2020 年 12 月 14 日(星期一)

行业报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

梁勇活
+86 755 8290 4571
liangy6@cmschina.com.cn

杨岱东
+86 755 8323 5354
yangdd2@cmschina.com.cn

汽车汽配

旺季带动车市全面复苏，重点关注产业升级消费升级

■11月销量同比增长12.6%，旺季效应延续，新能源/自主/豪华车全面复苏

■重点车企强势增长，新车/换代助推终端价格走强，新能源车型销量突破

■聚焦由产业升级/消费升级带动的新能源汽车产业链/豪华车产业链

旺季效应延续，车市全面复苏

根据中汽协数据，11月行业销量为277万辆，同比增长12.6%，环比增长7.6%。1-11月累计销量为2,247万辆，同比跌幅收窄1.8ppt至2.9%。**1）车型：**11月乘用车销量同比增长11.6%，商用车同比增长18%，其中重型货车同比增长33.5%；轿车/SUV/MPV同比分别+8.5%/+15.9%/+3%，实现全面增长。**2）分市场：**新能源车同比强劲增长104.9%；豪华车零售同比增长27%；中国品牌11月强劲增长17.7%，市占率持续回升，验证了我们关于自主品牌四季度强复苏的预判；11月出口汽车同比增长46.7%至12.2万辆，月出口量创历史新高。**3）库存：**根据流通协会数据，11月经销商库存系数为1.72（前值1.57），同比/环比上升15.4%/9.6%，库存水平位于警戒线之上。**4）展望：**11月增速保持强劲符合预期，随着新能源车和低端车消费在三四季度先后改善，车市从结构性增长转向全面复苏，推动全年行业跌幅收窄至2%以内。维持行业“**推荐**”评级。

重点车企各有亮点，新能源车型销量突破

1）比亚迪股份（1211 HK，买入）：11月销量为5.4万辆，同比增长31%，其中新能源乘用车同比增长139%至2.6万辆，汉销量首次破万。**2）吉利汽车（175 HK，买入）：**11月销量为15万辆，同比增长5%，其中领克同比强劲增长61%至2.3万辆再创新高。1-11月累计销量为117万辆，同比跌幅收窄至5%。吉利品牌主力车型折扣率环比改善。**3）华晨中国（1114 HK，买入）：**宝马11月销量同比增长19%至6.1万辆，增速回升，其中3系/5系/X3销售1.6万/1.4万/1.2万辆。因车型换代，终端折扣率降至历史低点。**4）长城汽车（2333 HK，买入）：**11月销售15万辆，同比增长26%；哈弗/WEY/欧拉/长城皮卡分别同比+22%/-13%/+415%/+19%，哈弗H6销售5.5万辆，欧拉黑猫销售9千辆成为爆款。WEY品牌终端折扣平稳，哈弗品牌小幅环比提升。

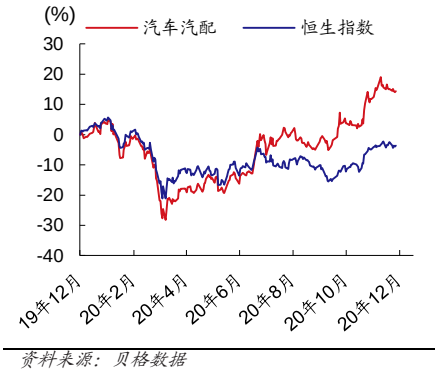
聚焦产业升级消费升级，关注新能源及豪华车产业链

预计明年行业销量增长约10%，进入复苏周期。宏观经济自二季度逐季度加速回暖，招证宏观团队预测明年中国GDP增长9.1%，经济复苏将带动中低端车购买力恢复。行业内部产业升级和消费升级将带动新能源汽车和高端车消费强劲增长。投资策略：1）整车：按新能源汽车爆发先后顺序看好**比亚迪股份**（首推）、**吉利汽车**、**长城汽车**。2）零部件：看好**敏实集团（425 HK，买入）**和**福耀玻璃（3606 HK，买入）**从传统产品线向新能源汽车和智能驾驶赛道切换。3）豪华车产业链继续看好豪华车经销商**中升控股（881 HK）**。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数	26,506
国企指数	10,453

行业表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.3	33.6	18.6
相对表现	2.3	25.3	19.2

资料来源：贝格数据

相关报告

1. 汽车汽配 - 2021年展望：变革向新之年 (2020/12/4)
2. 汽车汽配 - 车展观察：新能源车大热，电动化进程加速 (2020/11/24)
3. 汽车汽配 - 新能源月报：行业百花齐放，铁锂电池优势扩大 (2020/11/18)

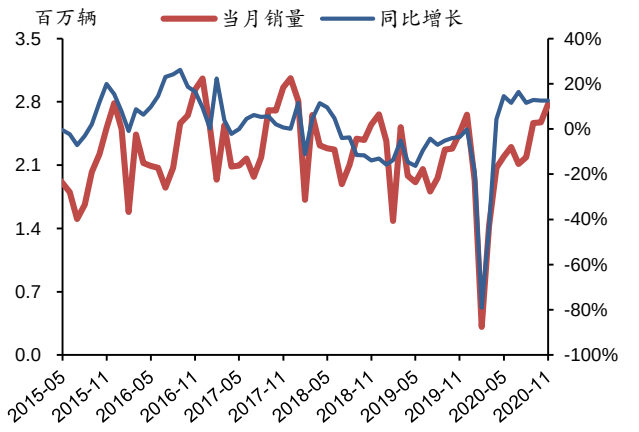
重点公司主要财务指标

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)		净负债率
						FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY20E	FY21E	FY19
比亚迪股份	1211 HK	买入	340.0	174.1	95%	1.81	2.37	81.4	62.2	6.5	6.0	105.5%
吉利汽车	175 HK	买入	30.0	22.0	36%	0.83	1.17	22.5	15.9	2.7	2.8	-31.6%
长城汽车	2333 HK	买入	20.0	15.1	33%	0.51	0.89	24.9	14.3	2.0	1.9	-11.7%
中升控股	881 HK	买入	70.0	52.5	33%	2.13	2.74	20.8	16.2	4.1	3.4	68.5%
潍柴动力	2338 HK	买入	22.0	15.4	43%	1.25	1.41	10.5	9.3	2.0	1.7	-63.9%
华晨中国	1114 HK	买入	10.0	6.2	60%	1.39	1.55	3.8	3.4	0.7	0.6	-1.5%
敏实集团	425 HK	买入	45.0	36.0	25%	1.04	1.66	29.3	18.4	2.4	2.2	60.4%
福耀玻璃	3606 HK	买入	47.0	34.7	35%	1.07	1.49	27.4	19.7	3.3	3.0	11.1%
和谐汽车	3836 HK	中性	3.6	3.8	-6%	0.37	0.42	8.7	7.8	0.6	0.6	15.6%
正通汽车	1728 HK	中性	审视中	0.9	n.a	-0.51	0.15	-1.5	4.9	0.2	0.2	67.0%

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测，股价为2020年12月11日的收盘价

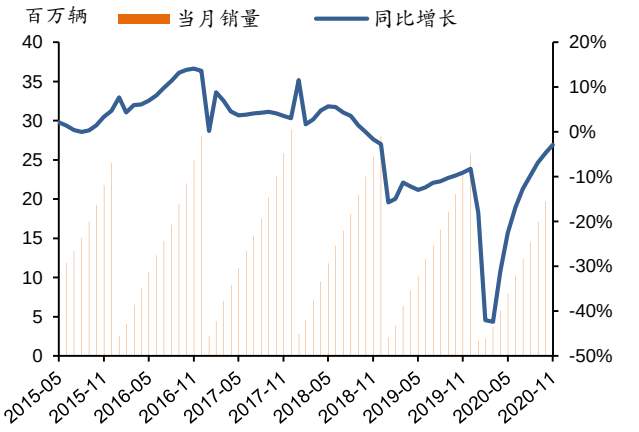
重点图表

图1：汽车月销量及同比增长



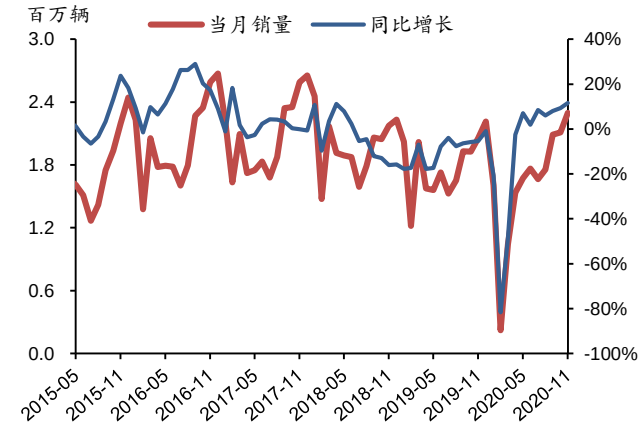
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图2：汽车累计月销量及同比增长



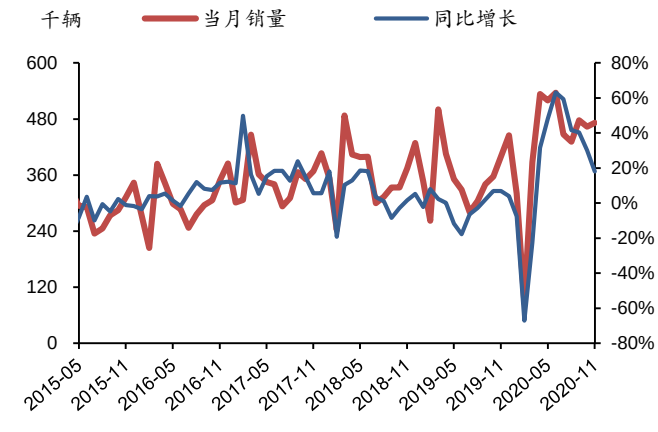
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图3：乘用车月销量及同比增长



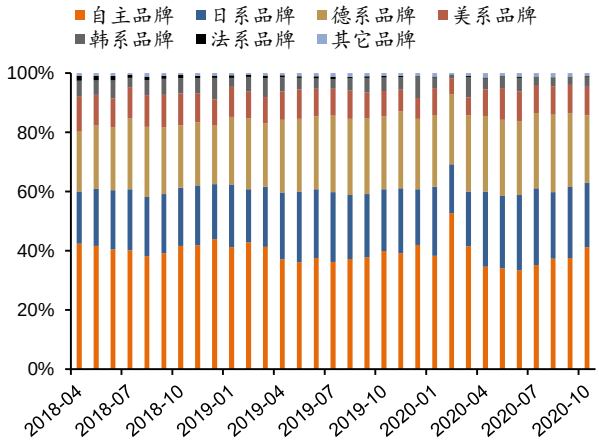
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图4：商用车月销量及同比增长



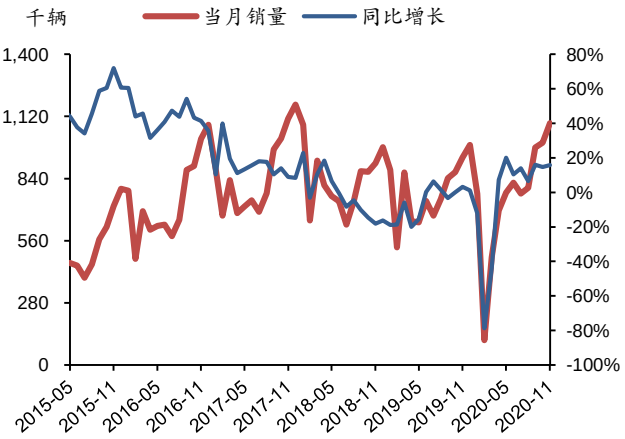
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图5：乘用车的分国别市场占有率



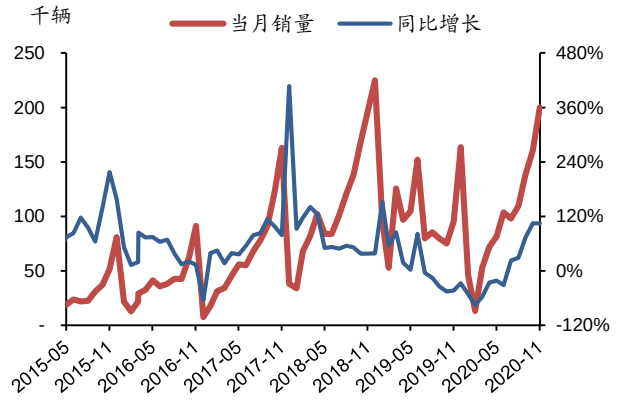
资料来源：中汽协、招商证券（香港）；注：未披露11月数据

图6：SUV月销量及同比增长



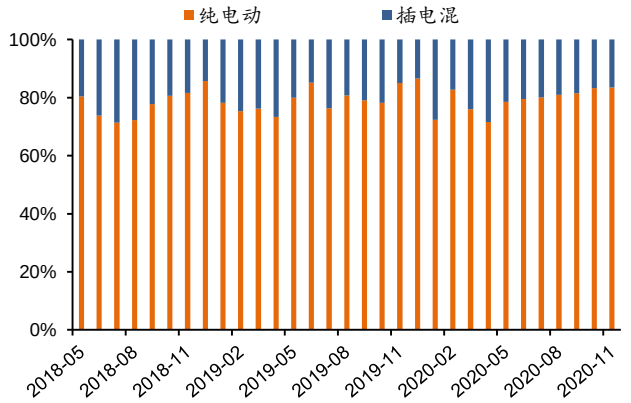
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图7：新能源车月销量及同比增长



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图8：新能源车月销量拆分

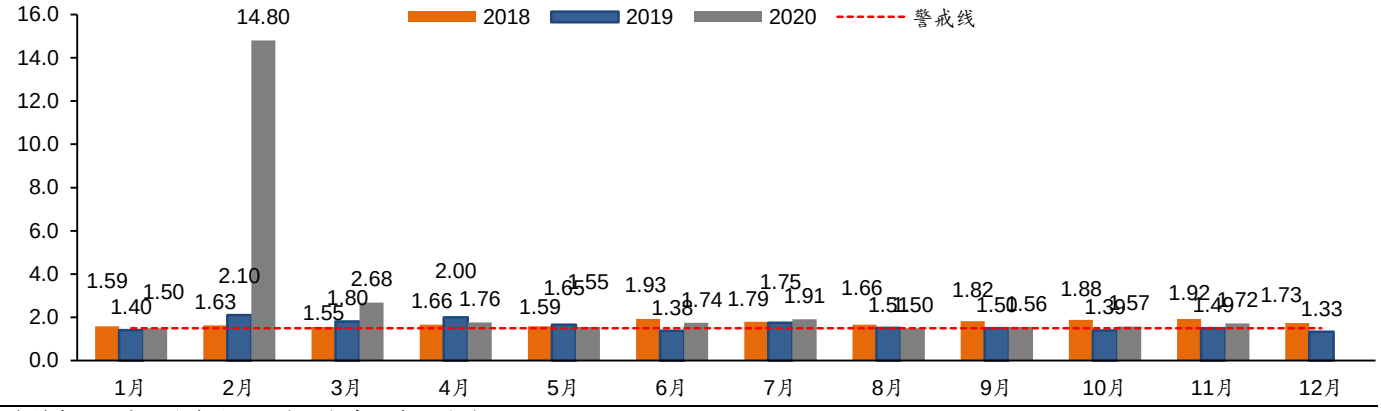


资料来源：中汽协、招商证券（香港）

2020年11月经销商库存系数为1.72

根据中国汽车流通协会数据，2020年11月汽车经销商库存系数为1.72（前值1.57），同比上升15.4%，环比上升9.6%，库存水平位于警戒线之上。渠道库存增加9.9万辆，补库存力度较大。

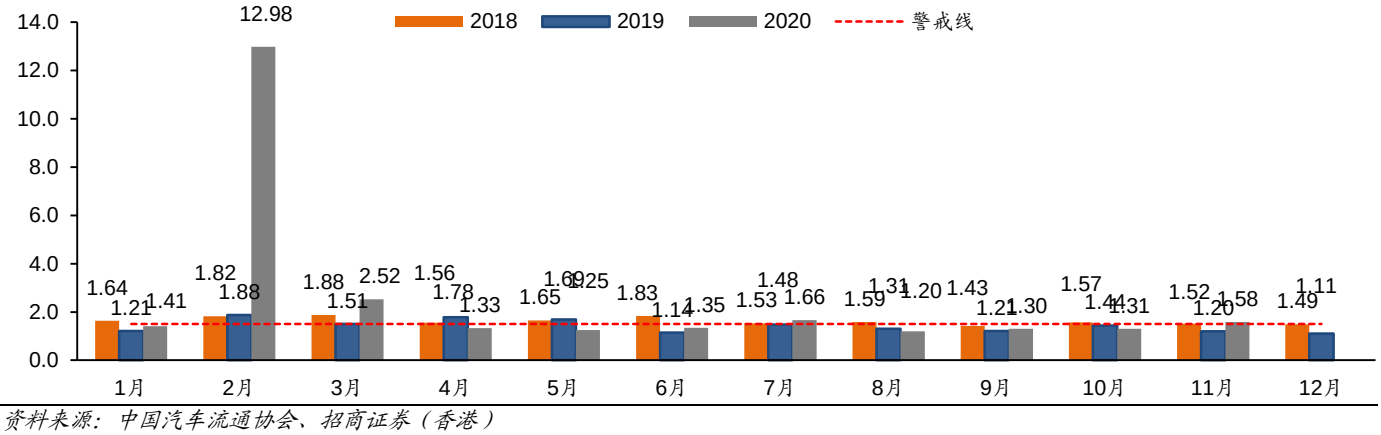
图9：中国汽车经销商库存系数



资料来源：中国汽车流通协会、招商证券（香港）

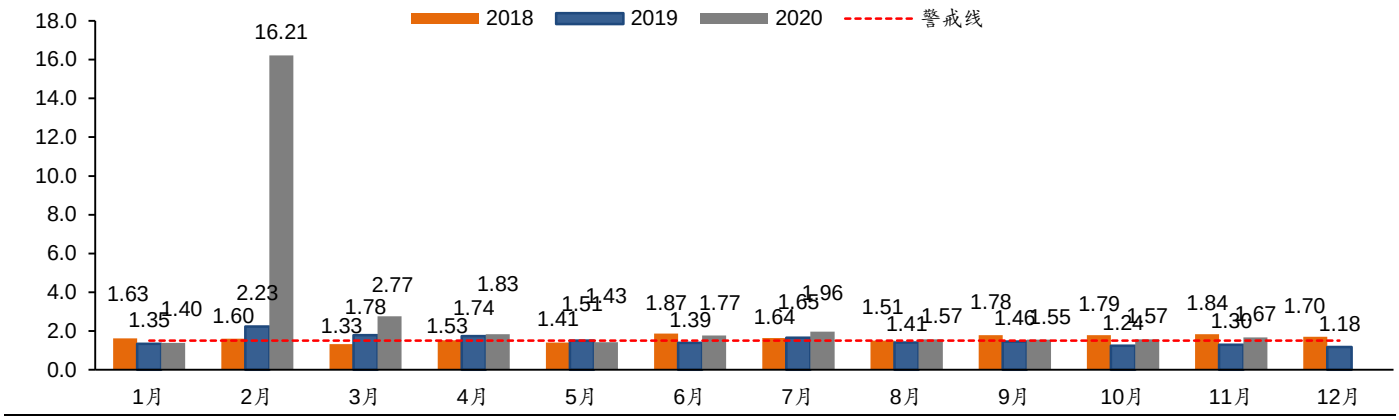
2020年11月，高端豪华及进口品牌库存系数为1.58，环比上升20.6%，突破警戒线；合资品牌库存系数为1.67，环比上升6.4%，高于警戒线；自主品牌库存系数为1.87，环比上升9.4%，高于警戒线。

图10：库存系数-高端豪华及进口品牌



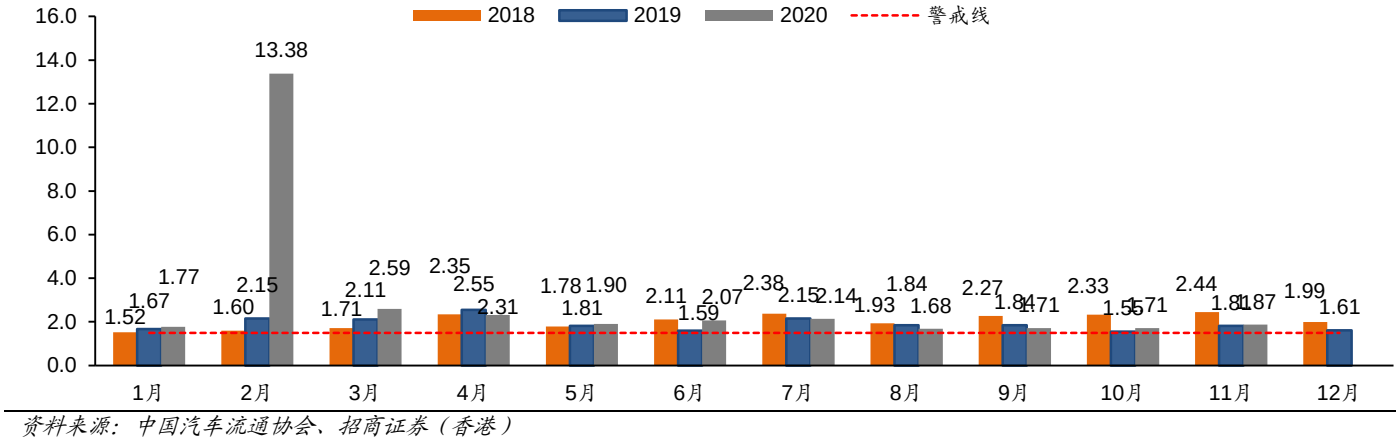
资料来源：中国汽车流通协会、招商证券（香港）

图11：库存系数-合资品牌



资料来源：中国汽车流通协会、招商证券（香港）

图12：库存系数-自主品牌

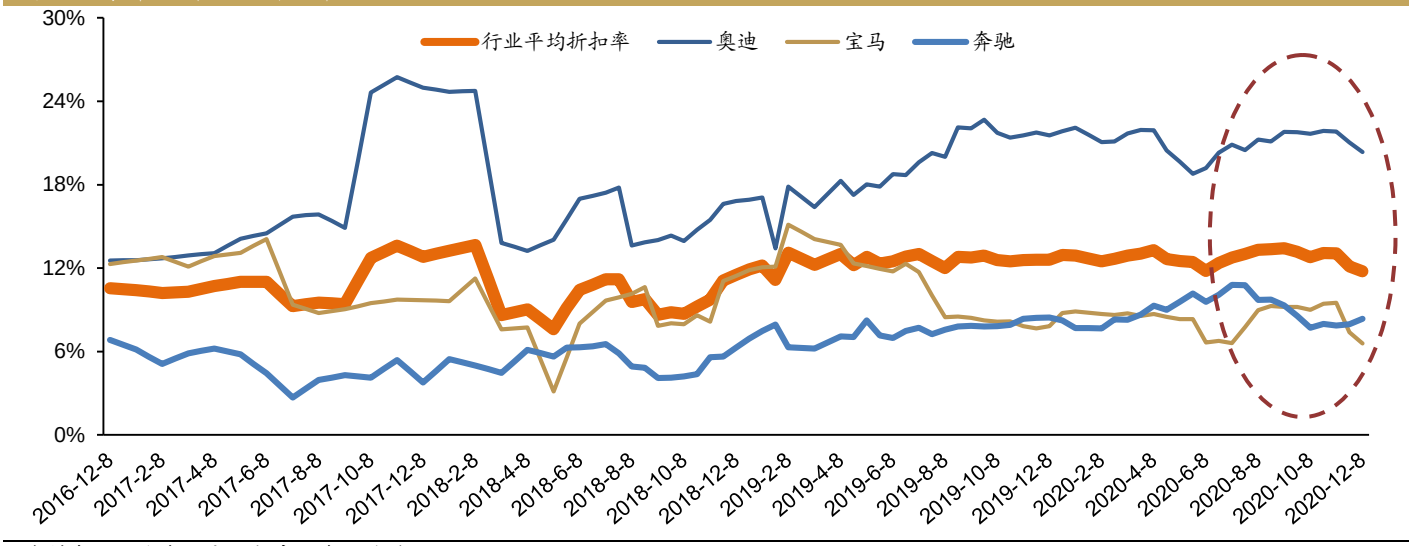


资料来源：中国汽车流通协会、招商证券（香港）

我们的渠道调研显示，BBA品牌终端折扣率四季度以来处于持续改善通道，其中奥迪和宝马折扣率改善，奔驰终端价格走弱。

- **奥迪：**整体折扣率仍高，定价能力在BBA中最弱，11月主力车型折扣率改善；
- **宝马：**全年处于强劲周期，三季度因车型进入换代前夕折扣升高，12月上旬折扣率降至历史低点；
- **奔驰：**下半年折扣率持续改善，12月上旬折扣率小幅反弹。

图13：豪华品牌终端折扣率跟踪



资料来源：汽车之家、招商证券（香港）

图 14：覆盖公司最新动态、盈利预测及目标价调整

公司简称	股票代码	新评级	原评级	新目标价（港元）	原目标价（港元）	最新动态、盈利预测及目标价调整说明
比亚迪股份	1211 HK	买入	买入	340.0	340.0	公司 11 月销量为 5.4 万辆，同比增长 31%，其中新能源乘用车同比增长 139%至 2.6 万辆，汉销量首次破万，验证高端车突破能力。公司拟增发不超过总股本 6.7%，加码研发投入助力电动化智能化发展，短期影响负面，长期影响正面。 盈利预测及目标价维持不变。
吉利汽车	175 HK	买入	买入	30.0	30.0	公司 11 月销量为 15 万辆，同比增长 5%，其中领克同比强劲增长 61%至 2.3 万辆再创新高。1-11 月累计销量为 117 万辆，同比跌幅收窄至 5%。吉利品牌主力车型折扣率环比改善。 盈利预测及目标价维持不变。
中升控股	881 HK	买入	买入	70.0	70.0	核心经销品牌动态：北京奔驰 11 月销量为 5.9 万台，同比增长 24%，1-11 月销量为 55 万台，同比增长 7%；雷克萨斯在 11 月销量为 2.1 万辆，同比增长 6.8%，1-11 月累计销量 20.3 万辆，已经超过 2019 年总销量；丰田 11 月在华的终端销量为 17.8 万辆,同比增长 16.7%。 盈利预测及目标价维持不变。
潍柴动力	2338 HK	买入	买入	22.0	22.0	11 月重型货车行业销量同比增长 33.5%至 13.6 万辆，1-11 月累计同比增长 39.5%至 151 万辆。 盈利预测及目标价维持不变。
华晨中国	1114 HK	买入	买入	10.0	10.0	华晨宝马 11 月销量同比增长 19%至 6.1 万辆，增速回升，其中 3 系/5 系/X3 销售 1.6 万/1.4 万/1.2 万辆。因车型换代，终端折扣率降至历史低点。 盈利预测及目标价维持不变。
敏实集团	425 HK	买入	买入	45.0	45.0	公司近日发布公告，董事会批准发行人民币股份并于 A 股上市的初步计划。我们认为 A 股上市将有利于拓宽公司融资渠道，加强在轻量化、新能源等新兴产品线上的研发和产能投入，并有利于港股市场估值提升。 盈利预测及目标价维持不变。
福耀玻璃	3606 HK	买入	买入	47.0	47.0	n.a 盈利预测及目标价维持不变。
长城汽车	2333 HK	买入	买入	20.0	20.0	公司 11 月销售 15 万辆，同比增长 26%，月销量创近年新高；哈弗/WEY/欧拉/长城皮卡分别同比+22%/-13%/+19%/+415%，哈弗 H6 销售 5.5 万辆，欧拉黑猫销售 9 千辆成为爆款。WEY 品牌终端折扣平稳，哈弗品牌小幅环比提升。近期欧拉好猫、坦克 300 上市，丰富产品布局，兑现平台化优势。 盈利预测及目标价维持不变。
和谐汽车	3836 HK	中性	买入	3.6	3.6	核心经销品牌动态：华晨宝马 11 月销量同比增长 19%至 6.1 万辆，增速回升，1-11 月累计同比增长 11.5%至 55 万辆；雷克萨斯在 11 月销量为 2.1 万辆，同比增长 6.8%，1-11 月累计销量 20.3 万辆，已经超过 2019 年总销量。 盈利预测及目标价维持不变。
正通汽车	1728 HK	中性	中性	1.0	1.0	核心经销品牌动态：华晨宝马 11 月销量同比增长 19%至 6.1 万辆，增速回升，1-11 月累计同比增长 11.5%至 55 万辆；一汽奥迪 11 月销量为 6.7 万辆，同比增长 0.4%，1-11 月销量为 61 万辆，同比增长 8%；奇瑞捷豹路虎 11 月销量为 6 千辆，同比增速降至-5%，1-11 月销量为 5.2 万辆，同比增长 9%。 盈利预测及目标价维持不变。

资料来源：公司资料、招商证券（香港）

行业估值比较

公司	彭博代码	招商证券评级	股价（港元）	招商证券目标价（港元）	上涨空间	市值(百万美元)	市盈率(x) 2020E	市盈率(x) 2021E	市净率(x) 2020E	市净率(x) 2021E	PEG(x) 2020E	PEG(x) 2021E	ROE (%) 2020E	ROE (%) 2021E	股息收益率(%) 2020E	股息收益率(%) 2021E	净负债率(%) 2019
汽车制造商																	
比亚迪股份	1211 HK	买入	174.1	340.0	95%	66,308	81.4	62.2	6.5	6.0	0.4	3.3	7.5	8.1	0.1	0.1	105.5
长城汽车	2333 HK	买入	15.1	20.0	33%	28,947	24.9	14.3	2.0	1.9	5.6	0.2	8.2	13.0	2.0	3.6	-11.7
吉利汽车	175 HK	买入	22.0	30.0	36%	27,645	22.5	15.9	2.7	2.8	-3.2	0.4	11.9	17.3	1.1	1.5	-31.6
华晨中国	1114 HK	买入	6.2	10.0	60%	4,030	3.8	3.4	0.7	0.6	1.1	0.3	18.8	18.2	7.0	1.9	-1.5
广汽集团	2238 HK	未评级	8.0	n.a	n.a	17,362	10.2	7.8	0.8	0.8	1.6	0.3	7.7	9.3	3.1	4.0	-19.6
东风集团	489 HK	未评级	7.9	n.a	n.a	8,670	6.1	4.7	0.4	0.4	-0.3	0.2	7.2	8.8	4.3	5.4	20.1
中国重汽	3808 HK	未评级	19.0	n.a	n.a	6,723	8.2	8.0	1.4	1.3	0.1	2.4	18.3	16.3	4.6	4.7	-63.9
平均*							12.6	9.0	1.3	1.3	0.8	0.6	12.0	13.8	3.7	3.5	-18.0
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	52.5	70.0	33%	15,323	20.8	16.2	4.1	3.4	1.9	0.6	19.8	20.9	1.0	1.3	68.5
和谐汽车	3836 HK	中性	3.8	3.6	-6%	775	8.7	7.8	0.6	0.6	0.9	0.7	7.3	7.6	2.3	2.6	15.6
正通汽车	1728 HK	中性	0.9	审视中	n.a	307	-1.5	4.9	0.2	0.2	0.0	0.0	-11.5	3.5	0.0	4.5	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	30.3	n.a	n.a	4,827	41.2	29.2	12.6	10.1	1.1	0.7	34.6	37.7	1.3	1.8	45.1
永达汽车	3669 HK	未评级	12.8	n.a	n.a	3,233	12.8	10.1	1.8	1.6	1.3	0.4	14.9	16.6	2.9	3.0	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	0.9	n.a	n.a	323	4.3	3.4	0.3	0.2	-0.3	0.1	6.4	7.3	0.0	0.0	122.1
平均							14.4	11.9	3.3	2.7	0.8	0.4	11.9	15.6	1.3	2.2	72.4
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	15.4	22.0	43%	18,316	10.5	9.3	2.0	1.7	1.3	0.7	18.7	18.2	2.4	2.7	-63.9
福耀玻璃	3606 HK	买入	34.7	47.0	35%	13,788	27.4	19.7	3.3	3.0	-3.8	0.5	12.1	15.5	2.4	3.3	11.1
敏实集团	425 HK	买入	36.0	45.0	25%	5,337	29.3	18.4	2.4	2.2	-1.0	0.3	8.2	11.9	1.4	2.2	60.4
耐世特	1316 HK	未评级	8.5	n.a	n.a	2,729	24.9	12.1	1.5	1.3	-0.5	0.1	6.1	11.0	1.5	2.6	-12.6
平均							23.0	14.9	2.3	2.1	-1.0	0.4	11.3	14.1	1.9	2.7	-1.2
整体平均*							15.9	11.6	2.3	2.0	0.4	0.5	11.8	14.6	2.3	2.8	20.1

*收盘价截至2020年12月11日，未评级公司基于市场共识，资料来源：彭博、招商证券（香港）预测；*注：汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份*

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。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用或分

发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

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