

华晨汽车 (1114 HK, HK\$12.78, 目标价: HK\$14.80, 买入) — 增长势头良好, 成本将呈下降趋势

- ❖ **2016 业绩符合预期。**华晨汽车公布其 2016 年全年业绩, 营业收入和净利润分别为人民币 51.25 亿元和 36.82 亿元, 均同比上升 5.4%。华晨宝马的利润贡献为人民币 39.98 亿元, 同比增长 4.5%。华晨宝马的营业收入为人民币 955.04 亿元, 同比增长 3.6%, 而 2016 年销售量增长了 8.0%。华晨宝马的利润率水平略有提高, 净利润率上涨了 7 个基点至 8.37%。我们认为 2016 年是华晨宝马的过渡年, 因为它推出了 3 系列和 X1 的整修计划, 并且其旗舰车型 5 系列在其模型周期结束。
- ❖ **2017 年增长势头良好, 产品结构不断变化。**我们将华晨宝马 2017 年销售量预测从 344,000 辆提高至 366,000 辆, 意味着 2017 年销量将同比增长 18%, 原因是新车型销量超过我们的预期 (3 系改款、X1 和 2 系)。另一方面, 我们预期 5 系的销量将在 2017 年出现下滑, 因为新 5 系列在 2017 年第三季度推出之前可能会因清理旧 5 系的存货而销量减缓。因此, 我们认为华晨宝马的产品结构会产生一些变化, 中大型车 (3 系和 5 系) 的销售份额将从 2016 年的 78% 降至 2017 年的 66%, 而小型车销售的份额 (X1、2 系、1 系) 将从 2016 年的 22% 上升到 2017 年的 34%。
- ❖ **新发动机厂是成本节约的主要贡献者。**华晨宝马于 2016 年启动了一个新的发动机工厂, 主要生产 2016 年后推出的新型发动机 (新 X1、1 系、2 系和即将推出的新 5 系)。管理层评论说, 由于新车型的销售贡献较低, 2016 年的发动机厂的产能利用率较低。不过, 我们相信随着产能利用率的上升, 新工厂将在 2016 年以后的成本节约中发挥更大的作用。此外, 较低的研发和资本支出成本, 以及前驱车型的平台共享将支持华晨宝马的利润率不断改善。总体来说, 我们认为这几方面因素带来的成本的节省会超过产品组合变化而带来对利润率的影响, 因此华晨宝马的利润率水平也会持续改善。
- ❖ **维持买入评级。**我们将 2017、2018 年的每股盈利预测从人民币 0.98 元、1.05 元调整至人民币 0.97 元和 1.24 元, 估计 2019 年的每股收益为人民币 1.34 元。我们的新目标价是基于 13 倍 2017 年市盈率和 11 倍 2018 年市盈率, 并采用算法平均法计算出来的。我们将华晨汽车的新目标价设定为 14.8 港元, 代表着有 15.5% 的升幅。我们维持华晨汽车的买入评级。

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

华晨汽车(1114 HK)

评级	买入
收市价	HK\$12.78
目标价	HK\$14.8
市值 (港币百万)	64,410
过去 3 月平均交易 (港币百万)	194.36
52 周高/低 (港币)	12.78/6.88
发行股数 (百万)	5,039.9
主要股东	华晨汽车集团(42.36%)

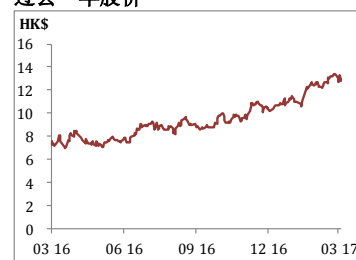
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	3.4%	2.4%
3 月	26.0%	11.6%
6 月	43.8%	39.8%

来源: 彭博

过去一年股价



来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	4,863	5,125	5,663	5,898	6,120
净利润 (百万人民币)	3,495	3,682	4,914	6,237	6,745
每股收益 (人民币)	69.3	73.0	97.4	123.6	133.7
每股收益变动 (%)	-35.3	5.4	33.5	26.9	8.1
市盈率 (x)	16.4	15.6	11.7	9.2	8.5
市账率 (x)	3.0	2.5	2.2	1.8	1.5
股息率 (%)	0.7	0.0	1.0	1.3	1.4
权益收益率 (%)	19.0	16.9	19.0	20.3	18.5
净财务杠杆率 (%)	3.5	5.2	5.1	4.7	4.7

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
收入	4,863	5,125	5,663	5,898	6,120
销售成本	(4,655)	(4,954)	(5,405)	(5,600)	(5,781)
毛利	208	172	258	298	340
销售费用	(547)	(612)	(636)	(651)	(663)
行政费用	(394)	(383)	(412)	(423)	(433)
其他收益	81	82	82	82	82
息税前收益	(652)	(741)	(709)	(695)	(675)
利息收入	81	53	53	53	53
融资成本	(147)	(133)	(148)	(162)	(175)
联营公司	220	253	278	306	336
合资公司	3,823	3,993	5,195	6,495	6,974
税前利润	3,325	3,425	4,669	5,998	6,513
所得税	(45)	(36)	(35)	(35)	(35)
非控制股东权益	214	293	281	275	267
净利润	3,495	3,682	4,914	6,237	6,745

来源：公司及招银国际研究部

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	19,897	24,034	28,325	33,683	39,533
固定资产	2,042	2,250	2,718	3,279	3,952
无形资产	1,423	1,339	1,205	1,084	976
土地租赁预付款	87	85	81	78	75
在合资企业及联营公司的权益	15,589	19,348	23,308	28,229	33,518
可供出售金融资产	57	33	33	33	33
其他非流动资产	699	979	979	979	979
流动资产	7,175	7,009	7,625	7,979	8,272
现金及现金等价物	3,072	2,473	2,806	3,054	3,202
存货	1,211	1,104	1,188	1,205	1,250
应收帐款	1,445	1,584	1,719	1,790	1,858
应收票据	312	296	312	308	320
其他应收款	441	465	514	535	555
其他流动资产	693	1,087	1,087	1,087	1,087
流动负债	7,872	8,323	9,233	9,790	10,329
短期借款	1,585	1,325	1,625	1,925	2,225
应付帐款	3,038	3,324	3,627	3,758	3,879
应付票据	2,157	2,330	2,542	2,634	2,719
其他应付款	845	887	981	1,016	1,049
其他流动负债	247	457	457	457	457
非流动负债	137	122	122	122	122
递延政府补助	137	122	122	122	122
其他应付关联公司	-	-	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
少数股东权益	(832)	(1,125)	(1,406)	(1,681)	(1,948)
净资产总值	19,896	23,724	28,002	33,431	39,302
股东权益	19,896	23,724	28,002	33,431	39,302

来源：公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	(652)	(741)	(709)	(695)	(675)
折旧和摊销	181	270	272	287	309
营运资金变动	209	468	322	149	92
利息收入	66	80	94	108	122
税务开支	(58)	(36)	(35)	(35)	(35)
其他	(702)	(73)	5	2	2
经营活动所得现金净额	(955)	(33)	(51)	(183)	(184)
购置固定资产	(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
投资活动所得现金净额	361	309	909	1,155	1,150
股份发行	360	146	-	-	-
净银行借贷	220	(260)	300	300	300
股息	(453)	-	(637)	(808)	(874)
财务费用	(139)	(80)	(94)	(108)	(122)
其他	564	(133)	-	-	-
融资活动所得现金净额	553	(327)	(431)	(617)	(696)
现金增加净额	(41)	(50)	427	356	270
年初现金及现金等价物	1,179	1,071	941	1,274	1,521
年末现金及现金等价物	1,137	1,021	1,368	1,630	1,791
受限制现金	1,326	1,339	1,339	1,339	1,339
短期银行存款	676	193	193	193	193
资产负债表的现金	3,139	2,553	2,900	3,162	3,324

来源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
宝马3系	34	31	27	25	26
宝马5系	51	46	39	36	33
宝马X1	14	18	23	22	21
宝马2系列AT		5	5	6	9
宝马X3				3	2
宝马1系			7	8	9
华晨宝马	100	101	100	100	100
增长 (%)					
收入	(11.8)	5.4	10.5	4.2	3.8
毛利	(63.0)	(17.5)	50.1	15.6	14.1
经营利润	NA	NA	NA	NA	NA
净利润	(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
税前利率	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
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
平均应收账款周转天数	45.4	39.3	38.3	37.3	37.3
平均应付帐款周转天数	235.3	234.4	234.7	240.7	241.1
平均存货周转天数	42.4	22.4	20.5	20.2	19.8
净负债/ 总权益比率 (%)	3.5	5.2	5.1	4.7	4.7
回报率 (%)					
资本回报率	19.0	16.9	19.0	20.3	18.5
资产回报率	13.9	12.7	14.7	16.1	15.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.693	0.730	0.974	1.236	1.337
每股股息(港元)	0.090	-	0.126	0.160	0.174
每股账面值(人民币)	3.793	4.487	5.280	6.304	7.416

来源: 公司及招銀國際研究部

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 个月的潜在变幅在-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上责任。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，请与我们联络。

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。