

华晨汽车(1114 HK, HK\$7.3, 未评级) — 新一轮大规模车型更新周期开始

❖ **利润率比销量重要。**由于中国德系豪车品牌（奥迪、奔驰、宝马）竞争激烈以及经济下行，2015 年华晨宝马的销售成绩不太令人满意，而管理层也保守预计 2016 年的销售会实现低个位数的增长。去年的购置税减免几乎没有令华晨宝马收益，因在其所销售的车型里只有“316”的型号符合购置税减免条件，但这款车型的销售量仅占华晨宝马总销量的 5% 左右，而另一方面华晨宝马也将其最低配置车型的生产量（“316”和“520”）控制在总产量的 10% 以内，以保证一定的利润率以及其高档汽车品牌的形象。可以说现在华晨采取的是一种保利润率而非以激进手法促进销量的战略。而这种战略则会导致今年销售量的温和增长以及利润率稳中有升。同时由于营销开支削减和经销商经营状况改善而降低需要向他们支付的奖励费，销售费用也将下降，进一步对利润率提升起支持作用。

❖ **即将来临的模型更新换代。**管理层也向我们透露了在 2016 至 2019 年期间华晨宝马即将推出的新车型。华晨在 2016 年计划推出两款新车型，全新长轴距版 X1 和 2 系运动版。这两款车目前为止都已经亮相并推出市场了。全新的 X1 是基于宝马 UKL 平台制造的，并摒弃了原版 X1 的外观设计而与 X3 的外观设计一脉相承。2 系运动版则是一款中国用户不太熟悉的新车型，主要是瞄准年轻家庭的市场。目前从经销商和用户的反馈来看这两款车还是有许多好评的，因为它们都是采用前轮驱动系统，节省了大量的内部空间，并满足中国客户的需求。华晨预计 2 系运动版的销量今年能达到 1.6-1.7 万台，而 X1 则能达到 5.4-5.5 万台（同比增长约 30%）。除了两款车型，新 5 系将在 2017 年下半年推出，1 系将在 2017 年第一季度推出，X3 会在 2018 年推出，3 系改款则会在 2019 年推出。通常新车型在推出市场后 2-3 年内的销售状况是最好的，因此我们可以预见华晨宝马将会在 2017 到 2019 年这个时间段迎来销售大年。

❖ **本地化继续推进。**从历史经验看来进口车型本地化生产之后往往能够推高销量并节约成本。据管理层说，中国生产的宝马车型会比同样车型的进口版本便宜 10-15%。更高的销量增长还能为宝马汽车零部件和汽车金融业务带来更高的收入增长。而产能扩张也在持续进行中（华晨宝马的铁西工厂和大东工厂的产能扩张），以支持宝马的本地化计划。我们预测到 2018 年华晨宝马的总产能能达到年产 5.5 万台，其中 1.5 万台的产能是用于生产基于前轮驱动系统的模型（1 系列，2 系列和 X1）。共享 UKL 平台不仅能降低生产成本，还能帮助华晨宝马迅速改变产品结构以适应市场变化。另外新的位于沈阳的发动机生产基地也于 2016 年第一季度投产了，这将进一步降低生产成本。

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
营业额(百万人民币)	6,103	5,515	4,863
净利润(百万人民币)	3,374	5,403	3,066
每股收益(人民币)	0.67	1.07	0.61
每股收益变动(%)	46.6	60.1	-43.3
市盈率(x)	14.7	9.3	11.7
市帐率(x)	3.8	3.0	2.1
股息率(%)	0.8	0.9	1.1
权益收益率(%)	29.3	36.1	19.0
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金

来源: 公司及招銀國際研究部

华晨汽车(1114 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$7.30
市值(港币百万)	37,076
过去 3 月平均交易(港币百万)	158.21
52 周高/低(港币)	12.94/6.06
发行股数(百万)	5,025.8
主要股东	华晨汽车集团(42.38%)

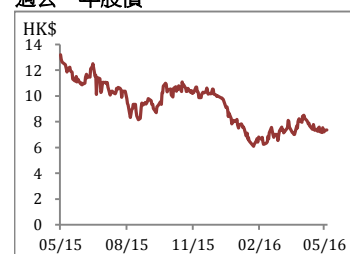
来源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-11.2%	-3.9%
3 月	10.4%	-8.2%
6 月	-28.7%	-18.3%

来源: 彭博

過去一年股價



来源: 彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的 “主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。