

【广发海外汽车】华晨中国 (1114.HK)

华晨宝马 8 月销量增长受益于 X3 爬坡

公司评级

买入

当前价格

11.22 港元

前次评级

买入

报告日期

2018-09-11

相对市场表现


分析师:

邓崇静 S0260518020005



020-87576482



dengchongjing@gf.com.cn

分析师:

欧亚菲 S0260511020002



020-87573009



oyf@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外汽车】华晨中国 2018-08-26

中期业绩点评: 中期业绩表现良性, 华晨宝马股权转让协商正在推进

【广发海外汽车】华晨中国 2018-08-13

(1114.HK) 7 月销售数据更新报告: 华晨宝马二季度业绩亮眼, 宝马销量增长受益于 X3 爬坡提速

【广发海外】华晨中国 2018-07-10

(1114.HK) 6 月销售数据更新报告: 宝马销量继续增长, 关注国产 X3 爬坡进程

【广发海外汽车】华晨中国 2018-06-12

(1114.HK): 宝马销量稳健增长, 国产 X3 爬坡启动

● 华晨宝马 8 月销量同比增长 23.7%至 40,684 辆

公司发布华晨宝马 8 月销量数据, 8 月售出 40,684 辆宝马汽车, 同比增长 23.7%, 环比增长 8.4%, (剔除 X3 销量同比增长 11.2%)。前 8 月累计销量同比增长 15.9%至 287,323 辆。7 月+8 月销量同比增长 24.3%。

● SUV 板块: X1 销量回落, 国产 X3 继续爬坡, 但速度趋缓

华晨宝马 X1 车型 8 月批发销量同比下降 9.4%至 8,077 辆, 前 8 月累计批发销量同比增长 6.2%至 62,752 辆。X3 车型 8 月批发销量环比增长 6.9%达 4,091 辆, 乘联会口径下零售销量环比增长 13.2%至 3,106 辆。X3 环比批发零售增速较上月的 150%/190%出现放缓。

● 轿车板块: 折扣收窄但 5 系销量依旧大幅增长, 3 系销售稳健增长

公司 8 月轿车销量同比增长 19.0%至 28,516 辆, 前 8 月累计售出 214,399 辆轿车, 同比增长 13.5%。其中 3 系 8 月批发销量同比上升 9.0%至 12,188 辆。5 系 8 月批发销量同比增长 53.1%达 12,213 辆, 乘联会数据显示同月 5 系零售销量在其折扣较上月缩窄的情况下, 仍旧同比增长 68.8%/环比下降 3.9%达 12,322 辆。

● 2018 年销量将维持稳步增长, 维持买入评级

公司业绩增长主要驱动来自华晨宝马产品组合改善与单车净利润的提升, X3 销量的爬坡, 5 系销量占比提升以及终端折扣企稳缩窄将在短期对市场信心形成一定提振。中期来看, 2018 年下半年 X3 由于仍处于爬坡阶段, 规模效应暂未形成因此对华晨宝马的毛利率暂时无法起到较强拉动, 同时整体车市低迷也使豪华车销量增速小幅放缓, 华晨宝马股比调整前景不明将继续对公司估值产生压制。放眼长期, 我们关注 X3 对公司整体销量及均价的持续提升, 以及宝马 IX3 纯电 SUV 的国产化, 同时公司自主品牌将受益于雷诺整合有望缩窄亏损。预计 2018-2020 年公司 EPS 分为 1.47/2.07/2.58 元人民币, 公司当前价格对应 2018 年 PE 为 6.5 倍 (以 9 月 10 日公司收盘价计算), 维持“买入评级”

● 风险提示

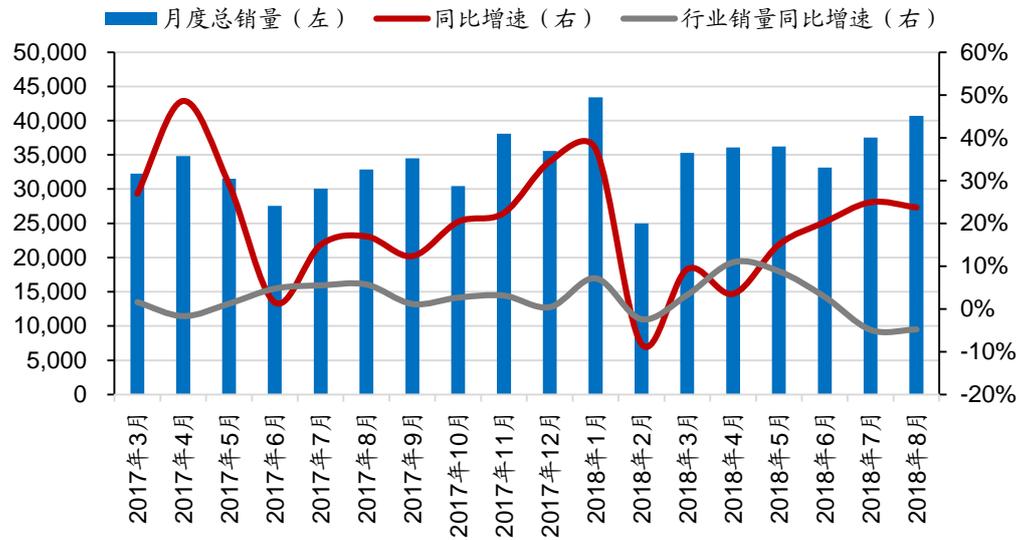
公司销量增长未如理想; 全新 5 系销量爬坡低于预期; X3 销量爬坡低于预期; 自主品牌分部亏损扩大高于预期; 市场下行风险影响公司股价。

盈利预测:

人民币百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,125	5,305	5,737	6,447	7,220
增长率(%)	5.4	3.5	8.1	12.4	12.0
净利润	3,682	4,376	7,409	10,465	13,032
增长率(%)	5.4	31.4	69.3	41.2	24.5
EPS (人民币元/)	0.73	0.87	1.47	2.07	2.58
市盈率 (P/E)	12.90	10.87	6.42	4.55	3.65
市净率 (P/B)	2.00	1.79	1.48	1.24	1.04

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图1: 华晨宝马月度总销量(单位: 辆)及同比增速(%)



数据来源: 公司信息, 广发证券发展研究中心

图2: 华晨宝马3系零售/批发销量(单位: 辆)

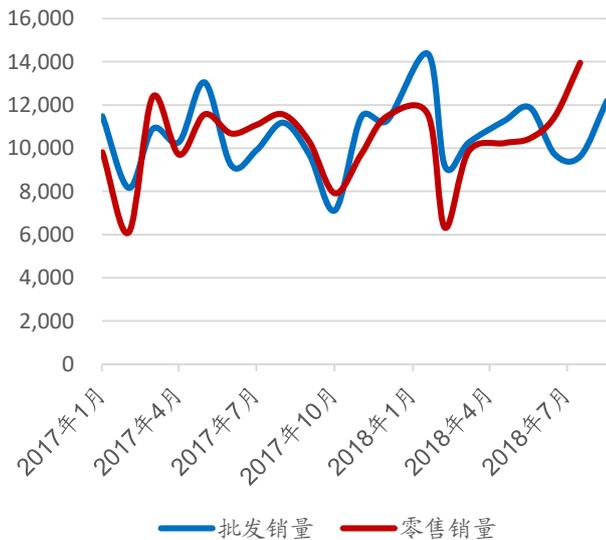
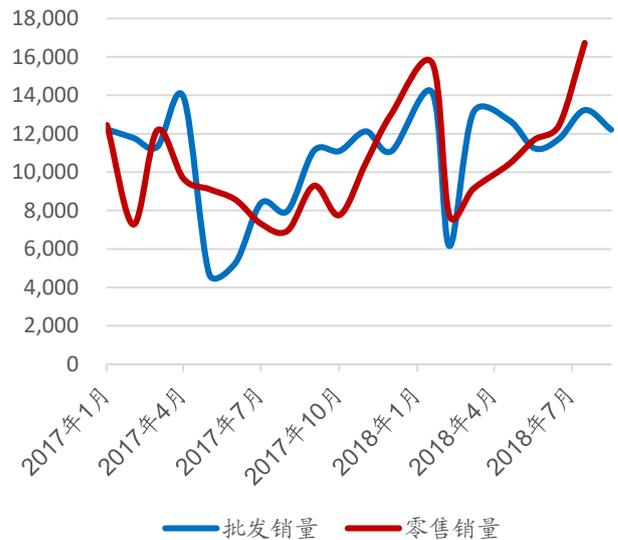


图3: 华晨宝马5系零售/批发销量(单位: 辆)



资料来源: 汽车工业信息网, 广发证券发展研究中心

图4: 华晨宝马X1零售/批发销量(单位: 辆)

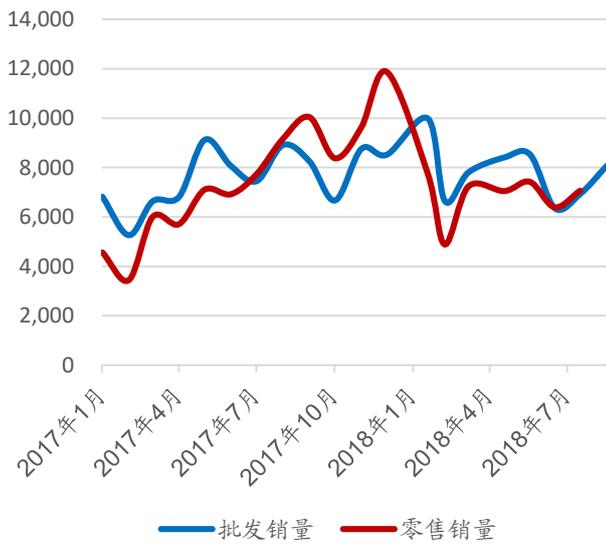
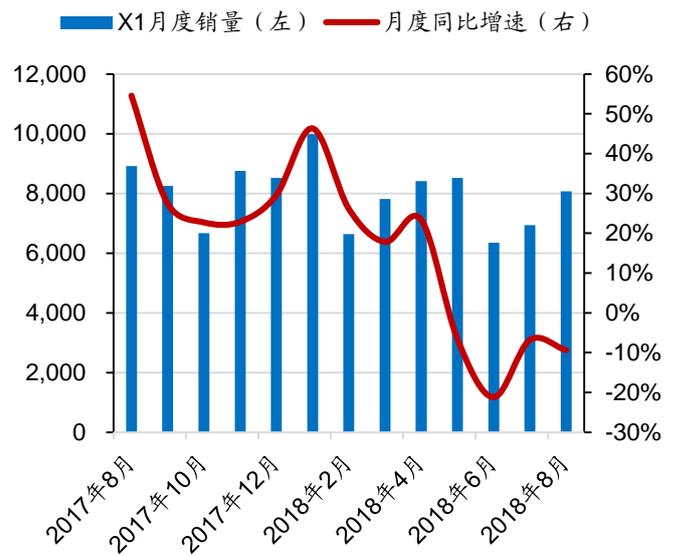


图5: X1月销量及同比增速(单位: 辆)



资料来源: 汽车工业信息网, 广发证券发展研究中心

图6: 3系月销量及同比增速(单位: 辆)

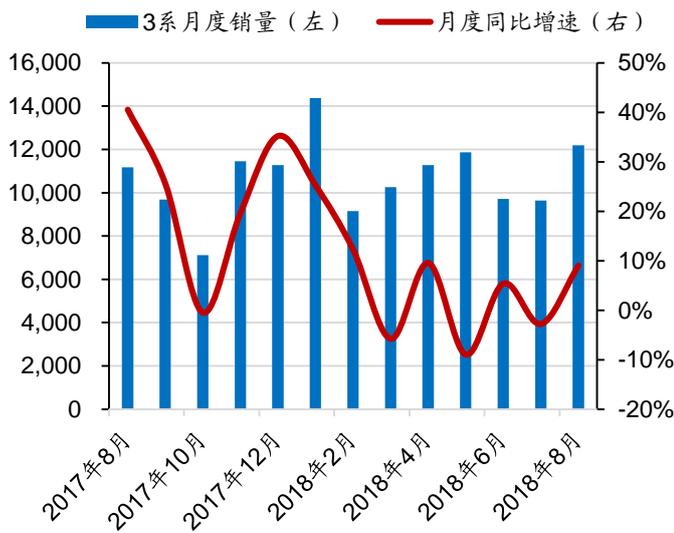
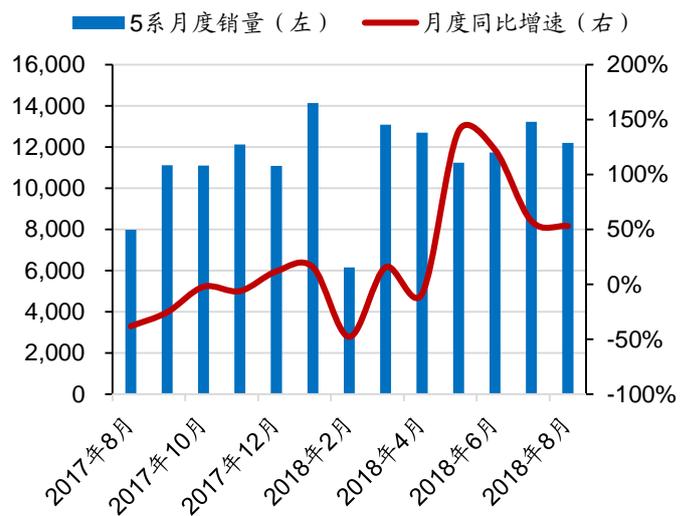


图7: 5系月销量及同比增速(单位: 辆)



资料来源: 公司信息, 广发证券发展研究中心

风险提示

公司整体销量增长未如理想；华晨宝马全新5系销量爬坡低于预期；X3销量爬坡低于预期；与宝马集团合作模式出现重大变更；自主品牌分部亏损扩大高于预期；市场下行风险影响公司股价。

表 1: 财务报表

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产						收入	5,125	5,305	5,737	6,447	7,220
无形资产	1,339	696	748	795	838	销售成本	-4,954	-5,118	-5,508	-6,157	-6,895
固定资产	2,250	2,567	2,863	3,199	3,579	毛利	172	186	229	290	325
土地租赁预付款项	85	87	89	91	94	其他收入	82	110	84	85	85
于联营公司权益	1,703	1,748	1,922	2,114	2,326	利息收入	53	55	64	71	71
与合资公司权益	17,645	21,594	25,913	31,095	37,314	营销费用	-612	-572	-631	-709	-794
长期投资预付款项	600	600	720	792	871	行政开支	-383	-1,193	-549	-497	-532
可供出售金融资产	33	24	27	30	33	财务支出	-133	-138	-143	-161	-180
其他非流动资产	18	62	74	89	107	应占合资公司盈利/(亏损)	3,993	5,233	7,409	10,268	12,813
非流动资产合计	24,034	28,824	34,091	40,289	47,662	应占联营公司盈利/(亏损)	253	217	380	456	456
现金及现金等价物	937	1,732	2,230	2,798	3,298	所得税	-36	-34	-72	-103	-128
银行存款	193	43	48	53	58	全年利润	3,389	3,866	6,771	9,699	12,114
已质押短期银行存款	1,339	1,714	2,142	2,678	3,347	应得利润:					
存货	1,104	1,044	1,156	1,292	1,447	归属股东净利润	3,682	4376	7409	10465	13032
应收账款	1,584	1,023	1,410	1,584	1,774	归属非控制权益净利润	-293	-510	-638	-765	-919
应收票据	296	364	367	412	461						
其他流动资产	1,552	3,050	3,660	4,391	5,270						
流动资产合计	7,009	9,032	11,074	13,271	15,717						
资产总计	31,043	37,856	45,165	53,559	63,379						
流动负债						现金流量表					
应付账款	3,324	3,279	3,671	4,104	4,595	至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
应付票据	2,330	2,781	3,092	3,456	3,870	税前收入	3,425	3,900	6,843	9,802	12,242
其他流动负债	1,323	2,055	2,466	2,960	3,552	折旧及摊销	270	278	305	335	368
短期银行借款	1,325	2,810	3,372	4,046	4,856	关联调整	-4,246	-5,450	-7,789	-10,724	-13,269
应缴税款	21	40	44	49	54	营运资本变动	-341	-2,186	-1,968	-1,771	-1,594
流动负债合计	8,323	10,965	12,645	14,614	16,927	其他调整-经营活动现金	61	927	834	750	675
非流动负债						已缴税款	-33	-14	-72	-103	-128
递延政府补贴	122	111	122	134	148	经营活动的净现金	-865	-2,547	-1,846	-1,710	-1,706
长期银行借款	-	80	76	72	69	资本开支	-480	-624	-655	-722	-794
非流动负债合计	122	191	198	206	216	投资现金流入	1,599	1,943	3,000	3,000	3,000
净资产	22,599	26,700	32,322	38,739	46,236	其它营业外费用	21	-41	500	500	500
股本	397	397	397	397	397	投资活动的净现金	1,140	1,278	2,845	2,778	2,706
储备	23,327	26,126	31,711	38,084	45,532	已付股息	-142	-157	-555	-555	-555
股东资金	23,724	26,523	32,108	38,481	45,929	其他调整-融资活动现金	-273	2,219	55	55	55
非控制权益	(1,125)	177	215	257	307	融资活动的净现金	-409	2,064	-500	-500	-500
权益合计	22,599	26,700	32,322	38,739	46,236	现金净增减额	-134	795	498	568	500
负债和权益合计	31,043	37,856	45,165	53,559	63,379	期初现金及现金等价物	1,071	937	1,732	2,230	2,798
						期末现金及现金等价物	937	1,732	2,230	2,798	3,298

资料来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

广发海外研究小组

- 欧亚菲: 海外研究主管, 消费品首席分析师, 2011-2014 年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名, 2015 年新财富最佳海外研究(团队)第六名, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 惠毓伦: 海外电子行业首席分析师, 34 年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 15 年证券研究所从业经历。2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名。
- 廖凌: 海外策略首席分析师, 2016 年新财富策略研究领域第 4 名, 2017 年新财富策略研究领域入围。6 年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲: 海外公用事业和新能源首席分析师, 获 2010-2014 年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获 2015-2017 年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇: 博彩休闲行业首席分析师, 2014 及 2015 年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。
- 杨琳琳: 海外互联网行业首席分析师, 2012~2014 年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第 3 名(团队)、第 4 名(团队)、第 2 名(团队)。
- 邓崇静: 2017 年《亚洲货币》(Asiamoney) 香港(地区)汽车行业最佳分析师第四名, 2016 年《亚洲货币》(Asiamoney) 中国(港股)可选消费行业最佳研究团队前十名, 从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯: 美国乔治华盛顿大学(George Washington University)金融硕士, 从事港股金融板块研究。
- 刘桥: 海外必须消费品研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 海外电子行业研究助理, 统计学硕士, 2017 年新财富最佳海外研究(团队)第五名, 2016 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮: 海外博彩休闲行业研究助理, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号 国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。