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

汽车汽配

一月销售开门红，行业估值压力显著释放，低吸长周期成长股

■ **季节性因素及低基数令1月行业销量同比增长11.6%。SUV、豪华车和新能源汽车是最强增长点。汽车厂商销量维持分化格局**

■ **我们在1月22日行业报告中已提出行业估值压力和降低短期收益预期的风险警示，当前行业平均估值已回落至9x FY18E P/E，估值风险显著释放。大市波动期的投资策略综合考虑增长确定性、负债率水平、股票流动性等因素，建议逢低吸纳的顺序是：首选长周期成长股（吉利汽车175 HK、华晨中国1114 HK），其次是零部件细分龙头，最后是汽车经销商**

一月喜迎开门红，SUV、豪华车和新能源汽车是最强增长点

根据中汽协，1月行业销量同比增长11.6%至281万辆，**增长动力源于**：1）1月份是春节前的传统汽车销售旺季；2）2016年底购置税优惠幅度减半，2017年底购置税优惠政策退出，前者催生的提前购买敏感度比后者更高（本月销量环比下降8%而去年同期为18%），使得2017年1月产生较低的同比基数。因此，尽管1月销量录得双位数增长，但不宜过度乐观，维持全年销量低个位数增速的判断。**SUV、豪华车和新能源汽车是1月最强增长点**，与我们去年年底行业策略预判一致：1）SUV增长率是各细分行业最高，达22.9%，贡献近四成行业总销量；2）国产奔驰/宝马/奥迪销量同比增长31.1%/37.4%/35.5%；3）同比基数低，新能源汽车销量同比增长4.3倍达3.8万辆。

一月汽车厂商销量强者恒强，延续分化趋势

1）**吉利汽车（175 HK，买入）**：保持全面而均衡的增长节奏，市场份额持续扩张。1月销量再创新高，同比增长51%至15.5万辆，共有8款车销量过1万辆；2）**华晨中国（1114 HK，买入）**：据第三方数据，受益旺季和汽车消费升级，其1月销量同比增长37.4%达4.3万辆，也创月销量新高；3）**长城汽车（2333 HK，中性）**：1月销量同比增长21%至11万辆，VV5和VV7销量稳定在各1万辆，但哈弗SUV销量同比下降3.8%，竞争压力仍较大；4）**北京汽车（1958 HK，买入）**：旗下北京奔驰保持强周期节奏，1月销量同比增长31%至5.3万辆，但北京现代仍未摆脱产品弱周期，销量同比跌25%至6万辆。

行业估值压力明显释放

我们在1月22日的报告中已提出风险警示"**成长股处于压估值阶段，投资者应适当降低长周期成长股的短期收益预期**"。近期汽车股受市场风格转换和大盘持续下行影响而普遍下跌。汽车股自去年下半年的高点平均回撤21%（见图7），行业估值从10x FY18 P/E高位回落到9x FY18 P/E。**1）汽车制造商**：平均回撤19%，前期涨幅最大的吉利汽车回撤最大达26%；**2）零部件厂商**：平均回撤16%，相对抗跌原因是零部件厂商的所在细分行业的龙头地位显著，成长确定性高；**3）汽车经销商**：平均回撤27%，波动相对大，在流动性趋紧的预期下，市场担忧其盈利稳定性，对此类负债率公司的偏好下降。

大市波动期首选低吸长周期成长股

大盘走势影响市场风险偏好，进而拖累汽车行业整体估值。当前行业估值水平合理，并不算昂贵。若大市波动加剧，汽车股难免仍有下行压力，但预计下跌空间不会很大。建议逢低吸纳估值风险释放充分、增长确定性高、流动性好的公司，重点推荐长周期成长股**吉利汽车**和**华晨中国**。

推荐

前次评级	推荐
恒生指数	29507
国企指数	11902

行业表现

资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	(7.3)	2.6	20.5
相对表现	(2.5)	(3.7)	(5.0)

资料来源：贝格数据

相关报告

汽车汽配-新年开局：成长股短期压估值，经销商领跑，策略长短结合 2018/1/22

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

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

行业销售增速因高基数放缓，预计明年行业延续分化趋势 2017/11/13

四季度策略：旺季行业分化趋弱，关注整车成长股与低估经销商 2017/10/13

新能源车专家会议纪要：短期看政策行情，长线看隐形巨无霸 2017/9/15

市场脱离底部并向旺季过渡，坚守成长股及宝马产业链 2017/9/12

中报行情分化，聚焦成长龙头和豪华车产业链，2017/7/11

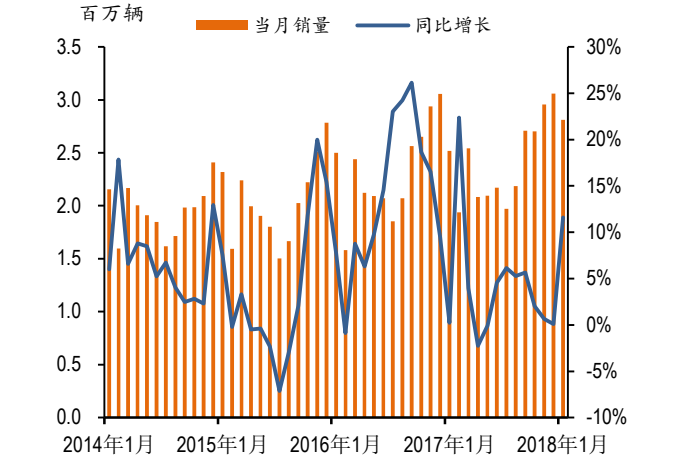
重点公司主要财务指标

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） FY17E	EPS（人民币） FY18E	P/E (x) FY17E	P/E (x) FY18E	P/B(x) FY17E	P/B(x) FY18E	PEG (x) FY18E
吉利汽车	175 HK	买入	40.00	21.50	86%	1.07	1.51	16.2	11.5	4.7	3.7	0.3
华晨中国	1114 HK	买入	30.00	18.78	60%	0.95	1.60	16.0	9.5	2.6	2.1	0.1
长城汽车	2333 HK	中性	10.00	8.60	16%	0.54	0.81	12.7	8.6	1.3	1.1	0.2
北京汽车	1958 HK	买入	13.00	10.66	22%	0.48	0.95	18.1	9.0	1.6	1.5	0.1
福耀玻璃	3606 HK	买入	40.00	30.30	32%	1.33	1.66	18.4	14.7	3.4	3.1	0.6
敏实集团	0425 HK	买入	55.00	41.40	33%	1.99	2.38	16.8	14.0	3.1	2.7	0.7
中升控股	881 HK	买入	29.00	17.84	63%	1.31	1.72	10.9	8.4	2.2	1.8	0.3
正通汽车	1728 HK	买入	13.00	6.32	106%	0.54	0.78	9.4	6.5	1.1	1.0	0.2
和谐汽车	3836 HK	中性	6.00	5.14	17%	0.67	0.47	6.2	8.7	1.1	0.9	n.a

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

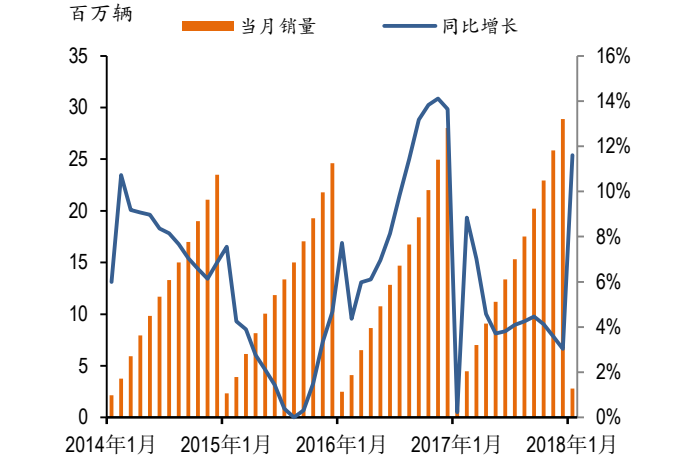
重点图表

图1：汽车月销量及同比增长



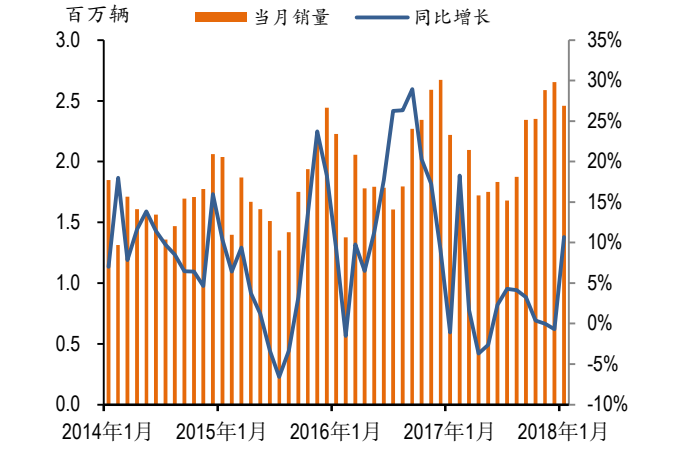
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图2：汽车累计月销量及同比增长



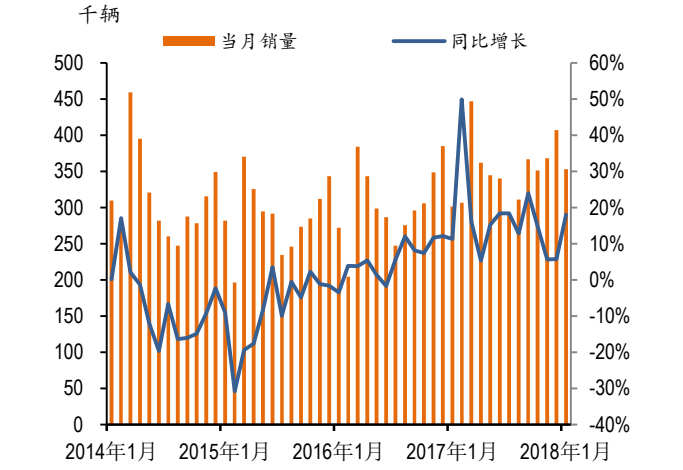
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图3：乘用车月销量及同比增长



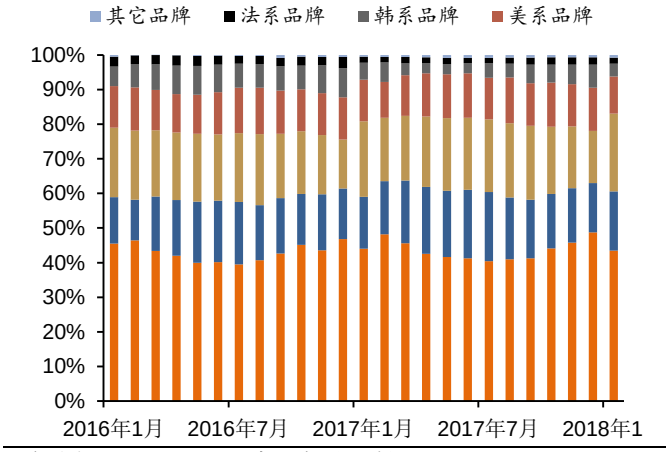
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图4：商用车月销量及同比增长



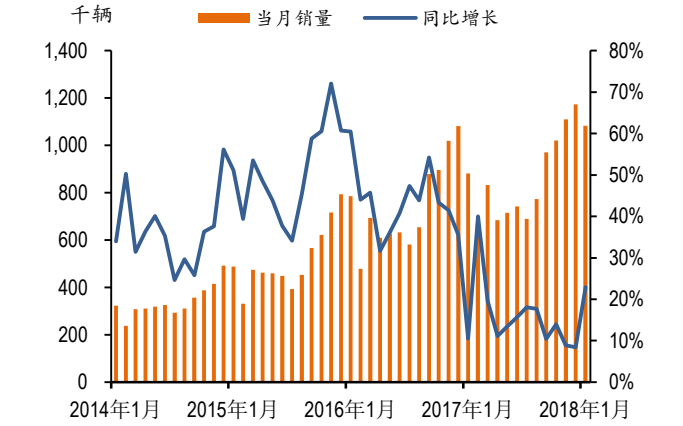
资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图5：乘用车的分国别市场占有率



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图6：SUV月销量及同比增长



资料来源：中汽协、招商证券（香港）

图7：行业公司股价涨跌幅比较（2017年7月1日至2018年2月9日）

	股票代码	最新股价（港元）	阶段最高股价（港元）	涨跌幅（%）	FY18 P/E (x)
汽车制造商					
华晨中国	1114 HK	18.78	23.80	-21.09%	9.5
吉利汽车	175 HK	21.50	29.15	-26.24%	11.5
广州汽车	2238 HK	16.14	21.05	-23.33%	6.9
长城汽车	2333 HK	8.60	11.30	-23.89%	8.6
东风集团	489 HK	9.41	11.14	-15.53%	4.6
北京汽车	1958 HK	10.66	12.50	-14.72%	9.0
庆铃汽车	1122 HK	2.50	2.70	-7.41%	n.a
潍柴动力	2338 HK	8.70	10.54	-17.46%	9.8
平均				**-18.71%**	**8.6**
汽车经销商					
中升控股	881 HK	17.84	21.15	-15.65%	8.4
正通汽车	1728 HK	6.32	9.88	-36.03%	6.5
宝信汽车	1293 HK	2.94	5.00	-41.20%	5.6
和谐汽车	3836 HK	5.14	6.35	-19.06%	8.7
永达汽车	3669 HK	8.41	12.30	-31.63%	6.1
大昌行	1828 HK	3.55	4.37	-18.76%	9.3
平均				**-27.05%**	**7.4**
汽车零部件					
福耀玻璃	3606 HK	30.30	34.70	-12.68%	14.7
敏实集团	425 HK	41.40	48.90	-15.34%	14.0
耐世特	1316 HK	16.02	19.96	-19.74%	12.9
平均				**-15.92%**	**13.8**
行业平均				**-21.16%**	**9.1**

资料来源：彭博、招商证券（香港）

图8：行业估值比较

价格日期 (日/月/年)	股票代码	市值（百万港元）	股价（港元）	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		PEG(x)	
9/2/2018				FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
汽车制造商													
华晨中国	1114 HK	94,750	18.8	16.0	9.5	2.6	2.1	18.2	21.4	14.3	17.5	0.5	0.1
吉利汽车	175 HK	192,902	21.5	16.2	11.5	4.7	3.7	29.2	31.4	8.1	8.8	0.2	0.3
广州汽车	2238 HK	168,011	16.1	8.3	6.9	1.5	1.3	20.8	21.1	10.7	11.1	0.1	0.3
长城汽车	2333 HK	118,892	8.6	12.7	8.6	1.3	1.1	10.2	13.7	5.2	6.7	-0.2	0.2
东风集团	489 HK	81,078	9.4	4.8	4.6	0.6	0.5	13.1	12.1	6.2	6.0	0.7	1.2
北京汽车	1958 HK	80,966	10.7	18.1	9.0	1.6	1.5	11.6	16.6	2.5	3.2	n.a	0.1
庆铃汽车	1122 HK	6,206	2.5	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
潍柴动力	2338 HK	75,181	8.7	9.4	9.8	1.5	1.4	16.3	13.9	3.6	3.3	0.1	n.a
平均				**12.2**	**8.6**	**2.0**	**1.7**	**17.1**	**18.6**	**7.2**	**8.1**	**0.2**	**0.4**
汽车经销商													
中升控股	881 HK	40,444	17.8	10.9	8.4	2.2	1.8	19.7	21.1	6.9	7.9	0.2	0.3
正通汽车	1728 HK	15,747	6.3	9.4	6.5	1.1	1.0	12.0	16.1	3.4	3.6	0.1	0.2
宝信汽车	1293 HK	8,342	2.9	7.2	5.6	1.1	0.9	15.3	17.0	3.7	4.4	0.1	0.2
和谐汽车	3836 HK	7,910	5.1	6.2	8.7	1.1	0.9	17.5	10.0	9.9	6.0	n.a	n.a
永达汽车	3669 HK	15,432	8.4	7.8	6.1	1.8	1.5	24.3	26.0	6.4	7.3	0.1	0.2
大昌行	1828 HK	6,557	3.6	10.4	9.3	0.7	0.7	7.0	7.4	2.1	2.4	0.5	0.8
平均				**8.7**	**7.4**	**1.3**	**1.1**	**16.0**	**16.3**	**5.4**	**5.3**	**0.2**	**0.3**
汽车零部件													
福耀玻璃	3606 HK	78,386	30.3	18.4	14.7	3.4	3.1	18.5	19.2	13.3	13.7	3.0	0.6
敏实集团	425 HK	47,355	41.4	16.8	14.0	3.1	2.7	16.2	17.1	11.9	12.5	0.5	0.7
耐世特	1316 HK	40,132	16.0	14.8	12.9	3.8	3.1	28.0	26.2	12.9	13.2	0.9	0.8
平均				**16.7**	**13.8**	**3.4**	**3.0**	**20.9**	**20.9**	**12.7**	**13.2**	**1.5**	**0.7**
行业平均				**11.7**	**9.1**	**2.0**	**1.7**	**17.4**	**18.1**	**7.6**	**8.0**	**0.5**	**0.4**

资料来源：彭博、招商证券（香港）

投资评级定义

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

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

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

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

免责条款

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

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

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

香港

招商证券(香港)有限公司

香港中环交易广场一期 48 楼

电话：+852 3189 6888

传真：+852 3101 0828