
股东权益	8189	9177	10595	9742	9907	现金变化	175	920	1287	1883	2168
每股账面值(元)	9	11	12	11	11	期初持有现金	5385	5560	6480	7767	9650
营运资金	3691	3256	3566	3958	4209	期末持有现金	5560	6480	7767	9650	11820

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何責任。

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

香港中環干諾道中 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>