

報告摘要 Report Summary

中國豪華汽車市場保持高速增長

中國汽車市場在 2009 和 2010 年經歷過高速增長後，最新的數據說明今年汽車市場不大可能像往年一樣保持雙位數增長。據中國汽車協會的資料顯示，在失去補貼政策刺激的需求下，今年 5 月份全國汽車產銷量同時出現負增長。而使北京市因為長期的道路擠塞問題而要實施限購令，至今仍未解除，但這些中國汽車市場的負面消息並無礙國內豪華汽車市場保持高速增長。三家德國豪華汽車製造商寶馬(BMW)、奔馳(Benz)、奧迪(Audi)今年 1 至 5 月在中國的銷量分別為 10.2 萬、7.8 萬和 11.2 萬輛，同比增長 70%、71%和 28%。

中西部城市的潛在消費市場

在中國，北京和東部等沿海城市的豪華汽車市場發展比較久，經銷商的銷售網絡早已完全覆蓋各主要城市，品牌的競爭劇烈，價格戰四起。相比之下，中西部城市的潛在發展空間顯得更加大。最近，寶馬集團的汽車發佈會選址西部的富裕城市重慶，務求利用寶馬帶來中國的最新車型搶佔中國西部城市的市場。華晨中國和寶馬集團各持股 50%的華晨寶馬以瀋陽為基地在中國製造寶馬汽車，生產 3 系、5 系和熱門車型 5 系加長版 Li。

華晨寶馬 1 月至 5 月銷量按年大升，預期盈利貢獻增長迅速

2010 年華晨寶馬貢獻華晨中國的稅前利潤達 896 百萬元人民幣。據中國汽車工業協會最新發佈的資料顯示，今年首 5 個月共賣出 46,159 輛華晨寶馬汽車，已相等於去年全年銷量的 65%。因此，我們預計 2011 年華晨中國從華晨寶馬所獲得的利潤會有最少 40%增長。本報告會著重探討華晨寶馬對華晨中國的盈利貢獻和進行財務分析。

表現優於中國整體汽車市場

屬於華晨中國最大收入來源的華晨寶馬汽車銷售量增長理想，尤其看好 5 系加長版和未來將會引進的 X1 車型。加上集團旗下專注輕型客車業務的華晨金杯品牌銷量平穩，預期今年整體純利將上升超過 30%，未來三個月股價表現會勝過同業和大市。

公司資料 Company Profile

主席 Chairman—吳小安

行政總裁 President—祁玉民

已發行股數—4,996,769,388 股 (100%)

市值—\$40,473,832,043 港元

主要控股股東持股量

華晨汽車—2,260,074,988 股 (45.26%)

鄧普頓基金 Templeton Asset Management—800,995,632 股 (16.04%)

惠理基金 Value Partners—600,038,000 股 (12.01%)

聯絡我們

公司地址:

香港上環皇后大道中 183 號
中遠大廈 39 樓 3908-13 室

電話: (852) 2500-6800

傳真: (852) 2907-6318

資料部:

research@jimei-investment.com

股票資料 Stock Info

6月27日

收市價: \$7.84

市盈率: 26.1 倍

股息率: 0.0%

5 天平均價: \$7.64

10 天平均價: \$7.41

20 天平均價: \$7.25

50 天平均價: \$7.53

1 個月最高: \$8.12

1 個月最低: \$6.78

52 週最高: \$8.45

52 週最低: \$2.54

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

公司資料 Company Profile

主要產品 Major Products

華晨寶馬—在中國製造 3 Series 運動型和更高級的 5Series 豪華汽車，當中以 5 Series Li(加長版)最受中國用家喜愛。

- 3 Series
- 5 Series
- 5 Series Li

華晨金杯—品牌的輕型客車銷售穩定增長，2011 前 5 月銷量一直佔據客車市場的第一位。旗下豪華車型閣瑞斯銷量與去年大致保持相同水平。另一方面，華金杯大海獅獲選為接載中國國家籃球隊的指定車輛。

- 海獅
- 大海獅
- 第 3 代閣瑞斯
- 閣瑞斯睿智

生產 Production

華晨寶馬廠房 - 瀋陽市大東區，2009 完成第一階段擴產後年產能為 4.4 萬輛寶馬汽車，至 2010 年約為 7.5 萬輛，而計劃最終提升廠房生產規模至每年 10 萬輛，預期將於 2011 年達標。

銷售渠道 Sales Channel

主要透過經銷商、特許 4S 經銷商、企業和政府採購計劃銷售汽車。由華晨中國和寶馬集團各出資 42%和 58%成立的寶馬汽車金融公司專門提供商業性融資方案予中國的寶馬經銷商，協助寶馬經銷商提升業務營運能力，相信對經銷商在流動資金和存貨管理方面會有一定幫助。此舉更可為華晨寶馬在中國快速拓展關係相對穩固的銷售網絡。

未來發展 Prospect

華晨寶馬廠房二期項目 座落於瀋陽市大潘鎮，於 2010 年 6 月動工。新工廠將興建沖壓、焊裝、塗裝和總裝四大工藝區，同時包括引擎製造廠房和大型物流中心。新廠房的建設將分階段進行，預期 2012 年可開始投產，第一階段完工時預設年產能 10 萬輛，最終會根據未來市場情況增加產能至最多 20 萬輛。今年 5 月寶馬和華晨中國共同宣佈新廠房的投資額由原來的 5.6 億歐元(約 50 億元人民幣)大幅加碼至 10 億歐元(約 90 億元人民幣)。

寶馬集團的管理層表示，未來將會提高零件採購國產化的規模，並預料寶馬汽車的進口銷售比例將由現時的 7:3 降至 3:7。原訂 2012 年開始在中國生產 X1 車型的計劃預計可提前至 2011 年尾實行，而到了 2013 年將在中國本土生產引擎，將在興建中的第二期廠房生產。

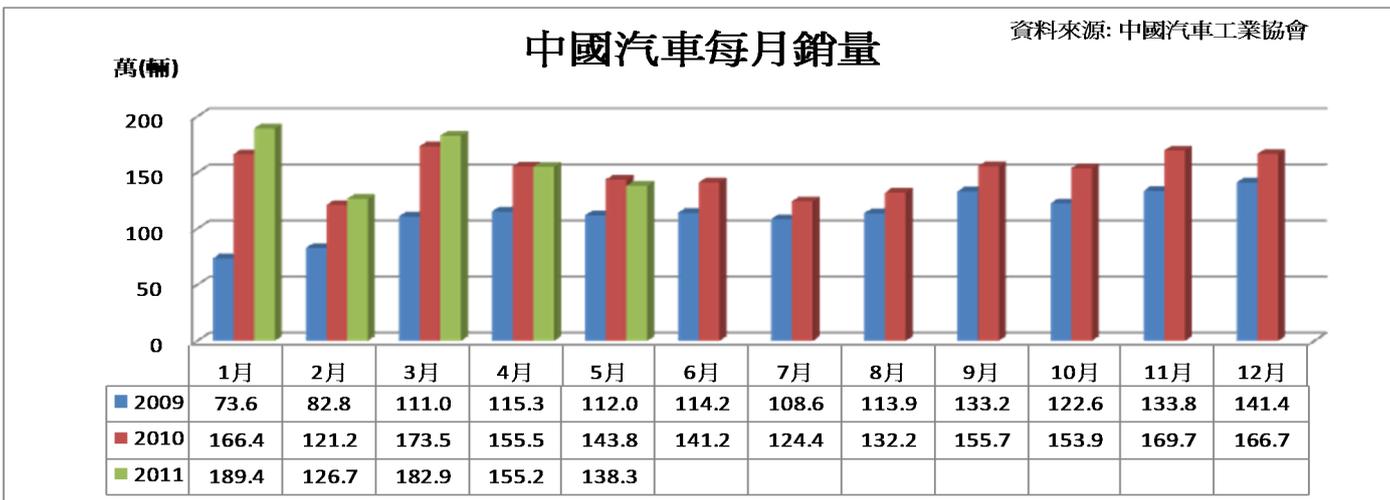
華晨金杯計劃繼續利用海獅和大海獅兩款暢銷車型，增加集團在 5 至 11 人輕型客車領域的市場佔有率。產品朝著“在提升產品的質量和舒適度的同時降低油耗”。與豐田合作開發的豪華型客車系列—閣瑞斯，走高級商務客車路線，最新的第三代閣瑞斯為商業客戶提供訂製車內配備服務。此外，閣瑞斯系列的睿智型號以家庭顧客為目標，標榜舒適的旅程體驗。

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

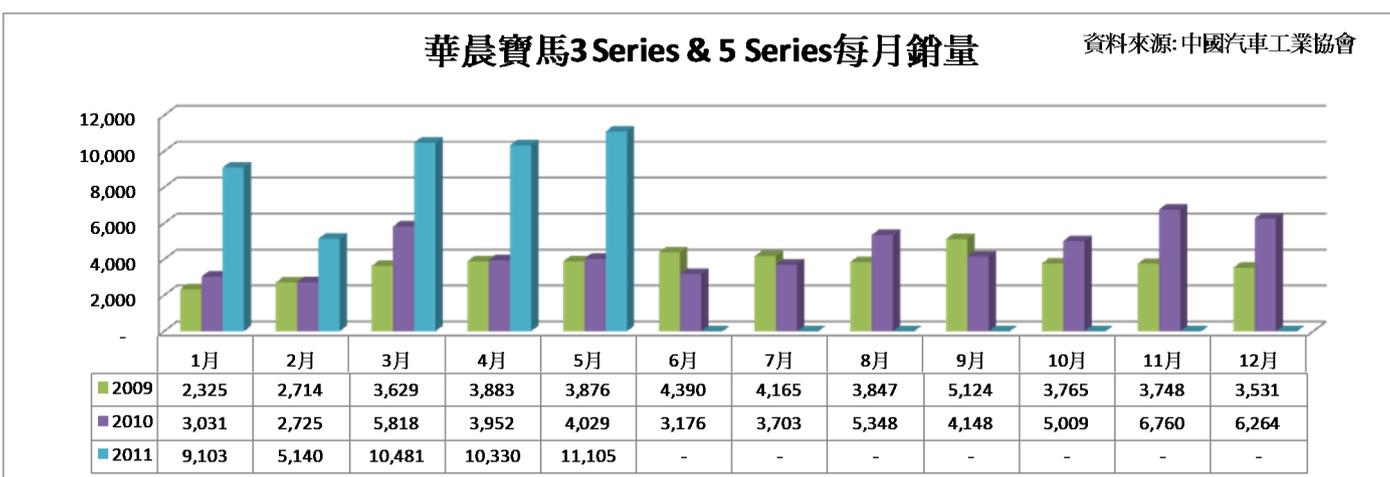
公司資料 Company Profile

中國汽車市場概況 China Auto Market



在過去的兩年，中國汽車市場在購車補貼計劃的支持下快速增長。隨著補貼計劃期屆滿和北京市實施汽車限購令，中國汽車銷量開始放緩並轉趨下跌，今年4月和5月份同比銷量均低於去年同期。在現時信貸緊縮的環境下，經銷商的資金壓力日益加劇，為求出售庫存的汽車紛紛減價促銷。相反，豪華汽車市場未有受影響，豪華汽車經銷商對今年的銷情普遍樂觀，表示沒有減價促銷的必要。

銷售數據 Sales Statistic



從上圖可見由華晨寶馬生產的 BMW 3 系和 5 系的每月銷售量，2011 年除了 2 月份因農曆新年假期的關係導致銷量較低之外，其餘月份的銷量都較去年有大幅增長。這種情況相信和瀋陽市大東區廠房成功擴充產能有關係。此外，在中國整體汽車市場出現萎縮的情況下華晨寶馬的銷量依然保持高增長，最近 3 個月都賣出超過一萬輛寶馬汽車。

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

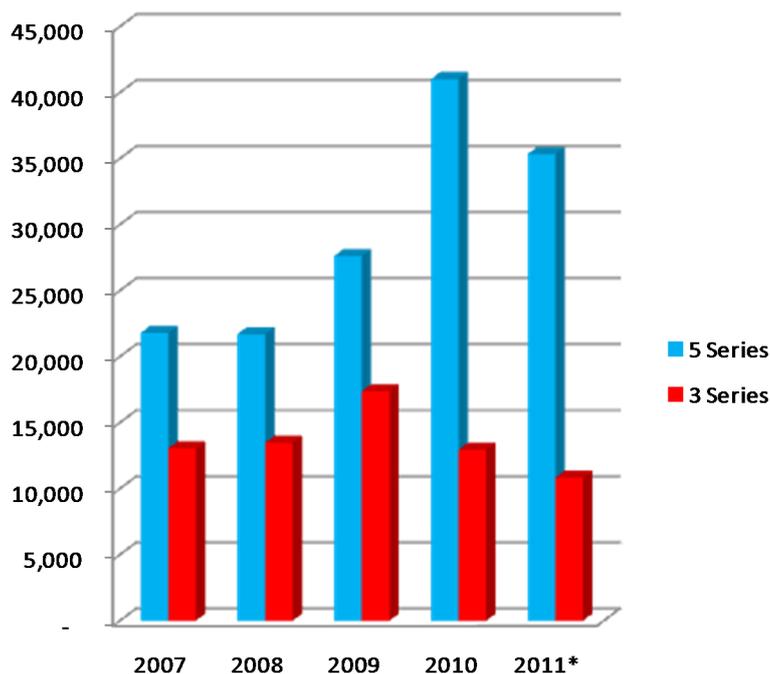
公司資料 Company Profile

銷售數據 Sales Statistic

而根據寶馬集團的官網資料顯示，2011年前5月在中國(包括國產和進口)合計銷售100,456輛寶馬汽車。其中國產的寶馬3系和5系分別達10822和35337輛(按中國汽車工業協會的銷售數據)。專營寶馬的豪華車經銷商表示，現時寶馬5系無現貨供應，付訂金至取車平均需要等待半年時間。現時大東區的華晨寶馬工廠已經用盡所有產能來生產，圖能盡快把華晨寶馬汽車交到用家手上。

以截至今年5月的銷售數據來推斷，假設比例不變，寶馬汽車的全年銷售量約為230,000，當中應有100,000輛左右由華晨寶馬製造的寶馬汽車，此數目同時亦是大東區廠房的设计產能上限。如若以上假設成立，華晨寶馬的銷量將會較去年有40%的增長。華晨寶馬的銷量由2009年的44,997輛上升至2010年的70,488輛，增長57%，而貢獻華晨中國的利潤由3.5億則增加152%至接近9億元人民幣。152%的利潤增幅明顯高於57%的產量增幅，相信是順利擴充產能和工廠生產設備得到充分的運用令規模效益顯現，令邊際利潤隨之上升。

華晨寶馬全國銷量

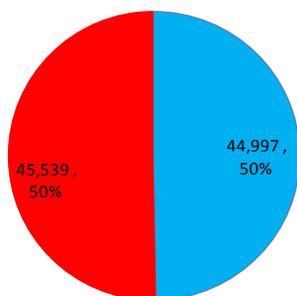


資料來源: 中國汽車工業協會

*2011年數據為1-5月份

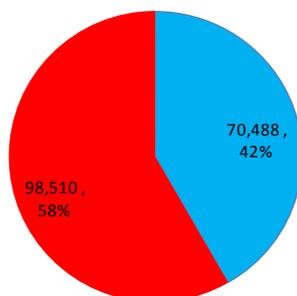
2009 寶馬汽車中國地區總銷量

■ 華晨寶馬 ■ 進口寶馬



2010 寶馬汽車中國地區總銷量

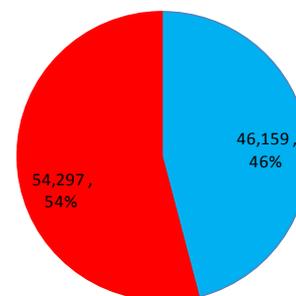
■ 華晨寶馬 ■ 進口寶馬



資料來源: 寶馬集團、中國汽車工業協會

2011 寶馬汽車中國地區總銷量

■ 華晨寶馬 ■ 進口寶馬



*1-5月份數據

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

公司分析 Company Analysis

優勢 Strength

- 與汽車技術聞名世界的德國寶馬車廠合資在中國製造寶馬汽車，寶馬品牌是豪華轎車品牌，早已被許多中國人視為身份和成功的象徵。以“寶馬之悅”為名的宣傳策略成功提高品牌在中國的知名度和銷量。
- 華晨寶馬製造的車型分別為寶馬3系、5系和5系Li加長版。加長版僅在中國製造和出售並在銷量方面獲得巨大的成功，同時工廠獲益於規模效應引致邊際利潤上升。
- 華晨金杯生產的輕型客車在2011年1至5月在相同類別汽車中保持銷量的第一位。

弱點 Weakness

- 收入依賴來自合資的華晨寶馬所貢獻集團的利潤，佔稅前利潤總額的65%。
- 華晨金杯生產的海獅系列客車利潤微薄，而毛利較高的豪華型客車閣瑞斯則銷量一般，首5月銷量與2010年基本上持平。
- 似乎在技術研發方面的資金投入和熱衷較低，在整車研發方面的實力一般。

機會 Opportunities

- 華晨中國旗下興遠東和其他附屬公司擁有汽車零部件製造業務，或可受惠寶馬汽車加大零部件的生產和採購本地化策略。
- 投入大量資金加建廠房和擴充產能，產能的增加可否提升集團在汽車市場的佔有率？
- 寶馬集團透露在2012年前會引入X1和更多不同型號的寶馬轎車在中國生產，同時亦會把製成品銷往鄰近的海外市場。
- 若從寶馬引入擁有先進環保技術(Efficiency Dynamics)、低排放的汽車和Mini E電動車Mega City Vehicle (MCV)，在中國大力發展新能源汽車的政策和環境下將會受惠。

威脅 Threats

- 華晨寶馬提升零部件的國產化會否影響品質和“中國製造”在客戶心目中的印象？
- 外國知名品牌紛紛進入中國市場(近期有Lotus蓮花)，豪華汽車市場競爭越顯激烈，市場份額可能被對手吞食，最終或引發價格戰影響盈利。
- 華晨金杯輕型客車銷量能否保持增長？
- 中國汽車市場增速繼續放緩甚至萎縮。
- 汽車稅和限購令等政策會影響國內銷情。

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

公司分析 Company Analysis

綜合損益表 (RMB百萬元)	2008	2009	2010	2011*	08-09	09-10	10-11
營業額	11,189	6,149	8,949	9,396	(45%)	46%	5%
成本	(11,085)	(5,294)	(7,725)	(8,128)	52%	(46%)	(5%)
毛利	104	855	1,224	1,269	724%	43%	4%
其他收入/(虧損)淨額	475	112	92	100	(76%)	(18%)	8%
銷售及分銷費用	(496)	(310)	(462)	(482)	37%	(49%)	(4%)
行政費用	(491)	(331)	(331)	(381)	33%	0%	(15%)
資產減值虧損	(184)	(644)	(33)	(33)	(250%)	95%	0%
營運溢利	(707)	(318)	491	474	55%	254%	(3%)
財務收益	88	31	79	65	(65%)	153%	(17%)
財務支出	(197)	(94)	(171)	(150)	52%	(81%)	12%
聯營公司溢利/(虧損)	20	22	92	100	9%	320%	8%
共同控制公司 - 客車/零部件	9	(1)	78	80	(111%)	7772%	3%
共同控制公司 - 華晨寶馬	256	355	896	1,700	39%	152%	90%
除稅前溢利	(259)	(5)	1,465	2,269	98%	29474%	55%
所得稅	(55)	(41)	54	(250)	26%	232%	(564%)
持續經營業務溢利/(虧損)	(314)	(46)	1,519	2,019	85%	3403%	33%
非持續經營業務溢利		(2,698)			-	-	-
本年度總收益	(314)	(2,744)	1,519	2,019	(773%)	155%	33%
少數股東權益	81	(1,104)	248	300	(1465%)	122%	21%
公司股權持有人	(395)	(1,640)	1,271	1,719	(315%)	178%	35%
每股盈利 (RMB分)							
基本 EPS	2.21	(36.60)	25.45	34.10	(1760%)	170%	34%
攤薄 EPS-Diluted	2.20	(3.59)	25.22	34.00	(263%)	803%	35%
毛利率 Margin Rate	0.9%	13.9%	13.7%	13.5%	13.0%	(0.2%)	(0.2%)
除稅前溢利率 Pre-tax Rate	-2.3%	-0.1%	16.4%	24.1%	2.2%	16.5%	7.8%
淨利潤率 Net Income Rate	-2.8%	-44.6%	17.0%	21.5%	(41.8%)	61.6%	4.5%
股東資金回報率 ROE	-10.3%	-44.0%	24.2%	25.0%	(33.7%)	68.2%	0.8%
資產回報率 ROA	-2.3%	-14.3%	9.6%	11.7%	(12.0%)	23.9%	2.1%
流動比率 Current Ratio	0.84	0.90	0.89	0.93			
債務股本比率 Debt/Equity Ratio	2.99	2.07	1.52	1.27			
股價 Price (截至每年12/31)	\$ 0.42	\$ 2.19	\$ 5.93	\$ 8.50			
市盈率 P/E	16.01	-5.03	19.58	20.95			
市盈增長率 PEG	(0.96)	0.00	(0.12)	0.62			
股息率 % Yield	-	-	-	-			
派息比率 Dividend Payout Ratio	-	-	-	-			
市賬率 P/B	0.34	2.23	4.78	5.23			
每股資產淨值 NAV	\$ 1.24	\$ 0.98	\$ 1.24	\$ 1.63			
每股現金淨值 Net Cash/Share	\$ 0.40	\$ 0.42	\$ 0.10	\$ 0.17			

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用,並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險,投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害,本公司概不負責或承擔法律責任。

公司分析 Company Analysis

綜合資產負債表(RMB百萬元)	2008	2009	2010	2011		08-09	09-10	10-11
非流動資產								
無形資產	1,075	164	185	200		(84.8%)	13.2%	7.9%
商譽	296	0	0	0		-	-	-
物業、廠房及設備	3,882	1,263	1,377	1,600		(67.5%)	9.0%	16.2%
在建工程	264	79	208	400		(70.1%)	163.1%	92.3%
土地租賃預付款項	115	69	67	70		(40.0%)	(3.7%)	5.3%
於聯營公司之權益	393	504	544	550		28.3%	7.9%	1.1%
於共同控制實體之權益	1,381	1,752	2,562	3,000		26.9%	46.3%	17.1%
非動資產總值	8,084	4,894	6,122	6,559		(39.5%)	25.1%	7.1%
流動資產								
現金及現金等價物	1,244	1,609	428	700		29.3%	(73.4%)	63.6%
短期銀行存款	692	213	121	150		(69.2%)	(43.3%)	24.0%
已質押短期銀行存款	2,456	1,056	2,076	2,000		(57.0%)	96.6%	(3.7%)
存貨	1,869	1,350	791	800		(27.8%)	(41.4%)	1.2%
應收賬款	672	95	120	150		(85.8%)	26.6%	24.6%
應收聯屬公司貿易款	259	832	1,352	1,800		221.1%	62.5%	33.1%
應收票據	707	306	430	550		(56.8%)	40.8%	27.9%
應收聯屬公司票據	205	28	542	600		(86.1%)	1806.2%	10.6%
流動資產總值	9,231	6,571	7,098	8,100		(28.8%)	8.0%	14.1%
總資產	17,315	11,465	13,220	14,659		(33.8%)	15.3%	10.9%
流動負債								
應付賬款	2,324	1,487	1,586	2,000		(36.0%)	6.7%	26.1%
應付聯屬公司貿易款	603	855	1,202	1,500		41.6%	40.6%	24.8%
應付票據	4,803	1,093	3,272	3,000		(77.3%)	199.5%	(8.3%)
流動負債總值	11,049	7,312	7,962	8,753		(33.8%)	8.9%	9.9%
流非動負債								
流非動負債總額	399	425	2	20		6.5%	(99.5%)	900.0%
總負債	11,448	7,736	7,964	8,773		(32.4%)	2.9%	10.2%
股本及儲備								
股本	303	393	394	394		29.6%	0.1%	0.0%
儲備	3,710	4,629	5,931	7,492		24.8%	28.1%	26.3%
股本持有人應佔權益總額	4,013	5,022	6,325	7,886		25.1%	26.0%	24.7%
非控股權益 (少數股東)	(186)	(1,293)	(1,069)	(1,000)		(593.7%)	17.4%	6.4%
權益總額 (資產淨值)	3,827	3,729	5,257	6,886		(2.6%)	41.0%	31.0%
總負債 + 權益總額	15,275	11,465	13,220	15,659		(24.9%)	15.3%	18.4%
流動資產淨值	(1,818)	(741)	(863)	(653)		59.2%	(16.5%)	24.4%
總資產減流動負債	6,266	4,153	5,259	5,906		(33.7%)	26.6%	12.3%

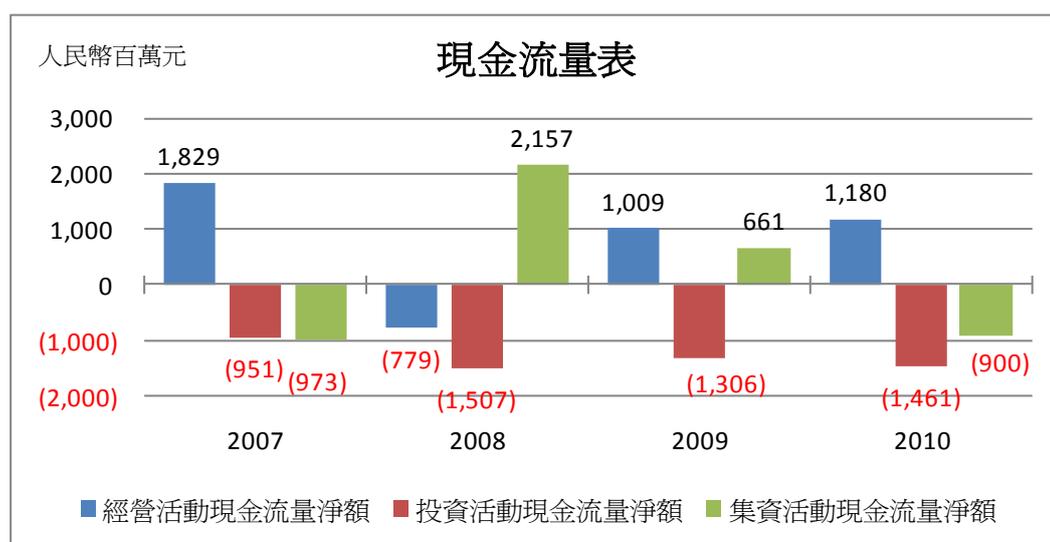
免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用,並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險,投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害,本公司概不負責或承擔法律責任。

公司分析 Company Analysis

現金流量表 (RMB百萬元)	2007	2008	2009	2010
Cashflow from Operations Activities				
經營活動現金流量淨額	1,829	(779)	1,009	1,180
Cashflow from Investment Activities				
投資活動現金流量淨額	(951)	(1,507)	(1,306)	(1,461)
Cashflow from Financial Activities				
集資活動現金流量淨額	(973)	2,157	661	(900)
現金及現金等價物淨增加額	(95)	(130)	365	(1,181)
加：期初現金及現金等價物	1,468	1,373	1,244	1,609
年終現金及現金等價物	1,373	1,244	1,609	428

資料來源：公司年報和集美證券資料部



免責聲明：

此文所載之內容僅為提供資料之用，並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險，投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害，本公司概不負責或承擔法律責任。

附錄 Appendix

3 Series	2007	2008	2009	2010	2011*
1月	1,296	1,267	542	979	2,354
2月	1,003	1,233	1,290	635	933
3月	1,127	1,471	1,848	1,939	2,342
4月	1,276	707	1,564	1,302	2,499
5月	1,172	889	1,240	1,232	2,694
6月	1,122	1,861	1,847	77	
7月	1,007	951	1,570	443	
8月	1,213	957	1,302	922	
9月	1,309	1,311	1,930	1,170	
10月	630	1,666	1,404	1,182	
11月	704	327	1,500	1,709	
12月	1,188	822	1,337	1,354	
合共	13,047	13,462	17,374	12,944	10,822

資料來源: 中國汽車工業協會、
公司年報

5 Series	2007	2008	2009	2010	2011*
1月	1,620	1,733	1,783	2,052	6,749
2月	1,115	1,064	1,424	2,090	4,207
3月	1,721	1,825	1,781	3,879	8,139
4月	1,963	1,392	2,319	2,650	7,831
5月	1,333	1,298	2,636	2,797	8,411
6月	1,582	1,853	2,543	3,099	
7月	1,250	1,536	2,595	3,260	
8月	1,553	1,728	2,545	4,426	
9月	1,507	2,465	3,194	2,978	
10月	1,440	2,605	2,361	3,827	
11月	2,590	2,164	2,248	5,051	
12月	2,232	2,039	2,194	4,910	
合共	21,792	21,702	27,623	41,019	35,337

3+5 Series	2007	2008	2009	2010	2011
1月	2,916	3,000	2,325	3,031	9,103
2月	2,118	2,297	2,714	2,725	5,140
3月	2,848	3,296	3,629	5,818	10,481
4月	3,239	2,099	3,883	3,952	10,330
5月	2,505	2,187	3,876	4,029	11,105
6月	2,704	3,714	4,390	3,176	-
7月	2,257	2,487	4,165	3,703	-
8月	2,766	2,685	3,847	5,348	-
9月	2,816	3,776	5,124	4,148	-
10月	2,070	4,271	3,765	5,009	-
11月	3,294	2,491	3,748	6,760	-
12月	3,420	2,861	3,531	6,264	-
合共	34,839	35,164	44,997	53,963	46,159

合共(年報)	32,114	35,068	44,888	70,488	
---------------	---------------	---------------	---------------	---------------	--

免責聲明:

此文所載之內容僅為提供資料之用,並不構成提出銷售、徵求購買、邀約、建議或推薦閣下完成任何交易。投資涉及風險,投資者有可能會損失全部投資。讀者務請運用個人獨立思考能力自行作出投資決定。如因任何錯誤而蒙受任何損失或損害,本公司概不負責或承擔法律責任。