

长期估值中枢或下移，2022E 前风险尚未完全消化

——华晨中国 (1114.HK) 华晨宝马股权转让公告点评

海外公司简报研究

◆宝马集团收购华晨宝马合资公司 25%股权

2018/10/11 公司公告宝马集团将在人民币 290 亿元的基础上 (2018/6/30) 以年化 6% 的利率在 2022E 收购华晨宝马合资公司 25% 股权至 75%。股权变更后的华晨宝马, 1) 合约期限方面, 新合约将从原有的 2028E 延续至 2040E; 2) 管理构架方面, 董事会主席以及 8 位董事会成员中的 6 位将由宝马集团来担任; 3) 分红政策方面, 分红比例将不低于 30% (特殊情况除外); 4) 产能与产品规划方面, 大东/铁西 (包括新建铁西) 工厂将扩产至年产能 100 万, 宝马 X 系列主力车型 X5、以及新能源车型等明确国产导入规划。

◆长期估值中枢或下移，2022E 前风险尚未完全消化

我们判断, 1) 此次华晨宝马 25% 股权转让对应约 8x-9x 2018E PE, 与市场公允价格基本一致。2) 在产能扩张/主力车型国产导入规划的驱动下, 预计宝马在华市占率提升/华晨宝马盈利走强的中长期前景可期。3) 考虑到华晨的盈利占比摊薄 (从合资公司 50% 下降至联营公司 25%)、以及港股市场的资金主体仍来自于海外市场 (港股通占比约 10%); 预计与宝马集团 (BMW.F) 相比, 华晨的吸引力或减弱、长期估值中枢或下移。4) 考虑到外资股比放开将于 2022E 执行, 在执行前的新增宝马车型国产导入规划/特殊现金分红金额等尚未明确, 预计 2022E 前风险尚未完全消化。

◆3Q18 华晨宝马销量环比改善，2H18E 单车盈利爬坡放缓

我们维持观点, 1) 市场已逐步消化进口关税下降等政策波动导致的前期豪车消费回落影响、叠加 X3 新车上市提振/爬坡, 华晨宝马全年销量稳健增长前景可期 (1-8 月销量同比增速 16.6% vs 1H18 的 13.4%)。2) 考虑到主机厂给予终端经销商额外返点补贴力度或加大、以及汇率波动等影响, 预计 2H18E 华晨宝马存在单车盈利爬坡放缓风险。

◆下调至“中性”评级

我们维持 2018E/2019E/2020E 归母净利润分别约人民币 60.1 亿元/72.4 亿元/86.5 亿元; 鉴于公司长期估值中枢下移风险、2022E 股权转让前的风险尚未完全消化、以及市场波动风险, 我们下调 DCF 目标价至 HK\$8.24 (对应约 5.9x/4.9x 2018/2019E PE), 下调至“中性”评级。

◆核心风险提示 外资股比转让风险, 盈利爬坡放缓风险, 市场风险。

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (人民币, 百万元)	5,125	5,305	5,749	6,136	6,620
营业收入增长率	5.4%	3.5%	8.4%	6.7%	7.9%
归母净利润 (人民币, 百万元)	3,682	4,376	6,013	7,237	8,645
归母净利润增长率	5.4%	18.8%	37.4%	20.4%	19.5%
EPS (人民币) (摊薄)	0.73	0.87	1.19	1.43	1.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.5%	16.5%	18.8%	18.6%	18.4%
P/E	9.2	7.7	5.6	4.7	3.9
P/B	1.4	1.3	1.1	0.9	0.7

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测, 数据截止至 2018/10/12

中性 (降调)

当前价/目标价: 7.9/8.24 港币

目标期限: 6-12 个月

分析师

倪昱婧, CFA

执业证书编号: S0930515090002

021-22169320

nijy@ebsec.com

市场数据

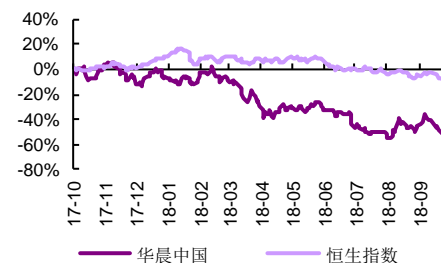
总股本(亿股): 50.45

总市值(亿港元): 398.58

一年最低/最高(港币): 7.51-22.9

近 3 月换手率 (%): 48.95

股价表现(一年)

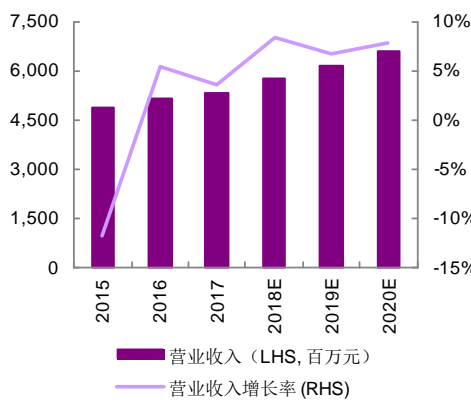


收益表现

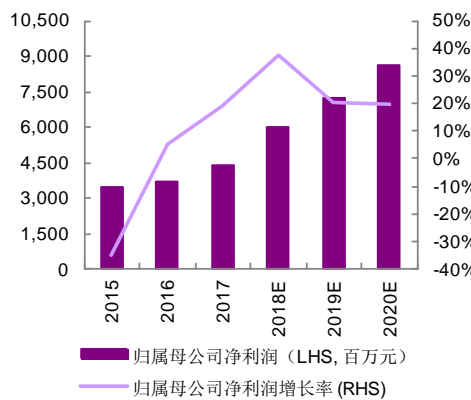
%	一个月	三个月	十二个月
相对	-23.6	-48.9	-53.5
绝对	-25.7	-46.8	-62.9

数据来源与: Wind

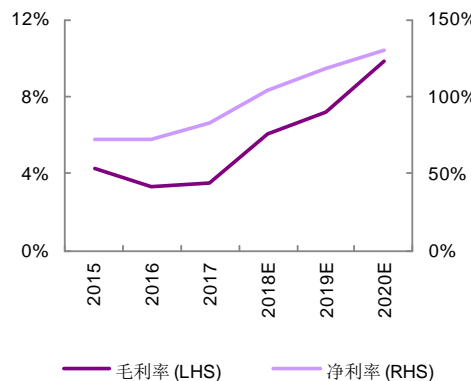
《宝马强周期开启, 业绩收获期临近》.....2016-09-24
 《业绩略低于预期, 中长期增长逻辑不变》.....2018-03-29
 《1H18 业绩表现不俗, 2H18E 风险犹存——华晨中国 (1114.HK) 2018 年中期业绩点评》.....2018-08-25



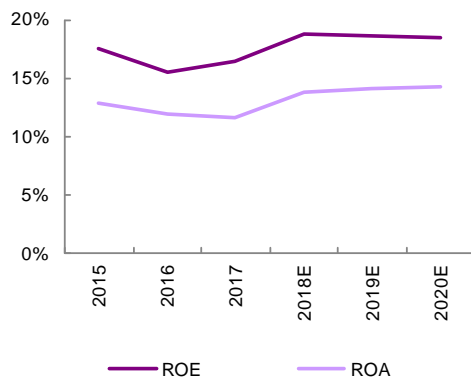
利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,125	5,305	5,749	6,136	6,620
营业成本	-4,954	-5,118	-5,398	-5,692	-5,969
其他收入及收益净额	82	110	115	123	132
销售及经销费用	-612	-572	-460	-491	-530
行政及管理费用	-383	-1,193	-575	-614	-662
经营性利润	-741	-1,468	-569	-538	-408
应占合资公司利润	3,993	5,233	6,284	7,472	8,752
应占联营公司利润	253	217	220	250	280
利息支出	-80	-82	-164	-177	-194
净利润总额	3,389	3,866	5,713	6,937	8,345
归属母公司净利润	3,682	4,376	6,013	7,237	8,645



资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	31,043	37,856	43,778	51,214	60,897
流动资产	7,009	9,032	8,837	9,628	10,781
库存	1,104	1,044	1,205	1,324	1,660
应收帐款及其他应收款项	1,880	1,387	1,631	1,693	1,893
短期银行存款 (已抵押)	1,532	1,757	1,830	1,880	1,930
现金及其等价物	941	1,794	1,627	2,161	2,571
其他流动资产	1,552	3,050	2,544	2,569	2,727
非流动资产	24,034	28,824	34,941	41,586	50,116
物业、设备及厂房	2,250	2,567	2,783	3,080	3,386
无形资产	1,339	696	1,173	1,094	1,017
土地租赁及长期投资预付款	685	687	681	679	676
应占合资公司权益	17,645	21,594	26,163	32,890	40,944
应占联营公司权益	1,703	1,748	2,203	1,476	1,471
其他非流动资产	413	1,533	1,938	2,367	2,622
总负债	8,444	11,156	11,563	12,234	13,744
无息负债	4,789	5,565	5,595	5,867	6,791
有息负债	3,655	5,590	5,968	6,368	6,953
股东权益	22,599	26,700	32,214	38,979	47,153
股本	397	397	397	397	397
储备	23,327	26,126	31,667	38,432	46,606
归属本公司股权持有人权益	23,724	26,523	32,064	38,829	47,003
少数股东权益	-1,125	177	150	150	150



现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-932	-2,547	-68	-31	285
税前净利润	3,425	3,900	5,771	7,007	8,430
应占合资/联营公司利润	-4,246	-5,450	-6,504	-7,722	-9,032
折旧及摊销	132	149	154	164	174
利息成本	36	-58	164	177	194
净营运资金增加	-413	-2,244	218	208	377
其他	134	1,158	129	135	142
投资活动产生现金流	1,114	1,278	577	585	562
净资本支出	-455	-620	-497	-535	-563
合资/联营公司股息收入	1,130	2,168	1,150	1,180	1,200
其他资产变化	439	-269	-76	-60	-75
融资活动现金流	-312	2,064	-614	-19	-438
利息/股息支出	-617	-435	-690	-704	-723
有息负债变化	170	2,478	-10	600	200
其他	135	20	85	85	85
净现金流	937	1,732	1,627	2,161	2,571



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebsecn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebsecn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebsecn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebsecn.com	
	深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@ebsecn.com
		李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
		张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
王渊锋		0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
张靖雯		0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
牟俊宇		0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
陈婕		0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	梁超		15158266108	liangc@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebsecn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebsecn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebsecn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebsecn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebsecn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebsecn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebsecn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebsecn.com		