

## 行业报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

## 汽车汽配

## 上半年回顾：行业增长前高后低，基本面仍在寻底

■ 上半年整车公司业绩稳健成长，但零部件公司和经销商盈利能力收缩

■ 下半年行业仍在寻底，四季度季节性因素及积极宏观政策推出，将缓和和市场悲观情绪，或催生短期反弹窗口，但预计向上空间有限

■ 行业基本面确认改善后逢低吸纳市占率逆势上升的细分行业龙头

## 上半年：整车盈利能力扩张，零部件和经销商收缩

上半年汽车行业销量同比增长4.2%至1,406万辆，符合我们“低速平稳、前高后低”的预期。(1) 整车公司。重点整车公司业绩稳健增长，销量平均同比增长13.9%，毛利率同比上升1.4ppt至18.1%，净利润率同比上升1.5ppt至11.2%。行业处于刺激政策退出后的小年周期，但行业低渗透率仍支撑上半年需求，整车公司的规模经济效应和盈利能力得以持续释放。上半年市场扩张能力最强的是吉利汽车(175 HK, 买入)，销量同比增长44.5%。(2) 零部件公司。上半年重点公司收入同比增长11.1%，高于国内汽车行业增长，得益于国内、国外市场齐头并进策略，海外业务收入增长普遍高于国内收入增长。平均毛利率和净利润率分别同比下降0.7ppt和0.3ppt至30.8%和14.9%，反映原材料、人工成本上升，以及行业增速放缓后整车厂倒逼零部件厂商降价的压力上升。福耀玻璃(3606 HK, 买入)收入增长15.7%，为业内最高，海外工厂进入收获期，全球市场协同能力增强其产业护城河优势。(3) 经销商公司。豪华车市场需求强劲，上半年重点公司新车销量和净利润同比增长12.3%和9.8%，净利润率平均收缩0.4ppt至4.3%。新车销售毛利率和售后毛利率分别下降0.2ppt和0.5ppt，分别源于市场竞争加剧以及售后零部件的降价压力。

## 下半年：基本面寻底，季节性因素或改善市场情绪

7-8月份行业负增长印证我们对行业增长前高后低的判断，维持行业销量增速0-1%的预测。(1) 整车公司。根据汽车流通协会，截止八月底行业库存系数环比下降，但同比上升22%至1.7个月(前两月分别同比上升10%/16%)，反映终端市场需求仍然疲弱，消费能力和消费信心仍需要时间修复。去年旺季销售强劲源于二季度成功去库存，今年高库存以及去年同比高基数会对四季度汽车销售影响负面，旺季效应或不明显。(2) 零部件公司。预计下游整车厂会持续倒逼其降低成本，利润率仍有下行压力。(3) 经销商公司。中低档车消费受经济下行及P2P暴雷等负面冲击相对大，但豪华车市场相对乐观，二季度由于关税调整产生的延迟消费需求重新释放，预计四季度终端折扣会季节性温和下降。(4) 策略。当前行业平均估值为8x FY18E P/E，处于中低区域。预计9月后旺季因素部分缓解投资者悲观情绪，同时积极的宏观政策有利于提振大市的信心，四季度存在短期反弹窗口(见8月2日报告提示)，但预计向上空间有限。建议等潜在利空释放充分，确认行业基本面改善后再考虑介入，优先逢低吸纳市占率逆势上升的细分行业龙头公司，如吉利汽车、华晨中国(1114 HK, 买入)、福耀玻璃。

## 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)
						FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY19E
吉利汽车	175 HK	买入	20.00	14.94	34%	1.53	1.88	8.5	6.9	2.6	2.0	0.3
华晨中国	1114 HK	买入	14.30	12.30	16%	1.30	1.62	8.3	6.6	1.7	1.4	0.3
长城汽车	2333 HK	中性	4.40	4.99	-12%	0.72	0.79	6.0	5.5	0.7	0.7	0.5
北汽汽车	1958 HK	中性	6.00	5.76	4%	0.82	1.03	6.1	4.9	0.8	0.8	0.2
福耀玻璃	3606 HK	买入	33.00	27.15	22%	1.63	1.82	14.5	13.0	2.8	2.6	1.1
敏实集团	0425 HK	中性	28.20	31.05	-9%	1.89	2.18	14.3	12.4	2.4	2.2	0.8
中升控股	881 HK	买入	20.00	17.62	14%	1.68	2.03	9.2	7.6	1.9	1.5	0.4
正通汽车	1728 HK	中性	4.25	4.55	-7%	0.57	0.69	6.9	5.8	0.9	0.8	0.3
和谐汽车	3836 HK	中性	3.00	3.08	-3%	0.41	0.46	6.5	5.9	0.6	0.6	n.a.

资料来源：彭博、招商证券(香港)预测，股价为2018年9月19日的收盘价

梁勇活

童颖

+86 755 8290 4571

+86 755 8323 5354

liangy6@cmschina.com.cn tongy@cmschina.com.cn

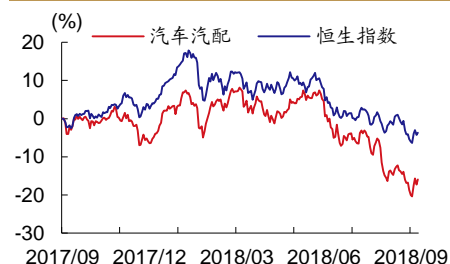
## 中性

前次评级 中性

恒生指数 27085

国企指数 10557

## 行业表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	(0.4)	(21.5)	(15.7)
相对表现	0.0	(7.5)	(11.9)

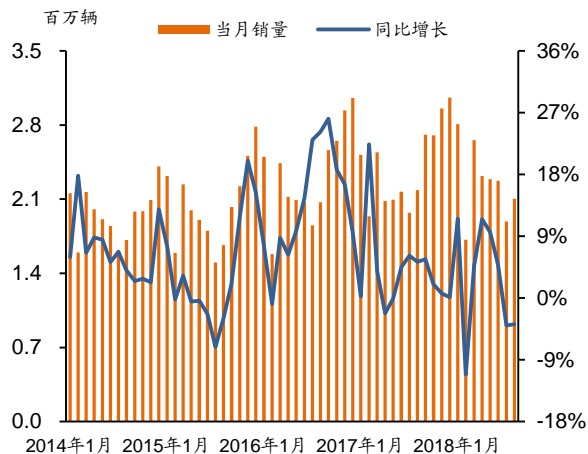
资料来源：贝格数据

## 相关报告

1. 汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性 2018/9/12
2. SUV市场观察：自主领先，合资追击，未来产品线均衡发展 2018/8/7
3. 汽车汽配-中报行情分化，行业估值中枢下移，旺季或带动估值修复 2018/8/2
4. 汽车汽配- SUV市场观察：行业分化激烈，进攻是最好的防守 2018/6/27
5. 汽车汽配- SUV消费热回归理性，市场竞争点重回技术与品牌力 2018/6/12

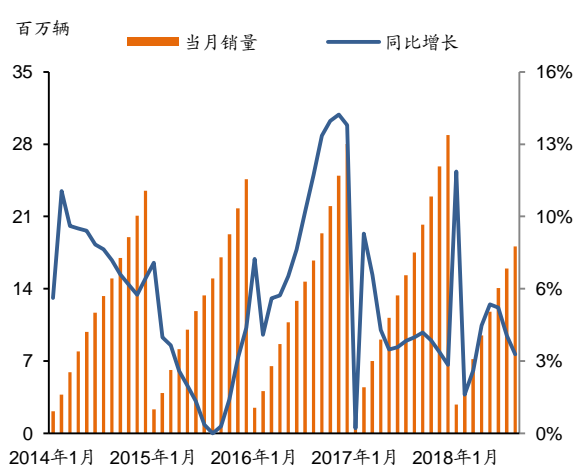
## 重点图表

图1: 汽车月销量及同比增长



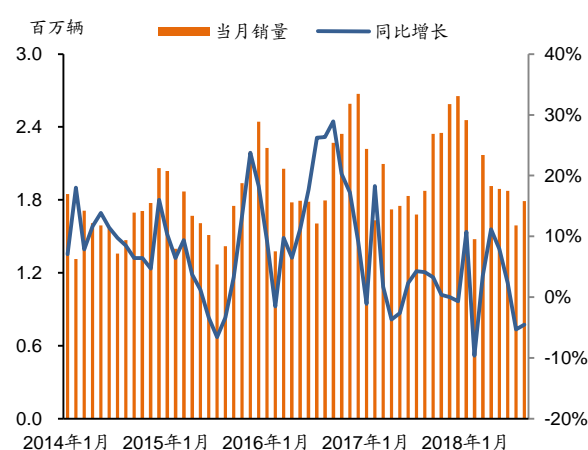
资料来源: 中汽协, 招商证券(香港)

图2: 汽车累计月销量及同比增长



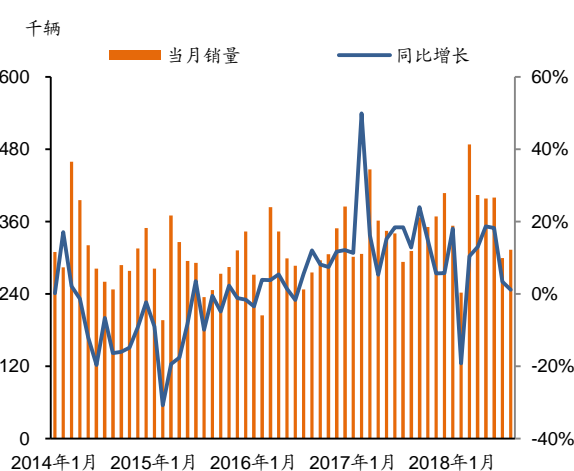
资料来源: 中汽协, 招商证券(香港)

图3: 乘用车月销量及同比增长



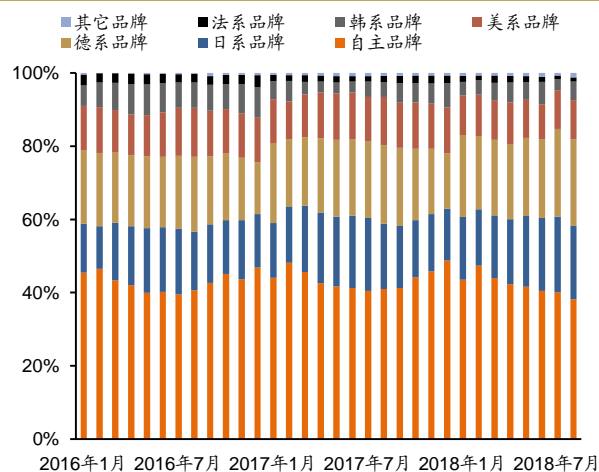
资料来源: 中汽协, 招商证券(香港)

图4: 商用车月销量及同比增长



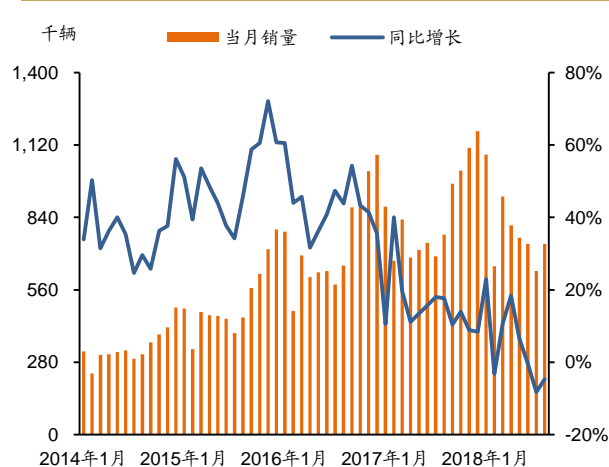
资料来源: 中汽协, 招商证券(香港)

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)

## 整车公司2018年上半年业绩回顾

### 1. 销量比较

2018年上半年整车公司销量方面，吉利汽车总销量为76.7万辆，同比增长45%，销量增速远高于其他几家整车公司，相比之下，长城汽车上半年销量仅小幅增长2.3%至47.2万辆，哈弗品牌市场份额持续收缩，WEY品牌单款车型月销量从去年高峰期的1万辆回落至7月份的3-4千辆，其成长持续性仍有待观察。

### 2. 盈利水平比较

北京汽车上半年净利润同比增长186%至28亿元人民币，主要受益于同比低基数和北京奔驰业绩强劲增长。吉利汽车上半年净利润为人民币67亿元，同比增长54%。毛利率水平最高的为北京汽车，达26.6%，同比增加0.4个百分点，主要是靠北京奔驰毛利率水平的拉动。东风集团毛利率基本保持不变，维持在13.9%的水平。净利率方面，华晨中国净利率水平远高于其他几家整车公司，达156%，同比增加74.5个百分点，主要得益于宝马销量增长和公司规模经济效益。北京汽车净利率最低，为3.7%，同比增长2.2个百分点。

图7：整车公司2018年上半年业绩回顾

	华晨中国	吉利汽车	广汽集团	长城汽车	东风集团	北京汽车	平均
2018 1H 销量 (辆)	209,097	766,630	1,186,531	471,515	1,510,136	711,263	n.a.
同比	13.0%	44.5%	5.8%	2.3%	2.6%	15.3%	13.9%
股东应占利润 (人民币百万元)	3,566	6,670	6,913	3,696	8,068	2,820	n.a.
同比	54.3%	53.6%	10.3%	52.7%	14.9%	186.1%	62.0%
毛利润率 (%)	6.9%	20.2%	19.6%	21.1%	13.9%	26.6%	18.1%
同比	2.7ppt	1.0ppt	3.1ppt	1.2ppt	0.0ppt	0.4ppt	1.4ppt
净利润率 (%) *	155.9%	12.4%	18.6%	7.6%	13.9%	3.7%	11.2%
同比**	74.5ppt	1.4ppt	0.6ppt	1.7ppt	1.8ppt	2.2ppt	1.5ppt

资料来源：公司公告、招商证券（香港）

备注：\*华晨中国销售收入不包括华晨宝马销售收入，净利润包括华晨宝马投资收益，整车公司平均净利率不包含华晨中国数据，\*\*整车公司平均净利率同比不包含华晨中国数据

## 零部件公司2018年上半年业绩回顾

### 1. 收入比较

2018年上半年零部件公司总收入方面，福耀玻璃收入增速最高，同比增长15.7%至人民币101亿元，相比之下耐世特收入增速仅为3.7%，远低于平均增长水平。分地区收入方面，福耀玻璃在中国区收入为人民币64亿元，同比增长12.3%，海外收入同比强劲增长22.3%，高于国内收入增速，占收入比重上升至36.6%。耐世特上半年在亚太区收入为4.2亿美元，同比微弱增长0.5%，亚太区以外收入为公司主要收入来源，同比增长4.6%至16亿美元。

### 2. 盈利水平比较

福耀玻璃上半年净利润同比大幅增长34.8%至18.7亿元人民币，受益于产品结构优化公司平均售价提升2.4个百分点，此外美国项目进入收获期，海外业务成为重要增长引擎。敏实集团净利润同比下降6.4%至9.9亿元人民币，主要是去年同期有两笔一次性收入总计1.52亿元人民币，以及今年4月份新发购股权费用总计2,300万元人民币，剔除一次性收入影响，净利润实际增长10%。毛利率方面，三家公司毛利率同比均出现下滑，其中福耀玻璃下滑幅度最大，同比下降0.9个百分点至41%，如剔除美国项目产能爬坡影响，毛利率上升0.3个百分点。敏实集团毛利率下滑幅度最小，同比下降0.4个百分点至33.4%。福耀玻璃净利率同比增加2.6个百分点至18.5%，敏实集团净利率同比下降3.6个百分点至16.4%。

图8: 零部件公司2018年上半年业绩回顾

	福耀玻璃	敏实集团	耐世特	平均
2018 1H 总收入 (人民币百万元) *	10,085	5,993	2,047	n.a.
同比	15.7%	13.8%	3.7%	11.1%
1H 2018 中国区收入 (人民币百万元) **	6,397	3,684	418	n.a.
同比	12.3%	17.5%	0.5%	10.1%
1H 2018 中国境外收入 (人民币百万元) ***	3,688	2,308	1,629	n.a.
同比	22.3%	8.4%	4.6%	11.8%
股东应占利润 (人民币百万元) *	1,868	986	200	n.a.
同比	34.8%	-6.4%	11.1%	13.2%
毛利率 (%)	41.0%	33.4%	18.1%	30.8%
同比	-0.9ppt	-0.4ppt	-0.8ppt	-0.7ppt
净利率 (%)	18.5%	16.4%	9.8%	14.9%
同比	2.6ppt	-3.6ppt	0.7ppt	-0.3ppt

资料来源: 公司公告、招商证券 (香港)

备注: \*耐世特单位为百万美元, \*\*耐世特为亚太区收入, 单位为百万美元, \*\*\*耐世特为亚太区以外收入, 单位为百万美元

## 经销商公司2018年上半年业绩回顾

## 1. 销量比较

2018年上半年经销商公司新车销量平均同比增速为12%, 其中中升控股同比增长最快, 增速为23.8%, 主要受益于核心经销品牌奔驰、雷克萨斯等产品销量的高速增长, 公司上半年新车销量达18.2万辆。而和谐汽车新车销量增速显著低于其他几家经销商公司, 同比下降3.3%至1.1万辆, 主要因为公司过去两年在经销网络方面拓展几近停滞, 缺少外延扩张动力, 预计今明两年新车销售业务仍将增长乏力。

## 2. 盈利水平比较

正通汽车净利润同比增长37.8%至人民币7.1亿元, 比我们预期低7%, 主要原因是公司上半年因汇率波动产生人民币1.8亿元汇兑损失。和谐汽车上半年净利润下降幅度最大, 同比下降24.9%至4.2亿元人民币, 主营业务业绩倒退主要是因为公司新车销售收入增长下降所致。毛利率方面, 正通汽车毛利率水平最高, 为12.3%, 同比增长1.2个百分点, 其中公司上半年新车毛利率为6.3%, 同比增加1.5个百分点, 售后毛利率水平为46.8%, 同比下降0.9个百分点。宝信汽车毛利率水平最低, 为7.7%, 其中公司新车毛利率为2.0%, 售后毛利率为47.1%, 均低于平均水平。正通汽车净利率为3.8%, 同比增加0.5个百分点, 和谐汽车净利率下降幅度最大, 同比下降2.1个百分点至9.1%。

图9: 经销商公司2018年上半年业绩回顾

	中升控股	正通汽车	宝信汽车	和谐汽车	永达汽车	平均
2018 1H 年新车销量 (辆)	182,268	55,163	50,707	11,274	80,377	n.a.
同比	23.8%	19.8%	10.3%	-3.3%	10.7%	12.3%
股东应占利润 (人民币百万元)	1,838	711	363	424	723	n.a.
同比	35.5%	37.8%	-10.1%	-24.9%	10.9%	9.8%
毛利率 (%)	9.7%	12.3%	7.7%	10.2%	10.4%	10.1%
同比	-0.3ppt	1.2ppt	-0.8ppt	0.5ppt	0.2ppt	0.2ppt
新车毛利率 (%)	3.7%	6.3%	2.0%	3.8%	3.0%	3.8%
同比	-0.1ppt	1.5ppt	-1.5ppt	-0.2ppt	-0.8ppt	-0.2ppt
售后毛利率 (%)	48.6%	46.8%	47.1%	47.5%	46.4%	47.3%
同比	-0.4ppt	-0.9ppt	-0.3ppt	-0.6ppt	-0.4ppt	-0.5ppt
净利率 (%)	3.7%	3.8%	2.1%	9.1%	2.9%	4.3%
同比	0.2ppt	0.5ppt	-0.4ppt	-2.1ppt	-0.0ppt	-0.4ppt

资料来源: 公司公告、招商证券 (香港)



## 净利润预测及目标价调整汇总

详细信息参考各公司业绩更新报告及2018年9月12日发布的行业报告 [《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》](#) 报告

### 1. 华晨中国

维持公司2018-20E盈利预测不变，比市场一致预期低2%。考虑到股比开放引发不确定性风险，若股权占比大幅下降，将降低其作为在香港上市公司中唯一纯粹豪华车标的的投资价值，下调公司P/E估值。下调目标价至14.3港元（前次18.0港元），相当于9.5x FY18E P/E（前次12x），接近汽车制造商行业历史平均估值水平，相对于公司历史平均估值12x折让。

### 2. 吉利汽车

由于市场竞争加剧，降低单车平均售价预测并提高销售费用预期，下调2018-20E净利润预测4%/4%/4%，较一致预期低2%/5%/5%。估值倍数下调8%反映行业竞争风险上升。下调目标价至24.0港元（前次27.0港元），对应11x FY19E P/E（前次12x），相当于历史平均估值水平。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至20.0港元（前次24.0港元），目标价估值从11x 19E P/E调整至9.3x 19E P/E，相对历史平均估值10.3x折让10%。公司在汽车制造商中是长线产品周期最确定公司，短期股价受制于行业下行冲击，四季度需警惕行业下行风险，等待汽车市场回稳后逢低吸纳。风险因素：市场份额持续扩张，但行业竞争加剧，受竞争对手降价负面影响。公司产品线长期上升动力仍充足。

### 3. 长城汽车

我们下调公司2018-20E净利润预测3%/2%/1%，比市场一致预期低10%/8%/8%，反映公司面临SUV市场竞争风险趋于上升，以WEY为代表的新产品线的上升周期可见度下降，未来业绩不确定性加大，同时下调公司市盈率估值倍数10%。下调目标价至5.2港元（前次6.0港元），相当于6.1x FY18E P/E（前次7x），低于公司历史平均估值（8.8x）一个标准差。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至4.4港元（前次5.2港元），目标价估值从6.1x FY18E P/E调整至5.3x FY18E P/E，低于公司历史平均估值一个标准差并折让约11%。风险因素：合资品牌SUV价格下调，公司仍有以牺牲利润率换取市场份额风险。

### 4. 北汽汽车

北京现代复苏超预期和北京品牌盈利低预期相抵消，维持公司2018-20年净利润预测基本不变，比市场一致预期低6%/6%/10%。维持目标价9.5港元，相当于10.1x FY18E P/E（估值倍数维持）。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中下调公司目标价至6.0港元（前次9.5港元），下调公司评级至中性，目标价估值从10.1x FY18E P/E调整至6.4x FY18E P/E，低于公司历史平均估值一个标准差，并小幅折让。风险因素：尽管北京现代今年因同比低基数显著复苏，但预计2019年低基数消退，弱产品周期限制其上行空间。北京自主品牌是否能减亏不确定性仍大。

### 5. 中升控股

下调公司2018-20E净利润预测约2%，比一致预期相差-3%/0%/4%，反映上半年毛利率低于预期，下调目标价至21.5港元，相当于11x FY18E P/E（低于历史平均12x），估值倍数下调反映豪华车毛利率不确定性上升。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至20.0港元（前次21.5港元），目标价估值从11x FY18E P/E调整至10.5x FY18E P/E，相对历史平均估值11.5x折让10%。风险因素：因产业链中低位处于劣势，汽车行业下行周期，经销商承受盈利波动风险大于整车厂。

### 6. 正通汽车

下调公司2018-20E净利润预测12%/10%/11%，比市场一致预期低13%/20%/24%，以反映公司汇兑损益影响，以及新车销售毛利率及汽车金融业务盈利压力上升。考虑到盈利下调，相应下调公司目标价至6.0港元（前次为7.0港元），相当于9.1x FY18E P/E（前次为9.3x）。估值相对历史平均估值11x折让，估值倍数下调反映盈利增长不确定性上升。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至4.25港元（前次6.0港元），下调公司评级至中性，目标价估值从9.1x FY18E P/E调整至6.5x FY18E P/E，低于公司历史平均估值一个标准差。风险因素：因产业链中低位处于劣势，汽车行业下行周期，经销商承受盈利波动风险大于整车厂。汽车金融规模和盈利能力有可能不达预期。

## 7. 和谐汽车

我们下调公司2018-20E净利润预测4%/12%/11%，比市场一致预期低21%/14%/17%，以反映公司上半年主营业务低于预期，以及经销网络扩张乏力对新车销售和售后业务后续造成的负面影响。下调目标价至3.4港元（前次为4.0港元），对应7.2x FY18E P/E（前次为8x），相当于公司历史平均估值（8x）估值折让。估值倍数下调10%，反映公司盈利增长不确定性上升。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至3.0港元（前次3.4港元），目标价估值从7.2x FY18E P/E调整至6.4x FY18E P/E，低于公司历史平均估值一个标准差。风险因素：经销网络扩张缓慢，影响未来收入和盈利增长可见度。行业下行周期，经销商承受盈利波动风险大于整车厂。

## 8. 福耀玻璃

公司核心利润增长基本符合我们预期，上调2018年净利润预测3.8%，以反映汇兑损益好于预期。公司是零部件长周期成长股，是香港上市汽车零部件公司中产业护城河最强劲的公司，分红率高，长期增长可见度高，维持公司买入评级及目标价35.0港元，相当于16.5x FY19E P/E（估值倍数维持）。汇率对盈利敏感性：公司美元存款约7-8亿美元，人民币对美元贬值/升值5%，估计公司净利润增厚/减少约2亿元人民币。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中下调公司目标价至33.0港元（前次35.0港元），目标价估值从16.5x FY19E P/E调整至15.8x FY19E P/E，相对历史平均估值14.2x溢价10%。风险因素：国内汽车行业增速放缓，拖累公司国内业务发展，但公司护城河壁垒高，海外业务高成长，受行业潜在负面影响相对小。公司派息率高。

## 9. 敏实集团

下调公司2018-20E净利润预测5%/4%/4%，以反映一次性收入减少及毛利率下降压力，比市场一致预期低5%/9%/7%。维持原观点：2017-18年是公司业务调整期，预计2019年后公司业务重回快速增长周期，短期业绩波动并未动摇公司核心竞争优势。下调目标价至33.0港元，相当于13x FY19E P/E（前次为14x），接近公司历史平均估值水平。估值倍数下调反映：净利润预测下调；汽车市场竞争激烈，盈利风险向零部件供应商传导。我们在2018年9月12日的《汽车汽配-行业下行风险上升，下调行业评级至中性》报告中再次下调公司目标价至28.2港元（前次33.0港元），下调公司评级至中性，目标价估值从13x FY19E P/E调整至11.3x FY19E P/E，相对历史平均估值12.6x折让10%。风险因素：中美贸易战风险暴露占公司营业收入7%（按2017年业绩计算）。

图10：行业净利润预测调整比较（单位：人民币百万元）

			新预测		原预测		变动（%）	
公司	彭博代码	评级	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
汽车制造商								
华晨中国	1114 HK	买入	6,537	8,190	6,537	8,190	0.0%	0.0%
吉利汽车	175 HK	买入	13,990	17,248	14,577	17,977	-4.0%	-4.1%
长城汽车	2333 HK	中性	6,588	7,251	6,795	7,409	-3.0%	-2.1%
北京汽车	1958 HK	中性	6,419	8,236	6,413	8,234	0.1%	0.0%
平均			8,384	10,231	8,581	10,453	-1.7%	-1.6%
汽车经销商								
中升控股	881 HK	买入	3,998	4,847	4,076	4,938	-1.9%	-1.9%
正通汽车	1728 HK	中性	1,430	1,709	1,620	1,905	-11.7%	-10.3%
和谐汽车	3836 HK	中性	642	716	666	808	-3.6%	-11.5%
平均			2,023	2,424	2,121	2,550	-5.7%	-7.9%
汽车零部件								
福耀玻璃	3606 HK	买入	4,091	4,572	3,942	4,572	3.8%	0.0%
敏实集团	425 HK	中性	2,145	2,505	2,267	2,616	-5.4%	-4.2%
平均			3,118	3,539	3,105	3,594	-0.8%	-2.1%
整体平均			5,751	6,885	5,843	6,501	-1.3%	-1.8%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

详细信息参考各公司中期业绩更新报告

图11: 覆盖公司评级及目标价调整

公司名称	股票代码	新评级	原评级	新目标价	原目标价	说明
吉利汽车	175 HK	买入	买入	20.00	24.00	目标价估值从 11x 19E P/E 调整至 9.3x 19E P/E, 相对历史平均估值 10.3x 折让 10%。风险因素: 市场份额持续扩张, 但行业竞争加剧, 受竞争对手降价负面影响。公司产品线长期上升动力仍充足。
华晨中国	1114 HK	买入	买入	14.30	14.30	维持不变
长城汽车	2333 HK	中性	中性	4.40	5.20	目标价估值从 6.1x FY18E P/E 调整至 5.3x FY18E P/E, 低于公司历史平均估值一个标准差并折让约 11%。风险因素: 合资品牌 SUV 价格下调, 公司仍有以牺牲利润率换取市场份额风险。
北京汽车	1958 HK	中性	买入	6.00	9.50	目标价估值从 10.1x FY18E P/E 调整至 6.4x FY18E P/E, 低于公司历史平均估值一个标准差, 并小幅折让。风险因素: 尽管北京现代今年因同比低基数显著复苏, 但预计 2019 年低基数消退, 弱产品周期限制其上行空间。北京自主品牌是否能减亏不确定性仍大。
福耀玻璃	3606 HK	买入	买入	33.00	35.00	目标价估值从 16.5x FY19E P/E 调整至 15.8x FY19E P/E, 相对历史平均估值 14.2x 溢价 10%。风险因素: 国内汽车行业增速放缓, 拖累公司国内业务发展, 但公司护城河壁垒高, 海外业务高成长, 受行业潜在负面影响相对小。公司派息率高。
敏实集团	425 HK	中性	买入	28.20	33.00	目标价估值从 13x FY19E P/E 调整至 11.3x FY19E P/E, 相对历史平均估值 12.6x 折让 10%。风险因素: 中美贸易战风险暴露占公司营业收入 7% (按 2017 年业绩计算)。
中升控股	881 HK	买入	买入	20.00	21.50	目标价估值从 11x FY18E P/E 调整至 10.5x FY18E P/E, 相对历史平均估值 11.5x 折让 10%。风险因素: 因产业链中低位处于劣势, 汽车行业下行周期, 经销商承受盈利波动风险大于整车厂。
正通汽车	1728 HK	中性	买入	4.25	6.00	目标价估值从 9.1x FY18E P/E 调整至 6.5x FY18E P/E, 低于公司历史平均估值一个标准差。风险因素: 因产业链中低位处于劣势, 汽车行业下行周期, 经销商承受盈利波动风险大于整车厂。汽车金融规模和盈利能力有可能不达预期。
和谐汽车	3836 HK	中性	中性	3.00	3.40	目标价估值从 7.2x FY18E P/E 调整至 6.4x FY18E P/E, 低于公司历史平均估值一个标准差。风险因素: 经销网络扩张缓慢, 影响未来收入和盈利增长可见度。行业下行周期, 经销商承受盈利波动风险大于整车厂。

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

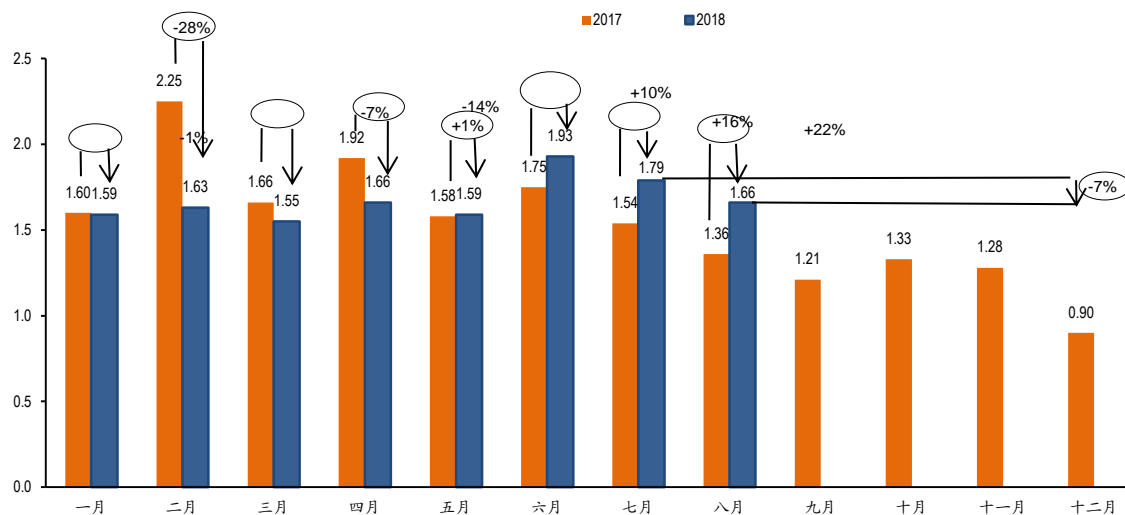
详细信息参考2018年9月12日发布的行业报告《汽车汽配-行业下行风险上升, 下调行业评级至中性》

## 下半年: 基本面寻底过程, 季节性及宏观因素改善市场情绪

7-8月份行业负增长印证了我们对行业增长前高后低的判断, 维持行业销量增速0-1%的预测以及中性评级。(1) 整车公司。根据汽车流通协会, 截止八月底行业库存系数环比下降, 但同比上升22%至1.7个月(前两月分别同比上升10%/16%), 反映终端市场需求仍然疲弱, 消费能力和消费信心仍需要时间修复。去年旺季销售强劲源于二季度成功去库存, 今年高库存以及去年同比高基数会制约汽车厂商四季度旺季销售增长空间, 整体看旺季的效应不明显。(2) 零部件公司。预计下游整车厂会持续倒逼其降低成本, 利润率仍有下行压力。(3) 经销商公司。香港上市经销商以经销豪华车为主, 预计豪华车市场仍将受益持续的消费升级。中低档车消费者受经济下行及P2P暴雷等负面冲击相对较大, 但豪华车市场相对乐观, 因二季度延迟的消费需求有望重新释放, 预计终端折扣会季节性温和下降。(4) 策略。当前行业平均估值为8x FY18E P/E, 处于中低区域。预计9月后的旺季因素将部分缓解投资者悲观情绪, 同时积极的宏观政策有利于提振大市的信心, 四季度或出现短期反弹窗口(见8月2日报告提示), 但预计向上空间有限。建议等潜在利空释放充分, 在确认行业基本面改善后再考虑介入, 逢低吸纳市占率逆势上升的细分行业龙头公司, 如吉利汽车、华晨中国、福耀玻璃。

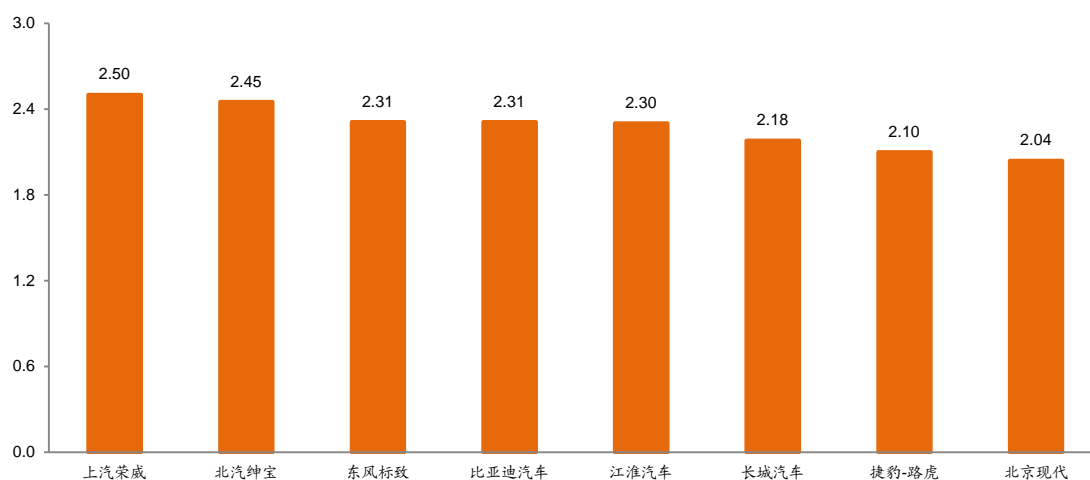
根据中国汽车流通协会发布的经销商库存数据显示, 8月份汽车经销商综合库存系数为1.66, 同比上升22%, 环比下降7%, 经销商库存系数自今年5月份以来同比持续增长, 环比库存系数本月有所下降主要是受开学季及地方车展影响, 部分地区终端销量有所回升。本月共有8个品牌库存深度在2个月以上, 上汽荣威的库存深度最高, 为2.5个月, 北汽绅宝以2.49个月紧随其后, 其次为东风标致、比亚迪汽车, 库存深度在2.31个月。

图12: 2018年8月库存系数同比上升、环比下降



资料来源: 中国汽车流通协会、招商证券(香港)

图13: 2018年8月份有8个品牌库存深度在2个月以上



资料来源: 中国汽车流通协会、招商证券(香港)



## 行业估值比较

	彭博	价格	价格	市值	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)			
公司	代码	货币	评级	目标价	(百万美元)	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
汽车制造商																
华晨中国	1114 HK	HKD	买入	12.3	14.3	7,944	8.3	6.6	1.7	1.4	20.2	20.7	0.2	0.3	1.3	1.7
吉利汽车	175 HK	HKD	买入	14.9	20.0	17,172	8.5	6.9	2.6	2.0	30.3	29.1	0.3	0.3	3.5	4.3
广州汽车	2238 HK	HKD	未评级	8.0	n.a	13,894	5.5	5.0	0.9	0.8	16.9	16.6	0.1	0.4	5.6	6.2
长城汽车	2333 HK	HKD	中性	5.0	4.4	8,549	6.0	5.5	0.7	0.7	12.1	12.1	0.2	0.5	5.0	5.5
东风集团	489 HK	HKD	未评级	7.9	n.a	8,703	4.1	4.1	0.5	0.4	12.6	11.4	0.7	2.7	4.5	4.7
北京汽车	1958 HK	HKD	中性	5.8	6.0	5,910	6.1	4.9	0.8	0.8	13.7	15.5	n.a	0.2	5.5	6.5
庆铃汽车	1122 HK	HKD	未评级	2.1	n.a	674	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	HKD	未评级	9.5	n.a	9,676	9.1	9.4	1.7	1.5	19.6	16.4	0.0	n.a	5.0	4.7
平均							6.8	6.1	1.3	1.1	17.9	17.4	0.2	0.7	4.4	4.8
汽车经销商																
中升控股	881 HK	HKD	买入	17.6	20.0	5,124	9.2	7.6	1.9	1.5	20.3	20.3	0.7	0.4	2.2	2.7
正通汽车	1728 HK	HKD	中性	4.6	4.3	1,429	6.9	5.8	0.9	0.8	12.6	13.4	1.0	0.3	3.2	3.8
宝信汽车	1293 HK	HKD	未评级	2.1	n.a	770	5.8	4.7	0.7	0.6	11.7	13.2	0.1	0.2	3.2	3.9
和谐汽车	3836 HK	HKD	中性	3.1	3.0	605	6.5	5.9	0.6	0.6	9.4	9.5	n.a	n.a	2.6	3.0
永达汽车	3669 HK	HKD	未评级	6.6	n.a	1,560	5.9	4.8	1.0	0.9	19.3	20.2	0.1	0.2	5.0	6.3
大昌行	1828 HK	HKD	未评级	3.2	n.a	762	6.1	5.5	0.5	0.5	9.0	9.5	0.1	0.5	6.6	7.2
平均							6.7	5.7	0.9	0.8	13.7	14.3	0.4	0.3	3.8	4.5
汽车零部件																
福耀玻璃	3606 HK	HKD	买入	27.2	33.0	8,810	14.5	13.0	2.8	2.6	19.4	19.9	0.5	1.1	4.1	4.6
敏实集团	425 HK	HKD	中性	31.1	28.2	4,553	14.3	12.4	2.4	2.2	16.9	17.7	1.9	0.8	2.9	3.4
耐世特	1316 HK	HKD	未评级	12.0	n.a	3,855	10.4	9.5	2.3	1.9	24.0	22.0	0.4	1.0	2.0	2.2
平均							13.1	11.6	2.5	2.2	20.1	19.9	1.0	1.0	3.0	3.4
整体平均							8.0	7.0	1.4	1.2	16.7	16.7	0.4	0.6	3.9	4.4

收盘价截至2018年9月19日，未评级公司基于市场共识，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。

### 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/qb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

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