

华晨汽车(1114 HK, HK\$7.71, 目标价: HK\$10.17, 买入) — 2016 下半年开始业绩改善

- ❖ **首次覆盖, 买入评级。**我们估计华晨汽车在 2017 年的每股盈利为人民币每股 0.88, 并应用 9 倍市盈率预测出在基本情况下其合理值为港币每股 9.29。然后应用 8 倍的市盈率, 计算出 2018 年推出的新模型 X3 能带来的估值增量为港币每股 0.88, 因此得到我们的目标价为 10.17 港元, 相比现价有 31.9% 的上涨空间。
- ❖ **令人兴奋的新车型推出周期拉开序幕。**过去两年华晨宝马一直保持沉默, 而今年则终于拉开其在中国的新一轮车型推出周期的帷幕, 在 2016 年年初推出了 2 系运动旅行车和全新长轴距版 X1。在未来 3 年华晨宝马将陆续推出 4 款新车型, 包括 1 系、新 5 系、X3 和 3 系改版。到 2019 年, 华晨宝马将拥有比现在更广泛的宝马系列产品线, 涵盖 MPV、大中小型轿车、以及中小型 SUV。我们对华晨宝马即将推出的新产品有较高的信心, 主要因为已经推出市场的新 X1 和 2 系运动旅行车的客户好评以及管理层要赢回市场份额的决心。新的 X1、X3、1 系列和 2 系列可在 2016 至 2018 期间为华晨宝马带来约 20 万台的新增销量。
- ❖ **不断变化的业务战略。**在 2015 年初宝马集团与经销商的争端给华晨宝马带来很大的经营风险, 而市场低迷也促使它在市场营销上投入了大量的努力以增加销量。而现如今华晨宝马选择了一个更加合作的方式来处理与零售分销商的关系, 并更加专注于产品本身, 保证利润率而不是追求绝对的销售数量。因此我们可以预期销售与行政支出会在今年有一定的改善以及稳定甚至逐渐上升的利润率水平。
- ❖ **走在颠簸的道路上。**我们承认, 因其竞争对手在积极地争取市场份额以及中国经济增长放缓, 华晨宝马目前依然面临着较为严峻的市场环境。宝马饱受批评的在华对经销商的商务政策也在一定程度上阻碍了其更快地发展。然而我们认为最坏的时刻已经过去, 宝马的良好声誉以及不断改善的在中国的经营战略将保证华晨宝马在崎岖的道路上坚定站立。另外, 尽管短期内会有销量和利润的波动, 中国的中产阶级的持续增长会意味着在中期至长期来看中国会对中高端乘用车有更多的需求和豪华车普及率的持续上升, 因而为华晨宝马带来更多的增长空间。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额 (人民币百万)	5,515	4,863	5,039	5,119	5,195
净利润 (人民币百万)	5,403	3,495	4,055	4,428	4,756
每股收益 (人民币分)	107.1	60.8	80.4	87.7	94.3
每股收益变动 (%)	60.1	-43.3	16.0	9.2	7.4
市盈率(x)	6.1	9.4	8.1	7.4	6.9
市帐率(x)	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	0.9	1.1	1.6	1.7	1.9
权益收益率 (%)	36.1	19.0	18.8	17.5	16.3
净财务杠杆率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	2.1

来源: 公司, 招银国际预测

华晨汽车 (1114 HK)

评级	买入
收市价	HK\$7.71
目标价	HK\$10.17
市值 (港币百万)	38,839
过去 3 月平均交易 (港币百万)	149.76
52 周高/低 (港币)	12.72/6.06
发行股数 (百万)	5,025.8
主要股东	华晨汽车集团(42.6%)

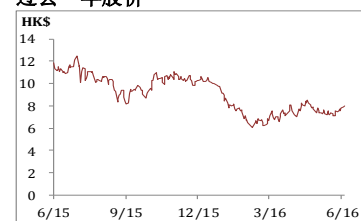
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	6.9%	1.6%
3 月	11.1%	5.3%
6 月	-23.4%	-21.9%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	5,515	4,863	5,039	5,119	5,195
销售成本	(4,952)	(4,655)	(4,773)	(4,747)	(4,765)
毛利	562	208	266	372	430
销售费用	(585)	(547)	(567)	(576)	(584)
行政费用	(402)	(394)	(408)	(415)	(421)
其他收益	104	81	81	81	81
息税前收益	(320)	(652)	(628)	(537)	(494)
利息收入	54	81	81	81	81
融资成本	(156)	(147)	(165)	(282)	(400)
联营公司	229	220	242	266	293
合资公司	5,537	3,823	4,390	4,797	5,196
税前利润	5,343	3,325	3,920	4,325	4,675
所得税	(43)	(45)	(71)	(74)	(81)
非控制股东权益	103	214	207	177	163
净利润	5,403	3,495	4,055	4,428	4,756

来源：公司、招银国际预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	16,862	19,897	23,822	28,149	32,873
固定资产	1,960	2,042	2,509	2,945	3,350
无形资产	996	1,423	1,370	1,319	1,270
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	19,103	23,049	27,420
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
流动资产	6,345	7,175	7,112	9,430	11,708
现金及现金等价物	2,526	3,072	2,882	5,138	7,357
存货	797	1,211	1,255	1,275	1,294
应收帐款	1,194	1,445	1,497	1,521	1,544
应收票据	770	312	324	329	334
其他应收款	405	441	457	464	471
其他流动资产	654	693	698	703	709
流动负债	7,134	7,872	8,411	11,379	14,403
短期借款	1,365	1,585	1,985	4,985	7,985
应付帐款	2,963	3,038	3,115	3,098	3,110
应付票据	1,858	2,157	2,212	2,200	2,208
其他应付款	776	845	853	850	853
其他流动负债	172	247	247	247	247
非流动负债	119	137	137	137	137
递延政府补助	119	137	137	137	137
其他应付关联公司	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
少数股东权益	(977)	(832)	(1,038)	(1,215)	(1,378)
净资产总值	16,931	19,896	23,425	27,279	31,419
股东权益	16,931	19,896	23,352	27,125	31,104

来源：公司、招银国际预测

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)	(628)	(537)	(494)
折旧和摊销	139	181	192	222	250
营运资金变动	894	209	28	(90)	(29)
利息收入	49	69	81	81	81
税务开支	(47)	(58)	(71)	(74)	(81)
其他	53	(770)	(16)	(4)	(5)
经营活动所得现金净额	770	(1,021)	(415)	(402)	(279)
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
投资活动所得现金净额	214	361	514	514	514
股份发行	-	360	-	-	-
净银行借贷	(163)	220	400	3,000	3,000
股息	(437)	(453)	(525)	(574)	(616)
财务费用	(167)	(139)	(165)	(282)	(400)
其他	58	564	-	-	-
融资活动所得现金净额	(709)	553	(290)	2,144	1,984
现金增加净额	275	(108)	(191)	2,256	2,219
年初现金及现金等价物	903	1,179	1,071	880	3,137
年末现金及现金等价物	1,179	1,071	880	3,137	5,355
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
资产负债表的现金	2,526	3,072	2,882	5,138	7,357

来源: 公司、招银国际预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
宝马3系	34	34	36	29	25
宝马5系	50	51	41	39	37
宝马X1	17	14	18	20	19
宝马2系列AT			6	6	6
宝马X3					8
宝马1系				6	5
华晨宝马	100	100	100	100	100
增长 (%)					
收入	(9.6)	(11.8)	3.6	1.6	1.5
毛利	(18.1)	(63.0)	27.8	40.1	15.4
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	60.1	(35.3)	16.0	9.2	7.4
盈利能力比率 (%)					
毛利率	10.2	4.3	5.3	7.3	8.3
税前利率	96.9	68.4	77.8	84.5	90.0
淨利潤率	98.0	71.9	80.5	86.5	91.5
核心淨利潤率	98.0	71.9	80.5	86.5	91.5
有效稅率	10.2	6.2	10.0	10.0	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
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	235.3	238.9	237.7
平均存货周转天数	79.4	42.4	24.3	25.1	25.4
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	2.1
回报率 (%)					
资本回报率	36.1	19.0	18.8	17.5	16.3
资产回报率	25.6	13.9	14.0	12.9	11.6
每股数据					
每股盈利 (人民币)	1.071	0.693	0.804	0.877	0.943
每股股息 (港元)	0.087	0.090	0.105	0.114	0.123
每股账面值 (人民币)	3.174	3.793	4.454	5.186	5.977

来源: 公司、招银国际预测

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 个月的潜在涨幅在-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商投资者

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。