

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年12月27日

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhidong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

☎ 021-31829693

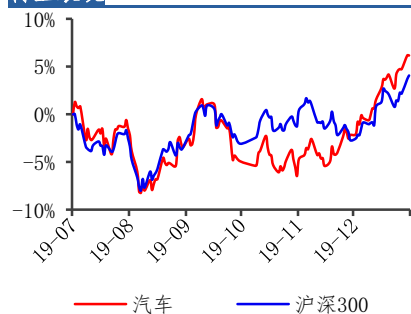
✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

行业表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<寻找确定性的结构性投资机会>>

2018-07-05

<<寻找确定性的结构性投资机会>>

2018-07-05

<<寻找确定性的结构性投资机会>>

2018-07-05

乘用车板块处于周期底部，积极布局乘用车产业链优质标的

——汽车行业 2020 年度投资策略

重点推荐公司盈利预测

股票名称	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
吉利汽车（H）	0.99	1.26	1.44	15.21	11.95	10.46
广汽集团（H）	0.72	0.87	0.99	13.31	11.01	9.68
华域汽车	2.13	2.34	2.56	11.88	10.81	9.88
福耀玻璃	1.32	1.56	1.8	17.20	14.55	12.61
伯特利	1.06	1.33	1.58	20.71	16.50	13.89
万里扬	0.33	0.54	0.81	27.91	17.06	11.37
保隆科技	1.1	1.29	1.56	28.45	24.26	20.06

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 整车板块：**密切关注 2020 年乘用车板块的投资机会，如果宏观经济增速平稳，我们认为 2020 年乘用车销量将呈现弱复苏的态势，预计增速在 -2%~+2% 之间，主要基于以下 3 方面正向因素：① 2019 年国五升国六，打乱了主机厂的生产节奏，对行业利润率有较大负面影响，2020 年不再有类似事件发生，如果其他变量保持稳定，那么 2020 年行业利润率大概率回升。② 15Q4-17 年小排量乘用车购置税优惠政策的实施透支了 18-19 年的乘用车需求，2020 年将不再受透支效应的影响。③ 乘用车销量经历了 18-19 年连续负增长，且 2019 年乘用车销量负增长幅度较大（预计 -10%~-9% 左右），提供了一个较低的基数。
- 如果 2020 年乘用车板块复苏，我们认为豪华车、日系、德系将继续强势，自主品牌弹性最大。豪华车：**一方面乘用车市场已经进入更新换代、消费升级周期；另一方面根据边际消费倾向递减规律，宏观经济下行对中低端收入人群的汽车消费影响更大，对高端豪华车消费群体影响较小，因此，2020 豪华车仍能维持强势；**日系：**日系车性价比高，省油、经济性好，后续维修保养费用低，得到消费者青睐；**德系：**德系车具有优秀的操纵感和体验感，品牌力强客户群体庞大，且豪华品牌的强势也支撑着德系车的强势；**自主品牌：**中低端乘用车消费需求下降是本轮车市下行中的最主要原因，由于中低端收入人群对收入的敏感性较高，在目前经济走势不确定的情况下会延迟并保留其消费需求，倘若 2020 年经济回暖，18-19 年被推迟的购车需求届时将释放出来，自主品牌的反弹值得期待。
- 零部件板块：**我们建议从以下三大维度布局：① **从下游客户的角度**，重点关注一汽大众产业链（一汽富维、继峰股份）和特斯拉产业链（拓普集团、三花智控）；② **从行业复苏反弹的角度**，一方面可以通过 PB-ROE 策略选

出低估值且业绩好的公司（华域汽车）；另一方面，考虑到行业复苏，建议关注固定资产折旧占比高的公司，这类公司在行业复苏、产能利用率提升下利润率弹性大（精锻科技、福耀玻璃、爱柯迪）；③**从中长期角度来看**，可以在六大优质细分领域（电动化、智能化、产品升级、进口替代、轻量化、环保升级）中寻找具有国际竞争力的、受益于中国汽车市场开放的优质零部件公司，电动化标的华域汽车和银轮股份，智能化标的伯特利和保隆科技，产品升级标的福耀玻璃和科博达，进口替代标的万里扬和星宇股份，轻量化标的爱柯迪，环保升级标的中国汽研和威孚高科。

- **新能源汽车板块：**短期来看，19年下半年受补贴退坡影响，新能源汽车销量同比出现较大幅度的下滑，行业短期承压，中长期来看，新能源汽车是行业发展的大趋势。我们认为新能源汽车产业依靠补贴的时代已基本结束，补贴下降加速行业出清，未来掌握新能源核心技术、完善供应链体系、实现规模效应降低成本将成为汽车企业争夺市场份额的核心竞争力，而龙头企业在技术积累和产品迭代方面具有明显优势，竞争力凸显，建议关注比亚迪。此外，特斯拉作为豪华电动车的标杆，20年国产化后将极大促进其销量增长，特斯拉国产化后将更多的基于本土供应链研发，国产零部件公司迎来重大的发展机遇，建议关注单车配套价值量较高且弹性较大的公司，如旭升股份、拓普集团、三花智控等。
- **投资建议：**基于以上分析，优中选优，整车板块：推荐吉利汽车、广汽集团 H 股；零部件板块：价值蓝筹股推荐华域汽车、福耀玻璃，成长股推荐伯特利、万里扬、保隆科技。
- **风险提示：**宏观经济加速下行；中美贸易摩擦恶化

目录

1. 整车板块：密切关注 2020 年乘用车板块复苏	7
1.1 2020 年乘用车板块大概率复苏反弹	7
1.2 如果乘用车复苏，那么 2020 年什么车系弹性会最大？	14
2. 零部件板块：可从 3 个角度寻找确定性投资机会	22
2.1 从下游客户角度来看，关注一汽大众和特斯拉产业链	23
2.1.1 一汽大众产业链的投资机会	23
2.1.2 特斯拉产业链的投资机会	25
2.2 在乘用车板块复苏的时点，使用 PB-ROE 策略选股	26
2.3 在乘用车板块复苏的时点，可关注固定资产折旧占比高的公司	28
2.4 从中长期角度来看，可以持续关注六大优质细分领域	30
2.4.1 电动化	31
2.4.2 智能化	33
2.4.3 产品升级	36
2.4.4 进口替代	38
2.4.5 轻量化	39
2.4.6 环保升级	41
3. 新能源汽车板块：短期承压，看好中长期发展	42
3.1 补贴下降加速行业出清，市场短期承压	43
3.2 中长期趋势向上，外资车企参与度提升	45
3.3 特斯拉国产化提速，带动产业链整体发展	48
4. 投资建议	50
5. 风险提示	53

图表目录

图 1:	汽车月度销量同比增速	7
图 2:	乘用车月度销量同比增速	7
图 3:	狭义乘用车零售端销量同比增速 (%)	7
图 4:	18 年至今 GDP 单季度同比增速逐季下滑	8
图 5:	乘用车市场均价基本维持在 13-15 万	8
图 6:	狭义乘用车销量同比增速与 M2 正相关	8
图 7:	乘用车销量同比增速与宏观经济景气程度正相关	8
图 8:	制造业、地产、基建固定资产投资累计同比	9
图 9:	我国固定资产投资增速累计同比	9
图 10:	狭义乘用车交强险上牌量及同比增速	10
图 11:	GAIN: 整体价格变化指数与终端优惠指数	10
图 12:	汽车经销商库存系数	11
图 13:	汽车行业单季度毛利率、净利率	11
图 14:	汽车行业单季度三费	11
图 15:	2008-2019 年每年 1.6L 及以下排量车型销量份额	12
图 16:	2015-2019 年分排量车型销量增速	12
图 17:	2015-2019 年 1.6L 及以下排量车型销量份额	12
图 18:	08-13 年分排量车型销量增速	12
图 19:	08-13 年 1.6L 及以下排量车型销量份额	12
图 20:	13-19 年乘用车销量及增速	13
图 21:	中国汽车千人保有量和人均 GDP 成线性关系	14
图 22:	中国人均 GDP 和可支配收入较快增长	14
图 23:	2015-2019 年分价格乘用车销量份额	15
图 24:	15 万元以下乘用车月度销量及同比增速	15
图 25:	15-35 万元乘用车月度销量及同比增速	15
图 26:	35 万元以上乘用车月度销量及同比增速	15
图 27:	乘用车销量月度同比增速, 按指导价	15
图 28:	乘用车销量月度同比增速, 按指导价合并	15
图 29:	半年期新增机动车驾驶人人数 (万人)	16
图 30:	乘用车首/增/换购比例情况	16
图 31:	15-19 年分国别乘用车销量份额	17
图 32:	自主品牌乘用车月度销量及同比增速	17
图 33:	德系乘用车月度销量及同比增速	17
图 34:	日系乘用车月度销量及同比增速	17
图 35:	2019 年品牌影响力得分排名 (行业平均之上)	18
图 36:	乘用车 1 年及 3 年期平均保值率 (分国别)	18
图 37:	乘用车 3 年期平均保值率 (分品牌)	18
图 38:	新车质量表现, 按品牌 (故障数/百辆)	19
图 39:	新车质量表现, 按国别 (故障数/百辆)	19
图 40:	宝马 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)	19
图 41:	奔驰 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)	19
图 42:	奥迪 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)	20

图 43:	大众 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)	20
图 44:	自主品牌年度销量及同比增速	20
图 45:	自主品牌年度市场销售份额	20
图 46:	15-19 年 11 月 SUV 月度销量同比增速	21
图 47:	17 年中开始三线城市房价同比增速高于一线城市	21
图 48:	百城住宅三线城市平均房价及同比增速	21
图 49:	2015-2018 年债券违约个数	22
图 50:	2015-2018 年债券违约金额 (亿元)	22
图 51:	一汽大众轿车及 SUV 月度销量及同比增速	23
图 52:	一汽大众轿车及 SUV 年度销量份额	23
图 53:	SW 行业 PB (MRQ) 排名汽车位列 19, 排名靠后 (2019/12/20)	27
图 54:	当前汽车板块 PB 处于历史底部区域	27
图 55:	个股 ROE-PB 分类	28
图 56:	爱柯迪近五年毛利率、净利率	30
图 57:	福耀玻璃近五年毛利率、净利率	30
图 58:	精锻科技近五年毛利率、净利率	30
图 59:	近五年我国新能源汽车销量	32
图 60:	美国 SAE 智能驾驶分级以及配套传感器个数	34
图 61:	中国乘用车平均油耗目标 (L/100KM)	40
图 62:	EGR+DOC+DPF 技术路线示意图	41
图 63:	中国新能源汽车历年销量及同比增速	43
图 64:	中国新能源汽车 2019 年月度销量及同比增速	43
图 65:	纯电动乘用车月度销量 (辆)	43
图 66:	插电式乘用车月度销量 (辆)	43
图 67:	2019 年 1-10 月 EV 销量前十车型 (辆)	45
图 68:	2019 年 1-10 月 PHEV 销量前十车型 (辆)	45
图 69:	全球新能源车型长期销量预测	45
图 70:	全球新能源乘用车历年销量及同比增速	46
图 71:	2019 年 1-10 月主要国家新能源乘用车销量	46
图 72:	2019 年 1-10 月全球新能源乘用车销量分布	46
图 73:	新能源乘用车销量前十国家电动车渗透率	46
图 74:	中国新能源汽车销量预测	47
图 75:	中国新能源汽车分类别预测	47
图 76:	中国乘用车分燃料形式销量预测 (万辆)	47
图 77:	不同级别车主购置新能源汽车原因	49
图 78:	特斯拉历年全球销量及同比增速	49
图 79:	Model 3、Model S/X 季度销量	49
图 80:	Model 3 美国月度销量	50
图 81:	Model 3 中国海关月度进口量	50
图 82:	特斯拉全球产能分布	50
表 1:	今年以来减税力度进一步加强	9
表 2:	世界部分国家千人汽车保有量 (2019 年)	13
表 3:	一汽大众 2019-2020 年新车规划	23

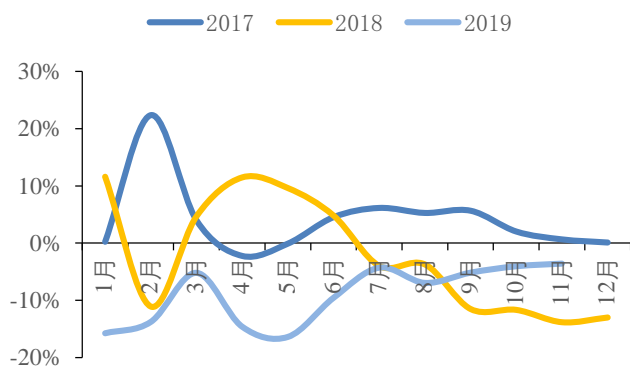
表 4:	一汽大众原有 190 万辆产能布局及 2018 年扩产 105 万辆新增工厂	24
表 5:	产业链上各公司来自一汽大众收入占比	24
表 6:	2019H1 全球电动车销量 TOP10.....	25
表 7:	Model 3 与同级别国产纯电动车型对比.....	26
表 8:	16-18H1 折旧摊销占营收比例均值排名前 30 的零部件个股	29
表 9:	世界各国/地区燃油车禁售时间表	31
表 10:	部分车企停售停产燃油车时间表	31
表 11:	有关汽车智能化发展的全国性政策、标准	33
表 12:	华域汽车智能化业务布局概况	36
表 13:	主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比	40
表 14:	2019 年 1-10 月新能源乘用车前十企业销量及份额变化 (辆)	44
表 15:	新能源乘用车销量按级别分类	44
表 16:	现阶段新能源积分测算	47
表 17:	外资车企新能源汽车规划	48
表 18:	国内外整车企业电动车平台	48

1. 整车板块：密切关注 2020 年乘用车板块复苏

1.1 2020 年乘用车板块大概率复苏反弹

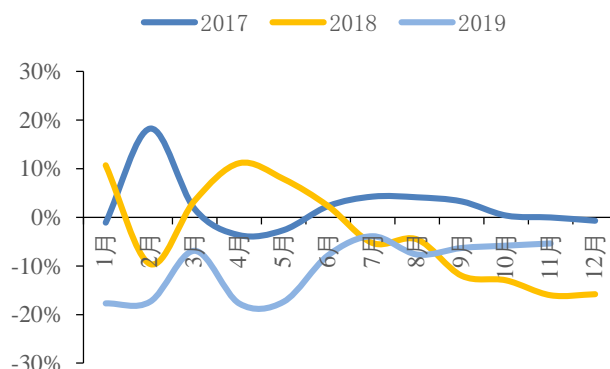
批发端：多重负面因素的扰动导致 18Q3 至今乘用车销量持续负增长。乘用车销量自 2016 年 9 月增速高点下来已经持续 3 年，2017 年增速在 0% 附近波动。2018 年以来，主要受宏观经济增速放缓、中美贸易战、小排量乘用车购置税优惠政策退出等因素的影响，汽车消费需求下降，尤其是 2018Q3 开始乘用车销量开始负增长。2019 年宏观经济增速继续放缓，加之 7 月 1 日部分地区（占乘用车销量约 2/3）实施国六排放标准，主机厂于 5-6 月主动去库存，乘用车批发端销量保持低迷状态，虽然自 8 月以来乘用车批发端销量跌幅逐月收窄，但是之前市场普遍预测的 Q4 销量增速转正并没有出现。

图 1：汽车月度销量同比增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

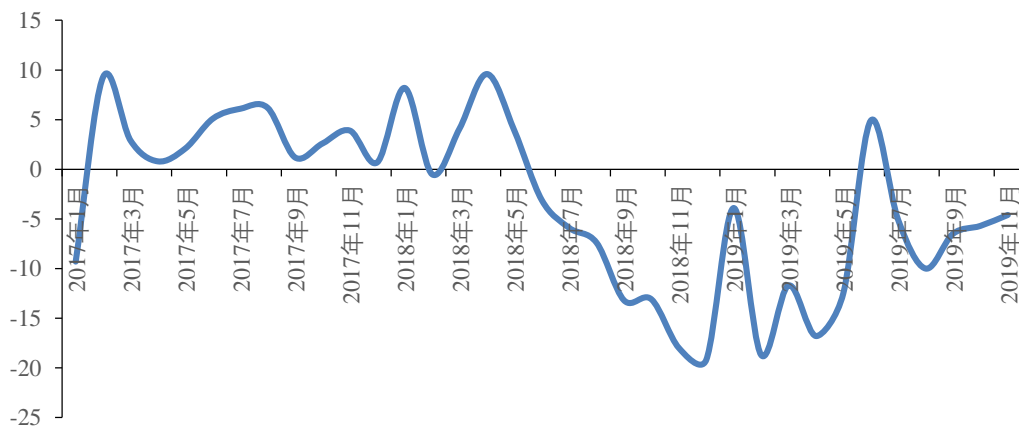
图 2：乘用车月度销量同比增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

零售端：由于 7 月 1 日起占乘用车零售量 60-70% 的 17 个省市开始执行国六排放标准，因此 5-6 月份主机厂配合经销商对这些地区进行大规模的国五车型促销降价活动，有效刺激了终端消费，5-6 月乘用车零售端销量同比增速均好于批发端，尤其是 6 月份狭义乘用车零售端销量同比增长 4.6%，是 18 年下半年至今唯一单月销量转正。

图 3：狭义乘用车零售端销量同比增速（%）

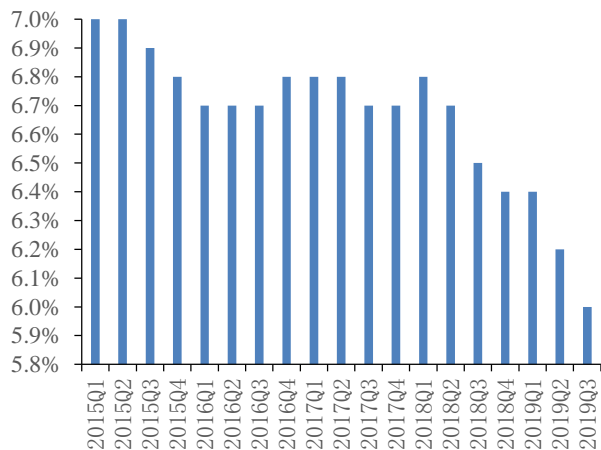


资料来源：乘联会、长城证券研究所

■ 乘用车作为加杠杆购买的可选消费品，并且销售均价在 10 万以上，乘用车销量对宏观经济变动高度敏感。

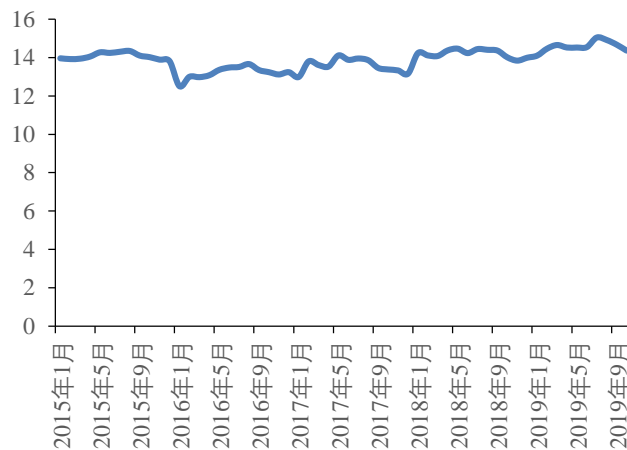
在经济意义上，乘用车是可选消费品，受宏观经济影响较大。2018 年以来 GDP 单季度增速逐季下降，19Q3GDP 增速达 6%，是 2000 年以来的最低值。乘用车是可选消费品，并且价格较高（15-19 年乘用车销售均价在 14 万左右），可加杠杆购买（目前中国汽车金融渗透率在 40%左右），所以乘用车的销量变动对宏观经济增速、对货币增速的变动非常敏感，因此在宏观经济增速持续下行的现实情况下，乘用车终端需求受到较明显负面影响。

图 4：18 年至今 GDP 单季度同比增速逐季下滑



资料来源：国家统计局、长城证券研究所

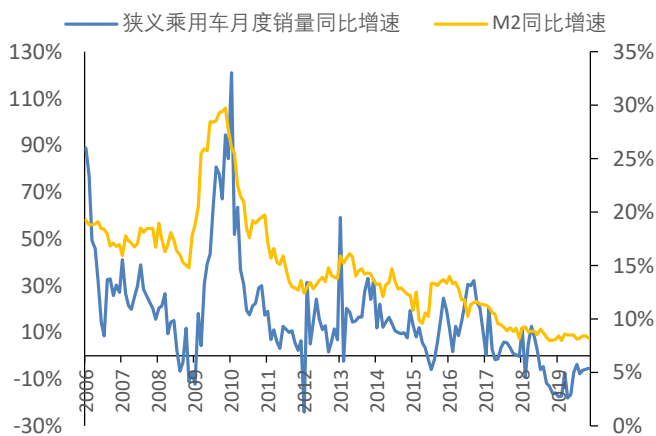
图 5：乘用车市场均价基本维持在 13-15 万



资料来源：Wind、长城证券研究所

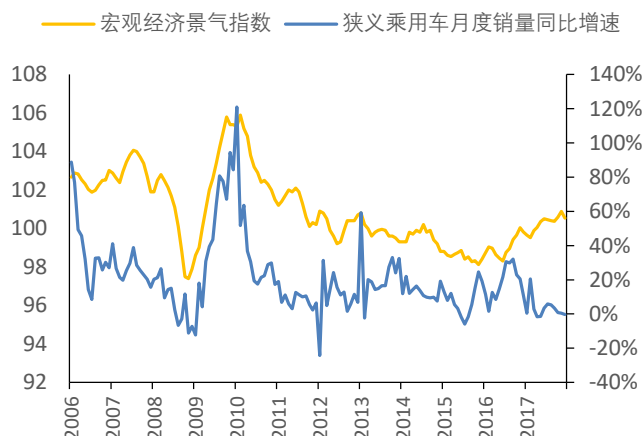
在统计上，乘用车销量同比增速与 M2 增速和宏观经济景气指数（统计局发布）都存在较强相关性。乘用车是加杠杆购买的可选消费品，与宏观经济和流动性密切相关，我们对人均 GDP 增速、M2 增速等多项宏观指标和乘用车销量同比增速进行相关性分析，发现乘用车销量同比增速与 M2 同比增速线性相关性最强，两者的相关系数为 0.74，与宏观经济景气指数（统计局发布）之间的相关系数为 0.654，因此从统计层面证明，乘用车销量同比增速的确与宏观经济存在较强的相关性。

图 6：狭义乘用车销量同比增速与 M2 正相关



资料来源：Wind、长城证券研究所

图 7：乘用车销量同比增速与宏观经济景气程度正相关



资料来源：Wind、长城证券研究所

■ 目前市场上主流机构对 2020 年 GDP 增速的预测基本在 5.8%-6.2% 区间，认为尽管经济下行压力依然存在，但边际好转的因素在逐渐增多。

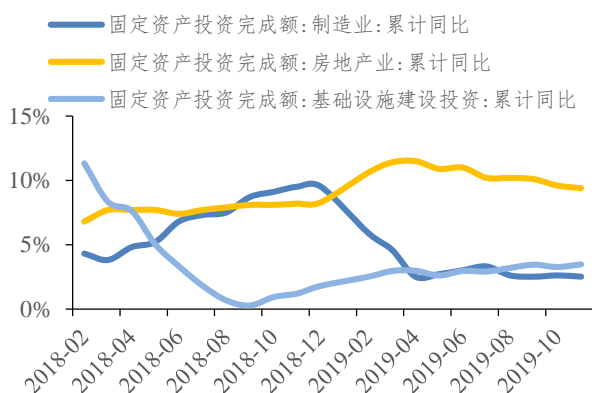
① **投资端，目前制造业、基建业投资增速处于 3% 附近的低位。**

受地方政府主动加杠杆意愿不足、基建资金来源受限影响，今年基建投资弱于预期；制造业投资弱于预期，主要受贸易摩擦扰动预期、企业对需求侧长期展望偏悲观、中小企业融资情况未见根本性好转等因素影响。展望 2020 年，由于地方政府专项债提前下发了 1 万亿，比去年同期多了 20%，将带动基建投资增速回升；制造业投资增速方面，考虑到中美贸易摩擦短期缓和以及企业中长期贷款增速企稳回升，预计明年也有望回升。

② **出口端，中美贸易休战为宏观经济提供良好的外部发展环境，改善了出口情况，也在一定程度上提振消费者信心。**

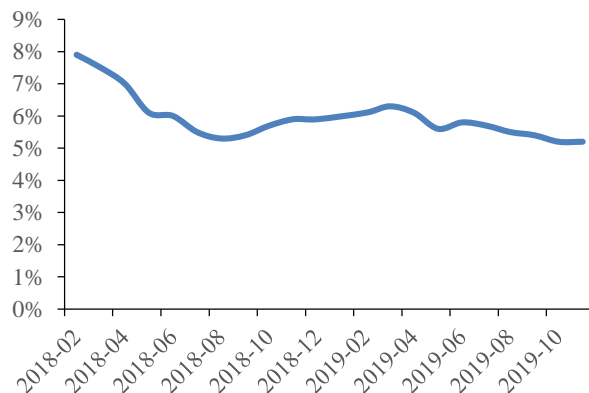
由于特朗普面临经济和大选的双重压力，中国同时也需要提振企业投资信心，2019 年 12 月 13 日中美就第一阶段经贸协议文本达成一致，美方将分阶段取消对华产品加征关税，并对约 1200 亿美元的中国进口商品调降至 7.5% 的关税水平。一方面，中美贸易战暂时休战，减少了未来经济发展的不利因素，改善了两国的出口与贸易，有利于宏观经济稳定发展，中美关系缓和也有利于重振企业家和消费者的信心，将促进投资和消费，可以对我国经济增长起到积极作用。另一方面，中国取消了对部分美国进口车和汽车零部件的征税，可能会对国内汽车行业造成一定负面冲击，但负面影响相对较小，总体来看，中美贸易缓和和对汽车行业的正面影响将远远超过负面效应。

图 8: 制造业、地产、基建固定资产投资累计同比



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 9: 我国固定资产投资增速累计同比



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

③ **稳健略宽松的货币政策和积极的财政政策能对冲经济下行速度。**

在货币政策上，央行于 9 月 16 日全面降准，标志着货币政策由稳健转向略宽松。

在财政政策上，今年以来减税政策力度进一步加强，个税、增值税、小微企业普惠性减税改革集中发力。个人所得税改革自 2019 年 1 月 1 日起实施，提高个人所得税起征点，增加专项附加扣除；增值税改革自 4 月 1 日起实施，将制造业的税率由 16% 降至 13%；社保降费自 5 月 1 日起实施。

增值税改革方面可以通过降价效应向需求价格弹性较高的汽车等高端可选消费传导，进而促进乘用车需求。个税减税效果明显有利于提高员工税后收入，改善居民购买力，进而促进乘用车消费。

表 1: 今年以来减税力度进一步加强

减税类型	细则	实施时间
个人所得税专项附加扣除	增加个人所得税专项附加扣除，包括子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等6项专项附加扣除。	2019年1月1日
增值税	制造业税率从16%降至13%；交通、建筑等行业税率从10%降至9%；应税销售行为或进口货物，税率从16%降至13%等	2019年4月1日
小微企业	小微企业六税两费减征50%	2019年1月1日

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

■ 如果2020年宏观经济保持平稳，我们认为2020年乘用车销量将呈现弱复苏的态势，预计增速在-2%~+2%之间，主要有以下3方面正向因素：

① 2019年国五升国六，对行业利润率有较大负面影响，2020年不再有类似事件发生，如果其他变量保持稳定，那么2020年行业利润率大概率回升。

2019年7月1日共15个省市开始实施国六标准，导致大部分车企在5-6月集中通过降价优惠清除国五车库存。

销量层面：从交强险数据看，2019年5-6月临近国五升国六实施时间，相应区域清库存力度加大，优惠力度增大，导致6月交强险上牌量同比增长39.3%，但同时后期消费需求产生透支，导致7月及8月交强险上牌量均同比下降逾17%。9月开始交强险上牌量同比跌幅逐月收窄，11月交强险上牌量仅同比下降2.8%，表明终端需求呈现态势好转。

价格层面：受行业需求不振等因素影响，主机厂和经销商纷纷加大促销力度，终端价格指数从2018年7月开始呈下行趋势，在18Q4行业整体去库存以后，2019年第一季度价格有所回升，到19年5-6月国六地区车企通过降价清除国五车库存，终端价格继续下降。

库存层面：由于国五切国六主机厂主动清国五车库存，2019年4-6月企业快速消化库存趋势明显。11月汽车经销商库存系数为1.39，同比、环比均下降，库存系数已降至1.5警戒线以内。

利润率层面：2019Q2汽车行业毛利率14.49%，比去年同期下降0.89%，环比下降0.34%；净利率4.02%，比去年同期下降1.70%，环比下降0.61%。二季度面对行业下行压力和国五切国六时间点临近，主机厂生产节奏放慢，并主动降价清国五库存，整个行业盈利能力走弱。

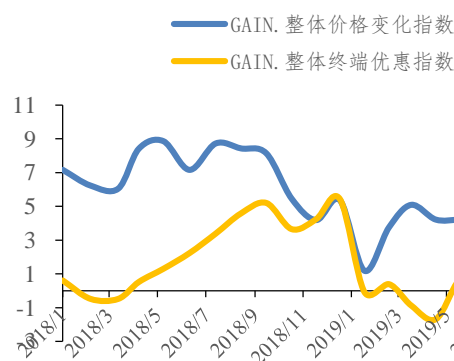
2019年国五升国六，对行业利润率有较大负面影响，2020年不再有类似事件发生，如果其他变量保持稳定，那么2020年行业利润率大概率回升。

图 10: 狭义乘用车交强险上牌量及同比增速



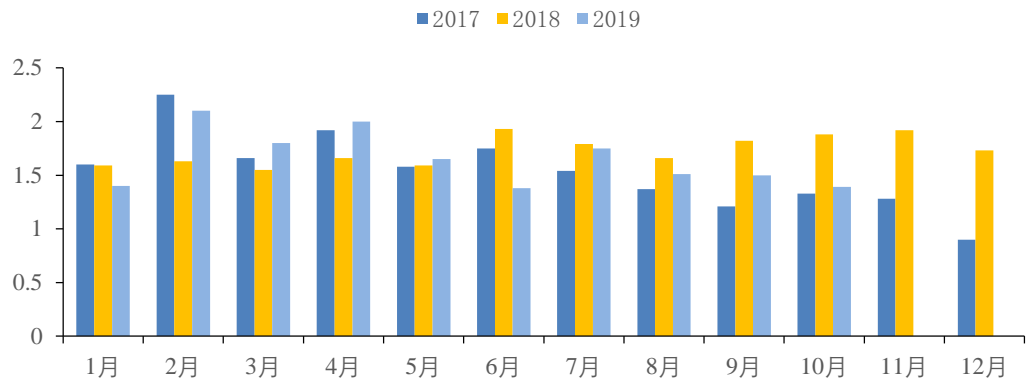
资料来源：交强险，长城证券研究所

图 11: GAIN: 整体价格变化指数与终端优惠指数



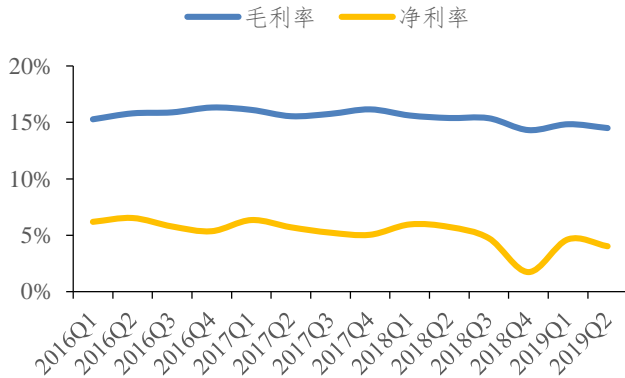
资料来源：Wind，长城证券研究所

图 12: 汽车经销商库存系数



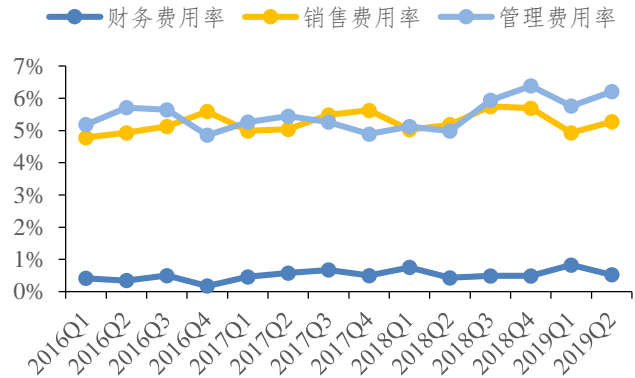
资料来源: 中国汽车流通业协会, 长城证券研究所

图 13: 汽车行业单季度毛利率、净利率



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 14: 汽车行业单季度三费



资料来源: wind, 长城证券研究所

② 小排量乘用车购置税优惠政策的透支对 18-19 年造成负面影响, 2020 年将不再受该政策影响。

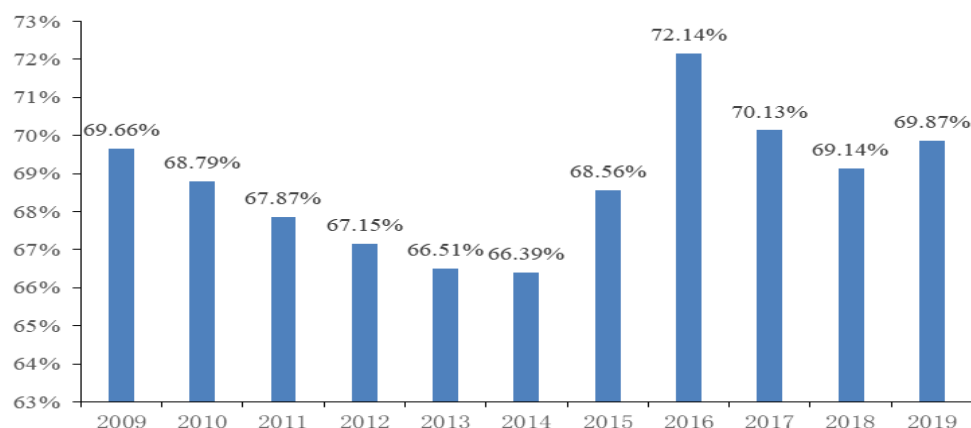
2015 年 10 月 1 日, 购置税减半政策推出, 对购置 1.6 升及以下排量的乘用车购置税从之前的 10% 改为 5%。自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止, 购置税由 5% 变更至 7.5%。自 2018 年 1 月 1 日起, 恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。

这次小排量乘用车购置税优惠政策推出以来, 2016 年 1.6L 以下排量车型销量增速大幅度超过 1.6L 以上排量车型销量增速, 约跑赢 19.18%, 刺激作用显著, 但也因此透支了未来两年小排量乘用车的消费需求, 导致 17、18 年小排量乘用车销量增速低于 1.6L 以上排量乘用车, 分别跑输 10.04% 和 5.13%, 经过两年需求透支恢复后, 2019 年低排量乘用车销量呈现明显恢复表现, 增速开始超过 1.6L 以上排量乘用车, 2019 年前 11 个月跑赢 4.45%。

回顾 2009 年购置税优惠政策及其之后的影响与恢复情况, 在经历 2009 年低排量乘用车销量爆发性增长后, 2010 年销量增幅下滑明显, 小排量车需求在经过一段时间的恢复后, 于 2013 年基本恢复完毕, 小排量车销量增速开始超过 1.6L 以上排量乘用车。

因此我们认为, 小排量乘用车购置税优惠政策的负面影响已基本消化完毕, 2020 年将不再受该政策的影响。

图 15: 2008-2019 年每年 1.6L 及以下排量车型销量份额



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 16: 2015-2019 年分排量车型销量增速



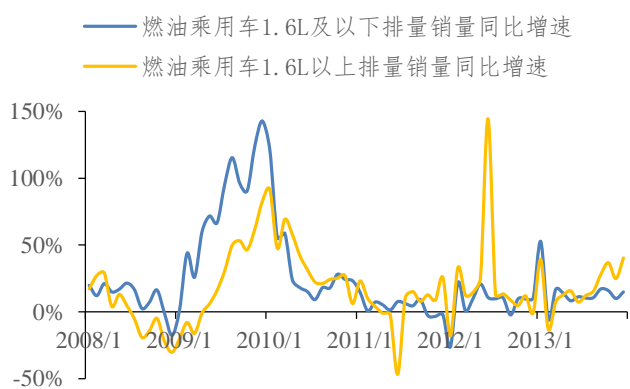
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 17: 2015-2019 年 1.6L 及以下排量车型销量份额



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 18: 08-13 年分排量车型销量增速



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 19: 08-13 年 1.6L 及以下排量车型销量份额

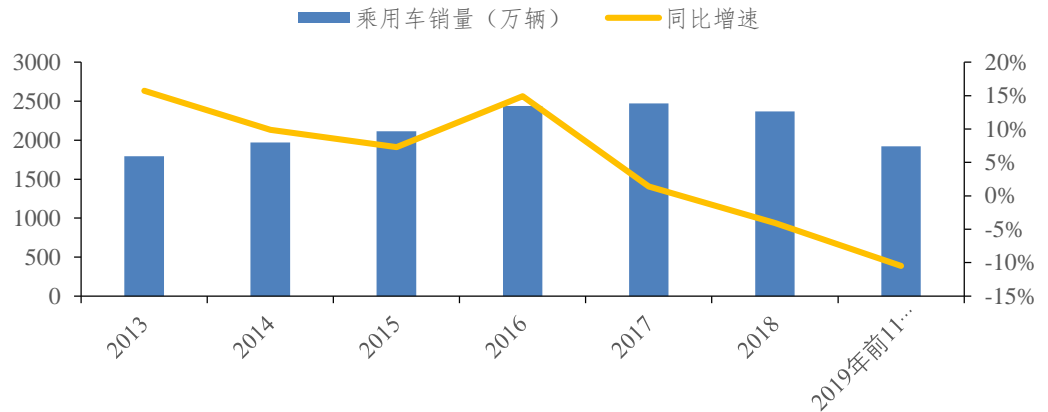


资料来源: 中汽协、长城证券研究所

③2019 年乘用车销量大幅负增长 (预计-10%~-9%左右), 是一个非常低的基数, 2020 年增长基数相对较低。

2018-2019 年连续两年销量负增长，其中 2018 年上半年乘用车销量同比增长 4.64%，下半年则大幅下滑，同比下降 11.37%（18Q3 为-7.7%，18Q4 为-15.0%），全年销量同比下降 5.8%；2019 年 1-11 月乘用车销量继续出现大幅负增长，同比下降约 10.3%，负增长幅度为历年来之最。其中 11 月乘用车销量为 202 万辆，同比下降 5.33%，降幅环比 10 月收窄 0.46%；11 月乘用车上牌量为 174 万辆，同比下降 2.8%，降幅环比 10 月收窄 3.5%。乘用车销量已基本呈现触底回弹趋势。在经历了 2018-2019 年乘用车销量连续两年负增长之后，2020 年乘用车销量增长基数相对较低，存在一定的基数效应。

图 20: 13-19 年乘用车销量及增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

■ 从中长期来看，汽车千人保有量和人均 GDP 明显正相关，随着中国人均 GDP 的持续增长，汽车千人保有量仍然会持续提升。

根据国家统计局和公安部交管局的数据，汽车千人保有量和人均 GDP 两者呈现明显的线性关系，相关系数达 0.994。我国目前仍处于经济快速增长的阶段，城市化和工业化快速发展，居民人均 GDP 和可支配收入均实现持续增长，未来经济发展壮大、人均 GDP 提升是驱动保有量的主要动力。

从保有量上看，当前我国汽车千人保有量仍低于国际平均水平，空间尚存。横向比较世界各国汽车千人保有量，我国 2019 年千人汽车保有量仅 173 辆，是美国的 1/5，日本的 1/3。

当一个国家的汽车市场进入成熟阶段（零增长时代），其千人汽车保有量/人均 GDP 大约为 0.014，倘若未来我国人均 GDP 能达到 20000-30000 美元，则未来我国汽车千人保有量有望达到 280-420 辆左右，那么对应的年更新需求为 3733-5600 万辆，目前中国汽车销量在 2500 万辆左右，对应当前的增长空间为 49%-124% 左右。

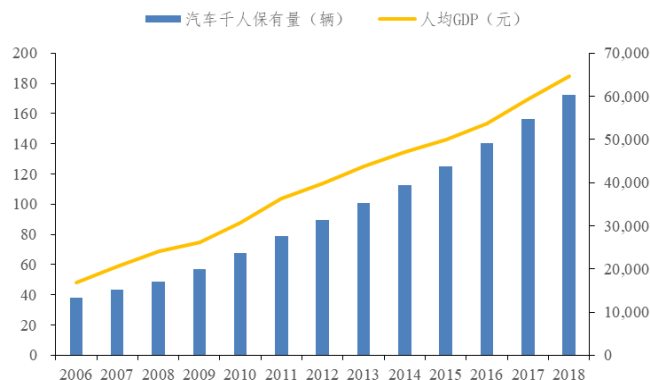
表 2: 世界部分国家千人汽车保有量（2019 年）

排名	国家	千人汽车保有量	人均 GDP (美元)	千人汽车保有量/人均 GDP
1	美国	837	62600	0.013371
2	澳大利亚	747	57300	0.013037
3	意大利	695	34300	0.020262
4	加拿大	670	46100	0.014534
5	日本	591	39300	0.015038
6	德国	589	48670	0.012102

排名	国家	千人汽车保有量	人均 GDP (美元)	千人汽车保有量/人均 GDP
7	英国	579	42500	0.013624
8	法国	569	41500	0.013711
9	马来西亚	433	11200	0.038661
10	俄罗斯	373	11300	0.033009
11	巴西	350	8921	0.039233
12	墨西哥	297	9698	0.030625
13	沙特	209	23200	0.009009
14	土耳其	199	9311	0.021373
15	伊朗	178	5258	0.033853
16	南非	174	6340	0.027445
17	中国	173	9201	0.018802
18	印度尼西亚	87	3894	0.022342
19	尼日利亚	64	2028	0.031558
20	印度	22	2016	0.010913

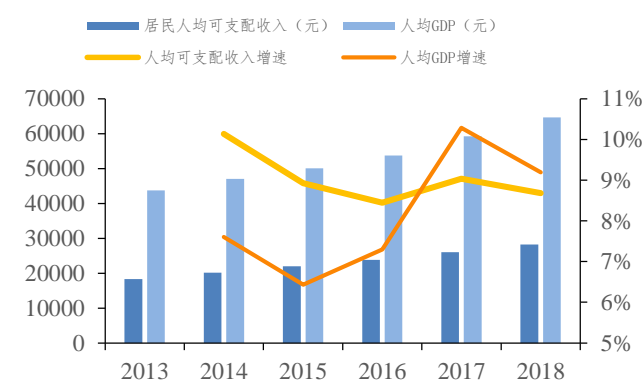
资料来源: world bank, 长城证券研究所

图 21: 中国汽车千人保有量和人均 GDP 成线性关系



资料来源: 国家统计局, 长城证券研究所

图 22: 中国人均 GDP 和可支配收入较快增长



资料来源: Wind, 长城证券研究所

1.2 如果乘用车复苏，那么 2020 年什么车系弹性会最大？

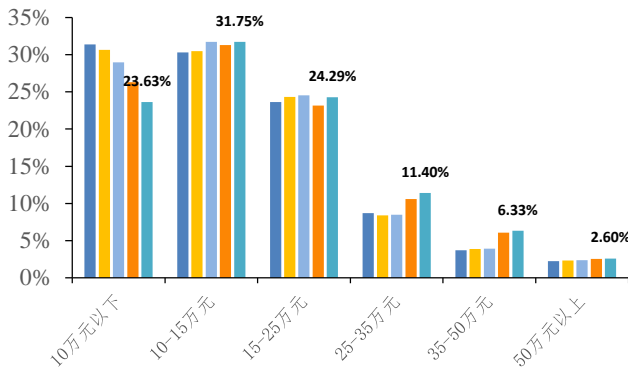
如果 2020 年行业复苏，我们认为豪华车、日系、德系将继续强势，而自主品牌弹性最大。以下分别加以详细分析：

■ 豪华车：

中低端乘用车需求下降是本轮车市下行中拖累数据的最主要原因。2015-2019 年中低端乘用车销量份额持续下滑，高端乘用车销量份额上升，自 2017 年以来，高端乘用车销量同比增速基本高于中低端乘用车。因此，我们认为中低端乘用车需求下降是本轮车市下行中拖累数据的最主要原因。从月度增速可以看出，15 万元以下乘用车销量月度同比增速从

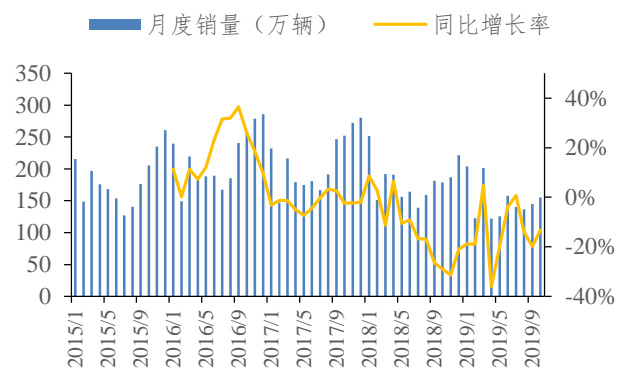
2017 年开始就出现负增长，而同期高端乘用车仍保持较为良好的增长态势之后中低端乘用车增速下滑幅度大于高端车型。我们认为这种现象的出现主要归结于两点因素，①乘用车市场已经进入更新换代、消费升级周期；②是宏观经济下行对中低端乘用车影响更大，高端豪华车消费群体收入高，对经济敏感度低。

图 23: 2015-2019 年分价格乘用车销量份额



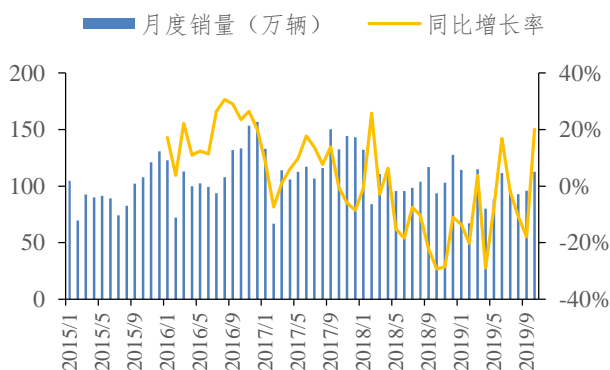
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 24: 15 万元以下乘用车月度销量及同比增速



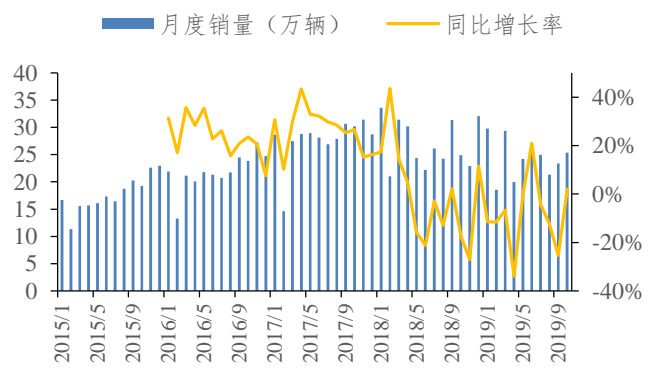
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 25: 15-35 万元乘用车月度销量及同比增速



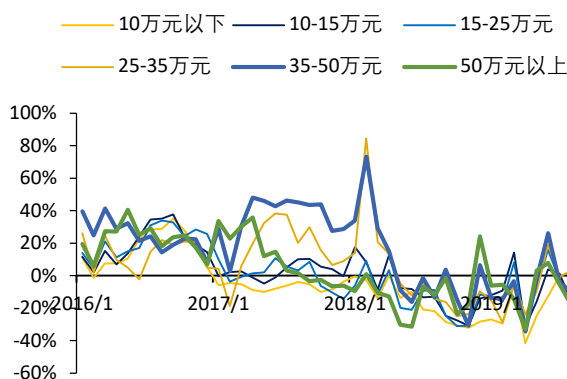
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 26: 35 万元以上乘用车月度销量及同比增速



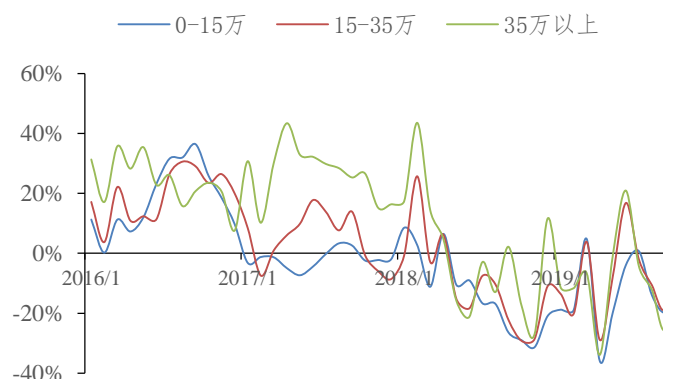
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 27: 乘用车销量月度同比增速, 按指导价



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 28: 乘用车销量月度同比增速, 按指导价合并



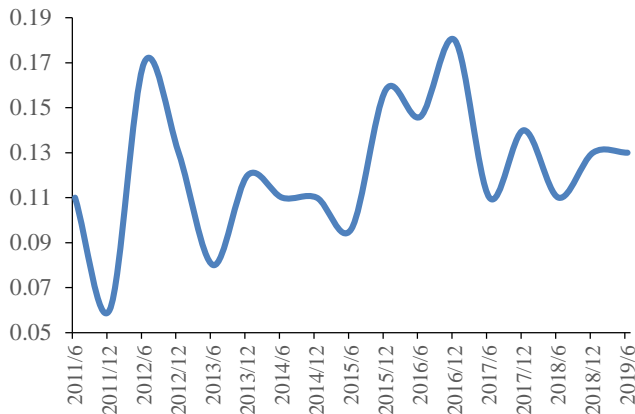
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

① 乘用车市场进入更新换代、消费升级主导的周期

从公安部发布的半年期新增机动车驾驶人人数来看，曾出现 2011 年和 2016 年两次高峰期，自 2017 年以来，半年期新增机动车驾驶人人数逐渐稳定在 0.11-0.13 万人，拉动中国乘用车市场的新增消费力量有所减弱。从乘用车首/增/换购比例情况也可发现从 2013 年开始，乘用车首购占总销售比例逐年下降，换购、增购比例逐步升高，二者之和已超过四成，表明乘用车市场已经进入以更新换代、存量竞争、消费升级为主的周期，未来消费升级带来的换购、增购需求将是拉动乘用车市场的主要力量。

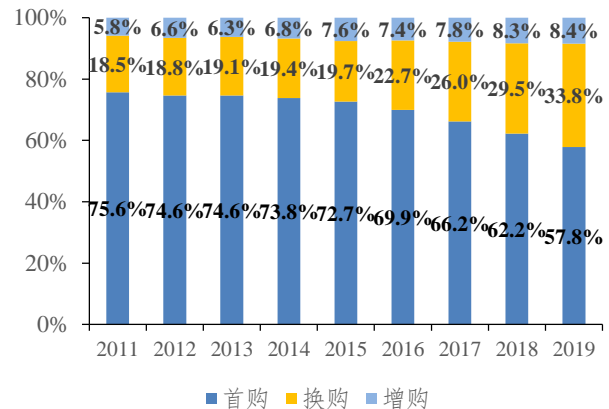
进入换购周期和消费升级导致 2019 年豪华品牌表现强势。在 2019 年乘用车销量下滑的情况下，主流豪华车品牌销量实现逆市上升。奔驰汽车中国市场 2019 年 1-11 月销量为 64.1 万辆，同比增长 6.3%，其中 11 月销量为 5.8 万辆，同比增长 11.0%，环比增长 1.3%；奥迪汽车中国市场 2019 年 1-11 月销量为 61.9 万辆，同比增长 3.5%，其中 11 月销量为 6.7 万辆，同比增长 16.8%，环比增长 12.1%；宝马汽车中国市场 2019 年 1-11 月销量为 65.6 万辆，同比增长 13.6%，其中 11 月销量为 6.8 万辆。同比增长 12.1%，环比增长 11.4%。

图 29: 半年期新增机动车驾驶人人数 (万人)



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 30: 乘用车首/增/换购比例情况



资料来源: 国家信息中心, 长城证券研究所

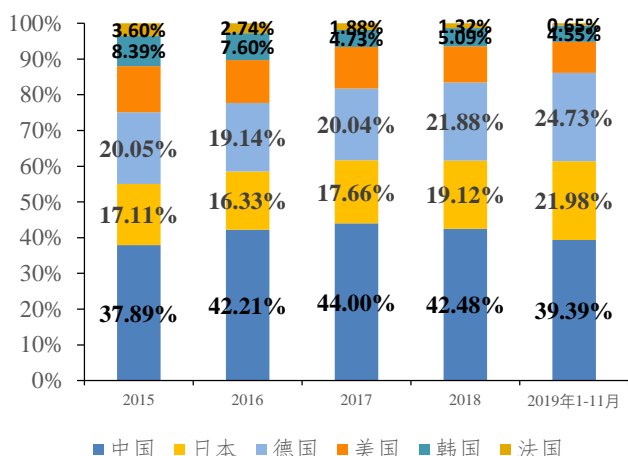
② 豪华车的消费人群是高收入群体，对经济下行没有那么敏感

按照凯恩斯的理论，实际消费支出和实际收入之间有稳定的函数关系，边际消费倾向 MPC（每增加一单位收入所带来的消费支出的增加） $\in (0,1)$ 。边际消费倾向递减规律是指随着收入的增加，增加的收入中用于消费的比例越来越少，而高收入人群的边际消费倾向通常低于低收入人群的边际消费倾向，所以当面对收入减少时，高收入人群消费减少的比例小于低收入人群，该理论可以解释为什么经济下行豪华车销量表现好于行业。面对 2020 年未知的经济形势，如果宏观经济出现下行，其对高收入群体的影响相对较小，而中低端收入人群对于收入变化更加敏感，在经济下行时延迟购车的倾向会高于高收入人群。因此结合消费升级趋势，我们认为豪华品牌未来将继续保持强势。

■ 日、德系大概率继续保持强势

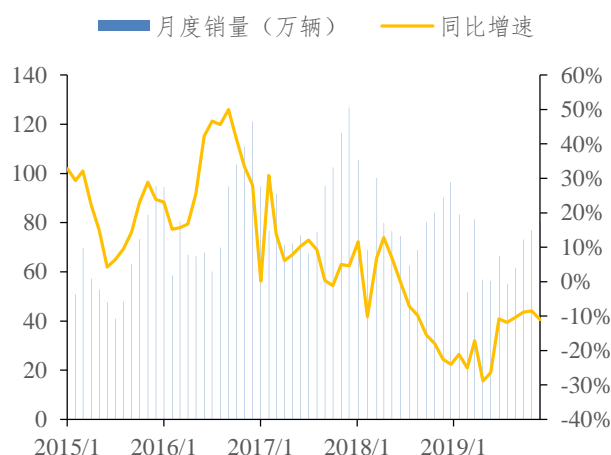
2019 年日德系领跑行业，其销量份额持续提升。1-10 月份日系、德系份额分别扩张至 22%、25%；自主品牌销量份额持续下滑至 40% 以下，美系、韩系同样持续下滑拖累行业。我们认为未来德、日系车将进一步实现增长，自主品牌逐渐复苏，美、韩系车的市场份额可能会逐步被德系、日系、自主品牌挤压。

图 31: 15-19 年分国别乘用车销量份额



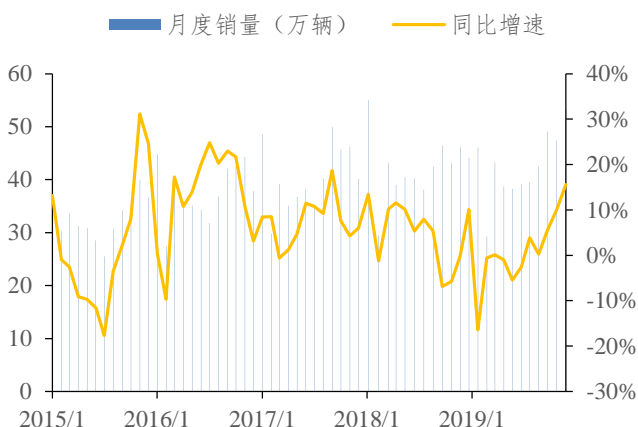
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 32: 自主品牌乘用车月度销量及同比增速



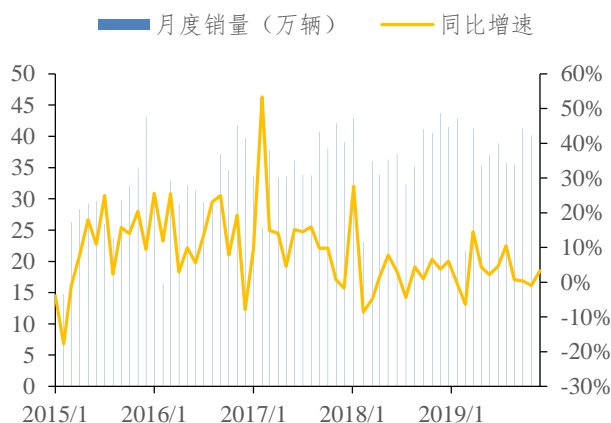
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 33: 德系乘用车月度销量及同比增速



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 34: 日系乘用车月度销量及同比增速



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

日系车比较好的原因:

①对消费者来说, 日系车性价比比较高, 省油、经济性好

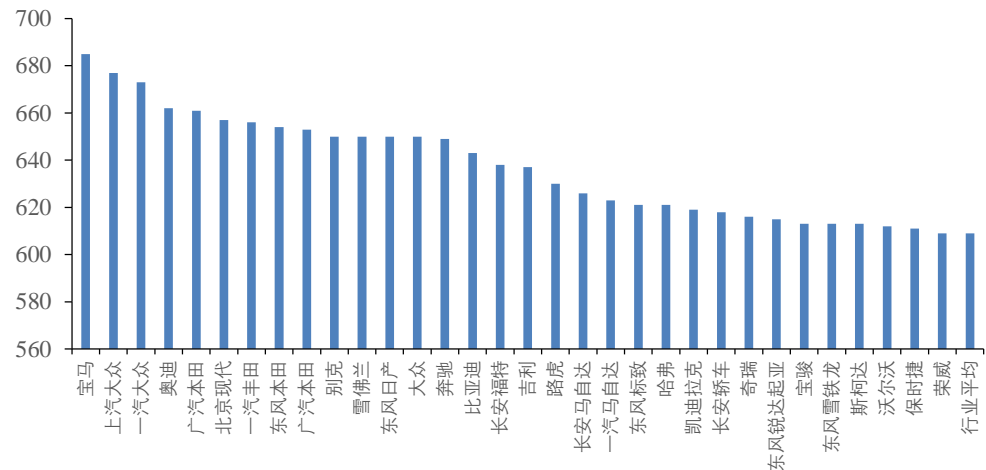
由于日本石油对外依赖度高, 所以日系车企重视节油技术的研究与发展, 在燃料改善技术、发动机热效率优化技术、传动系统效率优化技术占据一定优势, 主要通过油电混合技术、无级变速器技术、智能可变气门正时技术等的应用降低油耗, 使得日系车油耗在同级别车中相对低, 在消费者中有良好的口碑, 已经树立了省油的形象。

传统认为日系车相对不安全的固有看法逐渐改变, 根据中保研对各种车型的碰撞测试, 日系车表现良好, 在正面偏置、侧面碰撞、车顶强度、座椅头枕、辅助安全、行人保护、耐撞维修这七个评判标准中获得 6 项“优秀”成绩的 7 款车型中, 日系车占据 5 款车型, 其中 4 款来自丰田, 1 款来自日产。日系车比较重视车身结构的强度, 从而保证其安全性。

②日系车整体品牌力位于前列，得到消费者的普遍认可

根据著名咨询机构 J.D.POWER 发布的《2019 中国新车购买意向研究》报告，2019 年行业整体品牌力平均得分为 609 分，主流的日系品牌本田、丰田、日产、马自达均处于行业上等水平，其中广汽本田、一汽丰田、东风本田、广汽丰田品牌力得分分别为 661、656、654 以及 653，行业品牌名次分别为第五、第七、第八、第九，仅次于宝马、奥迪以及大众，反应了消费者对日系品牌的信任与忠实度。

图 35: 2019 年品牌影响力得分排名（行业平均之上）

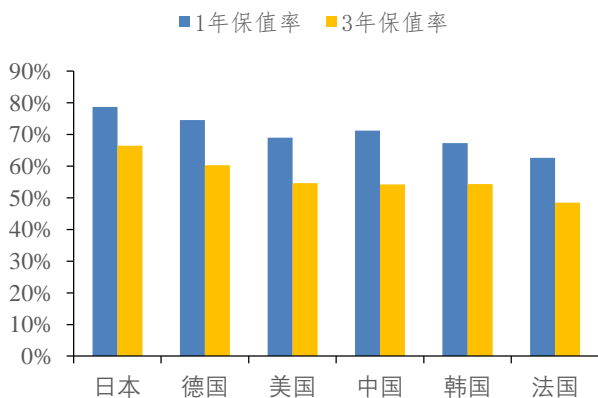


资料来源: J.D.POWER 《2019 中国新车购买意向研究》, 长城证券研究所

③日系车后期的维修保养费用低，保值率高

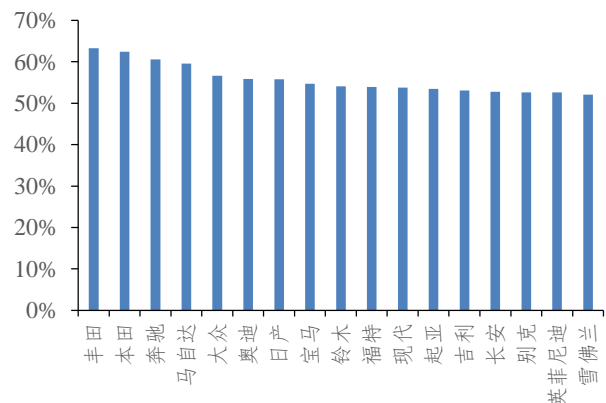
从乘用车 1 年及 3 年期平均保值率来看，日系车排名最高。分品牌来看，丰田、本田分别排名前两名，分别达到 63.3% 和 62.4%，马自达和日产也分别居第四名、第七名。日系车优秀的保值率吸引消费者购买。从新车故障率表现看，日系车排名同样位居前列，丰田、本田、马自达质量表现同样位居前列。因此，日系车保值率高、故障率低，对于注重性价比的群体具有很强吸引力。

图 36: 乘用车 1 年及 3 年期平均保值率（分国别）



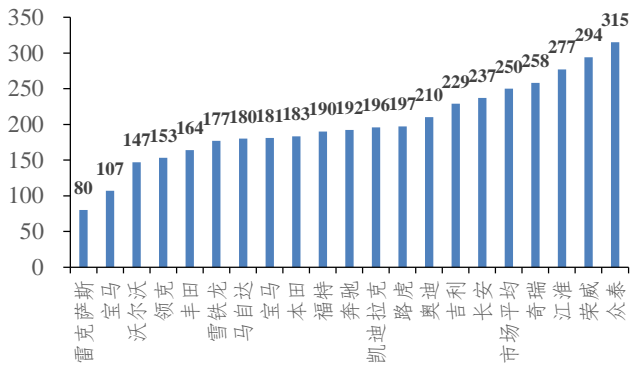
资料来源: 中国汽车金融暨保值率研究委员会, 长城证券研究所

图 37: 乘用车 3 年期平均保值率（分品牌）



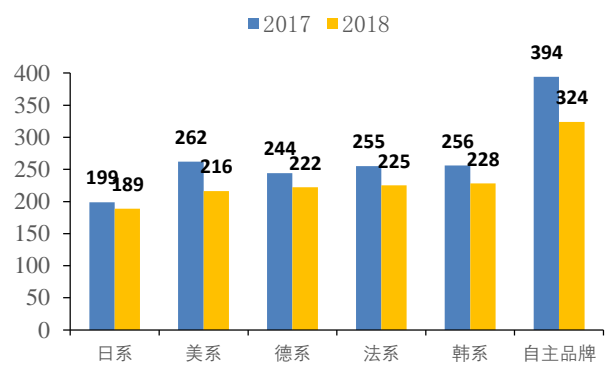
资料来源: 中国汽车金融暨保值率研究委员会, 长城证券研究所

图 38: 新车质量表现, 按品牌 (故障数/百辆)



资料来源: 汽车之家, 长城证券研究所

图 39: 新车质量表现, 按国别 (故障数/百辆)

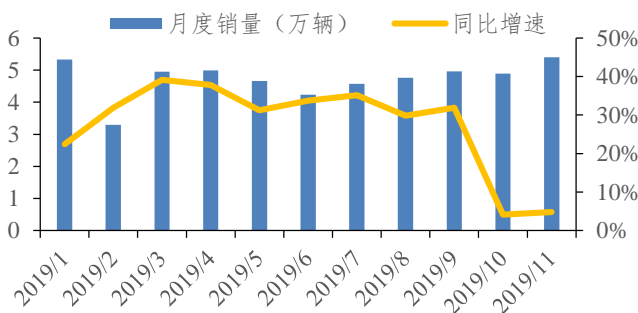


资料来源: 汽车之家, 长城证券研究所

德系车比较好的原因:

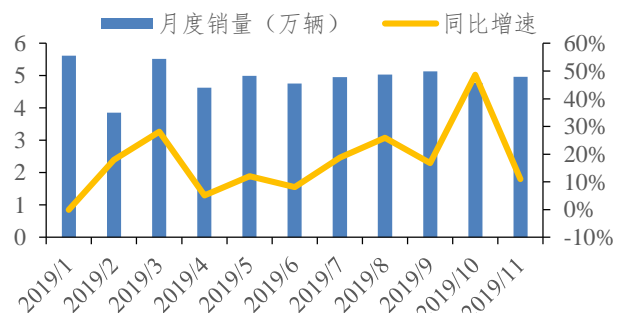
- ①德系车具有深厚的历史根基和严谨可靠的消费者印象, 具有优秀的操纵感和体验感。根据著名咨询机构 J.D.POWER 发布的《2019 中国新车购买意向研究》报告德系车宝马、奥迪、大众位居前三名, 良好的品牌价值是德系车经久不衰的关键因素。此外, 德系车注重为消费者提供良好的操纵感和体验感, 吸引了大量注重这一方面的消费者。
- ②德系豪华品牌销量的逆市上升是德系车销量增长的重要推动力。宝马 2019 年推出多款新品, 新宝马 3 系、全新宝马 X6、全新宝马 8 系家族等, 并且在新能源汽车市场上成果显著, 2019 年 1-11 月宝马中国地区销量为 65.6 万辆, 同比增长 13.6%, 其中在华累积交付 5 万台新能源汽车, 同比增长超过 35%。奔驰中国市场 2019 年 1-11 月销量为 64.1 万辆, 同比增长 6.3%。由于 2 月份西安奔驰事件和随后的 E 级断轴事件对奔驰口碑造成一定的影响, 奔驰第二季度销量受到一定的拖累, 下半年在事件影响逐渐削弱和新车型 GLB、GLS 等的影响下销量增速上升。奥迪中国市场 2019 年 1-11 月销量为 61.9 万辆, 同比增长 3.5%。由于 A6L 和 Q5L 的销量不及预期, 奥迪在 2019 年前五个月销量折戟沉沙, 下半年推出新车型如全新 A6L、新款 A7、全新 Q4 等推动销量增速由负转正。
- ③大众品牌的相对稳定是德系车销量份额提升的有力支持。2019 年 1-11 月, 一汽大众旗下大众品牌 (除奥迪) 终端销售 124.9 万辆, 同比仅下降 0.93%; 上汽大众累计销量 176.8 万辆, 同比下降 6.72%, 均显著跑赢行业。大众品牌在不同的细分市场都有明星车型, 速腾、高尔夫、宝来、迈腾等车型几乎都是各大细分市场的标杆, 其中, 速腾 2019 年前 11 个月卖出 27.03 万辆, 高尔夫 2019 年前 11 个月卖出 11.18 万辆, 各自领跑细分市场。一汽大众开启 SUV 周期和新品牌捷达, 国产大众 MEB 加速电动化, 继续看好大众的前景。

图 40: 宝马 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)



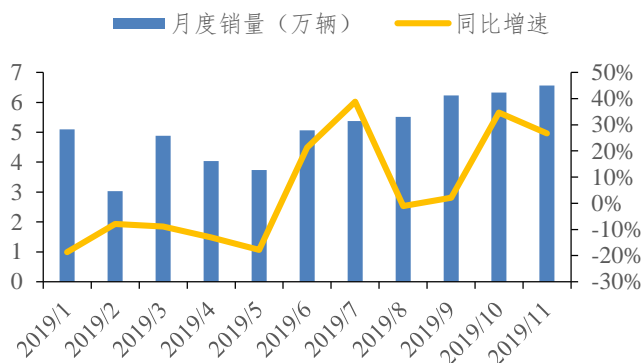
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 41: 奔驰 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)



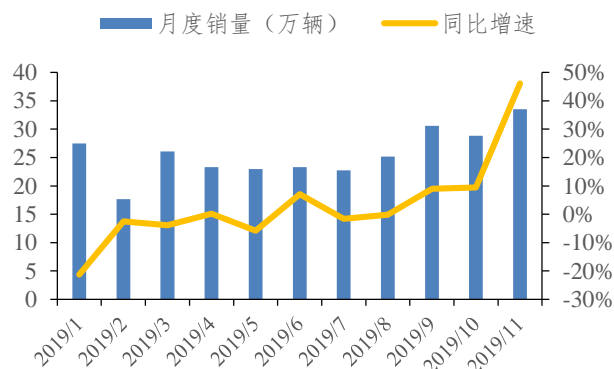
资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 42: 奥迪 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 43: 大众 2019 年在华销量及同比增速 (不含进口)

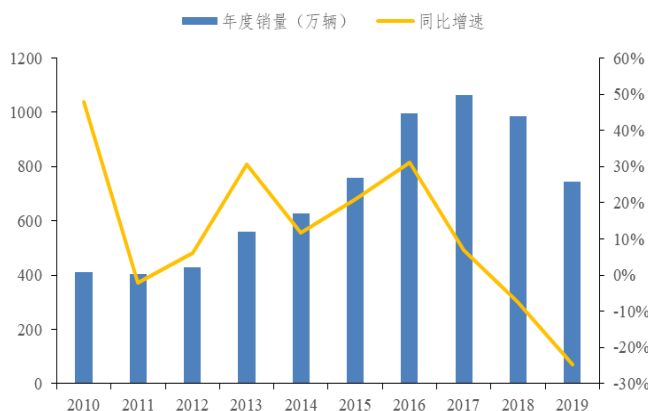


资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

■ 在明后两年乘用车复苏情况下, 自主品牌或许弹性最大

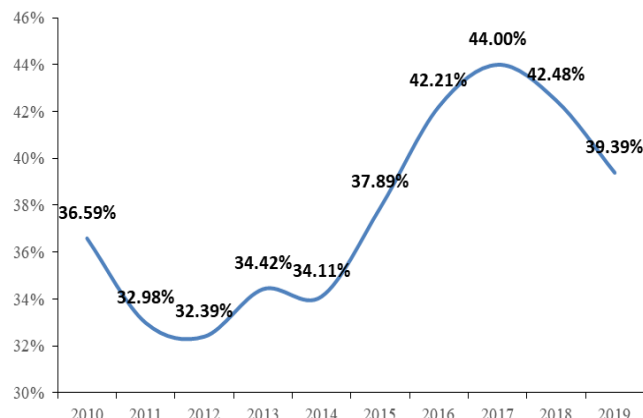
从 17 年开始, 自主品牌汽车结束了以往的高增长, 在 18-19 年自主品牌份额持续下滑。2019 年 1-11 月自主品牌乘用车销量约为 743 万辆, 同比下降 16.46%, 市场份额已经下降到 39.4%。

图 44: 自主品牌年度销量及同比增速



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 45: 自主品牌年度市场销售份额



资料来源: wind, 长城证券研究所

18-19 年自主品牌下滑原因主要有以下 5 点:

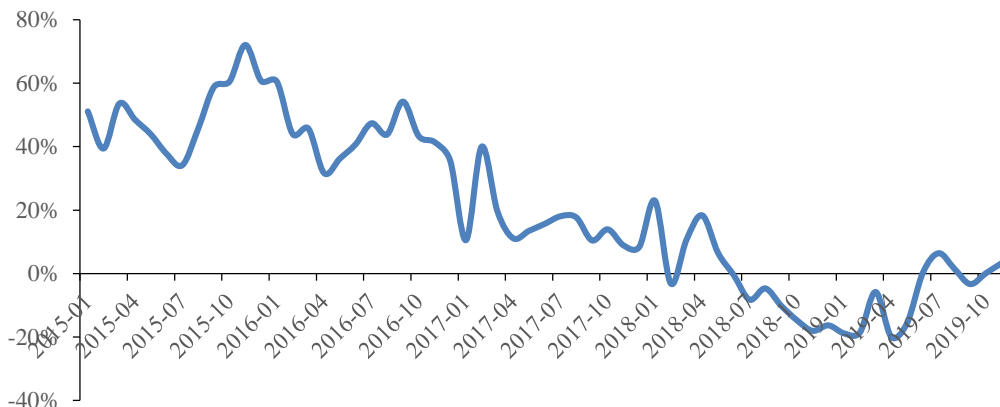
①15-17 年小排量购置税减免政策的透支效应。自主品牌乘用车中小排量车占比较高, 约 7 成, 由于 15-17 年实施小排量购置税减免政策, 透支了 18-19 年的汽车消费, 对自主品牌乘用车影响较大。

②自主品牌的购车人群主要是中低收入人群, 其收入敏感性高, 在宏观经济下行周期, 汽车作为可选消费, 需求被抑制。根据边际消费倾向递减规律, 高收入人群的边际消费倾向通常低于低收入人群的边际消费倾向, 自主品牌的购车人群主要是中低收入人群, 在 18-19 年宏观经济下行周期, 面对收入减少时, 消费减少的程度较高, 汽车作为可选消费, 需求被抑制或延迟。

③15-17 两年自主品牌受益 SUV 市场红利销量快速增长, 但目前 SUV 市场低迷。15-17 年乘用车 SUV 销量增速维持高增长, 18 年 6 月开始 SUV 销量增速呈显著放

缓趋势。由于 15-17 年 SUV 车型已连续多年保持高速增长销量基数较大，且高速增长吸引各厂家加速布局 SUV 领域，市场竞争加剧，因此 SUV 市场高速增长的红利正逐渐消退。

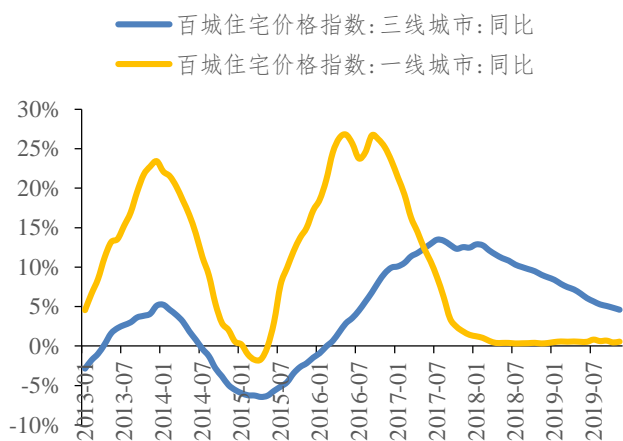
图 46: 15-19 年 11 月 SUV 月度销量同比增速



资料来源：中汽协、长城证券研究所

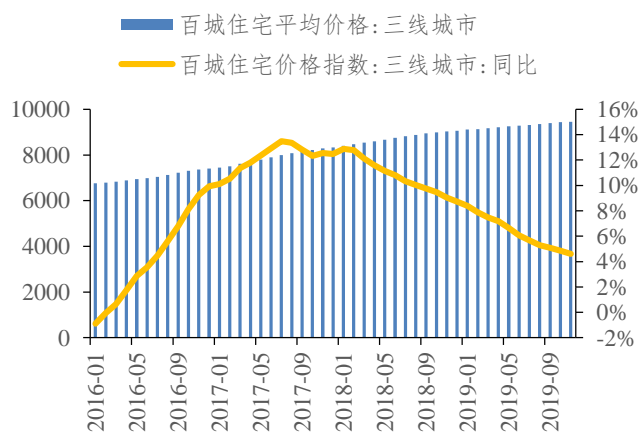
④三四线城市房价大幅上涨对汽车消费形成挤出效应，这是自主品牌销量大幅下滑的重要原因。2017-2018 年在大城市房价调控、小城市棚改政策的刺激下，我国房地产市场表现出三四线小城市房价增速高于一线城市的特点。在棚改货币化（政府改造城镇危旧住房采取货币化补偿作为安置方法）的推动下，过去几年我国三四线小城市房价大幅上涨，而对一般消费者而言，汽车消费是仅次于购房的第二大支出。三四线城市房价快速上涨限制了城镇居民的支出，对其汽车消费形成挤出效应。对中低收入家庭而言，以 100 平方米的住宅为例，房价每单位上涨 1000 元，一套房将增加 10 万元的开支，基本可以覆盖一辆自主品牌乘用车的支出，而这些群体是自主品牌乘用车的主力需求，因此自主品牌乘用车销量下行与三四线城市房价上涨相关。

图 47: 17 年中开始三线城市房价同比增速高于一线城市



资料来源：wind、长城证券研究所

图 48: 百城住宅三线城市平均房价及同比增速

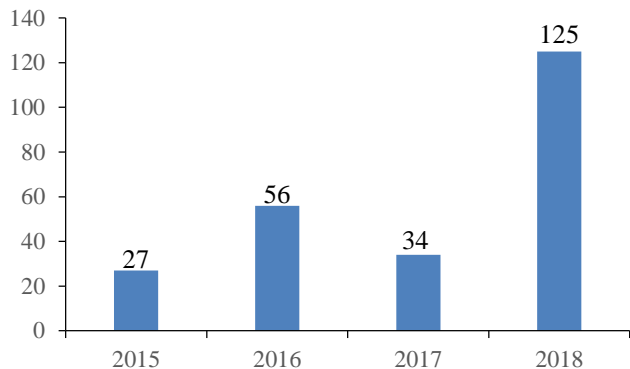


资料来源：wind、长城证券研究所

⑤金融去杠杆使民营企业举步维艰，造成中低端收入人员失业，也是对汽车需求的较大负面冲击。17-18 年去杠杆、严监管背景下，企业融资难、融资贵，尤其是中小民营企业举步维艰。另外，由于企业前期盲目乐观，债务扩张，投资失误，在去杠杆的形势下，资金链发生断裂，民营企业债务违约潮大规模出现，2018 年有 125 只

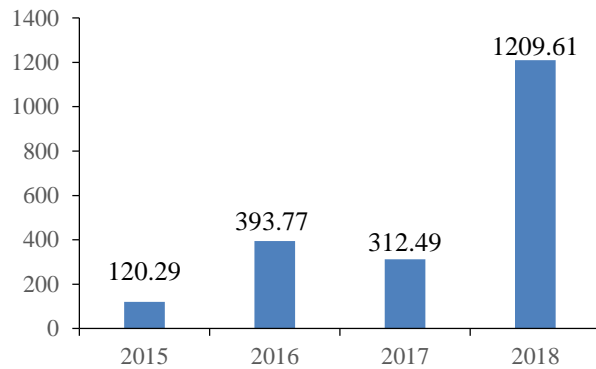
债券违约，违约金额达 1209.61 亿元。另一方面，2018 年 P2P 爆雷事件频现，传导到创投领域，去杠杆严监管背景下民营企业尤其是中小企业四面楚歌、倒闭潮来袭，导致中低端收入人员失业，从而影响自主品牌汽车消费。

图 49: 2015-2018 年债券违约个数



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 50: 2015-2018 年债券违约金额 (亿元)



资料来源: wind, 长城证券研究所

不能因为这两年的份额下滑就简单的看空自主品牌，自主品牌反弹的动力：

①不能简单的将自主品牌销量下滑归咎于消费升级加剧。客观上确实存在消费升级，但消费升级在最近 5 年都是持续存在的，而 2015-2017 年间却是自主品牌销售份额快速提升的阶段，而在近两年经济下行的时候，消费升级的速度会有所减弱，但自主品牌销量份额却持续下降。同时我们应该看到与此同时还存在另外一种相反的消费倾向，即新一代消费者正在对国产品牌表现出更多的兴趣，不追求过高的价格与太过奢侈的感受，而是强调拥有某种象征性的意义和态度。所以不能简单的认为 18-19 年自主品牌增速明显低于豪华车是消费升级加剧的结果。

②我们认为消费群体对经济敏感度较高是自主品牌下滑的重要原因，因此待经济回暖被延迟的消费需求可能释放。自主品牌的销售区域和价格区间主要覆盖在县级以下城市和 10 万元以下区间，即其消费群体以中低收入为主，对于宏观经济和个人收入变化更加敏感，在经济下行时延迟购车的倾向会高于高收入人群。在目前经济走势不确定的情况下，自主品牌消费群体延迟并保留消费需求，等到经济回暖时再释放，18-19 年被推迟的购车需求届时将释放出来，因此我们认为自主品牌的弹性未来值得期待。

2. 零部件板块：可从 3 个角度寻找确定性投资机会

零部件板块我们建议从以下三大维度布局，寻找确定性投资机会：

①从下游客户的角度，重点关注一汽大众和特斯拉产业链；

②从行业复苏反弹的角度，一方面可以通过 PB-ROE 策略选出低估值且业绩好的公司；另一方面，考虑到行业复苏，建议关注固定资产折旧占比高的公司，这类公司在行业复苏、产能利用率提升下利润率弹性大；

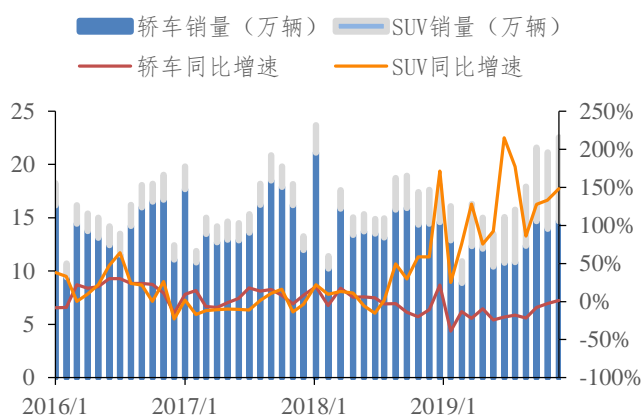
③从中长期角度来看，可以在六大优质细分领域（电动化、智能化、产品升级、进口替代、轻量化、环保升级）中寻找具有国际竞争力的、受益于中国汽车市场开放的优质零部件公司。

2.1 从下游客户角度来看，关注一汽大众和特斯拉产业链

2.1.1 一汽大众产业链的投资机会

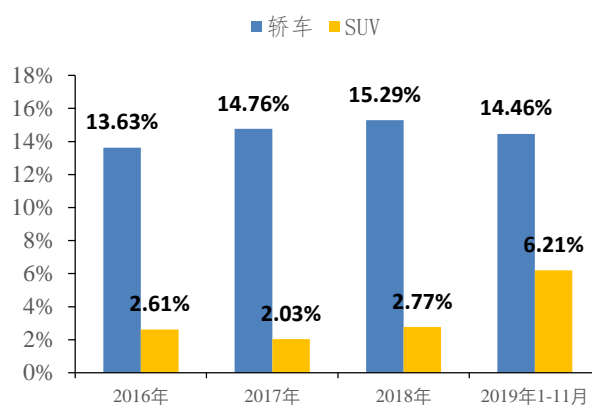
一汽大众是强势合资品牌。2019年前11月，一汽大众轿车销量市场份额为14.46%，位列第一；一汽大众自2018年开启SUV周期，SUV销量市场份额进步明显，从2016年的2.6%已提升至2019年前11月的6.2%，居合资品牌首位。

图 51: 一汽大众轿车及 SUV 月度销量及同比增速



资料来源：乘联会，长城证券研究所

图 52: 一汽大众轿车及 SUV 年度销量份额



资料来源：乘联会，长城证券研究所

一汽大众 SUV+新品牌捷达开启强产品周期。一汽大众于2018年开启SUV新车周期，2018-2020年密集投放16款全新及换代车型（含8款全新SUV），并推出全新子品牌“捷达”切入中低端市场。

表 3: 一汽大众 2019-2020 年新车规划

品牌	车型	级别	全新/换代	上市时间
大众	第八代高尔夫	紧凑型轿车	换代车型	2020年
	探岳 Coupe	中型轿跑式 SUV	全新车型	2020年
	探岳 GTE	中型插电混动 SUV	全新车型	2020年
	SMV Concept 概念车	中大型 SUV	全新车型	2020年
	大众 CC Shooting Brake	中型旅行车	全新车型	2020年
	大众 ID.4	紧凑型纯电动 SUV	全新车型	2020年
	探影	小型 SUV	全新车型	2019年12月
	迈腾	中型轿车	换代车型	2019年12月
	T-Cross	小型 SUV	全新车型	2019年4月
	速腾	紧凑型轿车	换代车型	2019年3月
奥迪	Q3 Sportback	紧凑豪华 SUV	新增车型	2020年
	e-tron Sportback	中型纯电动轿跑 SUV	新增车型	2020年
	A3	紧凑型轿车	换代车型	2020年

捷达	e-tron	纯电动中型 SUV	全新车型	2020 年
	Q3	紧凑型 SUV	换代车型	2019 年 4 月
	A6L	中大型轿车	换代车型	2019 年 1 月
	VS7	中型 SUV	全新车型	2020 年
	VA3	紧凑型轿车	全新车型	2019 年 9 月
	VS5	紧凑型 SUV	全新车型	2019 年 9 月

资料来源：汽车之家，长城证券研究所

一汽大众产能大幅扩充。一汽大众五大战略基地建设完成，产能将提升 55%。近年来，大众集团在中国的销量与其全球销量占比不断攀升，从 2007 年的 15.4% 提升至 2018 年的 39.5%，中国汽车市场是大众在全球范围的最主要市场之一，大众集团对中国市场的重视程度愈发提高。一汽大众近十年销量的年复合增长率达 15.1%，2018 年销量 203.7 万辆，首次跨越 200 万辆，原设计产能 190 万辆已超负荷运转。2018 年一汽大众建成长春 Q 工厂、华东基地青岛工厂、华南基地佛山（二期）工厂以及华北基地天津工厂，增加产能共计 105 万，产能提升 55%，满产后一汽大众产能约 300 万，达到国内之最。随着 2018 年 8 月底天津工厂的建成投产，一汽大众构建的东北（长春）、华北（天津）、华东（青岛）、华南（佛山）、西南（成都）五大战略基地已全部完成，一汽大众年产能突破 300 万辆将为今后五年乃至更为长期的扩张奠定了坚实的基础。

表 4：一汽大众原有 190 万辆产能布局及 2018 年扩产 105 万辆新增工厂

原有/新增产能	工厂	产能	生产车型	投产时间
2018 年之前 190 万辆	长春工厂	100 万辆/年	宝来，蔚领，迈腾，CC，奥迪 A4L， 奥迪 A6L，奥迪 Q3，奥迪 Q5	1996 年 7 月
	成都工厂	60 万辆/年	捷达，速腾	2011 年 10 月
	佛山工厂（一期）	30 万辆/年	高尔夫，奥迪 A3	2013 年 8 月
2018 年扩产 105 万辆 (提升 55%)	长春 Q 工厂	15 万辆/年	奥迪 Q5L	2018 年 3 月
	青岛工厂	30 万辆/年	全新宝来 MQB 及其衍生车型	2018 年 5 月
	佛山工厂（二期）	30 万辆/年	探歌，奥迪 Q2L	2018 年 6 月
	天津工厂	30 万辆/年	探岳	2018 年 8 月

资料来源：汽车之家，盖世汽车，长城证券研究所

建议关注标的：一汽富维和继峰股份

我们梳理了一汽大众产业链上重要公司来自一汽大众的收入占比，排名前三的公司为一汽富维、星宇股份和继峰股份。

表 5：产业链上各公司来自一汽大众收入占比

公司	2018 年一汽大众收入占比
一汽富维	69.93%
星宇股份	约 39%
继峰股份	约 35%
富奥股份	21.11%
宁波华翔	14.50%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

一汽富维（600742）

公司是一汽集团核心零部件供应商。公司以汽车内饰、汽车外饰、车身电子、车轮四大核心产品为主业，产品主要供应一汽集团旗下整车品牌，公司 2018 年有约 70% 的收入来自一汽大众，是 A 股中来自一汽大众收入占比最高的公司。

公司毛利率最高的车灯业务近几年增长迅猛。2017/2018/2019H1 富维海拉净利润同比增速分别为 263.01%/27.34%/135.23%。富维海拉的车灯主要配套一汽大众，定位中高端 LED 车灯，配套车型包括奥迪 A3、奥迪 A6L、探岳、迈腾、高尔夫、速腾等。2019 年 2 月富维海拉已预启动长春工厂（二期工程）建设，受益一汽大众新车周期，预计富维海拉车灯业务将继续保持高增长态势。

继峰股份（002048）

公司是国内座椅头枕龙头，主要为一汽大众、宝马、奔驰等整车厂以及安道拓、李尔等全球座椅系统供应商龙头供货。一汽大众是公司第一大客户，2018 年营收占比约 35%，随着一汽大众进入强产品周期以及新产能的投放，公司业绩有望充分受益。另外，10 月公司完成格拉默股权交割，格拉默是全球商用车座椅龙头，且乘用车座椅零部件主要配套中高端整车品牌，并购格拉默实现强强联合将有效促进公司双方优势互补。

2.1.2 特斯拉产业链的投资机会

2019H1 全球电动车销量 Model 3 排名第一。今年上半年，Model 3 全球销售 12.17 万辆，比排名第二、第三位的车型合计销量还高。其中在美国市场销量 6.8 万辆，是美国最畅销的电动车，市场份额高达 45%。

表 6: 2019H1 全球电动车销量 TOP10

排名	品牌	车型	2019H1 销量	同比增速
1	特斯拉	Model 3	121679	410.40%
2	北汽	EU 系列	50410	743.40%
3	比亚迪	元 EV	43484	2054.80%
4	日产	聆风	34546	-15.30%
5	比亚迪	e5	26095	57%
6	雷诺	ZOE	25117	44.40%
7	帝豪	帝豪 EV	23715	109.90%
8	荣威	荣威 Ei5	22455	129.90%
9	奇瑞	Eq	22282	18.90%
10	宝马	i3	19102	23.30%

资料来源: marklines、长城证券研究所

Model 3 的智能化、经济性和产品力是其成为畅销车的原因。特斯拉品牌战略定位高端豪华车市场，品牌力被市场买单，因此高性价比的 Model 3 一经推出成为爆款；另外，Model 3 在智能驾驶配置方面比同级别车型更具优势，Model 3 标配主动刹车、车道预警偏离、并线辅助、道路交通识别、疲劳驾驶提示等智能化配置，选配的 Autopilot 自动辅助驾驶系统可以实现自动跟车、自动泊车、自动紧急制动、前撞预警和侧撞预警等智能化应用，而国产 Model 3 的 Autopilot 已由选配改为标配。

特斯拉上海工厂从奠基到建成不到 10 个月，进军中国市场来势汹汹。特斯拉上海工厂于 2019 年 1 月 7 日破土动工，到 10 月 23 日正式落成投产，未来将生产 Model 3 与 Model Y，预计 Model 3 周产量达到 3000 辆/周，年产量达到 15 万辆，未来会增加到 50 万辆，国产

Model 3 建造成本比美国的 Model 3 生产线降低了约 65%(按单位产能的资本支出计算), 特斯拉国产化后价格有望下降推动销量高速增长。另外, 特斯拉在第三季度财报中表示, 上海工厂已经提前开始进行 Model Y 车型的试生产, 预计到 2020 年中投产 Model Y。

国内电动车市场同级别车型 Model3 几乎无竞品, 国产后有望再次引爆国内市场。与以荣威 Marvel X 为代表的 B 级车价格相当, Marvel X 续航可以达到 400 公里, 百公里电耗量低于 Model 3 7.8%, 性价比较突出, 但是百公里加速时间略逊一筹, 用时多于 Model 3 2.3 秒; 与同级别的 B 级车比亚迪秦 Pro EV500 相比, Model 3 整体体积小于秦 Pro EV500, 电耗量却高出 5.2%, 能耗程度处于劣势, 但是特斯拉在智能化布局、品牌影响力方面远胜国内车企, 消费属性凸显无疑, 国内消费者在同级别、同价位车型选择上可能更加倾向于 Model 3。Model 3 在美国市场已被验证, 国产后有望复制美国市场的成功。

表 7: Model 3 与同级别国产纯电动车型对比

项目	Model 3	Marvel X	秦 Pro EV500
级别	B 级	B 级	B 级
轴距 (mm)	2875	2800	2718
长/宽/高 (mm)	4694/1849/1443	4678/1919/1618	4765/1837/1515
带电量 (kWh)	~50	52.5	56.4
续航里程 (km)	354	403	420
无补贴售价 (万元)	~25	26.88	26.99
百公里电耗量 (kWh/100km)	14.12	13.03	13.43
百公里加速 (s)	5.6	7.9	-

资料来源: 汽车之家 长城证券研究所

建议关注标的: 拓普集团和三花智控

拓普集团 (601689)

公司是国内 NVH 龙头, 产品主要包括底盘系统、内饰、汽车电子等, 掌握先进轻量化技术, 可以提供高强度钢、铝合金等轻量化底盘方案。公司于 2016 年进入特斯拉供应链, 向特斯拉供应内饰件、底盘、副车架等。在国产特斯拉中公司底盘、内饰、轻量化等多项产品参与竞标, 单车配套价值空间打开, 将受益于特斯拉国产化。

三花智控 (002050)

公司在汽车热管理领域布局十余年, 产品包括电子膨胀阀、电子水泵、换热器, 品类齐全, 具备集成化能力, 技术水平全球领先, 客户包括大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、吉利、比亚迪、和特斯拉等。公司多年合作特斯拉, 供应产品包括电子膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等, 随着特斯拉国产化步伐的推进, 公司作为其热管理产品供应商有望从中受益。

2.2 在乘用车板块复苏的时点, 使用 PB-ROE 策略选股

- 我们认为在乘用车板块即将复苏反弹的时候, 可使用 PB-ROE 策略选出目前估值偏低而且质地优良的公司。

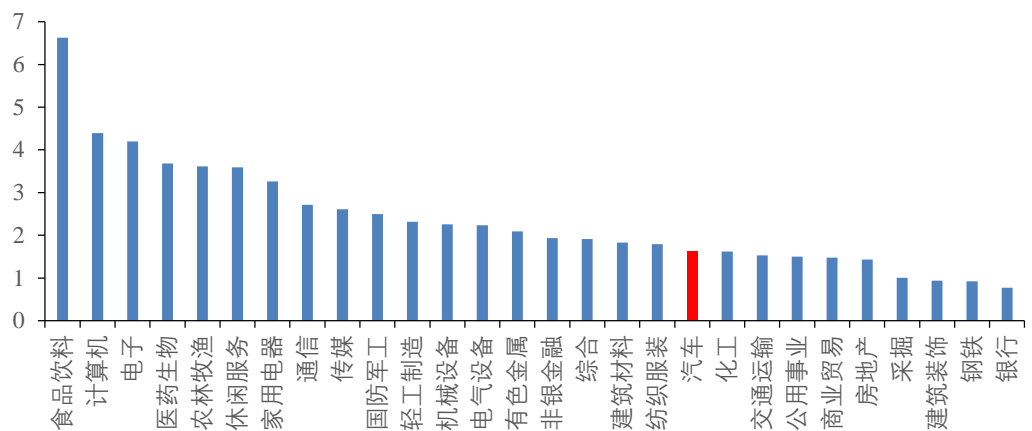
PB-ROE 选股的基本逻辑: PB-ROE 模型中, PB、ROE 分别代表股票估值水平和盈利能力的度量, Wilcox 在其 1984 年的论文中论证了 $\ln(PB)$ 和预期 ROE 是线性关系, 即高

预期 ROE 的公司应该享受高估值，因此通常使用 PB-ROE 策略选出低估值但业绩好的公司。

由于 2019 年大量上市公司净利润大幅下降，所以采用 PE 指标来衡量估值水平有一定的局限性，可暂时使用 PB 来衡量公司的估值水平。

当前汽车行业 PB 处于历史底部区域。汽车行业属于重资产行业，截至 2019 年三季度，SW 汽车行业固定资产和在建工程占总资产比重约 20%，因此用 PB 估值具备合理性。横向来看，截至 2019 年 12 月 20 日，汽车行业 PB 为 1.6，位列 SW28 个行业中的 19 名，处于全市场较低水平；纵向来看，当前汽车行业 PB 处于近五年底部区域。另外，在行业下行周期，部分公司利润可能为负导致 PE 值为负，而净资产比净利润更稳定，此时适合采用 PB 估值。

图 53: SW 行业 PB (MRQ) 排名汽车位列 19, 排名靠后 (2019/12/20)



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 54: 当前汽车板块 PB 处于历史底部区域



资料来源: wind, 长城证券研究所

前的 30 支零部件个股，结合个股的基本面，从中选出福耀玻璃、爱柯迪、精锻科技三只股票。

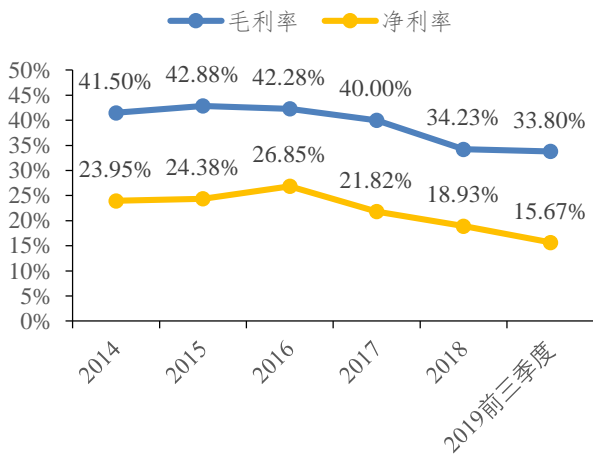
表 8: 16-18H1 折旧摊销占营收比例均值排名前 30 的零部件个股

	2016	2017	2018H1	均值
秦安股份	14.33%	16.39%	25.57%	18.76%
钧达股份	12.53%	10.39%	13.88%	12.27%
福达股份	13.87%	11.63%	10.03%	11.84%
精锻科技	11.91%	11.48%	11.22%	11.53%
文灿股份	8.76%	10.08%	11.75%	10.20%
恒立实业	18.53%	6.90%	4.95%	10.13%
贝斯特	10.06%	9.54%	10.44%	10.01%
西菱动力	8.97%	9.89%	10.16%	9.67%
天润曲轴	12.74%	8.82%	7.40%	9.65%
联诚精密	10.06%	9.36%	9.43%	9.62%
登云股份	10.51%	9.39%	8.67%	9.53%
爱柯迪	9.22%	8.96%	9.27%	9.15%
光洋股份	8.55%	8.97%	9.45%	8.99%
中原内配	9.74%	8.22%	7.30%	8.42%
常青股份	7.10%	8.02%	8.58%	7.90%
双环传动	8.88%	7.29%	7.52%	7.89%
广东鸿图	7.43%	7.52%	8.49%	7.81%
西仪股份	7.99%	8.26%	7.12%	7.79%
豪能股份	6.42%	7.62%	9.19%	7.74%
中马传动	8.15%	7.47%	7.39%	7.67%
福耀玻璃	7.55%	7.47%	7.64%	7.55%
朗博科技	6.38%	7.81%	8.12%	7.43%
云意电气	6.90%	7.23%	7.47%	7.20%
新坐标	8.56%	5.89%	6.86%	7.10%
渤海汽车	7.22%	7.17%	6.90%	7.10%
金鸿顺	7.79%	7.20%	6.28%	7.09%
蓝黛传动	6.21%	6.59%	8.37%	7.06%
万里扬	6.51%	6.79%	7.84%	7.04%
特尔佳	6.52%	7.25%	7.06%	6.95%
跃岭股份	6.50%	7.22%	6.77%	6.83%

资料来源: wind、长城证券研究所

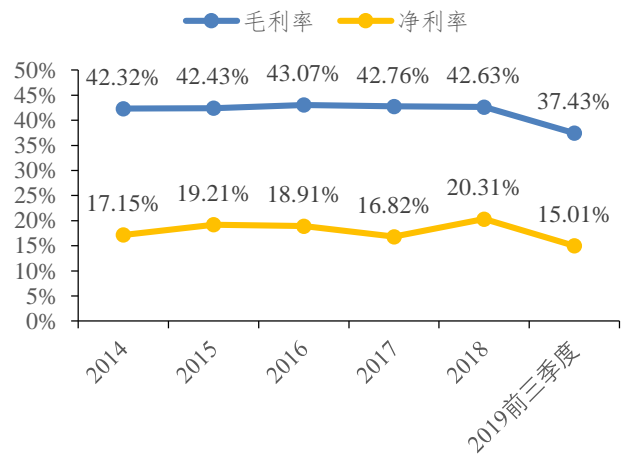
目前福耀玻璃、爱柯迪、精锻科技这三家公司当前毛利率、净利率为近五年最低点，我们认为这三家公司在未来乘用车行业复苏反弹周期，其产能利用率提升将带动公司毛利率和净利率逐步恢复，从而使公司具有较强的利润弹性。

图 56: 爱柯迪近五年毛利率、净利率



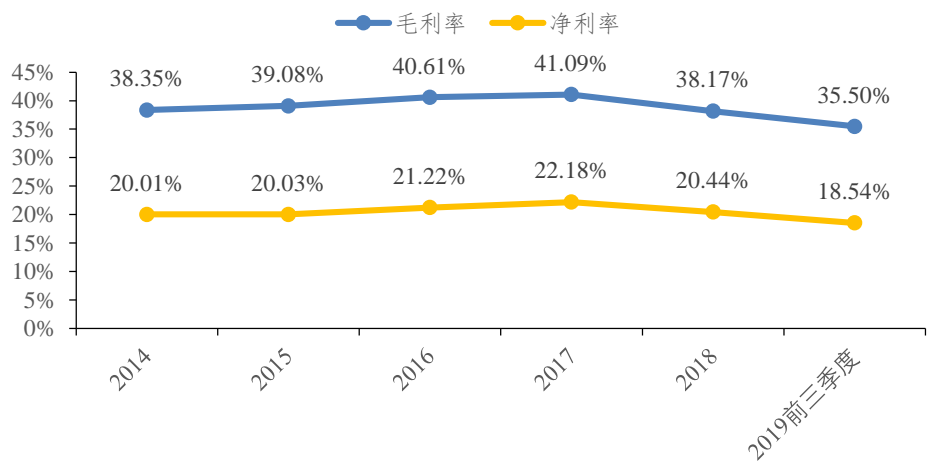
资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 57: 福耀玻璃近五年毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

图 58: 精锻科技近五年毛利率、净利率



资料来源: 公司公告、长城证券研究所

2.4 从中长期角度来看, 可以持续关注六大优质细分领域

中长期来看, 我们认为可以在六大优质细分领域(电动化、智能化、产品升级、进口替代、轻量化、环保升级)中寻找具有国际竞争力的、受益于中国汽车市场开放的优质零部件公司。

未来中国汽车行业增速将进一步放缓, 同时中国汽车市场又要逐步对外开放, 那么整车竞争加剧成为必然, 此时零部件行业从成长性的角度来看将更具有吸引力。中国汽车市场对外开放导致整车竞争加剧, 但是对零部件企业在一定程度来讲是利好, 外资车企来中国建厂会增加对国产零部件的需求, 同时外资和内资车企迫于竞争加剧的压力, 为了降本会更多地采用国产零部件。所以我们的总体策略是在六大优质细分领域(电动化、智能化、产品升级、进口替代、轻量化、环保升级)中寻找具有国际竞争力的、受益于中国汽车市场开放的优质零部件公司。

2.4.1 电动化

目前世界各国、各地区都在推动汽车电动化的进程，已有不少国家和地区已经制定了燃油车禁售的时间表，多家车企也纷纷响应，公布了燃油车禁售的时间规划。

表 9: 世界各国/地区燃油车禁售时间表

国家/地区	提出时间	实施时间	禁售范围
挪威	2016	2025	汽油/柴油车
荷兰	2016	2030	汽油/柴油乘用车
巴黎、马德里、雅典、墨西哥城	2016	2025	柴油车
德国	2016	2030	内燃机车
法国	2017	2040	汽油/柴油车
英国苏格兰	2017	2032	汽油/柴油车
印度	2017	2030	汽油/柴油车
中国台湾	2017	2040	汽油/柴油车
英国	2017	2040	汽油/柴油车
美国加州	2018	2029	燃油公交车
爱尔兰	2018	2030	汽油/柴油车
以色列	2018	2030	进口汽柴油乘用车
意大利罗马	2018	2024	柴油车
中国海南	2018	2030	汽油/柴油车
西班牙	2018	2040	汽油/柴油/混合动力汽车
加拿大不列颠哥伦比亚省	2018	2040	内燃机车
比利时	2017	2030	汽油/柴油车
瑞士	2017	2030	汽油/柴油车
瑞典	2017	2050	汽油/柴油车

资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

表 10: 部分车企停售停产燃油车时间表

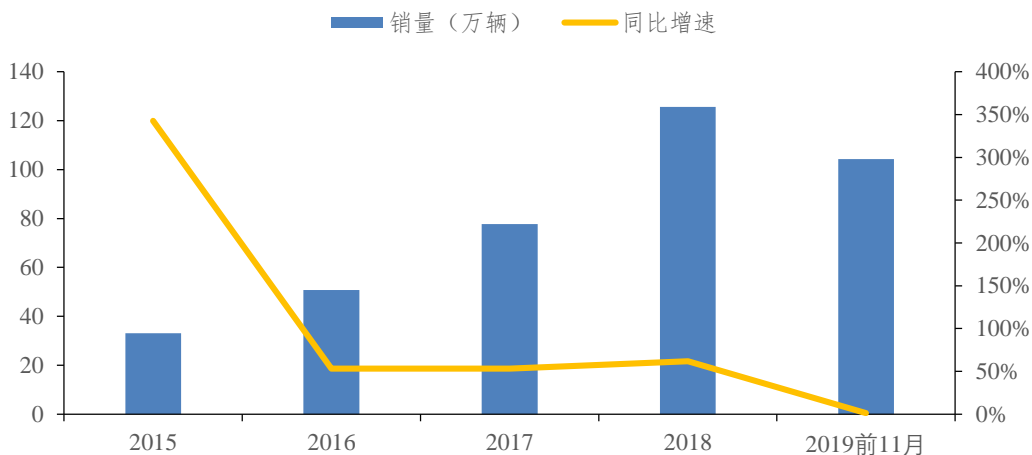
车企	实施时间	规划
沃尔沃	2019	停产停售传统燃油车
大众	2026	发布最后一代内燃机车型
戴姆勒	2022	停产停售传统燃油车
丰田	2025	停产停售传统燃油车
捷豹路虎	2020	实现全部产品电气化
FCA 集团 JEEP 品牌	2021	全部采用电动版本
福特林肯品牌	2022	停产停售传统燃油车
长安	2025	停售传统燃油车
海马	2025	淘汰传统燃油车
北汽	2025	2020 年北京地区停售燃油车，全国全面停售燃油车
FCA 集团玛莎拉蒂品牌	2019	2019 年开始玛莎拉蒂只生产电动和混动车型

资料来源：公开资料整理、长城证券研究所

我国新能源汽车渗透率较低，后续成长空间广阔。过去十年我国新能源汽车产业迅速发展，2010 年我国新能源汽车销量仅 8159 辆，2018 年销量达到 125.6 万辆，占全球市场份

额超过 50%，占我国全部汽车销量的 4.47%。在保有量上，截至 19 年 6 月我国新能源汽车保有量约 344 万辆，而总的汽车保有量达到 2.5 亿辆，新能源汽车保有量渗透率仅 1.38%。无论是销量还是保有量，虽然我国新能源汽车已取得不错的成绩，但是渗透率仍较小，后续成长空间广阔。由于 2019 年 6 月我国新能源汽车补贴退坡，7 月至 11 月新能源汽车月销量连续负增长，2019 年前 11 月我国新能源汽车销量 104.3 万辆，同比增长 1.3%。

图 59: 近五年我国新能源汽车销量



资料来源：中汽协、长城证券研究所

新能源汽车时代的到来带来了汽车零部件的革新。

- **电池领域：动力电池领域竞争进一步加剧，软包化、三元化、高镍化成为趋势。**随着 2019 年双积分政策的开始实施、新能源补贴退坡以及对续航里程和能量密度补贴门槛的进一步提高，动力电池企业的洗牌将进一步加速，部分缺乏核心技术、产品竞争力较弱的企业将面临被市场淘汰的风险。在外包类型方面，相比圆柱形电池，如宁德时代、力神、国轩高科三家均选择了能量密度相对更高的软包电池技术路线；在电池材料类型方面，相比磷酸铁锂，三元电池开始占据主导地位；在正极材料镍钴锰配比方面，为实现高续航里程，下一步的热点方向之一为通过提高三元材料中镍含量的比例来提高能量密度。
- **电机领域：永磁同步电机占据主流地位。**目前电机装机类型主要为永磁同步电机和交流异步电机，永磁同步电机占据主流地位，占比约 90%。性能方面，永磁同步电机在瞬态仍然可以保证较高的效率（95%左右），同时有着更大的功率密度，因此永磁同步电机前景相对更好。
- **热管理系统更为复杂。**新能源汽车热管理系统包括电池热管理系统、汽车空调系统、电机电控冷却系统、减速器冷却系统等四部分，比传统汽车更加复杂，并且对续航里程、电池安全及寿命等有较大影响。在汽车空调热管理方面，传统压缩机被替换为电动压缩机，加热方面使用 PTC 陶瓷加热器或热泵来进行供暖，其中 PTC 加热会消耗较多电池电量，因此技术难度更高、结构更复杂的热泵是未来发展方向。

建议关注标的：三花智控和银轮股份

三花智控（002050）（也是特斯拉受益标的）

公司在汽车热管理领域布局十余年，产品包括电子膨胀阀、电子水泵、换热器，品类齐全，具备集成化能力，技术水平全球领先，客户包括大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、

吉利、比亚迪、和特斯拉等。公司多年合作特斯拉，供应产品包括电子膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等，随着特斯拉国产化步伐的推进，公司作为其热管理产品供应商有望从中受益。

银轮股份（002126）

公司深耕热交换领域已有 60 余年历史，在该领域内占据龙头地位，近年来热交换器占公司营业收入比例均维持在 70% 左右，热交换产品主要包括油冷器、中冷器、冷却模块、冷却器总成四大类。

公司目前在电池冷却器、冷却板、PTC 加热器等方面具备领先技术，已向宁德时代供货电池冷却板，向广汽、比亚迪供货电池冷却器，获得江铃新能源热泵空调订单，将于 2020 年开始供货，并获得吉利 PMA 纯电动平台热交换总成项目定点及长安福特新能源电池冷却板项目定点，均将于 2021 年开始供货。

2.4.2 智能化

自 2015 年《中国制造 2025》将智能驾驶提高到国家战略层面，近年来各部委制定、发布了一系列政策、标准，推动智能驾驶的发展。

表 11: 有关汽车智能化发展的全国性政策、标准

时间	政策	内容
2015 年 5 月	《中国制造 2025》	将智能网联汽车列入未来十年国家智能制造发展的重点领域，明确指出到 2020 年要掌握智能辅助驾驶总体技术及各项关键技术，到 2025 年要掌握自动驾驶总体技术及各项关键技术。
2016 年 10 月	《中国智能网联汽车技术发展路线图》	智能网联汽车发展分三个阶段：近期推进以自主环境感知为主，网联信息服务为辅的部分自动驾驶应用；中期形成网联式环境感知能力，实现可在复杂工况下的半自动驾驶；远期推动可实现具备完全自动驾驶功能的智能化技术。并提出至 2020 年，驾驶辅助/部分自动驾驶车辆市场占有率达到 50%；至 2025 年，HA 车辆市场占有率达到约 15%，网联式驾驶辅助系统装备率达到 30%；至 2030 年，智能交通基础设施建设完成，信息化、智能化法律法规与标准完善。
2017 年 4 月	《汽车产业中长期发展规划》	首次明确发展智能网联汽车是中国从汽车大国迈入汽车强国行列的必经途径。提出智能网联汽车在 2020 年要力争与国际同步发展，到 2025 年进入世界先进行列。力争到 2020 年，汽车 DA（驾驶辅助）、PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%，满足智慧交通城市建设需求。到 2025 年，汽车 DA、PA、CA 新车装配率达 80%，其中 PA、CA 级新车装配率达 25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场。
2017 年 12 月	《车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》	提出到 2020 年，初步建立能够支撑辅助驾驶及低级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系；到 2025 年，系统形成能够支撑高级别自动驾驶的智能网联汽车标准体系。
2018 年 1 月	《智能汽车创新发展战略（征求意见稿）》	到 2020 年，智能汽车新车占比达到 50% 以上，其中有条件驾驶(L3)以上占比 10% 以上；自主品牌智能汽车市场份额达到 30%；网络式自动驾驶新车装配率达到 10%；车用无线通信网络 LTE-V 全国覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖；建成一个“智能汽车创新发展”平台且实质运行；到 2025 年，新车基本实现智能化：高级别智能汽车实现规模化应用。“人-车-路-云”实现高度协同，新一代车用无线通信网络（5G-V2X）基本满足智能汽车发展需要。
2018 年 4 月	《智能网联汽车道路测试管理规范（试行）》	明确了测试主体、测试驾驶人及测试车辆应具备的条件，以及测试申请及审核，测试管理，交通违法和事故处理等内容

时间	政策	内容
2018年11月	《车联网（智能网联汽车）直连通信使用5905-5925MHz频段管理规定（暂行）》	提出5.9G频段作为基于LTE的C-V2X技术的车联网直连通信的工作频段
2018年12月	《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》	提出到2020年，将实现车联网（智能网联汽车）产业跨行业融合取得突破，具备高级别自动驾驶功能的智能网联汽车实现特定场景规模应用，车联网用户渗透率达到30%以上，智能道路基础设施水平明显提升。2020年后，技术创新、标准体系、基础设施、应用服务和安全保障体系将全面建成，高级别自动驾驶功能的智能网联汽车和5G-V2X逐步实现规模化商业应用，“人-车-路-云”实现高度协同。

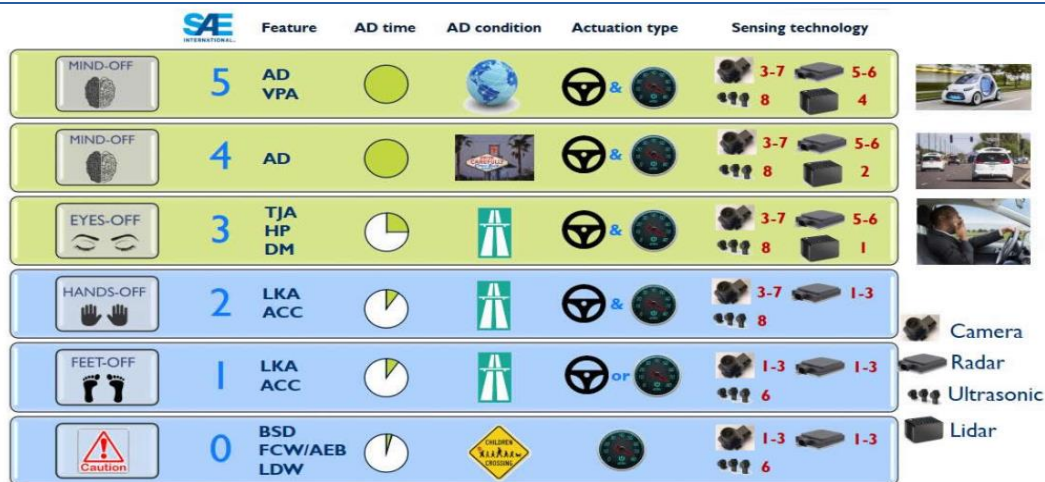
资料来源：长城证券研究所

在智能汽车产业链中，ADAS高级驾驶辅助系统位于其最前端，也是汽车厂商进入智能驾驶领域的主要方式之一，目前全球自动驾驶发展阶段处于L2，我国ADAS渗透率仍较低，提升空间大。目前全球汽车智能化程度处于L2阶段。在当前阶段，借助驾驶辅助系统在多个场景下对驾驶员进行驾驶辅助，作为自动驾驶基础的ADAS（高级辅助驾驶系统）可以提供包括ACC自适应巡航控制、ACC+启停系统、IHC智能大灯控制、BSD盲点监测、LCA变道辅助、FCW前碰报警、EBA电子刹车辅助、TSR交通标志识别、LDW车道偏离预警、LKS车道保持辅助、BA后向辅助等多种功能，得以快速发展，具有较高的成长性。但受成本的限制，现阶段我国ADAS装配率较低，整体渗透率在6%左右，一般搭载于40万以上的豪华车和某些高档车，而全球ADAS渗透率不及30%，未来有较大的提升空间。

ADAS系统由感知层、认知与判断层、执行层组成，雷达、摄像头等传感器是环境感知的重要手段，用于探测汽车周围的环境信息，为后续两个模块提供信息支持。

- 上游传感器感知层面，目前ADAS主要采用的传感器有摄像头、毫米波、激光和超声波等，摄像头主要功能是获取图像信号，雷达主要功能是测距和测速。L3以下智能驾驶主要采用摄像头+毫米波雷达的组合，高度自动驾驶时才会使用激光雷达。核心零部件包括摄像头、毫米波雷达、激光雷达等。

图 60：美国 SAE 智能驾驶分级以及配套传感器个数



资料来源：MEMS、长城证券研究所

- ✓ 摄像头一般可分为前视、侧视、后视和内置四个部分，据高工智能产业研究院（GGII）预估，摄像头随着 ADAS 渗透率的提升，市场规模将由 2016 年的 20 亿元增长到 2020 年的 58 亿元，年复合增长率为 30%。
- ✓ 毫米波雷达指波长在 1mm 至 10mm 之间的电磁波，其穿透雾、烟、灰尘的能力强，具有全天候、全天时的优秀特性，目前是 ADAS 的核心传感器，主要用于测距测速，频率主要有 24GHz 和 77GHz 两种，24GHz 的应用场景主要为中短距离范围，77GHz 则为中长距离范围。
- ✓ 激光雷达是军转民的高精度雷达技术，分辨率高，精度高，抗干扰能力强，成本也较高。一般分为一维激光雷达、二维激光雷达和三维激光雷达等。其中一维激光雷达主要用于测距测速等，二维激光雷达主要用于轮廓测量、物体识别、区域监控等，三维激光雷达可建立三维点云图，实时绘制出车辆周边的三维空间地图。
- **在图像识别及编程算法的决策层面**，通过感知层将图像、视频等信号传输给 ECU，在 ECU 内部，由数字信号处理器进行图像识别处理，将识别到的环境、物体信息发送给 MCU（主处理器），主处理器对数字信号处理器信号做校验之后，根据客户要求不同，可以输出最后的决策给执行层，也可以只输出识别后的信息，由其他模块作出决策并执行。目前大部分主机厂的策略是自己研发决策算法，感知系统交给供应商做，然后写入自己的算法。
- **操控系统执行层面**主要是执行决策层面下达的指令，与传感器感知及识别算法决策相比其技术难度相对更低一些，因此该领域内国内零部件公司可通过将电子信号引入执行机构从而实现零部件电子化升级，进而切入智能驾驶领域，如 EPS 电子助力转向、IBS 智能刹车系统、EMB 电子机械制动、EVB 电子真空助力等。

建议关注标的：伯特利、保隆科技、华域汽车

伯特利（603596）

公司专注于汽车制动领域，业绩上兼具短期弹性和长期成长空间。短期业绩弹性主要来源于①EPB 业务：公司是国产 EPB 龙头，受益 EPB 渗透率的提升；②轻量化制动零部件业务：19 年公司斩获北美通用 26 份合同，在经营模式上从通用 Tier2 转 Tier1，由控股子公司生产销售转为本部生产销售，公司盈利能力得以显著提升。长期成长空间在于公司发布的线控制动产品是 L3 级智能驾驶的必备零部件，公司未来将基于此打造 ADAS 系统集成。

中长期来看，在线控制动系统基础上打造智能驾驶系统，有望成为 ADAS 系统集成供应商。2019 年 7 月伯特利发布集成式线控制动系统（WCBS），该系统属于“One-box”的方案，为未来的主流技术路线。该系统目前在奇瑞、吉利等多家品牌的车型上测试，预计 2020 年底小批量生产。ADAS 主要包括传感器感知层面、识别及算法决策层面及操控系统执行层面等。操控系统执行层面，目前伯特利已经掌握核心技术，有深厚积淀，公司的 EPB、ABS、ESC 等都已经量产，线控制动系统目前已经开发完成正在做测试。线控制动是 L3 级别智能驾驶的执行层面的终极解决方案，而伯特利是全球范围内掌握线控制动技术的少数几家厂商之一。传感器层面，公司积极布局，进行车载前视摄像头的研发。算法识别层面，公司在 EPB、ABS、ESC、线控制动等产品的研发过程中，积累了相关经验，为后续开发 ADAS 系统的算法提供了良好的基础。我们认为伯特利中长期来看有望成为 ADAS 系统集成供应商，届时公司成长天花板将大幅提升。

保隆科技（603197）

公司是国产 TPMS 龙头，TPMS 业务受益强装政策实施。2020 年 1 月 1 日开始我国所有生产的乘用车必须安装胎压监测系统 (TPMS)，19 年 TPMS 渗透率约 60%，2020 年将快速提升至接近 100%，公司作为国产 TPMS 龙头将充分受益政策效益。

其他汽车电子产品蓄势待发，为公司打开长期成长空间。公司近年来大力发展汽车电子业务，除 TPMS 外，重点发展传感器、360°环视系统、毫米波雷达、车载摄像头及其他更高端的智能驾驶系统性产品 (动态视觉系统等)。传感器、360°环视系统、毫米波雷达、车载摄像头及其他更高端的智能驾驶系统性产品的单车配套价值远高于公司的排气管件、气门嘴等传统产品。公司目前所有已量产产品单车配套价值在 600 元左右，未来随着 360°环视系统、动态视觉传感器、毫米波雷达等新产品实现量产，公司产品单车配套价值有望达到 3000 元。公司的这些产品目前正在处于装车实验阶段，预计能够在 2-3 年之后实现量产，届时公司的成长空间将进一步提升。

华域汽车(600741)

华域汽车是我国汽车零部件品类最广、模块化集成化生产能力最强的龙头零部件企业，具有规模经济性、品牌优势、资金优势。华域未来的看点在电动化、智能化产品放量提供的业绩增长动力和压制估值的因素逐步解除带来的估值修复。在电动化业务上 (驱动电机+电驱动系统+热管理)，在驱动电机上，华域在国内率先量产扁铜线电机，扁铜线电机是驱动电机的主流趋势之一；在电驱动系统上，华域牵手麦格纳成立合资公司，绑定大众 MEB 平台，将受益大众汽车电动化；在热管理上，华域热泵空调技术领先，将受益于热泵空调在电动车领域的深度渗透。在智能化业务上，华域在毫米波雷达、前视摄像头、智能刹车系统 E-Booster 等均有布局，24GHz 和 77GHz 毫米波雷达均实现量产，前视摄像头完成综合工况道路验证测试，E-Booster 成功获得了北汽新能源、比亚迪的项目定点。在估值修复上，华域通过中性化战略降低客户集中度，且随着智能化、电动化业务的放量公司收入结构将得以优化，低估值的内饰业务占比将下降，另外华域逐步收回合资公司股权，现已全资控股小系和汇众，未来或全资控股延锋安道拓，上述原因解除了压制公司低估值的因素，将推动公司估值上行。

华域汽车在智能化方面的业务布局主要包括毫米波雷达、前视摄像头、360 度环视系统、智能刹车系统 E-Booster、智能驾驶主动感应系统的研发等。

表 12: 华域汽车智能化业务布局概况

智能化业务	进展情况
智能驾驶主动感应系统	✓ 2015 年募集资金 3.08 亿元用于智能驾驶主动感应系统研发，截止 2018 年末累计投入金额为 2.61 亿元，投入进度为 84.62%。
毫米波雷达	✓ 2018 年 24GHz 毫米波雷达量产，国内首家自主研发实现量产，应用在上汽自主乘用车上
	✓ 2018 年 77GHz 毫米波雷达成为国内首款通过该类测试的产品，实现对金龙客车的批产供货
摄像头	✓ 2017 年华域汽车前视摄像头完成综合工况道路验证测试
	✓ 2018 年加快 360 度汽车行驶环境扫描系统等产品的开发和应用
智能刹车系统 E-Booster	✓ 2018 年成功获得了北汽新能源、比亚迪的项目定点
	✓ 2019 年开始量产

资料来源：公司公告，长城证券研究所

2.4.3 产品升级

三大因素推动汽车零部件产品的升级：①**需求端：消费者需求升级：**消费者对于汽车除了交通工具属性之外更多其它功能属性越来越高的需求；②**供给端：主机厂竞争：**主机厂力图通过产品差异化为用户带来更佳体验的自主推动；③**汽车电子化、智能化的推动：**近年来电子及芯片技术、互联网技术等快速发展并陆续投入到汽车产品上的应用。

汽车零部件产品升级的三条路径：

- **安全性升级：测试规程趋严。**中国新车测试评价规程 C-NCAP 2018 于 2018 年 7 月 1 日开始实施，该版较上一版 C-NCAP 2015 更为严苛，根据事故统计数据提高了侧面碰撞检测项目的台车重量及高度，增加了主动安全测试要求以及行人保护等规则，使得试验车辆获得五星安全等级变得更加困难，倒逼主机厂在安全气囊、主动安全、行人保护、头枕等方面均需进行相应升级。
- **科技性升级：提升科技含量，增加附加功能。**汽车零部件在具备原有功能基础上，通过提升科技含量逐渐具备更多的附加功能属性，使产品在舒适性、安全性、智能、环保等方面均有所提高，从而增加产品附加价值。以汽车玻璃和车灯为例，汽车玻璃通过镀膜等技术实现了可调光、可隔热等功能，车灯通过使用 LED 技术提高了光照强度的同时也提升了其响应速度。
- **座舱电子升级：在汽车电动化及智能化的趋势下，座舱电子升级进一步加速。**如最早在特斯拉上配备的全液晶仪表，如今在 20 万级别的中高端家用轿车如一汽大众迈腾等车型已经配备；FPK 数字化全液晶仪表可根据用户选择个性化显示信息，用户体验进一步提升；360 度全景泊车影像，通过环视摄像头及图形拼接技术将入库及停车时车辆位置的立体情况实时传送至中控台，停车可以更加方便准确。

建议关注标的：科博达和福耀玻璃

科博达（603786）

科博达主营产品包括汽车照明控制系统、电机控制系统、能源管理系统及车载电器与电子等，汽车照明控制系统是公司营收和利润第一贡献者，2018 年公司实现营收汽车照明控制业务 26.75 亿元，其中汽车照明控制系统占比 52%；毛利润 9.46 亿元，其中汽车照明控制系统占比 48%。公司汽车照明控制系统包括主光源控制器、辅助光源控制器、氛围灯控制器、尾灯控制器等。

公司 LED 车灯控制器品类齐全，其中 LED 主光源控制器已有三代产品，第三代产品矩阵式 LED 主光源控制器 LLP 是当前最先进的主光源控制器之一。公司 LED 车灯控制器包括主光源控制器（前照灯）、尾灯控制器、氛围灯控制器、辅助光源控制器（日间行车灯），覆盖了所有的 LED 车灯控制器。其中应用在前照灯上的 LED 主光源控制器已有三代产品，第二代产品集成式 LED 主光源控制器 LHC 包括了对远、近光灯和日间行车灯的控制；第三代产品矩阵式 LED 主光源控制器（LLP）是目前最先进的车灯控制器之一，该控制器通过复杂的逻辑和算法可精确控制前照灯中所装载的数十颗乃至上百颗小 LED 的开关和亮度、实现智能开闭，达到可变、精确的最佳照明效果。此外，公司设计生产的应用在 LED 日间行车灯的辅助光源控制器 LDM 是目前世界上尺寸最小、重量最轻和运用灵活性最好的标准模块之一。公司目前正积极为大众集团着手研发第四代 LED 主光源控制器，新一代产品体积更小、质量更轻、功率更大，可大大提升产品稳定性和性价比。

福耀玻璃（600660）

公司是全球汽车玻璃巨头，按销售额计算，国内市占率约 60%，国内排名第一，全球市占率约 22%，全球排名第二。

- **公司相对于其他巨头具有明显的竞争优势。**①公司业务专一，持续积累构筑自身护城河，而其主要竞争对手在多元化经营背景下汽车玻璃业务逐步被边缘化。②公司汽车玻璃产品拥有显著的低成本优势，盈利能力大幅超越竞争对手。③公司持续的高研发投入有利于公司保持自身产品技术的先进性以及工艺、成本控制方面的优势。
- **产品持续高端化以及单车玻璃用量提升推动汽车玻璃单车配套价值量持续提升。**福耀玻璃功能性和集成化的高端产品的占比持续提升，带动公司产品单价提升。同时由于天窗的普及、SUV 车型渗透率提升、前挡风玻璃倾斜度增加以及汽车轻量化需求，汽车单车玻璃使用面积持续提升。
- **收购德国 SAM, 延伸汽车玻璃产业链。**2019 年 2 月福耀收购德国 SAM 铝饰条公司，目前福耀已投入 1 亿欧对 SAM 德国的生产线进行改造修正，最终目的是将分散的生产线整合到两条生产线上，预计 2020 年一季度整合完毕，铝饰条业务有望成为福耀又一增长动能。

2.4.4 进口替代

国产零部件进口替代的两大核心因素：合资品牌降本压力大、国产零部件技术积累。

- **合资品牌降本压力大：**2018Q3 开始我国汽车销量连续负增长，我国汽车销量高增长时代已结束，未来行业竞争将愈演愈烈。合资品牌主机厂的零部件供应商目前多数为外商独资/合资，在如今竞争加剧的情况下同样将面临较大的降本压力，随着国产零部件供应商产品逐渐高端化、性价比高、反应速度快等优势突出，国产零部件供应商对合资品牌主机厂供应链的渗透率将呈现增强趋势，将进一步加速零部件进口替代。
- **国产零部件技术积累：**经过多年的发展，自主零部件与外资/合资零部件的技术差距已逐渐缩小，一方面由于在国内建厂的外资/合资零部件厂商为我国汽车零部件行业培养了一大批技术及管理人才，另一方面由于自主零部件厂商对自主研发的投入逐渐加大，加上同时对众多国外零部件公司的外延并购，使得诸多关键零部件核心技术逐渐被消化吸收，自主品牌从而实现了技术上的积累及管理上的提升。

国产零部件供应商近年来表现抢眼，逐步涌现出如福耀玻璃、星宇股份等优质企业，在汽车玻璃、车灯等细分领域产品竞争力强、下游客户优良。自主零部件与外资/合资零部件相比，具有性价比高、服务好、反应速度快等方面的优势，同时技术差距也在逐步缩小，在某些细分领域自主零部件已经开始崭露头角有所突破，部分优质厂商已经具备全球供货的能力，零部件深度国产化进口替代之路已然开启。

建议关注标的：万里扬和星宇股份

万里扬（002434）

油耗法规趋严+市场竞争加剧，公司作为国产 CVT 龙头，高性价比产品对自主品牌和非日系合资品牌吸引力较强。公司是国产 CVT 龙头，18Q3 量产的新一代产品 CVT25 最大输出扭矩达 250Nm，可匹配市场上 2/3 以上的乘用车车型，目前为吉利、奇瑞、比亚迪等自主品牌供货。过去由于 CVT 扭矩小适用于小排量汽车，所以市场上使用 CVT 变速器的品牌以日系品牌为主（日系车 CVT 由捷特科供货），但是随着油耗法规趋严，CVT

的节油性能使其重新得到重视，如美系厂商已重启 CVT 计划。另外，在当前乘用车市场竞争加剧，主机厂降本压力增大，变速器作为汽车零部件中单车价值最大的产品之一，成为压缩成本的重要对象。目前自动变速器主要是 AT、DCT、CVT 三种，AT 价格普遍高于 CVT，一般而言价格在 1 万元以上，DCT 价格更高，一般而言价格在 1 万元以上，而万里扬的 CVT 价格可以降低到 7000 元以下，使得每辆车的成本下降 3000 元以上，万里扬高性价比的 CVT 将对主机厂有更强的吸引力。

星宇股份（601799）

公司是专注车灯业务的国内独立第三方车灯供应商，目前已经积累起丰富的客户资源，客户包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众、广汽传祺、奇瑞、广汽本田、广汽丰田、宝马、奥迪、捷豹路虎、沃尔沃等。2018 年总营收 50.74 亿元（其中车灯收入 45.05 亿元），净利润 6.22 亿元，净利率 12.04%，国内市占率约 8.63%。

车灯赛道正在经历 LED 前照灯普及以及车灯智能化两条升级路径，单车配套价值将提升，整个车灯市场空间将进一步打开。车灯升级主要有两个路径：一个是光源升级；另一个是车灯的智能化。LED 灯兼具优质品质和时尚外形，以亮度高、寿命长、低能耗、重量轻、色彩丰富等优势脱颖而出，目前车灯中价格最高的前照灯正全面向 LED 升级，卤素前照灯单套价格为 400-500 元，LED 前照灯为 1600-2000 元，LED 前照灯单套价格是卤素的 4 倍左右，随着前照灯 LED 渗透率的不断提升，将带动单车配套价值量持续提升。另一方面，前照灯 LED 渗透率的提高开启了车灯智能化升级道路，LED 占用体积小、可以独立控制（开关、光线强弱变化、照射角度变化等），为车灯智能控制系统的应用极大地提供了便利，并且由于体积小也方便设计造型，实现智能化控制，因此随着前照灯 LED 渗透率的提升，车灯智能化升级得以加速。

外资车灯厂商仍占据国内市场较多份额，国产进口替代空间大。按 2018 年车灯收入规模排序，国内车灯市场主要被华域视觉（26.5%）、小糸中国（10.93%）、法雷奥中国（9.9%）、斯坦雷中国（9.3%）、星宇股份（8.63%）、海拉中国（7.1%）主导。除了华域视觉之外，外资车灯厂商占据国内市场较多份额，小糸、法雷奥、斯坦雷、海拉共占据国内市场 37.63% 的份额。在当前车市下行，主机厂降本压力较大的情形下，产品性价比高、服务响应速度快的内资车灯厂商进口替代空间有望扩大。

公司 LED 渗透率不断提升+开拓优质客户，兼具成长性、盈利性。汽车前照灯正处于 LED 普及的阶段，在 LED 车灯产业化方面公司是业内领导者之一，公司自 2018 年下半年开始量产 LED 前照灯，随着高毛利率的 LED 前照灯占比的提升，公司产品结构得以优化，盈利能力继续向上。另外，公司持续开拓优质客户，目前公司约 70% 的收入来自一线合资品牌，一汽大众营收占比约 39%，日系客户营收占比约 28%（一丰：16%；广丰：7%；日产：5%）。上半年公司拿到北京奔驰 GLC 纯 LED 尾灯订单进入奔驰供应体系，豪华品牌再下一城，至此公司客户集齐豪华品牌 BBA。

塞尔维亚建厂，拉开全球化序幕。8 月，公司拟出资 4.68 亿元在塞尔维亚尼什（NIS）市工业区内建厂，建成后可形成年产 570 万支车灯（其中后尾灯 300 万支，前照灯 100 万支，小灯 170 万支）的产能。项目达产后每年将新增营收 9.63 亿元（不含税），利润总额 1.16 亿元。此次公司在欧洲塞尔维亚建设新工厂，正式拉开全球化序幕，有利于公司拓展全球业务。

2.4.5 轻量化

汽车轻量化最核心的驱动因素是降低汽车油耗，减少污染物排放。最近几年纯电动汽车的兴起也增加了主机厂加速轻量化的动力。另外，汽车轻量化带来的整车动力及操控性能的提升也对汽车轻量化发展起到一定的促进作用。

世界范围内汽车排放法规日趋严格，对汽车油耗标准的要求愈发提高。欧盟、美国、日本均出台相关政策，到2020年乘用车燃料消耗量标准分别为3.8 L/100 km、6.0 L/100 km、4.9 L/100 km。根据12月6日国务院颁布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020年）》，我国乘用车平均燃料消耗量在2015年、2020年分别要求降至6.9 L/100km、5.0 L/100 km，另外《中国制造2025》提出到2025年我国乘用车平均燃料消耗量要求降至4.0 L/100 km。

表 13: 主要国家和地区乘用车燃料消耗量目标值对比

国别	2015		2020		2025		年降幅	年降幅
	原始指标	对应国标	原始指标	对应国标	原始指标	对应国标	-2020	-2025
欧盟	130g/km	5.2L/100km	95g/km	3.8L/100km	75g/km	3L/100km	5.4%	4.2%
美国	36.2 mpg	6.7L/100km	44.8 mpg	6L/100km	56.2 mpg	4.8L/100km	3.5%	3.4%
日本	16.8km/L	5.9L/100km	20.3km/L	4.9L/100km	-	-	3.3%	-
中国		6.9L/100km		5L/100km			5.5%	-

资料来源:《乘用车燃料消耗量第四阶段标准解读》——工信部装备工业司，长城证券研究所

我国乘用车车企降油耗压力较大。根据工信部数据，2017年我国乘用车平均燃料消耗量实际值为6.24 L/100 km，距离2020年5.0 L/100 km目标尚存在较大差距。

中国乘用车油耗标准加速趋严。2012-2016年每年的油耗标准是按照3%的幅度下降的，但是2017-2020年依次下降4%、6%、8%、9%，下降幅度逐年增大。

图 61: 中国乘用车平均油耗目标 (L/100KM)



资料来源: 长城证券研究所

根据工信部数据，2017年我国乘用车平均燃料消耗量实际值为6.24 L/100 km，距离2020年5.0 L/100 km目标尚存在较大差距。目前单纯通过改进发动机、变速箱以及改善车身空气动力学等技术手段很难将油耗降低至目标值，而汽车轻量化是降低汽车油耗的重要途径之一。汽车轻量化，是指在保证汽车结构安全性的前提下，通过使用高强钢、铝合金、复合材料等其它材料，尽量降低汽车的整备质量，提高车辆动力性，进而实现车辆的节能减排。

建议关注标的:

爱柯迪 (600933)

公司主要从事汽车铝合金精密压铸件的研发、生产及销售，主要产品包括汽车雨刮系统、汽车传动系统、汽车转向系统、汽车发动机系统、汽车制动系统及其他系统等适应汽车轻量化、节能环保需求的铝合金精密压铸件。主要客户为全球知名的大型跨国汽车零部件供应商，包括法雷奥、博世、格特拉克、克诺尔、麦格纳、博格华纳、大陆、马勒、耐世特、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚等。

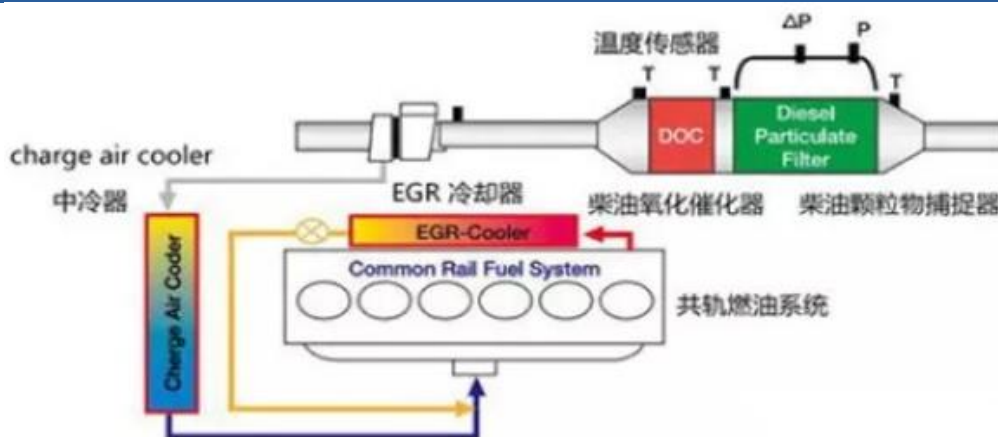
- **公司专注于小型精密压铸件，是该细分领域的隐形冠军。**小型精密压铸件主要涉及雨刮、空调、制动、传动、转向等系统的零部件。相对大型压铸件，中小精密压铸件非标性比较强，零件种类千差万别，要求的精度更高，同时资金要求相对更低、产量大、管理难度高，此外加工次数更多，因此产品附加值更高。
- **公司产业链实现纵向一体化，全流程自主设计。**从铝锭的购入到产品完成包装，公司内部实现产业链纵向一体化。公司从原材料上游怡球资源采购铝锭，将铝锭熔炼成铝水，包括铝水的机边溶解保温炉的设计、铝汤的运输转运包、保温炉的温度设计、模具生产及设计、生产线的机器人的集成配套等均由公司内部独立完成，加工全过程均为自主设计开发。

2.4.6 环保升级

国六排放标准于 2019 年 7 月 1 日正式开始逐步实施，汽车环保要求再度升级。相比国五标准，国六标准增加了若干试验项目，测试工况更为复杂，并且加严了污染物排放限值，其严格程度大幅提升。国六标准带来的汽车产业链变化，我们认为一方面是汽车尾气检测服务相关标的将受益，如中国汽研，另一方面是严格的国六标准将促进发动机技术升级及尾气处理技术升级。发动机方面主要包括 GDI 缸内直喷技术、Turbo 涡轮增压、VVT 可变气门正时、EGR 废气再循环、高压共轨等技术来提高发动机燃烧效率，从而降低尾气中 CO、HC、NOX 的含量；尾气处理方面主要包括 TMC 三元催化器、DPF 柴油颗粒捕集器、GPF 汽油颗粒捕集器、POC 颗粒物催化氧化器、DOC 柴油机氧化催化器、SCR 选择性催化还原等技术进一步降低有害气体含量及颗粒物排放。

SCR/EGR+DOC+DPF 将成为升级国六标准后商用车降低排放的主要技术路线。国五升级国六，由于颗粒物限值大幅加严，且增加 PN 粒子数量要求，尾气处理方面加装 DPF、GPF 等来降低颗粒物排放将成为关键，SCR/EGR+DOC+DPF 将成为商用车的主要技术路线。

图 62: EGR+DOC+DPF 技术路线示意图



资料来源：中国卡车网，长城证券研究所

建议关注标的：

中国汽研（601965）

公司是获得政府全面授权的六大汽车检测中心之一，是我国汽车技术服务领先企业。在排放检测方面，拥有轻型汽车、重型汽车排放环模实验室，发动机排放实验室，轻型车排放耐久实验室，催化转换器贵金属分析实验室和车内空气质量检测实验室，满足欧 V、欧 VI、国六整车排放测试系统。

检测标准趋严，国六正式实施，检测项目增加，促使单车检测费用提升。机动车国六排放标准已正式开始逐步实施，为了应对国六标准，很多主机厂、发动机厂都已经开始做国六开发切换工作，国六比国五检测项目增多，收费标准有所提升，完成所有国六检测项目比国五增加 10%-20%，公司检测业务有望充分受益。

威孚高科（000581）

公司是国内汽车零部件知名生产厂商之一，2018 年主营构成中约三分之一来自汽车后处理系统，公司在汽车尾气后处理系统掌握核心技术，具备领先优势。目前我国的国三及之前排放标准的重卡保有量约 300 万辆，排放标准的升级将加速国三重卡的淘汰更新，公司在汽车尾气后处理方面的核心技术将进一步助推公司业绩。

- **公司具备 SCR 领先技术，市占率有望进一步提升。**随着国五升级国六，氮氧化物排放标准加严 80%。SCR 尿素喷射系统将尿素水溶液喷入排气系统，在废气流中分解为氨气并在催化剂的作用下与 NO_x 发生反应，使之转化为无害的氮气和水。从国四开始 SCR 便已成为重卡采用的重要技术路线，国六标准的实施，SCR 的市场需求量将会得到显著提升。公司在 SCR 方面具备国内领先技术，SCR 的行业集中度较高，根据中国内燃机工业协会数据，2016 年 SCR 细分领域 CR5 高达 69%，威孚高科市占率 12% 排名第四，随着技术水平及产品要求的提高，头部集中效应将进一步加剧，公司具备领先技术实力，其市占份额有望进一步提升。

- **DOC+DPF：技术壁垒高。**DOC 主要作用为将柴油燃烧后的排放物中如 CO、HC 和颗粒物中 SOF 可溶性有机物等进行氧化，然后产生 CO₂ 和 H₂O。DPF 是安装在柴油机排气系统中，可将尾气中的颗粒物过滤捕捉，过滤体将排气中的微粒捕集于过滤体内并适时燃烧，减少尾气中的颗粒物，通常过滤效果能达到 70%-90%，是净化柴油机颗粒物最有效、最直接的方法之一，可降低检测项的 PM 值。

公司核心参股公司博世汽车柴油系统有限公司近年来贡献公司业绩均在 40% 左右，博世汽柴在尾气后处理领域技术积淀深厚，尤其在 DOC 及 DPF 细分领域，其技术壁垒极高，博世汽柴处于龙头地位。公司所研发产品已投放轻卡市场，国六标准实施后，中重卡对 DOC 及 DPF 的需求将进一步扩大。

3. 新能源汽车板块：短期承压，看好中长期发展

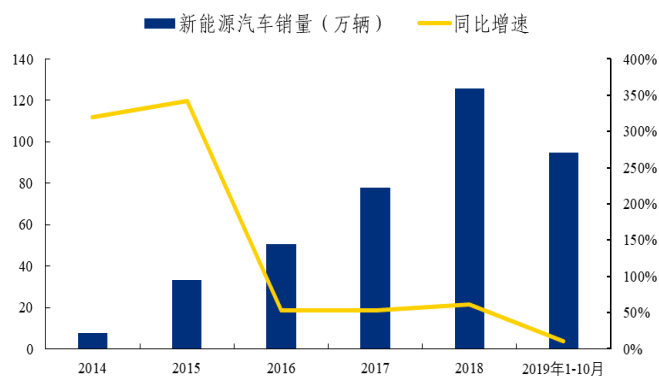
短期来看，19 年下半年受补贴退坡影响，新能源汽车销量同比出现较大幅度的下滑，行业短期承压，中长期来看，新能源汽车是行业发展的大趋势，2030 年全球有望实现 2800 万辆销量，而到 2040 年将增长至 5600 万辆，渗透率将达 57%。在这个过程中，中国将持续引领全球新能源汽车市场的发展，19 年前十月全球新能源汽车销量中，中国占比接

近一半，预计 19-21 年中国新能源汽车销量为 111、137 和 159 万辆，2025 年销量为 537 万辆，我国新能源汽车渗透率有望达到 20%，21-25 年年均复合增长率为 31.4%。我们认为新能源汽车产业依靠补贴的时代已基本结束，补贴下降加速行业出清，未来掌握新能源核心技术、完善供应链体系、实现规模效应降低成本将成为汽车企业争夺市场份额的核心竞争力，而龙头企业在技术积累和产品迭代方面具有明显优势，竞争力凸显，建议关注比亚迪。此外，特斯拉作为豪华电动车的标杆，20 年国产化后将极大促进其销量增长，特斯拉国产化后将更多的基于本土供应链研发，国产零部件公司迎来重大的发展机遇，建议关注单车配套价值量较高且弹性较大的公司，如旭升股份、拓普集团、三花智控等。

3.1 补贴下降加速行业出清，市场短期承压

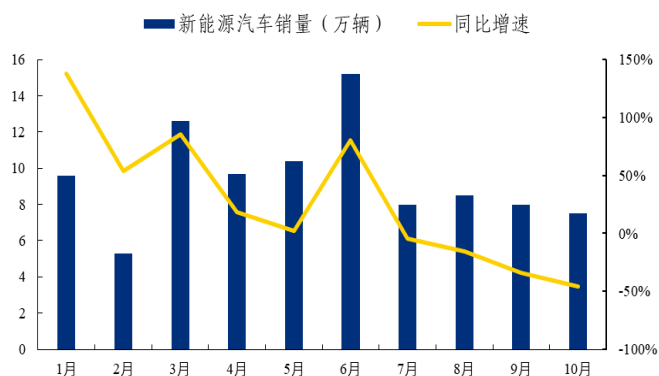
新能源汽车增速下滑，市场短期承压。2019 年 1-10 月，我国新能源汽车实现销量 94.7 万辆，同比增长 10.1%，其中纯电动乘用车实现销量 66.6 万辆，同比增长 22.6%，插电式乘用车实现销量 19.2 万辆，同比下降 5.2%。自 7 月新能源补贴新政正式实施后，我国新能源汽车销量下滑明显，连续四月负增长，且增速下滑幅度呈扩大趋势，我们认为今年整体汽车市场低迷、补贴退坡幅度较大和 6 月过渡期结束前的抢装都对下半年的新能源市场产生了较大影响，再叠加去年 Q4 的高基数，市场短期持续承压。

图 63: 中国新能源汽车历年销量及同比增速



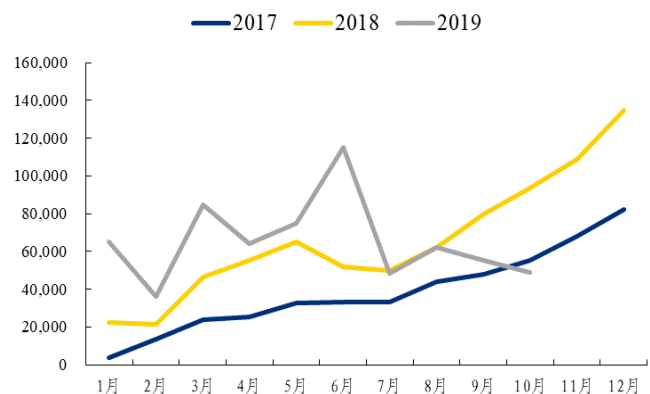
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 64: 中国新能源汽车 2019 年月度销量及同比增速



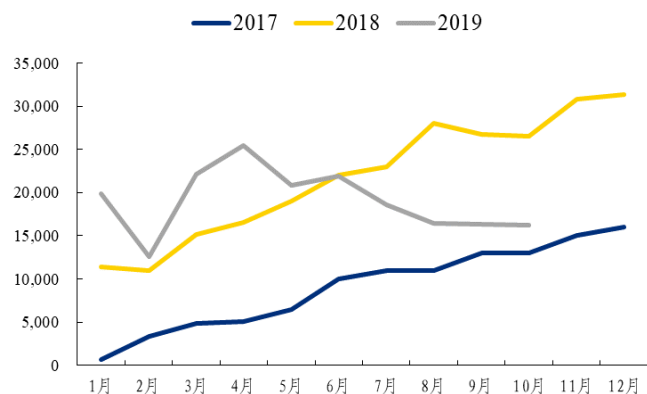
资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 65: 纯电动乘用车月度销量 (辆)



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

图 66: 插电式乘用车月度销量 (辆)



资料来源: 中汽协、长城证券研究所

补贴下降加速行业出清，龙头企业竞争力凸显。19年1-10月新能源乘用车前十企业实现销量63.2万辆，占新能源乘用车销量份额为73.7%，较2018年提升6.1个百分点，市场集中度进一步提升，其中长城汽车、上汽大众和上汽通用五菱份额提升居前。我们认为新能源汽车产业依靠补贴的时代已基本结束，未来掌握新能源核心技术、完善供应链体系、实现规模效应降低成本将成为汽车企业争夺市场份额的核心竞争力，而龙头企业在技术积累和产品迭代方面具有明显优势，竞争力凸显。

表 14: 2019 年 1-10 月新能源乘用车前十企业销量及份额变化 (辆)

车企	2019 年 1-10 月销量	2018 年销量	份额变化
比亚迪	197,961	227,152	1.5%
北汽新能源	106,983	158,012	-2.5%
吉利汽车	60,049	54,343	1.8%
上汽乘用车	59,033	97,015	-2.3%
上汽通用五菱	41,889	25,888	2.4%
奇瑞汽车	38,662	50,378	-0.3%
长城汽车	34,604	8,632	3.2%
江淮汽车	33,922	50,864	-0.9%
上汽大众	30,358	4,174	3.1%
长安汽车	28,970	35,968	0.0%
前十合计	632,431	712,426	-
前十占比	73.7%	67.7%	6.1%

资料来源：中汽协、长城证券研究所

补贴政策持续推动销售结构上移，A 级及以上电动车占比超六成。补贴政策自 18 年以来导向明显，A00 级纯电车型占比持续下降，截至 19 年 10 月为 21.3%；而 A 级及以上纯电车型基于较高的补贴和产品实用性，销量保持高速增长，19 年 1-10 月 A 级、B 级纯电车型销量增速分别为 112.1%和 1190.4%，同时份额显著上升，截至 19 年 10 月合计达 44.3%。19 年插电混动车型补贴降至 1 万元，补贴退坡对中高端车型影响较小，B 级和 C 级插电混动车型销量增速分别为 59.3%和 90.9%，合计份额也上升至 9.8%。

表 15: 新能源乘用车销量按级别分类

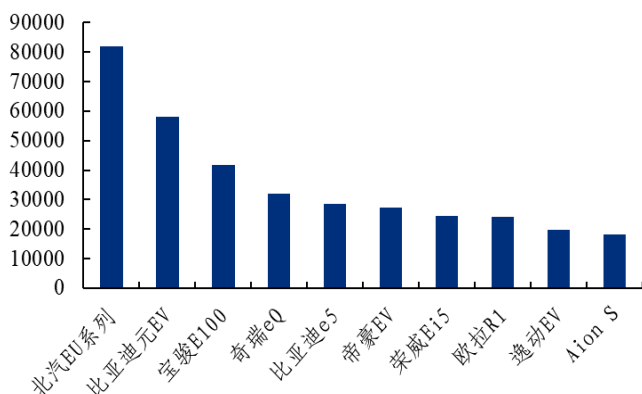
车型种类	车型级别	销量 (辆)			占比 (%)			同比增速 (%)	
		2017 年	2018 年	2019 年 1-10 月	2017 年	2018 年	2019 年 1-10 月	2018 年	2019 年 1-10 月
纯电动	A00	302,681	374,691	177,472	52.2%	37.4%	21.3%	23.8%	-35.6%
	A0	51,072	119,967	108,365	8.8%	12.0%	13.0%	134.9%	35.9%
	A	113,541	249,682	353,308	19.6%	24.9%	42.4%	119.9%	112.1%
	B	4,871	2,453	15,523	0.8%	0.2%	1.9%	-49.6%	1190.4%
插电混动	A	88,443	180,631	96,221	15.3%	18.0%	11.6%	104.2%	-34.5%
	B	19,127	59,468	58,444	3.3%	5.9%	7.0%	210.9%	59.3%
	C	0	16,126	23,503	0.0%	1.6%	2.8%	/	90.9%

资料来源：乘联会、长城证券研究所

自主车企仍具先发优势，合资企业发力插电混动市场。2019 年 1-10 月纯电动乘用车销量前十均为自主品牌，其中北汽 EU 系列、比亚迪元 EV 和宝骏 E100 以较大优势领先其他

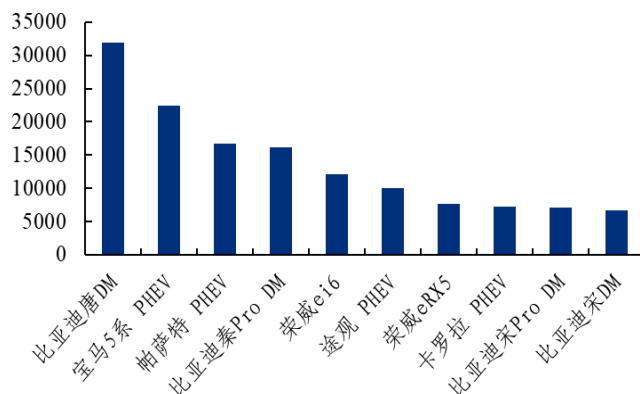
车型，自主纯电车型仍以经济便利性为主，贴合消费者的使用需求；插电混动车型销量前十中有四款合资车型，19年是合资企业进入我国电动车市场的元年，新车型以中高端插电混动车型为主，主要是基于插电混动车型的家庭属性更高，消费者愿意付出较高的品质溢价，且向该领域的切换也更为容易。

图 67: 2019 年 1-10 月 EV 销量前十车型 (辆)



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

图 68: 2019 年 1-10 月 PHEV 销量前十车型 (辆)

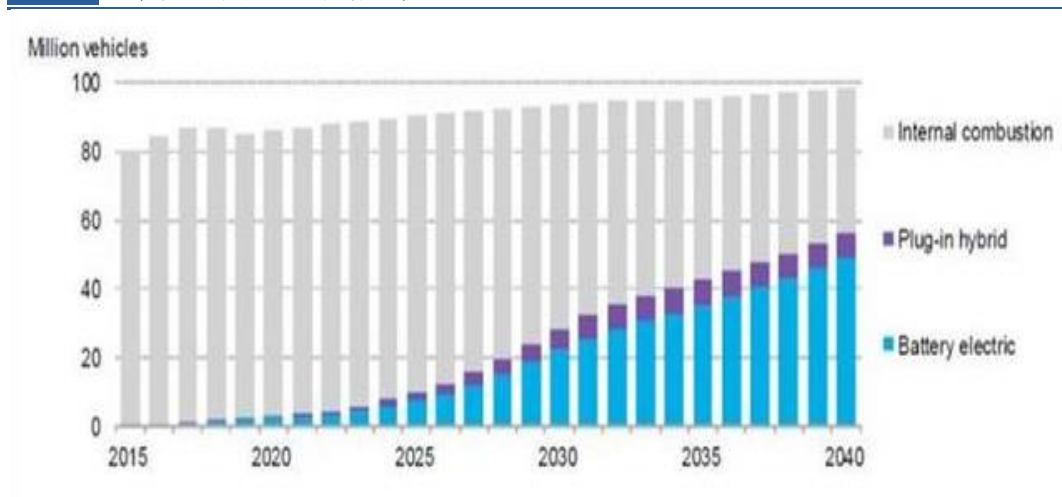


资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

3.2 中长期趋势向上, 外资车企参与度提升

中长期趋势向上, 中国引领全球。新能源汽车是行业发展的趋势, 彭博新能源财经 (BNEF) 的最新长期预测显示, 受益于电池的大规模量产和价格的快速下降, 随着新能源汽车对内燃机汽车在成本方面逐渐建立起领先优势, 预计全球电动乘用车销量将从 2018 年的 200 万辆上升至 2030 年的 2800 万辆, 而到 2040 年将增长至 5600 万辆, 渗透率将达 57%。中国将持续引领全球新能源汽车市场, 2025 年在全球新能源汽车市场中的比例将接近 50%, 2030 年为 39%, 2040 年为 26%。

图 69: 全球新能源车型长期销量预测

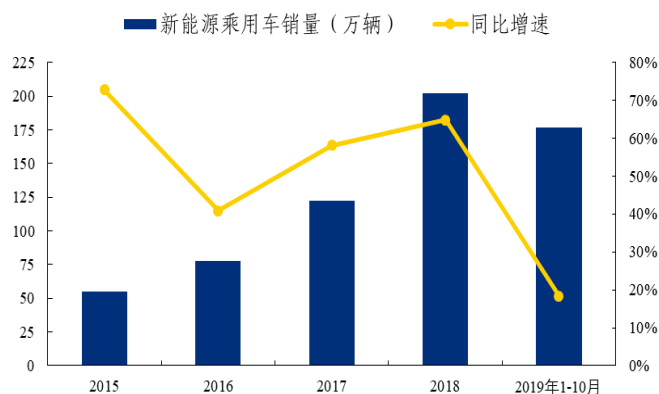


资料来源: BNEF, 长城证券研究所

中美两国增速放缓, 欧洲市场高速增长。从实际销售层面看, 2015 年-2018 年, 全球新能源乘用车销量从 55 万上升至 201 万辆, 复合增长率达 54%, 渗透率在 2.1% 左右; 2019 年 1-10 月全球共销售新能源乘用车 176 万辆, 较去年同期增长 18%, 渗透率在 2.2% 左右, 2019 年前 10 月增速下降主要是由于中美两国市场增速放缓, 但欧洲主要国家仍保

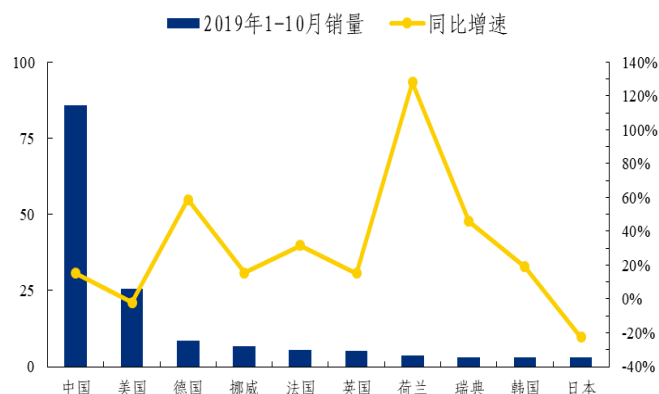
持高速增长。2019年前10月全球新能源汽车销量中，中国占比最高，达48.8%，其次是美国、德国和挪威，占比分别为14.5%、4.9%和3.8%。从新能源汽车在各国的渗透率来看，2018年全球最高渗透率的国家为挪威，达到39.3%，并在2019年1-10月上升2.4个百分点，其次是瑞典、荷兰和中国，2018年新能源汽车渗透率分别为6.8%、5.7%和4.4%，2019年1-10月分别提升3.2、4.0和0.6个百分点，其余国家渗透率基本处于1%-3%之间。

图 70: 全球新能源乘用车历年销量及同比增速



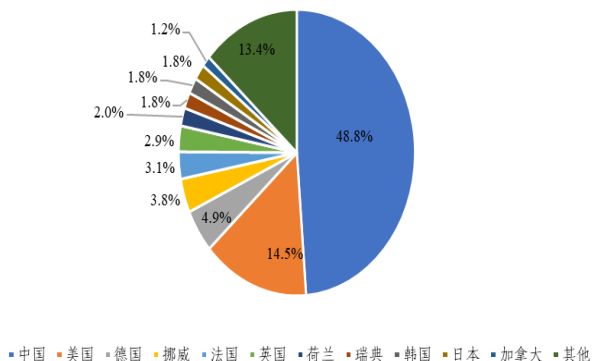
资料来源: EV SALES, 长城证券研究所

图 71: 2019年1-10月主要国家新能源乘用车销量



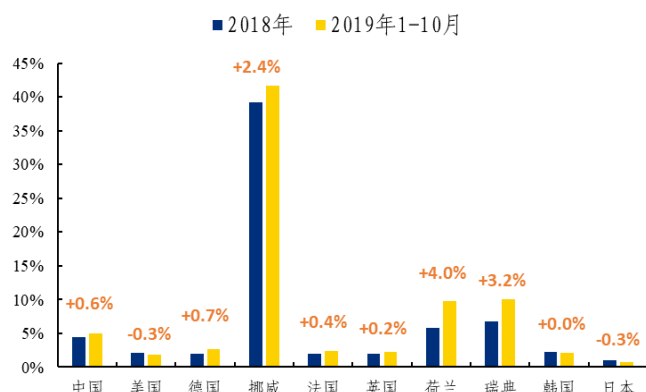
资料来源: Marklines, 长城证券研究所

图 72: 2019年1-10月全球新能源乘用车销量分布



资料来源: Marklines, 长城证券研究所

图 73: 新能源乘用车销量前十国家电动车渗透率

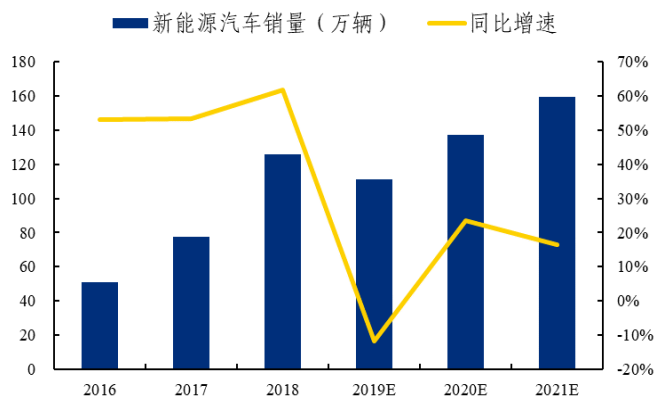


资料来源: Marklines, 长城证券研究所

国家战略规划+双积分驱动，中国新能源市场中长期仍将快速发展。2016年“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》首次明确了新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业的战略地位，要求大幅提升新能源汽车和新能源的应用比例，全面推进高效节能、先进环保和资源循环利用产业体系建设，推动新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业成为支柱产业，16-18年我国新能源市场高速增长，年销量从7万辆上升至126万辆，年均复合增长率高达56%，19年补贴下降加速行业出清，行业短期承压；从中长期看，一方面新能源汽车作为国家战略规划，产业链发展日趋成熟，另一方面虽然当前阶段积分充足，预计19和21年新能源积分比例为21.4%和27.1%，但是21-23年双积分考核规定新能源积分比例达标值为14%、16%和18%，且20年和25年乘用车百公里燃料消耗目标值分别为5L和4L，新阶段考核趋严，进一步显示新能源汽车的战略地位，综上所述我们认为2025年我国新能源汽车渗透率有望达到20%，预计2019-2021年新能源汽车

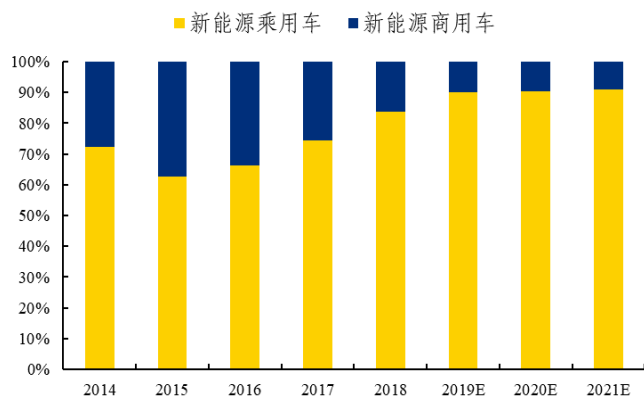
销量为 111、137 和 159 万辆，2025 年新能源汽车销量为 537 万辆，21-25 年年均复合增长率为 31.4%。

图 74: 中国新能源汽车销量预测



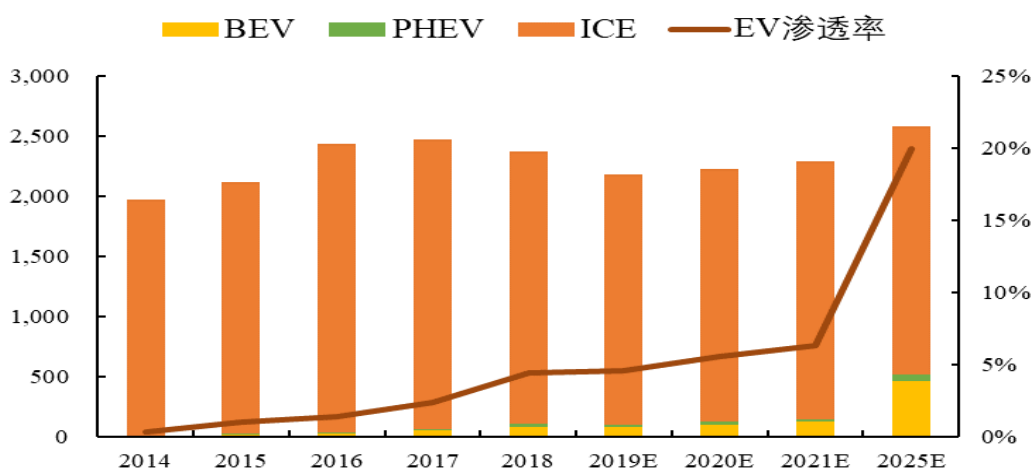
资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 75: 中国新能源汽车分类别预测



资料来源: 中汽协, 长城证券研究所

图 76: 中国乘用车分燃料形式销量预测 (万辆)



资料来源: 乘联会, 长城证券研究所

表 16: 现阶段新能源积分测算

	2017A	2018A	2019E	2020E
新能源乘用车积分比例目标值	-	-	10%	12%
新能源乘用车产量 (万辆)	54.8	107.0	103.3	123.9
新能源乘用车积分 (万分)	157.4	405.53	444.8	570.4
新能源乘用车积分比例实际值	6.8%	16.5%	21.4%	27.1%

资料来源: 工信部, 长城证券研究所

外资车企参与度提升, 积极研发电动车专属平台。各大外资车企均制定了 2025 年的新能源战略规划, 将新能源汽车作为未来重要的发展方向, 且大多将中国作为 2025 战略的主要市场。今年 11 月, 德国政府宣布对电动汽车补贴提高 50%, 并延长至 2025 年, 当地政府的支持将极大促进外资车企在新能源汽车领域的参与度。此外电动车平台化已成趋势, 专属平台能够提高车辆机械结构的合理性、续航能力以及乘坐空间布局, 而且电动化平台可轻松搭载不同容量的电池, 并且能够同时兼容圆柱、方形和软包电芯等不同设计。外资车企中的大众、奔驰、宝马、本田和丰田, 中国自主品牌车企中的广汽、长城、吉利和上汽都已经完成或正在进行相关电动平台的研发。

表 17: 外资车企新能源汽车规划

企业名称	2025 年规划
奥迪	Audi.Vorsprung.2025.战略规划, 将会在 2025 年实现年销售约 80 万辆纯电动汽车和插电式混合动力汽车。到 2025 年, 奥迪将向电动化、自动驾驶和数字化等战略领域投资 400 亿欧元。根据目前奥迪 Roadmap E 品牌电气化战略, 奥迪将在 2025 年实现全系车型电动化, 并将推出 20 余款纯电动车型。
奔驰	到 2025 年左右, 奔驰会有 15% 到 25% 的纯电动车型, 在未来 5-7 年内, 将在新能源领域投入 100 亿欧元。
宝马	将在 2025 年前推出 25 款新车型, 其中 12 款将采用纯电动模式, 同时宝马 i4、iX3 (X3 电动版)、iNext 等车型被官方正式确认, 这些纯电动车型会陆续在市场中推出。
大众	2020 年大众规划在中国市场销售 30 万辆新能源汽车, 2025 年实现 150 万辆新能源汽车销售目标。在推动电动汽车产业化方面, 到 2030 年, 集团直接投资将超过 200 亿欧元, 其中包括投资两个全新电动汽车平台。2020 年前, 大众将基于现有的 MQB 平台向中国市场推出 13 款新能源汽车, 包括 EV 和 PHEV 车型, 2020 年后才会基于全新 MEB 平台打造 4 款全新纯电动汽车投放到中国市场。
通用	通用汽车发布 2016 至 2020 年的新能源战略, 将在中国推出至少 10 款新能源车型。到 2025 年, 别克、雪佛兰、凯迪拉克三大全球品牌旗下在华将近全部车型都将实现电气化。
福特	福特计划到 2022 年在新能源汽车方面共投资 50 亿美元, 未来 5 年内将在全球范围至少推出 13 款新能源车型, 并计划于 2020 年在欧洲推出首款纯电动车型。在福特的中国 2025 年计划里, 提到至 2025 年, 将共推出 8 款纯电动车, 其中包含 SUV。
丰田	丰田将在本世纪 2020 年代初在全球市场推出逾 10 款电动汽车 (EV), 首发中国市场, 到 2030 年零排放电动汽车和燃料电池汽车的年销量达到 100 万辆左右。丰田将首先在中国推出纯电池车型, 接下来是日本、印度、美国和欧洲。丰田预计, 到 2030 年, 电动汽车将占其全球销量的一半左右, 届时该公司还计划每年销售 450 万辆油电混合动力汽车和插电式混合动力汽车。
日产	日产发布了最新的“M.O.V.E”战略计划, 该计划显示, 在 2022 年前日产将会以纯电动汽车以及自动驾驶作为核心内容, 并将基于目前日产聆风的基础上推出 8 款纯电动车。据悉, 日产预计到 2025 年电动车将占公司总销售额的 40%, 其中中国为最大销售市场。
本田	2025 年前, 本田将推出 20 款以上的电动化车型, 本田将在中国建立第三工厂, 这一工厂考虑了电动化车型的生产。到 2030 年, 本田旗下电动化系列产品将占其全球汽车销量的三分之二, 约为 65%。这 65% 的电气化产品中, 10%~15% 的销量来自纯电动版车型, 剩下的 50%~55% 的销量则将由混合动力车型和插电式混合动力车型贡献。

资料来源: 盖世汽车网、长城证券研究所

表 18: 国内外整车企业电动车平台

整车企业	电动车平台	品牌	代表车型
大众	MEB	-	I.D.系列车型
奔驰	MEA	EQ	EQC、EQA、EQS
宝马	FSAR	i	i 系列
本田	纯电动专属平台	Honda e	Urban EV
丰田	e-TNGA	-	-
广汽乘用车	新能源电动车专属平台	-	GE3、埃安系列
长城汽车	ME	欧拉	R1、iQ
吉利汽车	PMA	-	-
上汽乘用车	E 架构	-	-

资料来源: 易车、公开资料、长城证券研究所

3.3 特斯拉国产化提速, 带动产业链整体发展

消费者对于豪华品牌电动车的忠诚度更高。根据咨询机构威尔森的调查显示，A/B级新能源汽车车主购置的原因中主要是由于政策环境，例如牌照、补贴等等，而高端车型的车主主要是看中产品品质。当补贴取消后，51%的纯电动汽车车主会考虑购买燃油汽车，而这个比例在豪华车中车主中仅为5%；当直接上牌政策取消后，66%的纯电动车车主会考虑购买汽油车，而该比例在豪华车车主中为31%。豪华电动车在操控性、驾乘舒适性、科技感、以及智能化设计方面均较传统燃油车有较大的提升，品牌价值、环保理念也契合高端消费人群的需求，因此在客户忠诚度方面更高。

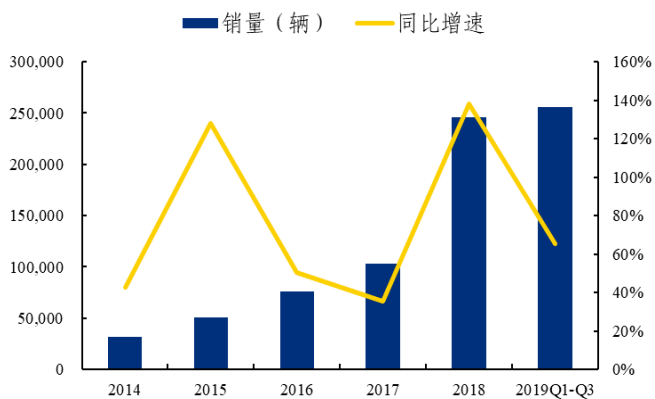
图 77: 不同级别车主购置新能源汽车原因



资料来源: 威尔森、长城证券研究所

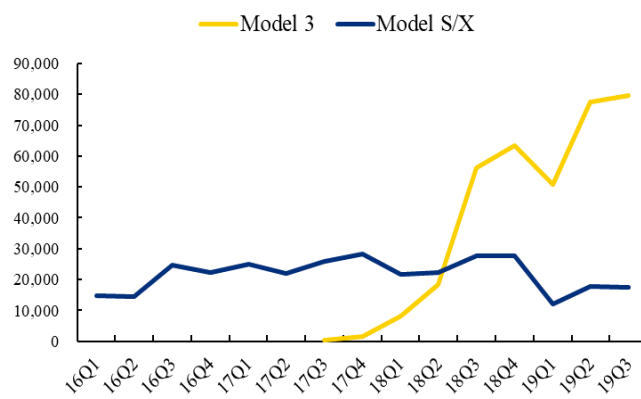
特斯拉作为豪华电动车的标杆，20年国产化后将极大促进其销量增长。特斯拉作为电动汽车行业的标杆企业，其产品给行业和消费者带来了真正的革新，产品的高性能、强设计感受到高端消费人群的追捧。14-18年特斯拉全球销量从3.2万辆增长至24.6万辆，年均复合增长率达66.4%，自17Q3推出Model 3后，公司销量迅速提升，18年增速达138%，19年前三季度实现销量25.6万辆，增速达65%。特斯拉上海工厂已于2019年底建成，20年产能15万台，生产车型为国产Model 3，比照美国地区Model 3销量水平，预计20年中国区销量将升至10-15万台，这将极大促进特斯拉全球销量的增长。

图 78: 特斯拉历年全球销量及同比增速



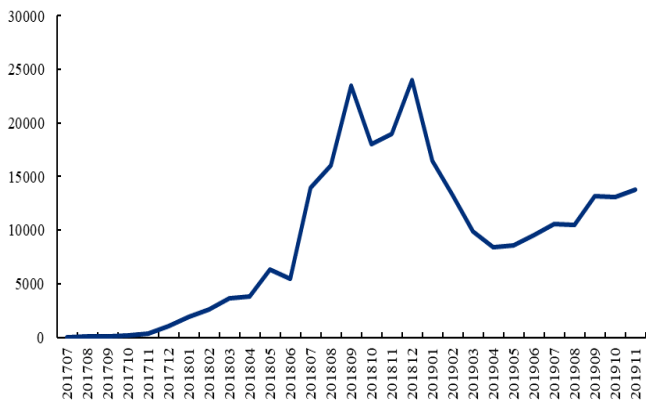
资料来源: 特斯拉官网、长城证券研究所

图 79: Model 3、Model S/X 季度销量



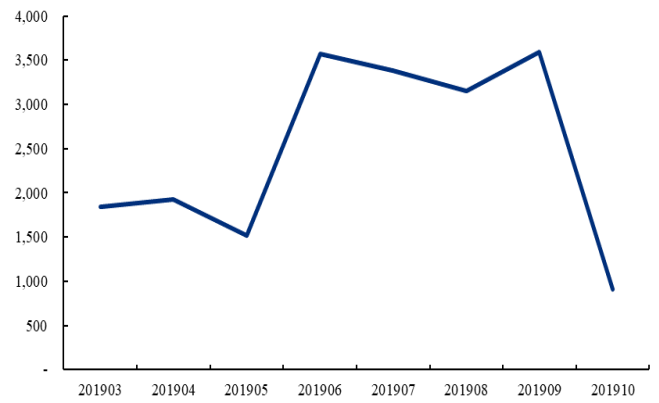
资料来源: 特斯拉官网、长城证券研究所

图 80: Model 3 美国月度销量



资料来源: Marklines、长城证券研究所

图 81: Model 3 中国海关月度进口量



资料来源: Marklines、长城证券研究所

图 82: 特斯拉全球产能分布

Installed Annual Capacity		Current	Status
Fremont	Model S/X	90,000	Production
	Model 3	350,000	Production
	Model Y	-	Construction
Shanghai	Model 3	150,000	Pre-production
	Model Y	-	In development
Europe	Model 3	-	In development
	Model Y	-	In development
United States	Tesla Semi	-	In development
	Roadster	-	In development
	Pickup truck	-	In development

资料来源: 特斯拉官网、长城证券研究所

特斯拉产业链迎来发展机遇，重点关注 Model 3 零部件供应商。特斯拉上海工厂已于 19 年底建成，产能 15 万台，特斯拉国产化后将更多的基于本土供应链研发，国产零部件公司迎来重大的发展机遇，建议关注单车配套价值量较高、弹性较大的公司，如旭升股份、拓普集团、三花智控等。

4. 投资建议

整车板块: 密切关注 2020 年乘用车板块的投资机会，如果宏观经济增速平稳，我们认为 2020 年乘用车销量将呈现弱复苏的态势，预计增速在 -2%~+2% 之间，主要基于以下 3 方面正向因素：①2019 年国五升国六，打乱了主机厂的生产节奏，对行业利润率有较大负面影响，2020 年不再有类似事件发生，如果其他变量保持稳定，那么 2020 年行业利润率大概率回升。②15Q4-17 年小排量乘用车购置税优惠政策的实施透支了 18-19 年的乘用车需求，2020 年将不再受透支效应的影响。③乘用车销量经历了 18-19 年连续负增长，且 2019 年乘用车销量负增长幅度较大（预计 -10%~-9% 左右），提供了一个较低的基数。

如果 2020 年乘用车板块复苏，我们认为豪华车、日系、德系将继续强势，自主品牌弹性最大。豪华车: 一方面乘用车市场已经进入更新换代、消费升级周期；另一方面根据边际消费倾向递减规律，宏观经济下行对中高端收入人群的汽车消费影响更大，对高端豪

华车消费群体影响较小，因此，2020 豪华车仍能维持强势；**日系**：日系车性价比高，省油、经济性好，后续维修保养费用低，得到消费者青睐；**德系**：德系车具有优秀的操控感和体验感，品牌力强客户群体庞大，且豪华品牌的强势也支撑着德系车的强势；**自主品牌**：中低端乘用车消费需求下降是本轮车市下行中的最主要原因，由于中低端收入人群对收入的敏感性较高，在目前经济走势不确定的情况下会延迟并保留其消费需求，倘若 2020 年经济回暖，18-19 年被推迟的购车需求届时将释放出来，自主品牌的反弹值得期待。

零部件板块：我们建议从以下三大维度布局：①**从下游客户的角度**，重点关注一汽大众产业链（一汽富维、继峰股份）和特斯拉产业链（拓普集团、三花智控）；②**从行业复苏反弹的角度**，一方面可以通过 PB-ROE 策略选出低估值且业绩好的公司（华域汽车）；另一方面，考虑到行业复苏，建议关注固定资产折旧占比高的公司，这类公司在行业复苏、产能利用率提升下利润率弹性大（精锻科技、福耀玻璃、爱柯迪）；③**从中长期角度来看**，可以在六大优质细分领域（电动化、智能化、产品升级、进口替代、轻量化、环保升级）中寻找具有国际竞争力的、受益于中国汽车市场开放的优质零部件公司，电动化标的华域汽车和银轮股份，智能化标的伯特利和保隆科技，产品升级标的福耀玻璃和科博达，进口替代标的万里扬和星宇股份，轻量化标的爱柯迪，环保升级标的中国汽研和威孚高科。

新能源汽车板块：短期来看，19 年下半年受补贴退坡影响，新能源汽车销量同比出现大幅度的下滑，行业短期承压，中长期来看，新能源汽车是行业发展的大趋势。我们认为新能源汽车产业依靠补贴的时代已基本结束，补贴下降加速行业出清，未来掌握新能源核心技术、完善供应链体系、实现规模效应降低成本将成为汽车企业争夺市场份额的核心竞争力，而龙头企业在技术积累和产品迭代方面具有明显优势，竞争力凸显，建议关注比亚迪。此外，特斯拉作为豪华电动车的标杆，20 年国产化后将极大促进其销量增长，特斯拉国产化后将更多的基于本土供应链研发，国产零部件公司迎来重大的发展机遇，建议关注单车配套价值量较高且弹性较大的公司，如旭升股份、拓普集团、三花智控等。

投资建议：基于以上分析，优中选优，**整车板块**：推荐吉利汽车、广汽集团 H 股；**零部件板块**：价值蓝筹股推荐华域汽车、福耀玻璃，成长股推荐伯特利、万里扬、保隆科技。

1) 吉利汽车：公司通过 14-18 年的“回归一个吉利”战略，已实现销量的迅速扩大，并带来了显著的规模经济效益，19 年公司推出全新 SUV 星越、博越 Pro 和 MPV 嘉际，并发布高端纯电品牌“几何”，20 年将推出领克 05、06，几何 B 和小型 SUV ICON，新一轮产品周期开启；领克从培育期进入收获期，消费者认可度持续提升，有望形成销量突破；公司四大架构前瞻性很强，今后出车的品质和速度都能有很大提升，是公司的核心竞争力；公司动力总成来到 3.0 智擎时代，实现平台化、通用化和电气化，核心技术的掌握有助于公司后续产品力的持续提升。

2) 广汽集团 H：日系车强势周期延续，广丰明年将推出基于 TNGA 的全新汉兰达和全新 SUV 威兰达，广本全新 SUV 皓影已于年底上市，将促进销量的明显提升，此外得益于广汽三菱营销发力和广菲克产销一体化改革，广汽三菱和广菲克销量好转；公司当前已处于经营底部，除上述合资品牌将推出多款重磅新品外，广乘也将于 11 月推出换代 GS4，加上广乘正通过机制改革进一步理顺产销研机制，有望释放较强的经营活力，公司有望在明年迎来销量和盈利的双重爆发。

3) 华域汽车: 华域汽车是我国汽车零部件品类最广、模块化集成化生产能力最强的汽车零部件企业, 具有规模经济性、品牌优势、资金优势。华域未来的看点在电动化、智能化产品放量提供的业绩增长动力和压制估值的因素逐步解除带来的估值修复。在电动化业务上(驱动电机+电驱动系统+热管理), 在驱动电机上, 华域在国内率先量产扁铜线电机, 扁铜线电机是驱动电机的主流趋势之一; 在电驱动系统上, 华域牵手麦格纳成立合资公司, 绑定大众 MEB 平台, 将受益大众汽车电动化; 在热管理上, 华域热泵空调技术领先, 将受益于热泵空调在电动车领域的深度渗透。在智能化业务上, 华域在毫米波雷达、前视摄像头、智能刹车系统 E-Booster 等均有布局, 24GHz 和 77GHZ 毫米波雷达均实现量产, 前视摄像头完成综合工况道路验证测试, E-Booster 成功获得了北汽新能源、比亚迪的项目定点。在估值修复上, 华域通过中性化战略降低客户集中度, 且随着智能化、电动化业务的放量公司收入结构将得以优化, 低估值的内饰业务占比将下降, 另外华域逐步收回合资公司股权, 现已全资控股小系和汇众, 未来或全资控股延锋安道拓, 上述原因解除了压制公司低估值的因素, 将推动公司估值上行。

4) 福耀玻璃: 公司是全球汽车玻璃巨头, 按销售额计算, 国内市占率约 60%, 国内排名第一, 全球市占率约 22%, 全球排名第二。公司产品持续升级, 功能性和集成化的高端产品的占比持续提升, 带动公司产品单价提升。同时由于天窗的普及、SUV 车型渗透率提升、前挡风玻璃倾斜度增加以及汽车轻量化需求, 汽车单车玻璃使用面积持续提升。产品高端化和汽车单车玻璃使用面积持续提升推动公司单车配套价值提升。另外, 公司 2019 年 2 月收购德国 SAM 铝饰条公司, 延伸汽车玻璃产业链, 19 年公司投入 1 亿欧元对 SAM 生产线进行整合, 预计 20Q1 整合完毕, 铝饰条业务有望成为福耀又一增长新动能。

5) 伯特利: 公司专注于汽车制动领域, 业绩上兼具短期弹性和长期成长空间。短期业绩弹性主要来源于①EPB 业务: 公司是国产 EPB 龙头, 受益 EPB 渗透率的提升; ②轻量化制动零部件业务: 19 年公司斩获北美通用 26 份合同, 在经营模式上从通用 Tier2 转 Tier1, 由控股子公司生产销售转为本部生产销售, 公司盈利能力得以显著提升。长期成长空间在于公司发布的线控制动产品是 L3 级智能驾驶的必备零部件, 公司未来将基于此打造 ADAS 系统集成。

6) 万里扬: 公司是国产 CVT 龙头, 18Q3 量产的新一代产品 CVT25 最大输出扭矩达 250Nm, 可匹配市场上 2/3 以上的乘用车车型, 目前为吉利、奇瑞、比亚迪等自主品牌供货。过去由于 CVT 扭矩小适用于小排量汽车, 所以市场上使用 CVT 变速器的品牌以日系品牌为主(日系车 CVT 由捷特科供货), 但是随着油耗法规趋严, CVT 的节油性能使其重新得到重视, 如美系厂商已重启 CVT 计划。另外, 在当前乘用车市场竞争加剧, 主机厂降本压力增大, 变速器作为汽车零部件中单车价值最大的产品之一, 成为压缩成本的重要对象。目前自动变速器主要是 AT、DCT、CVT 三种, 在单价上 DCT、AT 均在 1 万元以上, 而万里扬的 CVT 价格可以降低到 7000 元以下, 使得每辆车的成本下降 3000 元以上, 对主机厂有更强的吸引力。综上, CVT 省油和售价低, 可以有效缓解主机厂降油耗和降本压力, 万里扬高性价比的产品对自主品牌和非日系合资品牌吸引力较强。

7) 保隆科技: 公司是我国国产 TPMS(胎压监测系统)龙头, 短期受益于强装法规实施, 2020 年 1 月 1 日开始我国生产的所有乘用车必须安装 TPMS, 当前 TPMS 渗透率约 60% 左右, 2020 年将快速提升至接近 100%, 对应 2020 年市场空间约 33 亿元, 同比增长近 50%, 并且公司牵手德国霍富进入宝马、奔驰等高端品牌供应链, 并有望在成本端上充分发挥规模效益, 公司盈利能力有望提升。中长期上, 公司有传感器、360 环视系统、毫米波雷达、动态视觉传感器等汽车电子产品蓄势待发, 这些产品目前正在处于装车实验阶

段，预计能够在 2-3 年之后实现量产，届时公司产品单车配套价值进一步打开，公司的成长空间将进一步提升。

5. 风险提示

宏观经济加速下行；中美贸易摩擦恶化

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>