行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

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

汽车汽配

新年开局：成长股短期压估值，经销商领跑，策略长短结合

- **年初至今汽车行业股价表现分化，汽车经销商领跑，成长股相对弱势**
- **成长股处于压估值阶段，投资者应适当降低长周期成长股的短期收益预期，但回调阶段是长线布局2018下半年和2019年的良机，逢低买入放大收益**
- **市场风格切换，看好短期收益率相对高的汽车经销商正通汽车、中升控股、永达汽车、广汇宝信，及被忽略的细分龙头兴达国际。中长线看好整车成长股吉利汽车、华晨中国，零部件成长股敏实集团、福耀玻璃的观点不变**

市场表现分化，成长股短期受压，市场风格向低估值切换

从2018年初至今，香港汽车股市场表现分化，相对领先的是汽车经销商板块，正通汽车（1728 HK，买入）、永达汽车（3669 HK，未评级）以及和谐汽车（3836 HK，中性）表现出色，显著跑赢大盘。该三个公司先后发布盈喜，汽车经销商的业绩得以提前确认，市场对其2018财年展望更趋乐观，汽车经销商板块行情有望延续。汽车成长股吉利汽车（175 HK，买入）、华晨中国（1114 HK，买入）和广汽集团（2238 HK，未评级）年初至今跑输大盘。我们认为市场在年初阶段对整体市场景气度有习惯性的担忧，在旺季临近结束之际倾向于落袋为安，市场风格的切换令获利盘资金从2017年汽车板块收益巨大的汽车板块流向其他低估的板块。

成长股短期压估值，回调期吸纳锁定下半年和2019年筹码

以全年投资的视角，我们依然看好长周期成长股吉利汽车和华晨中国，但个股目前处于估值压缩的阶段，预计经过年报验证财务数据和二季度淡季后重拾升势。相关股份在经历回调之后，估值有望变得更加吸引，股价向上弹性加大。由于增长的确定性，长周期成长股的估值切换比其他股份更早，有望在中报之前即开始。建议投资者需适当降低长周期成长股在短期内的收益预期，但在回调期是中长线积极布局2018下半年和2019年的良机，逢低买入达到放大长期投资收益的目的。

投资策略：子板块轮动，投资策略宜长短结合

1）经销商：短期内投资收益相对高，当前平均估值为8.7x FY18 P/E。继续推荐业绩弹性高的豪华车经销商**正通汽车、中升控股（881 HK，买入）、永达汽车、广汇宝信（1293 HK，未评级）；**

2）整车板块：当前平均估值为9.8x FY18 P/E，我们预计市场阶段性炒作低估值股票，完成追落后行情之后，会重新关注长周期成长股，重点推荐成长龙头**吉利汽车（175 HK，买入）**及宝马制造商**华晨中国（1114 HK，买入）**；

3）零部件：优质零部件厂商估值处于中高区域，股价回调期吸纳**敏实集团（425 HK，买入）**和**福耀玻璃（3606 HK，买入）**；

4）被忽略的细分龙头：钢帘线制造商龙头**兴达国际（1899 HK，未评级）**，其OEM需求受益重卡销售增长，替换需求受益卡车存量和乘用车市场保有量增长，下游市场复苏令公司2018年重新进入量价齐升周期。公司估值仅为0.7x FY17 P/B，近期公司积极回购，是潜在深港通标的，建议积极关注。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数	32348
国企指数	13180

行业表现

资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	11.1	15.6	38.9
相对表现	0.8	(5.3)	(1.1)

资料来源：贝格数据

相关报告

2018年展望-汽车汽配 - 关注产品力胜于行业周期，优势企业突破成长边界 2018/1/9

经销商调研纪要：领克确认爆款潜质，豪华车增长确定性仍高 2017/11/20

行业销售增速因高基数放缓，预计明年行业延续分化趋势 2017/11/13

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 2017/10/13

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

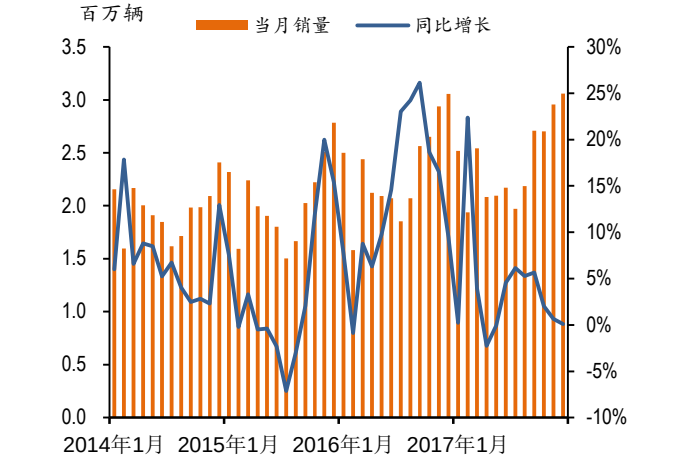
重点公司主要财务指标

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	25.00	60%	1.07	1.51	19.4	13.7	5.7	4.4	0.3
华晨中国	1114 HK	买入	30.00	19.40	55%	0.95	1.60	17.0	10.1	2.8	2.2	0.1
长城汽车	2333 HK	中性	10.00	9.51	5%	0.54	0.81	14.5	9.8	1.4	1.3	0.2
北京汽车	1958 HK	买入	13.00	11.86	10%	0.48	0.95	20.7	10.3	1.9	1.7	0.1
福耀玻璃	3606 HK	买入	40.00	32.65	23%	1.33	1.66	20.4	16.3	3.8	3.4	0.7
敏实集团	0425 HK	买入	55.00	45.95	20%	1.99	2.38	19.2	16.0	3.5	3.1	0.8
中升控股	881 HK	买入	29.00	19.86	46%	1.31	1.72	12.5	9.6	2.5	2.0	0.3
正通汽车	1728 HK	买入	13.00	8.01	62%	0.54	0.78	12.2	8.5	1.5	1.4	0.2
和谐汽车	3836 HK	中性	6.00	5.95	1%	0.67	0.47	7.4	10.4	1.3	1.0	N/A

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

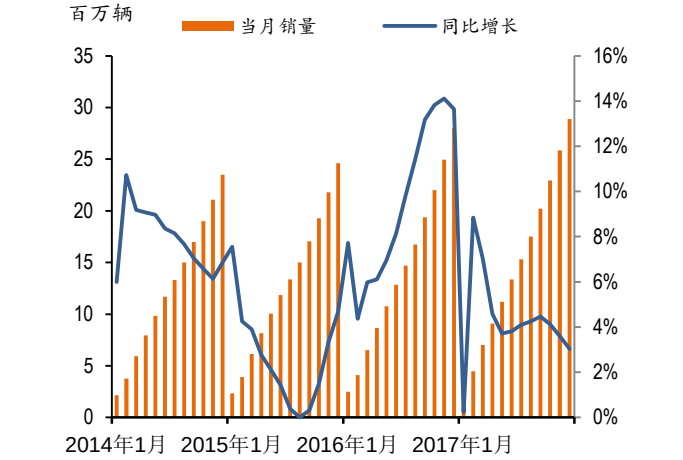
重点图表

图1：汽车月销量及同比增长



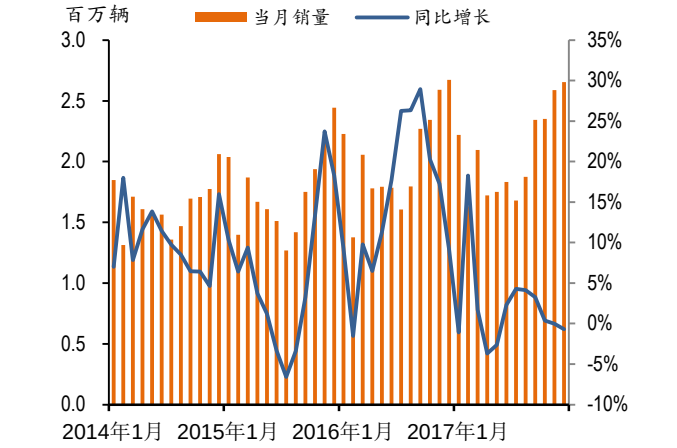
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图2：汽车累计月销量及同比增长



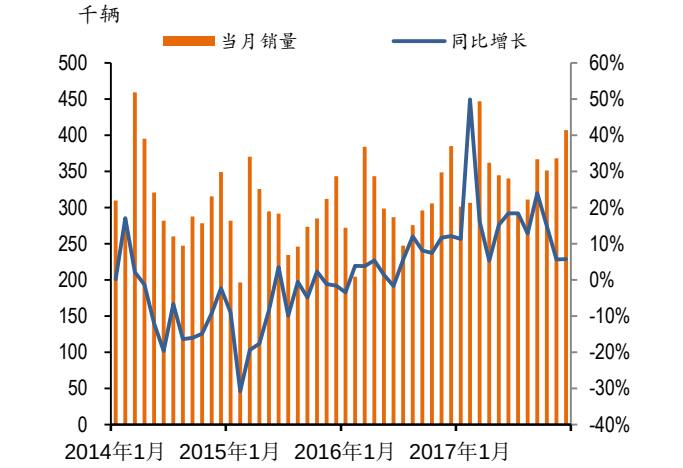
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图3：乘用车月销量及同比增长



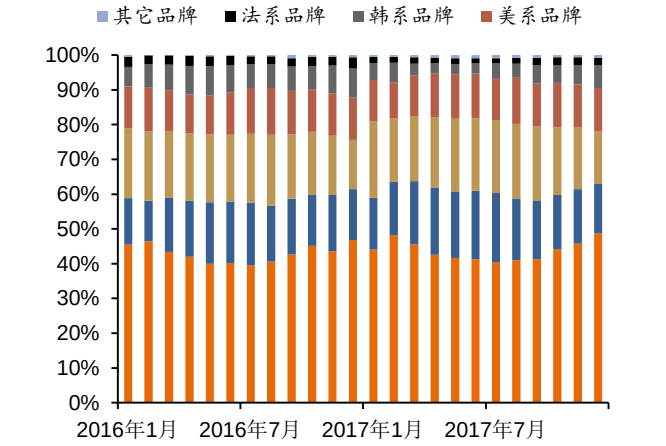
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图4：商用车月销量及同比增长



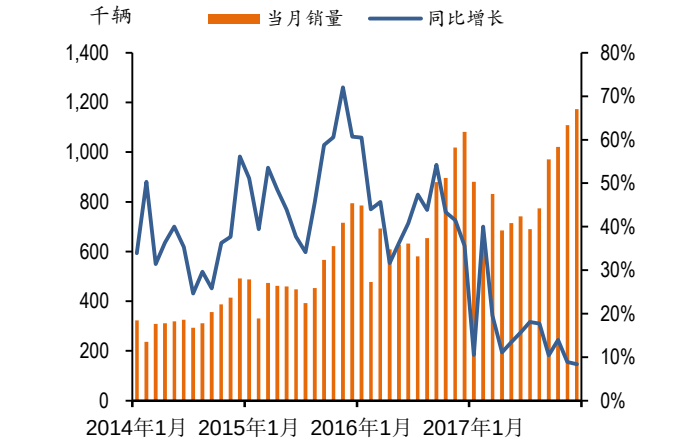
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

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



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图7：行业公司股价涨幅比较（2018年1月2日至1月19日）

公司	彭博代码	本月涨跌幅（%）
汽车制造商		
华晨中国	1114 HK	3.63
吉利汽车	175 HK	-1.96
广州汽车	2238 HK	1.03
长城汽车	2333 HK	8.81
东风集团	489 HK	8.26
北京汽车	1958 HK	29.33
庆铃汽车	1122 HK	2.01
潍柴动力	2338 HK	20.62
汽车经销商		
中升控股	881 HK	20.95
正通汽车	1728 HK	9.73
宝信汽车	1293 HK	-3.89
和谐汽车	3836 HK	19.96
永达汽车	3669 HK	20.86
大昌行	1828 HK	5.93
汽车零部件		
福耀玻璃	3606 HK	1.87
敏实集团	425 HK	1.43
耐世特	1316 HK	-5.95

资料来源：彭博、招商证券（香港）

图8：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)	
1/19/2018				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
汽车制造商													
华晨中国	1114 HK	97,878	19.4	17.0	10.1	2.8	2.2	18.2	21.4	14.3	17.5	0.6	0.1
吉利汽车	175 HK	224,286	25.0	19.4	13.7	5.7	4.4	29.2	31.4	8.1	8.8	0.2	0.3
广州汽车	2238 HK	190,607	17.6	9.2	7.6	1.7	1.5	20.9	21.2	10.6	11.0	0.1	0.4
长城汽车	2333 HK	118,260	9.5	14.5	9.8	1.4	1.3	10.2	13.7	5.2	6.7	-0.3	0.2
东风集团	489 HK	85,817	10.0	5.2	5.0	0.6	0.6	13.1	12.1	6.3	6.0	0.9	1.3
北京汽车	1958 HK	90,081	11.9	20.7	10.3	1.9	1.7	11.6	16.6	2.5	3.2	n.a.	0.1
庆铃汽车	1122 HK	6,305	2.5	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	86,137	10.1	11.5	11.9	1.9	1.7	15.9	13.9	3.5	3.3	0.1	n.a.
平均				**13.9**	**9.8**	**2.3**	**1.9**	**17.0**	**18.6**	**7.2**	**8.1**	**0.3**	**0.4**
汽车经销商													
中升控股	881 HK	45,024	19.9	12.5	9.6	2.5	2.0	19.7	21.1	6.9	7.9	0.2	0.3
正通汽车	1728 HK	18,147	8.0	12.2	8.5	1.5	1.4	12.0	16.1	3.4	3.6	0.1	0.2
宝信汽车	1293 HK	9,817	3.5	8.6	6.6	1.3	1.1	15.3	16.9	3.8	4.4	0.1	0.2
和谐汽车	3836 HK	9,155	6.0	7.4	10.4	1.3	1.0	17.5	10.0	9.9	6.0	n.a.	n.a.
永达汽车	3669 HK	17,960	9.8	9.3	7.2	2.1	1.7	24.6	26.3	6.4	7.4	0.2	0.2
大昌行	1828 HK	6,926	3.8	11.0	9.9	0.7	0.7	7.0	7.4	2.1	2.4	0.5	0.8
平均				**10.2**	**8.7**	**1.5**	**1.3**	**16.0**	**16.3**	**5.4**	**5.3**	**0.2**	**0.4**
汽车零部件													
福耀玻璃	3606 HK	86,008	32.7	20.4	16.3	3.8	3.4	18.5	19.2	13.3	13.7	3.3	0.7
敏实集团	425 HK	52,490	46.0	19.2	16.0	3.5	3.1	16.2	17.1	11.9	12.5	0.6	0.8
耐世特	1316 HK	42,729	17.1	15.8	13.7	4.0	3.3	28.0	26.2	12.9	13.2	1.0	0.9
平均				**18.5**	**15.3**	**3.8**	**3.3**	**20.9**	**20.8**	**12.7**	**13.1**	**1.6**	**0.8**
行业平均				**13.4**	**10.4**	**2.3**	**1.9**	**17.4**	**18.2**	**7.6**	**8.0**	**0.5**	**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