睿智投資

華晨汽車(1114 HK, HK$7.71,目標價: HK$10.17, 買入）— 2016 下半年開始業績改善

華晨汽車(1114 HK)

評級	買入
收市價	HK$7.71
目標價	HK$10.17
市值 (港幣百萬)	38,839
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	149.76
52 周高/低 (港幣)	12.72/6.06
發行股數 (百萬)	5,025.8
主要股東	華晨汽車集團(42.6%)

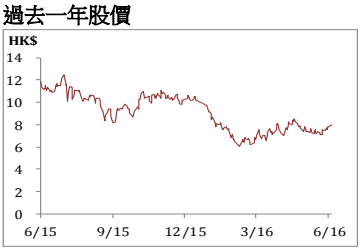
來源:彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	6.9%	1.6%
3 月	11.1%	-5.3%
6 月	-23.4%	-21.9%

來源:彭博

過去一年股價



來源:彭博

- **首次覆蓋，買入評級。**我們估計華晨汽車在 2017 年的每股盈利為人民幣每股 0.88，並應用 9 倍市盈率預測出在基本情況下其合理值為港幣每股 9.29。然後應用 8 倍的市盈率，計算出 2018 年推出的新模型 X3 能帶來的估值增量為港幣每股 0.88，因此得到我們的目標價為 10.17 港元，相比現價有 31.9%的上漲空間。

- **令人興奮的新車型推出週期拉開序幕。**過去兩年華晨寶馬一直保持沉默，而今年則終於拉開其在中國的新一輪車型推出週期的帷幕，在 2016 年年初推出了 2 系運動旅行車和全新長軸距版 X1。在未來 3 年華晨寶馬將陸續推出 4 款新車型，包括 1 系、新 5 系、X3 和 3 系改版。到 2019 年，華晨寶馬將擁有比現在更廣泛的寶馬系列產品線，涵蓋 MPV、大中小型轎車、以及中小型 SUV。我們對華晨寶馬即將推出的新產品有較高的信心，主要因為已經推出市場的新 X1 和 2 系運動旅行車的客戶好評以及管理層要贏回市場份額的決心。新的 X1、X3、1 系列和 2 系列可在 2016 至 2018 期間為華晨寶馬帶來約 20 萬台的新增銷量。

- **不斷變化的業務戰略。**在 2015 年初寶馬集團與經銷商的爭端給華晨寶馬帶來很大的經營風險，而市場低迷也促使它在市場行銷上投入了大量的努力以增加銷量。而現如今華晨寶馬選擇了一個更加合作的方式來處理與零售分銷商的關係，並更加專注於產品本身，保證利潤率而不是追求絕對的銷售數量。因此我們可以預期銷售與行政支出會在今年有一定的改善以及穩定甚至逐漸上升的利潤率水準。

- **走在顛簸的道路上。**我們承認，因其競爭對手在積極地爭取市場份額以及中國經濟增長放緩，華晨寶馬目前依然面臨著較為嚴峻的市場環境。寶馬飽受批評的在華對經銷商的商務政策也在一定程度上阻礙了其更快地發展。然而我們認為最壞的時刻已經過去，寶馬的良好聲譽以及不斷改善的在中國的經營戰略將保證華晨寶馬在崎嶇的道路上堅定站立。另外，儘管短期內會有銷量和利潤的波動，中國的中產階級的持續增長會意味著在中期至長期來看中國會對中高端乘用車有更多的需求和豪華車普及率的持續上升，因而為華晨寶馬帶來更多的增長空間。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (人民币百萬)	5,515	4,863	5,039	5,119	5,195
淨利潤 (人民币百萬)	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
每股收益變動 (%)	60.1	-43.3	16.0	9.2	7.4
市盈率(x)	6.1	9.4	8.1	7.4	6.9
市帳率 (x)	2.1	1.7	1.5	1.3	1.1
股息率 (%)	0.9	1.1	1.6	1.7	1.9
權益收益率（%）	36.1	19.0	18.8	17.5	16.3
淨財務槓桿率（%）	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	2.1

來源:公司,招銀國際預測

利潤表

年結：12月31日 （百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	**5,515**	**4,863**	**5,039**	**5,119**	**5,195**
銷售成本	(4,952)	(4,655)	(4,773)	(4,747)	(4,765)
毛利	**562**	**208**	**266**	**372**	**430**
銷售費用	(585)	(547)	(567)	(576)	(584)
行政費用	(402)	(394)	(408)	(415)	(421)
其他收益	104	81	81	81	81
息稅前收益	**(320)**	**(652)**	**(628)**	**(537)**	**(494)**
利息收入	54	81	81	81	81
融資成本	(156)	(147)	(165)	(282)	(400)
聯營公司	229	220	242	266	293
合資公司	5,537	3,823	4,390	4,797	5,196
稅前利潤	**5,343**	**3,325**	**3,920**	**4,325**	**4,675**
所得稅	(43)	(45)	(71)	(74)	(81)
非控制股東權益	103	214	207	177	163
淨利潤	**5,403**	**3,495**	**4,055**	**4,428**	**4,756**

來源：公司、招銀國際預測

資產負債表

年結：12月31日 （百萬人民幣）	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	**16,862**	**19,897**	**23,822**	**28,149**	**32,873**
固定資產	1,960	2,042	2,509	2,945	3,350
無形資產	996	1,423	1,370	1,319	1,270
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	19,103	23,049	27,420
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
流動資產	**6,345**	**7,175**	**7,112**	**9,430**	**11,708**
現金及現金等價物	2,526	3,072	2,882	5,138	7,357
存貨	797	1,211	1,255	1,275	1,294
應收賬款	1,194	1,445	1,497	1,521	1,544
應收票據	770	312	324	329	334
其他應收款	405	441	457	464	471
其他流動資產	654	693	698	703	709
流動負債	**7,134**	**7,872**	**8,411**	**11,379**	**14,403**
短期借款	1,365	1,585	1,985	4,985	7,985
應付賬款	2,963	3,038	3,115	3,098	3,110
應付票據	1,858	2,157	2,212	2,200	2,208
其他應付款	776	845	853	850	853
其他流動負債	172	247	247	247	247
非流動負債	**119**	**137**	**137**	**137**	**137**
遞延政府補助	119	137	137	137	137
其他應付關聯公司	-	-	-	-	-
長期借款	-	-	-	-	-
少數股東權益	**(977)**	**(832)**	**(1,038)**	**(1,215)**	**(1,378)**
淨資產總值	**16,931**	**19,896**	**23,425**	**27,279**	**31,419**
股東權益	**16,931**	**19,896**	**23,352**	**27,125**	**31,104**

來源：公司、招銀國際預測

現金流量表

息稅前收益	(320)	(652)	(628)	(537)	(494)
折舊和攤銷	139	181	192	222	250
營運資金變動	894	209	28	(90)	(29)
利息收入	49	69	81	81	81
稅務開支	(47)	(58)	(71)	(74)	(81)
其他	53	(770)	(16)	(4)	(5)
經營活動所得現金淨額	**770**	**(1,021)**	**(415)**	**(402)**	**(279)**
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
投資活動所得現金淨額	**214**	**361**	**514**	**514**	**514**
股份發行	-	360	-	-	-
淨銀行借貸	(163)	220	400	3,000	3,000
股息	(437)	(453)	(525)	(574)	(616)
財務費用	(167)	(139)	(165)	(282)	(400)
其他	58	564	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**(709)**	**553**	**(290)**	**2,144**	**1,984**
現金增加淨額	**275**	**(108)**	**(191)**	**2,256**	**2,219**
年初現金及現金等價物	903	1,179	1,071	880	3,137
年末現金及現金等價物	**1,179**	**1,071**	**880**	**3,137**	**5,355**
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
資產負債表的現金	**2,526**	**3,072**	**2,882**	**5,138**	**7,357**

來源：公司、招銀國際預測

主要比率

年結：12月31日	**FY14A**	**FY15A**	**FY16E**	**FY17E**	**FY18E**
銷售組合 (%)					
寶馬3系	34	34	36	29	25
寶馬5系	50	51	41	39	37
寶馬X1	17	14	18	20	19
寶馬2系列AT	-	-	6	6	6
寶馬X3	-	-	-	-	8
寶馬1系	-	-	-	6	5
華晨寶馬	**100**	**100**	**100**	**100**	**100**
增長 (%)					
收入	(9.6)	(11.8)	3.6	1.6	1.5
毛利	(18.1)	(63.0)	27.8	40.1	15.4
經營利潤	NA	NA	NA	NA	NA
淨利潤	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
稅前利率	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
資產負債比率					
流動比率 (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
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	235	239	238
平均存貨周轉天數	79	42	24	25	25
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	2.1
回報率 (%)					
資本回報率	36.1	19.0	18.8	17.5	16.3
資產回報率	25.6	13.9	14.0	12.9	11.6
每股數據					
每股盈利(人民幣)	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
每股賬面值(人民幣)	3.174	3.793	4.454	5.186	5.977

來源：公司、招銀國際預測

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 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 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，並可能會受目標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。