

華晨汽車 (1114HK, HK\$12.78, 目標價: HK\$14.80, 買入) — 增長勢頭良好，成本將呈下降趨勢

- ❖ **2016 業績符合預期。**華晨汽車公佈其 2016 年全年業績，營業收入和淨利潤分別為人民幣 51.25 億元和 36.82 億元，均同比上升 5.4%。華晨寶馬的利潤貢獻為人民幣 39.98 億元，同比增長 4.5%。華晨寶馬的營業收入為人民幣 955.04 億元，同比增長 3.6%，而 2016 年銷售量增長了 8.0%。華晨寶馬的利潤率水準略有提高，淨利潤率上漲了 7 個基點至 8.37%。我們認為 2016 年是華晨寶馬的過渡年，因為它推出了 3 系列和 X1 的整修計畫，並且其旗艦車型 5 系列在其模型週期結束。
- ❖ **2017 年增長勢頭良好，產品結構不斷變化。**我們將華晨寶馬 2017 年銷售量預測從 344,000 輛提高至 366,000 輛，意味著 2017 年銷量將同比增長 18%，原因是新車型銷量超過我們的預期（3 系改款、X1 和 2 系）。另一方面，我們預期 5 系的銷量將在 2017 年出現下滑，因為新 5 系列在 2017 年第三季度推出之前可能會因清理舊 5 系的存貨而銷量減緩。因此，我們認為華晨寶馬的產品結構會產生一些變化，中大型車（3 系和 5 系）的銷售份額將從 2016 年的 78% 降至 2017 年的 66%，而小型車銷售的份額（X1、2 系、1 系）將從 2016 年的 22% 上升到 2017 年的 34%。
- ❖ **新發動機廠是成本節約的主要貢獻者。**華晨寶馬於 2016 年啟動了一個新的發動機工廠，主要生產 2016 年後推出的新型發動機（新 X1、1 系、2 系和即將推出的新 5 系）。管理層評論說，由於新車型的銷售貢獻較低，2016 年的發動機廠的產能利用率較低。不過，我們相信隨著產能利用率的上升，新工廠將在 2016 年以後的成本節約中發揮更大的作用。此外，較低的研發和資本支出成本，以及前驅車型的平臺共用將支持華晨寶馬的利潤率不斷改善。總體來說，我們認為這幾方面因素帶來的成本的節省會超過產品組合變化而帶來對利潤率的影響，因此華晨寶馬的利潤率水準也會持續改善。
- ❖ **維持買入評級。**我們將 2017、2018 年的每股盈利預測從人民幣 0.98 元、1.05 元調整至人民幣 0.97 元和 1.24 元，估計 2019 年的每股收益為人民幣 1.34 元。我們的新目標價是基於 13 倍 2017 年市盈率和 11 倍 2018 年市盈率，並採用演算法平均法計算出來的。我們將華晨汽車的新目標價設定為 14.8 港元，代表著有 15.5% 的升幅。我們維持華晨汽車的買入評級。

梁甫茵
(852) 3900 0826
fionaliang@cmbi.com.hk

華晨汽車(1114 HK)

評級	買入
收市價	HK\$12.78
目標價	HK\$14.8
市值(港幣百萬)	64,410
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	194.36
52 周高/低(港幣)	12.78/6.88
發行股數(百萬)	5,039.9
主要股東	華晨汽車集團(42.36%)

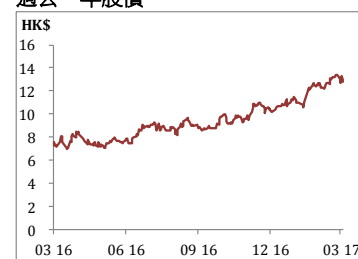
來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	3.4%	2.4%
3 月	26.0%	11.6%
6 月	43.8%	39.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	4,863	5,125	5,663	5,898	6,120
淨利潤 (百萬人民幣)	3,495	3,682	4,914	6,237	6,745
每股收益 (人民幣)	69.3	73.0	97.4	123.6	133.7
每股收益變動 (%)	-35.3	5.4	33.5	26.9	8.1
市盈率(x)	16.4	15.6	11.7	9.2	8.5
市賬率(x)	3.0	2.5	2.2	1.8	1.5
股息率 (%)	0.7	0.0	1.0	1.3	1.4
權益收益率 (%)	19.0	16.9	19.0	20.3	18.5
淨財務杠杆率 (%)	3.5	5.2	5.1	4.7	4.7

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）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,863	5,125	5,663	5,898	6,120
銷售成本	(4,655)	(4,954)	(5,405)	(5,600)	(5,781)
毛利	208	172	258	298	340
銷售費用	(547)	(612)	(636)	(651)	(663)
行政費用	(394)	(383)	(412)	(423)	(433)
其他收益	81	82	82	82	82
息稅前收益	(652)	(741)	(709)	(695)	(675)
利息收入	81	53	53	53	53
融資成本	(147)	(133)	(148)	(162)	(175)
聯營公司	220	253	278	306	336
合資公司	3,823	3,993	5,195	6,495	6,974
稅前利潤	3,325	3,425	4,669	5,998	6,513
所得稅	(45)	(36)	(35)	(35)	(35)
非控制股東權益	214	293	281	275	267
淨利潤	3,495	3,682	4,914	6,237	6,745

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）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	19,897	24,034	28,325	33,683	39,533
固定資產	2,042	2,250	2,718	3,279	3,952
無形資產	1,423	1,339	1,205	1,084	976
土地租賃預付款	87	85	81	78	75
在合資企業及聯營公司的權益	15,589	19,348	23,308	28,229	33,518
可供出售金融資產	57	33	33	33	33
其他非流動資產	699	979	979	979	979
流動資產	7,175	7,009	7,625	7,979	8,272
現金及現金等價物	3,072	2,473	2,806	3,054	3,202
存貨	1,211	1,104	1,188	1,205	1,250
應收賬款	1,445	1,584	1,719	1,790	1,858
應收票據	312	296	312	308	320
其他應收款	441	465	514	535	555
其他流動資產	693	1,087	1,087	1,087	1,087
流動負債	7,872	8,323	9,233	9,790	10,329
短期借款	1,585	1,325	1,625	1,925	2,225
應付賬款	3,038	3,324	3,627	3,758	3,879
應付票據	2,157	2,330	2,542	2,634	2,719
其他應付款	845	887	981	1,016	1,049
其他流動負債	247	457	457	457	457
非流動負債	137	122	122	122	122
遞延政府補助	137	122	122	122	122
其他應付關聯公司	-	-	-	-	-
長期借款	-	-	-	-	-
少數股東權益	(832)	(1,125)	(1,406)	(1,681)	(1,948)
淨資產總值	19,896	23,724	28,002	33,431	39,302
股東權益	19,896	23,724	28,002	33,431	39,302

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）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	(652)	(741)	(709)	(695)	(675)
折舊和攤銷	181	270	272	287	309
營運資金變動	209	468	322	149	92
利息收入	66	80	94	108	122
稅務開支	(58)	(36)	(35)	(35)	(35)
其他	(702)	(73)	5	2	2
經營活動所得現金淨額	(955)	(33)	(51)	(183)	(184)
購置固定資產	(606)	(393)	(606)	(728)	(873)
股息收入	1,117	487	1,513	1,880	2,020
其他	(150)	215	3	3	3
投資活動所得現金淨額	361	309	909	1,155	1,150
股份發行	360	146	-	-	-
淨銀行借貸	220	(260)	300	300	300
股息	(453)	-	(637)	(808)	(874)
財務費用	(139)	(80)	(94)	(108)	(122)
其他	564	(133)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	553	(327)	(431)	(617)	(696)
現金增加淨額	(41)	(50)	427	356	270
年初現金及現金等價物	1,179	1,071	941	1,274	1,521
年末現金及現金等價物	1,137	1,021	1,368	1,630	1,791
受限制現金	1,326	1,339	1,339	1,339	1,339
短期銀行存款	676	193	193	193	193
資產負債表的現金	3,139	2,553	2,900	3,162	3,324

來源：公司及招銀國際研究部

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
寶馬3系	34	31	27	25	26
寶馬5系	51	46	39	36	33
寶馬X1	14	18	23	22	21
寶馬2系列AT	-	5	5	6	9
寶馬X3	-	-	-	3	2
寶馬1系	-	-	7	8	9
華晨寶馬	100	101	100	100	100
增長 (%)					
收入	(11.8)	5.4	10.5	4.2	3.8
毛利	(63.0)	(17.5)	50.1	15.6	14.1
經營利潤	NA	NA	NA	NA	NA
淨利潤	(35.3)	5.4	33.5	26.9	8.1
盈利能力比率 (%)					
毛利率	4.3	3.3	4.5	5.0	5.5
稅前利率	68.4	66.8	82.5	101.7	106.4
淨利潤率	71.9	71.8	86.8	105.8	110.2
核心淨利潤率	71.9	71.8	86.8	105.8	110.2
有效稅率	6.2	4.4	4.4	4.4	4.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
平均應收賬款周轉天數	45	39	38	37	37
平均應付帳款周轉天數	235	234	235	241	241
平均存貨周轉天數	42	22	21	20	20
淨負債/ 總權益比率 (%)	3.5	5.2	5.1	4.7	4.7
回報率 (%)					
資本回報率	19.0	16.9	19.0	20.3	18.5
資產回報率	13.9	12.7	14.7	16.1	15.1
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.693	0.730	0.974	1.236	1.337
每股股息(港元)	0.090	-	0.126	0.160	0.174
每股賬面值(人民幣)	3.793	4.487	5.280	6.304	7.416

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。而過去表現亦不代表未來的表現，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責任。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。