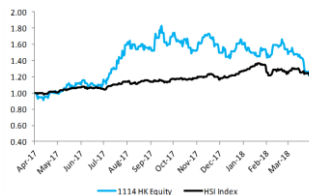


估值吸引 重申買入評級

華晨中國(1114.HK)

汽車	
評級	買入
行業看法	持有/買入
目標價	23 港元
上/下行空間	+30%
收市價	17.64 港元
52 周高低	11.64-23.85 港元
市值	890 億港元
資料來源：公司資料、時富	

股價相對表現圖



資料來源：公司資料、時富

時富研究部

research@cash.com.hk

9 Apr 2018

Cynthia Tam

Tel: 852-2287-8466

cynthia.tam@cash.com.hk

**17年業績總結：**華晨中國於3月28日公布了2017年業績，純利43.76億元人民幣，按年升18.8%，遜市場預期，但值得留意是今次拖累業績是與華頌有關之7億元減值虧損所致，為一次性因素，料今年業績將見底及受惠低基數。

**輕客業務料見底：**儘管華晨主營業務之經營虧損由2016年的8.2億元擴大至17年的15.5億元，但若撇除7億元減值，經營虧損為8.5億元，與去年相若。管理層預計，2018年全年虧損將減少，並定立目標於2020年實現盈虧平衡。隨着今年不會再受減值虧損影響，加上雷諾將分擔部分虧損，我們認為該分部表現將逐步復甦。相反，2019-2020年華晨雷諾的合作將漸露成果，全新LCV車型將刺激銷量，業務前景明朗化會為華晨主營業務迎來轉機。

**維持對華晨寶馬正面看法：**2017年華晨寶馬銷量達38.65萬輛寶馬汽車，按年增加24.7%，合資企業對集團純利貢獻按年增加31%至52.38億元，主要受惠3系及X1車款分別按年升27.3%及66.2%之帶動。5系銷量下跌只因新款換代以致銷售及庫存管理方面略受影響。展望未來，525型號取代528型號可減少同系車款之間的相互競爭，改善530和525型號各自的銷情，從而提升5系的整體銷量。

**強勁產品週期：**2018年不但有來自5系的全年純利貢獻，新車款X3將於年中上市，而緊隨其後的3系及X2將支持2019年的銷量。我們認為新SUV車款將彌補其車款不夠全面的短板，並讓華晨寶馬終可與奔馳GLC車款一較高下。管理層預計，2018年寶馬銷量按年增20%，我們認為在強勁產品週期下，此目標將輕易達到。同時產品組合的改善以及發動機產品本地化的增加將支持利潤率提升。至於寶馬X5會否國產的決定未有定案，但由於市場在預測未來幾年銷量時還未計入X5車款，因此X5會否國產都不會影響市場對華晨寶馬之盈利預測。

華晨中國(1114.HK)

(百萬人民幣)，截至年底	FY15A	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	4,863	5,125	5,305	5,609	6,034	6,426
稅後利潤	3,280	3,389	3,866	6,217	8,150	9,573
每股盈利(人民幣)	0.69	0.73	0.87	1.30	1.67	1.95
收入增長(%)	13%	5%	4%	6%	8%	6%
每股盈利增長(%)	27%	5%	19%	50%	29%	16%
每股股息(人民幣)	0.09	0.09	0.10	0.18	0.23	0.27
股本回報率	27%	17%	17%	23%	24%	24%

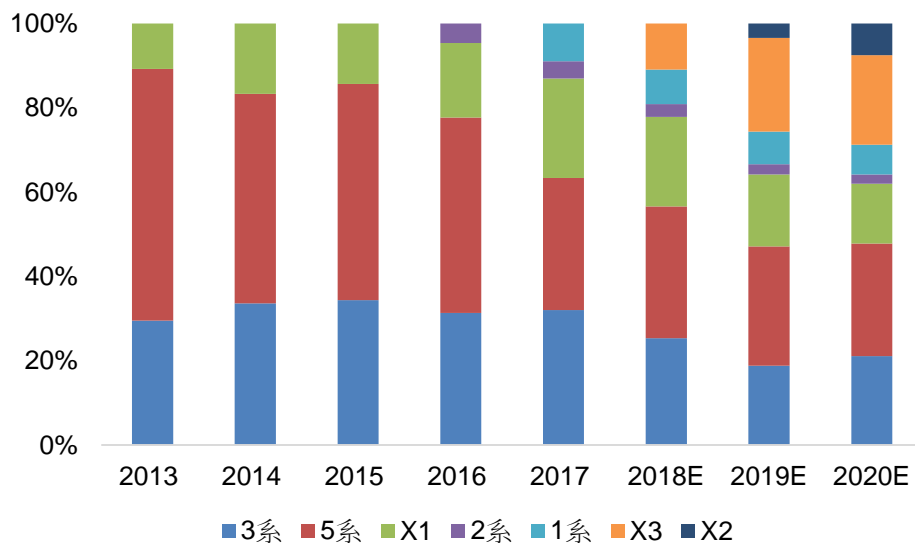
資料來源：公司資料、彭博、時富

**汽車金融業務成另一增長動力：**由華晨寶馬持有 42% 股權的寶馬汽車金融公司於 2017 年表現理想，不但能支持華晨寶馬的銷量，還能提升公司未來的淨利率。根據德勤預測，到 2020 年，中國汽車金融租賃行業市場規模或可達到 2,182 億元，即 2016-2020 年複合增長率為 40%，鑑於早前寶馬汽車金融完成增資，料資本增加可讓該業務規模得以擴張，成為集團另一增長動力。

**重申「買入」評級，目標價 23 港元：**我們重申華晨中國的「買入」評級，考慮到收入及利潤低於我們預期，目標價下調 11% 至 23 港元，這是基於本年目標市盈率 14 倍，意味有 30% 上行空間。我們看好華晨中國，主要基於(1)現時股價正反映 18 年 10.8 倍及 19 年 8.5 倍市盈率，低於歷史平均值，但我們預計 18 年每股盈利增長為 50%，估值吸引、(2) 輕客業務料見底，減值虧損只是一次性因素、(3) 華晨寶馬產品週期強勁、(4) 產品組合的改善以及發動機產品本地化的增加將支持利潤率提升。

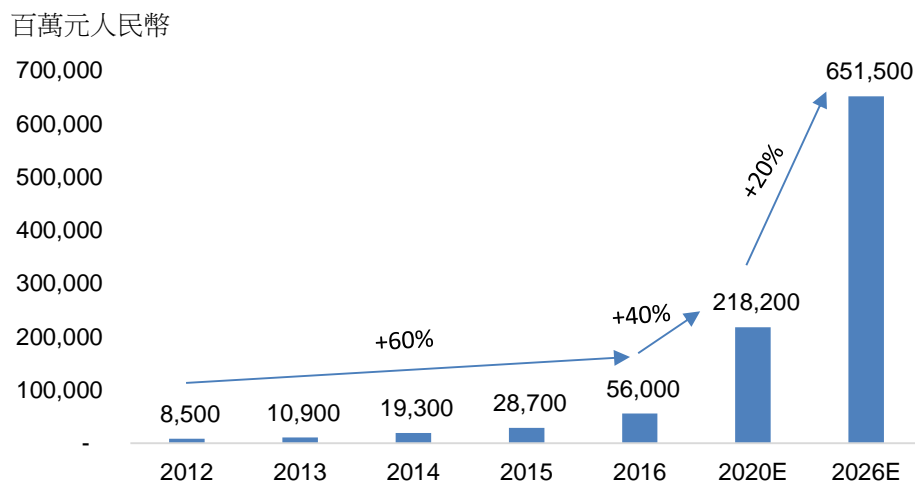
**主要的下行風險：**(1) 豪華品牌競爭加劇、(2) 生產及研發新能源汽車影響利潤率。

圖：華晨寶馬銷售組合



資料來源：公司資料、時富

圖：中國汽車金融租賃市場的規模與增長



資料來源：德勤、時富

## 華晨中國

## 損益表(百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
收入	5,125	5,305	5,609	6,034	6,426
銷售成本	(4,954)	(5,118)	(5,385)	(5,763)	(6,137)
毛利	172	186	224	272	289
行政、銷售及推廣費用	(995)	(1,765)	(993)	(1,039)	(1,081)
其他支出	82	110	91	91	91
員工股權成本	0	0	0	0	0
經營盈利	(741)	(1,468)	(678)	(676)	(701)
EBITDA	(472)	(1,190)	(450)	(417)	(403)
折舊	(132)	(149)	(165)	(198)	(236)
攤銷	(138)	(129)	(63)	(62)	(62)
EBIT	(741)	(1,468)	(678)	(676)	(701)
淨利息支出	(80)	(82)	(138)	(98)	3
聯營投資虧損	4,246	5,450	7,089	8,990	10,349
其他收益	0	0	0	0	0
扣除所得稅前利潤	3,425	3,900	6,273	8,216	9,651
所得稅	(36)	(34)	(56)	(66)	(77)
扣除所得稅後利潤	3,389	3,866	6,217	8,150	9,573
非控制性權益	(293)	(510)	350	300	240
其他損益	0	0	0	0	0
優先股權益	0	0	0	0	0
經調整後扣除所得稅後利潤	3,389	3,866	6,217	8,150	9,573
非經常性損益	0	0	0	0	0
權益持有人應佔盈利	3,682	4,376	6,567	8,450	9,813
股息	(475)	(490)	(919)	(1,183)	(1,374)
儲備	3,207	3,886	5,647	7,267	8,440
每股盈利(人民幣)	0.73	0.87	1.30	1.67	1.95
每股股息(人民幣)	0.09	0.10	0.18	0.23	0.27

## 現金流量表(百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
股東應佔溢利	3,389	3,866	6,217	8,150	9,573
非現金項目	270	278	228	260	298
營運資金變動	(413)	(1,180)	(1,724)	(852)	(243)
經營活動的現金流量	(932)	(1,036)	420	3,058	5,029
資本開支	(455)	(645)	(667)	(798)	(954)
自由現金流	(1,387)	(1,681)	(247)	2,260	4,075
其他非流動資產	(3,929)	(4,473)	(767)	(921)	(954)
其他非流動負債	(15)	(11)	3	4	4
計及投資活動後現金流量	1,114	2,380	2,069	1,785	1,596
股息	(475)	(490)	(919)	(1,183)	(1,374)
股份發行所得款	5	0	0	0	0
債項所得款	170	0	84	101	105
可換股債券發行所得款	0	0	0	0	0
其它	0	0	0	0	0
融資活動的現金流量	(312)	(490)	(835)	(1,082)	(1,269)
淨現金流量	(130)	853	1,654	3,761	5,356
年初現金及現金等價物	1,071	941	1,794	3,449	7,209
調整	0	0	0	0	0
年終現金及現金等價物	941	1,794	3,449	7,209	12,566
年終淨負債	384	1,096	(474)	(4,134)	(9,385)

資料來源：公司資料、時富

## 1114.HK, 買入, 目標價: 23港元

## 資產負債表(百萬人民幣)

截至年底	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
現金及現金等價物	941	1,794	3,449	7,209	12,566
可轉讓證券	1,339	1,714	1,765	1,827	1,891
應收賬款	1,584	1,023	1,494	1,607	1,712
存貨	1,104	1,044	1,233	1,320	1,405
其他非流動資產	2,041	3,457	3,561	3,800	3,925
總流動資產	7,009	9,032	11,501	15,763	21,499
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	2,250	2,567	3,069	3,669	4,387
商譽	0	0	0	0	0
其他無形資產	1,339	696	690	688	690
其他長期資產	20,445	25,561	26,328	27,249	28,203
總資產	31,043	37,856	41,588	47,370	54,779
短期債務	1,325	2,810	2,894	2,995	3,100
應收賬款及其他應收款	3,324	3,279	3,246	3,395	3,531
其他流動債務	3,674	4,876	4,000	3,500	3,500
總流動債務	8,323	10,965	10,140	9,890	10,131
長期債務	0	80	80	80	80
可換股債務	0	0	0	0	0
122	111	114	118	122	
其他長期債務	0	0	0	0	0
總負債	8,444	11,156	10,334	10,088	10,334
非控制性權益	(1,125)	177	(173)	(473)	(713)
優先股權益	0	0	0	0	0
股本	397	397	397	397	397
留存收益	23,327	26,126	31,029	37,357	44,761
股息	(475)	(490)	(919)	(1,183)	(1,374)
其他權益及儲備	0	0	0	0	0
總權益	22,599	26,700	31,254	37,282	44,445
總權益及負債	31,043	37,856	41,588	47,370	54,779

## 主要比率

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
<b>增速(%)</b>					
收入	5.4%	3.5%	5.7%	7.6%	6.5%
每股盈利	5.4%	18.8%	50.1%	28.7%	16.1%
<b>盈利能力(%)</b>					
毛利率	3.3%	3.5%	4.0%	4.5%	4.5%
EBITDA 利潤率	-9.2%	-22.4%	-8.0%	-6.9%	-6.3%
EBIT 利潤率	-14.5%	-27.7%	-12.1%	-11.2%	-10.9%
淨利潤率	71.8%	82.5%	117.1%	140.0%	152.7%
有效稅率	1.0%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
派息率	12.9%	11.2%	14.0%	14.0%	14.0%
股本回報率	16.9%	17.4%	22.7%	24.4%	23.7%
資產回報率	11.7%	11.2%	15.7%	18.3%	18.7%
<b>流動比率(x)</b>					
流動比率	0.8	0.8	1.1	1.6	2.1
利息覆蓋率	(5.6)	(6.4)	(2.8)	(2.7)	(2.8)
<b>槓桿比率</b>					
淨負債/EBITDA(x)	NM	NM	NM	NM	NM
淨負債/權益(%)	2%	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

## 經營活動(日)

應收賬款周轉天數	107.8	89.7	81.9	93.8	94.3
庫存周轉天數	85.3	76.6	77.2	80.8	81.0
應付帳款周轉天數	234.4	235.4	221.1	210.3	205.9
現金周轉期	(41.3)	(69.1)	(62.1)	(35.7)	(30.7)

資料來源：公司資料、時富