

买入

2014年8月25日

中期净利润增长 79%至 36 亿，超过市场预期

- **收入同比减少 3%，净利润增长 79%：**2014 上半年公司收入达 24.9 亿，减少 3%。归属股东净利润为 36.2 亿，增长 79%，每股盈利 0.72 元。
- **上半年国产宝马业绩表现强劲，预计全年销量增速超过 30%：**上半年宝马利润大幅增长主要因为利润率和销量提升。一方面国产宝马累计销量 14 万，同比增长 33%，规模效应扩大。另一方面宝马将大部分费用计入到下半年，如研发费用、销售费用等，导致宝马利润率相比较去年同期上升 4%，达 15%。我们认为下半年宝马销售压力增大，产品利润率将低于上半年，预计全年宝马销量超过 27 万，增长 30%以上。
- **宝马积极应对反垄断调查，降低零部件价格，对合资公司财务影响小：**在今年年初宝马已将 3300 余件原厂零部件产品的批发价格平均下调 15%。另外在 8 月宝马中国再次宣布下调原厂零部件的批发价格，包括车身、压缩机、发电机、电瓶和刹车盘等在内的 2000 余件产品，平均降幅达 20%，其中车身部件下调 45%，发电机下调 40%，电瓶下调 25%，刹车盘下调 20%等。我们认为零部件价格下调对于合资公司财务影响小，反垄断调查潜在风险是国家的巨额罚款。
- **未来宝马会继续扩充产能，引进新车型：**华晨集团已经与德国宝马提前续约，未来双方的合作会不断深入和多方面扩展。预计 2016 年国产宝马产能将从目前的 30 万提升至 60 万，同时引进 3-4 款宝马新车型进行国产。
- **调整目标价 17 港元，买入评级：**我们调整公司未来 12 个月目标价格为 17 港元，较目前价格有 21% 的上涨空间，为 2014 与 2015 年每股预测收益的 13.4 倍和 11 倍市盈率，买入评级。

★ 1 港币=0.8 人民币

陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车制造
股价	14.04 港元
目标价	17 港元 (+21%)
股票代码	1114
已发行股本	50 亿股
市值	706 亿港元
52 周高/低	16.14/9.5 港元
每股净现值	3.25 港元
主要股东	华晨汽车集团控股有限公司...42.8%

盈利摘要

截止12月31日	12年实际	13年实际	14年预测	15年预测	16年预测
营业额 (百万人民币)	5,916	6,103	5,946	6,243	6,556
变动 (%)	(8.2)	3.2	(2.6)	5.0	5.0
净利润 (百万人民币)	2,301	3,374	5,138	6,222	7,778
每股盈余 (人民币元)	0.46	0.67	1.02	1.23	1.54
变动 (%)	27.4	46.0	52.3	21.1	25.0
市盈率@14.04港元	24.5	16.8	11.0	9.1	7.3
每股股息 (人民币元)	0.00	0.08	0.12	0.15	0.18
股息现价比率 (%)	0.00	0.70	1.07	1.30	1.54

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

财务报表摘要

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
收入	5916	6103	5946	6243	6556
毛利	696	687	642	654	714
销售费用	(539)	(608)	(681)	(784)	(901)
管理费用	(339)	(399)	(419)	(440)	(462)
其他收入	125	143	114	112	111
营业收入	(57)	(178)	(344)	(457)	(539)
财务开支	(174)	(139)	(162)	(258)	(378)
营业外收支	2526	3641	5719	7037	8830
税前盈利	2295	3325	5212	6321	7913
所得税	(58)	(8)	(130)	(158)	(198)
少数股东应占利润	64	58	56	59	62
净利润	2301	3374	5138	6222	7778
折旧及摊销	(140)	(139)	(226)	(255)	(248)
EBITDA	83	(39)	(118)	(202)	(290)
EPS (元)	0.46	0.67	1.02	1.23	1.54
增长					
总收入 (%)	-8%	3%	-3%	5%	5%
EBITDA (%)	-77%	-147%	203%	71%	43%
每股收益 (%)	27%	46%	52%	21%	25%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
现金	837	903	890	930	743
应收账款	1,812	2,220	2,162	2,271	2,339
存货	838	769	753	715	672
其他流动资产	2,931	2,632	2,484	2,337	2,202
总流动资产	6,417	6,524	6,290	6,253	5,956
固定资产	2,169	2,417	2,640	2,585	2,637
投资性资产	7,471	10,050	15,768	22,805	31,636
其他固定资产	31	31	31	31	31
总资产	16,058	18,990	24,698	31,643	40,229
应付帐款及票据	4828	4289	4976	5243	5480
短期银行贷款	1119	1528	2028	3228	4728
其他短期负债	910	975	1022	1072	1124
总短期负债	6857	6793	8026	9543	11332
长期银行贷款	0	0	0	0	0
其他负债	2	56	56	56	56
总负债	6859	6849	8083	9600	11389
少数股东权益	(816)	(874)	(930)	(989)	(1052)
股东权益	10015	13015	17546	23033	29891
每股账面值(元)	2.0	2.6	3.5	4.6	5.9
营运资金	(440)	(269)	(1736)	(3291)	(5376)

财务分析

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
盈利能力					
毛利率	11.8%	11.2%	10.8%	10.5%	10.9%
EBITDA 利率	1.4%	-0.6%	-2.0%	-3.2%	-4.4%
净利率-BMW	8.3%	9.4%	11.9%	13.0%	0.0%
ROE	29.8%	31.6%	35.7%	32.2%	30.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.8%	16.5%	18.5%	19.6%	20.8%
实际税率 (%)	3%	0%	3%	3%	3%
股息支付率 (%)	0%	0%	8%	10%	9%
库存周转天数	59	52	52	47	42
应付账款天数	318	307	319	334	335
应收账款天数	112	133	133	133	130
财务状况					
资本负债率	0.7	0.5	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
总资产/股本	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
盈利对利息倍数	(0.3)	(1.3)	(2.1)	(1.8)	(1.4)

现金流量表

人民币百万元, 财务

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
EBITDA	83	(39)	(118)	(202)	(290)
融资成本	174	139	162	258	378
营运资金变化	(118)	(55)	(728)	(698)	(1134)
所得税	(58)	(8)	(130)	(158)	(198)
其他营运活动	(84)	(190)	565	348	586
营运现金流	(2)	(154)	(249)	(452)	(658)
资本开支	(526)	(616)	(450)	(200)	(300)
其他投资活动	888	1086	734	421	382
投资活动现金流	362	470	284	221	82
负债变化	(178)	409	500	1200	1500
股本变化	5	0	0	0	0
股息	0	0	(399)	(607)	(735)
其他融资活动	62	(659)	(150)	(321)	(377)
融资活动现金流	(110)	(250)	(49)	272	388
现金变化	251	67	(14)	41	(188)
期初持有现金	585	837	903	890	930
汇率变动	0	0	0	0	0
期末持有现金	836	903	890	930	743

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。