

## 華晨汽車(1114 HK, HK\$7.3, 未評級) — 新一輪大規模車型更新週期開始

❖ **利潤率比銷量重要。**由於中國德系豪華車品牌（奧迪、賓士、寶馬）競爭激烈以及經濟下行，2015年華晨寶馬的銷售成績不太令人滿意，而管理層也保守預計2016年的銷售會實現低個位數的增長。去年的購置稅減免幾乎沒有令華晨寶馬收益，因在其所銷售的車型裡只有“316”的型號符合購置稅減免條件，但這款車型的銷售量僅占華晨寶馬總銷量的5%左右，而另一方面華晨寶馬也將其最低配置車型的生產量（“316”和“520”）控制在總產量的10%以內，以保證一定的利潤率以及其高檔汽車品牌的形象。可以說現在華晨採取的是一種保利潤率而非以激進手法促進銷量的戰略。而這種戰略則會導致今年銷售量的溫和增長以及利潤率穩中有升。同時由於行銷開支削減和經銷商經營狀況改善而降低需要向他們支付的獎勵費，銷售費用也將下降，進一步對利潤率提升起支持作用。

❖ **即將來臨的模型更新換代。**管理層也向我們透露了在2016至2019年期間華晨寶馬即將推出的新車型。華晨在2016年計畫推出兩款新車型，全新長軸距版X1和2系運動版。這兩款車目前為止都已經亮相並推出市場了。全新的X1是基於寶馬UKL平臺製造的，並摒棄了原版X1的外觀設計而與X3的外觀設計一脈相承。2系運動版則是一款中國用家不太熟悉的新車型，主要是瞄準年輕家庭的市場。目前從經銷商和用戶的回饋來看這兩款車還是有許多好評的，因為它們都是採用前輪驅動系統，節省了大量的內部空間，並滿足中國客戶的需求。華晨預計2系運動版的銷量今年能達到1.6-1.7萬台，而X1則能達到5.4-5.5萬台（同比增長約30%）。除了兩款車型，新5系將在2017年下半年推出，1系將在2017年第一季度推出，X3會在2018年推出，3系改款則會在2019年推出。通常新車型在推出市場後2-3年內的銷售狀況是最好的，因此我們可以預見華晨寶馬將會在2017到2019年這個時間段迎來銷售大年。

❖ **當地化繼續推進。**從歷史經驗看來進口車型當地化生產之後往往能夠推高銷量並節約成本。據管理層說，中國生產的寶馬車型會比同樣車型的進口版本便宜10-15%。更高的銷量增長還能夠為寶馬汽車零部件和汽車金融業務帶來更高的收入增長。而產能擴張也在持續進行中（華晨寶馬的鐵西工廠和大東工廠的產能擴張），以支持寶馬的當地化計畫。我們預測到2018年華晨寶馬的總產能能達到年產5.5萬台，其中1.5萬台的產能是用於生產基於前輪驅動系統的模型（1系，2系，和X1）。共用UKL平臺不僅能降低生產成本，還能幫助華晨寶馬迅速改變產品結構以適應市場變化。另外新的位於瀋陽的發動機生產基地也於2016年第一季度投產了，這將進一步降低生產成本。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15A
營業額(百萬元人民幣)	6,103	5,515	4,863
淨利潤(百萬元人民幣)	3,374	5,403	3,066
每股收益(人民幣)	0.67	1.07	0.61
每股收益變動(%)	46.6	60.1	-43.3
市盈率(x)	14.7	9.3	11.7
市帳率(x)	3.8	3.0	2.1
股息率(%)	0.8	0.9	1.1
權益收益率(%)	29.3	36.1	19.0
淨財務槓桿率(%)	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司、招銀國際證券預測

### 華晨汽車(1114 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$7.30
市值(港幣百萬)	37,076
過去3月平均交易(港幣百萬)	158,21
52周高/低(港幣)	12.94/6.06
發行股數(百萬)	5,025.8
主要股東	華晨汽車集團(42.38%)

來源：彭博

### 股價表現

	絕對	相對
1月	-11.2%	-3.9%
3月	10.4%	-8.2%
6月	-28.7%	-18.3%

來源：彭博

### 過去一年股價



來源：彭博

## 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。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。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。