

中国汽车行业

2019 上半年艰难前行

► 特定豪华品牌和日本合资企业脱颖而出;自有品牌遭遇困境

► 选择东风和中升

乘用车板块：自主品牌和小众合资企业表现疲软。我们从乘用车制造商，经销商和零部件制造商在 2019 年上半年业绩中发现的三个主要特点是：（1）终端市场需求疲软和激烈竞争已经侵蚀上游供应商和下游经销商利润率，特别是对于自主品牌，新兴合资企业品牌（福特，现代和标志雪铁龙）和某些豪华品牌（捷豹路虎，凯迪拉克和沃尔沃）。我们预计这一趋势将持续到今年下半年和 2020 年乘用车市场得到政府的强力推动或经济意外转好，但可能性不大。（2）自主品牌制造商面临来自降价和排放标准政策转变的巨大利润压力。新能源汽车产量的增长给技术能力较弱的主机厂带来了额外的负担。（3）由于宏观风险，特别是中美贸易战，我们对近期行业领先的零部件供应商的利润率扩张保持保守。随着技术研发产品提升，产能利用率提升和在中国及全球市场的份额扩，我们对优质零部件供应商中长期的盈利保持乐观

经销商：豪华品牌经销商集团的业绩差异明显。豪华汽车品牌是中国经销商领域的增长动力。对于 2019 年上半年的业绩，我们覆盖的五家经销商中有三家盈利持平或同比增长。强大的品牌组合和积极的库存管理似乎是差异化的主导因素。在毛利率表现和库存方面，我们仍然看好雷克萨斯、保时捷、梅赛德斯和宝马，并对捷豹路虎，沃尔沃和凯迪拉克保持谨慎态度。尽管奥迪新车表现疲软，但我们相信市场上大量保有的奥迪车将对售后服务的需求产生促进作用。在目前上牌受限制的许多城市，豪华品牌经销商最有可能从逐步放松的政策中受益。这些地区的大量需求将推动主流豪华品牌销售。

汽车零部件：危机并存。在我们覆盖的两间零部件制造商中，敏实集团凭借庞大的日系车客户群，不断提高的海外工厂利用率，以及收入组合向高利润率产品的转变，在上半年实现了毛利率的环比回升。作为新能源汽车领域的主要电池供应商，宁德时代强劲的上半年业绩主要受益于市场份额扩张和利好的新能源行业补贴政策。这些政策的积极作用抵消掉了同行竞争和下游新能源汽车制造商压价所带来的利润压力。尽管两家公司都处于市场领先地位，但由于不可预测的宏观形势和贸易战，我们认为利润率压力仍然是下半年的主要担忧。

我们推荐东风和中升。鉴于两个日本合资品牌的稳定表现，东风汽车处于行业有利地位，这可以部分抵消市场动荡带来的业绩压力。在豪华车领域，除了雷克萨斯和丰田的强劲表现外，我们认为中升新推出的“六年无忧”延长保修保养计划将支持强劲的附加业务收入增长。

中国汽车行业估值比较

公司	建银国际评级	股价	目标价	2019 预	2020 预	2019 预期每股盈利增长(%)
				期市盈率(倍)	期市盈率(倍)	
吉利汽车	N	12.08	12.00	10.1	8.9	-26
广汽集团	O	7.46	8.80	6.8	6.7	-6
比亚迪股份	N	39.60	50.00	19.8	14.5	72
长城汽车	N	4.96	5.40	9.2	8.3	-15
华晨中国	N	8.49	8.50	5.5	4.9	21
东风集团股份	O	7.22	9.00	4.0	4.0	7
北京汽车	N	4.43	4.40	6.0	5.8	18
上汽集团	N	24.94	26.20	7.9	7.5	5
长安汽车 - A	N	8.12	7.40	-13.5	-17.7	N/M
中升控股	O	24.20	23.30	10.4	9.2	29
永达汽车	O	6.63	9.10	6.9	5.7	20
正通汽车	N	2.41	2.80	5.1	4.3	-14
广汇宝信	N	1.42	1.50	5.9	4.7	9
美东汽车	O	6.35	7.40	13.1	10.3	38
敏实	N	24.20	23.10	12.6	11.6	16
宁德时代	N	72.96	75.30	37.3	31.0	27

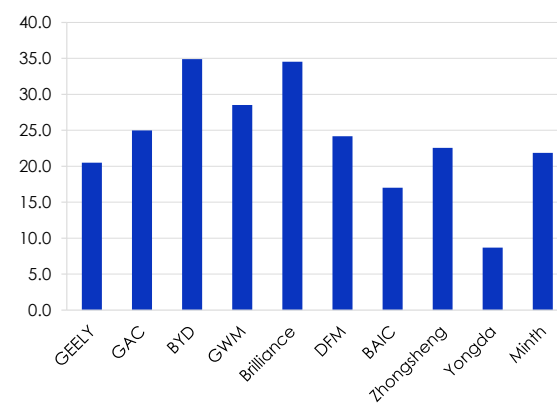
建银国际证券评级: O = 优于大市, N = 中性,

U = 弱于大市

* 2019 年 9 月 2 日收盘价

资料来源:彭博,建银国际证券预测

30 天平均卖空占比



何衍庭

(852) 3911 8259

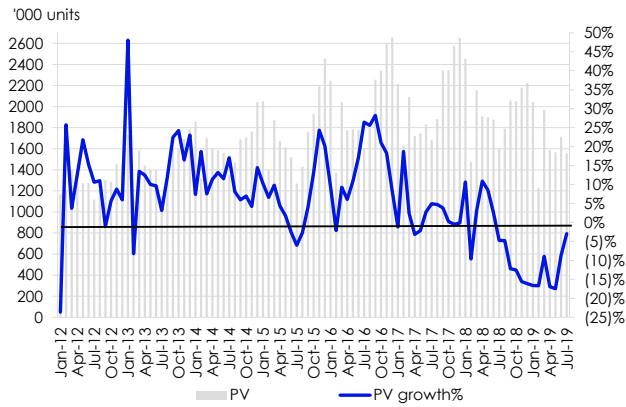
ronnieho@ccbintl.com

曲克

(852) 3911 8257

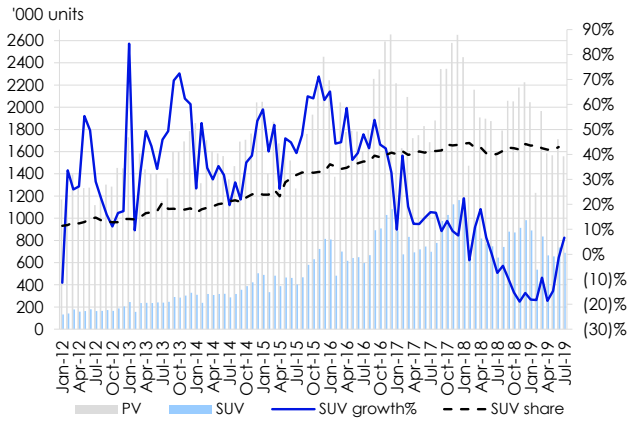
quke@ccbintl.com

乘用车月度批发销量及增速



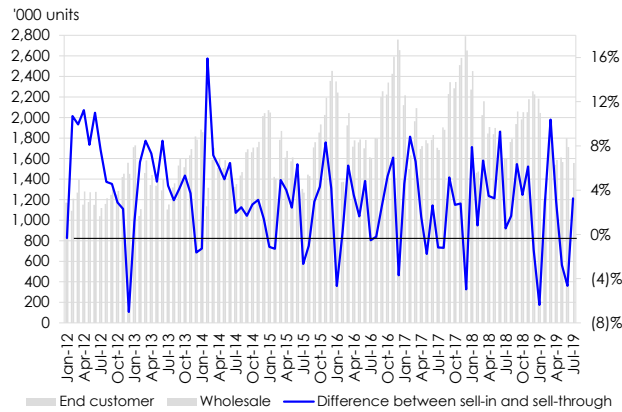
资料来源：乘联会

SUV 销量增速和市占率



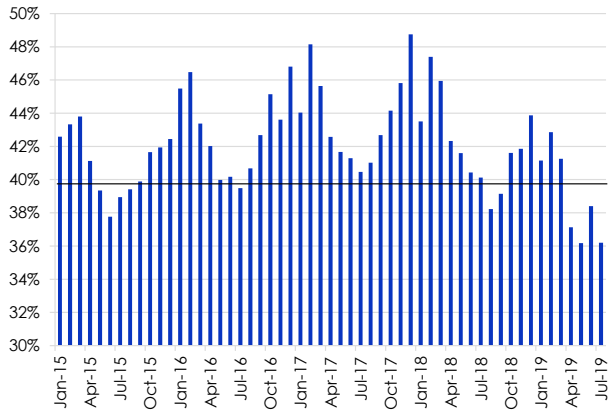
资料来源：乘联会

乘用车月度批发和综合销量差额比



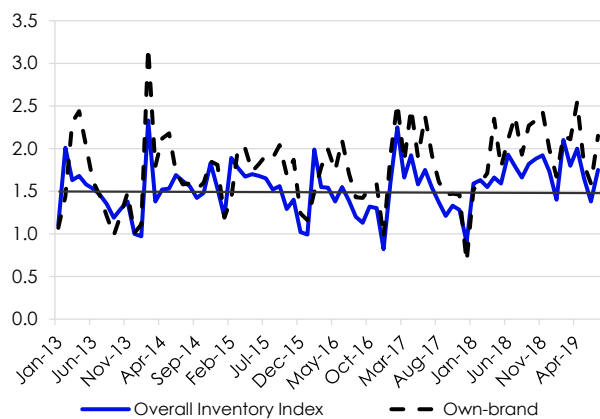
资料来源：乘联会

自主品牌市占率七月降至 36.2%



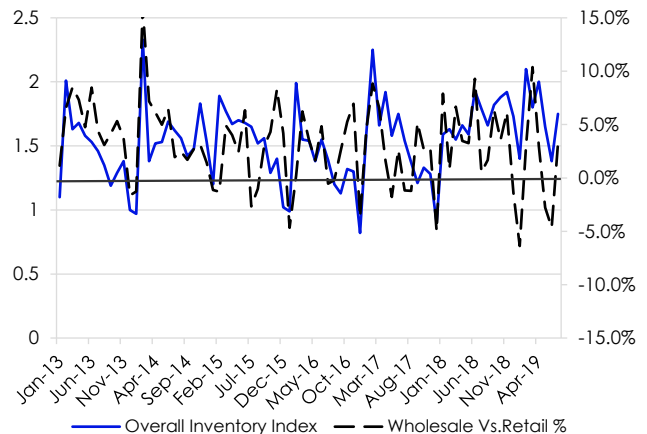
资料来源：中汽协

综合库存和自主品牌库存对比



资料来源：中国汽车流通协会

综合库存指数和乘用车月度批发和综合销量差额比显示去库存



资料来源：中国汽车流通协会，乘联会

自主品牌仍然面临压力。我们将自主品牌汽车制造商在上半年的疲弱财务表现归因于(1) 市场需求放缓带来的价格压力,(2) 来自中端品牌的竞争加剧,(3) 中国小城镇需求下降,(4) 从国 V 向 VI 排放标准过渡的最后期限在许多大城市到期,以及(5) 对新能源汽车的更严格要求。7 月份自主品牌市场份额为 7 月份的 36.2% 或 1-7 月的 39.1%, 远低于 2018 年前 7 个月的 43.0% 和 2018 全年的 42.1%。虽然中央政府一直鼓励汽车消费,但我们认为其影响将是有限的。由于宏观经济放缓和许多地方政府的严峻财政状况限制了他们减税或提供补贴支持的能力。今年前七个月自主品牌轿车市场份额同比下降 0.9 个百分点至 19.9%, 而自有品牌 SUV 市场份额在同比下跌 7.3 个百分点至 52.7%, 进一步证明在低端自有品牌领域, 价格较高的产品对市场动荡更为敏感

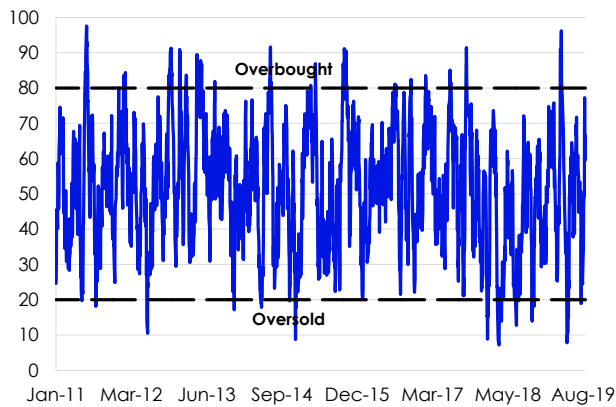
新能源汽车开发成本不断膨胀。尽管政府提供了大量补贴, 但许多上市的主机厂仍受到新能源汽车开发和销售的财务影响。根据中汽协的数据, 经过多年的高增长后, 7 月新能源汽车销量同比下降 4.7%。我们认为从 2019 年下半年开始大幅减少补贴的政策转变是 7 月之前提前购买的触发因素。汽车制造商的盈利能力下降将阻碍近期销量的进一步增加。

稳定的豪车销量。在前七个月里的中国豪华车销量呈现强劲势头, 同比增长 7%。七个主要品牌中奥迪 (3%), 宝马 (17%), 梅赛德斯 (3%), 凯迪拉克 (2%), 雷克萨斯 (31%), 沃尔沃 (12%) 和 JLR (-30%)。相对小众的品牌对市场的波动更为敏感, 但我们看到捷豹路虎和凯迪拉克的销量恢复, 这要归功于 2018 年 7 月捷豹路虎的低基数以及凯迪拉克不断改善的渠道库存管理。我们维持 2019 全年豪华车板块销量同比增长 5% 的预测。

预计 4 季度末乘用车市场复苏。我们维持对全年乘用车销量同比下降 8% 的预测。我们预计 11 月、12 月的乘用车销量增长率将转正, 主要受益于去年 11 月开始的低销售基数, 2020 年 1 月春节提早到来, 以及从国家 V 排放标准转换为 VI 标准后恢复渠道库存水平后转为健康。

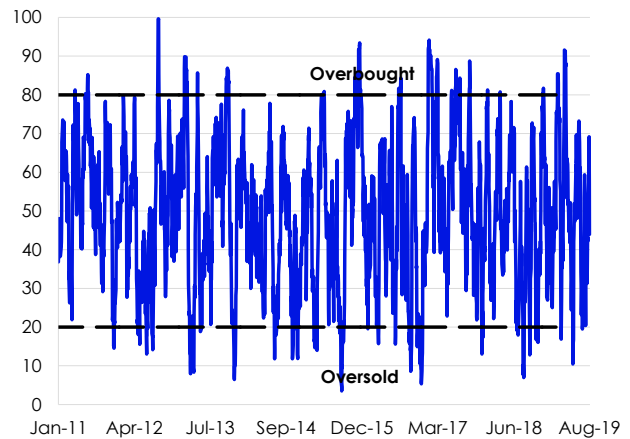
毛利率压力持续存在;豪华车跑赢大盘。我们预计, 在持续的行业整合大背景下, 由于成交量疲软, 乘用车的利润率将在 2019 年下半年持续承压。我们预计中低端产品的利润率将在 2019/20 财年受技术开发和产品升级的限制, 其中包括自有品牌五菱和福特合资企业等市场参与者, 仅举几例。唯一的例外是一些特定的豪华品牌和日本合资企业, 包括保时捷, 雷克萨斯, 丰田和本田。我们首选在该领域占据领先地位的中升控股和估值具有吸引力的东风汽车。

汽车制造商股票平均价格指数相对国企指数



资料来源:彭博,建银国际证券预测

汽车经销商股票平均价格指数相对国企指数



资料来源:彭博,建银国际证券预测

中国汽车行业-上半年/第二季度业绩概览

公司	建银国际评级	2019上半年净利润增长率%	和彭博平均预测比较	2019下半年展望
吉利汽车	O	-40	符合预期	- 在自主品牌领域竞争激烈,没有重量级产品推出计划
广汽集团	O	-29	比预测低 5%	- 受益于日本合资企业业绩增长,但新能源汽车开发成本高昂
比亚迪股份	N	270	符合预期	- 由于补贴削减,新能源汽车销售前景不佳;华为影响因智能手机业务带来的利润压力
长城汽车	N	-59	符合预期	- 健康的渠道库存,来自皮卡和新能源汽车的销量贡献主要增长
华晨中国	N	-9	比预测低 5%	- 未来特别股息安排仍不确定;新车型将在 2019 年第四季度上升
东风集团股份	O	5	比预测高 5%	- 具有吸引力的 5 倍 2019F 市盈率估值;合资公司表现稳定
北京汽车	N	-26	大致符合预期	- 现代业务仍面临压力
上汽集团	N	-27	大致符合预期	- 低端五菱业务仍面临压力;来自通用汽车和大众的表现与市场平均水平基本一致
长安汽车 - A	U	N/M	符合预期	- 林肯生产即将开始
中升控股	N	13	比预测高 3%	- 雷克萨斯和丰田的利润前景强劲;增值和售后服务保持两位数增长
永达汽车	O	1	符合预期	- 不断增长的保时捷贡献和网络扩张,以支持两位数的收入和净收入增长
正通汽车	N	-34	比预测低 20%	- 捷豹路虎和沃尔沃业务的盈利能力仍面临压力;由于新规定,金融服务业放缓
广汇宝信	N	-12	大致符合预期	- 捷豹路虎和玛莎拉蒂业务面临压力,直至 2020F-2021F 的新产品周期
美东汽车	N	50	比预测高 10%	- 保时捷和雷克萨斯的强劲网络扩张;潜在的并购活动备受期待
敏实	N	-9	比预测高 10%	- 毛利率将在下半年继续恢复;海外工厂继续增加以抵消关税影响
宁德时代	N	131	大致符合预期	- 业务扩张以支持中国市场份额增长,但由于竞争加剧导致利润率压力

资料来源:彭博,建银国际证券预测

中国汽车行业估值比较

公司	股票代码	建银国际评级	股价* (交易货币)	市值 (百万美元)	每股盈利增长(%)			市盈率(倍)		
					FY18	FY19F	FY20F	FY18	FY19F	FY20F
汽车制造商										
吉利汽车	175 HK	中性	12.08	14,154	17	-26	13	7.5	10.1	8.9
广汽集团	2238 HK	优于大市	7.46	14,888	-10	-6	1	6.4	6.8	6.7
比亚迪股份	1211 HK	中性	39.60	17,427	-34	72	37	34.0	19.8	14.5
长城汽车	2333 HK	中性	4.96	8,925	4	-15	12	7.4	9.2	8.3
华晨中国	1114 HK	中性	8.49	5,519	33	21	11	6.6	5.5	4.9
东风集团股份	489 HK	优于大市	7.22	7,996	-8	7	1	4.3	4.0	4.0
北京汽车	1958 HK	中性	4.43	4,554	90	18	4	7.1	6.0	5.8
平均								6.4	6.2	5.7
A 股汽车制造商										
上汽集团	600104 CH	中性	24.94	40,652	2	5	6	8.3	7.9	7.5
长安汽车 - A	000625 CH	中性	8.12	4,797	-90	N/M	-24	57.3	-13.5	-17.7
长安汽车 - B	200626 CH	未评级	3.37	4,839	-57	19	16	4.5	3.8	3.3
江淮汽车	600418 CH	未评级	4.97	1,313	-30	31	12	17.0	13.0	11.6
平均								21.8	2.8	1.1
汽车经销商										
中升控股	881 HK	优于大市	24.20	7,066	4	29	13	13.6	10.4	9.2
永达汽车	3669 HK	优于大市	6.63	1,558	-21	20	21	8.8	6.9	5.7
正通汽车	1728 HK	中性	2.41	760	-7	-14	18	4.3	5.1	4.3
广汇宝信	1293 HK	中性	1.42	514	-30	9	25	6.4	5.9	4.7
和谐汽车	3836 HK	未评级	2.31	452	-28	-4	5	4.3	4.5	4.2
大昌行集团	1828 HK	未评级	2.14	520	53	12	3	4.1	3.7	3.6
美东汽车	1268 HK	优于大市	6.35	945	25	38	27	18.1	13.1	10.3
平均								6.9	6.1	5.3
汽车零部件										
宁德时代	300750 CH	中性	72.96	22,314	-13	27	23	46.6	37.3	31.0
福耀玻璃	3606 HK	未评级	21.85	7,595	29	4	11	12.0	11.5	10.4
敏实集团	425 HK	中性	24.20	3,597	-18	16	9	14.3	12.6	11.6
耐世特	1316 HK	未评级	6.31	2,024	7	9	11	5.5	5.1	4.6
德昌电机	2919 HK	未评级	13.54	1,549	6	7	7	5.4	5.0	4.7
兴达国际	1899 HK	未评级	1.96	389	-40	6	11	11.2	10.6	9.6
新晨动力	1148 HK	未评级	0.30	51	45	25	N/A	1.7	1.3	N/A
平均								6.1	5.6	7.1

* 2019年9月2日收盘价

资料来源: 彭博, 建银国际证券预测

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在 -10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于 -10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提及的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提及的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件人亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能

直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097