

華晨汽車 (1114HK, HK\$9.10, 目標價: HK\$10.34, 持有) — 最壞的時期已經過去

- 正在順利度過上一個車型週期末期。**得益於高端產品閣瑞斯和華頌的良好的銷售表現，華晨汽車在 2016 年上半年錄取人民幣 24.86 億的收入，同比上升 20.8%。華晨寶馬在 2016 年上半年貢獻的利潤同比下降 6.9%，至人民幣 19.08 億元，因為新的生產設施和新車型需要較高的前期投入和開支，另外銷售費用也有所上升，其淨利潤率在 2016 年上半年則同比下降 38 個基點至 8.5%。因為在 2017 年新車型所帶來的較高的銷量將會降低單位生產成本，同時華晨寶馬也會採用更為有效的節約成本措施，我們預計華晨寶馬業務的淨利潤率會在 2016 年下半年上升至 8.6%，並在 2017 年上升至 9.3%。
- 華晨寶馬銷量增長持平，平均銷售價格下降。**華晨寶馬在 2016 年上半年銷量小幅同比增長 1.7%（3 系銷售量同比增長 3.3%，5 系銷售量同比下降 4.1%，而 X1 銷售量同比下降 8.5%）。我們相信，它的旗艦車型寶馬 5 系將會在 2016 年下半年面臨激烈的競爭，因而影響銷量，不過新車型的銷售（新 X1、寶馬 2 系）則會成為主要增長動力。而在 2017 年隨著 1 系和新長軸距版 5 系的上線，我們可以預見到更多的增長點。華晨寶馬的平均銷售價格在 2016 年上半年錄得人民幣 31.42 萬元，同比下降 4.4%，因較高價格的車型銷售佔比減少，而小車型寶馬 2 系和長軸型 X1 的銷售佔比增加。平均銷售價格下降的趨勢很可能在 2016 年下半年持續，因為打折促銷的老 5 系車型會在年底揭開序幕，同時新 X1 和 2 系的銷售佔比繼續上升。
- 新發動機工廠有助於降低華晨寶馬生產成本。**華晨寶馬的新發動機工廠在 2016 年 1 月投產，初步具有每年 40 萬台的設計產能。我們相信發動機的本地生產將有效降低華晨寶馬的生產成本。此前華晨汽車的管理層曾提到 2016 年新發動機工廠的產量將不超過 10 萬台，但隨著更多的車型（1 系、5 系）使用新發動機廠生產的發動機，發動機廠產能利用率會在 2017 年和 2018 年有顯著的上升，從而降低單位成本攤銷。受發動機及汽車零部件的成本下降趨勢的影響，我們預測華晨寶馬的分部利潤率將在 2016 年下半年和 2017 年略有提高--2016 年下半年將同比上升 28 個基點，2017 年同比上升 98 個基點。
- 目標價為 10.34 港元。**我們將華晨汽車在 2016、2017 和 2018 年的每股盈利分別從人民幣 0.80 元、0.88 元和 0.94 元調整至人民幣 0.71 元、0.90 元和 0.99 元，並應用了 9 倍 2017 年市盈率計算出在基本情況下其合理估值為每股港幣 9.47。然後應用 8 倍的 2018 年市盈率，計算出 2018 年推出的新車型 X3 能帶來的估值增量為每股港幣 0.88，因此得到我們的目標價為 10.34 港元，相比現價有 13.6% 的上漲空間。鑒於華晨汽車的股價從我們的首發報告發表至今已上升了 18.2%，我們將華晨汽車降級至持有。

華晨汽車(1114 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.10
目標價	HK\$10.34
市值(港幣百萬)	45,841
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	117.33
52 周高/低(港幣)	11.5/6.06
發行股數(百萬)	5,025.8
主要股東(H 股)	華晨集團(42.38%)

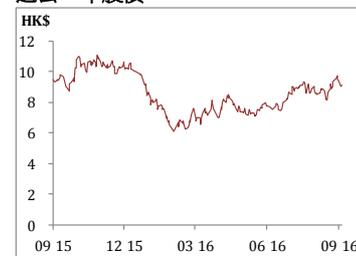
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	5.8%	3.4%
3 月	19.0%	4.2%
6 月	28.3%	12.6%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額(百萬人民幣)	5,515	4,863	5,739	5,969	6,111
淨利潤(百萬人民幣)	5,403	3,066	3,607	4,518	4,998
每股收益(人民幣)	107.1	60.8	71.5	89.5	99.1
每股收益變動(%)	60.1	-43.3	3.2	25.3	10.6
市盈率(x)	7.3	11.3	11.0	8.8	7.9
市賬率(x)	2.3	2.0	1.7	1.5	1.3
股息率(%)	1.2	1.2	1.2	1.6	1.7
權益收益率(%)	36.1	19.0	16.7	18.1	17.2
淨財務杠杆率(%)	5.0	3.8	5.9	8.2	9.9

來源: 公司及招銀國際研究部

利潤表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	5,515	4,863	5,739	5,969	6,111
銷售成本	(4,952)	(4,655)	(5,551)	(5,702)	(5,776)
毛利	562	208	188	267	335
銷售費用	(585)	(547)	(645)	(671)	(687)
行政費用	(402)	(394)	(431)	(478)	(498)
其他收益	104	81	81	81	81
息稅前收益	(320)	(652)	(807)	(801)	(770)
利息收入	54	81	81	81	81
融資成本	(156)	(147)	(162)	(171)	(184)
聯營公司	229	220	253	278	306
合資公司	5,537	3,823	4,023	4,914	5,357
稅前利潤	5,343	3,325	3,387	4,301	4,790
所得稅	(43)	(45)	(46)	(46)	(45)
非控制股東權益	103	214	265	263	253
淨利潤	5,403	3,495	3,607	4,518	4,998

來源：公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日（百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	16,862	19,897	23,377	27,756	32,589
固定資產	1,960	2,042	2,509	2,945	3,350
無形資產	996	1,423	1,281	1,153	1,038
土地租賃預付款	60	87	83	80	77
在合資企業及聯營公司的權益	12,764	15,589	18,748	22,823	27,368
可供出售金融資產	32	57	57	57	57
其他非流動資產	1,051	699	699	699	699
流動資產	6,345	7,175	7,911	7,697	7,359
現金及現金等價物	2,526	3,072	3,190	2,810	2,366
存貨	797	1,211	1,429	1,486	1,522
應收賬款	1,194	1,445	1,705	1,773	1,816
應收票據	770	312	369	384	393
其他應收款	405	441	520	541	554
其他流動資產	654	693	698	703	709
流動負債	7,134	7,872	9,214	9,710	10,107
短期借款	1,365	1,585	1,785	2,085	2,385
應付賬款	2,963	3,038	3,623	3,721	3,770
應付票據	1,858	2,157	2,572	2,642	2,677
其他應付款	776	845	988	1,015	1,029
其他流動負債	172	247	247	247	247
非流動負債	119	137	137	137	137
遞延政府補助	119	137	137	137	137
其他應付關聯公司	-	-	-	-	-
長期借款	-	-	-	-	-
少數股東權益	(977)	(832)	(1,097)	(1,361)	(1,614)
淨資產總值	16,931	19,896	23,035	26,968	31,318
股東權益	16,931	19,896	23,035	26,968	31,318

來源：公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日 (百萬人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	(320)	(652)	(807)	(801)	(770)
折舊和攤銷	139	181	282	299	316
營運資金變動	894	209	533	32	(4)
利息收入	49	69	81	81	81
稅務開支	(47)	(58)	(46)	(46)	(45)
其他	53	(770)	(9)	(3)	(4)
經營活動所得現金淨額	770	(1,021)	33	(438)	(427)
購置固定資產	(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
投資活動所得現金淨額	214	361	514	514	514
股份發行	-	360	-	-	-
淨銀行借貸	(163)	220	200	300	300
股息	(437)	(453)	(467)	(585)	(648)
財務費用	(167)	(139)	(162)	(171)	(184)
其他	58	564	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(709)	553	(430)	(457)	(531)
現金增加淨額	275	(108)	118	(380)	(444)
年初現金及現金等價物	903	1,179	1,071	1,189	808
年末現金及現金等價物	1,179	1,071	1,189	808	365
受限制現金	1,201	1,326	1,326	1,326	1,326
短期銀行存款	146	676	676	676	676
資產負債表的現金	2,526	3,072	3,190	2,810	2,366

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
寶馬3系	34	34	33	27	23
寶馬5系	50	51	46	44	42
寶馬X1	17	14	17	17	13
寶馬2系列AT	-	-	5	6	5
寶馬X3	-	-	-	-	8
寶馬1系	-	-	-	6	8
華晨寶馬	100	100	100	100	100
增長 (%)					
收入	(9.6)	(11.8)	18.0	4.0	2.4
毛利	(18.1)	(63.0)	(9.6)	42.1	25.3
經營利潤	NA	NA	NA	NA	NA
淨利潤	60.1	(35.3)	3.2	25.3	10.6
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.2	4.3	3.3	4.5	5.5
稅前利率	96.9	68.4	59.0	72.1	78.4
淨利潤率	98.0	71.9	62.8	75.7	81.8
核心淨利潤率	98.0	71.9	62.8	75.7	81.8
有效稅率	10.2	6.2	5.2	5.2	5.2
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
平均應收賬款周轉天數	26	45	45	45	45
平均應付帳款周轉天數	219	235	219	235	237
平均存貨周轉天數	79	42	22	24	25
淨負債/總權益比率 (%)	4.4	3.5	5.3	7.5	9.1
回報率 (%)					
資本回報率	36.1	19.0	16.8	18.1	17.2
資產回報率	25.6	13.9	12.4	13.5	13.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.071	0.693	0.715	0.895	0.991
每股股息(港元)	0.087	0.090	0.093	0.116	0.129
每股賬面值(人民幣)	3.174	3.793	4.365	5.095	5.910

來源：公司及招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。