CMS 招商證券國際

2020 年 12 月 4 日(星期五)

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

2021年展望：变革向新之年

■**预计明年行业增长10%，内生增长及政策双轮驱动，电动智能变革加快**

■**新能源车进入爆发期，自主龙头借机突破高端市场，零部件公司切换赛道**

■**重点推荐比亚迪股份、吉利汽车、长城汽车**

行业：开启复苏周期，变革加速

预计2021年行业结束连续3年调整，销量增长10%，上下半年增速前高后低。维持行业推荐评级。**驱动因素：1）内因**：销量比重大的中低端车客户的购买力修复；消费升级及产业升级；行业库存健康，供需均衡；同比低基数。**2）政策**：政策导向正面，保就业抓汽车，增加汽车号牌、汽车下乡、淘汰国三旧车等拉动增长。**行业变革：**电动化、智能化、互联化成为竞争焦点，推动行业跨界创新，产业链重构，价值链总量上移、重心后移。

整车：新能源车进入爆发期，自主龙头创新突围

新能源车进入市场化驱动阶段，预计明年销量增长超过40%，未来5年渗透率将从2019年的4.7%上升到20%（销量CAGR约34%）。**1）需求端**：今年前三季限购/非限购地区的私人购买新能源车逆势增长15%/22%，新能源汽车的市场接受度大幅提高。**2）供给端：**厂家加速布局新能源，高中低端优质车型百花齐放。**3）自主突破：**自主龙头的纯电动平台将先后成型，三电技术获得突破。继比亚迪汉后，将有更多自主品牌从新能源领域突破20万元人民币定价区间。**4）市场格局：**离充分竞争仍远，明年特斯拉国产化加速，比亚迪依靠丰富产品线维持高市占率，四大国产新势力（蔚来/小鹏/理想/威马）销量趋势向好。**5）豪华车：**前10月销量同比增长15.5%，于乘用车市场渗透率仅为14.5%，预计明年持续跑赢市场，得益于消费升级以及放松限购。

零部件：创新加快，赛道切换

传统零部件供应商向电动化和智能化业务切换，动力电池和轻量化是两大最值得关注的赛道。创新能力强的龙头公司获得导入新产品线，提升单车配套价值的机遇。**1）电池**：高性价比和安全性令磷酸铁锂电池市占率回升，将重塑与三元电池竞争格局。**2）轻量化**：燃油车油耗压力，以及新能源车技术性能竞争，推动轻量化零部件强劲增长，预计未来10年铝渗透率接近翻倍。

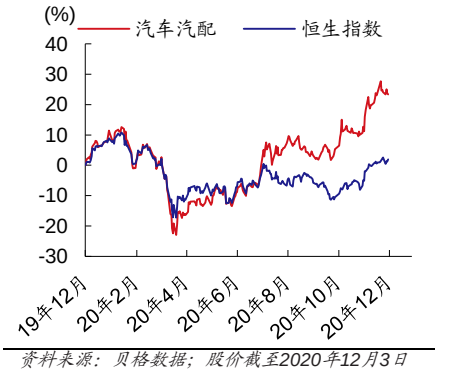
策略：新能源车产业链为主，豪华车产业链为辅

1）新能源：a）整车首推**比亚迪股份（1211 HK，买入）**，新能源全产业链优势，纯电动/混动车最先爆发；**吉利汽车（175 HK，买入）**，明年进入新产品周期，看好纯电动SEA平台后发优势；**长城汽车（2333 HK，买入）**，欧拉电动车市场定位精准，新SUV产品线效应持续释放；b）零部件看好轻量化双龙头**敏实集团（425 HK，买入）**和**福耀玻璃（3606 HK，买入）**。**2）豪华车**：**中升控股（881 HK，买入）**，看好豪华品牌组合/渠道/管理优势。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数（2020/12/03）	26,729
国企指数（2020/12/03）	10,586

行业表现



资料来源：贝格数据；股价截至2020年12月3日

%	1m	6m	12m
绝对表现	9.5	35.8	24.5
相对表现	2.3	26.0	25.2

资料来源：贝格数据

相关报告

1. 汽车汽配 - 车展观察：新能源车大热，电动化进程加速 (2020/11/24)
2. 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)
3. 汽车汽配 - 行业加速复苏，关注新能源及豪华车产业链 (2020/11/12)
4. 汽车汽配 - 政策解读：暖风如期而至，稳就业抓汽车获定调 (2020/10/21)

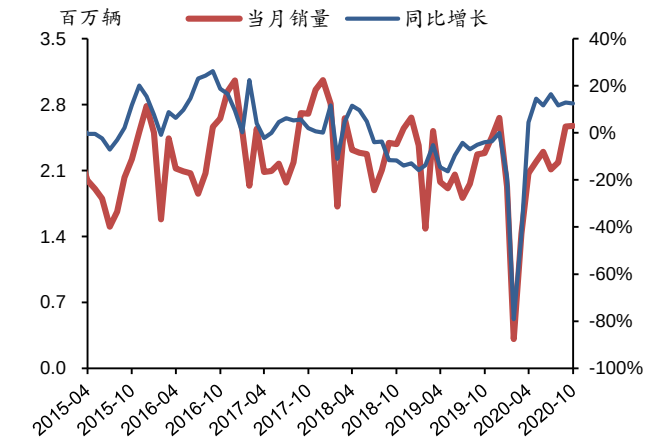
重点公司主要财务指标

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	172.9	97%	1.81	2.37	80.8	61.8	6.5	5.9	105.5%
吉利汽车	175 HK	买入	30.0	20.6	46%	0.83	1.17	21.1	14.9	2.5	2.6	-31.6%
长城汽车	2333 HK	买入	20.0	14.3	39%	0.51	0.89	23.7	13.6	2.0	1.8	-11.7%
中升控股	881 HK	买入	70.0	56.4	24%	2.13	2.74	22.4	17.4	4.4	3.6	68.5%
潍柴动力	2338 HK	买入	22.0	16.2	36%	1.25	1.41	11.0	9.8	2.1	1.8	-63.9%
华晨中国	1114 HK	买入	10.0	6.6	52%	1.39	1.55	4.0	3.6	0.8	0.7	-1.5%
敏实集团	425 HK	买入	45.0	37.3	21%	1.04	1.66	30.3	19.0	2.4	2.2	60.4%
福耀玻璃	3606 HK	买入	47.0	36.8	28%	1.07	1.49	29.0	20.9	3.5	3.2	11.1%
和谐汽车	3836 HK	中性	审视中	4.1	n.a	0.37	0.42	9.3	8.3	0.7	0.6	15.6%
正通汽车	1728 HK	中性	1.0	1.1	-7%	-0.51	0.15	-1.8	6.0	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3日的收盘价

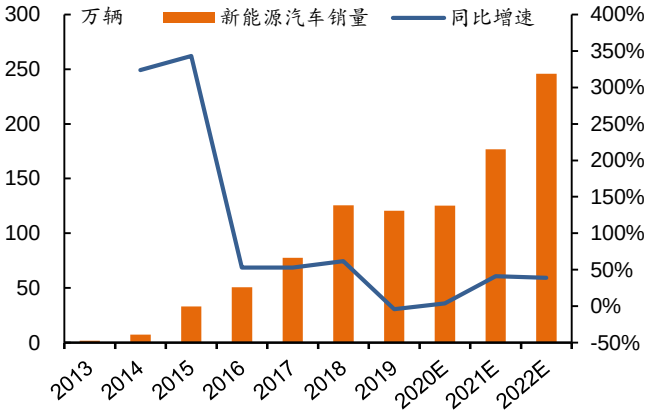
重点图表

图1：汽车月销量今年触底，开启持续复苏周期



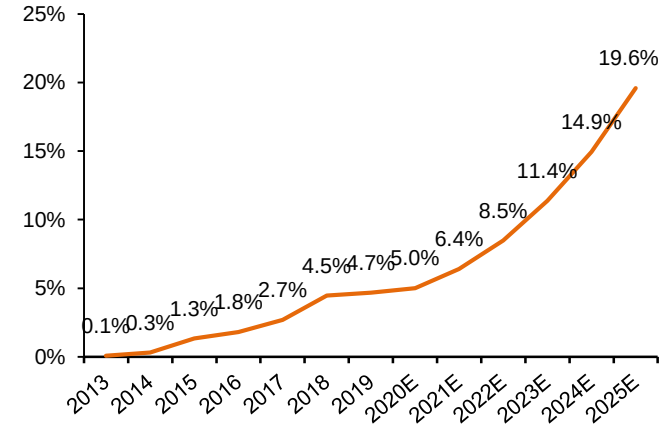
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图2：新能源车2021年将进入强劲增长周期



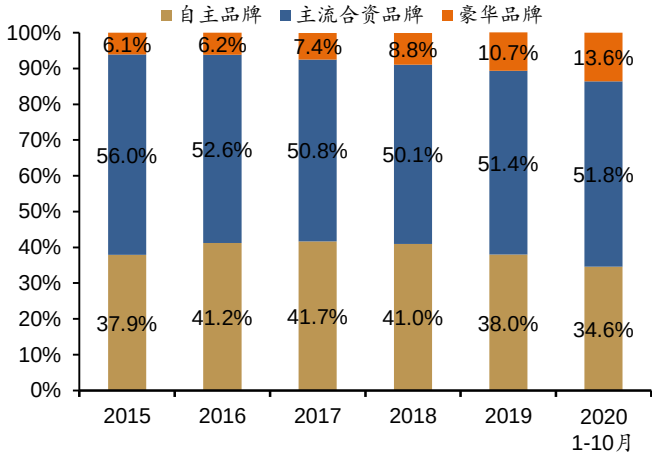
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图3：未来五年新能源车渗透率大幅上升



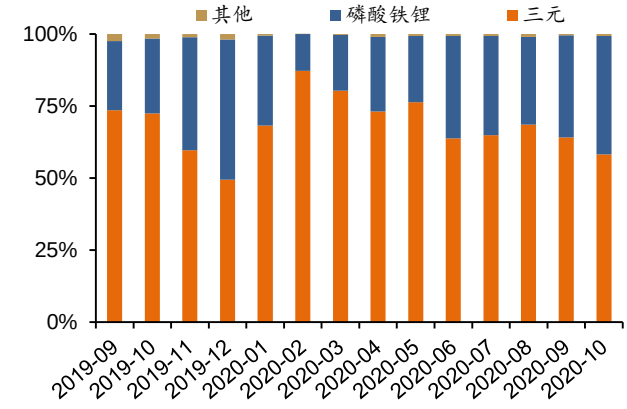
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图4：豪华品牌车市占率逐年上升（不含进口）



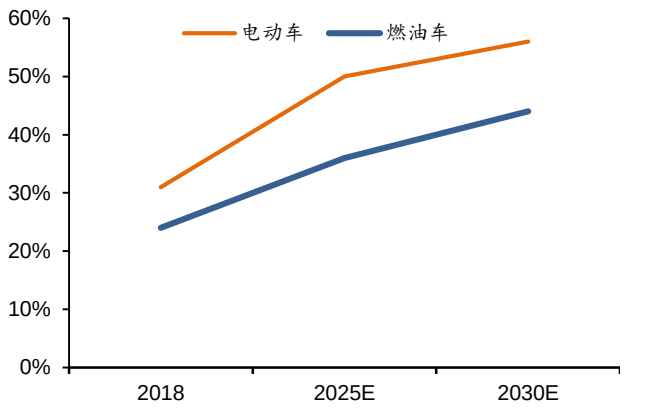
资料来源：乘联会、招商证券（香港）

图5：铁锂动力电池月度装车量占比大幅回升



资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图6：轻量化令铝渗透率（实际用量/最大用量）上升



资料来源：CM Group预测、招商证券（香港）

目录

重点图表 2

一、行业复苏，变革加速 4
1、2020 年触底，2021 年开始持续复苏 4
2、明年行业受内生增长及政策双轮驱动 4
3、行业变革加速，产业链重构 6

二、整车：2021 年新能源车进入爆发期 8
1、今年下半年已快速复苏，有望延续至明年 8
2、需求端：私人购车拉动，市场接受度大幅上升 9
3、供给端：优质车型增多，行业百花齐放 11
4、新能源破局：自主品牌突围，产品线上移 12
5、政策端：发布路线图提高长期确定性，实行差异化交通管理 13

三、零部件：创新加快，赛道切换 15
1、动力电池和轻量化是最值得关注新赛道 15
2、磷酸铁锂电池市占率回升，重塑竞争格局 15
3、汽车轻量化零部件强劲增长 17

四、明年豪华车强劲增长 21
1、行业二季度快速复苏，下半年加速增长 21
2、多重因素驱动今年豪华车强劲增长 21
3、2021 年豪华车市场展望乐观 22
4、三大豪华品牌 2021 年产品线和战略布局 24

五、投资策略 26
1、投资策略 26
2、重点推荐股票 26

六、重点公司分析 27
1、比亚迪（1211 HK，买入） 27
2、吉利汽车（175 HK，买入） 28
3、长城汽车（2333 HK，买入） 29
4、福耀玻璃（3606 HK，买入） 30
5、敏实集团（425 HK，买入） 31
6、中升控股（881 HK，买入） 32

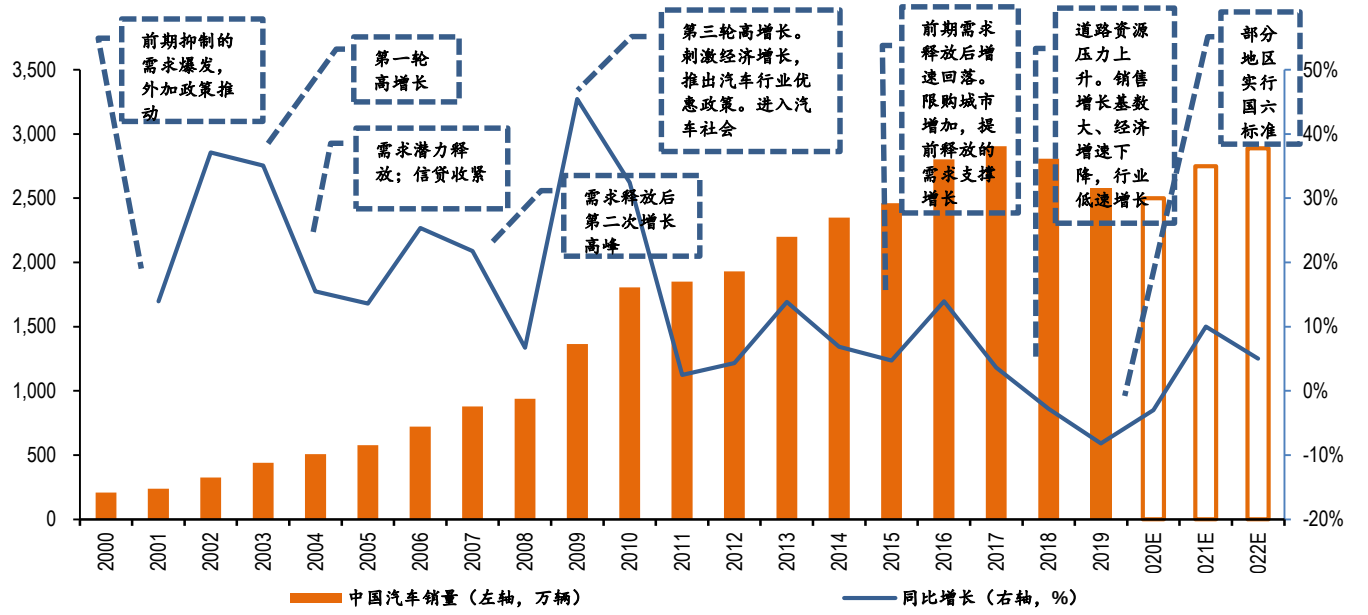
行业估值比较 33
财务预测表 34
投资评级定义 34

一、行业复苏，变革加速

1、2020年触底，2021年开始持续复苏

2020年，国内经济放缓，叠加疫情冲击，中低端车客户群购买力下降大，行业延续调整，预计全年销量同比降幅收窄至3%以内。受益于政府密集出台支持性政策，以及全国疫情得到有效控制，下半年行业显著恢复，全年销量先抑后扬，为2021年的行业持续复苏奠定良好基础。我们预计2021年行业结束连续3年调整，进入复苏周期，全年销量同比增长10%，上下半年增速前高后低。维持行业“推荐”评级。

图7：中国汽车行业增长周期及驱动因素



资料来源：中汽协、招商证券（香港）预测

图 8：1-10 月行业销量（单位：万辆，%）

	10 月销量	1-10 月销量	10 月环比	10 月同比	1-10 月同比
汽车	257.3	1969.9	0.1	12.5	-4.7
乘用车	211.0	1549.5	0.8	9.3	-9.9
轿车	94.6	717.6	-1.5	5.6	-13.6
SUV	100.2	723.4	1.9	14.6	-3.1
MPV	12.3	78.4	10.0	-5.8	-29.5
交叉型乘用车	3.8	30.2	0.2	26.1	-4.6
商用车	46.4	420.4	-2.8	30.1	20.9
客车	4.3	33.8	-0.8	20.6	-6.6
货车	42.1	386.6	-3.0	31.1	24.1
其中：半挂牵引车	7.1	71.2	-5.6	54.5	53.6
货车非完整	6.3	59.5	-12.7	40.2	23.7

资料来源：中汽协、招商证券（香港）

2、明年行业受内生增长及政策双轮驱动

1）内部因素：

疫情对中低端车影响消退。占销售比重大的中低端车客户的购买力修复，带动中低端车销量企稳回升。最具代表性的自主龙头吉利汽车/长城汽车的月销量分别在4月/5月开始同比转正，下半年维持较高增长。

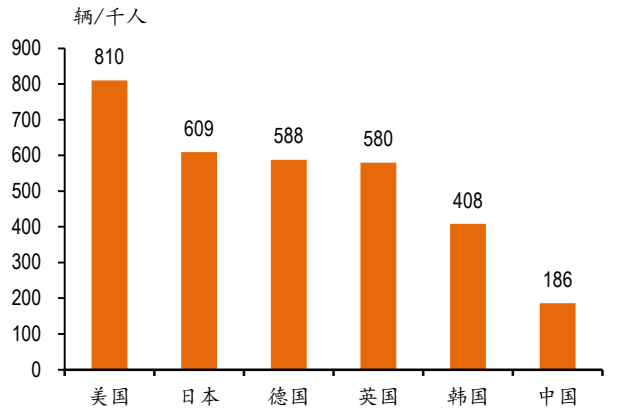
消费升级及产业升级衍生新市场。消费升级及产业升级的长逻辑不变，首购、换购、增购需求持续释放；行业向新四化加速变革，衍生出新的市场。汽车越来越超越单纯的出行功能，科技、娱乐属性增强，品质感、体验感更加完善，给予消费者更多换购、增购的理由。基于此，能持续优化供给，顺应消费升级潮流的车企将在这一块增量蛋糕中获取更多份额。

行业库存水平健康，整体供需均衡。今年下半年以来，行业库存状况整体改善，8/9/10月行业库存系数分别为1.91/1.50/1.56，处于相对合理范围，反映终端需求尤其比重较高的中低端车型需求复苏良好，销量增长可以持续。

同比低基数。持续三年行业整合期叠加新冠疫情冲击，2021年同比基数偏低。今年一季度乘用车销量同比暴跌45.4%，前10月乘用车销量规模为1,550万辆，相对2019年同期下降9.9%，相对2017年同期降幅达20.5%，因此2021年同比基数偏低，尤其上半年有望取得双位数同比增长。

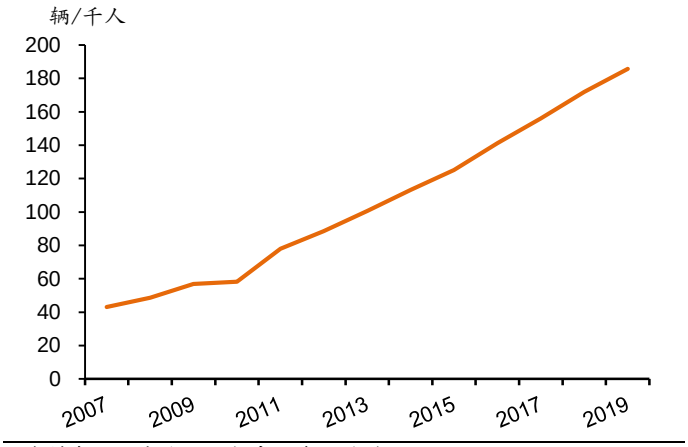
中国汽车市场远未到成熟饱和阶段，刚性需求依然庞大。2019年底，全国汽车保有量为2.6亿辆，对应千人保有量为186辆，距离欧美成熟汽车市场千人保有量超500辆十分遥远，对比亚洲发达经济体韩国408辆也有很大差距，因此我国的市场渗透率仍有很大提升空间。

图9：中国汽车千人保有量仍偏低（2019年）



资料来源：交通部、招商证券（香港）

图10：中国汽车千人保有量趋于上升



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

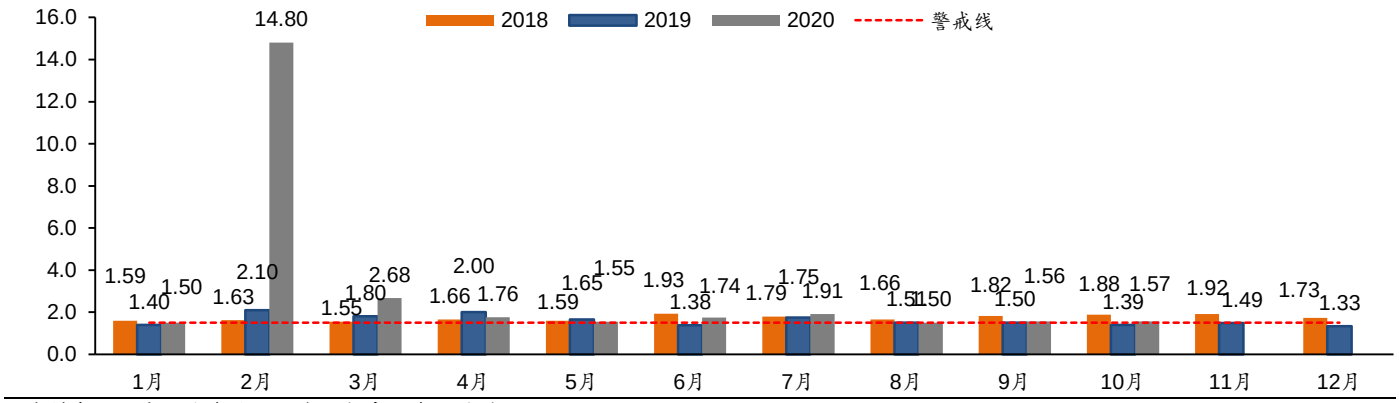
2）政策因素：

政策导向正面：政府保就业抓汽车，挖掘消费潜力。2020年以来，我国出台了一系列的政策措施稳定和扩大汽车消费，对今年下半年的行业复苏起到了重要作用。截至年末，发改委、工信部、商务部等部委频繁表态，将继续完善政策措施，促进汽车消费。

基于汽车行业在保就业、促消费方面意义重大（2020年前10月汽车类零售额占社会消费品零售总额的9.8%），且行业处于复苏周期，此时推动汽车消费的政策成本低，效益好，我们认为2021年政府将延续促进汽车消费的政策基调，全年政策导向正面。

政策工具多元：增加汽车号牌、汽车下乡、淘汰国三旧车等政策拉动增长。我们始终认为，放松限购是政策成本最低，效果最直接的消费刺激政策，估计全部限购城市被抑制的汽车需求达258万辆（相当于行业销量10%）。我国从今年7月开始组织开展新能源汽车下乡活动，下乡车型4个月的销量已经接近10万辆。

图11：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）

3、行业变革加速，产业链重构

我们预计明年开始，汽车行业的变革开始加速。汽车产业变革的动力来源于几个方面：

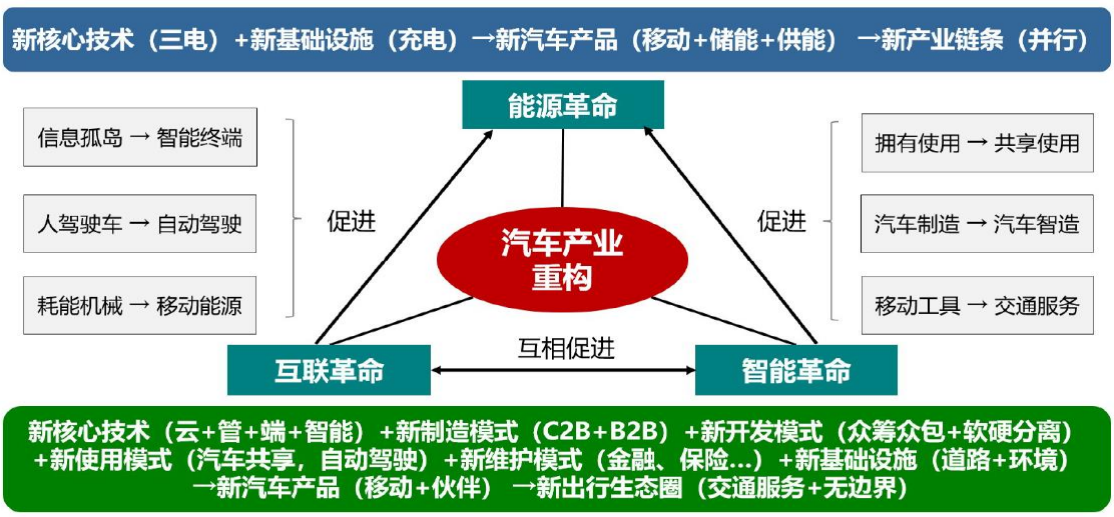
1）新能源化、智能化、互联化推动行业变革

传统动力汽车向新能源汽车的转变。“三电”（电池、电机和电控系统）技术成为新的汽车核心技术，围绕“三电”将出现并行于传统动力系统产业链的全新产业链，以及与新能源汽车匹配的充电/换电站、加氢站等基础设施建设和运营服务体系。

智能化、互联化成为新的核心技术，汽车产品突破性变化。互联化和智能化技术也将成为新的汽车核心技术，并推动汽车产业迎来新开发模式、新生产模式、新使用模式、新维护模式、新基础设施、新出行生态圈，进而催生出全新的产业生态系统。汽车产品也将发生六大突破性变化：一是由信息孤岛向智能终端转变；二是由人驾驶车向车自动驾驶转变；三是由耗能机械向可移动的储能供能单元转变；四是由拥有使用向共享使用转变；五是由制造向智能制造转变；六是由移动工具向出行服务转变。

跨界创新，产业链重构。未来汽车产业将以出行、互联、共享、服务等全新特征，推动汽车研发、制造、服务的一体化和基于数据驱动的服务。跨界融合创新带来生态重构新机遇，以“**智慧城市+智能交通+智能汽车**”为核心的汽车产业跨界融合创新将带来生态重构的主要载体。

图12：汽车产业深刻变革

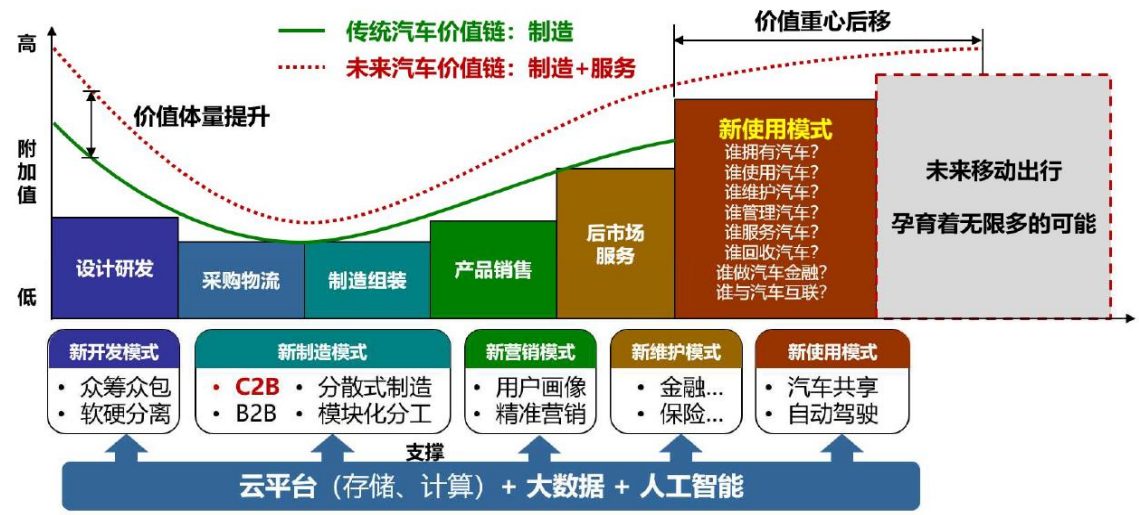


资料来源：中国汽车工程学院、招商证券（香港）

2）汽车产业价值链总量上升、重心后移

传统汽车产业价值链聚焦“制造”，而未来汽车产业价值链，受益于新科技革命带来的价值增值，将是**“新制造+新服务”**的集成。其中，“新制造”将包含低碳化、智能化、信息化相关新技术和智能制造，“新服务”则不仅体现在价值曲线的后端，而且将贯穿于设计研发、采购物流、生产制造、销售及售后服务的各个环节。汽车产业价值链将呈现“总量上升、重心后移”的基本特征和发展趋势。总量上升意味着汽车产业价值体量将整体上扬，比以前创造更大的价值和商机；重心后移则是指汽车产业价值内涵向服务端，尤其是出行领域深度扩展，产生巨大的发展空间。

图13：汽车产业价值增值，价值重心后移

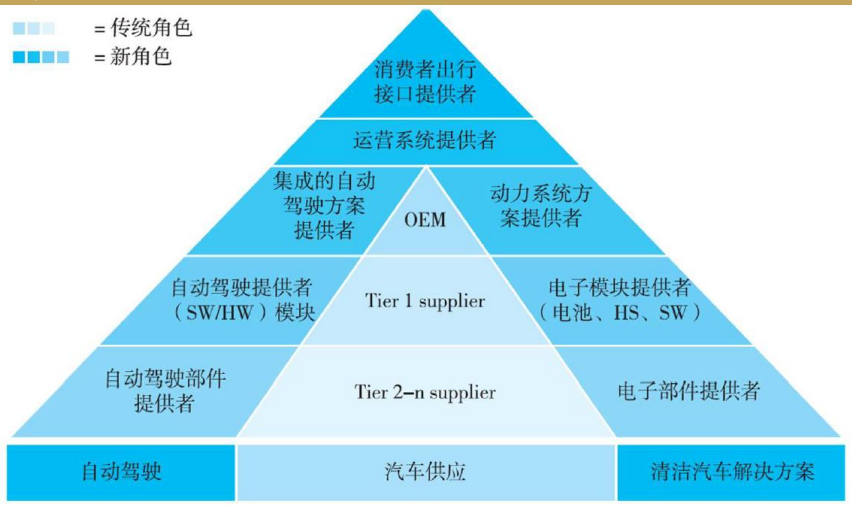


资料来源：中国汽车工程学院、招商证券（香港）

3）汽车产业生态系统开源创新、开放融合

从产业格局维度看，汽车产业边界不断扩展且渐趋模糊，汽车领域的竞争格局正在发生重大改变，呈现“多方参与、竞争合作”的复杂态势。除了传统整车企业、供应商和经销商以外，“电池、电机、电控”企业、信息通信技术企业、全新硬软件科技公司、新的运营商/服务商/内容商以及新基础设施公司等正在快速融入汽车产业。

图14：汽车产业边界扩展

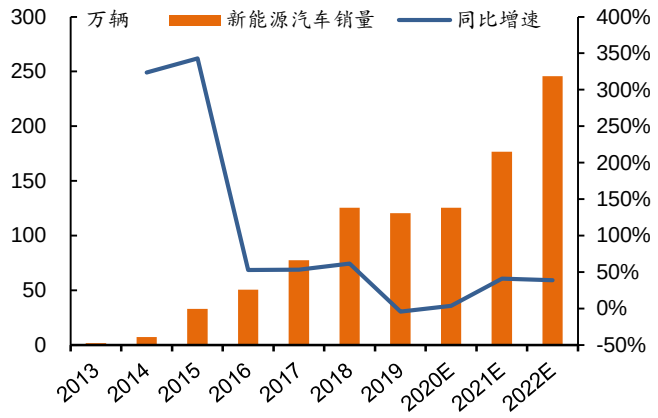


资料来源：中国汽车工程学院、招商证券（香港）

二、整车：2021年新能源车进入爆发期

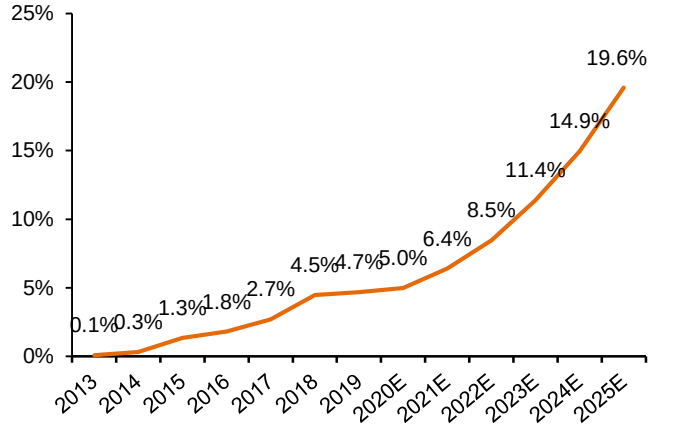
在整车领域，从燃油汽车向新能源汽车变革是明年行业最显著的趋势。明年是产品供给、需求释放和政策引导三风合一的顺风周期，我们预计明年新能源汽车销量增长或超过40%。

图15：中国新能源汽车2021年将进入爆发期



资料来源：中汽协、招商证券（香港）预测

图16：未来5年新能源车渗透率快速上升



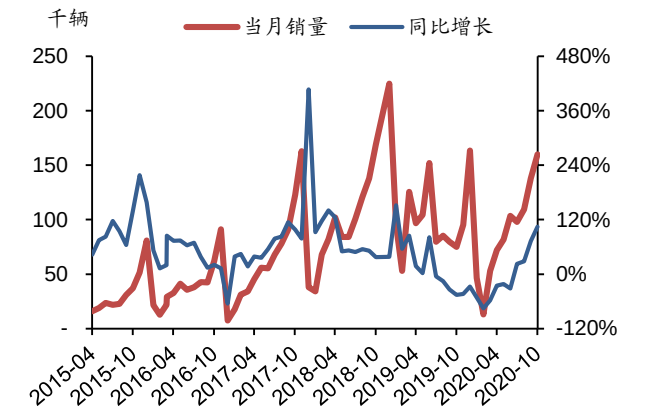
资料来源：乘联会、招商证券（香港）预测

1、今年下半年已快速复苏，有望延续至明年

1-10月新能源汽车累计销量为90.1万辆，同比下降7.1%（vs.汽车行业同比-4.7%），其中10月新能源车销量为16万辆，同比增长104.5%，环比增长13.9%，大幅跑赢汽车行业（同比+12.5%，环比+0.1%）。

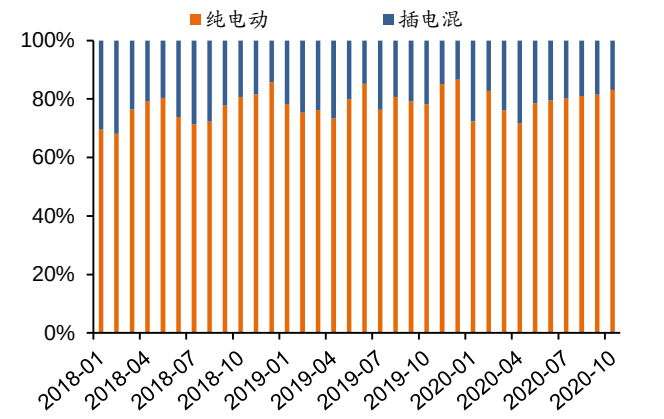
受补贴退坡影响，2019年新能源车销量前高后低，上半年新能源汽车销量冲刺，下半年补贴退坡后开启持续负增长，行业陷入低谷。2020年，新能源车销量呈现前低后高，上半年新能源车销量同比下降37.4%至39万辆，跑输汽车行业（同比-16.9%）。随着同比基数降低叠加疫情后车市复苏，2020年7月新能源车销量结束了连续12个月的负增长，7/8/9/10月销量分别同比增长19.3%/25.8%/67.7%/104.5%至9.8万/10.9万/13.8万/16万辆，销量节节走高。我们预计新能源汽车良好走势将延续至明年。

图17：新能源车月销量及同比增长（乘用+商用）



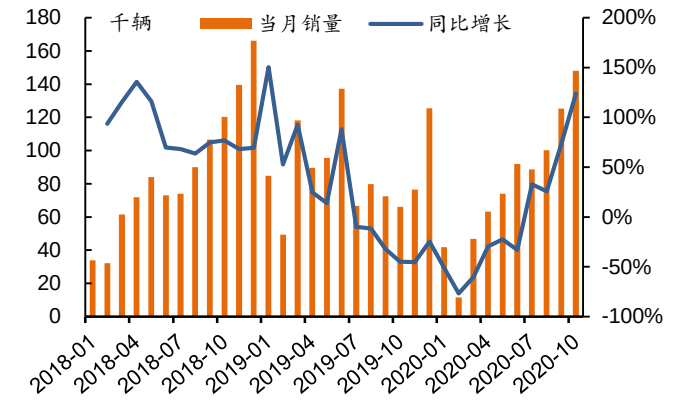
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图18：新能源车月销量拆分（乘用+商用）



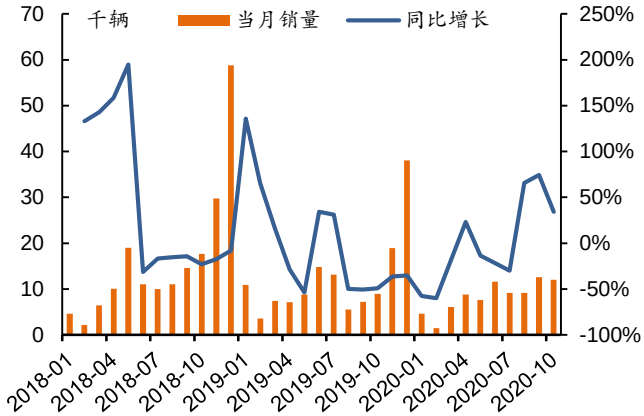
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图19：新能源乘用车销量及同比增长



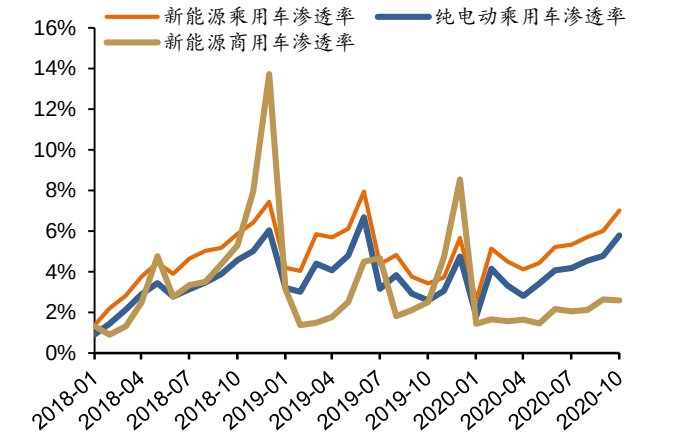
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图20：新能源商用车销量及同比增长



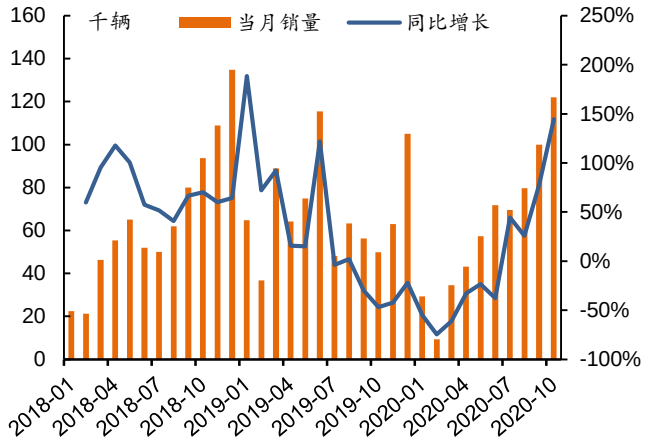
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图21：新能源车渗透率变化



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图22：纯电动乘用车销量及同比增长



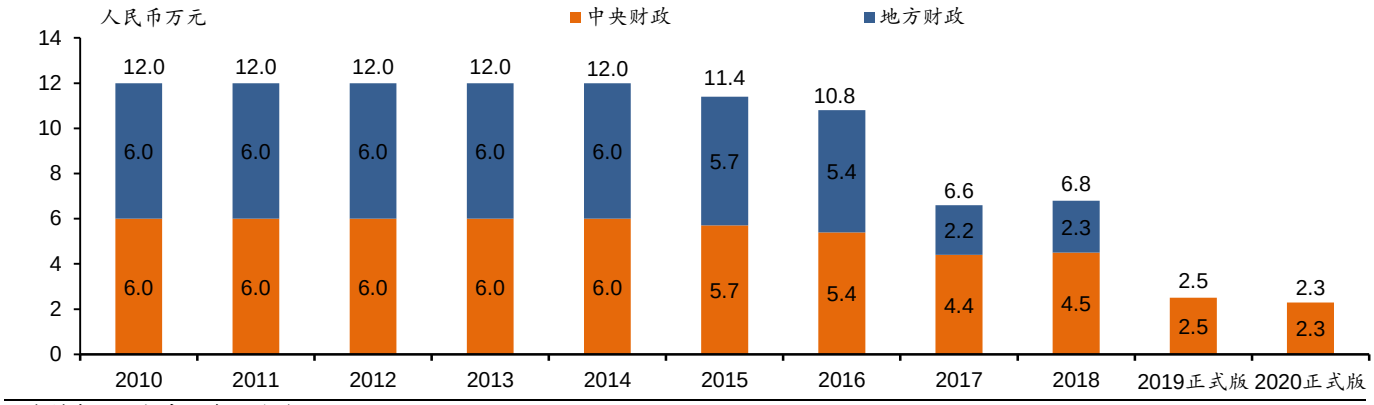
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

2、需求端：私人购车拉动，市场接受度大幅上升

1）补贴金额趋于下降，补贴退坡的负面影响减弱

2019年补贴退坡的影响已经充分消化，2020年新能源主导车型的单车补贴仅2.3万元人民币，补贴金额占新能源汽车价格的比重下降；同时，补贴退坡倒逼供给端整合，竞争力不足的产品被市场淘汰殆尽。基于以上两点，后续补贴退坡的边际影响持续减弱，明年新能源汽车行业进入市场化驱动阶段。

图23：新能源乘用车主导车型单车补贴金额



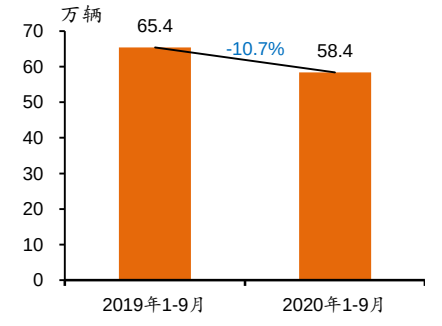
资料来源：招商证券（香港）

2）私人购车拉动增长，验证市场接受度提升

判断新能源汽车市场需求，关注两个重要指标：新能源车对私销量；非限购城市新能源车对私销量。根据上险数据，今年前三季度新能源汽车销量同比下降10.7%，主要源于新能源对公销量同比大幅下滑43.7%，而对私销量同比强劲增长18.6%。在对私销量中，前三季度非限购地区销量同比增长22.1%，表现强于限购地区（+14.6%），非限购地区销量占比升至55.1%。

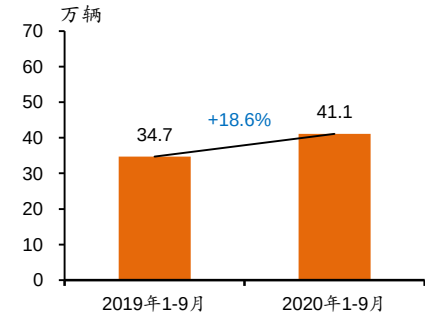
我们认为，**对私销量>对公销量，非限购地区对私销量>限购地区对私销量**，反映新能源汽车的市场接受度大幅提高，新能源车需求从政策驱动向市场驱动转变，行业从依赖政策输血向内生增长转变；行业的内生增长动力走强是新能源汽车行业步入快速成长期的重要前瞻指标。

图24：NEV总体销量



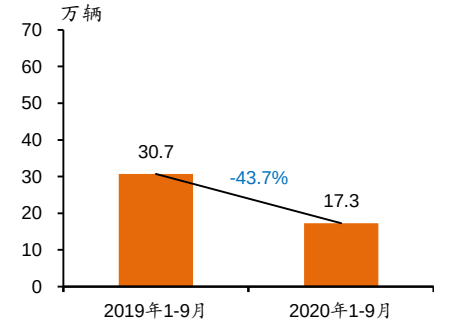
资料来源：上险量、招商证券（香港）

图25：NEV对私销量显著增长



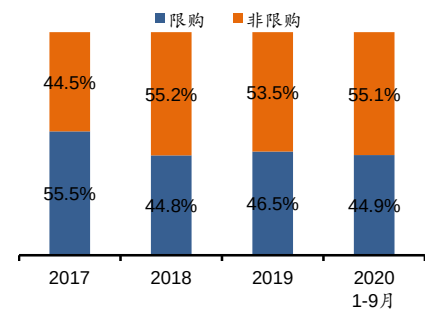
资料来源：上险量、招商证券（香港）

图26：NEV对公销量大幅下降



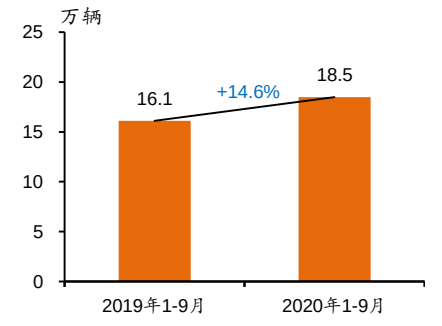
资料来源：上险量、招商证券（香港）

图27：NEV对私销量分布



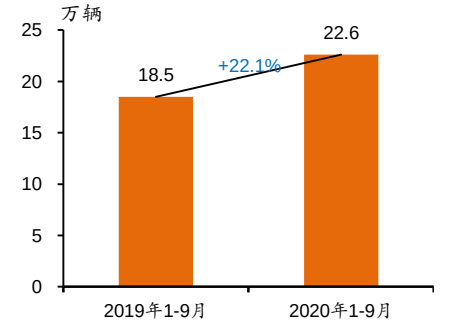
资料来源：上险量、招商证券（香港）

图28：NEV对私-限购地区



资料来源：上险量、招商证券（香港）

图29：NEV对私-非限购地区



资料来源：上险量、招商证券（香港）

3、供给端：优质车型增多，行业百花齐放

1）新能源汽车高端化发展，B级及以上车型占比上升

前三季度B级及以上销量占比升至36.4%的历史新高（vs. 2019年全年27.8%），源于汽车厂商推出的优质高端电动车的销售占比上升，典型代表是特斯拉以及部分造车新势力，产品注重科技感和舒适体验，品牌塑造成效显著，成功杀入豪华车阵营，且销量仍在持续走强。

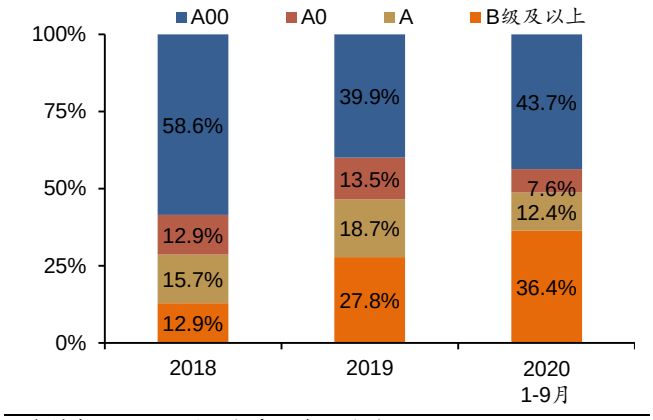
2）A00级别的销售占比趋于上升

厂商推出A00级别电动车，解决低线城市短途续航需求的痛点，迅速迎来销量爆发，典型代表是宏光MINI EV，今年7月上市，8月至10月连续夺得新能源车销量冠军。2018年之前，A00级新能源车主要为低质量的老年代步车，2019年老年代步车退潮后A00级销量占比回落，2020年前三季度A00级占比回升至43.7%。

3）市场格局：离充分竞争仍远

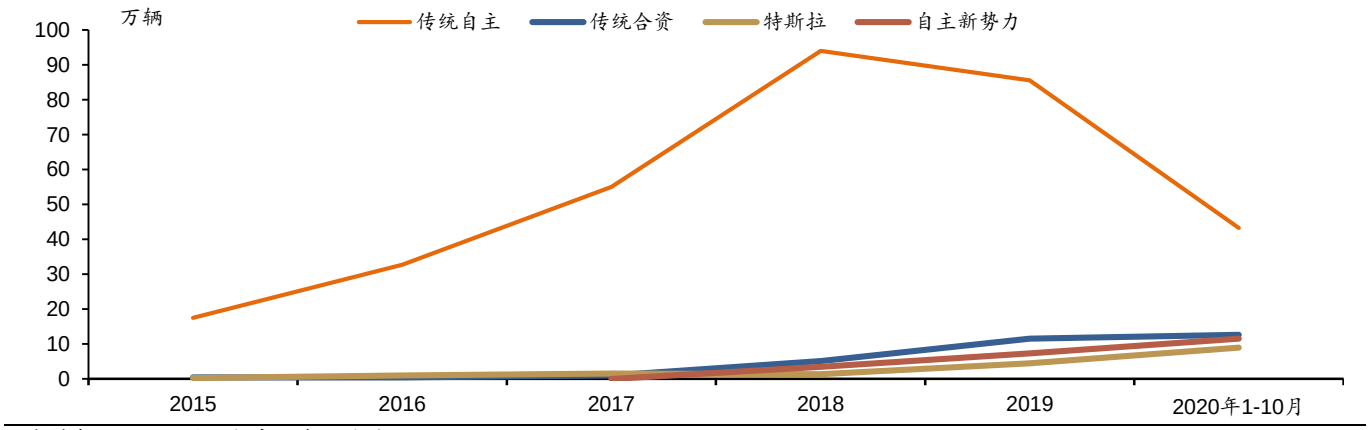
明年特斯拉国产化进程加速，国产化降本+产能爬坡+Model Y上市，三路出击形成合力；比亚迪依靠丰富产品线维持高市占率，汉销量爬升，刀片电池+DM-i平台赋能主力车型换代；四大国产新势力（蔚来/小鹏/理想/威马）销量趋势向好，品牌认可度提升。汽车市场需求多元化，各主流新能源厂商坚持差异化定位，以减少价格带和目标客户重叠，产品定位清晰、能够准确吸引目标客户的车企都将获得生存空间。

图30：非限购城市私人NEV销量结构变化



资料来源：上险量、招商证券（香港）

图31：传统势力和新势力的新能源汽车销量齐头并进



资料来源：上险量、招商证券（香港）

新能源车百花齐放，头部车企各展所长。自2020年7月上市以来，指导价人民币2.88万元起的宏光MINI EV销量迅速走高，8月至10月连续夺得新能源车销量冠军，反映了其差异化市场定位取得成功，上汽通用五菱也顺势超越比亚迪和

特斯拉成为新能源车销量最高的车企，新能源市占率高达20.1%；特斯拉国产Model 3在10月销售1.2万辆，排名畅销榜第二；比亚迪汉EV销量仍处于爬坡阶段，且销量Top 10中比亚迪有三款车型上榜，反映其新能源龙头地位；1-10月的比亚迪新能源累计销量排名第一，特斯拉中国紧随其后，上汽通用五菱即将超越特斯拉，其余车企尚处于第二梯队。

国产新势力方面，四大头部企业（蔚来/小鹏/理想/威马）销量趋势向好，蔚来暂时领先一个身位，10月销量达到5.1千辆，其余三家均在3~3.7千辆区间，与特斯拉超万辆相比仍有巨大差距；理想ONE以月销3.7千辆上榜新能源销量Top 10第9名，也是国产新势力的最热销车型。

图 32：2020 年 10 月新能源车型销量 Top 10，单位：辆

排名	车型	所属车企	当月销量	本年累计	当月环比	当月同比	新能源市占率
1	宏光 MINI EV	上汽通用五菱	23,762	58,912	17.9%	n.a	16.1%
2	Model 3	特斯拉中国	12,143	90,041	7.2%	n.a	8.2%
3	欧拉黑猫	长城汽车	6,269	27,301	21.9%	287.5%	4.2%
4	汉 EV	比亚迪	5,055	12,284	39.5%	n.a	3.4%
5	奇瑞 eQ	奇瑞汽车	4,745	24,719	24.1%	96.6%	3.2%
6	AION S	广汽新能源	4,630	35,145	1.8%	9.8%	3.1%
7	EZS	上汽集团	3,796	15,759	35.9%	48.9%	2.6%
8	唐 DM	比亚迪	3,721	14,750	22.7%	84.6%	2.5%
9	理想 ONE	理想汽车	3,692	21,852	5.4%	n.a	2.5%
10	秦 EV	比亚迪	3,526	33,827	1.5%	n.a	2.4%
合计			**71,339**	**334,590**	**16.2%**	**456.7%**	**48.2%**

资料来源：盖世汽车、乘联会、招商证券（香港）

图 33：2020 年 10 月新能源车企销量 Top 10，单位：辆

排名	车企	当月销量	本年累计	当月环比	当月同比	新能源市占率
1	上汽通用五菱	29,711	88,450	21.8%	540.9%	20.1%
2	比亚迪	22,045	125,907	18.5%	83.1%	14.9%
3	上汽乘用车	12,785	47,784	89.5%	180.6%	8.6%
4	特斯拉中国	12,143	90,041	7.2%	n.a	8.2%
5	长城欧拉	8,011	31,924	21.0%	351.6%	5.4%
6	广汽新能源	7,106	45,797	1.4%	56.5%	4.8%
7	奇瑞新能源	5,432	27,078	37.7%	91.8%	3.7%
8	蔚来	5,055	31,430	7.4%	100.1%	3.4%
9	理想	3,692	21,852	4.3%	n.a	2.5%
10	小鹏	3,040	17,117	-11.3%	n.a	2.1%
合计		**109,020**	**527,380**	**20.7%**	**231.3%**	**73.7%**

资料来源：乘联会、招商证券（香港）

4、新能源破局：自主品牌突围，产品线上移

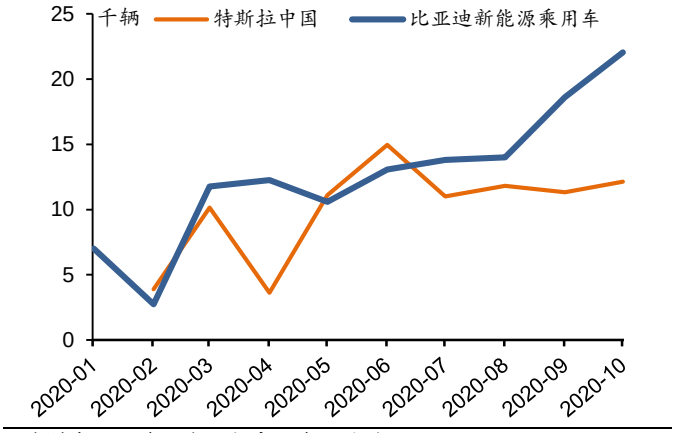
继蔚来、理想、小鹏等造车新势力成功杀入高端新能源汽车市场后，其他的中国品牌纷纷从新能源领域谋求产品价格突破天花板，推动整体产品线上移。自主品牌突破的策略在于电动平台+三电技术+旗舰产品。预计今年和明年，自主龙头的纯电动平台将先后成型，其中比亚迪将于明年上半年发布，吉利的SEA平台首款车型明年下半年推出，广汽、长城的纯电动平台已经成型。自主品牌的三电技术获得大量突破，尤其以比亚迪刀片电池为代表。我们预计继比亚迪汉（指导价22-28万元人民币）之后，将有更多自主品牌从新能源领域突破20万元人民币定价区间。

图34：自主品牌从新能源领域实现产品线突破

比亚迪	吉利汽车	长城汽车	广汽传祺	上汽集团	北汽新能源
• 成功推出爆款高端车型汉（EV+DM） • 明年推出DM-i超级混动系列车型 • 明年推出纯电动平台 • 发布刀片电池	• 发布纯电动平台浩瀚SEA • 明年上市领克Zero高端纯电动车 • 与戴姆勒共同研发混动发动机 • 与戴姆勒打造Smart电动车	• 塑造欧拉电动车品牌 • 猫系列定位准确，产品热销 • 成功发布无钴电池	• 纯电动专属平台GEP2.0 • 推出高端电动车Aion S和LX • 新能源品牌独立运营	• 打造新能源品牌Marvel X • 纯电动平台E架构 • 推出新品牌L	• 开发纯电动专属平台BE21 • 开发高端车型Arcfox • 和华为战略合作

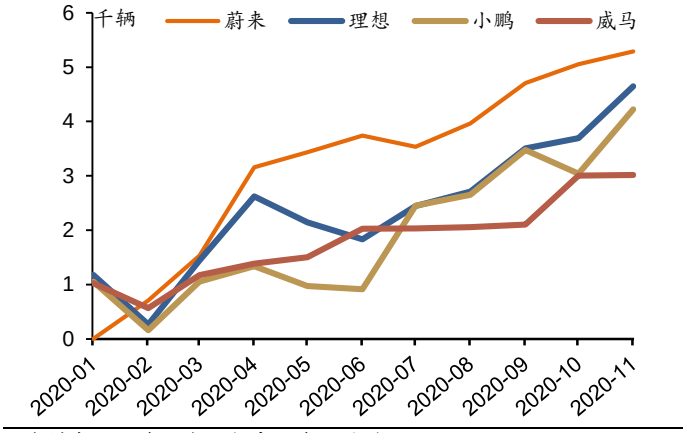
资料来源：招商证券（香港）

图35：比亚迪和特斯拉占据新能源市场龙头地位



资料来源：乘联会、招商证券（香港）

图36：新势力销量爬升，蔚来领先

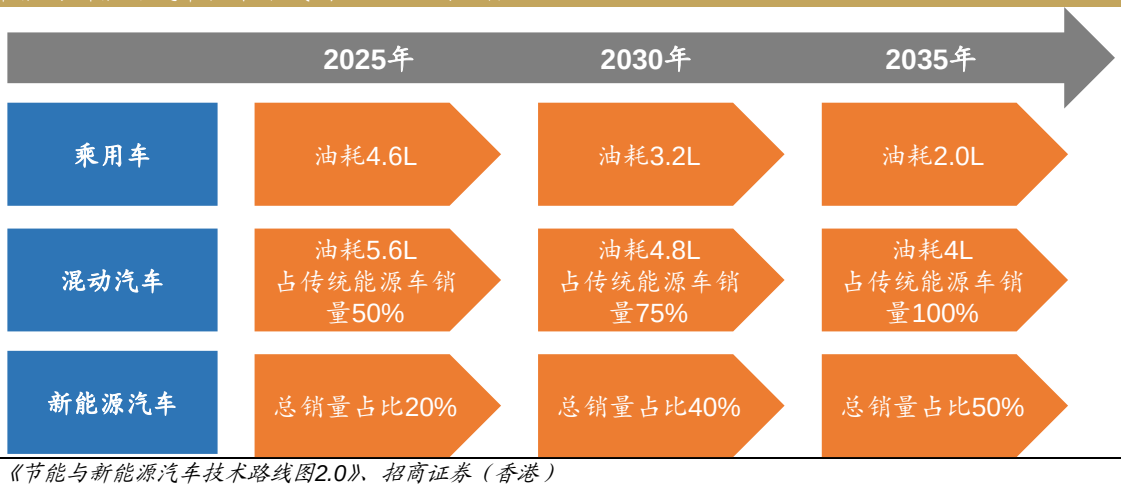


资料来源：乘联会、招商证券（香港）

5、政策端：发布路线图提高长期确定性，实行差异化交通管理

发布路线图明确渗透率目标，提高长期增长确定性。根据《节能与新能源汽车技术路线图2.0》的规划，到2025年我国新能源汽车占总销量比重达到20%，2030年达到40%，2035年新能源汽车成为国内汽车市场主流，占总销量的50%以上。2019年新能源车渗透率仅4.7%，2020年前10月渗透率为4.6%，我们预计未来5年渗透率将如期上升至20%，对应销量CAGR约为34%。

图37:《节能与新能源汽车技术路线图2.0》规划目标



资料来源:《节能与新能源汽车技术路线图2.0》、招商证券(香港)

实施差异化交通管理,提高新能源汽车市场接受度。根据国务院的《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》,政策鼓励地方政府加大对公共服务、共享出行等领域车辆运营的支持力度,给予新能源汽车停车、充电等优惠政策。我们发现,重点推广城市给予新能源汽车特殊路权,减免停车费,实施差异化的交通管理,此举有利于改善新能源汽车的用车体验,提高新能源汽车的市场接受度。

图 38: 2020 年地方政府新能源汽车优惠政策不完全统计

城市	政策
合肥	● 为鼓励推广新能源汽车,实行差异化交通管理,允许新能源汽车在非高峰时段使用公交专用道。 ● 为优化新能源汽车应用环境,规定新能源汽车在政府投资建设的公共停车场(点)每天免费停 2 次,每次不超过 5 小时;在市区道路临时泊车位停车 2 小时内免费,超过 2 小时减半收费。 ● 对违规占用充电专用停车位的非新能源汽车予以处罚,积极争取新能源汽车在绕城高速免费通行。
西安	● 新能源汽车可在市内公交专用道行驶,不受限购、限牌、限行、限尾号等规定限制。 ● 市机动车停放服务中心管辖的公共停车场(点)停放新能源汽车,2 小时以内免费。
重庆	● 新能源汽车在机场、火车站、公交及公路客运站场、驻车换乘(P+R)、公园、文体场馆等配建的收费停车场(库)免收停车费;在市政道路的路内停车位免收停车费。 ● 在道路交通施工或其他条件下实施道路限制通行时,新能源汽车享有与公交车同等的通行便利。
海口	● 学校、体育场馆、博物馆、图书馆、青少年活动场所、养老机构等公共区域的配套停车设施对新能源汽车实行免费停放政策。 ● 对进入收费停车设施停放不超过 30 分钟(含 30 分钟)的新能源汽车,免收车辆停放服务费(占道临时停车泊位除外)。
青岛	● 在实行政府定价管理(不含住宅小区停车场)的公共停车场或道路上的收费停车泊位以及青岛国际机场停车场内首次停车免收首个 2 小时停车费。
昆明	● 全市公共充电基础设施充电服务费每千瓦时不超过 0.72 元。 ● 新能源汽车在市国有资产管理有限公司管理的临时停车场(点)停车,当日首次停放 2 小时内免收临时停车费。
上海	● 不受限行政策限制,且对 2020 年 4 月 23 日至 2020 年 12 月 31 日,购买纯电动汽车和插电式混合动力(含增程式)汽车的非营运车辆,可以申请 5,000 元人民币充电补助。
广州	● 对 2020 年 3 月至 12 月底个人消费者购买新能源汽车给予每车 1 万元综合性补贴。
深圳	● 对 2020 年 6 月 7 日起至 2020 年 12 月 31 日,新购纯电动乘用车补贴 2 万元/车,新购插电式混合动力乘用车补贴 1 万元/车。

资料来源:电动邦、政府文件、招商证券(香港)

三、零部件：创新加快，赛道切换

1、动力电池和轻量化是最值得关注新赛道

汽车行业电动化、智能化发展，令传统汽车零部件供应商的业务发生变革，其中新能源汽车电池价值凸显，新能源车衍生轻量化和智能化产品的需求，零部件头部公司获得导入新产品线，提升单车配套价值机遇。在此变革过程中，动力电池和轻量化是最值得关注的赛道。

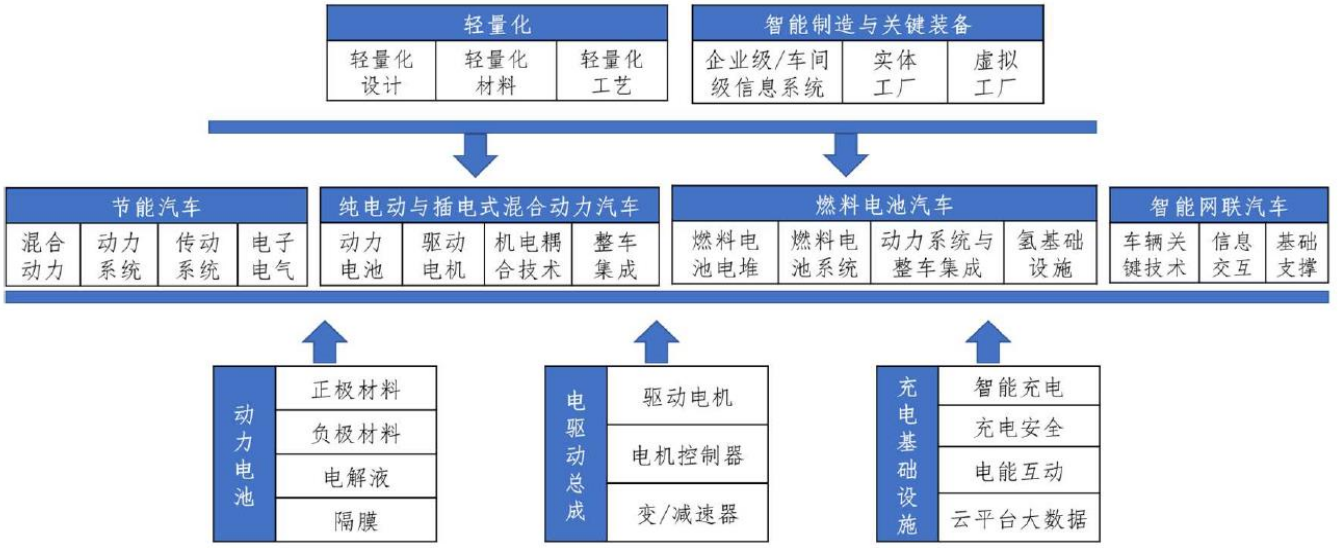
1）动力电池

新能源汽车动力电池是支撑纯电动汽车和插电式混合动力汽车的核心，其技术进步和性能水平直接决定新能源汽车的续驶里程、使用寿命、成本等关键指标。我国动力电池技术水平和产业规模进入世界前列，竞争优势逐渐显现。2019年，量产三元材料单体电池能量密度达到 275Wh/kg，系统能量密度达到 170Wh/kg 以上，系统成本下降到 1 元人民币/Wh 左右，与 2016 年水平相比，单体能量密度提升 35%以上，系统成本下降 60%以上。目前，国产动力电池与日韩等国相比，在能量密度、循环寿命等方面技术水平基本持平，产品经济性具有竞争力，但在先进高端材料开发和应用、高端制造装备、质量控制水平等方面与国外动力电池先进企业相比仍存在一定差距。

2）汽车轻量化

在满足汽车使用要求、安全性和成本控制的条件下，将结构轻量化设计技术与多种轻量化材料、轻量化制造技术集成应用，实现产品减重。作为节能汽车、新能源汽车和智能网联汽车的共性基础技术之一，轻量化是有效实现汽车节能减排的重要途径之一，是提升车辆加速性、制动性、操稳性等诸多车辆性能的重要保障。

图39：新能源和节能汽车技术重点发展方向



资料来源：中国汽车工程学会、招商证券（香港）

2、磷酸铁锂电池市占率回升，重塑竞争格局

过去几年，新能源车亟需解决里程焦虑，能量密度更高的三元电池占据主导且份额持续上升。中国汽车动力电池产业创新联盟的数据显示，2019年，三元电池装车量为40.5GWh，同比增长22.5%，占总装车量65.2%；磷酸铁锂电池装车量20.2GWh，同比下降9.0%，占总装车量32.5%。但2020年磷酸铁锂的份额开始回升，10月我国动力电池装车量为5.87GWh，同比增长44.2%，连续第4个月超过5GWh。其中，三元材料占比58%，创今年以来新低，而磷酸铁锂占比达到41%的新高，磷酸铁锂回暖趋势延续，其他材料占比0.7%。电池厂商方面，宁德时代1-10月装车量19.8GWh，市占率49%；第二名比亚迪1-10月装车量5.9GWh，市占率15%；宁德时代和比亚迪的双龙头格局稳定。

磷酸铁锂市占率回升，**高性价比和安全性**优势是最大驱动因素：

1）新能源补贴退坡，磷酸铁锂的成本优势愈发凸显。中国汽车动力电池创新联盟预计2020年三元和磷酸铁锂电池系

统的价格分别为0.90元/Wh和0.75元/Wh，价格差明显；且2020年新能源汽车补贴方案下，售价超过30万元人民币无法获得国家补贴，成本因素驱动特斯拉等车企重新选择磷酸铁锂。

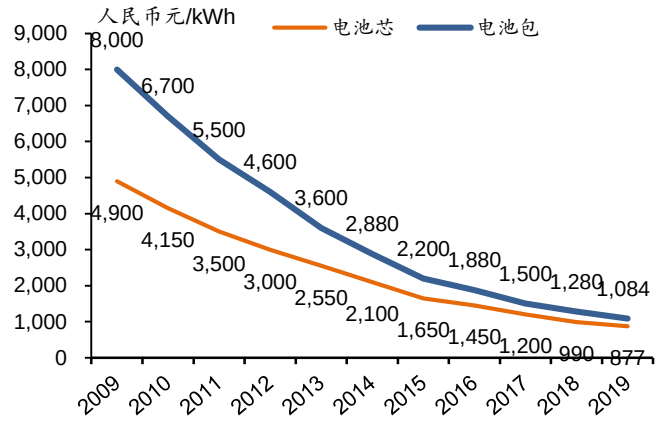
2）系统能量密度提升，磷酸铁锂电池续航能力升级。以比亚迪刀片电池为代表的磷酸铁锂电池已经可以实现接近三元锂电池的续航能力（超600千米NEDC），续航里程的痛点得到缓解，三元电池的比较优势被削弱。

3）安全性也是磷酸铁锂电池的天然优势。磷酸铁锂化合物的分子结构更加稳定，分解温度（700-800度）远高于三元锂化合物（200-300度）；同时，三元锂电池在发生“热失控”时会释放氧气“助燃”，而磷酸铁锂化合物难以分解出氧气，避免爆燃。

4）新能源车下沉，A00级市场崛起。低续航、低售价的A00级电动车快速崛起，A00级在2020年9月纯电动车市场中的市占率升至32%，而低价新能源车以成本较低的磷酸铁锂电池为主。

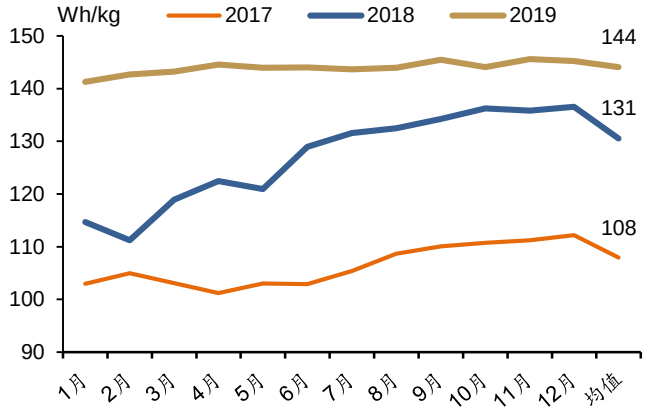
我们认为，以上驱动因素均有可持续性，磷酸铁锂市占率已经触底回升，未来将获取更大的市场份额，与三元电池路线长期并存，三元电池在追求长续航的高端车型中仍具竞争优势，而磷酸铁锂在市场规模更大的中低端车市场具有更广泛应用。比亚迪作为磷酸铁锂技术路线的领军企业，将持续引领并且受益于磷酸铁锂的回归。

图40：中国动力电池价格快速下降



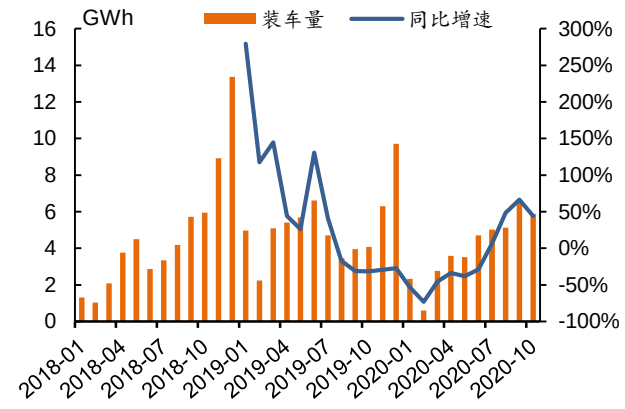
资料来源：国际能源网、招商证券（香港）

图41：中国纯电动乘用车电池包能量密度持续提升



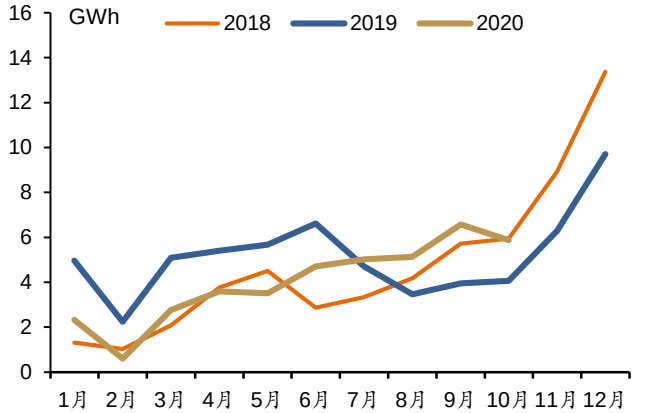
资料来源：国际能源网、招商证券（香港）

图42：动力电池月度装车量及同比增速



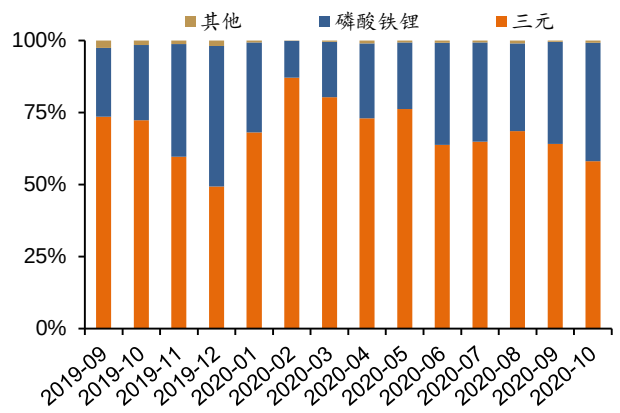
资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图43：动力电池月度装车量比较



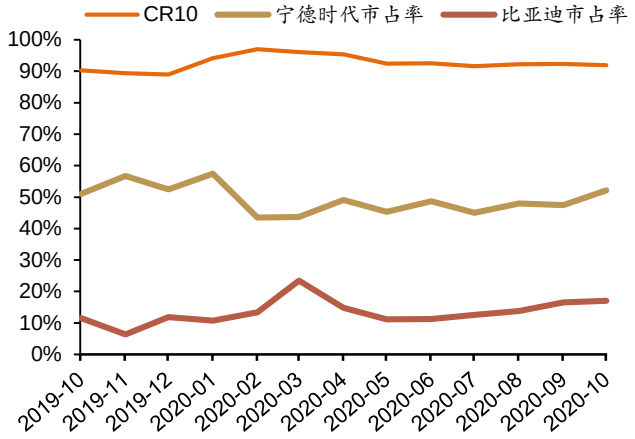
资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图44：铁锂动力电池月度装车量占比大幅回升



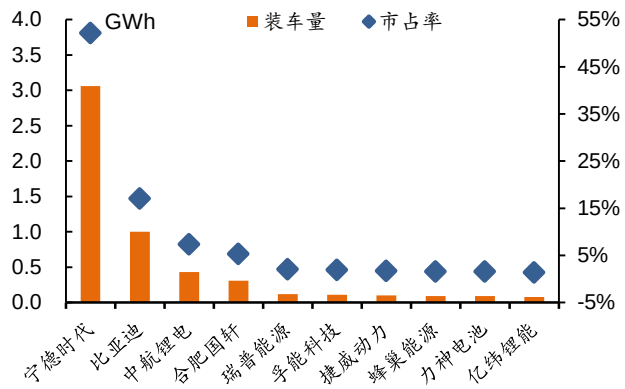
资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图45：动力电池重点企业市占率变化



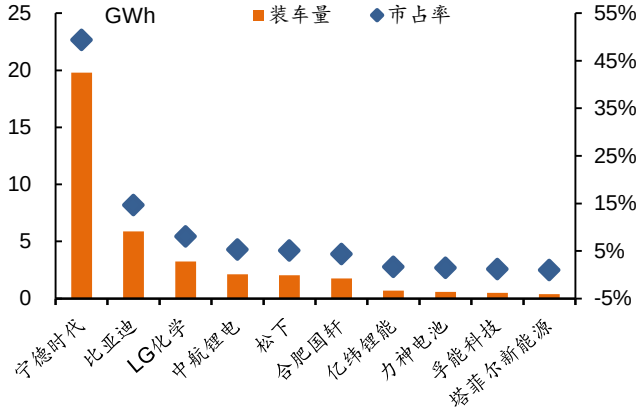
资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图46：2020年10月动力电池装车量排名



资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

图47：2020年1-10月动力电池装车量排名



资料来源：动力电池产业创新联盟、招商证券（香港）

3、汽车轻量化零部件强劲增长

1）燃油车和新能源车变革倒逼轻量化加速

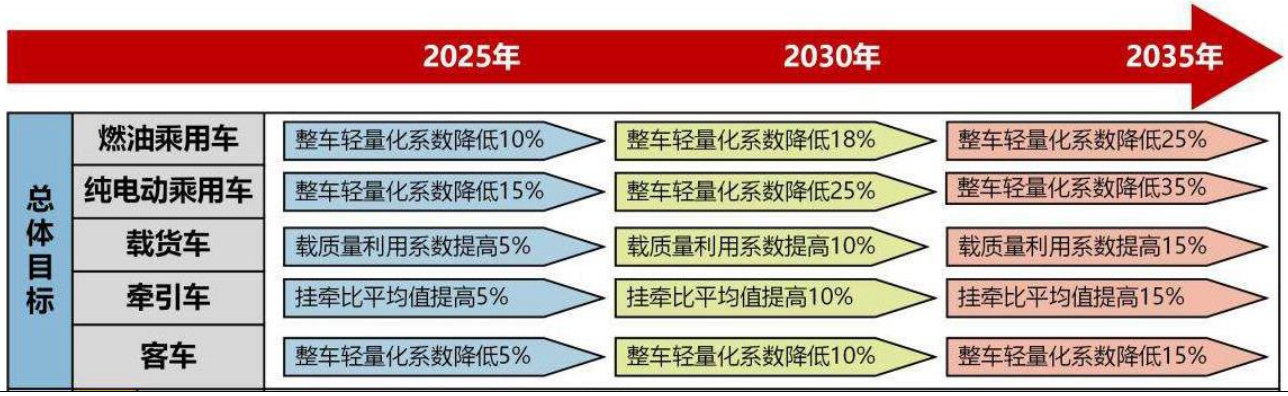
目前，传统能源汽车的油耗压力在加大，《节能和新能源汽车技术路线图 2.0》提出 2022 年/2025 年/2035 年乘用车 100km 油耗下降至 5.6L/4.8L/4L，离目前行业平均水平仍有较大差距。另一方面，新能源车尤其纯电动车亟需缓解里程焦虑，提升续航能力。在此背景下，提高燃油经济性（汽车减重 10%，油耗降低 6-8%）以及新能源车续航能力（汽车减重 10%，续航提升 5.5%）的需求倒逼汽车行业加速轻量化。除油耗和续航优势外，汽车轻量化还在汽车动力性能、耐久性、安全性、制动性、环保等多个方面具有优势，因此汽车轻量化成为行业趋势。根据技术路线图提出的汽车轻量化规划，明确近期以高强度钢应用体现为重点，中期以形成轻质合金应用体现为方向，远期形成多材料混合的应用体系为目标。对乘用车，燃油车和纯电动车型的轻量化系数 2025 年下降 10%/15%，2030 年整车轻量化系数降低 18%/25%。

图48：燃油车油耗目标



资料来源：中国汽车工程学会、招商证券（香港）

图49：汽车轻量化目标



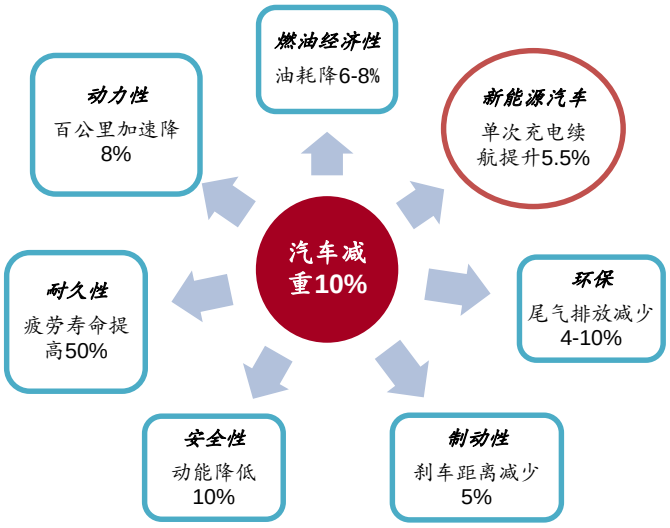
资料来源：中国汽车工程学会、招商证券（香港）

图 50：轿车减重 100kg 节油效果

车辆类型	使用条件	重量（吨）	平均油耗（L/100km）	减重节油（L/100km）	全寿命周期里程（1,000km）	减重全寿命节油（L）
小型轿车	长途为主	1	6	0.36	200	720
小型轿车	市区为主	1	8.5	0.55	150	829
中型轿车	长途为主	1.6	9	0.28	300	844
中型轿车	出租	1.6	11	0.52	500	2,578
豪华轿车	长途为主	2	12	0.30	100	300

资料来源：汽车工艺师、招商证券（香港）

图51：汽车轻量化效果分析

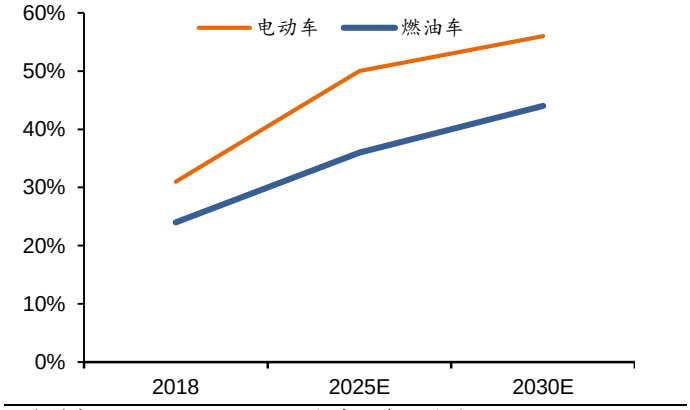


资料来源：招商证券（香港）

2）铝是轻量化关键，铝渗透率有翻倍上升空间

在汽车减重的解决方案中，通过铝/铝合金替代钢实现材料轻量化是重要手段。当前钢铁占汽车重量约2/3，而铝的重量占比仅8%，有较大的替换空间。铝的密度约为钢的1/3，是应用最广泛的轻量化材料，与传统钢材料相比，铝的减重效果显著、耐腐蚀、延展性好，并具备硬度高、可回收、光洁度高等优势，且已经在欧美市场得到广泛验证。我国铝渗透率（单车实际用铝量/最大用铝量）仍有较大上升空间。2018年，我国燃油车和电动车的铝渗透率分别为24%和31%，仍有极大的上升空间。根据国外机构预测，到2030年，我国燃油车和电动车的铝渗透率将会达到44%和56%，接近翻倍。

图52：轻量化令铝渗透率（实际用量/最大用量）上升

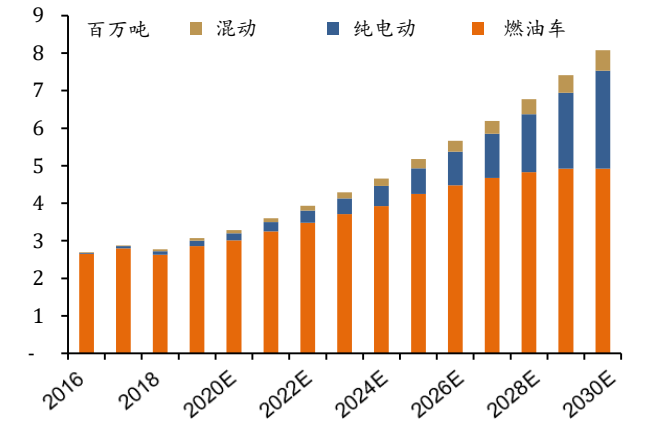


资料来源：CM Group预测、招商证券（香港）

3）新能源车型对铝的需求更加旺盛

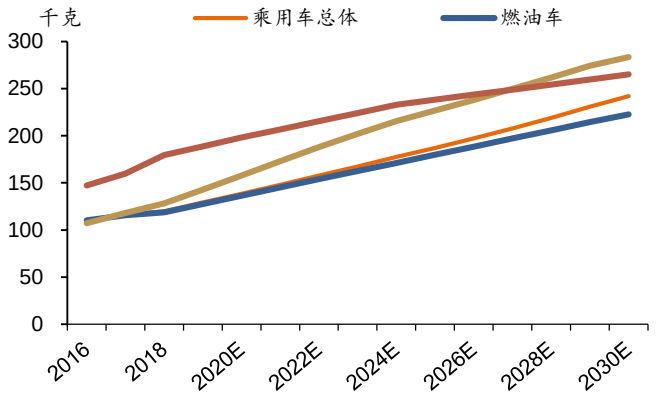
纯电动和混动车型的单车铝消耗量均持续高于燃油车（部分豪华纯电动车型例如特斯拉Model S和蔚来ES8更是以全铝车身著称），因此新车销量中新能源车型占比提升也将加速驱动行业对铝产品的需求增长。根据预测，2030年新能源车的铝消耗占比将上升至34%。汽车轻量化趋势迅猛，铝材料从豪华车专属向大众车型渗透，单车用量持续提升，乘用车行业铝消耗量迎来高速增长阶段，带动轻量化零部件供应商增长。预计2018-30年中国乘用车铝消耗量CAGR为8.9%，轻量化零部件市场空间广阔。

图53：中国乘用车行业铝消耗量



资料来源：CM Group预测、招商证券（香港）

图54：单车铝消耗量



资料来源：CM Group预测、招商证券（香港）

四、明年豪华车强劲增长

1、行业二季度快速复苏，下半年加速增长

今年豪华车行业保持了高速增长，疫情后销量V字回升，5月以来增速保持在30%左右。据不完全统计，前10月13个主流豪华品牌销量同比增长15.5%，达到224万辆，大幅跑赢汽车行业（同比-4.7%）和乘用车行业（同比-9.9%）。前10月豪华品牌在乘用车市场的渗透率达到14.5%。

分梯队：由BBA组成的第一梯队前10月销量同比+8.2%，累计市占率为67.9%，较往年超70%略有下滑。第二梯队前10月销量同比+34.4%跑赢第一梯队；不含新势力的传统二线豪华品牌前10月销量同比+10.4%，部分受到林肯国产的扰动，若再剔除林肯则同比+5.1%，跑输第一梯队及新势力。新势力累计市占率扩张至6.5%，对BBA的冲击相对有限，而传统二线品牌面临更大的竞争压力。

分品牌：奥迪前10月销量夺冠，达54万辆，同比增长9.3%；奔驰以49万辆排名第二，同比增速5%；宝马销量规模位居第三，但同比增速10.5%高于奥迪/奔驰；雷克萨斯前10月销量超越凯迪拉克，以18万辆稳居第四，同比强劲增长13.1%，销量规模与BBA相比仍有很大上升空间；凯迪拉克/沃尔沃稳居第五/六名，凯迪拉克今年增长乏力，累计同比刚刚转正；特斯拉以单款车型国产Model 3追赶沃尔沃；捷豹路虎销量触底回升；英菲尼迪/讴歌表现低迷。

图 55：中国豪华车市场分品牌销量，单位：辆

排名	豪华品牌	10 月销量	当月同比	1-10 月销量	累计同比	1-10 月占比
第一梯队						
1	一汽奥迪	63,998	1.1%	538,743	9.3%	24.0%
2	北京奔驰	50,579	10.8%	494,392	5.0%	22.0%
3	华晨宝马	47,170	2.5%	490,303	10.5%	21.8%
小计		161,747	4.4%	1,523,438	8.2%	67.9%
第二梯队						
4	雷克萨斯*	23,600	44.4%	182,039	13.1%	8.1%
5	凯迪拉克	25,316	80.8%	178,178	0.1%	7.9%
6	沃尔沃亚太	14,946	31.2%	114,475	10.3%	5.1%
7	特斯拉中国	12,143	n.a	92,051	n.a	4.1%
8	奇瑞捷豹路虎	5,508	48.0%	46,225	11.3%	2.1%
9	蔚来汽车	5,055	100.1%	31,430	111.4%	1.4%
10	长安林肯	5,720	n.a	27,674	n.a	1.2%
11	理想汽车	3,692	n.a	21,852	n.a	1.0%
12	东风英菲尼迪	2,808	-11.3%	18,554	-29.9%	0.8%
13	广汽讴歌	1,260	-18.0%	9,078	-19.3%	0.4%
小计		100,048	89.9%	721,556	34.4%	32.1%
不含新势力小计**		79,158	57.8%	576,223	10.4%	25.7%
合计		**261,795**	**26.1%**	**2,244,994**	**15.5%**	**100.0%**

*注：*仅雷克萨斯包含进口，其余均不含进口；**不含新势力小计指不包含特斯拉中国、蔚来汽车及理想汽车*
资料来源：乘联会、招商证券（香港）

2、多重因素驱动今年豪华车强劲增长

经济好转，购买力快速回升。对于富裕人群，疫情对购买力的冲击较小，仅由于豪华车4S店、供应链受疫情停摆而使购车消费后移，疫情后补偿性购车；对于入门级豪华车消费者，购买力和消费信心短期受到疫情和经济下行压力冲击，下半年随着我国经济形势恢复，消费信心修复。

限购城市新增牌照。为刺激消费，中央鼓励各地优化限购措施，增加指标投放，我们估计2020年汽车限购城市在原投放数量上净增加了23.5万个购车指标。考虑限购的城市本身豪华车渗透率较高，叠加指标拍卖价格高企，拍卖获得指标的车主有更强意愿购买豪华车，因此限购政策放松利好豪华车消费。

部分地区给予消费补贴。疫情冲击下为提振车市，多地出台汽车消费补贴政策，如广州、上海、深圳等地给予每辆车

3千-2万元不等的补贴，政策年内有效，利于促进首购、置换消费。

豪华车价格下探。豪华车价格下沉是过去数十年的大趋势，而部分爆款车型快速降价则加速了“平价豪华车”时代的到来，最典型代表为特斯拉Model 3，2019年入华时进口版售价43.3万元人民币起，2020年10月国产版价格降至25万元人民币。豪华车降价使得更广泛的人群开始有能力购买豪华车，因此抢夺了部分原中高端品牌的份额。

去年国五清库存，造成同比低基数。

图 56：限购城市牌照放松政策一览

限购城市	限购放松政策	合计新增	估计 2020 年新增
上海	2020 年新增 4 万个指标	4 万	4 万
广州	2019 年 6 月-2020 年底，合计新增 10 万个指标。2019 年 9 月新增 1 万个指标；每月配置不少于 1 万个中小客车竞价指标	11 万	7 万
深圳	2020 年新增 1 万混动车指标；2019 年下半年及 2020 年分别增加 4 万个指标，摇号与竞价配比 1:3	9 万	5 万
杭州	2020 年上半年新增 2 万个指标	2 万	2 万
天津	2020 年增加 3.5 万个摇号指标	3.5 万	3.5 万
北京	8 月新增 2 万个新能源车指标，并全部向“无车家庭”配置	2 万	2 万
贵阳	取消限购	n.a	n.a
海南	取消新能源车限购	n.a	n.a
合计		**31.5 万**	**23.5 万**

资料来源：政府官网、招商证券（香港）

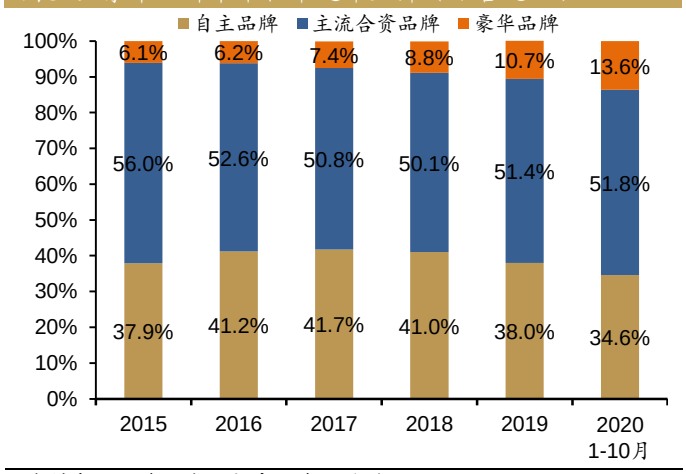
3、2021年豪华车市场展望乐观

我们预计2021年豪华车保持双位数增长，持续跑赢汽车行业。驱动因素如下：

消费升级延续，豪华车渗透率上升空间大。根据麦肯锡调研，2019年换购比例升至23%，预计2021年将创新高。汽车换购往往伴随消费升级，现有车型价值20-30万元人民币的群体中44%下一辆车将购买30万元人民币以上的豪华车，而现有车型价值15-20万元人民币群体也将有54%下一辆车将购买20-30万元人民币，部分跨入入门级豪华车价格区间，因此换购需求是豪华车销量的重要驱动力。

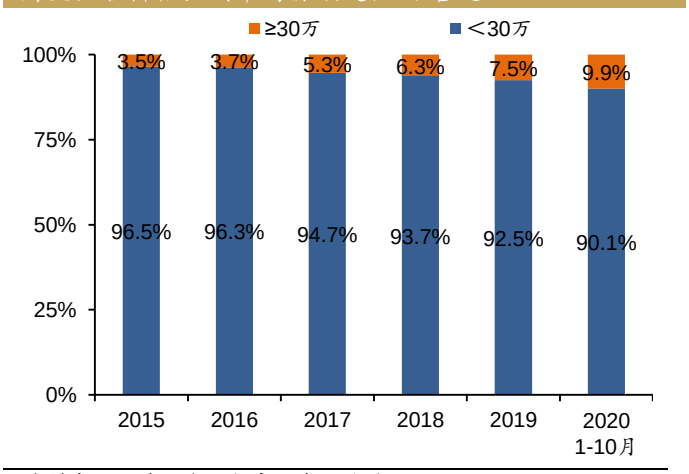
渗透率方面，根据乘联会口径，1-10月豪华车渗透率为13.6%，较2019年全年10.7%提升2.9ppt，但与发达国家豪华车渗透率25-30%相比还有很大的上升空间。考虑在我国豪华车是社会地位和个人成功的象征，居民对豪华车的偏好强，因此决定豪华车销量的是消费能力而非消费意愿。伴随中产阶级崛起和社会财富增长，我们判断长期豪华车渗透率将达到甚至超过发达国家水平，当前距离天花板尚远。

图57：豪华品牌车市占率逐年上升（不含进口）



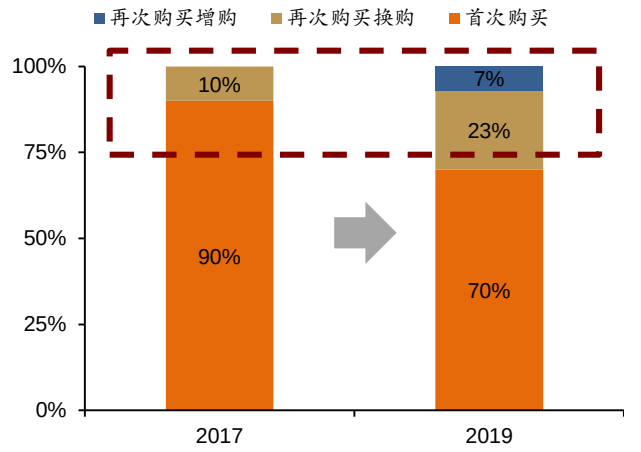
资料来源：乘联会、招商证券（香港）

图58：各价格区间市场份额变化-不含进口



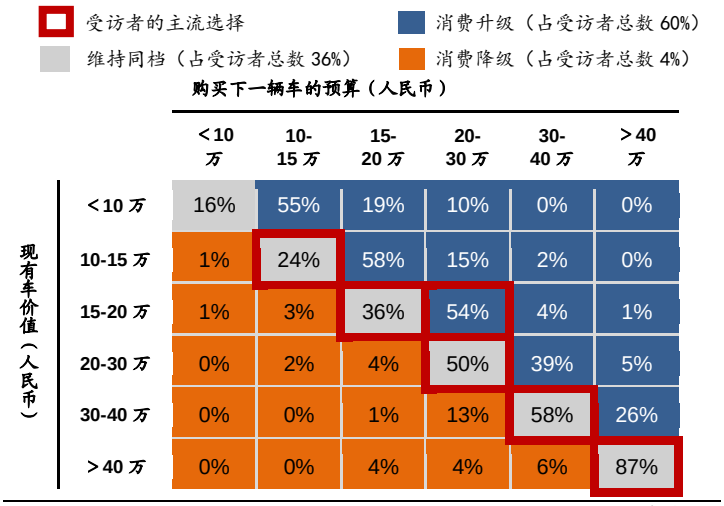
资料来源：乘联会、招商证券（香港）

图59：换购比例提升反映消费升级趋势



资料来源：《2019麦肯锡中国汽车消费者洞察》、招商证券（香港）

图60：购买下一辆车预算-受访者占比



现有车价值（人民币）	<10万	10-15万	15-20万	20-30万	30-40万	>40万
<10万	16%	55%	19%	10%	0%	0%
10-15万	1%	24%	58%	15%	2%	0%
15-20万	1%	3%	36%	54%	4%	1%
20-30万	0%	2%	4%	50%	39%	5%
30-40万	0%	0%	1%	13%	58%	26%
>40万	0%	0%	4%	4%	6%	87%

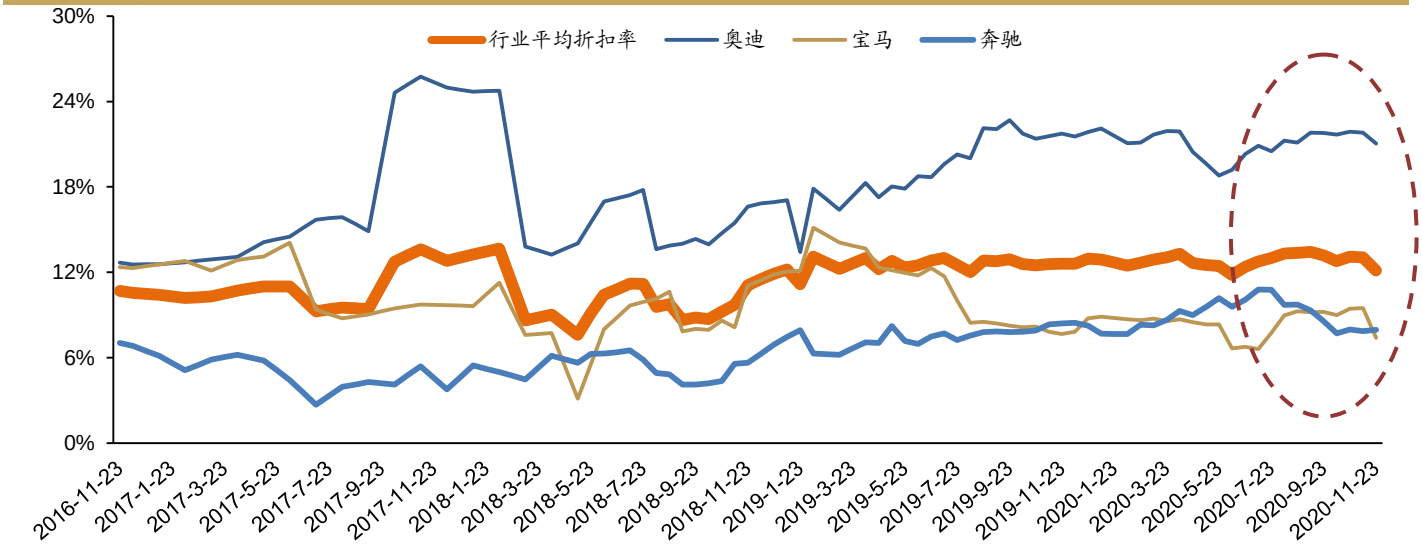
注：横向加总100%；资料来源：《2019麦肯锡中国汽车消费者洞察》、招商证券（香港）

海外旅游开支减少，购买力向大宗消费品汽车集中。预计2021年出境游仍将受疫情拖累而复苏乏力，在国内经济向好，居民家庭消费预算稳中有升的背景下，海外旅游开支减少有利于家庭购买力向大宗消费品汽车集中。原计划购买中高端品牌的人群有望增加预算购买豪华品牌，而富裕人群有望提前换购或增购新车，均利好豪华车销售。

放松限购政策仍然有利。政策导向是从限制牌照向鼓励消费转变，今年以来中央密集发声，表示今后将积极扩大汽车消费，鼓励各地调整优化限购措施，增加号牌指标投放。我们认为政策的空间仍很大，估计全部限购城市被抑制的汽车需求达258万辆（相当于行业销量10%），考虑牌照价值，豪华车明显受益。

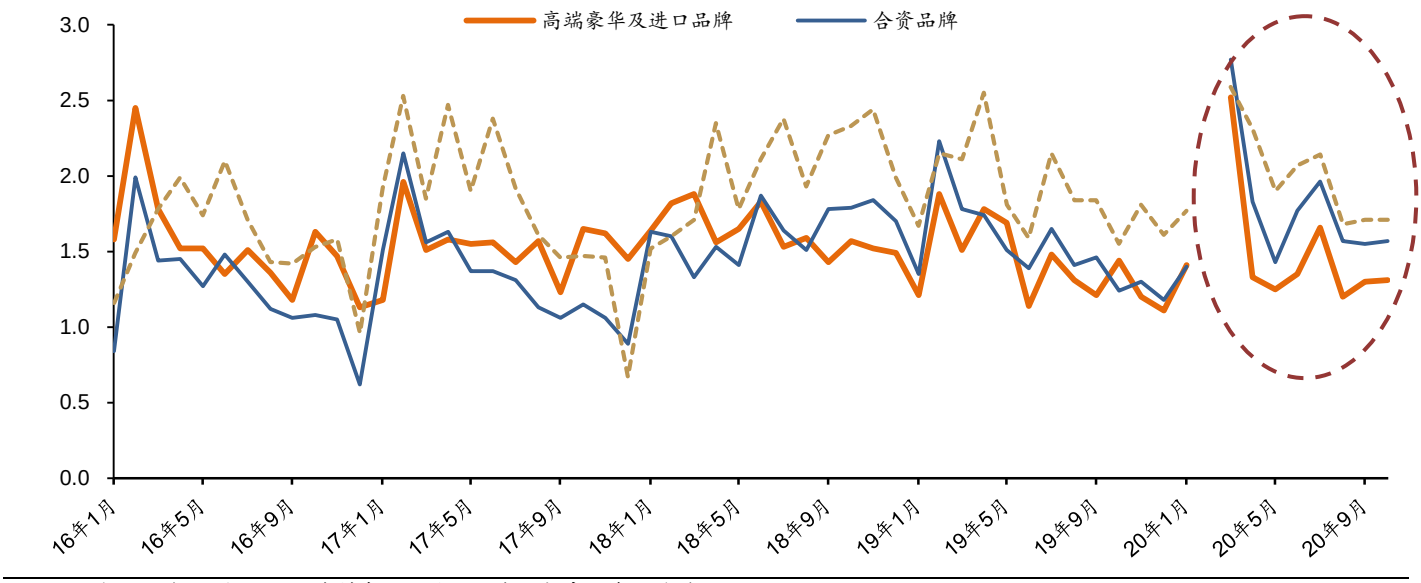
终端折扣波动不大，行业供需均衡，预示需求潜力较大。我们的渠道调研显示，奔驰/宝马/奥迪为代表的豪华品牌终端折扣率相对平稳，终端降价压力远小于自主/合资品牌，反映行业供需均衡。库存系数方面，今年以来豪华品牌的库存系数持续低于1.5的警戒线水平，库存状况明显优于自主/合资品牌，反映需求端稳定，销量增长可持续。

图61：豪华品牌终端折扣率相对平稳



资料来源：汽车之家、招商证券（香港）

图62：豪华品牌库存水平健康



注：剔除2020年2月极端值；资料来源：流通协会、招商证券（香港）

4、三大豪华品牌2021年产品线和战略布局

1）奔驰:

车型改款换代，推进品牌的年轻化战略。车型都基本完成了中期改款或者升级换代。SUV家族车型已经全部换代完毕；E级车也在今年9月完成中期改款，整体车系更年轻化；明年全新一代S级车和全新一代C级车将相继上市。奔驰也在数字化方面发力以贴合年轻人的需求，依托网站、微信、应用、车机平台，持续推动数字化新基建，适应用户个性化定制和体验式消费。

持续推出电动车。奔驰首款纯电动车型EQC已于2019年上市，未来1-2年奔驰将陆续推出EQA、EQB和EQS等全新的电动车产品，补全电动车产品线。目前预计EQA于2021年上市，EQB和EQS于2022年上市，其中EQS将成为全新大型纯电车型（EVA）平台打造的首款产品，续航里程超过700公里。未来几年，奔驰每年都会推出两到三款新能源车型，包括插电混及纯电车型。

聚焦中国战略。目前中国市场占梅赛德斯-奔驰全球销量的30%左右，是奔驰的第一大市场，体量超过第二大市场及第三大市场——即美国市场和德国市场的总和。在疫情下，奔驰前三季度在华销量取得了8.3%的同比增长，第三季度更是实现了23.4%的同比增幅。在奔驰的最新战略中，电动化、数字化两大支柱将会把中国作为最重要的发展基点。

电动化远景。奔驰在“2039愿景”中提出，至2030年，插电混动及纯电动汽车占其乘用车全球销量的50%以上；至2039年，实现乘用车新车阵容的碳中和。

2）宝马:

以客户为中心战略+加快数字化转型。组织方面，宝马10月成立了“数字化汽车”（Digital Car）部门，整合所有数字化有关的业务如软硬件、驾驶辅助等，彰显了宝马数字化转型决心。在中国，宝马还成立了专门负责数字化服务的领悦数字信息技术有限公司，以增强本土化能力，满足更细分、更个性化的需求。成果方面，宝马已推出第七代BMW iDrive人机交互系统和互联驾驶ConnectedDrive，可以实现OTA升级；宝马携手腾讯、阿里巴巴等合作伙伴以搭建汽车内部生态，腾讯小场景、天猫精灵等都已入驻车内。宝马集团是新四化转型最为坚定的传统巨头之一，其过程与成果极具参考价值。

5系中期改款车型今年下半年上市，明年放量。当前国内5系车主的平均年龄已经降至33.5岁，为适应购车人群年轻化趋势，新款5系造型更加年轻又不失沉稳，外观革新受外界好评。2020年1-10月华晨宝马5系销量占华晨宝马总销量比

重达22%（vs. 3系占比26%），2019年全年占比25%（vs. 3系占比20%），两者销量起伏受产品周期扰动，但消费升级趋势下5系的贡献度长期向上，因此5系本次改款对于2021年宝马销量表现至关重要。

发布纯电动BMW iX3。近期发布全新创新纯电动BMW iX3，BMW 4系敞篷轿跑车，MINI叁柒号纪念版等车型，其中纯电动BMW iX3是首款搭载宝马集团第五代eDrive电力驱动技术的车型，NEDC续航500公里，已经开始量产，以华晨宝马的沈阳工厂作为全球唯一生产基地。宝马iX3作为重磅燃油车型X3的纯电版，标志着宝马集团开启了全新电动攻势，有望在销量上取得突破。

电动化远景。宝马集团计划到2023年推出至少25款新能源产品，其中至少12款纯电动车型，到2030年拥有700万辆电动车在路上，其中三分之二为纯电动车型。

3）奥迪:

Q5L Sportback于11月全球首发上市。Q5L Sportback是奥迪首款长轴距B级轿跑SUV，售价区间为42.68万-49.99万元，对标宝马X4和奔驰GLC Coupe。Q5L Sportback上市补全了奥迪轿跑SUV车型布局，现有产品包括旗舰级的奥迪Q8、入门级的奥迪Q3 Sportback、进口纯电SUV奥迪e-tron Sportback。轿跑SUV属于小众细分市场，但在当前需求多元化、供给竞争激烈的市场上，完善产品矩阵有利于占领细分市场，提升销量规模，强化品牌形象。

全新A3家族开启预售。预售价格区间为21万-25万元人民币，包括了全新奥迪A3 Sportback和全新奥迪A3L Limousine两款车型，前者为两厢版，后者是首次进行加长设计的三厢版。A3无论是价格还是定位，都是吸引年轻消费者的重磅车型，也是奥迪品牌近年来落实年轻化战略的重要支点，换代车型有利于提升车型竞争力和销量表现。

国产e-tron将于明年一季度上市。新车基于MLB evo平台打造，整体外观设计与进口版保持一致，官方公布的续航里程为470km。现款奥迪e-tron定价为65.99-82.86万元人民币，国产将节省25%的关税，外界预测国产版e-tron的起售价或在50万元人民币左右，电机功率将有所下调。e-tron国产化具有标志性意义，但其定价和续航里程的竞争力相对有限，因此战略意义大于实际销量意义，奥迪在国内新能源车市场的表现还需看后续动作。

电动化远景。到2025年，奥迪计划将面向全球市场推出30款电动车型，其中20款为纯电车型。此外，奥迪预计5年后电动车年产量也将达80万辆，电动车销量将占全部汽车销量的40%。

五、投资策略

1、投资策略

2021年汽车行业增长具有较高的确定性，行业进入强劲的持续复苏周期，预计行业销量同比增长约10%。行业基本面的关键驱动因素包括：中低端车增长动能恢复，消费升级和产业升级衍生新市场，同比基数较低等原因。政策面看，稳就业抓汽车的基调已经确立，政府推出多元化的政策工具拉动增长。因而明年是行业复苏+政策护航的顺风周期。我们维持对行业的**推荐**评级。

我们重点看好行业变革周期的投资机遇，以及消费升级增长趋势。预计新能源汽车产业链和豪华车产业链有望显著跑赢市场，并且其成长故事具有长周期的延续性。

在新能源整车领域，我们认为特斯拉、蔚来、理想、小鹏等造车新势力已经具备新能源汽车领域的先发优势，这几家在智能化、电动化、本地化经营、贴近用户需求等关键竞争要素中各有所长，已经形成差异化的竞争优势。在香港上市的整车公司中，我们认为电动化变革较快、新能源汽车占比相对高、产业链布局具有前瞻性、技术资源雄厚的龙头公司具有较高的投资价值，预计它们在下一轮的新能源周期中获得领先优势。因而，我们重点关注高端纯电动车型突破能力强的公司，以及在混动市场中替换燃油车能力强的公司。

在汽车零部件领域，我们看好产品线突破能力强，向新能源、智能化赛道切换较快的公司。它们在下一轮电动化、智能化的竞争中有望获得卡位优势。新产品线的导入，将使其单车配套金额大幅提升，远期来看其业务体量有望翻番增长。更重要的是，它们充当“卖铲子的人”角色，所在细分市场竞争相对不激烈，长线成长的确定性较高。由此，我们重点关注新能源汽车核心零部件比如动力电池公司，以及轻量化零部件龙头公司。

在豪华车产业链，我们认为一线豪华车品牌格局相对稳定，造车新势力对其冲击相对有限，而二线豪华车品牌受挑战相对大。豪华车市场的消费升级，以及受益高线城市放松车牌管理，豪华车将实现强劲增长。我们看好战略稳定，品牌组合具备优势，渠道网络具有区位优势，且具备精细化管理能力的豪华车经销商。

2、重点推荐股票

1）新能源汽车产业链——整车公司

比亚迪股份（1211 HK，买入），公司具有新能源汽车全产业链的优势，纯电动/混动车在行业中最先爆发，以汉为代表的高端电动车型已经获得突破，刀片电池成功解决电动车行业的安全痛点，明年发布的DM-i平台超级混动将对燃油车市场具有极强的颠覆能力。预计公司业绩和估值的提升空间较大。

吉利汽车（175 HK，买入），看好纯电动SEA平台后发优势，SEA架构实现A-E级全覆盖，将用于吉利/领克/沃尔沃/Smart等7个品牌，在研车型多达16款，2021年首款车型领克Zero上市。公司塑造的高端品牌领克表现突出。预计公司明年进入新产品周期，博越、帝豪等产品换代，回归A股科创板以及合并沃尔沃，加速电动化智能化转型。

长城汽车（2333 HK，买入），欧拉电动车市场定位精准，销量位居行业前列。三电研发走向成熟，发布了行业领先的无钴电池。公司的新SUV产品线和皮卡高端化双效应持续释放，叠加行业复苏大周期，销量及业绩弹性大。

2）新能源汽车产业链——零部件公司

福耀玻璃（3606 HK，买入），收购SAM进入轻量化产品线赛道，成为港股轻量化双龙头之一。智能化产品方面布局研发智能天线、智能调光视窗，另外在智能网联玻璃技术突破。通过传统产品垄断优势，叠加新产品突破，增强客户粘性，进一步巩固产业护城河。

敏实集团（425 HK，买入），港股轻量化双龙头之一。电池盒业务奠定先发优势，公司成为铝电池盒全球最大供应商之一。上半年承接新订单中创新产品占63%，新能源相关占73%。未来电池盒业务有望分拆上市，助力公司轻量化业务发展。

3）豪华车产业链——经销商公司：

中升控股（881 HK，买入），公司是中国最大豪华车经销商，奔驰、雷克萨斯、丰田的品牌组合优势显著，深耕高线城市充分受益豪华车消费升级，受益限购城市的放松限购红利。公司战略专注，业务策略前瞻性强。

我们的行业重点推荐股票是：**比亚迪股份，吉利汽车，长城汽车**。

六、重点公司分析

1、比亚迪（1211 HK，买入）

公司是新能源汽车行业龙头，市占率行业第一。公司采用垂直整合的商业模式，全面布局整车、三电系统及上下游，2021年开始全产业链优势竞争优势开始兑现。

公司今年成功推出高端车型汉，搭载刀片电池，产品供不应求，目前订单量超过5万辆，有月销破万潜力。汉极大提升公司品牌形象，打开产品线上行空间。公司明年将推出纯电动平台，强化竞争力。明年推出搭载DM-i的混合动力车型，对燃油车实现购置税后油电平价而性能更优，具有颠覆燃油车潜力。

预计公司明年新能源汽车销量高增长，动力包括：1）以汉EV为代表的纯电动车型放量；2）以秦PLUS为代表的插电混车型直接与燃油车竞争；3）新能源商用车维持全球扩张；4）与滴滴合作的D1拉动对公销量增长。

电池和IGBT半导体外供是新的增长点。公司动力电池市占率排名第二，刀片电池发布强化竞争优势；公司车规级IGBT市占率排名第二，受益国产替代趋势，业务拆分并引入战投，加快外供进程。

近日公司发布公告，拟增发H股股份，股价短暂受压，但中长期影响正面，有利于公司加大电动化、智能化研发投入，加快新能源汽车业务发展和估值释放。

维持买入评级，用分部加总估值法给予公司目标价340.0港元（3.8x FY21E P/S），基于：1）给予新能源乘用车/新能源商用车/燃油车6.0x/4.0x/1.4x FY21E P/S估值，其中新能源汽车业务价值3,133亿元人民币；2）分别给予动力电池/IGBT半导体/手机及组装业务3,127亿/520亿/579亿人民币2021E估值。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	121,791	121,778	145,974	207,007	255,656
同比增长	18.6%	0.0%	19.9%	41.8%	23.5%
净利润	2,780	1,614	4,938	6,462	8,124
同比增长	-31.6%	-41.9%	205.9%	30.8%	25.7%
每股盈利（元）	0.93	0.50	1.81	2.37	2.98
每股股息（元）	0.20	0.06	0.18	0.24	0.30
市盈率 (x)	157.3	292.6	80.8	61.8	49.1
市销率 (x)	3.3	3.3	2.7	1.9	1.6
ROE	5.0%	2.8%	8.0%	9.6%	10.8%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

2、吉利汽车（175 HK，买入）

品牌高端化成果显著。公司1-10月累计销量为102万辆，同比跌幅7%。领克1-10月销量同比强劲增长24%，占比升至13%（vs. 2019年全年9%），三季度以来月销量屡创新高，终端折扣维持低位，量价齐升反映品牌力向上势头强劲。

今年是新旧车型切换周期，预计2021年进入新产品周期，增长动力：1）今年多款新车（领克05/06/豪越/ICON/星瑞）上市相对晚，明年将贡献全年销量；2）明年推出帝豪及博越等旗舰产品的换代车型；3）旗舰电动车型领克Zero上市。此外，公司平台化优势突出，燃油车领域CMA平台的车型日益增多，未来成本趋于下降。

新能源汽车后发优势突出。SEA架构实现A-E级全覆盖，将用于吉利/领克/沃尔沃/Smart等7个品牌，在研车型多达16款，2021年首款车型上市。SEA架构将于2021年实现结构道路高度自动驾驶，2025年实现开放道路完全自动驾驶，在自动驾驶领域竞争力突出。

科创板上市已过会，公司计划将在未来3-5年投入超过140亿人民币用于新车型研发、前瞻技术研发（新能源/自动驾驶/车联网等）及产业收购。科创板上市标志着公司加快向科技型公司转变。

未来合并沃尔沃后，增强协同效应，降低研发和生产成本，实现全球资源和渠道共享；上市公司拥有100%豪华车品牌股权，提升吉利旗下的品牌认可度。

维持买入评级，目标价30.0港元（21.8x FY21E P/E）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	106,595	97,401	97,106	115,783	122,688
同比增长	14.9%	-8.6%	-0.3%	19.2%	6.0%
净利润	12,553	8,190	7,864	13,488	15,427
同比增长	18.1%	-34.8%	-4.0%	71.5%	14.4%
每股盈利（元）	1.37	0.89	0.83	1.17	1.34
每股股息（元）	0.30	0.21	0.20	0.28	0.32
市盈率 (x)	12.7	19.6	21.1	14.9	13.0
市净率 (x)	3.6	2.9	2.5	2.6	2.2
ROE	27.9%	15.0%	11.9%	17.3%	17.1%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

3、长城汽车（2333 HK，买入）

预计公司的强劲新品周期延续至明年，平台化车型密集投放：a）柠檬平台：第三代哈弗H6的10月销量破2万台；哈弗大狗10月销售7千台；欧拉好猫10月上市，售价突破10万元人民币，公司预期明年销量达4万台。b）纯电ME平台：R1改款欧拉黑猫7月上市，10月销量破6千台。c）坦克平台：10月推出WEY坦克300。公司明年将投放10余款换代和全新车型，包括哈弗初恋、新款哈弗M6、长城炮系列、至少3款WEY品牌新车。

欧拉品牌在电动车领域定位准确。受益于今年A00级电动车迅速崛起，并适时推出改款车型欧拉黑猫抢占市场机遇，欧拉10月销量达8千辆，占总销量6%。10月长城欧拉排名新能源车企销量第五名，欧拉黑猫占据热销新能源车型第三名。

三电发展迅猛，具有自主配套能力。蜂巢能源9月和10月装机量跻身国内TOP10，发布行业领先的无钴电池，已经开始接受全球预定，2021年6月正式量产。近日在电池日上发布多项成果，包括高电导、自愈合、阻燃的“果冻电池”，热阻隔电池包，以及蜂云平台等。

积极发力布局海外市场。公司2019年开始加速全球化战略，先后在俄罗斯、印度和泰国投资工厂，目前在海外60多个国家建立500余家经销网络，10月海外市场销售1.1万台创新高。

公司的新SUV产品线和皮卡高端化双效应持续释放，新能源车、三电系统多点开花，叠加行业复苏大周期，销量及业绩弹性大。

维持买入评级，目标价20.0港元（19.0x FY21E P/E）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	99,230	96,211	97,021	121,333	134,843
同比增长	-1.9%	-3.0%	0.8%	25.1%	11.1%
净利润	5,207	4,497	4,671	8,136	9,134
同比增长	3.6%	-13.6%	3.9%	74.2%	12.3%
每股盈利（元）	0.57	0.49	0.51	0.89	1.00
每股股息（元）	0.29	0.25	0.26	0.45	0.51
市盈率 (x)	21.3	24.8	23.7	13.6	12.1
市净率 (x)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.6
ROE	9.9%	8.3%	8.2%	13.0%	13.5%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

4、福耀玻璃（3606 HK，买入）

公司三季度业绩环比/同比均大幅改善，预计2021年开始业绩强劲复苏。三季度收入同比/环比增长5.8%/43.1%，创季度历史最高；剔除汇兑亏损后三季度税前利润同比增长39%。2021年国内车市展望乐观，海外市场处于持续改善通道，预计SAM四季度开始盈亏平衡，美国工厂盈利持续改善，共同驱动公司2021年国内外业务复苏。

公司布局SAM进入轻量化产品线赛道，成为港股轻量化双龙头之一。轻量化产品价值量高，受益燃油车节能减排及电动车减重需求，与玻璃集成配套可大幅提升单车配套价值，增强客户粘性。SAM为公司打开市场空间，长期有望提升公司营收规模1-2倍。

智能化产品布局，研发智能天线、智能调光视窗。公司今年6月与京东方（000725 SZ）就智能调光视窗达成战略合作，7月与北斗智联开启战略合作，打造智能天线+汽车玻璃融合解决方案。公司持续拓展产品边界，提升科技含量，筑牢护城河。

智能网联玻璃技术突破。福耀利用自身在玻璃制造和玻璃天线方面的技术优势和沉淀，联合多家通信和电子行业的领军企业，推出了包括“前装ETC解决方案”和“前装RFID解决方案”在内的新一代车联网智能玻璃，布局开展隐藏式全频段多模智能玻璃天线和5G直放玻璃天线等技术研究，让车辆在快速移动的同时，与外界进行稳定、高质量地通讯交互，为参与智慧交通提供技术支持。

维持买入评级，目标价47.0港元（26.9x FY21E P/E）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	20,225	21,104	19,455	22,102	24,756
同比增长	8.1%	4.3%	-7.8%	13.6%	12.0%
净利润	4,120	2,898	2,691	3,746	4,273
同比增长	30.9%	-29.7%	-7.1%	39.2%	14.1%
每股盈利（元）	1.64	1.16	1.07	1.49	1.70
每股股息（元）	0.75	0.75	0.70	0.97	1.11
市盈率 (x)	19.0	27.0	29.0	20.9	18.3
市净率 (x)	3.9	3.7	3.5	3.2	3.0
ROE	20.4%	13.6%	12.1%	15.5%	16.4%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

5、敏实集团（425 HK，买入）

公司是港股轻量化双龙头之一，轻量化业务受益燃油车节能减排及电动车减重需求，电池盒业务奠定先发优势，长期增长确定性高。

上半年承接新订单51亿元人民币，其中创新产品占63%，新能源相关占73%，保守预计全年新订单80亿元人民币以上。新产品线：底盘结构和车门系统获得订单，形成新的产品线。新客户：首次进入特斯拉供应商体系，供应铝饰条。新市场拓展：日系海外拓展，承接北美丰田行李架和日本丰田门框饰条。

公司成为铝电池盒全球最大供应商之一，奠定先发优势。今年承接大众MEB平台欧洲电池盒订单，预计供货8年，配套超过40万台；同时扩大了宝马、雷诺、日产和捷豹路虎等客户电池盒份额，并承接宁德时代新客户订单。国内铝电池盒工厂和英国、美国铝门框工厂进入量产阶段。

管理层预期电池盒长期产值有望超过100亿元人民币。未来电池盒业务有望分拆上市，助力公司轻量化业务发展，得到更多订单、拓展更多客户，加快轻量化业务国际化发展步伐。

公司积极布局智能化新产品，与德国海拉（Hella，HLE GR）合资生产雷达罩，继续拓展了日系客户的雷达罩、发光标牌业务。公司通过雷达罩业务切入ADAS领域，受益汽车智能化发展浪潮。

近日公司发布公告，董事会已批准可能进行人民币股份发行且将该等人民币股份于中国境内交易所上市的初步建议。有利于加强公司的融资能力，加速创新业务的发展。

公司拥抱前沿趋势，在业内率先打造数字化工厂，其嘉兴工厂引入5G和AI技术实现智能制造，提升生产效率和管理效率。

维持买入评级，目标价45.0港元（23.2x FY21E P/E）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	12,553	13,198	11,535	13,508	15,536
同比增长	10.3%	5.1%	-12.6%	17.1%	15.0%
净利润	1,661	1,690	1,198	1,910	2,197
同比增长	-18.0%	1.8%	-29.1%	59.4%	15.0%
每股盈利（元）	1.44	1.47	1.04	1.66	1.90
每股股息（元）	0.56	0.56	0.40	0.64	0.74
市盈率 (x)	21.9	21.5	30.3	19.0	16.5
市净率 (x)	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0
ROE	12.8%	12.0%	8.2%	11.8%	12.5%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

6、中升控股（881 HK，买入）

公司三季度业务强劲增长，估计公司三季度新车销售同比增长18%-20%，豪华车销量同比增长约25%-30%，驱动销量结构提升。优势品牌奔驰及雷克萨斯同比增长近三成，宝马品牌因渠道网络的增加，销量同比也录得大幅增长。中高端品牌汽车销售三季度实现双位数增长。

我们的渠道调研显示，核心品牌奔驰、宝马终端折扣率整体平稳，其中奔驰折扣率8月至11月持续改善，宝马受益今年强劲产品周期，当前折扣率处于历史较低水平。终端供需均衡，预计公司新车毛利率保持稳健。

二手车业务有望加速公司发展。预计明年中国二手车的政策会有较大变化，包括商品属性确认，增值税下调，以及达成交易的便利性等方面。未来市场经营格局有重大变化，对4S店开展经营业务有利，增加业务量，而规模小的经纪公司业务走向萎缩。

公司为第一大豪华车经销商，重申公司三大竞争优势：坚守优势品牌+深耕核心城市+卓越管理能力，预期公司2021年继续受益豪华车结构性行情，业绩实现稳健增长。

维持买入评级，目标价70.0港元（22.1x FY21E P/E）。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	107,736	124,043	131,997	148,437	164,272
同比增长	24.9%	15.1%	6.4%	12.5%	10.7%
净利润	3,637	4,502	5,142	6,596	7,834
同比增长	8.5%	23.8%	14.2%	28.3%	18.8%
每股盈利（元）	1.56	1.92	2.13	2.74	3.25
每股股息（元）	0.32	0.40	0.44	0.57	0.68
市盈率 (x)	30.6	24.8	22.4	17.4	14.7
市净率 (x)	6.2	5.3	4.4	3.6	3.0
ROE	19.9%	20.7%	19.8%	20.9%	20.6%

资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测，收盘价截至2020年12月3日

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	172.9	340.0	97%	67,187	80.8	61.8	6.5	5.9	0.4	3.3	7.3	7.8	0.1	0.1	105.5
长城汽车	2333 HK	买入	14.3	20.0	39%	28,784	23.7	13.6	2.0	1.8	5.3	0.2	8.2	13.0	2.2	3.7	-11.7
吉利汽车	175 HK	买入	20.6	30.0	46%	25,885	21.1	14.9	2.5	2.6	-3.0	0.4	11.9	17.3	1.1	1.6	-31.6
华晨中国	1114 HK	买入	6.6	10.0	52%	4,250	4.0	3.6	0.8	0.7	1.2	0.3	18.8	18.2	6.7	1.8	-1.5
广汽集团	2238 HK	未评级	8.1	n.a	n.a	17,698	10.4	7.9	0.8	0.8	1.8	0.3	7.7	9.3	3.0	3.9	-19.6
东风集团	489 HK	未评级	7.7	n.a	n.a	8,526	6.0	4.7	0.4	0.4	-0.3	0.2	7.2	8.8	4.3	5.5	20.1
中国重汽	3808 HK	未评级	19.1	n.a	n.a	6,751	8.3	8.0	1.4	1.3	0.1	2.4	18.3	16.3	4.6	4.7	-63.9
平均*							12.2	8.8	1.3	1.2	0.9	0.6	12.0	13.8	3.6	3.5	-18.0
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	56.4	70.0	24%	16,447	22.4	17.4	4.4	3.6	2.0	0.6	19.8	20.9	0.9	1.2	68.5
和谐汽车	3836 HK	中性	4.1	.审视中	n.a	826	9.3	8.3	0.7	0.6	0.9	0.7	7.3	7.6	2.2	2.4	15.6
正通汽车	1728 HK	中性	1.1	1.0	-7%	373	-1.8	6.0	0.2	0.2	0.0	0.0	-11.5	3.5	0.0	3.7	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	31.0	n.a	n.a	4,931	42.5	30.1	12.8	10.3	1.2	0.7	34.6	37.7	1.3	1.8	45.1
永达汽车	3669 HK	未评级	13.7	n.a	n.a	3,459	13.9	10.9	1.9	1.7	1.6	0.4	14.9	16.6	2.8	2.8	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.0	n.a	n.a	360	4.8	3.8	0.3	0.3	-0.3	0.2	6.4	7.3	0.0	0.0	122.1
平均							15.2	12.8	3.4	2.8	0.9	0.4	11.9	15.6	1.2	2.0	72.4
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	16.2	22.0	36%	19,371	11.0	9.8	2.1	1.8	1.3	0.8	18.7	18.2	2.3	2.6	-63.9
福耀玻璃	3606 HK	买入	36.8	47.0	28%	14,261	29.0	20.9	3.5	3.2	-4.1	0.5	12.1	15.5	2.2	3.1	11.1
敏实集团	425 HK	买入	37.3	45.0	21%	5,512	30.3	19.0	2.4	2.2	-1.0	0.3	8.2	11.9	1.3	2.1	60.4
耐世特	1316 HK	未评级	8.3	n.a	n.a	2,652	23.9	11.9	1.4	1.3	-0.5	0.1	6.1	11.0	1.5	2.7	-12.6
平均							23.6	15.4	2.4	2.1	-1.1	0.4	11.3	14.1	1.8	2.6	-1.2
整体平均*							16.2	11.9	2.4	2.1	0.4	0.5	11.8	14.6	2.3	2.7	20.1

*收盘价截至2020年12月3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*

比亚迪（1211 HK，买入）财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**115,359**	**106,967**	**112,273**	**122,972**	**142,644**
现金及现金等价物	11,151	11,674	14,037	20,978	30,125
存货	26,330	25,572	26,929	29,984	34,784
应收账款及应收票据	44,240	40,135	43,792	41,401	46,018
预付款项及其它应收款项	13,437	13,088	11,017	14,110	15,218
其他流动资产	20,201	16,498	16,498	16,498	16,498
非流动资产	**79,212**	**88,675**	**99,709**	**115,912**	**138,087**
物业、工厂及设备	49,485	55,296	63,455	77,489	94,965
预付土地租赁款项	6,277	7,241	7,241	7,241	7,241
无形资产	10,272	11,888	13,882	17,094	21,066
长期预付款	4,233	5,303	6,260	5,291	6,087
于合营/联营公司之权益	3,561	4,060	3,984	3,910	3,839
其他非流动资产	5,383	4,887	4,887	4,887	4,887
资产合计	**194,571**	**195,642**	**211,982**	**238,883**	**280,730**
流动负债	**116,569**	**108,029**	**115,620**	**129,852**	**156,043**
应付账款及应付票据	45,222	35,341	37,525	39,864	44,646
短期借款	50,768	54,062	59,468	71,362	92,770
拨备	1,855	1,824	1,824	1,824	1,824
其他流动负债	18,724	16,802	16,802	16,802	16,802
非流动负债	**17,308**	**25,011**	**27,203**	**32,025**	**37,810**
长期借款	13,924	21,916	24,108	28,930	34,716
递延收入	1,922	2,232	2,232	2,232	2,232
其他非流动负债	1,462	863	863	863	863
负债合计	**133,877**	**133,040**	**142,822**	**161,876**	**193,853**
股本	2,728	2,728	2,728	2,728	2,728
储备	48,574	49,640	54,414	60,375	67,844
永续债	3,896	4,395	4,395	4,395	4,395
股东应占权益	**55,198**	**56,762**	**61,537**	**67,498**	**74,967**
少数股东权益	5,496	5,839	7,623	9,509	11,910
总权益	**60,694**	**62,601**	**69,160**	**77,007**	**86,877**
负债及权益合计	**194,571**	**195,642**	**211,982**	**238,883**	**280,730**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**12,523**	**14,741**	**20,486**	**23,460**	**24,934**
税前盈利	4,386	2,431	7,557	9,383	11,827
财务费用净额	3,293	3,134	3,900	4,270	5,054
联营/合营企业应占溢利	225	423	76	74	71
折旧摊销	9,282	9,469	10,633	12,233	14,957
营运资金变动	(4,482)	(1,307)	(760)	(1,418)	(5,743)
已付税费	(806)	(445)	(835)	(1,035)	(1,302)
其它经营活动现金流	626	1,037	(86)	(46)	70
投资活动现金流	**(14,231)**	**(20,881)**	**(21,462)**	**(28,228)**	**(36,920)**
资本支出	(14,250)	(12,434)	(20,787)	(29,478)	(36,406)
非流动预付款增加	(3,013)	(7,396)	(957)	968	(796)
共同控制实体注资	(789)	(918)	0	0	0
其它投资活动现金流	3,821	(133)	282	282	282
筹资活动现金流	**3,917**	**6,610**	**3,338**	**11,709**	**21,133**
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	1,531	7,179	7,598	16,715	27,194
已付利息	(3,295)	(3,440)	(4,096)	(4,505)	(5,406)
已付股息	(385)	(557)	(164)	(501)	(655)
其它筹资活动现金流	6,065	3,428	0	0	0
现金净增加额	**2,209**	**470**	**2,363**	**6,941**	**9,147**
汇兑损益	6	53	0	0	0
期末现金及现金等价物	**11,151**	**11,674**	**14,037**	**20,978**	**30,125**

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**121,791**	**121,778**	**145,974**	**207,007**	**255,656**
营业成本	(103,724)	(103,702)	(122,407)	(176,374)	(217,402)
毛利	**18,067**	**18,076**	**23,567**	**30,633**	**38,254**
销售费用	(4,729)	(4,346)	(5,109)	(6,624)	(7,670)
管理费用	(3,826)	(4,232)	(5,109)	(6,210)	(7,670)
研发费用	(4,989)	(5,629)	(5,839)	(7,245)	(8,948)
其他收入	3,875	3,469	3,043	3,043	3,043
营业利润	**8,396**	**7,337**	**10,553**	**13,597**	**17,011**
财务费用	(3,481)	(3,487)	(2,919)	(4,140)	(5,113)
应占合营公司溢利	(278)	(435)	(90)	(88)	(86)
应占联营公司溢利	53	13	14	15	16
营业外收入	(305)	(996)	0	0	0
税前利润	**4,386**	**2,431**	**7,557**	**9,383**	**11,827**
应交所得税	(829)	(312)	(835)	(1,035)	(1,302)
本年利润	**3,556**	**2,119**	**6,722**	**8,348**	**10,525**
少数股东损益	(776)	(504)	(1,784)	(1,887)	(2,401)
股东应占利润	**2,780**	**1,614**	**4,938**	**6,462**	**8,124**
每股收益（元）	**0.93**	**0.50**	**1.81**	**2.37**	**2.98**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	18.6%	0.0%	19.9%	41.8%	23.5%
营业利润	2.5%	-12.6%	43.8%	28.8%	25.1%
净利润	-31.6%	-41.9%	205.9%	30.8%	25.7%
获利能力					
毛利润率	14.8%	14.8%	16.1%	14.8%	15.0%
营业利润率	6.9%	6.0%	7.2%	6.6%	6.7%
净利率	2.3%	1.3%	3.4%	3.1%	3.2%
ROE	5.0%	2.8%	8.0%	9.6%	10.8%
ROA	1.4%	0.8%	2.3%	2.7%	2.9%
偿债能力					
资产负债率	68.8%	68.0%	67.4%	67.8%	69.1%
净负债比例	97.0%	113.3%	113.0%	117.5%	129.9%
流动比率	0.99	0.99	0.97	0.95	0.91
速动比率	0.76	0.75	0.74	0.72	0.69
营运能力					
资产周转天数	558	585	510	397	371
存货周转天数	81	91	78	59	54
应收账款周转天数	146	126	105	75	62
应付账款周转天数	149	142	109	80	71
每股资料（人民币元）					
每股盈利	0.93	0.50	1.81	2.37	2.98
每股现金流	4.59	5.40	7.51	8.60	9.14
每股净资产	20.23	20.81	22.56	24.74	27.48
每股派息	0.20	0.06	0.18	0.24	0.30
估值比率					
P/E	157.3	292.6	80.8	61.8	49.1
P/B	7.2	7.0	6.5	5.9	5.3

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

吉利汽车（175 HK，买入）财务预测表

资产负债表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**42,785**	**50,014**	**57,933**	**73,514**	**83,819**
现金及现金等价物	15,737	19,281	27,281	37,064	45,206
限制性银行存款	19	40	40	40	40
贸易应收款项	22,865	25,845	25,766	30,722	32,555
存货	4,097	4,821	4,819	5,660	5,991
其他流动资产	67	27	27	27	27
非流动资产	**48,676**	**57,914**	**61,024**	**65,430**	**70,764**
物业、工厂及设备	23,423	27,070	27,570	28,015	28,351
租赁土地及土地使用权	3,268	3,231	3,205	3,179	3,152
无形资产	14,993	17,598	19,095	20,346	21,291
对合营公司投资	5,918	8,375	9,469	12,100	16,101
其他非流动资产	1,074	1,640	1,685	1,789	1,870
总资产	**91,461**	**107,928**	**118,957**	**138,943**	**154,583**
流动负债	**43,760**	**48,526**	**49,660**	**57,910**	**61,193**
贸易应付款项	41,438	47,873	47,854	56,209	59,492
当期所得税负债	947	616	616	616	616
短期贷款	1,375	0	1,153	1,048	1,048
其他流动负债	(0)	37	37	37	37
非流动负债	**2,326**	**4,477**	**2,388**	**2,388**	**2,388**
借款	0	2,089	0	0	0
应付债券	2,048	2,060	2,060	2,060	2,060
递延所得税负债	278	301	301	301	301
其他非流动负债	0	26	26	26	26
负债合计	**46,086**	**53,003**	**52,048**	**60,298**	**63,580**
发行股本	164	168	180	180	180
其他储备	44,780	50,855	62,758	74,377	86,599
永续资本证券	0	3,413	3,413	3,413	3,413
股东应占权益	**44,944**	**54,436**	**66,351**	**77,970**	**90,192**
少数股东权益	431	489	558	676	811
总权益	**45,375**	**54,924**	**66,909**	**78,646**	**91,003**
负债及权益合计	**91,461**	**107,928**	**118,957**	**138,943**	**154,583**

现金流量表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**13,925**	**12,538**	**11,518**	**18,329**	**17,712**
税前盈利	14,959	9,636	9,253	15,870	18,152
折旧摊销	2,413	3,733	4,771	5,029	5,247
营运资金变动	(619)	1,977	62	2,506	1,101
已付所得税	(2,621)	(1,949)	(1,320)	(2,264)	(2,590)
其他经营活动	(207)	(859)	(1,248)	(2,812)	(4,198)
投资活动现金流	**(11,319)**	**(10,791)**	**(6,634)**	**(6,572)**	**(6,364)**
资本支出	(7,344)	(7,479)	(6,656)	(6,615)	(6,418)
收购资产	0	(1,265)	0	0	0
投资变动	(98)	0	0	0	0
其他投资活动	(3,877)	(2,047)	22	44	54
筹资活动现金流	**(306)**	**1,763**	**3,116**	**(1,974)**	**(3,206)**
发行新股	0	0	5,937	0	0
净借款	79	714	(936)	(105)	0
已付股息	(2,161)	(2,806)	(2,058)	(1,869)	(3,206)
其他融资活动	1,776	3,855	172	0	0
现金净增加额	**2,300**	**3,510**	**8,000**	**9,783**	**8,142**
汇率变动影响	23	34	0	0	0
期末现金及现金等价物	**15,737**	**19,281**	**27,281**	**37,064**	**45,206**

利润表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**106,595**	**97,401**	**97,106**	**115,783**	**122,688**
销售成本	(85,082)	(80,485)	(80,452)	(94,498)	(100,018)
毛利	**21,513**	**16,917**	**16,653**	**21,284**	**22,670**
分销成本	(4,523)	(4,332)	(4,370)	(4,631)	(4,908)
行政开支	(3,777)	(5,122)	(5,535)	(4,863)	(5,153)
财务费用	79	108	108	128	136
其他收入净额	1,222	1,219	1,257	1,268	1,344
运营利润	**14,514**	**8,789**	**8,113**	**13,187**	**14,090**
联营公司投资收益	(60)	38	46	53	62
合营企业投资收益	505	626	1,094	2,631	4,001
出售附属公司收益	0	183	0	0	0
税前利润	**14,959**	**9,636**	**9,253**	**15,870**	**18,152**
应交所得税	(2,285)	(1,375)	(1,320)	(2,264)	(2,590)
本年利润	**12,674**	**8,261**	**7,933**	**13,606**	**15,562**
少数股东收益	(121)	(72)	(69)	(118)	(135)
股东应占利润	**12,553**	**8,190**	**7,864**	**13,488**	**15,427**
每股收益（人民币元）	**1.37**	**0.89**	**0.83**	**1.17**	**1.34**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	14.9%	-8.6%	-0.3%	19.2%	6.0%
营业利润	19.3%	-39.4%	-7.7%	62.5%	6.9%
净利润	18.1%	-34.8%	-4.0%	71.5%	14.4%
获利能力					
毛利润率	20.2%	17.4%	17.1%	18.4%	18.5%
经营利润率	13.6%	9.0%	8.4%	11.4%	11.5%
净利率	11.8%	8.4%	8.1%	11.6%	12.6%
ROE	27.9%	15.0%	11.9%	17.3%	17.1%
ROA	13.7%	7.6%	6.6%	9.7%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	50.4%	49.1%	43.8%	43.4%	41.1%
净负债比例	-32.0%	-31.6%	-39.4%	-46.2%	-49.0%
流动比率	0.98	1.03	1.17	1.27	1.37
速动比率	0.88	0.93	1.07	1.17	1.27
营运能力					
资产周转天数	302	374	426	407	437
存货周转天数	22	20	22	20	21
应收账款周转天数	96	91	97	89	94
应付账款周转天数	191	203	217	201	211
每股资料（人民币元）					
每股收益	1.37	0.89	0.83	1.17	1.34
每股现金	1.72	2.10	2.87	3.21	3.92
每股净资产	4.90	5.93	6.98	6.75	7.81
每股派息	0.30	0.21	0.20	0.28	0.32
估值比率（x）					
P/E	12.7	19.6	21.1	14.9	13.0
P/B	3.6	2.9	2.5	2.6	2.2

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

长城汽车（2333 HK，买入）财务预测表

资产负债表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**66,126**	**68,502**	**71,535**	**102,676**	**114,351**
现金及现金等价物	6,615	8,777	11,753	40,317	50,504
贸易应收款项	2,061	11,344	11,344	11,344	11,344
其他应收款项	652	947	955	1,194	1,327
存货	4,445	6,237	6,258	7,687	8,534
其他流动资产	52,353	41,197	41,225	42,133	42,641
非流动资产	**45,674**	**44,594**	**45,693**	**46,637**	**47,447**
物业、工厂及设备	28,994	29,743	30,884	31,868	32,716
无形资产	3,391	4,710	4,647	4,585	4,524
对合营公司投资	6,000	322	322	322	322
其他非流动资产	7,289	9,819	9,840	9,862	9,884
总资产	**111,800**	**113,096**	**117,228**	**149,313**	**161,798**
流动负债	**54,618**	**54,600**	**54,899**	**80,442**	**86,889**
贸易应付款项	4,205	10,021	10,054	12,351	13,711
其他应付款及应计项目	2,917	2,481	2,507	3,056	3,392
当期所得税负债	2,551	1,512	1,512	1,512	1,512
短期贷款	12,800	1,180	1,299	17,000	17,652
其他流动负债	32,145	39,405	39,528	46,522	50,622
非流动负债	**4,493**	**4,097**	**5,527**	**6,292**	**7,320**
借款	2,158	1,206	2,635	3,400	4,428
递延所得税负债	2,083	2,193	2,193	2,193	2,193
其他流动负债	253	699	699	699	699
负债合计	**59,112**	**58,697**	**60,426**	**86,733**	**94,208**
发行股本	9,127	9,127	9,127	9,127	9,127
其他储备	6,778	6,911	7,378	8,191	9,105
留存收益	36,620	38,361	40,283	45,223	49,292
股东应占权益	**52,525**	**54,399**	**56,788**	**62,542**	**67,524**
少数股东权益	164	0	14	39	66
总权益	**52,689**	**54,399**	**56,802**	**62,580**	**67,590**
负债及权益合计	**111,800**	**113,096**	**117,228**	**149,313**	**161,798**

现金流量表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**19,698**	**13,972**	**10,520**	**21,293**	**19,474**
税前盈利	5,248	4,531	4,685	8,161	9,161
折旧摊销	3,882	4,583	5,101	5,256	5,390
营运资金变动	9,625	4,541	125	7,264	4,307
其他经营活动	943	317	609	612	616
投资活动现金流	**(10,040)**	**(15,802)**	**(6,484)**	**(6,484)**	**(6,484)**
资本支出	(6,662)	(6,940)	(6,500)	(6,500)	(6,500)
处置资产	416	155	0	0	0
投资收益	206	104	16	16	16
其他投资活动	(3,999)	(9,121)	(0)	(0)	(0)
筹资活动现金流	**(6,501)**	**3,944**	**(1,059)**	**13,756**	**(2,802)**
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	1,496	(12,572)	1,547	16,466	1,680
已付股息	(2,042)	(2,830)	(2,606)	(2,711)	(4,482)
其他融资活动	(5,955)	19,346	0	0	0
现金净增加额	**3,157**	**2,115**	**2,976**	**28,564**	**10,187**
汇率变动影响	(386)	48	0	0	0
期末现金及现金等价物	**6,615**	**8,777**	**11,753**	**40,317**	**50,504**

利润表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**99,230**	**96,211**	**97,021**	**121,333**	**134,843**
销售成本	(81,481)	(79,684)	(79,948)	(98,212)	(109,027)
毛利	**17,749**	**16,526**	**17,073**	**23,121**	**25,816**
分销成本	(4,575)	(3,897)	(3,687)	(4,611)	(5,124)
行政开支	(1,676)	(1,955)	(2,037)	(2,184)	(2,427)
财务净成本	494	351	(291)	243	270
营业税金及附加	(3,627)	(3,169)	(3,105)	(3,883)	(4,315)
其他收入和损失	(2,132)	(3,080)	(2,765)	(3,409)	(3,765)
运营利润	**6,232**	**4,777**	**5,188**	**9,277**	**10,454**
联营公司投资收益	0	304	334	367	404
其他营业外收入和支出	245	20	(10)	(44)	(81)
税前利润	**6,477**	**5,101**	**5,512**	**9,601**	**10,778**
应交所得税	(1,229)	(570)	(827)	(1,440)	(1,617)
本年利润	**5,248**	**4,531**	**4,685**	**8,161**	**9,161**
少数股东收益	(40)	(34)	(14)	(24)	(27)
股东应占利润	**5,207**	**4,497**	**4,671**	**8,136**	**9,134**
每股收益（人民币）	**0.57**	**0.49**	**0.51**	**0.89**	**1.00**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	-1.9%	-3.0%	0.8%	25.1%	11.1%
营业利润	6.5%	-23.4%	8.6%	78.8%	12.7%
净利润	3.6%	-13.6%	3.9%	74.2%	12.3%
获利能力					
毛利润率	17.9%	17.2%	17.6%	19.1%	19.1%
经营利润率	6.3%	5.0%	5.3%	7.6%	7.8%
净利率	5.2%	4.7%	4.8%	6.7%	6.8%
ROE	9.9%	8.3%	8.2%	13.0%	13.5%
ROA	4.7%	4.0%	4.0%	5.4%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	51.9%	51.5%	58.1%	58.2%
净负债比例	15.9%	-11.7%	-13.8%	-31.8%	-42.1%
流动比率	1.21	1.25	1.30	1.28	1.32
速动比率	1.13	1.14	1.19	1.18	1.22
营运能力					
资产周转天数	409	427	433	401	421
存货周转天数	22	24	29	26	27
应收账款周转天数	94	25	43	34	31
应付账款周转天数	81	33	46	42	44
每股资料（人民币）					
每股收益	0.57	0.49	0.51	0.89	1.00
每股现金	0.72	0.96	1.29	4.42	5.53
每股净资产	5.75	5.96	6.22	6.85	7.40
每股派息	0.29	0.25	0.26	0.45	0.51
估值比率					
市盈率 (x)	21.3	24.8	23.7	13.6	12.1
市净率 (x)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.6

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

福耀玻璃（3606 HK，买入）财务预测表

资产负债表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**15,581**	**17,774**	**14,970**	**16,771**	**18,582**
现金及现金等价物	6,358	8,353	6,277	7,165	8,031
限制性银行存款	8	3	3	3	3
贸易应收款项	5,539	4,481	4,131	4,693	5,256
存货	3,242	3,280	2,902	3,253	3,634
其他流动资产	435	1,657	1,657	1,657	1,657
非流动资产	**18,922**	**21,064**	**22,205**	**23,228**	**24,122**
物业、工厂及设备	17,115	18,038	19,145	20,150	21,032
租赁土地及土地使用权	1,050	1,051	1,057	1,063	1,069
无形资产	277	376	409	427	440
其他非流动资产	479	1,600	1,594	1,588	1,581
总资产	**34,503**	**38,839**	**37,175**	**39,999**	**42,704**
流动负债	**12,405**	**14,786**	**11,848**	**12,650**	**13,490**
贸易应付款项	4,274	4,206	3,722	4,171	4,659
应付税费	332	265	265	265	265
短期贷款	7,153	9,526	7,073	7,425	7,777
其他流动负债	645	789	789	789	789
非流动负债	**1,896**	**2,671**	**3,137**	**3,161**	**3,185**
借款	1,247	1,193	1,659	1,683	1,707
递延所得税负债	160	161	161	161	161
其他非流动负债	489	1,317	1,317	1,317	1,317
负债合计	**14,301**	**17,457**	**14,985**	**15,810**	**16,674**
发行股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
股本溢价	6,203	6,203	6,203	6,203	6,203
其他储备	2,329	2,831	3,019	3,281	3,580
留存收益	9,163	9,841	10,462	12,198	13,740
股东应占权益	**20,204**	**21,383**	**22,192**	**24,191**	**26,031**
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
总权益	**20,203**	**21,381**	**22,190**	**24,189**	**26,029**
负债及权益合计	**34,503**	**38,839**	**37,175**	**39,999**	**42,704**

现金流量表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**5,451**	**4,701**	**5,292**	**5,771**	**6,435**
税前盈利	4,962	3,231	3,129	4,355	4,968
折旧摊销	1,631	1,947	2,270	2,373	2,495
营运资金变动	174	41	243	(463)	(456)
其他经营活动	(1,316)	(518)	(350)	(494)	(572)
投资活动现金流	**(2,971)**	**(2,699)**	**(3,238)**	**(3,202)**	**(3,166)**
资本支出	(3,430)	(2,682)	(3,378)	(3,378)	(3,378)
收购资产	(82)	(25)	(32)	(32)	(32)
投资变动	682	0	0	0	0
其他投资活动	(142)	8	172	207	243
筹资活动现金流	**(3,080)**	**(116)**	**(4,258)**	**(1,680)**	**(2,402)**
净借款	223	2,280	(1,988)	376	376
已付股息	(2,885)	(1,881)	(1,881)	(1,747)	(2,432)
其他融资活动	(418)	(514)	(389)	(309)	(347)
现金净增加额	**(600)**	**1,886**	**(2,204)**	**888**	**867**
汇兑损益	253	109	128	0	0
期末现金及现金等价物	**6,358**	**8,353**	**6,277**	**7,165**	**8,031**

利润表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**20,225**	**21,104**	**19,455**	**22,102**	**24,756**
销售成本	(11,828)	(13,399)	(11,855)	(13,287)	(14,842)
毛利	**8,397**	**7,705**	**7,599**	**8,815**	**9,914**
分销成本	(1,468)	(1,482)	(1,362)	(1,547)	(1,733)
行政开支	(2,071)	(2,194)	(2,140)	(2,144)	(2,352)
研发开支	(888)	(813)	(759)	(862)	(965)
其他收入	147	182	117	133	149
其他损失	982	(13)	(195)	(22)	(25)
运营利润	**5,098**	**3,385**	**3,261**	**4,373**	**4,988**
财务收入	236	284	262	298	334
财务成本	(376)	(433)	(389)	(309)	(347)
财务净成本	(140)	(148)	(127)	(12)	(13)
应占合营企业利润	4	(6)	(5)	(6)	(7)
税前利润	**4,962**	**3,231**	**3,129**	**4,355**	**4,968**
应交所得税	(855)	(333)	(438)	(610)	(696)
本年利润	**4,107**	**2,898**	**2,691**	**3,745**	**4,272**
少数股东收益	13	0	0	0	0
股东应占利润	**4,120**	**2,898**	**2,691**	**3,746**	**4,273**
每股收益（人民币元）	**1.64**	**1.16**	**1.07**	**1.49**	**1.70**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8.1%	4.3%	-7.8%	13.6%	12.0%
营业利润	37.4%	-33.6%	-3.7%	34.1%	14.1%
净利润	30.9%	-29.7%	-7.1%	39.2%	14.1%
获利能力					
毛利润率	41.5%	36.5%	39.1%	39.9%	40.0%
经营利润率	25.2%	16.0%	16.8%	19.8%	20.1%
净利润率	20.4%	13.7%	13.8%	16.9%	17.3%
ROE	20.4%	13.6%	12.1%	15.5%	16.4%
ROA	11.9%	7.5%	7.2%	9.4%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	44.9%	40.3%	39.5%	39.0%
净负债比例	10.1%	11.1%	11.1%	8.0%	5.6%
流动比率	1.26	1.20	1.26	1.33	1.38
速动比率	0.99	0.98	1.02	1.07	1.11
营运能力					
资产周转天数	598	634	713	637	610
存货周转天数	96	89	95	85	85
应收账款周转天数	97	87	81	73	73
应付账款周转天数	128	116	122	108	109
每股资料（人民币元）					
每股收益	1.64	1.16	1.07	1.49	1.70
每股现金	2.53	3.33	2.50	2.86	3.20
每股净资产	8.05	8.52	8.85	9.64	10.38
每股派息	0.75	0.75	0.70	0.97	1.11
估值比率(x)					
P/E	19.0	27.0	29.0	20.9	18.3
P/B	3.9	3.7	3.5	3.2	3.0

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

敏实集团（425 HK，买入）财务预测表

资产负债表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**11,147**	**12,584**	**12,862**	**15,358**	**18,125**
现金及现金等价物	4,522	5,687	6,682	8,321	10,112
限制性银行存款	66	21	21	21	21
贸易应收款项	4,207	4,316	3,772	4,417	5,080
存货	1,974	2,040	1,867	2,080	2,392
其他流动资产	377	519	519	519	519
非流动资产	**10,121**	**11,059**	**12,405**	**13,311**	**14,144**
物业、工厂及设备	7,933	8,749	10,189	11,000	11,735
租赁土地及土地使用权	746	988	988	988	988
无形资产	63	57	63	60	58
对合营公司投资	215	125	107	93	78
其他非流动资产	1,164	1,140	1,057	1,169	1,286
总资产	**21,268**	**23,643**	**25,266**	**28,670**	**32,269**
流动负债	**7,593**	**7,816**	**8,864**	**10,739**	**12,786**
贸易应付款项	3,292	3,437	3,145	3,503	4,029
当期所得税负债	136	120	120	120	120
短期贷款	4,091	4,139	5,489	6,993	8,497
其他流动负债	74	120	110	122	139
非流动负债	**247**	**1,083**	**1,083**	**1,083**	**1,083**
借款	0	0	0	0	0
递延所得税负债	67	95	95	95	95
其他流动负债	179	988	988	988	988
负债合计	**7,839**	**8,899**	**9,947**	**11,822**	**13,869**
发行股本	115	115	115	115	115
其他储备	13,046	14,210	14,732	16,176	17,631
股东应占权益	**13,160**	**14,325**	**14,847**	**16,292**	**17,746**
少数股东权益	268	419	472	556	653
总权益	**13,429**	**14,744**	**15,319**	**16,848**	**18,400**
负债及权益合计	**21,268**	**23,643**	**25,266**	**28,670**	**32,269**

现金流量表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,041**	**2,384**	**2,645**	**2,423**	**2,873**
税前盈利	2,046	2,101	1,489	2,374	2,731
折旧摊销	621	751	828	964	1,041
营运资金变动	(346)	(100)	425	(499)	(450)
其他经营活动	(280)	(368)	(98)	(417)	(450)
投资活动现金流	**(1,864)**	**(1,166)**	**(2,174)**	**(1,674)**	**(1,674)**
资本支出	(2,227)	(1,536)	(2,269)	(1,775)	(1,775)
收购资产	0	0	0	0	0
投资变动	(31)	104	0	0	0
其他投资活动	394	266	95	102	102
筹资活动现金流	**494**	**(64)**	**524**	**890**	**591**
净借款	1,598	48	1,350	1,504	1,504
已付股息	(137)	(150)	(150)	(149)	(171)
其他融资活动	(967)	38	(676)	(465)	(742)
现金净增加额	**670**	**1,154**	**995**	**1,639**	**1,790**
汇兑损益	2	11	0	0	0
期末现金及现金等价物	**4,522**	**5,687**	**6,682**	**8,321**	**10,112**

利润表

单位：人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**12,553**	**13,198**	**11,535**	**13,508**	**15,536**
销售成本	(8,530)	(9,077)	(8,306)	(9,253)	(10,642)
毛利	**4,023**	**4,121**	**3,230**	**4,255**	**4,894**
分销成本	(520)	(539)	(471)	(540)	(621)
行政开支	(941)	(1,048)	(888)	(1,027)	(1,181)
研发开支	(591)	(656)	(565)	(648)	(746)
其他收入	201	396	346	490	563
运营利润	**2,173**	**2,275**	**1,652**	**2,529**	**2,909**
财务成本	(138)	(158)	(150)	(149)	(171)
联营公司投资收益	17	(21)	(18)	(14)	(16)
合营企业投资收益	(6)	4	6	7	8
其他收入支出净额	0	0	0	0	0
税前利润	**2,046**	**2,101**	**1,489**	**2,374**	**2,731**
应交所得税	(334)	(336)	(238)	(380)	(437)
本年利润	**1,713**	**1,765**	**1,251**	**1,994**	**2,294**
少数股东收益	(52)	(75)	(53)	(85)	(97)
股东应占利润	**1,661**	**1,690**	**1,198**	**1,910**	**2,197**
每股收益（人民币元）	**1.44**	**1.47**	**1.04**	**1.66**	**1.90**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10.3%	5.1%	-12.6%	17.1%	15.0%
营业利润	-14.9%	4.7%	-27.4%	53.1%	15.0%
净利润	-18.0%	1.8%	-29.1%	59.4%	15.0%
获利能力					
毛利润率	32.0%	31.2%	28.0%	31.5%	31.5%
经营利润率	17.3%	17.2%	14.3%	18.7%	18.7%
净利率	13.2%	12.8%	10.4%	14.1%	14.1%
ROE	12.8%	12.0%	8.2%	11.8%	12.5%
ROA	8.1%	7.5%	5.0%	7.0%	7.1%
偿债能力					
资产负债率	36.9%	37.6%	39.4%	41.2%	43.0%
净负债比例	58.4%	60.4%	64.9%	70.2%	75.4%
流动比率	147%	161%	145%	143%	142%
速动比率	121%	135%	124%	124%	123%
营运能力					
资产周转天数	572	621	774	729	716
存货周转天数	87	81	86	78	77
应收账款周转天数	120	118	128	111	112
应付账款周转天数	132	135	145	131	129
每股资料（人民币元）					
每股收益	1.44	1.47	1.04	1.66	1.90
每股现金	3.92	4.93	5.79	7.22	8.77
每股净资产	11.41	12.42	12.87	14.13	15.39
每股派息	0.56	0.56	0.40	0.64	0.74
估值比率					
P/E	21.9	21.5	30.3	19.0	16.5
P/B	2.8	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

中升控股（881 HK，买入）财务预测表

资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	**30,462**	**31,642**	**36,977**	**43,981**	**51,936**
现金及现金等价物	6,143	6,101	10,579	14,235	19,412
限制性银行存款	1,313	1,341	1,341	1,341	1,341
贸易应收款项	1,342	1,463	1,557	1,750	1,937
其他应收款项	10,111	11,646	12,331	13,770	15,176
存货	10,980	9,828	9,907	11,622	12,808
其他流动资产	573	1,263	1,263	1,263	1,263
非流动资产	**26,707**	**31,383**	**31,712**	**32,161**	**32,574**
物业、工厂及设备	11,507	12,362	12,765	13,196	13,601
租赁土地及土地使用权	2,977	2,932	3,039	3,153	3,265
无形资产	6,331	6,218	5,995	5,807	5,615
对合营公司投资	45	44	44	43	43
其他非流动资产	5,846	9,827	9,870	9,961	10,049
总资产	**57,168**	**63,024**	**68,690**	**76,142**	**84,510**
流动负债	**26,600**	**27,147**	**28,423**	**29,924**	**31,402**
贸易应付款项	4,815	4,875	5,162	5,764	6,353
其他应付款及应计项目	2,997	3,224	3,413	3,812	4,201
当期所得税负债	1,470	1,476	1,476	1,476	1,476
短期贷款	17,067	17,090	17,890	18,390	18,890
其他流动负债	252	482	482	482	482
非流动负债	**11,531**	**13,701**	**13,828**	**14,228**	**14,628**
借款	5,575	3,924	4,051	4,451	4,851
递延所得税负债	1,909	1,918	1,918	1,918	1,918
其他流动负债	4,047	7,859	7,859	7,859	7,859
负债合计	**38,132**	**40,848**	**42,251**	**44,152**	**46,030**
发行股本	0	0	0	0	0
其他储备	18,239	21,758	26,000	31,525	37,984
股东应占权益	**18,240**	**21,759**	**26,000**	**31,525**	**37,985**
少数股东权益	797	418	438	465	496
总权益	**19,036**	**22,177**	**26,438**	**31,990**	**38,480**
负债及权益合计	**57,168**	**63,024**	**68,690**	**76,142**	**84,510**

现金流量表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,318**	**7,799**	**7,674**	**7,382**	**9,380**
税前盈利	5,201	6,327	7,226	9,270	11,010
折旧摊销	856	1,002	1,077	1,112	1,149
营运资金变动	(3,808)	37	(381)	(2,347)	(1,801)
其它经营活动	70	433	(247)	(654)	(977)
投资活动现金流	**(4,233)**	**(3,139)**	**(1,743)**	**(1,890)**	**(1,888)**
资本支出	(2,561)	(2,767)	(1,700)	(1,800)	(1,800)
收购资产	(1,778)	(56)	0	0	0
购入可供出售投资	(127)	(839)	0	0	0
其它投资活动	232	522	(43)	(90)	(88)
筹资活动现金流	**3,003**	**(4,711)**	**(1,453)**	**(1,835)**	**(2,316)**
发行新股	0	0	0	0	0
净借款	3,319	(1,628)	927	900	900
已付股息	(667)	(739)	(900)	(1,071)	(1,374)
其它筹资活动	351	(2,345)	(1,480)	(1,664)	(1,842)
现金净增加额	**1,088**	**(51)**	**4,478**	**3,656**	**5,176**
期末现金及现金等价物	**6,143**	**6,101**	**10,579**	**14,235**	**19,412**

利润表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**107,736**	**124,043**	**131,997**	**148,437**	**164,272**
销售成本	(97,813)	(112,555)	(119,179)	(133,089)	(146,674)
毛利	**9,923**	**11,488**	**12,818**	**15,348**	**17,598**
分销成本	(4,311)	(4,939)	(5,255)	(5,789)	(6,407)
行政开支	(1,745)	(1,940)	(2,064)	(2,322)	(2,569)
其他收入	2,561	3,110	3,208	3,697	4,229
运营利润	**6,428**	**7,718**	**8,706**	**10,935**	**12,851**
财务净成本	(1,231)	(1,391)	(1,480)	(1,664)	(1,842)
联营企业投资收益	3	(1)	(1)	(0)	(0)
合营企业投资收益	0	0	0	0	0
税前利润	**5,201**	**6,327**	**7,226**	**9,270**	**11,010**
应交所得税	(1,505)	(1,807)	(2,064)	(2,648)	(3,145)
本年利润	3,695	4,520	5,162	6,622	7,865
少数股东收益	(59)	(18)	(20)	(26)	(31)
股东应占利润	**3,637**	**4,502**	**5,142**	**6,596**	**7,834**
每股收益（人民币元）	**1.56**	**1.92**	**2.13**	**2.74**	**3.25**

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	24.9%	15.1%	6.4%	12.5%	10.7%
营业利润	9.2%	20.1%	12.8%	25.6%	17.5%
净利润	8.5%	23.8%	14.2%	28.3%	18.8%
获利能力					
毛利润率	9.2%	9.3%	9.7%	10.3%	10.7%
经营利润率	6.0%	6.2%	6.6%	7.4%	7.8%
净利率	3.4%	3.6%	3.9%	4.4%	4.8%
ROE	19.9%	20.7%	19.8%	20.9%	20.6%
ROA	6.4%	7.1%	7.5%	8.7%	9.3%
偿债能力					
资产负债率	66.7%	64.8%	61.5%	58.0%	54.5%
净负债比例	90.5%	68.5%	43.7%	27.3%	11.4%
流动比率	1.15	1.17	1.30	1.47	1.65
速动比率	0.73	0.80	0.95	1.08	1.25
营运能力					
资产周转天数	177	177	182	178	178
存货周转天数	34	34	30	30	30
应收账款周转天数	4	4	4	4	4
应付账款周转天数	15	16	15	15	15
每股资料（人民币）					
每股收益	1.56	1.92	2.13	2.74	3.25
每股现金	2.58	2.53	4.39	5.91	8.05
每股净资产	7.65	9.03	10.79	13.08	15.76
每股派息	0.32	0.40	0.44	0.57	0.68
估值比率					
P/E	30.6	24.8	22.4	17.4	14.7
P/B	6.2	5.3	4.4	3.6	3.0

资料来源：公司报表、招商证券（香港）预测

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