

現價：HK\$10.34

潛在上升空間：+27.7%

目標價：HK\$13.20 ↓

汽車整車行業

## 華晨中國 (1114.HK)

### 三季度淨利潤繼續下滑，期待 16 年業績改善

落后

同步

**领先**

#### 公司估值表

|                | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 營業收入 (RMB 百萬元) | 6,103 | 5,515 | 5,854 | 6,572 | 7,004 |
| 變化(%)          | 3     | -10   | 6     | 12    | 7     |
| 淨利潤 (RMB 百萬元)  | 3,374 | 5,403 | 3,273 | 4,373 | 5,284 |
| 變化(%)          | 47    | 60    | -39   | 34    | 21    |
| 每股基本盈利 (RMB)   | 0.671 | 1.075 | 0.651 | 0.870 | 1.051 |
| 變動 (%)         | 47    | 60    | -39   | 34    | 21    |
| 市盈率 (x)        | 12.6  | 7.6   | 12.6  | 9.4   | 7.8   |
| 每股資產淨值 (RMB)   | 2.4   | 3.2   | 3.9   | 4.9   | 5.9   |
| 市淨率 (x)        | 3.5   | 2.6   | 2.1   | 1.7   | 1.4   |

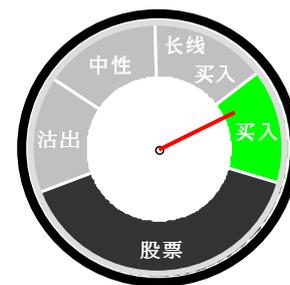
資料來源：公司資料、交銀國際

● **預計華晨寶馬三季度淨利潤同比下降 29.6%**。德國寶馬集團(BMW GY)公佈了三季度業績，其中三季度投資收益 1.38 億歐元，折合人民幣 9.68 億元。根據寶馬集團投資收益和華晨中國的投資收益之間的對應關係，預計三季度華晨中國的投資收益約 10.1 億元，同比下降 29.6%，表現低於預期，主要是利潤率水平低於預期。

● **四季度利潤率仍將出現下滑**。我們推算三季度華晨寶馬利潤率為 8.5%，環比下降 1.5 個百分點，同比下降 3.5 個百分點，表現低於預期，利潤率不如預期可能來自於競爭增加帶來的銷售費用等增加以及新增產能帶來折舊攤銷等有關費用的增加幅度高於預期。四季度來看，由於廠家返點一般在年底，因此四季度有關銷售費用將顯著增加，按照以往四季度利潤率水平，利潤率將回落至 4% 以內，我們預計今年四季度和往年基本相當，總體預計 15 年全年利潤率約 7.4%。

● **16 年業績表現有望改善**。16 年華晨寶馬在銷量和利潤率方面均會有望出現改善。銷量方面，主要是有新車型推出，16 年公司會有 2 系以及 X1 的換代車型，其中 2 系為全新車型，新 X1 不僅軸距有望加長，而且將推出 1.5T 的低配版，兩款車型均值得期待，我們預計華晨寶馬 15/16 年銷量為 29.0 萬/33.5 萬輛，分別同比增長 3.9%/15.6%。利潤率方面，主要來自以下幾方面：1、匯率的滯後影響。14 年下半年歐元急劇貶值，這有助於降低零部件採購成本。不過由於公司外匯用額 90% 左右在年初採取購買遠期合約等方式來鎖定匯率，因此匯率對公司影響一般會有一年左右的滯後效應，16 年可能會更加顯著；2、國產發動機的投產。16 年預計國產發動機將伴隨新產品投產，國產發動機的投產有助於降低零部件採購成本，不過初期由於規模較小，影響不明顯，隨著規模增加影響會更顯著。3、產品的規模效應產生。產銷規模的提升有望提升利潤率水平。

● **維持買入評級**。由於華晨寶馬的利潤率水平表現不如預期，我們下調了公司的盈利預測，預計 2015/16/17 年每股收益分別為 0.65 元/0.87 元/1.05 元，分別下調 13.8%/12.0%/9.2%。公司 16 年業績出現改善，主要驅動力來自於華晨寶馬新車銷量貢獻以及利潤率的改善。由於盈利預測的調整，我們將目標價下調至 13.2 港元，對應 12 倍的 16 年市盈率，繼續維持買入評級。



- ▶ 預計華晨寶馬三季度淨利潤同比下降 29.6%。
- ▶ 四季度利潤率仍將出現下滑。
- ▶ 16 年業績表現有望改善。
- ▶ 維持買入評級。

#### 股份資料

|                 |         |
|-----------------|---------|
| 52 周高位 (HK\$)   | 18.02   |
| 52 周低位 (HK\$)   | 7.93    |
| 市值 (百萬港幣)       | 51,665  |
| 發行股數 (百萬)       | 5025.77 |
| 日成交量 (百萬港幣)     | 17.58   |
| 1 個月內變化 (%)     | 10.66   |
| 年初至今變化 (%)      | (17.50) |
| 50 天平均價 (HK\$)  | 9.66    |
| 200 天平均價 (HK\$) | 12.25   |
| 14 天強弱指數        | 54.28   |

資料來源：Bloomberg

#### 個股 1 年走勢圖



資料來源：Bloomberg

**姚煒**
[wei.yao@bocomgroup.com](mailto:wei.yao@bocomgroup.com)

電話：(8621) 6065 3675

## 公司背景

華晨中國主要業務是在中國製造及銷售輕客及汽車零部件。此外集團之主要業務亦為透過主要共同控制實體華晨寶馬汽車有限公司在中國從事製造及銷售寶馬汽車業務。公司的輕客業務目前對整體業績負貢獻，公司的利潤來源主要依靠華晨寶馬。

### 華晨中國 (1114.HK): 財務報表

#### 損益表 (RMB m)

| 年結于12月31日         | 2013    | 2014  | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|-------------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 營業收入              | 6,103   | 5,515 | 5,854   | 6,572   | 7,004   |
| 營業成本              | (2,549) | 69    | (2,382) | (1,983) | (1,475) |
| 息稅折舊前利潤           | 3,554   | 5,583 | 3,471   | 4,589   | 5,529   |
| EBITDA margin (%) | 58.2    | 101.2 | 59.3    | 69.8    | 78.9    |
| 折舊及摊销             | 138     | 138   | 159     | 177     | 194     |
| EBIT              | 3,416   | 5,446 | 3,312   | 4,411   | 5,335   |
| EBIT margin (%)   | 56.0    | 98.7  | 56.6    | 67.1    | 76.2    |
| 利息收入              | 47      | 54    | 70      | 74      | 73      |
| 融資成本              | (139)   | (156) | (140)   | (151)   | (155)   |
| 淨利息支出             | (92)    | (103) | (71)    | (77)    | (82)    |
| 稅前利潤              | 3,325   | 5,343 | 3,241   | 4,335   | 5,254   |
| 所得稅開支             | (8)     | (43)  | (23)    | (35)    | (47)    |
| 稅後經營利潤            | 3,316   | 5,300 | 3,219   | 4,300   | 5,206   |
| 少數股東權益            | 58      | 103   | 55      | 73      | 78      |
| 淨利潤 (百萬元)         | 3,374   | 5,403 | 3,273   | 4,373   | 5,284   |
| 淨利潤率 (%)          | 55.3    | 98.0  | 55.9    | 66.5    | 75.4    |

#### 現金流量表 (RMB )

| 年結于12月31日     | 2013    | 2014    | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 經營活動現金流       | (154)   | 770     | 880     | (604)   | 503     |
| 稅前利潤          | 3,325   | 5,343   | 3,241   | 4,335   | 5,254   |
| 折舊及摊销         | 138     | 138     | 159     | 177     | 390     |
| 應占共同控制實體及聯營企業 | (3,641) | (5,766) | (3,773) | (4,820) | (5,760) |
| 營運資本變動        | (55)    | 1,029   | 120     | (319)   | 609     |
| 其他營業資產及負債變動   | 81      | 25      | 1,133   | 24      | 12      |
| 投資活動現金流       | 470     | 214     | -199    | 433     | 450     |
| 資本支出淨額        | (616)   | (737)   | (634)   | (555)   | (526)   |
| 資產處置          | 30      | 5       | 1       | 1       | 1       |
| 長期投資變動        | 0       | 1       | 2       | 3       | 4       |
| 其他資產變動        | 1,057   | 946     | 433     | 984     | 971     |
| 自由現金流         | (770)   | 32      | 246     | (1,159) | (23)    |
| 融資活動現金流       | (250)   | (709)   | (130)   | (492)   | (399)   |
| 股本變動          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 負債變動          | 409     | (163)   | 40      | 41      | (45)    |
| 已付股息          | (394)   | (437)   | (437)   | (437)   | (437)   |
| 其它長期資產變動      | (265)   | (108)   | 267     | (96)    | 83      |
| 現金及現金等價物變動    | 67      | 275     | 552     | -664    | 553     |

#### 資產負債表 (RMB m)

| 年結于12月31日 | 2013   | 2014   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|-----------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 總資產       | 18,990 | 23,207 | 28,320  | 32,224  | 37,628  |
| 非流動資產     | 12,466 | 16,862 | 19,790  | 23,870  | 28,629  |
| 固定資產淨值    | 1,686  | 1,629  | 2,218   | 2,425   | 2,607   |
| 長期投資      | 9,418  | 12,764 | 15,602  | 19,238  | 23,594  |
| 其他非流動資產   | 1,362  | 2,469  | 1,970   | 2,207   | 2,428   |
| 流動資產      | 6,524  | 6,345  | 8,530   | 8,354   | 8,999   |
| 現金及現金等價物  | 903    | 1,179  | 1,730   | 1,066   | 1,620   |
| 已抵押銀行存款   | 1,213  | 1,347  | 1,775   | 1,815   | 1,847   |
| 應收票據及賬款   | 2,621  | 2,369  | 2,971   | 3,534   | 3,254   |
| 存貨        | 769    | 797    | 1,265   | 1,028   | 1,415   |
| 其它流動資產    | 1,017  | 654    | 788     | 910     | 863     |
| 總負債       | 6,849  | 7,253  | 8,534   | 8,632   | 9,352   |
| 流動負債      | 6,793  | 7,134  | 8,415   | 8,513   | 9,233   |
| 短期借款      | 1,528  | 1,365  | 1,405   | 1,446   | 1,401   |
| 應付帳款      | 2,991  | 2,963  | 3,738   | 3,715   | 4,223   |
| 應付票據      | 1,298  | 1,858  | 2,266   | 2,321   | 2,564   |
| 其他流動負債    | 975    | 948    | 1,007   | 1,031   | 1,045   |
| 長期負債      | 56     | 119    | 119     | 119     | 119     |
| 長期借款      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 其他負債      | 56     | 119    | 119     | 119     | 119     |
| 淨資產       | 12,141 | 15,954 | 19,786  | 23,592  | 28,276  |
| 股東權益總額    | 13,015 | 16,931 | 20,818  | 24,697  | 29,459  |
| 少數股東權益    | (874)  | (977)  | (1,032) | (1,105) | (1,183) |
| 淨資產       | 12,141 | 15,954 | 19,786  | 23,592  | 28,276  |

#### 財務比率

| 年結于12月31日       | 2013 | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 利潤率分析 (%)       |      |       |       |       |       |
| 毛利率             | 11.2 | 10.2  | 8.4   | 9.3   | 9.3   |
| 營業利潤率           | -2.9 | -4.8  | -6.7  | -5.1  | -5.0  |
| 息稅折舊前利潤率        | 58.2 | 101.2 | 59.3  | 69.8  | 76.2  |
| 息稅前利潤率          | 56.0 | 98.7  | 56.6  | 67.1  | 76.2  |
| 淨利潤率            | 55.3 | 98.0  | 55.9  | 66.5  | 75.4  |
| 盈利能力分析 (%)      |      |       |       |       |       |
| 淨資產收益率          | 27.8 | 33.9  | 16.5  | 18.5  | 18.7  |
| 資產收益率           | 17.8 | 23.3  | 11.6  | 13.6  | 14.0  |
| ROCE            | 28.0 | 33.9  | 16.6  | 18.6  | 18.8  |
| ROIC            | 26.7 | 33.5  | 16.7  | 18.2  | 18.8  |
| 其他              |      |       |       |       |       |
| EBITDA/利息支出 (倍) | 26   | 36    | 25    | 30    | 36    |
| 淨負債率 (%)        | 5.2  | 1.8   | 淨現金   | 2.0   | 淨現金   |
| 平均存貨周轉天數 (天)    | 54   | 58    | 70    | 70    | 70    |
| 平均應收賬款周轉天數 (天)  | 40   | 67    | 69    | 69    | 69    |
| 平均應付帳款支付天數 (天)  | 195  | 195   | 228   | 228   | 228   |
| 股息支付率 (%)       | 11.7 | 8.1   | 13.4  | 10.0  | 8.3   |

資料來源：公司資料、交銀國際

## 交銀國際

 香港中環德輔道中 68 號萬宜大廈十一樓

總機: +852 3710 3328

傳真: +852 3798 0133

www.bocomgroup.com

## 評級定義

## 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%

長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%

中性: 預期股價波幅在±20%之間

沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

## 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上

同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間

落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

## 研究團隊

## 研究部主管

@bocomgroup.com

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 2977 9393 raymond.cheng

## 策略

洪灝 CFA (852) 2977 9384 hao.hong

## 銀行/網絡新金融

楊青麗 (852) 2977 9212 yangqingli

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 Wanli

韓嘉楠 (86) 10 8800 9788 - 8055 hannah.han

## 非必需品消費

黃文嫻 CPA (852) 2977 9391 phoebe.wong

肖偉 (852) 2977 9205 eric.xiao

## 必需品消費

王惟穎 CFA (852) 2977 9221 summer.wang

吳效宇 (852) 2977 9386 shawn.wu

## 環保服務

鄭民康 (852) 2977 9387 wallace.cheng

## 醫藥生物

李博 (852) 2977 9203 david.li

## 保險及證券

鄭嘉梁 (852) 2977 9389 jupiter.zheng

張雨瑤 (852) 2977 9250 yufan.zhang

## 互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

殺馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu

孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

## 建材及工業(中盤)

陳慶 (852) 2977 9392 angus.chan

## 油氣/燃氣

劉旭彤 (852) 2977 9390 xutong.liu

## 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 2977 9235 alfred.lau

謝聯聰 CFA, FRM (852) 2977 9220 philip.tse

過璐璐 (852) 2977 9211 luella.guo

## 新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

## 科技

嚴司政 (852) 2977 9243 christopher.yim

## 電訊/中小盤

李志武 (852) 2977 9209 lizhiwu

## 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 2977 9380 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 2977 9381 fay.zhou

## 汽車

姚煒 (86) 21 6065 3675 wei.yao

## 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

## 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、奧星生命科技有限公司、北京汽車股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、德基科技控股有限公司、國聯證券股份有限公司、廣發控股(香港)有限公司、培力控股有限公司、齊合天地集團有限公司、綠地香港控股有限公司、中軟國際有限公司、雲遊控股有限公司、聯想控股股份有限公司、匹克體育用品有限公司、恒投證券股份有限公司(亦稱為恒泰證券股份有限公司)、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司及盈健醫療集團有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際控股有限公司現持有中軟國際有限公司的股本證券逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其他人士作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而並非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**