

01114.HK 华晨中国

未评级

中期净利润出现下滑，但幅度好于预期

2016年08月28日

市场数据

报告日期	2016.08.28
收盘价(元)	8.62
总股本(百万股)	5,026
总市值(百万元)	43,322
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

华晨中国(1114.HK)-事件点评
-20160712

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%
净利润率(%)	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%	1.1%	1.2%	1.2%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **中期业绩表现好于预期。**公司上半年实现销售收入 24.86 亿元，同比增长 20.8%。毛利 5866.3 万元，同比下降 47.4%。归属于母公司净利润 18.02 亿元，同比下降 5.7%。每股收益 0.36 元。收入高增长主要是由于华颂 7 的销量增长及均价较高推动。毛利率下滑主要是由于传统轻客产品竞争激烈，加上华颂的量仍然较小。上半年的净利润表现好于预期，主要是由于华晨宝马的利润下滑幅度好于预期。
- **华晨宝马盈利有望恢复。**华晨宝马未来成长动力主要来自于：1、新产品投放带来的销量水平增加。今年投放的新 X1 的销量规模水平仍在提升，同时明年 1 季度仍有 1 系国产车型上市，明年三季度换代 5 系有望上市，18 年 X3 将国产化。在新产品的推动下，预计 16 年全年有望实现高个位数增长，17 年有望实现两位数增长；2、发动机工厂产能利用率提升带来成本节约。目前仅有新 X1 使用国产新发动机，2 系、3 系有望 9 月份使用新发动机，明年上市的 1 系和换代 5 系都有望使用新发动机。随着各产品对发动机更换，产能利用率有望提升。总体上看，未来盈利增速有望反弹。
- **我们的看法：**总体上来看，公司的业绩虽然出现下滑，但下滑幅度好于预期，主要是由于华晨中国的利润率下滑幅度好于预期。未来来看，公司未来的看点来自于新产品带来销量的提升以及国产发动机工厂利用率的提升。根据彭博一致预期，公司目前股价对应 2016/17 年市盈率分别为 10.7 倍/8.8 倍，建议关注。
- **风险提示：**奔驰新 E 对 5 系的冲击；宝马产品结构下移带来利润率下降。

报告正文

- **中期业绩表现好于预期。**公司上半年实现销售收入 24.86 亿元，同比增长 20.8%。毛利 5866.3 万元，同比下降 47.4%。来自华晨宝马利润贡献 19.08 亿元，同比下降 6.9%。归属于母公司净利润 18.02 亿元，同比下降 5.7%。每股收益 0.36 元。收入高增长主要是由于华颂 7 的销量增长及均价较高推动。毛利率下滑主要是由于传统轻客产品竞争激烈，加上华颂的量仍然较小。上半年的净利润表现好于预期，主要是由于华晨宝马的利润下滑幅度好于预期。

表 1、公司半年报数据分析

百万元	1H15	2H15	1H16	1H16 YOY	1H16 HOH
营业收入	2,058	2,805	2,486	20.8%	-11.4%
毛利	112	96	59	-47.4%	-39.2%
净利润	1,910	1,584	1,802	-5.7%	13.7%
华晨宝马贡献利润	2,050	1,777	1,908	-6.9%	7.4%
扣除联营及合营后的利润	(246)	(302)	(253)	2.6%	-16.2%
毛利率	5.4%	3.4%	2.4%	下降 3.0ppts	下降 1.0ppts
净利率	92.8%	56.5%	72.5%	下降 20.3ppts	下降 16.0ppts

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **华晨宝马利润率好于预期。**华晨宝马上半年实现销售收入 446.8 亿元，同比下降 2.7%。净利润 38.16 亿元，同比下降 6.9%。华晨宝马收入出现下降主要是由于：1、销量微增长，上半年销量 14.2 万辆，同比增长 1.8%。2、均价下降。上半年均价为 31.4 万元，同比下降 4.4%。利润下滑幅度大于收入，主要是利润率下滑。上半年利润率为 8.5%，低于去年同期的 8.9%。主要是由于：1、产品结构下移；5 系占比下降，而 X1 和 2 系占比提升；2、新产品产能利用率较低。2 系所在工厂产能利用率比较低。3、竞争加大带来有关费用的增加。4、发动机工厂投产带来的折旧摊销费用增加。不过上半年的利润率下滑幅度好于预期，我们认为主要是由于汇率下降带来有关汇兑方面的收益。
- **华晨宝马盈利有望恢复。**华晨宝马未来成长动力主要来自于：1、**新产品投放带来的销量水平增加。**今年投放的新 X1 的销量规模水平仍在提升，同时明年 1 季度仍有 1 系国产车型上市，明年三季度换代 5 系有望上市，18 年 X3 将国产化。在新产品的推动下，预计 16 年全年有望实现高个位数增长，17 年有望实现两位数增长；2、**发动机工厂产能利用率提升带来成本节约。**目前仅有新 X1 使用国产新发动机，2 系、3 系有望 9 月份使用新发动机，明年上市的 1 系和换代 5 系都有望使用新发动机。随着各产品对发动机更换，产能利用率有望提升。
- **轻客业务有望减亏。**上半年公司轻客业务亏损 2.53 亿元，和去年同期基本持平，同时较去年下半年缩窄。我们认为轻客业务有望减亏，主要是基于华颂的销量有望改善。上半年华颂销售了 1500 辆，销量表现低于预期，公司也在积极出台措施以改善销量，这些措施主要是通过产品和营销两方面进行，产品方面，进一步丰富华颂的产品品类，增加低配和高配车型；营销方面，加大宣传力度，增加消费者对华颂的认知度。预计全年华颂的销量有望达到 1

万辆，这有助于改善整体盈利水平。

- **我们的看法：**总体上来看，公司的业绩虽然出现下滑，但下滑幅度好于预期，主要是由于华晨中国的利润率下滑幅度好于预期。未来来看，公司未来的看点来自于新产品带来销量的提升以及国产发动机工厂利用率的提升。根据彭博一致预期，公司目前股价对应 2016/17 年市盈率分别为 10.7 倍/8.8 倍，建议关注。
- **风险提示：**奔驰 E 对宝马 5 系产品的冲击；华晨宝马产品结构下移带来利润率下降。

投资者问答 Q&A

1、上半年宝马利润算不错，变化因素比较多 X1 国产，5 系促销，发动机国产化率提高，持平业绩下，变化在什么方向？下半年以及明年展望？

5 系明年新版要出来，但今年 5 系的量和价格还是有信心，5 系 per car contribution 跟去年持平甚至增长。下半年有望保持平稳增长。X1 推出市场后，由于加长，带给市场很多 features，刚推出，继续努力推销 X1，对下半年销售乃至明年有很大贡献。

今年在批发数是单个位数增长，上半年负的，上半年有去库存，下半年逐渐有增长，全年单位数增长有信心。明年有双位数增长，充满信心，明年 5 系换代，前驱平台还有一款三厢车，同时 X1 和 2 系进入全年销售，全年销售有很好增长。

2、发改委讨论股比放开，对新车引入是否有影响，如 X3 是否有影响？

50: 50 股比放开的声音发改委不是最近才提出来的，公司觉得还能保持 35 年，国家政策瞬息万变，不管如何，公司和宝马 13-14 年合作非常成功的，如果到 50 的话，现在也不知道不卖给他们还是他们卖给我们，都是未知数。股比问题目前不影响合作，中国市场竞争压力也很大，股比放开的事情还不确定的情况下，现在来调整现在的经营方针是不负责的。不受影响，董事会，管理层，中期规划都没有影响。

补充下发动机的影响。新的发动机是年初才开的，不是同时将所有的产品用新的发动机。每个产品是新产品出来才用新发动机。3 系列例外，3 系列在今年 9 月份也会有一个改款车型，会换发动机，车上面的数字也会改下，跟新的发动机也有关系。发动机工厂的产能利用率比较低，因为车慢慢出来，如新 5 系要到明年才会用新发动机，还有 2 台车还没来。从节省成本效果来看，今年上半年不会看到，

量还不到，所以 16 年整体的影响也不大，可能要到 17 年，特别是新 5 系出来，还有 X3 国产之后。

3、奔驰新 B 推出对 5 系有什么影响？是否会促销？

5 系在这个细分市场竞争力很强，市场非常了解。5 系的促销还没出来。奔驰新 E9 月份才出来，生产方面需要时间，量要出来基本上到年底。等到年底，促销就会开始，直到明年三季度新车推出。

4、公司的新产品规划？

今年推出 X1，2 系，明年前驱三厢车，5 系换代，18 年 X3 国产。3 年前就定下来了，如期进行。按部就班定下来，前期投入，厂房建造，设备准备如期进行。

5、2 系和 X1 及明年三厢新系列，3 款车同平台，对平台产品成本分摊是否有帮助？2 系单车净利润和集团是高还是低？

3 台前驱产品共用平台，对几款车都有好处。如 2 系列，如果单台车，就不会引入他们，因为量不够大。X1 和 1 系列的量比 2 系列要高。2 系列没有那么多，竞品只有 B 级车，奥迪根本没有竞品。不过看 2 系的贡献还是可以的。共用的平台节省了很多，本身的量比不上 X1 和 1 系。2 系贡献还可以，肯定是赚钱的。引入 2 系之前一直在分析 margin，一定是正面的，否则不会引入。引入中国的前提：技术能在中国生产；要有量，如 7 系不会再中国生产，引入 2 系也是考虑到明年三厢车型会引入，共用平台，2 个可以分享，明年引入之前，2 系的贡献也是不错的，3 厢引入之后，效果更好，在一个平台共用，根据市场需求排产。更加游刃有余。公司目前也在等看看 X1 的量，X1 有两块改变，生产的做法改变，7 年的生命周期的量高了很多。X1 的利润贡献高于以往。

6、1 系列对标 A3，1 万台上下，非常不错的量，公司对 1 系列的期望值？

1 系列应该也是一款很好的产品，具体量不好说。

7、销售费用上下半年比例？

销售费用数据不说的。

8、明年市场怎么看？包括豪华车，明年政策，税的取消，碳排放积分等？

明年市场把握，市场有两个方面：增幅和结构调整。这些首先得分析政策，中国政策很有意思，包括 2 方面：小排量，在启动市场增幅，保证需求；还有一个供给侧改革，调整结构。2 个不同的政策。供给侧改革实际是调整结构，抑制市场需求。国家在供给侧方面，一个是新能源汽车；二是个性化需求，同质化需求抑

制；三 产业升级。不能搞低附加值的東西，提升品牌、质量和技术。四 去产能问题。供给侧改革其实总体在抑制增长，新能源车虽然发展的快，但规模小，小排量车政策结束，未来是否有其他政策不清楚。

销量增长方面，个人认为排除 2 个东西，比较高增长不可能，如 7%以上不可能。负增长也不大可能，明年总体是微增长，可能 0-5%，倾向于结构改革的理念，目前这个阶段 2400-2500 万规模够大，不应该强调低档次的 低水平的增长，主张新能源车，互联网车，提升品牌技术质量，去库存，产能。明年总体是调结构的微增长。

9、华晨宝马的 margin 比想象好，刚您说 2 系赚钱，我们看到那个工厂利用率比较低；发动机工厂是否有量化，国产化率提高多少？汇率这块对 margin 的影响？

整个前驱平台的费用估计方面，每个产品在生命周期的量是多少，看怎么去分摊费用。2 系列是正的贡献，跟分摊费用的方法有关。

第一台车新 X1 采用新发动机，2 系列目前不是国产发动机，下个月开始也会用。3 系列 9 月份也会用心发动机。今年用新发动机的量不大。今年用不到 10 万台的国产发动机。明年 1 系列出来，3 月份左右，新的 1 系列有 10 个月发动机，5 系列新款出来。明年的利用率高很多。明年 X1 和 3 系列都是全年的量，会提升很多。

外汇这块，报表有一个综合收入，今年是一个很大的增速。这个数字跟 JV 里面的外汇对冲有关的，如果 16 年上半年的外汇有效的正面影响。单纯是赚了还是亏了，不好说，有一部分是计入成本的。去年上半年是负的，全年差不多平的。

10、新 5 系跟新 E 竞争力比较？5 系的量目标？

5 系这块，无论从量来说，在这个细分市场做的很好，A4，A6。下半年的量差不多。还是有信心，下半年在内饰和选择加一点，使得更有竞争力。5 系总体从量、还是消费者品牌、外观非常重视。明年新 5 系加长版，许多新功能，内饰非常豪华。具体的特征还不能说太多。大东新盖的工厂是给新 5 系的，新 5 系技术比旧 5 系先进很多，可以看出这款车很好。5 系列的量目标数据还没出来。

11、本部总体还可以，华颂怎么看？潜在成本分摊情况？

华颂是自主品牌最好的一款 MPV，上海大概有 1000 多辆，女排最近盯上了。2 号在北京学习女排精神。女排制定用车，2 号在北京赞助了一辆车。MPV 豪华车要打出品牌还是有难度，让市场认可有难度，没有预期到的，这款车还是很好的车。下一步措施，采取各种措施开拓市场。虽然上半年只有 1500 辆，全年肯定达到 1

万辆；第二，开发出更多车型，如一些低档的或更高级的。根据市场情况推出一些新车型；第三、随着量提升，把单车成本降下来。给点时间。

12、解释下综合收入？

华晨宝马逐月做一些外汇合同，现在买的可能是2年后用到的欧元。6月30日做报表那天，是看那些没有到期的合约，用v value方法，欧元和人民币的市场价格或者那天对冲合约的价格，和锁定的汇率做一个比较，数字不会反应到财报中，只有到期那天才会反应到报表中。

13、今年行业都在降供应商成本，华晨宝马很大一部分来自于德国那边，未来规划中，从德国采购有多少降本空间？

看国产化进程。刚引进来，40%以上国产化。随着发动机国产化，零部件国产化，包括车量增多，型号增多，国产化率提升，到生命周期末的时候大部分能够到70%左右。整个国产化后不用进口零部件，可以降低成本？

14、现有产品国产化率水平？

不同车型国产化率不一样，如5系是55%，用的是老的发动机。以后用新的发动机可能会提高几个点。

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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	chenyang@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
朱元贱	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	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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。