

中信汽车·车闻天下（第 84 期）

——合资公司专题之四 华晨宝马

中信证券研究部 汽车行业研究组

李春波

电话：010-60838203

邮件：lcb@citics.com

执业证书编号：S1010510120010

许英博

电话：010-60838704

邮件：xuyb@citics.com

执业证书编号：S1010510120041

高嵩

电话：010-60838822

邮件：gs@citics.com

执业证书编号：S1010512020002

陈俊斌

电话：010-60836703

邮件：chenjb@citics.com

执业证书编号：S1010512070001

本期引言：

随换车需求占比提升、国人对于豪华品牌的追求及豪华品牌车型结构下移，宝马在中国的销量规模快速增长。2003 年华晨宝马成立以来，至 2012 年复合增长率接近 50%。随新产能投放和车型配置的丰富，未来宝马品牌在国内仍有较大的增长空间。

本期『车闻天下』的合资公司专题，我们将介绍豪华品牌的合资公司——华晨宝马。如有疑问欢迎交流。如果您对我们的栏目有特别的期望或者要求，欢迎提出意见和建议。



资料来源：Google 图片，中信证券研究部

目 录

华晨宝马的发展历程	1
华晨宝马的产品及产能	1
量产车型——3 系/5 系/X1 其他车型暂无国产化计划	1
产能布局——2014 年有望达到 36 万辆	2
华晨宝马的销量与经销商网络	3
销量持续快速增长 暂居国内豪华品牌第二位	3
经销商网络拓展三四线城市	3
收入快速增长 盈利能力维持平稳	4
收入快速增长	4
盈利能力维持平稳 单车净利或稳中有降	5
附录——BMW 及 Mini 品牌主要车型	5

插图目录

图 1：华晨宝马产能利用率维持高位	2
图 2：华晨宝马月度销量	3
图 3：华晨宝马分车型年度销量	3
图 4：国产豪华品牌总销量	3
图 5：国产豪华品牌的竞争格局	3
图 6：宝马经销商分布——东部地区和一线城市仍为主	4
图 7：华晨宝马营业收入和单车均价	4
图 8：华晨宝马盈利能力与宝马集团及其他主要合资公司比较	5

表格目录

表 1：宝马品牌国产车型与集团全部车型	2
表 2：华晨宝马产能和生产车型	2
表 3：宝马品牌主要车型	5
表 4：Mini 品牌主要车型	7

华晨宝马的发展历程

华晨宝马是宝马集团和华晨汽车于 2003 年 3 月 27 日共同组建一个生产和销售宝马汽车的合资公司，其生产厂将设在辽宁省省会沈阳市。宝马集团与其中方合作伙伴分别持有合资公司华晨宝马 50% 的股权。

公司主要里程碑如下：

- ◆ 2004 年 5 月 20 日，华晨宝马沈阳工厂举行正式揭幕庆典。
- ◆ 2003 年 10 月，第一款 BMW 325i 上市，开启了在中国制造宝马汽车的历史。
- ◆ 2003 年 11 月，与全球同步推出第五代 BMW 5 系，是当时在中国生产的技术最先进的汽车。
- ◆ 2004 年 4 月，BMW 3 系的第二款车型 BMW 318i 上市。
- ◆ 2004 年 5 月，第五代 BMW 5 系的 BMW 520i 和 BMW 525i 上市。
- ◆ 2005 年 9 月，BMW 3 系更新换代，第五代 BMW 320i 和 BMW 325i 率先上市。
- ◆ 2006 年，BMW 5 系全系车型引入三款全新的镁铝合金发动机，车型包括 BMW 530i，BMW 525i 和 BMW 523i。
- ◆ 2006 年 10 月，专为中国市场和消费者研发和设计的新 BMW 5 系长轴距版上市，成为华晨宝马本地化生产的里程碑。车型包括：BMW 523Li, BMW 525Li 和 BMW 530Li。
- ◆ 2008 年 12 月，根据宝马集团的产品生命周期计划，第五代 BMW 3 系在设计和技术装备上全面升级。
- ◆ 2010 年 6 月，铁西工厂开工建造；8 月，第六代 BMW 5 系长轴距版上市。
- ◆ 2012 年 5 月，铁西工厂投产；7 月，第六代 BMW 3 系长轴距版上市。

华晨宝马的产品及产能

华晨宝马目前生产 3 种车型——3 系、5 系和 X1，动力量涵盖 2.0 升自然吸气发动机至 3.0 升涡轮增压发动机。截至目前，华晨宝马的产能接近 15-16 万辆，未来两年仍将持续提升，2014 年有望达到 30 万辆。

量产车型——3 系/5 系/X1 其他车型暂无国产化计划

华晨宝马目前已经量产的车型包括 3 系、5 系和 X1。其中，全新 3 系于今年 7 月上市，目前国内生产的均为加长轴距版；新 5 系于 2010 年上市，目前已经完成改款，升级了动力总成，丰富了车型配置；X1 目前国产车型为 2.0 升自然吸气版本。

除上述车型外，宝马集团其他车型，涵盖 BMW 品牌和 Mini 品牌，以及劳斯莱斯品牌均为进口。

表 1：宝马品牌国产车型与集团全部车型

车型系列	级别及属性	是否国产	国产车型	
			在产车型	2 年内即将投产车型
宝马 1 系	轿车（A）		--	--
宝马 3 系	轿车（B）	是	320Li, 328Li, 335Li	318Li, 3 系短轴距版（320i, 328i 等）
宝马 5 系	轿车（C）	是	520Li, 525Li, 530Li, 535Li	
宝马 6 系	跑车（大型）		--	--
宝马 7 系	轿车（D）		--	--
宝马 Z4	跑车（小型）		--	--
宝马 X1	SUV（跨界）	是	sDrive18i	sDrive20i, xDrive 20i, xDrive 28i
宝马 X3	SUV（中型）		--	--
宝马 X5	SUV（大型）		--	--
宝马 X6	SUV（大型、跨界）		--	--
宝马 M 系列	高性能车型		--	--

资料来源：宝马官方网站，中信证券研究部

除已经上市的车型外，装备 2.0T 发动机的国产改款 X1 车型将于本月 12 日上市；短轴距版的国产 3 系有望于 2013 年上市；基于宝马技术的合资自主品牌也将发布。除上述车型外，我们预计未来 3 年内其他车型尚无国产化计划。

产能布局——2014 年有望达到 36 万辆

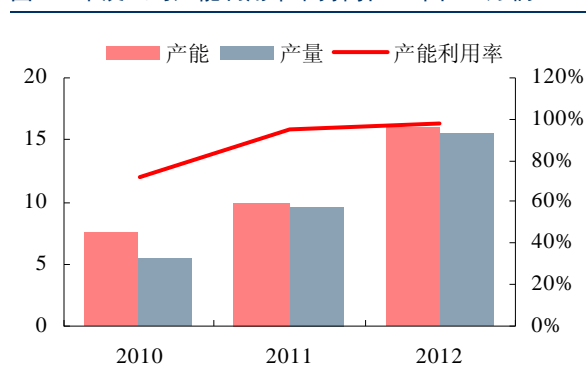
华晨宝马大东工厂经过不断改造提升产能，目前估计接近 10 万辆，未来有望达到 16 万辆。铁西工厂总投资将达 15 亿欧元，于 2010 年 6 月奠基，并于 2012 年 5 月开始投产，第一阶段产能完全建成后将达到 10 万辆，2013 年完全建成投产后，2014 年华晨宝马的总产能有望达到 36 万辆。

表 2：华晨宝马产能和生产车型（单位：万辆）

	大东工厂	铁西工厂
2012 年产能 E	10	6
2013 年产能 E	16	10
2014 年产能 E	16	20
投产车型	新 5 系	X1、全新 3 系

资料来源：华晨宝马网站，中信证券研究部

图 1：华晨宝马产能利用率维持高位（单位：万辆）



资料来源：华晨宝马网站，中信证券研究部

除整车产能外，为提升国产化率及降低成本，华晨宝马将进一步提升国内发动机产能。

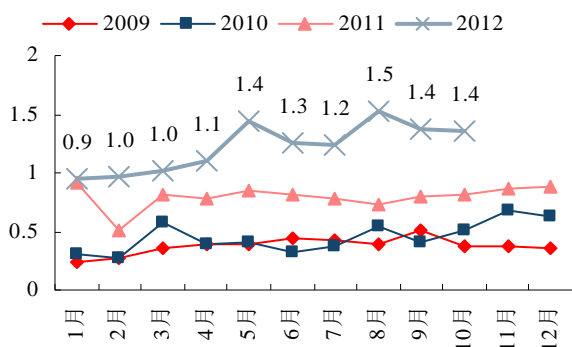
2012 年 8 月，华晨宝马宣布发动机生产提升计划：公司将利用自筹资金在紧邻铁西工厂的新址建设一座新发动机工厂，在未来几年内预计把在中国的发动机产能提升至每年 40 万台。基于整体规划分期建设的原则，新发动机厂一期计划于 2013 年动工、2015 年投产。新发动机厂包括铸造车间、机械加工车间（缸体加工、曲轴加工、缸盖加工）和发动机装配车间等生产设施。建成后，其将成为全工艺生产的现代化发动机工厂。2012 年 3 月投入使用的现有发动机生产设施规划产能 20 万辆，将在未来并入和整车厂距离更近的新发动机工厂，未来产品也计划全部供应给华晨宝马的国产车型使用。

华晨宝马的销量与经销商网络

销量持续快速增长 暂居国内豪华品牌第二位

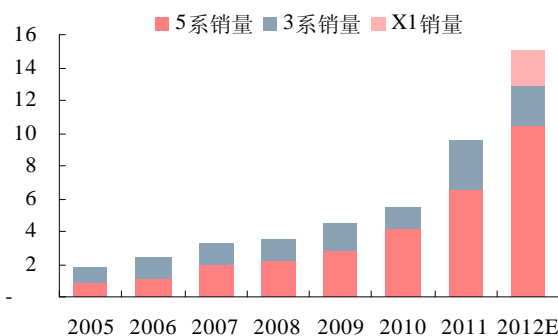
华晨宝马自成立以来，销量持续快速增长，销量规模从 2003 年的 4359 辆增长至 2011 年的 9.5 万辆。预计 2012 年华晨宝马 3 款车型销量合计将有望超过 15 万辆¹，2003 年以来的复合增长率接近 50%。

图 2：华晨宝马月度销量（单位：万辆）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

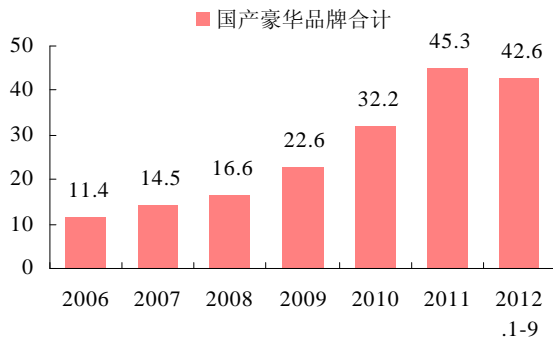
图 3：华晨宝马分车型年度销量（单位：万辆）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部预测

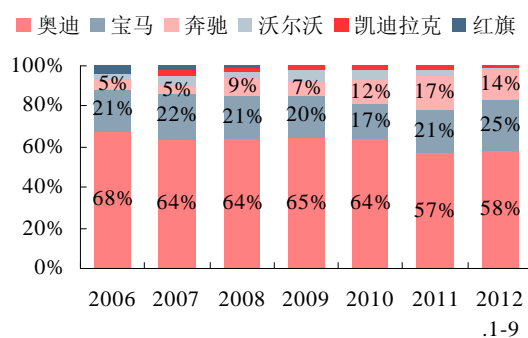
华晨宝马产销规模目前位于国产豪华品牌第二位，落后于更早进入中国并在公车市场一家独大的一汽奥迪，但显著领先于其他竞争对手。2010 年，由于产品切换等原因，华晨宝马在国产豪华车中的份额有所下降，但 5 系换代及 X1 国产后份额快速提升，2012 年 1-9 月合计达到 25%，与奥迪的份额差距逐步缩小。

图 4：国产豪华品牌总销量（单位：万辆）



资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

图 5：国产豪华品牌的竞争格局（份额）



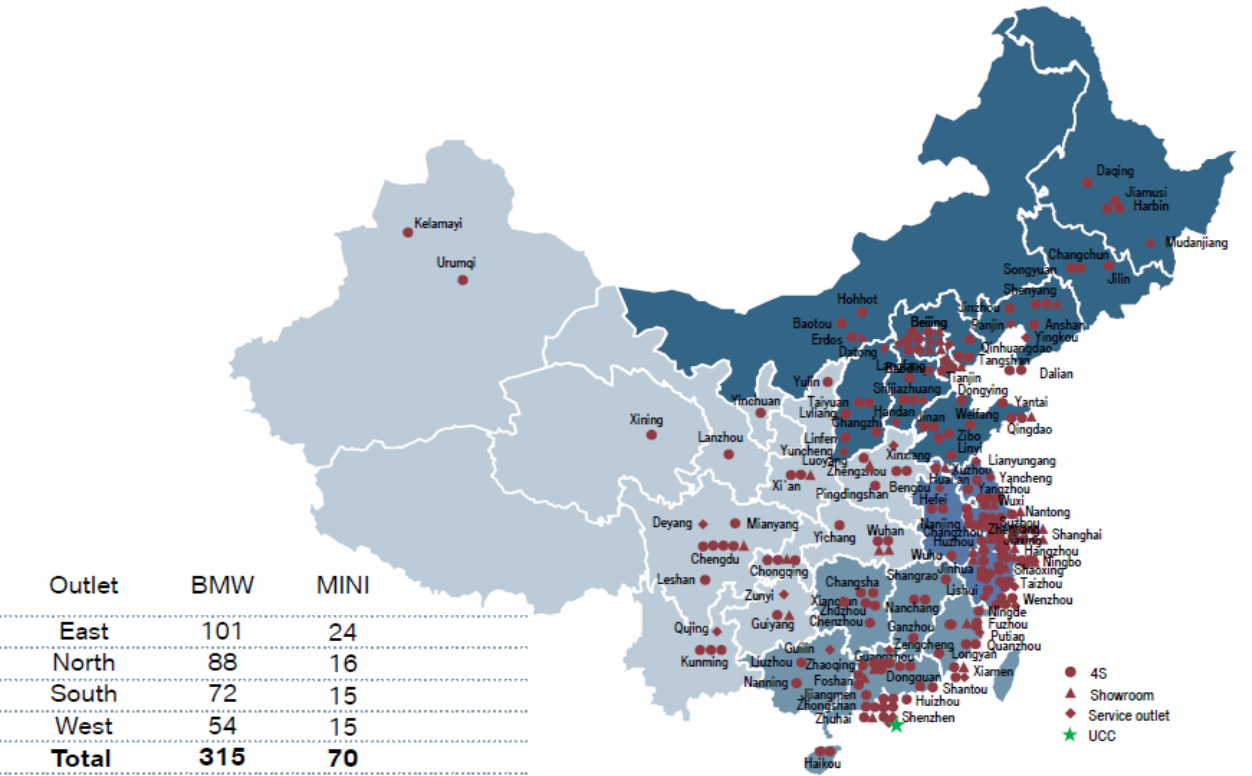
资料来源：汽车工业协会，中信证券研究部

经销商网络拓展三四线城市

处于品牌战略考虑，华晨宝马的国产车型和宝马进口车型销售渠道统一。截至 2012 年中，宝马集团在中国共有 315 家 BMW 品牌 4S 店和 70 家 Mini 品牌 4S 店。一线城市宝马 4S 店数量较多，考虑到宝马品牌价格门槛的下沉和三四线城市购买力提升，未来经销商预计将向三四线城市拓展。

¹ 根据华晨宝马合作协议，国产车型由于产能不足等原因进口同车型的，算作合资公司销量。例如 2012 年进口的新 3 系普通轴距版和部分 X1 车型（合计接近 3 万辆）计入华晨宝马销量。本报告仅考虑合资公司生产并销售的汽车总量。

图 6：宝马经销商分布——东部地区和一线城市仍为主



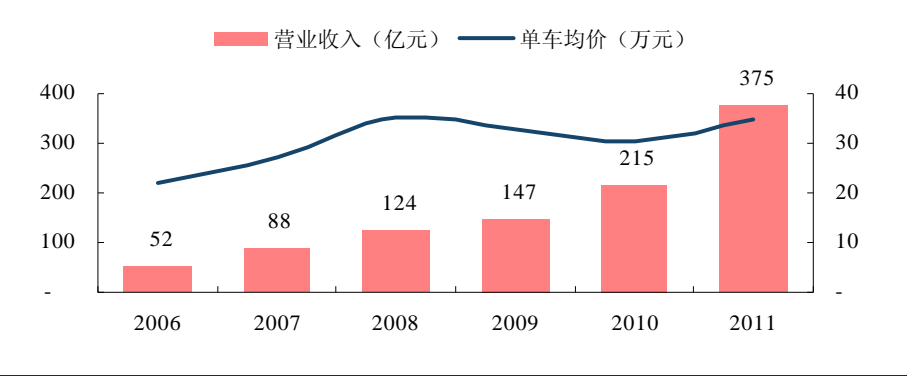
资料来源：BMW Group

收入快速增长 盈利能力维持平稳

收入快速增长

随销量快速提升，华晨宝马营业收入快速增长。由于车型结构原因，2009、2010 年单车均价有所下降，但新 5 系上市后 2011 年单车均价重拾升势。

图 7：华晨宝马营业收入和单车均价

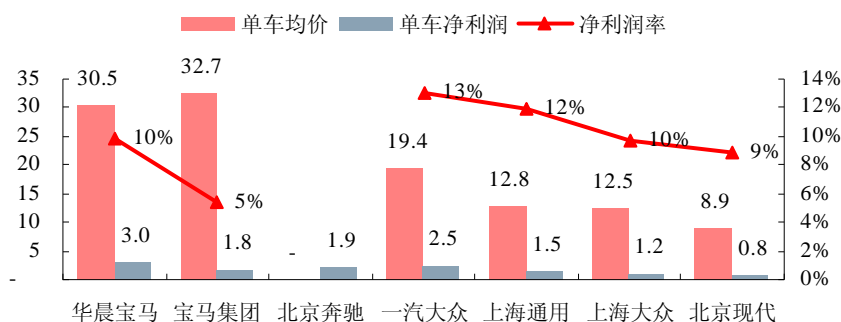


资料来源：公司公告，中信证券研究部

盈利能力维持平稳 单车净利或稳中有降

华晨宝马 2010 年净利润水平约为 10%，显著高于宝马集团平均水平，但仍低于一汽大众、上海通用等公司。

图 8：华晨宝马盈利能力与宝马集团及其他主要合资公司比较












资料来源：公司公告，中信证券研究部

尽管车型结构下移及新产能投放对公司盈利能力造成负面影响，但受益于豪华车需求持续较快增长驱动公司销量提升、发动机国产化降低成本等因素，我们预计华晨宝马盈利能力有望维持平稳。由于车型结构下移，单车净利或稳中有降。

附录——BMW 及 Mini 品牌主要车型

表 3：宝马品牌主要车型

1 系			
	BMW 1 系-运动型两厢轿车	BMW 1 系-双门轿跑车	BMW 1 系-敞篷型轿跑车
3 系			
	BMW 3 系-四门轿车	BMW 3 系-双门轿跑车	BMW 3 系-敞篷跑车
5 系			
	BMW 5 系-四门轿车	BMW 5 系-长轴距版（仅面向中国）	BMW 5 系-Gran Turismo

6 系



BMW 6 系-双门轿跑车



BMW 6 系-敞篷跑车

7 系



BMW 7 系-四门轿车



BMW7-混合动力

X 系



BMW X1



BMW X3



BMW X5



BMW X6



BMW X6 混合动力

Z 系



BMW Z4

M 系



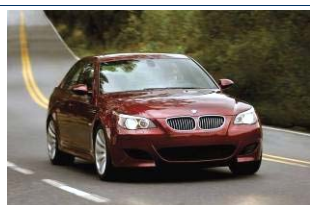
BMW M3 两门轿车



BMW M3 敞篷跑车



BMW M3 四门轿车



BMW M5



BMW M6



BMW X5 M



BMW X6 M

资料来源：宝马官网、中信证券研究部

表 4：Mini 品牌主要车型

MINI家族 在中国。	MINI	MINI CLUBMAN	MINI CABRIO	MINI COUNTRYMAN	MINI MINI COUPÉ	MINI ROADSTER
ONE						
COOPER						
COOPER S						

资料来源：Mini China

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2012 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	股票投资评级	评级	说明
		买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
投资评级分为股票评级和行业评级。		增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
		持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
		卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
		中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号中信 大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。