

01114.HK 华晨中国

未评级

下半年销量表现或将改善

2016年06月29日

市场数据

报告日期	2016.06.29
收盘价(元)	7.5
总股本(百万股)	5,026
总市值(百万元)	37,693
净资产(百万元)	19,064
总资产(百万元)	27,072
每股净资产(元)	3.793

数据来源: Wind

相关报告

海外汽车研究

高级分析师: 姚炜
yaowei@xyzq.com.cn
SFC: AVW558
SAC: S0190516050001

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	5,916	6,103	5,515	4,863
同比增长(%)	-8.2%	3.2%	-9.6%	-11.8%
净利润(百万元)	2,301	3,374	5,403	3,495
同比增长(%)	27.0%	46.6%	60.1%	-35.3%
毛利率(%)	11.8%	11.2%	10.2%	4.3%
净利率(%)	38.9%	55.3%	98.0%	71.9%
净资产收益率(%)	25.0%	27.8%	33.9%	18.3%
每股收益(元)	0.458	0.671	1.075	0.695
股息率(%)	0.0%	1.4%	1.6%	1.7%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **全年销量目标维持在高个位数。**今年前5月华晨宝马累计销售11.5万辆,同比下降0.6%。16年全年来看,华晨宝马销量目标维持高个位数,其中主要贡献来自X1(包括新X1),预计X1将带来30%增量,同时2系贡献1.6万辆的增量。
- **新产品将有助于改善销量水平。**2016年开始公司会有多款车型上市,其中2系和换代X1已经分别于3月份和5月份上市,9月份之诺和X1的插电式混合动力版本将上市,同时3系的改款车也将于9月份上市(更换全新发动机);2017年新车型包括全新1系国产车型(1季度)、换代的5系(年中或者三季度);2018年会有X3的国产车型;新车型的上市将有助于改善销量水平,预计下半年开始新产品对量的贡献会更加明显。
- **16年利润率有望持平。**华晨宝马的利润率未来面临着诸多有利和不利因素。有力因素主要来自于:1、平台化的生产带来生产效率和成本的分摊;2、研发费用节约;3、欧元贬值带来汇兑方面的成本下降。不利因素来自于:1、新产能投放带来折旧增加;2、产品结构的下移。在上述因素影响下,我们预计2016年利润率水平和15年基本持平。
- **我们的观点:**总体上来看,公司上半年的销量和利润表现将比较差,下半年随着新产品的销量贡献增加,预计盈利将会有所改善。全年来看,16年全年整体销量有望实现个位数增长,利润率有望趋于稳定,17年由于多款新产品叠加,加上发动机工厂的盈利会改善,盈利表现将好于16年。根据市场一致预期,公司目前股价对应16/17年的市盈率分别为8.8倍/7.2倍,估值中等偏低,建议关注。
- **风险提示:**1、新产品的销量不如预期;2、市场竞争激烈,带来费用率的增加及盈利能力的下降。

报告正文

- **全年销量目标维持在高个位数。**今年前5月华晨宝马累计销售11.5万辆，同比下降0.6%。其中3系累计销售4.4万辆，同比增长13.3%；5系累计销售5.3万辆，同比下降11.3%；X1累计销售1.3万辆，同比下降19.2%。2系3月份上市，累计销售4030辆。16年全年来看，华晨宝马销量目标维持高个位数，其中主要贡献来自X1贡献（包括新X1），预计X1将带来30%增量，同时2系贡献1.6万辆的增量，3系略有增长，而5系高个位数下降。
- **新产品将有助于改善销量水平。**2016年开始公司会有多款车型上市，其中2系和换代的X1已经分别于3月份和5月份上市，9月份还会有之诺和X1的插电式混合动力版本车型上市，同时3系的改款车型也将于9月份上市（更换了全新发动机）；2017年有2款重量级车型，包括全新1系的国产车型（预计1季度）、换代的5系（年中或者三季度）；2018年会有X3的国产车型；2019年会有3系的换代车型。新车型的上市将有助于改善销量水平，预计从下半年开始新产品对量的贡献会更加明显。
- **产能扩充将有效满足新产品的增加。**目前公司有2个工厂，分别为大东工厂和铁西工厂，分别拥有15万和30万的产能。其中铁西工厂生产3系、X1和明年国产的1系车型，铁西工厂的产能在16年初从15万辆扩充至30万辆；大东工厂目前主要是生产5系产品，未来大东工厂仍然在扩充产能，预计到明年底新增10万辆的产能，未来X3的国产车型将在大东工厂生产。
- **发动机工厂未来有望贡献盈利。**华晨宝马全新发动机工厂于2016年上半年投产，未来所有新车型的发动机全部使用新款发动机。目前新X1已经使用新发动机，预计9月份2系和3系也将使用新发动机。明年中推出的5系换代车型也将使用新发动机。华晨宝马发动机工厂产能已经达到40万台，在一期投产的同时，开始了二期的建设，预计二期20万台明年底投产。发动机的产能基本和整车的产能配套。华晨宝马发动机工厂是全球4个发动机工厂之一，同时该工厂也是宝马集团在德国之外唯一拥有铸造车间的发动机工厂，未来该工厂有希望向其他工厂提供铸造零部件。总体上看，短期内来看，发动机工厂由于产能利用率偏低可能会带来业绩的拖累，未来随着产能利用率的提升，发动机工厂将带来成本的下降或盈利的增加。
- **16年利润率有望持平。**华晨宝马的利润率未来面临着诸多有利和不利因素。有力因素主要来自于：1、平台化的生产带来生产效率和成本的分摊；2、研发费用节约。16年的研发支出在9亿元左右，低于15年的10亿支出；3、欧元贬值带来汇兑方面的成本下降。不利因素来自于：1、新产能投放带来折旧增加。预计16年的折旧成本约33亿元，高于15年的25亿元；2、产品结构的下移。由于5系占比下降，而2系和X1的占比上升，产品结构下移对盈利有冲击。在上述因素的影响下，我们预计2016年的利润率水平和15年基本持平。
- **面包车业务亏损幅度或略有缩窄。**2015年公司共销售面包车5.8万辆，同比下降25.3%，其中华颂7销售6898辆。华颂7的表现比预期要低，主要是由于华颂7产品价格偏高。面包车销量的下降也带来公司主业亏损幅度的扩大。16年来看，公司面包车目标销售7万辆，其中华颂7的销量目标翻倍，翻倍的理由主要是公司也在采取一些措施改进销售，同时华颂7去年3月底才上市，今年有全年的销量贡献。销量的改善或带来面包车业务的

亏损有所缩窄。

- **我们的观点：**总体上来看，公司上半年的销量和利润表现比较差，下半年随着新产品的销量贡献增加，预计盈利将会有所改善。全年来看，16年全年整体销量有望实现个位数增长，利润率有望趋于稳定，17年由于多款新产品叠加，加上发动机工厂的盈利会改善，盈利表现将好于16年。根据市场一致预期，公司目前股价对应16/17年的市盈率分别为8.8倍/7.2倍，估值中等偏低，建议关注。
- **风险提示：**1、新产品的销量不如预期；2、市场竞争激烈，带来费用率的增加及盈利能力的下降。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元盛	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。