行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

# 汽车汽配

## 四季度策略：旺季行业分化趋弱，关注整车成长股与低估经销商

■ **8月行业销量同比增长5.7%，同比和环比均加速增长。预计四季度的旺季效应叠加购置税优惠退出的政策效应，令行业增速温和上升，各汽车品牌的分化趋势有所减弱，行业整体估值水平有望提升**

■ **旺季产生整体性投资机会，整车成长股重点推荐吉利汽车（首推）、华晨中国，豪华车经销商当前估值为汽车各细分行业中最低，重点推荐中升控股（估值低）、正通汽车**

## 月销量同比和环比增长加速，市场将进入旺季

根据中汽协，9月中国汽车销量同比增长5.7%至271万辆，环比大幅增长23.9%，前9月合计销量同比增长4.5%至2,022万辆。环比增长幅度高于上个月，市场出现旺季来临特征，预计10-12月因旺季因素叠加购置税优惠退出，行业整体销量持续实现月销量逐步增长。维持全年5%销量增长率预期不变。

## 优势品牌向旺季冲锋，行业整体向好令分化效应弱化

**1）吉利汽车（175 HK，买入）**：9月销量同比增长42%，创历史新高，保持均衡和快速的增长节奏，预计第四季月销量持续创新高。领克01的销售预热顺利并开始收集客户订单，预计11月上市拉开产品高端化发展序幕；**2）华晨中国（1114 HK，买入）**：9月销量同比增长12%，环比提高5%，旗舰车型新5系重回万辆高位，达1.1万辆；**3）长城汽车（2333 HK，中性）**9月销量复苏，同比增长4.5%，得益于哈弗品牌销量推动，但新品牌WEY仍未明显放量；**4）北京汽车（1958 HK，中性）**旗下北京奔驰销量同比增长20%，但北京现代同比跌18%，季节性利好因素令跌幅收窄。

## 投资策略：整车成长股为主，低估经销商为辅

**1）整车：a）**行业首选股为成长龙头**吉利汽车**，预计11月上市的领克01将成为最重要的股价催化剂，是公司产品线第二次大爆发的开端。与同业公司比，其成长持续性最长，爆发力最强。目标价40.0港元相当于0.5x FY18 PEG（为行业平均水平）；b）次选豪华车龙头**华晨中国**，宝马5销量有望持续攀升，中长期受益于豪华车市场持续景气。投资者受宝马与长城汽车合资生产MINI的新闻困扰，担忧此举损害宝马的品牌价值，但我们认为宝马作为三大豪华车品牌之一的市场地位难以动摇，如果该事件触发市场负面情绪，则是逢低买入良机；c）**长城汽车**受旺季因素及与宝马合资利好信息刺激，或出现短期交易性机会。我们更关注代表长城未来核心竞争力的新品牌WEY，WEY的真正成功仍需要量的突破，以及较长时间验证其成长持续性及盈利能力；d）预计旺季时期行业整体向好，有利于行业估值水平提升，弱势品牌也存在交易性机会。

**2）经销商：**豪华车市场持续景气，豪华车经销商中长线弹性大，经销商当前平均估值9x FY18 P/E，为各汽车细分行业最低。重点推荐奔驰系经销商**中升控股（881 HK，买入）**和宝马系经销商**正通汽车（1728 HK，买入）**。中升控股因近期发行可转债股价短暂受压，其股价潜在上升空间为经销商中最大。

**3）零部件：**两大细分行业龙头**敏实集团（425 HK，买入）**和**福耀玻璃（3606 HK，买入）**9月股价显著上升，当前估值在行业内相对高，暂时不作为首选，但长期增长基础扎实，建议在市场资金获利回吐之后中长线低吸。

梁勇活
0755 8290 4571
liangy6@cmschina.com.cn

## 推荐

| 前次评级 | 推荐 |
|---|---|
| 恒生指数 | 28459 |
| 国企指数 | 11500 |

行业表现

*资料来源：贝格数据*

| % | 1m | 6m | 12m |
|---|---|---|---|
| 绝对表现 | 4.3 | 22.2 | 33.1 |
| 相对表现 | 2.7 | 4.3 | 12.6 |

*资料来源：贝格数据*

**相关报告**

新能源车专家会议纪要：短期看政策行情，长线看隐形巨无霸 2017/9/15

市场脱离底部并向旺季过渡，坚守成长股及宝马产业链 2017/9/12

中报行情分化，聚焦成长龙头和豪华车产业链，2017/7/11

SUV和豪华车强劲增长，关注成长股和业绩反转股，2017/3/13

一月销量增长持平，自主品牌SUV市场份额上升，2017/2/14

港股通资金持续流入汽车板块，聚焦高成长、低估领先自主品牌，2017/2/9

短期负面市场情绪修复，关注自主品牌崛起和宝马产业链周期，2017/1/13

汽车汽配-行业进入旺季高峰期，中长线关注成长股，2016/12/13

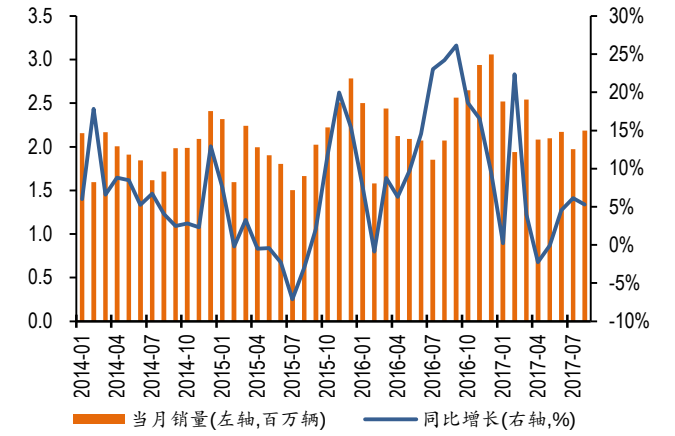
## 重点公司主要财务指标

| 公司 | 股票代码 | 评级 | 目标价(港元) | 股价(港元) | 上涨空间 | EPS（人民币） | | P/E (x) | | P/B(x) | | PEG (x) |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E | FY18E |
| 吉利汽车 | 175 HK | 买入 | 40.00 | 26.70 | 50% | 1.07 | 1.51 | 20.9 | 14.8 | 6.1 | 4.8 | 0.4 |
| 华晨中国 | 1114 HK | 买入 | 30.00 | 21.50 | 40% | 1.05 | 1.57 | 17.2 | 11.5 | 3.1 | 2.5 | 0.2 |
| 长城汽车 | 2333 HK | 中性 | 11.00 | 11.30 | -3% | 0.73 | 0.94 | 12.9 | 10.1 | 1.7 | 1.5 | 0.4 |
| 北京汽车 | 1958 HK | 中性 | 7.80 | 8.07 | -3% | 0.62 | 0.96 | 10.9 | 7.0 | 1.2 | 1.1 | 0.1 |
| 福耀玻璃 | 3606 HK | 买入 | 31.00 | 28.50 | 9% | 1.33 | 1.66 | 18.0 | 14.4 | 3.3 | 3.0 | 0.6 |
| 敏实集团 | 0425 HK | 买入 | 45.00 | 42.30 | 6% | 1.99 | 2.38 | 17.8 | 14.9 | 3.3 | 2.9 | 0.8 |
| 中升控股 | 881 HK | 买入 | 29.00 | 17.30 | 68% | 1.31 | 1.72 | 11.0 | 8.4 | 2.2 | 1.8 | 0.3 |
| 正通汽车 | 1728 HK | 买入 | 13.00 | 8.96 | 45% | 0.54 | 0.78 | 13.8 | 9.6 | 1.7 | 1.5 | 0.2 |
| 和谐汽车 | 3836 HK | 买入 | 5.50 | 4.98 | 10% | 0.67 | 0.47 | 6.3 | 8.8 | 1.1 | 0.9 | N/A |

*资料来源：彭博、招商证券（香港）预测*

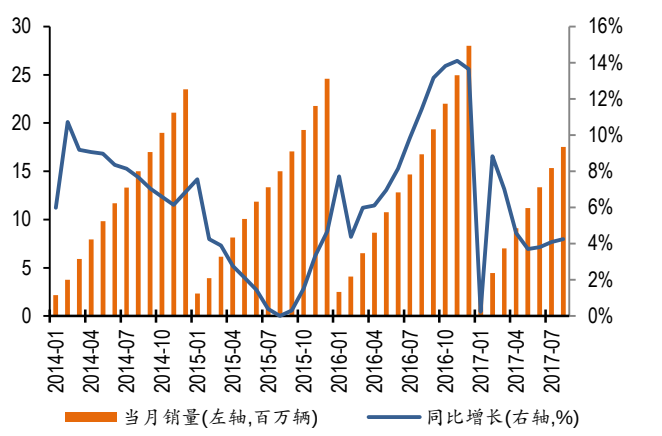
## 重点图表

图1：汽车月销量及同比增长（百万辆）



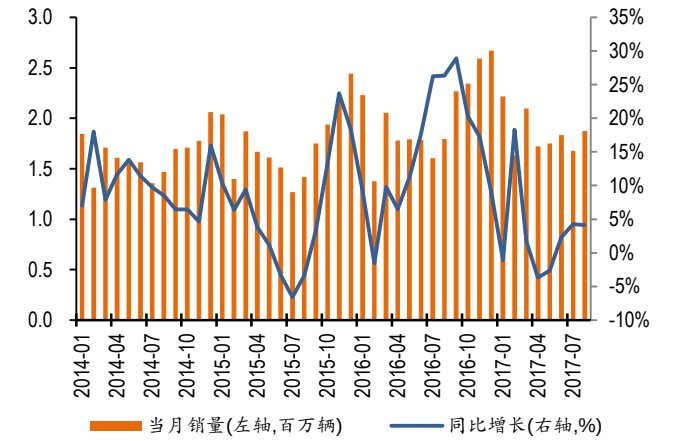

资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图2：汽车累计月销量及同比增长（百万辆）



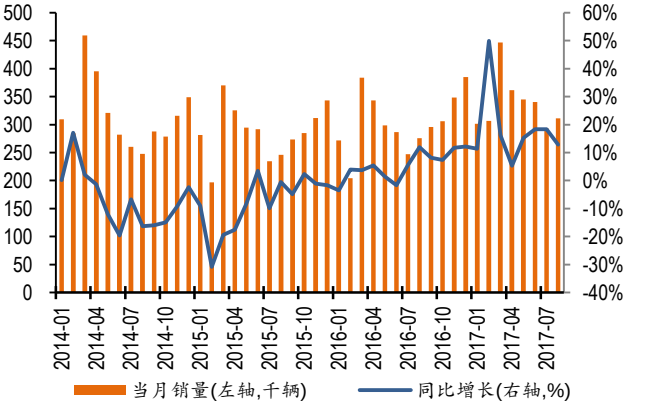

资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图3：乘用车月销量及同比增长（百万辆）



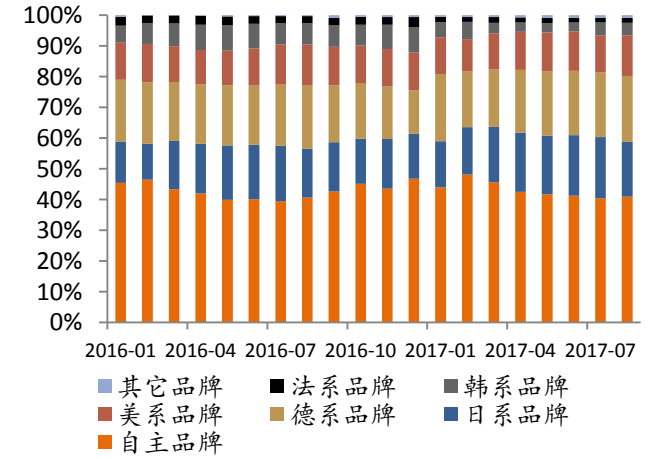

资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图4：商用车月销量及同比增长（千辆）



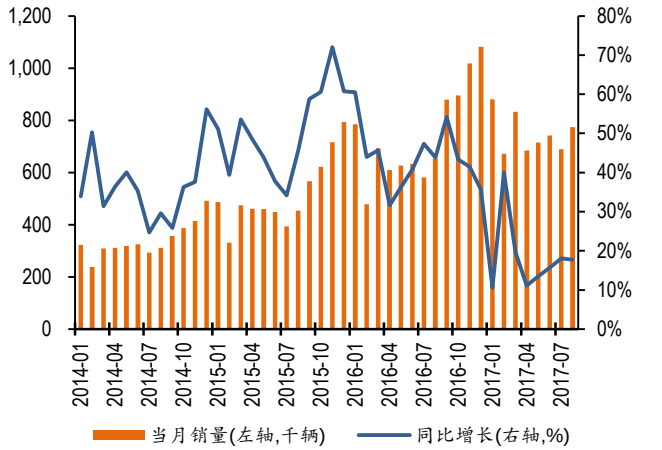

资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图5：乘用车的分国别市场占有率（%）




资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图6：SUV月销量及同比增长（千辆）




资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图7：行业估值比较

| 价格日期 (日/月/年) | 股票代码 | 市值 (百万港元) | 股价 (港元) | P/E (x) | | P/B (x) | | ROE (%) | | ROA (%) | | PEG(x) | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 12/10/2017 | | | | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E | FY17E | FY18E |
| **汽车制造商** | | | | | | | | | | | | | |
| 华晨中国 | 1114 HK | 108,473 | 21.50 | 17.2 | 11.5 | 3.1 | 2.5 | 18.2 | 21.4 | 14.3 | 17.5 | 0.4 | 0.2 |
| 吉利汽车 | 175 HK | 239,313 | 26.70 | 20.9 | 14.8 | 6.1 | 4.8 | 29.2 | 31.4 | 8.1 | 8.8 | 0.2 | 0.4 |
| 广州汽车 | 2238 HK | 183,665 | 19.60 | 10.7 | 9.1 | 2.0 | 1.7 | 20.2 | 20.3 | 10.1 | 10.4 | 0.2 | 0.5 |
| 长城汽车 | 2333 HK | 121,829 | 11.30 | 12.9 | 10.1 | 1.7 | 1.5 | 13.4 | 15.4 | 6.9 | 7.7 | -0.4 | 0.4 |
| 东风集团 | 489 HK | 95,639 | 11.10 | 6.0 | 5.7 | 0.7 | 0.7 | 13.0 | 12.1 | 6.2 | 6.0 | 2.2 | 1.4 |
| 北京汽车 | 1958 HK | 61,294 | 8.07 | 10.9 | 7.0 | 1.2 | 1.1 | 19.0 | 20.3 | 4.2 | 4.1 | N/A | 0.1 |
| 庆铃汽车 | 1122 HK | 6,578 | 2.65 | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 潍柴动力 | 2338 HK | 72,263 | 9.20 | 14.7 | 14.5 | 1.8 | 1.7 | 11.9 | 11.4 | 2.8 | 2.8 | 0.2 | N/A |
| **平均** | | | | **13.3** | **10.4** | **2.4** | **2.0** | **17.9** | **18.9** | **7.5** | **8.2** | **0.5** | **0.5** |
| **汽车经销商** | | | | | | | | | | | | | |
| 中升控股 | 881 HK | 39,220 | 17.30 | 11.0 | 8.4 | 2.2 | 1.8 | 19.7 | 21.1 | 6.9 | 7.9 | 0.2 | 0.3 |
| 正通汽车 | 1728 HK | 19,851 | 8.96 | 13.8 | 9.6 | 1.7 | 1.5 | 12.0 | 16.1 | 3.4 | 3.6 | 0.1 | 0.2 |
| 宝信汽车 | 1293 HK | 13,279 | 4.68 | 11.8 | 9.1 | 1.7 | 1.5 | 15.2 | 16.8 | 3.9 | 4.5 | 0.1 | 0.3 |
| 和谐汽车 | 3836 HK | 7,660 | 4.98 | 6.3 | 8.8 | 1.1 | 0.9 | 17.5 | 10.0 | 9.9 | 6.0 | N/A | N/A |
| 永达汽车 | 3669 HK | 20,012 | 10.92 | 11.0 | 8.4 | 2.3 | 2.0 | 23.8 | 25.3 | 6.3 | 7.3 | 0.2 | 0.3 |
| 大昌行 | 1828 HK | 7,145 | 3.90 | 11.5 | 10.3 | 0.8 | 0.7 | 7.0 | 7.4 | 2.1 | 2.4 | 0.5 | 0.9 |
| **平均** | | | | **10.9** | **9.1** | **1.6** | **1.4** | **15.9** | **16.1** | **5.4** | **5.3** | **0.2** | **0.4** |
| **汽车零部件** | | | | | | | | | | | | | |
| 福耀玻璃 | 3606 HK | 74,824 | 28.50 | 18.0 | 14.4 | 3.3 | 3.0 | 18.5 | 19.2 | 13.3 | 13.7 | 2.9 | 0.6 |
| 敏实集团 | 425 HK | 48,217 | 42.30 | 17.8 | 14.9 | 3.3 | 2.9 | 16.2 | 17.1 | 11.9 | 12.5 | 0.6 | 0.8 |
| 耐世特 | 1316 HK | 39,093 | 15.62 | 14.6 | 12.7 | 3.7 | 3.0 | 28.4 | 26.4 | 12.9 | 13.3 | 1.0 | 0.8 |
| **平均** | | | | **16.8** | **14.0** | **3.4** | **3.0** | **21.0** | **20.9** | **12.7** | **13.2** | **1.5** | **0.7** |
| **行业平均** | | | | **13.7** | **11.2** | **2.5** | **2.1** | **18.3** | **18.6** | **8.5** | **8.9** | **0.7** | **0.5** |

*资料来源：彭博、招商证券（香港）*

# 投资评级定义

| 行业投资评级 | 定义 |
|---|---|
| 推荐 | 预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场 |
| 中性 | 预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致 |
| 回避 | 预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场 |

| 公司投资评级 | 定义 |
|---|---|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 10%以上 |
| 中性 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上 |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(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所评论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关系。

## 监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html或http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

## 免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6 类（就机构融资提供意见）和第9 类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1 类（证券交易）、第2 类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828