

# 公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

梁勇活 童颖  
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354  
liangy6@csmchina.com.cn tongy@csmchina.com.cn

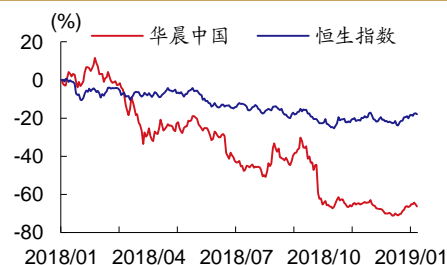
## 最新变动

n.a.

## 中性

前次评级	中性
股价	HK\$6.55
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$7.0 (+7%)
前次目标价:	HK\$7.0

### 股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
1114 HK	15.6	(41.5)	(65.3)
恒生指数	5.6	(3.6)	(15.7)

行业: 汽车汽配

恒生指数	27005
国企指数	10613

### 重要数据

52周股价区间(港元)	5.4-21.7
港股市值(百万港元)	33047
日均成交量(百万股)	27.13
每股净资产(港元)	5.84

### 主要股东

华晨汽车集团控股有限公司	42.32%
J.P.Morgan Chase & Co.	17.49%
Templeton Asset Management Ltd.	8.96%
总股数(百万股)	5045

### 自由流通量

自由流通量	56%
-------	-----

### 相关报告

- 华晨中国(1114 HK) - 终端市场强劲恢复, 股价对宝马集团下调业绩预期反应过度 2018/9/27
- 华晨中国(1114 HK) - 上半年业绩强劲增长, 股价下降影响长期投资价值 2018/8/26
- 华晨中国(1114 HK) - 产品周期依然强劲, 股比逆风限制估值水平 2018/7/24

## 华晨中国 (1114 HK)

年销量强劲增长, 终端折扣仍上升, 警惕特斯拉国产化冲击

- 全年销量增长20%, 符合管理层指引。终端折扣仍处于结构性上升
- 特斯拉最快将于今年年底国产化, 激进定价或冲击传统豪华车品牌
- 维持中性评级及目标价7.0港元 (5.2x FY18E P/E)

### 全年销量符合指引

华晨宝马12月销量同比增长16.4%至4.1万辆, 环比下降14.7%, 全年总销量增长20.3%至46.5万辆, 符合管理层指引。销量贡献最大的是宝马5系和3系, 年销量分别同比增长20.7%/8.8%至14.6万辆/13.5万辆。受益于消费升级的豪华车市场, 我们预计2019年华晨宝马将低双位数增长(11-15%)。分车型看2018年销量: **1) 宝马3系:** 月销量1.1万辆, 低于竞品奥迪A4L/奔驰C级的1.3万辆/1.5万辆, 今年新一代3系上市后将提高其月销量水平; **2) 宝马5系:** 平均月销量1.2万辆, 与奔驰E Class销量水平接近, 低于奥迪A6L的1.5万辆/月。因三个车型当前竞争很激烈, A6L的换代上市将形成新的冲击, 预计2019年5系产销量提升幅度不大; **3) 宝马X3:** 5月上市后产销量爬坡稳健, 全年销量达3.8万辆, 12月销量达8.4千辆。对比竞争车型(Q5L/GLC) 稳态月销量9千-1万辆, X3月销量仍有上升空间。

### 终端折扣率仍不乐观

我们的渠道调研显示, 去年四季度主流国产豪华车终端平均折扣率环比持续上升, 今年1月份环比下降1.2个百分点至11.9%, 主要受A6L上市的正向影响, 带动5系(折扣率环比下降0.7个百分点)和E Class折扣率回落, 但包括X1和3系在内的其他大部分车型折扣率仍处于高位并温和放大。3系/X1平均折扣率环比上升1.3/0.2个百分点, 华晨宝马总平均折扣率环比略微上升0.3个百分点至12.1%。

### 特斯拉加快本地化, 冲击豪华车市场

特斯拉(TSLA, 未评级)已经开始在上海工厂的建设, 一期产能25万辆, 最早将于2019年底开始生产, 2020年实现量产。我们估计特斯拉为了落实中国政府对其制造鲶鱼效应的期望, 首款车型Model 3的低配版本会有较高的性价比, 定价或在30万元人民币左右, 价位与宝马在内的入门级豪华车厂家指导价重叠, 未来几年会持续吃进传统豪华车的市场份额。

### 维持中性评级及目标价7.0港元

维持目标价7.0港元(5.2x FY18E P/E), 估值低于汽车制造商细分行业平均水平(6.5x), 考虑: 1) 宝马股权减少25%后, 公司估值从豪华车标的变成风险趋于上升的普通汽车股; 2) 特斯拉本地化生产对宝马的冲击。

### 盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	5,125	5,305	5,626	6,080	6,700
同比增长(%)	5.4%	3.5%	6.1%	8.1%	10.2%
净利润	3,682	4,376	6,019	6,999	7,887
同比增长(%)	5.4%	18.8%	37.5%	16.3%	12.7%
每股盈利(元)	0.73	0.87	1.19	1.39	1.56
每股股息(元)	0.07	0.10	0.13	0.15	0.17
市盈率(x)	7.8	6.6	4.8	4.1	3.6
市净率(x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6
ROE(%)	15.5%	16.5%	18.9%	18.4%	17.6%

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

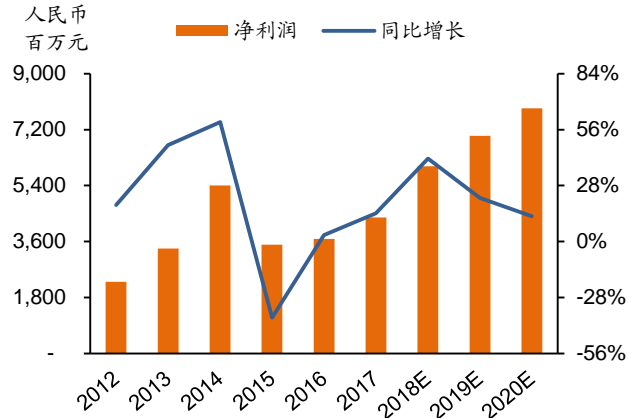
重点图表

图1: 华晨宝马汽车销量



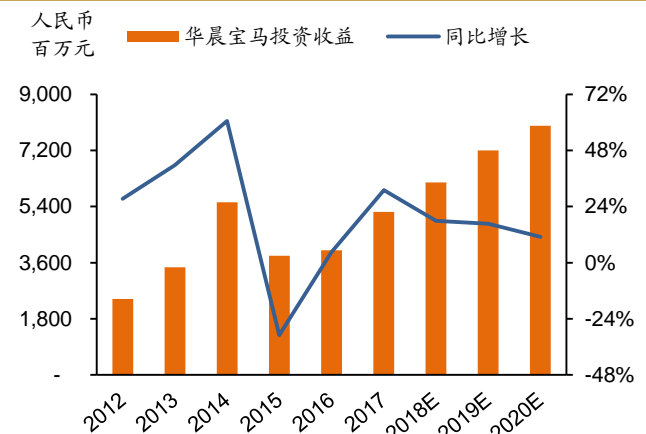
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润



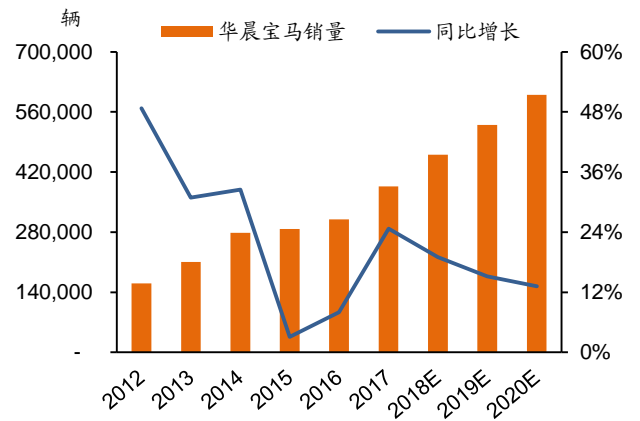
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 华晨宝马投资收益



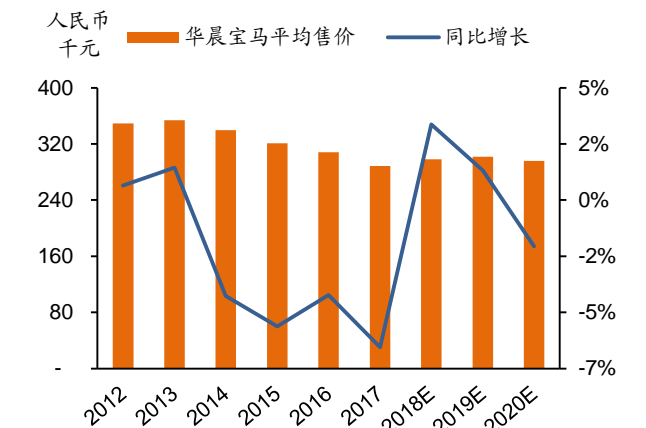
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 华晨宝马销量



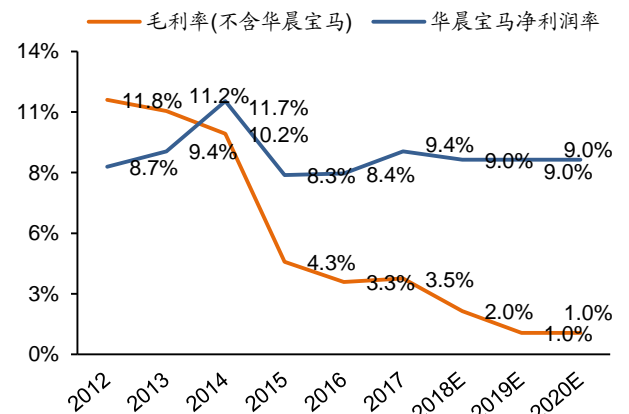
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 华晨宝马平均售价



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司毛利率和净利润率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		净负债率 (%)
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
<b>汽车制造商</b>																	
华晨中国	1114 HK	中性	6.6	7.0	7%	4,230	4.8	4.1	0.9	0.8	18.9	18.4	0.1	0.3	2.3	2.7	14.4
吉利汽车	175 HK	买入	12.4	13.0	5%	14,260	7.9	7.7	2.2	1.8	27.8	23.1	0.5	2.8	3.8	3.9	-31.8
广州汽车	2238 HK	未评级	8.4	n.a	n.a	14,095	6.0	5.4	0.9	0.8	16.3	16.0	0.1	0.5	5.3	5.8	-53.1
长城汽车	2333 HK	中性	5.1	4.5	-12%	7,499	7.9	7.3	0.7	0.7	9.4	9.3	3.3	0.9	3.8	4.2	26.8
东风集团	489 HK	未评级	8.0	n.a	n.a	8,791	4.2	4.2	0.5	0.4	12.5	11.1	0.8	-4.5	4.5	4.6	4.4
北京汽车	1958 HK	中性	4.7	5.0	6%	4,843	5.9	5.0	0.7	0.6	11.9	12.9	n.a	0.3	5.7	5.4	-8.7
庆铃汽车	1122 HK	未评级	2.0	n.a	n.a	636	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-69.4
潍柴动力	2338 HK	未评级	9.7	n.a	n.a	9,646	8.8	9.1	1.7	1.5	20.2	17.2	0.0	n.a	5.3	4.8	40.5
平均							6.5	6.1	1.1	0.9	16.7	15.4	0.8	0.0	4.4	4.5	-9.6
<b>汽车经销商</b>																	
中升控股	881 HK	买入	13.6	20.0	47%	3,955	7.0	5.8	1.4	1.2	20.3	20.3	0.5	0.3	2.9	3.5	94.8
正通汽车	1728 HK	中性	4.1	4.3	3%	1,293	6.2	5.2	0.8	0.7	12.6	13.4	0.9	0.3	3.5	4.2	137.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	2.4	n.a	n.a	868	7.4	6.3	0.8	0.7	10.3	11.0	0.1	0.3	3.1	3.4	84.2
和谐汽车	3836 HK	中性	2.9	3.0	3%	567	6.1	5.5	0.6	0.5	9.4	9.5	n.a	n.a	2.8	3.2	0.5
永达汽车	3669 HK	未评级	4.4	n.a	n.a	1,033	4.8	3.9	0.7	0.6	15.6	17.0	0.1	0.2	6.4	7.6	112.6
大昌行	1828 HK	未评级	2.8	n.a	n.a	664	5.3	4.7	n.a	n.a	9.2	9.5	0.1	0.4	n.a	n.a	54.7
平均							6.2	5.2	0.9	0.7	12.9	13.4	0.4	0.3	3.8	4.4	80.8
<b>汽车零部件</b>																	
福耀玻璃	3606 HK	买入	25.9	29.0	12%	8,332	13.5	12.7	2.7	2.5	19.8	19.4	0.4	1.9	4.4	4.7	5.6
敏实集团	425 HK	中性	26.5	26.1	-2%	3,889	13.0	11.4	2.1	1.9	16.0	16.7	21.3	0.8	3.3	3.8	-10.9
耐世特	1316 HK	未评级	11.2	n.a	n.a	3,599	9.6	9.0	2.1	1.8	23.5	20.9	0.4	1.3	2.1	2.2	-7.6
平均							12.0	11.0	2.3	2.0	19.8	19.0	7.3	1.3	3.3	3.6	-4.3
整体平均							7.4	6.7	1.2	1.1	15.8	15.4	2.0	0.4	4.0	4.3	23.2

收盘价截至2019年1月22日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)

## 财务预测表

### 资产负债表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	7,009	9,032	9,907	11,504	13,026
现金及现金等价物	937	1,732	2,345	3,621	4,765
限制性银行存款	1,339	1,714	1,748	1,783	1,819
贸易应收款项	1,584	1,023	1,085	1,173	1,293
其他应收款项	-	-	-	-	-
存货	1,104	1,044	1,124	1,228	1,353
其他流动资产	2,045	3,519	3,605	3,699	3,797
<b>非流动资产</b>	24,034	28,824	34,102	39,757	46,050
物业、工厂及设备	2,250	2,567	2,976	3,323	3,677
租赁土地及土地使用权	85	87	87	87	87
无形资产	1,339	696	863	693	557
对合营公司投资	17,645	21,594	26,250	31,682	37,710
其他非流动资产	2,716	3,881	3,926	3,972	4,020
<b>总资产</b>	31,043	37,856	44,009	51,261	59,076
<b>流动负债</b>	8,323	10,965	11,684	12,747	13,642
贸易应付款项	3,324	3,279	3,532	3,856	4,249
其他应付款及应计项目	2,330	2,781	2,995	3,270	3,603
当期所得税负债	21	40	57	70	78
短期贷款	1,325	2,810	3,600	4,051	4,211
其他流动负债	1,323	2,055	1,500	1,500	1,500
非流动负债	122	191	191	191	191
借款	-	-	-	-	-
递延所得税负债	122	111	111	111	111
其他流动负债	-	80	80	80	80
<b>负债合计</b>	8,444	11,156	11,875	12,937	13,833
发行股本	397	397	397	397	397
其他储备	23,327	26,126	31,517	37,656	44,519
留存收益	-	-	-	-	-
股东应占权益	23,724	26,523	31,914	38,053	44,916
少数股东权益	1,125	-177	-213	-254	-300
<b>总权益</b>	22,599	26,700	32,128	38,307	45,216
<b>负债及权益合计</b>	31,043	37,856	44,002	51,245	59,049

### 现金流量表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-865	-2,547	-2,527	-1,877	-1,985
税前盈利	3,425	3,900	5,520	6,724	7,578
折旧摊销	268	276	308	333	356
营运资金变动	78	-59	349	435	511
其它	-4,634	-6,663	-8,704	-9,369	-10,429
<b>投资活动现金流</b>	1,140	1,278	1,939	2,391	2,695
资本支出	-480	-624	-500	-500	-501
收购资产	-	-	-	-	-
投资变动	1,130	2,168	2,530	2,926	3,233
其他	490	-266	-91	-35	-37
<b>筹资活动现金流</b>	-134	795	612	1,277	1,143
发行新股	-	-	-	-	-
净借款	-260	1,485	790	451	160
已付股息	-475	-277	-426	-602	-734
其他融资活动	601	-413	248	1,428	1,717
<b>现金净增加额</b>	141	-474	24	1,790	1,854
期末现金及现金等价物	937	1,732	2,345	3,621	4,765

### 利润表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>销售收入</b>	5,125	5,305	5,626	6,080	6,700
销售成本	-4,954	-5,118	-5,513	-6,019	-6,633
毛利	172	186	113	61	67
分销成本	-612	-572	-450	-304	-268
行政开支	-383	-1,193	-506	-426	-402
其他收入	82	110	117	127	134
<b>运营利润</b>	-688	-1,413	-727	-542	-469
财务收入	-	-	-	-	-
财务成本	-	-	-	-	-
财务净成本	-133	-138	-146	-158	-174
联营企业投资收益	253	217	221	226	233
合营企业投资收益	3,993	5,233	6,171	7,199	7,988
<b>税前利润</b>	3,425	3,900	5,520	6,724	7,578
应交所得税	-36	-34	-48	-59	-66
<b>本年利润</b>	3,389	3,866	5,471	6,665	7,512
少数股东收益	-293	-510	-547	-333	-376
<b>股东应占利润</b>	3,682	4,376	6,019	6,999	7,887
<b>每股收益 (人民币元)</b>	0.73	0.87	1.19	1.39	1.56

### 主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5.4%	3.5%	6.1%	8.1%	10.2%
营业利润	20.5%	105.2%	-48.6%	-25.4%	-13.5%
净利润	5.4%	18.8%	37.5%	16.3%	12.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	3.3%	3.5%	2.0%	1.0%	1.0%
经营利润率	-13.4%	-26.6%	-12.9%	-8.9%	-7.0%
净利率	71.8%	82.5%	107.0%	115.1%	117.7%
ROE	15.5%	16.5%	18.9%	18.4%	17.6%
ROA	11.9%	11.6%	13.7%	13.7%	13.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.2%	29.5%	27.0%	25.2%	23.4%
净负债比例	1.6%	4.1%	3.9%	1.1%	-1.2%
流动比率	0.84	0.82	0.85	0.90	0.95
速动比率	0.71	0.73	0.75	0.81	0.86
<b>营运能力</b>					
资产周转天数	60	51	47	43	41
存货周转天数	81	74	74	74	74
应收账款周转天数	113	70	70	70	70
应付账款周转天数	245	234	234	234	234
<b>每股资料 (人民币)</b>					
每股收益	0.73	0.87	1.19	1.39	1.56
每股现金流	0.19	0.34	0.46	0.72	0.94
每股净资产	4.70	5.26	6.33	7.54	8.90
每股派息	0.07	0.10	0.13	0.15	0.17
<b>估值比率</b>					
P/E	7.8	6.6	4.8	4.1	3.6
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6

资料来源: 公司报表, 招商证券(香港)预测

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期 48 楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828