

行业报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

汽车汽配

豪华车专题: 8月销量强劲增长, 四季度保持高景气度

- 8月豪华车销量同比+33.6%, 1-8月同比+10.7%, 豪华SUV领跑
- 豪华车8月库存健康, 预示补库存空间; 终端折扣率整体可控, 奔驰走强
- 重点推荐中升控股, 适当关注华晨中国

豪华车8月销量强劲增长

12个豪华品牌8月销量同比强劲增长33.6%至27.2万辆, 大幅跑赢汽车行业(+11.6%)和乘用车行业(+6%); 1-8月, 豪华品牌销量合计同比增长10.7%至168万辆(vs.汽车行业-9.7%, 乘用车行业-15.4%), 豪华品牌在乘用车市场的渗透率达14.9%。**1) 第一梯队:** BBA(奔驰/宝马/奥迪)8月/1-8月销量分别同比+26.5%/+7.1%, 累计市占率为69.8%, 较以往超70%略有下滑。**2) 第二梯队:** 8月/1-8月销量分别同比+52.2%/+20.1%, 8月雷克萨斯/凯迪拉克/沃尔沃增长22.3%/37.2%/19.4%; 特斯拉/蔚来/理想销售1.2万/4千/2.7千辆, 新势力累计市占率扩张至6.2%; 捷豹路虎销量触底回升, 8月同比增长28.7%, 英菲尼迪和讴歌仍表现低迷。**3) 分车型:** 豪华SUV增速继续领跑, 8月/1-8月分别增长33.3%/22.2%(vs. SUV行业+6.5%/-8.7%), 销量规模与豪华轿车持平, 全年有望赶超。

豪华车库存健康, 折扣率整体可控

8月豪华车库存系数环比下降28%至1.20的全年低点, 反映当前库存状况健康, 部分品牌存在补库存空间。我们的渠道调研显示, BBA平均终端折扣率于6月上旬触及阶段性底部后小幅反弹, 整体可控; 8月至9月下旬BBA折扣率表现分化, 其中奔驰终端价格改善, 宝马折扣率微升, 奥迪折扣率反弹较大。**1) 宝马:** 整体处于强周期, 近期折扣率走弱主要由X1拖累, 3系/5系/X3折扣率仍低;**2) 奔驰:** 1-7月折扣率处于上升通道, 8月至今主力车型终端价格均改善;**3) 奥迪:** 4月以来新款A4/A6驱动品牌折扣改善, 7月至今A4/A6终端价格走弱, 致品牌整体折扣率反弹。

预计四季度景气度高, 重点关注奔驰、宝马和雷克萨斯

当前豪华车库存偏低, 四季度进入汽车行业销售旺季, 限购城市年内增加的牌照加速进入购车周期, 预计四季度豪华车仍保持高景气度。从品牌力/产品周期/定价角度, 我们继续看好奔驰和宝马, 二线品牌最看好雷克萨斯, 部分弱势二线品牌面临市场份额被造车新势力蚕食的风险。**投资策略:** 1) 奔驰和雷克萨斯的龙头经销商**中升控股(881 HK, 买入)**是行业及豪华车产业链首推股。我们估计公司8月豪华车销量增速35%-40%, 跑赢豪华车行业, 售后业务保持双位数强劲增长。2) 适当关注宝马制造商**华晨中国(1114 HK, 买入)**, 下半年销量增长新动力是推出宝马5系中期改款车型以及纯电动SUV车型iX3, 全年宝马总销量有望实现7%左右增长。

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			
吉利汽车	175 HK	买入	22.0	15.6	41%	0.72	1.10	19.0	12.5	2.0	1.8	-31.6%
中升控股	881 HK	买入	70.0	49.6	41%	2.13	2.74	20.4	15.9	4.0	3.3	68.5%
潍柴动力	2338 HK	买入	22.0	15.6	41%	1.25	1.41	11.0	9.8	2.1	1.8	-63.9%
华晨中国	1114 HK	买入	10.0	7.0	43%	1.39	1.55	4.4	4.0	0.8	0.7	-1.5%
敏实集团	425 HK	买入	37.5	30.3	24%	1.04	1.66	25.6	16.1	2.1	1.9	60.4%
福耀玻璃	3606 HK	买入	33.1	27.1	22%	0.97	1.33	24.7	17.9	2.7	2.5	11.1%
长城汽车	2333 HK	中性	10.0	9.5	5%	0.48	0.80	17.3	10.5	1.4	1.2	-11.7%
和谐汽车	3836 HK	中性	审视中	3.2	n.a	0.37	0.42	7.6	6.8	0.6	0.5	15.6%
正通汽车	1728 HK	中性	审视中	0.7	n.a	-0.51	0.15	-1.3	4.2	0.1	0.1	67.0%

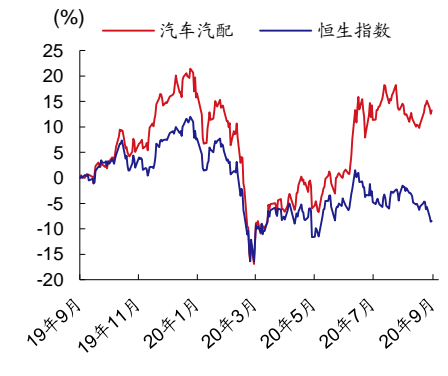
资料来源: 彭博, 招商證券(香港)预测, 股价为2020年9月23日的收盘价

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

中性

前次评级	中性
恒生指数	23,743
国企指数	9,559

行业表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
绝对表现	(0.1)	36.3	11.2
相对表现	5.4	26.9	20.6

资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 汽车汽配 - 中报回顾: 豪华车和内需优势显著, 龙头增强创新力 (2020/9/14)
2. 汽车汽配 - 豪华车持续走强, 低端车复苏有望加速 (2020/9/11)
3. 汽车汽配 - 行业淡季不淡, 下半年温和复苏 (2020/8/12)

豪华车销量持续领跑，品牌表现分化。据不完全统计，12个豪华品牌8月销量同比强劲增长33.6%至27.2万辆，大幅跑赢汽车行业(+11.6%)和乘用车行业(+6%)；1-8月，豪华品牌销量合计同比增长10.7%至168万辆(vs.汽车行业-9.7%，乘用车行业-15.4%)，豪华品牌在乘用车市场的渗透率达14.9%。

- **分梯队：**由BBA组成的第一梯队8月/1-8月销量分别同比+26.5%/+7.1%，累计市占率为69.8%，较以往超70%略有下滑。第二梯队8月/1-8月销量分别同比+52.2%/+20.1%跑赢第一梯队；不含新势力的传统二线豪华品牌8月/1-8月销量分别同比+23.8%/-2.3%，相对疲软。新势力累计市占率扩张至6.2%，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8月/1-8月销量均夺冠，同比+20.4%/+9.5%；宝马8月/1-8月销量规模位居第二但增速较高，8月同比增长42.6%，连续第3个月同比增速超40%；雷克萨斯8月销量被凯迪拉克反超，1-8月销量仍稳居第二梯队首位，同比增长9.1%；特斯拉以单款车型国产Model 3紧追沃尔沃；捷豹路虎销量触底回升，累计销量同比转正至4.5%；英菲尼迪和讴歌表现仍低迷。

图 1: 豪华品牌 1-8 月销量排名, 单位: 辆

排名	品牌	8月销量	当月同比	1-8月销量	累计同比	累计市占率
第一梯队						
1	一汽奥迪	66,396	20.4%	402,447	9.5%	23.9%
2	华晨宝马	63,587	42.6%	386,804	10.2%	23.0%
3	北京奔驰	56,459	18.5%	383,538	1.8%	22.8%
小计		186,442	26.5%	1,172,789	7.1%	69.8%
第二梯队						
4	雷克萨斯*	20,698	22.3%	138,349	9.1%	8.2%
5	凯迪拉克	22,500	37.2%	126,862	-12.9%	7.5%
6	沃尔沃亚太	14,860	19.4%	83,338	5.5%	5.0%
7	特斯拉中国	11,811	n.a	68,579	n.a	4.1%
8	奇瑞捷豹路虎	6,024	28.7%	34,642	4.5%	2.1%
9	蔚来汽车	3,965	104.1%	21,667	109.9%	1.3%
10	理想汽车	2,711	n.a	14,656	n.a	0.9%
11	东风英菲尼迪	2,604	-20.6%	13,265	-33.0%	0.8%
12	广汽讴歌	804	0.4%	6,655	-19.8%	0.4%
小计		85,977	52.2%	508,013	20.1%	30.2%
不含新势力小计**		67,490	23.8%	403,111	-2.3%	24.0%
合计		272,419	33.6%	1,680,802	10.7%	100.0%

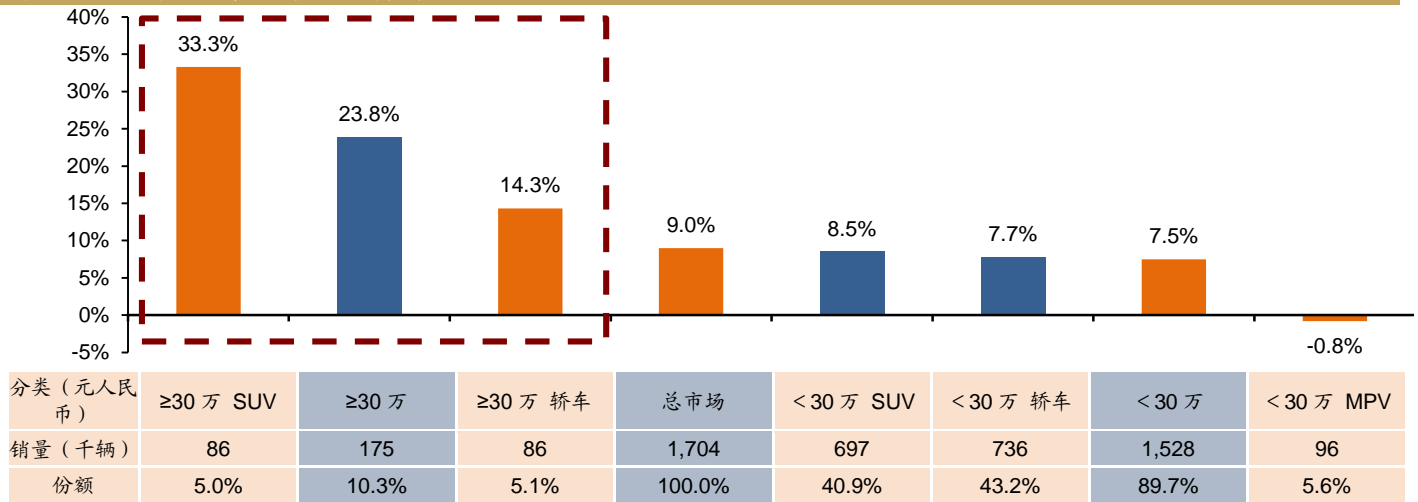
注: *雷克萨斯包含进口, 其余均不含进口;

**不含新势力小计指第二梯队不含特斯拉、蔚来汽车、理想汽车的合计销量

资料来源: 乘联会、招商证券(香港)

豪华车全面领跑，豪华SUV增速最高。乘联会数据显示，8月乘用车市场同比增长9%，除MPV外其它品类均已恢复正增长。在车市全面回暖的背景下，豪华车领跑的格局未变。售价大于等于30万元人民币的豪华车型销量同比增长23.8%，占比10.3%，而低于30万元人民币的车型同比增长7.5%。豪华SUV表现最优，8月销量同比强劲增长33.3%，大幅跑赢豪华轿车（+14.3%）19ppt，跑赢30万元人民币以下SUV（+8.5%）25ppt。豪华SUV持续高增长，8月销量与豪华轿车持平，两者市占率分别为5.0% vs. 5.1%（2019年全年为3.5% vs. 3.9%）。

图2：8月各价格段车型增速、销量和份额

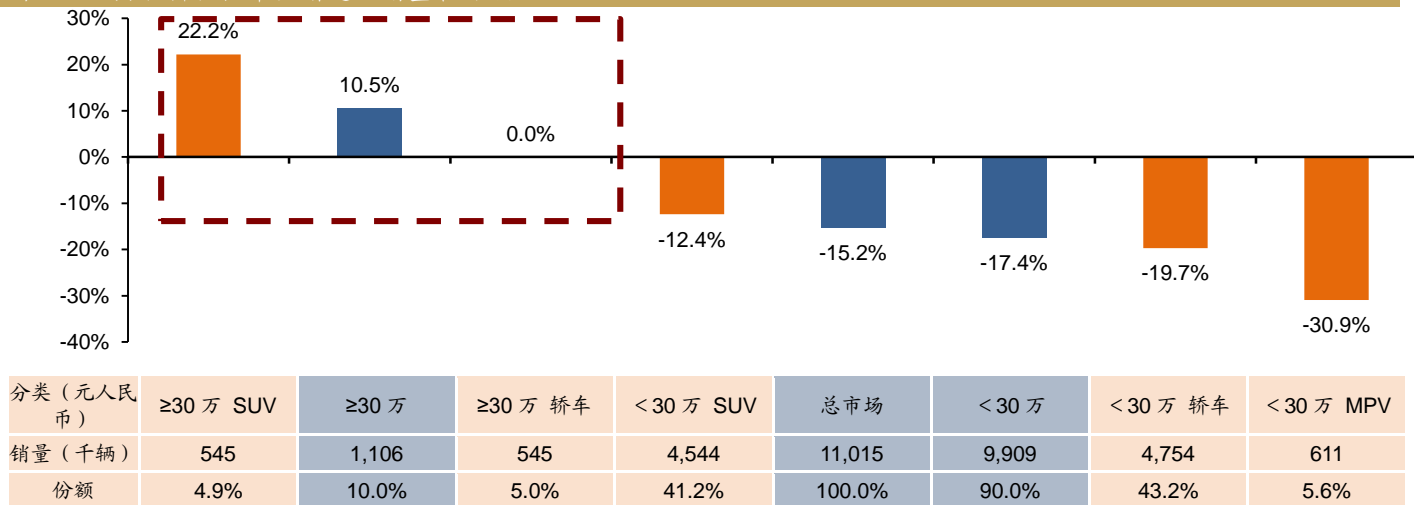


注：不含进口，若包含进口则豪华车型份额将更高；资料来源：乘联会、招商证券（香港）

1-8月销量情况显示出同样的趋势。售价大于等于30万元人民币的豪华车型销量同比增长10.5%，大幅跑赢乘用车行业（-15.2%）和售价低于30万元人民币的车型（-17.4%），占比达到10%。分品类看，豪华SUV增幅达到22.2%，成为豪华车销量的增长动力。豪华SUV和豪华轿车1-8月销量规模相近，市占率4.9% vs. 5.0%，一改往年豪华轿车占绝对主导的局面，全年销量规模有望赶超豪华轿车。

我们认为，豪华SUV的销量规模和增速俱佳，得益于近年来SUV品类持续获消费者青睐，以及豪华品牌顺势加大SUV车型投放。随着豪华SUV销量追平乃至反超豪华轿车，SUV对各豪华品牌销量和盈利的重要性愈发凸显，豪华SUV日渐成为品牌增长乃至成败的关键，其市场的竞争也注定会更加激烈。

图3：1-8月各价格段车型增速、销量和份额



注：不含进口，若包含进口则豪华车型份额将更高；资料来源：乘联会、招商证券（香港）

新势力搅局，豪华车新能源渗透率提升。 特斯拉中国、蔚来、理想三大豪华品牌新势力1-8月合计销售10.5万辆，在豪华车市场的份额达到6.2%。其中，特斯拉国产Model 3在1-8月销售6.9万辆，销量遥遥领先。蔚来两款车型1-8月合计销售2.2万辆，ES6市场表现较好，但部分侵蚀了售价更高的ES8的销量。理想ONE在8月销售2,711辆创新高，1-8月销量位居国内中大型新能源SUV车型的冠军。新势力销量攀升也顺势加速了新能源车型在豪华车领域的渗透。

图4：1-8月新势力豪华车型销量排名，单位：辆

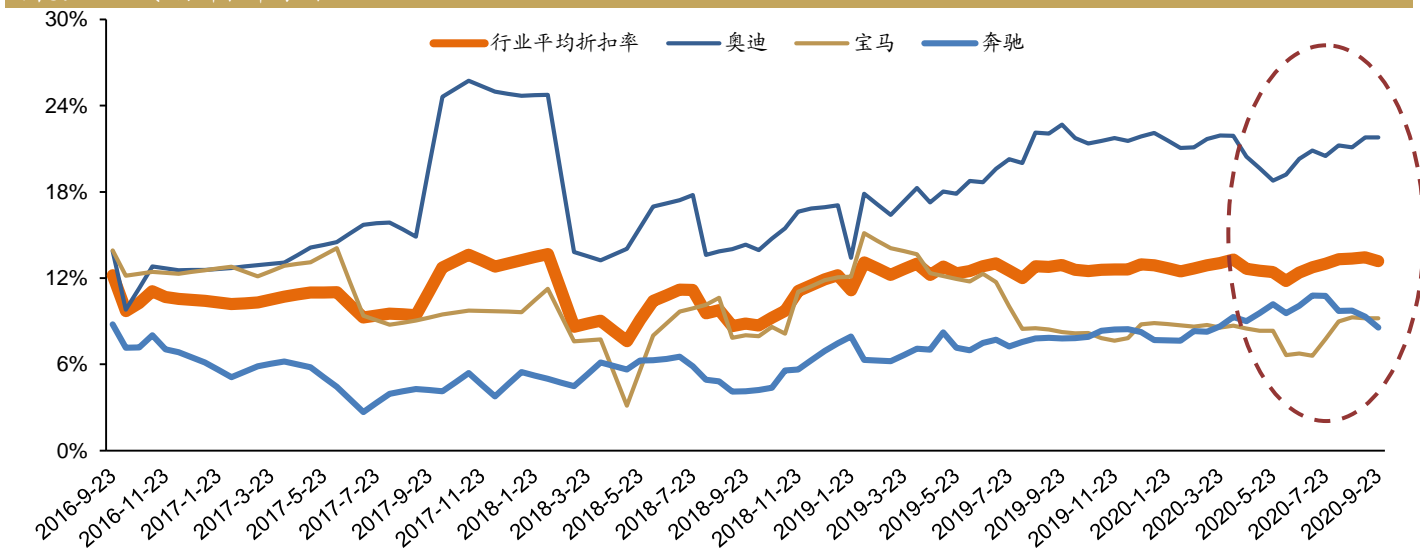
排名	新势力车型	所属车企	8月销量	当月同比	1-8月销量	累计同比
1	Model 3	特斯拉中国	11,811	n.a	68,579	n.a
2	蔚来 ES6	蔚来汽车	2,840	58.0%	17,161	495.2%
3	理想 ONE	理想汽车	2,711	n.a	14,656	n.a
4	蔚来 ES8	蔚来汽车	1,125	670.5%	4,506	-39.4%
合计			18,487	851.5%	104,902	916.3%

注：不包含进口，且未将售价显著低于30万元人民币的新势力车型纳入；资料来源：乘联会、招商证券（香港）

终端价格整体平稳，奔驰走强。 我们的渠道调研显示，BBA平均终端折扣率于6月上旬触及阶段性底部，8月至9月下旬BBA折扣率表现分化，其中奔驰折扣率持续改善，宝马微升，奥迪折扣反弹较大。

- **宝马：**强周期驱动终端折扣收窄，4月下旬以来终端折扣率持续收窄，处于历史较低水平，7月下旬至今折扣率小幅反弹，3系/5系/X3折扣率可控，X1折扣率放大较多。
- **奔驰：**长期定价能力在BBA中最强，2020年上半年延续了2019年以来的折扣率小幅上行趋势，整体可控；8月至9月下旬环比改善，GLA折扣率改善最大。
- **奥迪：**4月以来2020新款A4、A6驱动品牌折扣环比改善，7月下旬以来折扣率反弹；品牌整体折扣率仍高，定价能力在BBA中最弱。

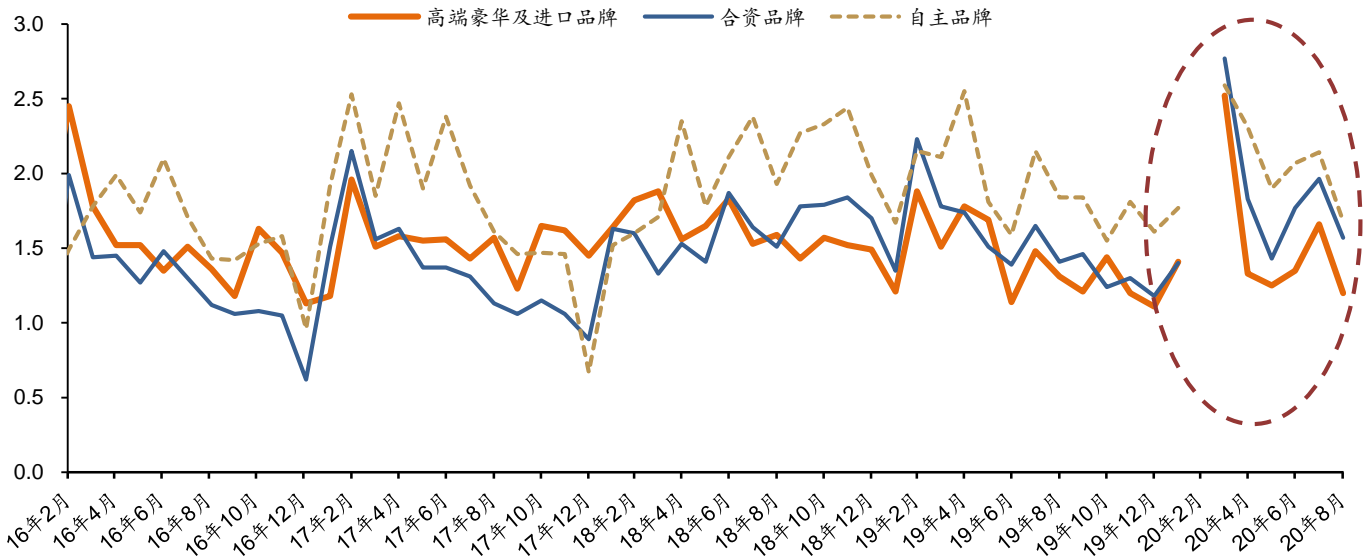
图5：BBA终端折扣率跟踪



资料来源：汽车之家、招商证券（香港）

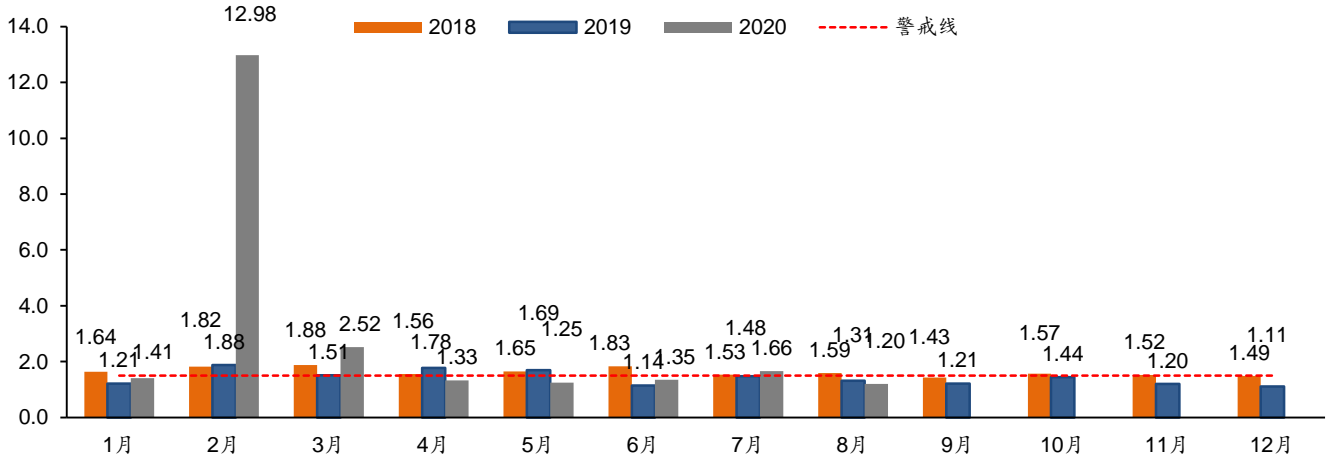
豪华车渠道库存合理，存在补库存空间。 根据中国汽车流通协会数据，2020年8月汽车经销商库存系数为1.50（前值1.91），同比下降0.7%，环比下降21.5%，库存水平位于警戒线的临界值。其中，高端豪华及进口品牌库存系数仅为1.20（前值1.66），环比下降27.7%，显示部分品牌仍有补库存需求。相比之下，8月合资品牌/自主品牌的库存系数分别为1.57/1.68，均高于豪华品牌且位于警戒线之上。

图6: 高端豪华及进口品牌、合资品牌、自主品牌库存系数对比



注: 剔除2020年2月极端值; 资料来源: 汽车流通协会、招商证券(香港)

图7: 高端豪华及进口品牌库存系数



资料来源: 中国汽车流通协会、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)		市净率(x)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2019
汽车制造商																	
吉利汽车	175 HK	买入	15.6	22.0	41%	19,648	19.0	12.5	2.0	1.8	-1.0	0.2	10.5	14.5	1.3	2.0	-31.6
华晨中国	1114 HK	买入	7.0	10.0	43%	4,521	4.4	4.0	0.8	0.7	1.3	0.3	18.8	18.2	6.0	1.6	-1.5
长城汽车	2333 HK	中性	9.5	10.0	5%	19,471	17.3	10.5	1.4	1.2	-15.0	0.2	7.8	11.8	3.0	4.9	-11.7
比亚迪股份	1211 HK	未评级	107.4	n.a	n.a	41,746	73.1	67.8	4.3	4.1	0.5	8.7	5.8	5.9	0.1	0.2	105.5
广汽集团	2238 HK	未评级	6.8	n.a	n.a	13,223	9.3	7.1	0.7	0.7	-10.7	0.2	7.9	9.6	3.5	4.3	-19.6
中国重汽	3808 HK	未评级	19.8	n.a	n.a	7,005	9.4	9.0	1.5	1.4	0.2	1.8	17.8	16.4	4.0	4.1	-63.9
东风集团	489 HK	未评级	5.0	n.a	n.a	5,460	4.0	3.1	0.3	0.3	-0.2	0.1	7.2	8.8	5.8	6.8	20.1
平均*							10.6	7.7	1.1	1.0	-4.2	0.5	11.7	13.2	3.9	3.9	-18.0
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	49.6	70.0	41%	14,410	20.4	15.9	4.0	3.3	1.8	0.6	19.8	20.9	1.0	1.3	68.5
和谐汽车	3836 HK	中性	3.2	审视中	n.a	651	7.6	6.8	0.6	0.5	0.8	0.6	7.3	7.6	2.7	3.0	15.6
正通汽车	1728 HK	中性	0.7	审视中	n.a	252	-1.3	4.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-11.5	3.5	0.0	5.2	67.0
美东汽车	1268 HK	未评级	27.8	n.a	n.a	4,428	39.4	28.3	11.9	9.4	1.3	0.7	34.6	36.7	1.3	1.9	45.1
永达汽车	3669 HK	未评级	9.0	n.a	n.a	2,267	9.6	7.7	1.3	1.2	3.6	0.3	14.6	16.2	4.2	4.0	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.1	n.a	n.a	414	5.1	4.1	0.3	0.3	-0.5	0.2	7.3	8.0	1.8	2.0	122.1
平均							13.5	11.2	3.1	2.5	1.2	0.4	12.0	15.5	1.8	2.9	72.4
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	15.6	22.0	41%	17,403	11.0	9.8	2.1	1.8	1.3	0.8	18.7	18.2	2.3	2.5	-63.9
福耀玻璃	3606 HK	买入	27.1	33.1	22%	11,685	24.7	17.9	2.7	2.5	-1.5	0.5	11.0	14.1	2.6	3.6	11.1
敏实集团	425 HK	买入	30.3	37.5	24%	4,462	25.6	16.1	2.1	1.9	-0.9	0.3	8.2	11.9	1.6	2.5	60.4
耐世特	1316 HK	未评级	5.2	n.a	n.a	1,679	14.3	7.6	0.9	0.8	-0.3	0.1	6.5	11.3	2.6	4.3	-12.6
平均							18.9	12.8	1.9	1.8	-0.3	0.4	11.1	13.9	2.3	3.2	-1.2
整体平均*							13.7	10.3	2.1	1.8	-1.2	0.4	11.7	14.2	2.7	3.4	20.1

收盘价截至2020年9月23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>。

免责声明

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