

### 華晨汽車(1114HK, HK\$10.66, 目標價: HK\$12.94, 買入) — 處於健康復蘇的軌道上

- ❖ **華晨寶馬銷售成績好於預期。**華晨寶馬在2016年前10個月的實現了252,438輛的銷量成績，同比增長7.6%，這得益於2016年9月的寶馬3系改款、推出2系列運動版以及新一代X1 SUV所帶來的銷售增長。因為華晨寶馬新產品的市場反應好於預期，我們將2016、2017、2018年的銷售量預測分別提高了4.1%、5.5%、和6.6%，至314,835、343,981、和371,222輛。同時，我們將2018年新X3的銷量預測從28,608台降至7,256台，因為據悉新X3將於2018年年底而不是年初推出。
- ❖ **華晨寶馬對寶馬集團的盈利貢獻在2016年第三季度出現正增長。**華晨寶馬對寶馬集團的盈利貢獻在2016年前3個季度錄得4.19億歐元，同比下降1%。雖然在2016年第一季度和第二季度分別同比下降了21%和10%，在第三季度卻出現回升，同比上升28%至1.78億歐元。儘管北汽平治在2016年8月推出的新平治E級並與寶馬5系進行直接競爭，我們認為對5系的影響有限。華晨寶馬通過推出2017版5系，提高現有5系車型的配置，並進行大約15-22%折扣的促銷優惠（根據汽車之家提供的資料）來促進銷量。此外，新發動機工廠逐漸上升的產能利用率也可以抵消5系銷量可能減緩所帶來的部分負面影響。因此，我們認為華晨寶馬對寶馬集團的貢獻將在2016年第四季度再次實現同比增長，與此同時2016年華晨寶馬的淨利潤率將略微下降14個基點至8.16%。
- ❖ **新的寶馬1系在2017年第一季度開始銷售。**華晨寶馬將於2017年初推出國產寶馬1系。這次的新產品是專為中國市場設計的，將與進口版本1系有一些明顯差異，其中包括由後驅變為前驅，由兩廂設計變為三廂設計。我們預計本地生產的1系的官方指導價應為至少人民幣19萬元，與奧迪A3 Limousine的定價相仿。由於奢侈品牌緊湊型轎車市場相對較小，競爭對手也較少 - 主要是奧迪A3 Limousine，小部分為奔馳CLA和奔馳A級（都為進口版本），我們認為寶馬1系的本地化生產和為中國客戶量身定制的配置將吸引很多人的注意力，並得到奧迪A3的部分市場份額。
- ❖ **目標價為12.94港元。**鑒於華晨汽車正處於健康復蘇的軌道上，我們將2016、2017和2018年的每股盈利預測分別從人民幣0.72、0.90、0.94調整至人民幣0.72、0.97、1.05，並應用10倍2017年市盈率計算出其基本情況下的估值為每股港幣12.73。過去5年華晨汽車的平均動態市盈率為10.6倍。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0.21，因此得到我們的目標價為12.94港元，相當於21.4%的上升空間。因此，我們將華晨汽車升級為買入。

梁甫茵

(852) 3900 0826

fionaliang@cmbi.com.hk

#### 華晨汽車(1114 HK)

評級	買入
收市價	HK\$10.66
目標價	HK\$12.94
市值(港幣百萬)	53,699
過去3月平均交易(港幣百萬)	119.86
52周高/低(港幣)	11.14/6.06
發行股數(百萬)	5,025.8
主要股東(H股)	華晨集團(42.38%)

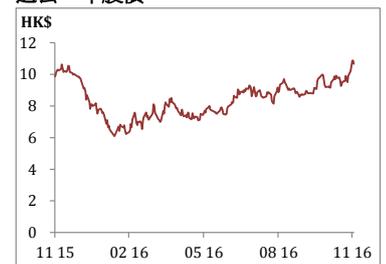
來源: 彭博

#### 股價表現

	絕對	相對
1月	17.5%	18.9%
3月	16.1%	18.1%
6月	43.8%	30.8%

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	5,344	5,184	5,263
淨利潤(百萬人民幣)	5,403	3,066	3,619	4,917	5,316
每股收益(人民幣)	107.1	69.3	71.7	97.4	105.3
每股收益變動(%)	60.1	-35.3	3.5	35.9	8.1
市盈率(x)	8.9	13.7	13.2	9.7	9.0
市賬率(x)	3.0	2.5	2.2	1.8	1.6
股息率(%)	0.9	0.9	1.0	1.3	1.4
權益收益率(%)	36.1	19.0	16.9	19.5	17.9
淨財務杠杆率(%)	5.0	3.8	5.6	7.5	8.9

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
<b>收入</b>	<b>5,515</b>	<b>4,863</b>	<b>5,344</b>	<b>5,184</b>	<b>5,263</b>
銷售成本	(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>
銷售費用	(585)	(547)	(601)	(573)	(581)
行政費用	(402)	(394)	(407)	(384)	(429)
其他收益	104	81	81	81	81
<b>息稅前收益</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
融資成本	(156)	(147)	(156)	(159)	(171)
聯營公司	229	220	253	278	306
合資公司	5,537	3,823	3,988	5,213	5,614
<b>稅前利潤</b>	<b>5,343</b>	<b>3,325</b>	<b>3,415</b>	<b>4,733</b>	<b>5,125</b>
所得稅	(43)	(45)	(43)	(39)	(41)
非控制股東權益	103	214	247	224	232
<b>淨利潤</b>	<b>5,403</b>	<b>3,495</b>	<b>3,619</b>	<b>4,917</b>	<b>5,316</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>16,862</b>	<b>19,897</b>	<b>23,342</b>	<b>28,019</b>	<b>33,109</b>
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	18,712	23,086	27,889
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
<b>流動資產</b>	<b>6,345</b>	<b>7,175</b>	<b>7,483</b>	<b>6,928</b>	<b>6,599</b>
現金及現金等價物	2,526	3,072	3,038	2,591	2,200
存貨	797	1,211	1,331	1,291	1,311
應收賬款	1,194	1,445	1,588	1,540	1,564
應收票據	770	312	343	333	338
其他應收款	405	441	485	470	477
其他流動資產	654	693	698	703	709
<b>流動負債</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
應付賬款	2,963	3,038	3,374	3,256	3,288
應付票據	1,858	2,157	2,395	2,311	2,335
其他應付款	776	845	921	890	899
其他流動負債	172	247	247	247	247
<b>非流動負債</b>	<b>119</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>137</b>	<b>137</b>
遞延政府補助	119	137	137	137	137
其他應付關聯公司	-	-	-	-	-
長期借款	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>(977)</b>	<b>(832)</b>	<b>(1,079)</b>	<b>(1,303)</b>	<b>(1,534)</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>16,931</b>	<b>19,896</b>	<b>23,045</b>	<b>27,325</b>	<b>31,952</b>
<b>股東權益</b>	<b>16,931</b>	<b>19,896</b>	<b>23,045</b>	<b>27,325</b>	<b>31,952</b>

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)	(751)	(679)	(704)
折舊和攤銷	139	181	282	299	316
營運資金變動	894	209	321	(119)	8
利息收入	49	69	81	81	81
稅務開支	(47)	(58)	(43)	(39)	(41)
其他	53	(770)	(13)	(7)	(5)
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>770</b>	<b>(1,021)</b>	<b>(124)</b>	<b>(465)</b>	<b>(345)</b>
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
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>214</b>	<b>361</b>	<b>514</b>	<b>514</b>	<b>514</b>
股份發行	-	360	-	-	-
淨銀行借貸	(163)	220	200	300	300
股息	(437)	(453)	(469)	(637)	(689)
財務費用	(167)	(139)	(156)	(159)	(171)
其他	58	564	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>(709)</b>	<b>553</b>	<b>(425)</b>	<b>(496)</b>	<b>(560)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>275</b>	<b>(108)</b>	<b>(34)</b>	<b>(447)</b>	<b>(391)</b>
年初現金及現金等價物	903	1,179	1,071	1,037	589
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>1,179</b>	<b>1,071</b>	<b>1,037</b>	<b>589</b>	<b>198</b>
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
<b>資產負債表的現金</b>	<b>2,526</b>	<b>3,072</b>	<b>3,038</b>	<b>2,591</b>	<b>2,200</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
寶馬3系	34	34	31	28	27
寶馬5系	50	51	46	44	42
寶馬X1	17	14	18	17	17
寶馬2系列AT	-	-	5	6	5
寶馬X3	-	-	-	-	2
寶馬1系	-	-	-	5	7
<b>華晨寶馬</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>增長 (%)</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
經營利潤	NA	NA	NA	NA	NA
淨利潤	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>資產負債比率</b>					
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	226	243	237
平均存貨周轉天數	79	42	23	25	24
淨負債 / 總權益比率 (%)	4.4	3.5	5.2	6.9	8.3
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	36.1	19.0	16.9	19.5	17.9
資產回報率	25.6	13.9	12.5	15.0	14.2
<b>每股數據</b>					
每股盈利(人民幣)	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
每股賬面值(人民幣)	3.174	3.793	4.371	5.178	6.052

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，本公司及其僱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。