

## 华晨汽车 (1114 HK, HK\$10.66, 目标价: HK\$12.94, 买入) — 处于健康复苏的轨道上

- ❖ **华晨宝马销售成绩好于预期。**华晨宝马在2016年前10个月的实现了252,438辆的销量成绩,同比增长7.6%,这得益于2016年9月的宝马3系改款、推出2系列运动版以及新一代X1 SUV所带来的销售增长。因为华晨宝马新产品的市场反应好于预期,我们将2016、2017、2018年的销售量预测分别提高了4.1%、5.5%、和6.6%,至314,835、343,981、和371,222辆。同时,我们将2018年新X3的销量预测从28,608台降至7,256台,因为据悉新X3将于2018年年底而不是年初推出。
- ❖ **华晨宝马对宝马集团的盈利贡献在2016年第三季度出现正增长。**华晨宝马对宝马集团的盈利贡献在2016年前3个季度录得4.19亿欧元,同比下降1%。虽然在2016年第一季度和第二季度分别同比下降了21%和10%,在第三季度却出现回升,同比上升28%至1.78亿欧元。尽管北汽奔驰在2016年8月推出的新奔驰E级并与宝马5系进行直接竞争,我们认为对5系的影响有限。华晨宝马通过推出2017版5系,提高现有5系车型的配置,并进行大约15-22%折扣的促销优惠(根据汽车之家提供的资料)来促进销量。此外,新发动机工厂逐渐上升的产能利用率也可以抵消5系销量可能减缓所带来的部分负面影响。因此,我们认为华晨宝马对宝马集团的贡献将在2016年第四季度再次实现同比增长,与此同时2016年华晨宝马的净利润率将略微下降14个基点至8.16%。
- ❖ **新的宝马1系在2017年第一季度开始销售。**华晨宝马将于2017年初推出国产宝马1系。这次的新产品是专为中国市场设计的,将与进口版本1系有一些明显差异,其中包括由后驱变为前驱,由两厢设计变为三厢设计。我们预计本地生产的1系的官方指导价应为至少人民币19万元,与奥迪A3 Limousine的定价相仿。由于奢侈品牌紧凑型轿车市场相对较小,竞争对手也较少 - 主要是奥迪A3 Limousine,小部分为奔驰CLA和奔驰A级(都为进口版本),我们认为宝马1系的本地化生产和为中国客户量身定制的配置将吸引很多人的注意力,并得到奥迪A3的部分市场份额。
- ❖ **目标价为12.94港元。**鉴于华晨汽车正处于健康复苏的轨道上,我们将2016、2017和2018年的每股盈利预测分别从人民币0.72、0.90、0.94调整至人民币0.72、0.97、1.05,并应用10倍2017年市盈率计算出其基本情况下的估值为每股港币12.73。过去5年华晨汽车的平均动态市盈率为10.6倍。然后应用8倍的2018年市盈率,计算出2018年推出的新车型X3能带来的估值增量为每股港币0.21,因此得到我们的目标价为12.94港元,相当于21.4%的上升空间。因此,我们将华汽车升级为买入。

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

### 华晨汽车(1114 HK)

评级	买入
收市价	HK\$10.66
目标价	HK\$12.94
市值(港币百万)	53,699
过去3月平均交易(港币百万)	119.86
52周高/低(港币)	11.14/6.06
发行股数(百万)	5,025.8
主要股东(H股)	华晨集团(42.38%)

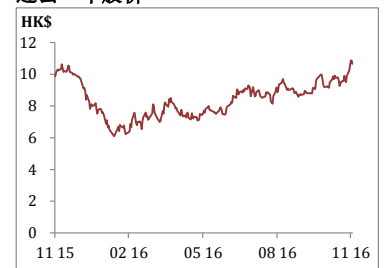
来源:彭博

### 股价表现

	绝对	相对
1月	17.5%	18.9%
3月	16.1%	18.1%
6月	43.5%	30.8%

来源:彭博

### 过去一年股价



### 财务资料

(截至12月31日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万人民币)	5,515	4,863	5,344	5,184	5,263
净利润(百万人民币)	5,403	3,066	3,619	4,917	5,316
每股收益(人民币)	107.1	69.3	71.7	97.4	105.3
每股收益变动(%)	60.1	-35.3	3.5	35.9	8.1
市盈率(x)	8.9	13.7	13.2	9.7	9.0
市账率(x)	3.0	2.5	2.2	1.8	1.6
股息率(%)	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4
权益收益率(%)	36.1	19.0	16.9	19.5	17.9
净财务杠杆率(%)	5.0	3.8	5.6	7.5	8.9

来源:公司及招银国际研究部

## 利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>收入</b>	<b>5,515</b>	<b>4,863</b>	<b>5,344</b>	<b>5,184</b>	<b>5,263</b>
销售成本	(4,952)	(4,655)	(5,169)	(4,988)	(5,038)
<b>毛利</b>	<b>562</b>	<b>208</b>	<b>175</b>	<b>196</b>	<b>225</b>
销售费用	(585)	(547)	(601)	(573)	(581)
行政费用	(402)	(394)	(407)	(384)	(429)
其他收益	104	81	81	81	81
<b>息税前收益</b>	<b>(320)</b>	<b>(652)</b>	<b>(751)</b>	<b>(679)</b>	<b>(704)</b>
利息收入	54	81	81	81	81
融资成本	(156)	(147)	(156)	(159)	(171)
联营公司	229	220	253	278	306
合资公司	5,537	3,823	3,988	5,213	5,614
<b>税前利润</b>	<b>5,343</b>	<b>3,325</b>	<b>3,415</b>	<b>4,733</b>	<b>5,125</b>
所得税	(43)	(45)	(43)	(39)	(41)
非控制股东权益	103	214	247	224	232
<b>净利润</b>	<b>5,403</b>	<b>3,495</b>	<b>3,619</b>	<b>4,917</b>	<b>5,316</b>

来源：公司及招银国际研究部

## 资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>非流动资产</b>	<b>16,862</b>	<b>19,897</b>	<b>23,342</b>	<b>28,019</b>	<b>33,109</b>
固定资产	1,960	2,042	2,509	2,945	3,350
无形资产	996	1,423	1,281	1,153	1,038
土地租赁预付款	60	87	83	80	77
在合资企业及联营公司的权益	12,764	15,589	18,712	23,086	27,889
可供出售金融资产	32	57	57	57	57
其他非流动资产	1,051	699	699	699	699
<b>流动资产</b>	<b>6,345</b>	<b>7,175</b>	<b>7,483</b>	<b>6,928</b>	<b>6,599</b>
现金及现金等价物	2,526	3,072	3,038	2,591	2,200
存货	797	1,211	1,331	1,291	1,311
应收帐款	1,194	1,445	1,588	1,540	1,564
应收票据	770	312	343	333	338
其他应收款	405	441	485	470	477
其他流动资产	654	693	698	703	709
<b>流动负债</b>	<b>7,134</b>	<b>7,872</b>	<b>8,722</b>	<b>8,788</b>	<b>9,153</b>
短期借款	1,365	1,585	1,785	2,085	2,385
应付帐款	2,963	3,038	3,374	3,256	3,288
应付票据	1,858	2,157	2,395	2,311	2,335
其他应付款	776	845	921	890	899
其他流动负债	172	247	247	247	247
<b>非流动负债</b>	<b>119</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>137</b>
递延政府补助	119	137	137	137	137
其他应付关联公司	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
<b>少数股东权益</b>	<b>(977)</b>	<b>(832)</b>	<b>(1,079)</b>	<b>(1,303)</b>	<b>(1,534)</b>
<b>净资产总值</b>	<b>16,931</b>	<b>19,896</b>	<b>23,045</b>	<b>27,325</b>	<b>31,952</b>
<b>股东权益</b>	<b>16,931</b>	<b>19,896</b>	<b>23,045</b>	<b>27,325</b>	<b>31,952</b>

来源：公司及招银国际研究部

**现金流量表**

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	(320)	(652)	(751)	(679)	(704)
折旧和摊销	139	181	282	299	316
营运资金变动	894	209	321	(119)	8
利息收入	49	69	81	81	81
税务开支	(47)	(58)	(43)	(39)	(41)
其他	53	(770)	(13)	(7)	(5)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>770</b>	<b>(1,021)</b>	<b>(124)</b>	<b>(465)</b>	<b>(345)</b>
购置固定资产	(737)	(606)	(606)	(606)	(606)
股息收入	1,355	1,117	1,117	1,117	1,117
其他	(403)	(150)	3	3	3
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>214</b>	<b>361</b>	<b>514</b>	<b>514</b>	<b>514</b>
股份发行	-	360	-	-	-
净银行借贷	(163)	220	200	300	300
股息	(437)	(453)	(469)	(637)	(689)
财务费用	(167)	(139)	(156)	(159)	(171)
其他	58	564	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(709)</b>	<b>553</b>	<b>(425)</b>	<b>(496)</b>	<b>(560)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>275</b>	<b>(108)</b>	<b>(34)</b>	<b>(447)</b>	<b>(391)</b>
年初现金及现金等价物	903	1,179	1,071	1,037	589
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,179</b>	<b>1,071</b>	<b>1,037</b>	<b>589</b>	<b>198</b>
受限制现金	1,201	1,326	1,326	1,326	1,326
短期银行存款	146	676	676	676	676
<b>资产负债表的现金</b>	<b>2,526</b>	<b>3,072</b>	<b>3,038</b>	<b>2,591</b>	<b>2,200</b>

来源: 公司及招銀國際研究部

**主要比率**

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
<b>销售组合 (%)</b>					
宝马3系	34	34	31	28	27
宝马5系	50	51	46	44	42
宝马X1	17	14	18	17	17
宝马2系列AT			5	6	5
宝马X3					2
宝马1系				5	7
<b>华晨宝马</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>增长 (%)</b>					
收入	(9.6)	(11.8)	9.9	(3.0)	1.5
毛利	(18.1)	(63.0)	(15.8)	11.8	15.0
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	60.1	(35.3)	3.5	35.9	8.1
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	10.2	4.3	3.3	3.8	4.3
稅前利率	96.9	68.4	63.9	91.3	97.4
淨利潤率	98.0	71.9	67.7	94.8	101.0
核心淨利潤率	98.0	71.9	67.7	94.8	101.0
有效稅率	10.2	6.2	5.2	5.2	5.2
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
平均应收账款周转天数	26.4	45.4	45.4	45.4	45.4
平均应付帐款周转天数	219.4	235.3	226.4	242.5	237.0
平均存货周转天数	79.4	42.4	23.2	24.8	24.3
净负债/ 总权益比率 (%)	4.4	3.5	5.2	6.9	8.3
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	36.1	19.0	16.9	19.5	17.9
资产回报率	25.6	13.9	12.5	15.0	14.2
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	1.071	0.693	0.717	0.974	1.053
每股股息(港元)	0.087	0.090	0.093	0.127	0.137
每股账面值(人民币)	3.174	3.793	4.371	5.178	6.052

来源: 公司及招銀國際研究部

## 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

本报告期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上责任。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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。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 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。