

和谐汽车 (3836 HK)


**华泰金融控股(香港)有限公司**  
 HUATAI FINANCIAL HOLDINGS (HONG KONG) LIMITED

## 证券研究报告

2020年8月26日

公司研究 | 中国 | 汽车

目标价(港币): 5.00

评级: 买入(维持)

# 1Q20 受新冠疫情冲击; 2Q20 起经营复苏

## 1H20 净利润同比下降 18%

和谐汽车(和谐)公布 1H20 财务业绩: 收入同比下降 2%至人民币 58 亿元, 净利润同比下降 18%至人民币 2.35 亿元。我们认为和谐 1H20 业绩受到新冠肺炎疫情的负面影响。随着中国宏观经济在 2Q20 复苏, 和谐的业务出现温和恢复, 销量和销售额同比均温和增长。我们维持对和谐的“买入”评级和 5.00 港币的目标价。

## 2Q20 销量恢复同比增长

和谐 1H20 销量同比下滑 5%至 1.5 万辆, 我们认为主要是受到新冠肺炎疫情的影响。和谐 1Q20 销量同比下滑 27%至 5,000 辆。不过, 和谐的销量在 2Q20 有所恢复, 同比增长 11%至 1 万辆。和谐继续寻求渠道扩张, 公司在 1H20 收购了 4 家门店, 且有另外的 8 家自营门店在筹备当中。展望 2021-2022 年, 我们认为和谐的销量将获得正增长势头。

## 售后服务收入下滑导致毛利率收缩

和谐 1H20 毛利率从 1H19 的 9.8%降至 9.0%。我们认为, 利润率收窄的主要原因是售后服务收入贡献下降。1H20 新车销售收入占总收入的 87% (1H19: 86%), 而售后服务贡献了总收入的 13% (1H19: 14%)。1H20 新车销售毛利率降至 3.7% (1H19: 3.9%)。展望 2021-2022 年, 我们预计, 随着售后服务收入贡献加大, 和谐的毛利率将提升。

## 重新专注特定品牌的经销业务

考虑到宏观经济放缓导致汽车需求走软, 我们预计和谐将重新专注特定品牌的经销业务, 如宝马 (BMW GR, 无评级), 雷克萨斯和保时捷。展望 2021-2022 年, 我们预计和谐将优先改善经营效率、降低库存周转天数和提高客户忠诚度。我们认为, 通过这些举措, 和谐的经销业务有望实现持续的盈利增长。

## 维持“买入”评级和目标价 5.00 港币

虽然和谐 1H20 盈利受到疫情的负面影响, 但考虑到豪华车需求的增长以及售后业务的巨大潜力, 我们依然看好其 2021-2022 年的盈利增长潜力。我们基于分部加总估值法 (SOTP) 得出目标价 5.00 港币, 对应 12.5 倍 2020 年预测 PE (高于其 7.1 倍的 6 年历史均值)。

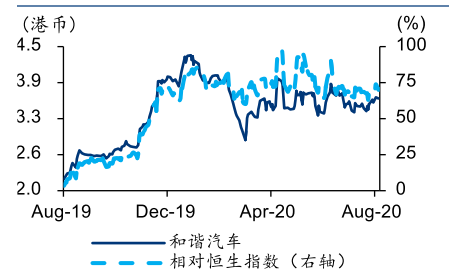
英文报告全文: [Harmony New Energy Auto \(3836 HK\): BUY \(Maintained\) — 1Q20 hit by COVID-19; operations recovering in 2Q20 onwards](#)

林志轩 +86 21 2897 2090  
 研究员 zhixuan.lin@htsc.com  
 邢重阳 +86 21 3847 6205  
 研究员 xingchongyang@htsc.com  
 丁嘉文 +86 21 2897 2090  
 研究员 dingjiawen@htsc.com

## 基本数据

收盘价(港币截至 08月25日)	3.63
市值(百万美元)	716
6个月平均日成交额(百万美元)	1.00
52周价格范围(港币)	4.35/2.20
BVPS(人民币)	4.80

## 股价走势图



资料来源: FactSet

### 估值方法和风险提示

我们根据 SOTP 估值法得出公司目标价 5.00 港币 (详情请阅读我们此前的[报告](#)), 对应 12.5 倍 2020 年预测 PE (高于其 7.1 倍的 6 年历史均值)。

下行风险包括: 1) 豪华车需求弱于预期; 2) 利润率低于预期; 3) Future Mobility Corporation (即 FMC, 非上市公司) 的估值有大幅折让, 而和谐汽车持有 FMC 9.36% 的股份。

## 分析师声明

以下分析员、经济学家及/或策略分析员主要责任本报告的制作和内容。本报告所表述的所有观点准确地反映了其对标的证券或发行人及/或任何其他适当事项的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。林志轩；邢重阳；丁嘉文

## 重要披露

### 香港

本报告由华泰金融控股(香港)有限公司(简称HFHL)制作和分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为HTSC的全资子公司(HTSC是一间于中华人民共和国注册成立的股份有限公司,中文公司名称为华泰证券股份有限公司)。

### 美国

本研究报告非华泰证券(美国)有限公司编制,但在美国由其分发。华泰证券(美国)有限公司是美国证券交易委员会(SEC)注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)成员。华泰证券(美国)有限公司根据《1934年证券交易法》(修订版)第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释,对本研究报告内容负责。任何收到此报告并希望就本报告所述信息进行美国证券或相关金融工具买卖交易的美国人士/实体,应直接联系华泰证券(美国)有限公司。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其联营公司已经、正在及/或可能会充当本报告中提及或推荐的公司所发行之证券/债券或其他债务性证券的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司和华泰证券(美国)有限公司及/或其子公司和联营公司不时会以自身或代理形式向客户出售及购买 HFHL 研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)。

华泰金融控股(香港)有限公司和华泰证券(美国)有限公司及/或其子公司和联营公司,及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中提到的任何证券(或任何相关投资)头寸,并可能不时进行增持或减持该证券(或投资)。因此,投资者应该意识到可能存在利益冲突。

上述所列之部分披露也为遵守非美国司法管辖区的适用法规。

## 华泰金融控股(香港)有限公司投资评级标准

华泰金融控股(香港)有限公司的投资评级基于分析员对报告发布日后6个月内股价表现的预期,具体如下:

### 公司评级

**买入:** 分析员预计股票的绝对回报不低于15%

**持有:** 分析员预计股票的绝对回报在-10%~15%之间

**卖出:** 分析员预计股票的绝对回报在-10%或以下

**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 行业评级

**增持:** 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现可观

**中性:** 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现平淡

**减持:** 分析员预计其所覆盖行业股票池的表现不佳

如有需要,可向华泰金融控股(香港)有限公司索取进一步资料。

## 一般披露

### 仅发送给《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者客户。

本文件仅发送给阁下供参考,不得翻印或分发给其他人士。

本文件所载资料由华泰金融控股(香港)有限公司编制和发表,而且是仅给收件人的严格保密资料。本文件旨在为华泰金融控股(香港)有限公司、其客户或准客户、子公司、分支机构、HTSC和其子公司而刊发。若未事先获华泰金融控股(香港)有限公司的书面同意,不得翻印、分发或传达本文件(无论整份或部份)给其他人士。若获华泰金融控股(香港)有限公司准许转发,收件人须在转发前获取独立的法律意见,以确定该转发符合当地适用法规的要求。

华泰金融控股(香港)有限公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

本文件(i)供阁下作个人参考之用,我们并非以此作任何招揽;(ii)若要约发行在任何司法管辖区为违法,本文件不应诠释为出售证券的要约或招揽购买证券的要约;(iii)本文件的资料可能基于来自我们认为可靠的第三方来源但并未获华泰金融控股(香港)有限公司独立核实。本文件仅提供一般参考资料,并非为提供个人投资建议,也没有考虑个别人士的具体投资目的、财务状况和特定需要。本文件可能含有来自第三方的资料,包括信贷评级机构的评级;除非事先获第三方的书面许可,不得以任何形式分发该第三方材料。第三方材料供应者不保证任何资料(包括评级)的准确性、完整性、及时性或是否可以使用,华泰金融控股(香港)有限公司和第三方材料供应者无论什么原因也不会就误差或遗漏(无论是不是因为疏忽)承担责任,同时也不会就因使用该材料而产生的结果承担责任。第三方材料供应者并无作出任何明确或隐含的保证,包括但不限于某一特殊目的或用途的可销性或适用性保证。第三方材料供应者毋须就使用这些材料(包括评级)负上任何直接、间接、附带、惩戒性、补偿性、惩罚性、特殊或相应损害赔偿、讼费、开支、法律费用或损失(包括失去的收入或利润及机会成本)的法律费用。信贷评级为意见陈述,并非事实陈述,或购买、持有或销售证券的推荐意见,也并非就证券的适当性或证券投资的适当性的引导,不应作为投资建议般倚赖。

本文件所载数据可能提述过往表现或根据过往表现作出的模拟情况,这些过往表现或模拟情况并非未来表现的可靠指标。若数据含有未来表现的指引,该预测不可作为未来表现的可靠指标。此外,模拟情况乃基于模型及简化的假设推断,当中可能有过分简化的情况,也不反映未来回报的分派。

本文件所述的事实以及当中表达的意见、估计、预测和推测以本文件的日期为准,并可以在没有通知的情况下有所更改。华泰金融控股(香港)有限公司并无就本文件所载数据发表声明或作出明确或隐含的保证,阁下亦不应倚赖本文件所载数据。华泰金融控股(香港)有限公司概不就因

使用或倚赖本文件或其材料而产生或引致的直接、间接或相应损失或损害而赔偿或承担任何法律责任。本文件并非为提供专业意见(包括但不限于会计、法律或税务意见或投资的推荐意见), 阁下也不应作为专业意见般倚赖; 亦不可取代阁下的判断。华泰金融控股(香港)有限公司非阁下的顾问, 也不就财务或其它后果承担受信责任或法律责任。投资者须考虑本文件的资料或推荐意见是否适合他的特定情况, 若适用, 应寻求专业意见, 包括税务意见。

投资者在作出投资决定时, 应了解本文件的资料仅为其中一项阁下考虑的因素, 因此本报告不应被视为与任何投资决定相关的所有直接或间接风险之阐明或建议。华泰金融控股(香港)有限公司出版很多不同种类的研究产品, 其中包括基本面分析、量化分析和短期买卖意见; 一类研究产品所含的推荐意见有别于其它种类的研究产品所含的推荐意见, 不论是因为不同时间性、方法或其它因素。

华泰金融控股(香港)有限公司及/或其高级管理层、董事和雇员在适用法规容许下可以其自身、代理或其它身份作为涉事对头, 也可拥有本文件所提及的发行人及其证券、期权或其它衍生工具的长仓或短仓, 或买卖这些金融产品。华泰金融控股(香港)有限公司在适用法律容许的情况下可参与或投资本文件提及的证券的发行人融资交易、为该发行人提供服务或向该发行人招揽业务。华泰金融控股(香港)有限公司可能曾担任本报告所述的任何或所有经营实体的证券公开发行的经办人或联席经办人, 华泰金融控股(香港)有限公司现时也可能在本报告所述的任何或所有经营实体的证券发行中担任一级市场证券流通量提供者; 华泰金融控股(香港)有限公司也可能正在或在过去12个月曾向该等经营实体提供其它投资银行服务、重大意见或投资服务。华泰金融控股(香港)有限公司也可担任发行人的金融工具的做市商或市场流通量提供者。

华泰金融控股(香港)有限公司透过其合规政策及程序(包括但不限于利益冲突、处理保密信息及中国墙政策)以及中国墙的维护及雇员培训管理有关其研究报告活动的冲突。

本研究报告分别以英文及中文发布。如中英文有任何差异, 概以英文为准。

©版权所有2020年华泰金融控股(香港)有限公司

**法律实体披露**

**中国:** HTSC具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: Z23032000。

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809。

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和FINRA成员。经营业务许可编号为: CRD#: 298809/SEC#: 8-70231。

---

**华泰金融控股(香港)有限公司**

**地址: 香港皇后大道中99号中环中心5808-5812室**

电话: +852 3658 6000

传真: +852 2169 0770

电子邮件: [research@htsc.com](mailto:research@htsc.com)

<http://www.htsc.com.hk/>

---

**华泰证券(美国)有限公司**

**美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)**

电话: +212-763-8160

传真: +917-725-9702

电子邮件: [Huatai@htsc-us.com](mailto:Huatai@htsc-us.com)

<https://www.htsc-us.com/>