

【广发海外汽车】华晨中国 (1114.HK)

华晨宝马 10 月销量稳健增长，但毛利率压力显著

公司评级	持有
当前价格	6.51 港元
前次评级	持有
报告日期	2018-11-12

● 华晨宝马 10 月销量同比增长 47.0% 至 44,705 辆

华晨中国发布华晨宝马 10 月销量数据，华晨宝马于 10 月共售出 44,705 辆宝马汽车，同比增长 47.0%，环比增长 3.5%，（剔除 X3 销量同比增长 27.4%）。前 10 月累计销量同比增长 19.9% 至 375,209 辆。

● SUV 板块：X1 销量增长稳健，X3 爬坡增速放缓

华晨宝马 X1 车型 10 月批发销量同比上升 34.4% 至 8,962 辆，前 10 月累计批发销量同比增长 8.7% 至 80,492 辆。X3 车型 10 月批发销量为 5,951 辆，环比增速达 5.5%，较上月的 37.8% 有明显回落。我们认为 X3 销量爬坡速度将逐渐放缓，X3 终端已出现约 5 个百分点左右折价销售，主要由于奔驰 GLC-L 上市将对 X3 后续销量增长造成压力。

● 轿车板块：5 系销售稳健增长；3 系销量在低基数上大幅提升

华晨宝马 10 月轿车销量同比增长 25.4% 至 28,764 辆，前 10 月累计售出 272,955 辆轿车，同比增长 14.3%。其中 3 系 10 月批发销量同比上升 61.1% 至 11,477 辆。5 系 10 月批发销量同比增长 25.2% 达 13,896 辆。5 系折扣进入 7 月以来基本稳定在 12-13% 水平，预计随着基数效应减弱销量将由前五个月的高速增长态势转为稳健增长态势。

● 股比放开尘埃落定，但毛利率压力浮现，维持持有评级

虽然华晨宝马于三季度销量同比增长 25%，但额外补贴的发放对合资企业的盈利性带来较大影响。我们根据宝马集团三季报推算华晨中国于华晨宝马三季度录得投资收益约为人民币 10 亿元，同比下滑 23%/3.3 亿元人民币。短期来看，华晨宝马折扣自上半年的 13% 上升至三季度的 18% 将带来利润率隐忧，目前主要车型折扣除 5 系企稳外均有扩大趋势。9 月 25 日宝马集团表示，由于价格压力将全年 EBIT 利润率指引由 8%-10% 下调至 7%，但并未对销量指引作出调整；我们认为这预示着宝马在集团层面为实现销量目标或将执行以价换量策略，对经销商发放的补贴虽有助于销量但将对盈利度构成一定不利影响，在折扣无上修趋势前预计将延续量增利减的局面。同时，乘用车市场低迷也使豪华车销量增速放缓。长期而言，公司于华晨宝马所占股权下降将使盈利面临直接下滑，预计宝马集团加大投入以及引进 X5 等车型预计只能部分对冲对盈利的负面影响。预计 2018-2020 年公司 EPS 分为 1.42/1.92/2.57 元，公司当前价格对应 2018 年 PE 为 4.0 倍（以 11 月 12 日公司收盘价计算），维持“持有评级”。

● 风险提示

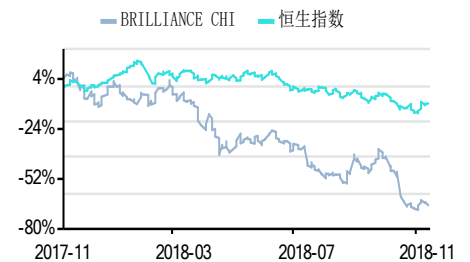
公司销量增长未如理想；全新 5 系销量爬坡低于预期；X3 销量爬坡低于预期；自主品牌分部亏损扩大高于预期；市场下行风险影响公司股价。

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	7,176	9,707	12,983
增长率(%)	5.4%	18.8%	64.0%	35.3%	33.8%
EPS (人民币元/)	0.73	0.87	1.42	1.92	2.57
市盈率 (P/E)	7.84	6.60	4.03	2.98	2.23
市净率 (P/B)	1.28	1.08	0.92	0.77	0.65

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

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 (1114.HK)：宝马集团将提升于华晨宝马股权至 75%	2018-10-12
【广发海外汽车】华晨中国 (1114.HK)：华晨宝马 9 月销量稳健增长	2018-10-11
【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	2018-09-11
【广发海外汽车】华晨中国 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	2018-08-26

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	5125	5305	5737	6447	7220
无形资产		696	748	795	838	销售成本	-4954	-5118	-5508	-6157	-6895
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	-1193	-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)	3993	5233	7174	9502	12763
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	941	1,794	1,244	1,431	1,646	所得税	-36	-34	-69	-95	-128
银行存款	193	43	48	53	58	全年利润	3389	3866	6538	8941	12064
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	3682	4376	7176	9707	12983
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	10,026	11,841	14,003						
资产总计	31,043	37,856	44,117	52,130	61,664						
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	3425	3900	6608	9036	12192
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	-4246	-5450	-7554	-9957	-13219
应缴税款	21	40	44	49	54	营运资本变动	-341	-2186	-1968	-1771	-1594
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	-69	-95	-128
递延政府补贴	122	111	122	134	148	经营活动的净现金	-865	-2547	-1844	-1702	-1706
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	1599	1943	3000	3000	3000
净资产	22,599	26,700	31,274	37,309	44,522	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	1140	1278	2845	2778	2706
储备	23,327	26,126	30,669	36,664	43,829	已付股息	-142	-157	-555	-555	-555
股东资金	23,724	26,523	31,067	37,061	44,226	其他调整-融资活动现金	-273	2219	55	55	55
非控制权益	(1,125)	177	208	248	296	融资活动的净现金	-409	2064	-500	-500	-500
权益合计	22,599	26,700	31,274	37,309	44,522	现金净增减额	-134	795	501	576	500
负债和权益合计	31,043	37,856	44,117	52,130	61,664	期初现金及现金等价物	1071	937	1732	2233	2809
						期末现金及现金等价物	937	1732	2233	2809	3309

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。
- 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: 海外汽车行业高级分析师, 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: 分析师, 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。
- 刘峤: 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。