

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
上汽集团	600104.SH	24.95	买入
银轮股份	002126.SZ	11.62	买入
伯特利	603596.SH	38.83	买入
均胜电子	600699.SH	24.80	买入
宁波华翔	002048.SZ	16.76	买入
腾龙股份	603158.SH	20.75	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 11 月 26 日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

- 1）汽车销量复苏；
- 2）产业政策出台。

相关研究报告

《汽车行业 2020 年投资策略：否极泰来》20191220

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

证券分析师：朱朋
(8621)20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

汽车行业 2021 年度投资策略

拾级而上

受新冠疫情影响，2020 年 1-10 月国内累计销售汽车 1969.9 万辆，同比下降 4.7%。随着国内疫情逐步好转，加上中央及各地刺激政策落地，国内汽车销量逐步回暖，我们预计 2021 年汽车销量有望触底回升，达到 2,750 万辆（+9.0%），其中乘用车 2280 万辆（+13.8%），商用车 470 万辆（-9.3%）。后续有望迎来持续上行周期，建议继续增配汽车板块。1）整车领域，乘用车企销量表现分化，综合竞争力强、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，重点推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汽集团；2）零部件领域，随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击，建议布局产品升级、客户拓展以及低估值修复的个股，推荐银轮股份、宁波华翔、凯众股份，关注威孚高科、广东鸿图等；3）新能源汽车 2021 年销量有望达到 175 万辆（+40.0%），长期高增长确定性强，推荐国内龙头比亚迪与受益特斯拉及大众 MEB 国产的均胜电子、拓普集团，关注旭升股份、富奥股份等；4）智能网联领域，ADAS 及智能座舱渗透率快速提升，L3 车型量产有望带动线控底盘及域控制器爆发，C-V2X 逐步量产落地，推荐伯特利、均胜电子，关注德赛西威、华阳集团、保隆科技等。考虑到汽车板块景气度持续上行，新能源及智能网联前景良好，维持强于大市评级。

支撑评级的要点

- **乘用车关注龙头企业与处于新品周期的车企。**乘用车企业销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三车淘汰更新、治理超载超限等因素推动，我们预计 2021 年重卡有望保持高景气度，关注中国重汽、威孚高科、潍柴动力；国六实施有望带来轻卡格局改善及盈利提升，进城限制逐步放开皮卡前景看好，关注福田汽车、江淮汽车等。
- **零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复。**受疫情影响汽车销量下滑，零部件业绩短期承压但已逐步恢复。随着汽车销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份、腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，此外优势车企供应链企业表现有望好于行业，推荐伯特利、凯众股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的宁波华翔、华域汽车，关注威孚高科、广东鸿图、松芝股份等。
- **新能源有望恢复高增长，重点关注特斯拉、大众 MEB 产业链。**预计 2021 年新能源汽车销售约 175 万辆（+40%），后续高增长方向明确。特斯拉规划全球交付量翻倍增长，大众 MEB 开始国产，产业链将持续受益。推荐新能源汽车龙头比亚迪，特斯拉产业链拓普集团等，大众 MEB 产业链均胜电子等，关注旭升股份、富奥股份等。
- **ADAS 及智能座舱快速渗透，5G 推动车联网发展。**近年来 ADAS 及智能座舱渗透率快速提升，L3 车型陆续量产有望带动线控底盘及域控制器爆发，C-V2X 逐步量产落地，相关产业链将持续受益。推荐伯特利、均胜电子，关注德赛西威、华阳集团、保隆科技等。

重点推荐

- **整车：**乘用车销量回暖但车企分化加剧，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汽集团。商用车重卡、轻卡有望维持高景气，客车销量有望回升，关注中国重汽、福田汽车、江淮汽车等。
- **零部件：**随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击，建议布局产品升级、客户拓展以及低估值修复的个股，推荐银轮股份、宁波华翔、凯众股份，关注威孚高科、广东鸿图、松芝股份等。
- **新能源：**新能源汽车销量 2021 年有望爆发，后续高增长确定性强。推荐国内龙头比亚迪，以及受益特斯拉及大众 MEB 国产的均胜电子、拓普集团，关注旭升股份、富奥股份等。
- **智能网联：**ADAS 及智能座舱快速渗透，5G 推动车联网发展，推荐伯特利、均胜电子，建议关注德赛西威、华阳集团、保隆科技。

评级面临的主要风险

- 1）汽车销量不及预期；2）贸易冲突升级；3）产品降价及毛利率下滑。

目录

汽车行业销量触底反弹，周期上行持续 6

乘用车销量快速回暖，有望迎来持续上行周期 6

重卡仍有望维持高景气，客车销量或将触底反弹 9

零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复 13

产品端关注新增产品及价值提升 13

客户端关注国产替代与全球化 15

估值端关注低估值修复机会 16

新能源有望恢复高增长，关注特斯拉及 MEB 产业链 18

2021 年新能源销量有望爆发，长期高增长确定 18

特斯拉国产化持续推进，相关产业链持续受益 22

大众 MEB 即将开启国产化进程，关注产业链个股 22

ADAS 及智能座舱加速渗透，5G 推动车联网发展 25

ADAS 加速渗透，L3 陆续量产，相关产业链有望受益 25

智能座舱渗透率快速提升，关注国产化供应商 29

5G 商用箭在弦上，车联网迎发展新阶段 30

投资建议 35

投资建议 35

重点标的 35

风险提示 37

图表目录

图表 1. 2020 年 1-10 月汽车销量小幅下滑 6
图表 2. 乘用车 2020 年 5 月以来销量持续回暖 6
图表 3. 汽车库存存在周期性 6
图表 4. 狭义乘用车近年销量与库存情况 6
图表 5. 各国汽车千人保有量 7
图表 6. 2018 年各省/直辖市民用汽车千人拥有量 7
图表 7. 主要发达国家汽车市场历史发展水平对比 8
图表 8. 2020 年 1-10 月豪华车占比提升 8
图表 9. 2020 年 1-10 月乘用车各系别市场份额 8
图表 10. 2016-2020 年广义乘用车市场份额情况 9
图表 11. 2020 年 1-10 月重卡累计销量增长 40% 10
图表 12. 2020 年 1-10 月重卡企业市场份额 10
图表 13. 治超带来重卡单车运力下滑 10
图表 14. 2020 年 1-10 月轻卡销量增长 18.5% 11
图表 15. 2020 年 1-10 月轻卡市场格局 11
图表 16. 2020 年 1-9 月皮卡销量增长 6.3% 11
图表 17. 2020 年 1-9 月皮卡市场格局 11
图表 18. 2020 年 1-10 月客车销量下滑 12
图表 19. 2020 年 1-10 月 5 米以上客车市场格局 12
图表 20. 预计 2021 年汽车销量将触底回升 12
图表 21. 汽车零部件投资框架 13
图表 22. 汽车零部件影响解析 14
图表 23. 国六排放标准分步实施 14
图表 24. 国六实施带来压力传感器及 DPF 等增量产品 14
图表 25. 行车制动系统由机械到电子，价值量大幅提升 15
图表 26. 底盘轻量化价值量大幅提升 15
图表 27. 新能源热管理单车价值量大幅提升 15
图表 28. 汽车零部件国产替代空间巨大 16
图表 29. 汽车零部件企业全球化空间巨大 16
图表 30. SW 汽车零部件公司 PE 分布 16
图表 31. SW 汽车零部件公司 PB 分布 16
图表 32. 汽车零部件重点低估值个股 17
图表 33. 2020 年 1-10 月新能源汽车销量下滑 7.1% 18

图表 34. 2020 年下半年新能源乘用车销量高速增长 18
图表 35. 新能源乘用车销量分布 18
图表 36. 2020 年 1-10 月新能源销量车企排名 19
图表 37. 2020 年 1-10 月新能源销量车型排名 19
图表 38. 新能源乘用车补贴标准调整 19
图表 39. 2020 年 1-10 月新能源客车销量下滑 18.7% 20
图表 40. 2020 年 1-10 月 6 米以上新能源客车市场格局 20
图表 41. 非快充类纯电动客车补贴政策 20
图表 42. 预计 2021 年新能源汽车销量增长约 40% 21
图表 43. 节能与新能源汽车技术路线图 2.0 主要目标 21
图表 44. 特斯拉 2021 年交付量目标为 100 万辆 22
图表 45. 特斯拉全球产能持续扩张 22
图表 46. 大众新能源汽车中国市场的销量预测 23
图表 47. 上汽大众 ID.4X 23
图表 48. 一汽大众 ID.4CROZZ 23
图表 49. 大众 MEB 主要零件配套企业 24
图表 50. 中国 ADAS 市场预计 2025 年达 1344 亿元 25
图表 51. 2020 年 1-4 月 ADAS 供应商市占率 25
图表 52. 2020 年 1-4 月 ADAS 视觉方案市占率 26
图表 53. 2020 年 1-4 月 77GHz 毫米波雷达市占率 26
图表 54. 国内外部分车企自动驾驶车型投放规划 27
图表 55. 线控制动系统供应商与配套 28
图表 56. 线控转向系统供应商及产品进展 28
图表 57. 博世关于电子电气架构的分类 28
图表 58. 德赛西威 IPU03 域控制器搭载小鹏 P7 上市 28
图表 59. 国内智能座舱市场预计 2025 年超过千亿元 29
图表 60. 2020 上半年智能座舱各功能渗透率 29
图表 61. 2020 上半年中控多媒体主机系统市占率 30
图表 62. 2019 年液晶仪表市占率 30
图表 63. 国内 HUD 渗透率快速提升 30
图表 64. 2020 上半年 HUD 市占率 30
图表 65. 华为的 5G 汽车生态圈 31
图表 66. 国内首款 L4 级 5G 自动驾驶汽车量产下线 31
图表 67. 车联网市场规模预测 32
图表 68. 车联网行业市场份额产业链分布 32

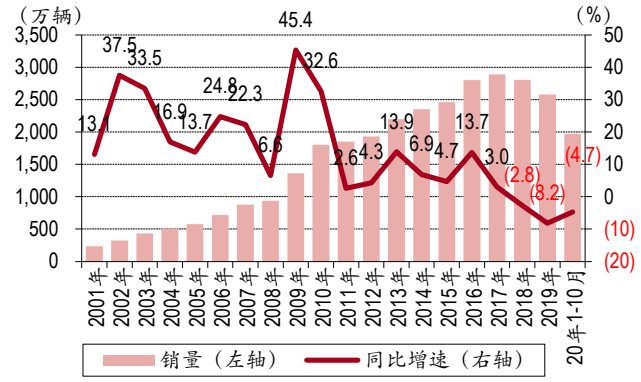
图表 69. RSU、OBU 的渗透率将决定智能驾驶演进过程.....32
图表 70. OBU 功能及市场空间.....32
图表 71. 乘用车车联网装车率持续上升.....33
图表 72. 2020 上半年 4G T-box 市占率.....33
图表 73. RSU 功能及市场空间.....33
图表 74. 国内外厂商已经开始布局支持 V2X 的 RSU.....34
附录图表 75. 报告中提及上市公司估值表.....38

汽车行业销量触底反弹，周期上行持续

乘用车销量快速回暖，有望迎来持续上行周期

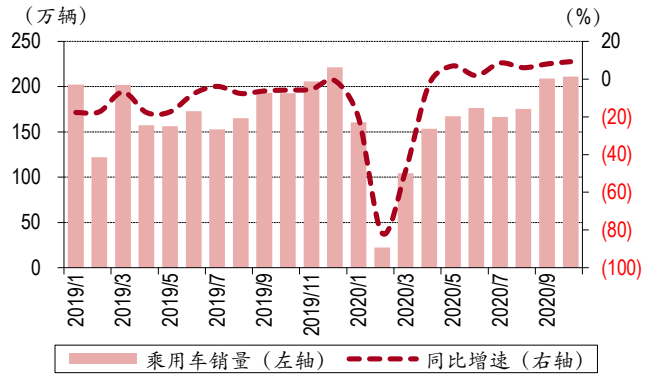
2020 年 1-10 月国内累计销售汽车 1969.9 万辆，同比下降 4.7%；乘用车销售 1549.5 万辆，累计同比下降 9.9%；商用车销售 420.4 万辆，累计同比增长 20.9%。一季度受新冠疫情影响销量大幅下滑，二季度以来经济复苏需求释放，加上中央及各地出台刺激政策，国内汽车销量快速回暖。预计全年汽车销量有望达到 2522 万辆（-2.1%），其中乘用车 2004 万辆（-6.5%），商用车 518 万辆（+19.8%）。

图表1.2020 年 1-10 月汽车销量小幅下滑



资料来源：中汽协，中银证券

图表2.乘用车 2020 年 5 月以来销量持续回暖



资料来源：中汽协，中银证券

1）周期：从库存周期来看，乘用车有望进入新一轮复苏周期。

汽车是周期性消费品，存在明显的库存周期性。从汽车制造产成品存货来看，从 2005 年开始已经历了四轮周期（2005.02-2008.11、2008.12-2011.12、2012.01-2015.07、2015.08-2019.06），时间在 37-46 个月左右。本轮汽车制造库存周期从 2019 年 7 月左右行业开始复苏，进入被动去库存阶段，但受疫情影响产销量骤降。随着疫情影响减弱及经济复苏，国家与地方多项刺激政策落地，汽车产销自 2020 年 5 月以来已经逐步恢复，并有望开启新一轮车市复苏周期。

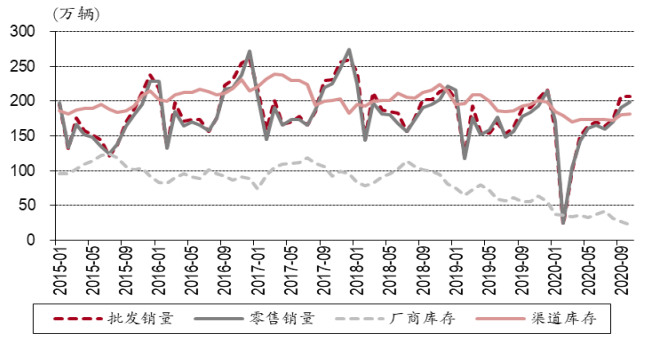
根据乘联会数据，2019 年三季度车市开始有所回暖，经销商回补部分库存，但受到新冠疫情影响，2020 年 2 月起销量骤降，厂商与经销商又进入去库存阶段。随着前期抑制需求逐步释放消化库存与汽车企业复工复产推进，4 月开始进入厂商与经销商陆续进入加库存阶段，带来批发销量回暖。

图表3.汽车库存存在周期性



资料来源：国家统计局，中汽协，中银证券

图表4.狭义乘用车近年销量与库存情况



资料来源：乘联会，汽车流通业协会，中银证券

中央到地方政策频出，有望刺激需求释放。受疫情影响，国内宏观经济短期承压，而海外疫情形势严峻，严重影响外需，因此刺激内需是较为可能的政策选择。根据国家统计局数据，2019 年社会消费品零售总额为 41.2 万亿元，其中汽车类为 3.9 万亿元，占比高达 9.6%。汽车是国内经济支柱产业之一，对经济、就业有着巨大的拉动作用，也是较为可能的刺激对象。

2020 年 2 月《求是》杂志发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《在中央政治局常委会会议研究应对新型冠状病毒肺炎疫情工作时的讲话》，文章强调要积极稳定汽车等传统大宗消费，鼓励汽车限购地区适当增加汽车号牌配额，带动汽车及相关产品消费。2020 年 11 月 18 日国务院常务会议提出扩大汽车消费，包括鼓励各地增加号牌指标投放；开展新一轮汽车下乡和以旧换新，鼓励有条件的地区对农村居民购买 3.5 吨及以下货车、1.6 升及以下排量乘用车，对居民淘汰国三及以下排放标准汽车并购买新车给予补贴。

发改委、商务部、工信部等多部委出台调整国六实施时间、以奖代补淘汰老旧柴油车、延长新能源补贴退坡与免征购置税时间、降低二手车增值税等多种政策促进汽车消费，并鼓励各地结合本地实际情况出台放宽限购、以旧换新、促进新能源汽车消费等措施进一步稳定和扩大汽车消费。自 2020 年 2 月以来，全国已有广东省（佛山、广州、珠海、深圳）、湖南省（湘潭、长沙）、浙江省（杭州、宁波）、江西省（南昌）、吉林省（长春）等多个省市公布了相应的汽车消费刺激政策，未来或有更多城市跟进，推动汽车销量持续回暖。

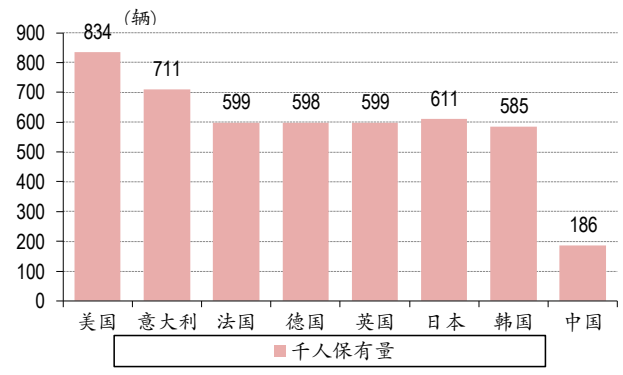
2）总量：国内千人保有量仍处于较低水平，长期仍有较大发展空间。

从长期来看，我国汽车行业仍有广阔的发展空间。人口总数、经济发展水平与千人保有量是乘用车销量的决定性影响因素，人口数量决定了一国汽车需求的基数，千人保有量决定了发展阶段与未来的空间，经济发展水平则是制约乘用车达到保有量上限的重要因素。保有量随着销量的增长而增长，其水平又反过来影响汽车销量，随着乘用车保有量的提升，未来保有量带来的更新需求将逐渐超越首购需求，成为购车的主要影响因素。

与世界主要工业发达国家对比，中国汽车千人保有量低于平均水平。2019 年中国国内汽车保有量 2.6 亿辆，千人保有量仅为 186 辆，远低于世界主要发达国家千人保有量 600-800 辆的平均水平。我国是世界上最大的发展中国家，目前仍处于工业化和城镇化快速发展阶段，经济增速较快。虽然受疫情影响，2020 年增速放缓，但在未来几年中国仍将保持中高速的增长。未来经济发展具有巨大的空间，人均 GDP、人均可支配收入、千人保有量也有较大的上升空间。从中长期看，我国汽车市场仍有巨大的潜力，以中等发达国家水平或发达国家平均水平测算，未来我国汽车千人保有量达到 300-500 辆左右，汽车保有量有望达到 4.35-7.25 亿辆。考虑到乘用车报废周期一般在 10-15 年，预计未来销量峰值约在 3,600-4,800 万辆/年左右。

分省市来看，截至 2018 年底，除直辖市外，仍有 12 个省民用汽车千人拥有量在 150 辆以下。三四线城市与农村地区保有量仍较低，渗透率仍有较大提升空间，汽车行业销量仍有望持续增长多年，未来高的保有量带来的更新需求也将成为购车的主要影响因素。

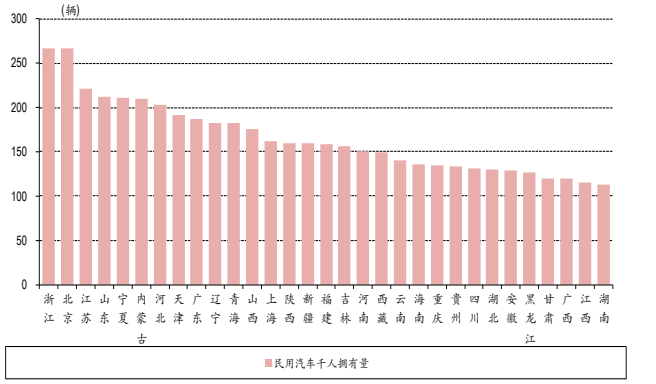
图表5.各国汽车千人保有量



资料来源：国家信息中心，中银证券

注：中国为 2019 年数据，其他国家均为 2016 年数据。

图表6.2018 年各省/直辖市民用汽车千人拥有量



资料来源：国家统计局，中银证券

汽车价格影响汽车渗透速度，R 值是平均车价与人均 GDP 的比值，用于衡量汽车市场所处的阶段。根据汽车先导国的发展经验，当 2<R<3 时，家庭年收入能够支付一台新车，汽车消费开始快速普及，国家的千人保有量迅速提升；当 R 值小于 2 时，汽车市场普及率已达到一定水平，汽车销量增速逐步放缓；R 值小于 1 时，汽车市场进入成熟期。

2017 年开始，我国 R 值进入小于 2 的区间，进入普及后期，汽车销量增速也明显放缓。根据美、德、日等发达国家经验，目前我国与美国在 1948 年、德国在 1976 年、日本在 1972 年以后的市场相似，R 值小于 2 进入普及后期，分别经过 24、25、28 年销量达到峰值，复合增速约 3%-4%。我们预计中国汽车市场虽在个别年份有所波动，在未来较长时间内仍能维持低速增长，预计复合增速在 2%-4%。

图表7.主要发达国家汽车市场历史发展水平对比

		日本	韩国	中国
导入与快速成长期	时间	1945-1971	1966-1993	1978-2016
	千人保有量（辆/千人）	1.6-189	1.7-142	1.4-141
	R 值	>2	>2	>2
普及后期	时间	1972-1984	1994-2008	2017-至今
	千人保有量（辆/千人）	208-370	166-343	156-
	R 值	2-1	2-1	2-1
成熟期	时间	1985-至今	2009-至今	
	千人保有量（辆/千人）	381-611	352-585	
	R 值	<1	<1	

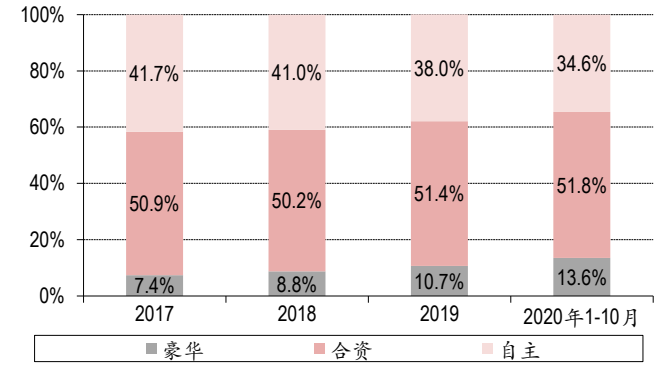
资料来源：世界银行，中国汽车工业年鉴、日本统计局、韩国央行，中银证券

3）格局：车企表现分化，豪华车、日系及优势自主表现靓丽。

根据乘联会数据，2020 年 1-10 月豪华车零售销量同比增长 12.6%，合资品牌同比下降 9.8%，自主品牌同比下降 17.3%。2020 年 1-10 月豪华车占比 13.6%，较 2019 全年提升 2.9pct，近年来占比持续提升；合资品牌占比小幅提升 0.4pct，自主品牌占比下降 3.4pct。豪华车销量表现较好，预计和疫情影响消费者收入结构，政策刺激换购需求，以及特斯拉等国产车型增加有关。自主品牌表现低迷，SUV 先发优势逐步削弱，后续随着长安、长城、吉利等优势品牌崛起，份额有望持续改善。

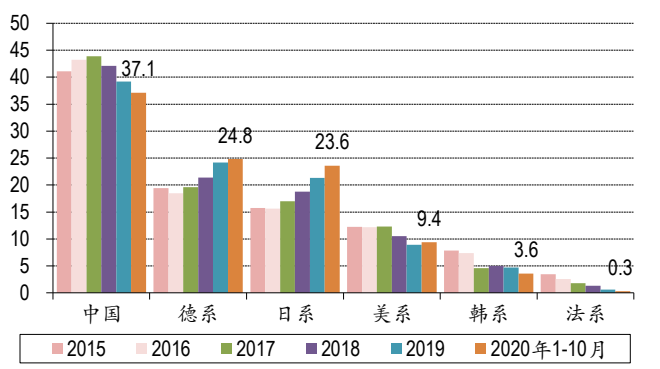
根据中汽协数据，2020 年 1-10 月自主品牌乘用车市场占比为 37.1%，与 2019 全年相比下降 2.1pct。自主品牌主力市场三四线城市及以下地区乘用车销量下滑较快加上 SUV 市场竞争加剧，市场份额有所萎缩。受大众品牌车型换代和多款 SUV 等上市的影响，德系品牌份额小幅增长；伴随丰田、本田等产品线逐步完善，品牌力相对突出，日系市占率持续提升；美系品牌随着通用及福特销量回暖及特斯拉国产化，市占率小幅提升。

图表8.2020 年 1-10 月豪华车占比提升



资料来源：乘联会，中银证券

图表9.2020 年 1-10 月乘用车各系别市场份额



资料来源：中汽协，中银证券

从车企角度来看，根据中汽协乘用车销量数据，2020 年 1-10 月一汽大众、长安汽车、一汽丰田、广汽丰田等累计销量实现正增长，市场份额快速提升；而上汽大众、北京现代等销量降幅超过行业平均水平，市场份额有所下滑。总体来看，豪华车企整体表现出色，合资车企有所分化，自主头部企业进步较快。

图表10.2016-2020 年广义乘用车市场份额情况

序号	2016 年	市占率(%)	2017 年	市占率(%)	2018 年	市占率(%)	2019 年	市占率(%)	10M2020	市占率(%)	增速(%)
1	上汽大众	8.2	上汽大众	8.3	上汽大众	8.7	一汽大众	9.5	一汽大众	10.7	1.3
2	上汽通用	7.7	上汽通用	8.1	一汽大众	8.6	上汽大众	9.3	上汽大众	7.7	(24.0)
3	上汽通用五菱	7.7	一汽大众	7.9	上汽通用	8.3	上汽通用	7.5	上汽通用	7.1	(18.3)
4	一汽大众	7.7	上汽通用五菱	7.7	上汽通用五菱	7.0	吉利汽车	6.3	吉利汽车	6.6	(6.7)
5	长安汽车	5.0	东风本部	5.1	吉利汽车	6.3	东风本部	6.0	东风本部	6.0	(8.9)
6	北京现代	4.7	吉利汽车	5.0	东风本部	5.4	上汽通用五菱	5.8	长安汽车	5.1	22.4
7	东风日产	4.6	长安汽车	4.6	长城汽车	3.9	长城汽车	4.3	上汽通用五菱	5.0	(19.9)
8	长城汽车	4.0	长城汽车	3.8	长安汽车	3.7	长安汽车	3.8	东风本田	4.1	(1.2)
9	长安福特	3.9	长安福特	3.3	北京现代	3.4	东风本田	3.7	广汽本田	4.1	(0.4)
10	吉利汽车	3.3	北京现代	3.2	广汽本田	3.1	广汽本田	3.6	长城汽车	4.1	(12.3)
11	东风悦达起亚	2.7	东风本田	2.9	东风本田	3.0	一汽丰田	3.4	一汽丰田	4.0	5.9
12	一汽丰田	2.6	广汽本田	2.9	一汽丰田	3.0	北京现代	3.3	广汽丰田	4.0	10.7
13	广汽本田	2.6	一汽丰田	2.8	上汽乘用车	3.0	广汽丰田	3.2	北京奔驰	3.2	5.0
14	东风本部	2.5	东风本部	2.3	广汽丰田	2.4	上汽乘用车	3.1	华晨宝马	3.2	10.5
15	神龙汽车	2.5	奇瑞汽车	2.3	奇瑞汽车	2.3	奇瑞汽车	2.8	上汽乘用车	3.1	(11.0)
16	奇瑞汽车	2.4	上汽乘用车	2.1	广汽乘用车	2.3	北京奔驰	2.6	奇瑞汽车	2.8	(7.3)
17	东风本田	2.3	广汽乘用车	2.1	比亚迪	2.1	华晨宝马	2.5	北京现代	2.2	(34.5)
18	比亚迪	2.0	广汽丰田	1.8	北京奔驰	2.0	比亚迪	2.1	比亚迪	2.0	(16.2)
19	广汽丰田	1.7	北京奔驰	1.7	华晨宝马	2.0	广汽乘用车	1.8	中国一汽	1.8	14.8
20	广汽乘用车	1.5	比亚迪	1.7	东风本部	1.8	东风本部	1.7	广汽乘用车	1.8	(10.5)

资料来源：中汽协，中银证券

展望未来，从总量来看，预计 2021 年乘用车销量有望达到 2280 万辆（+13.8%）。从格局来看，随着产品线逐步完善，日系及德系车型有望继续热销。美系通用和福特均将迎来新产品周期，销量有望改善并推动份额回升。自主品牌技术及品牌进化，份额有望逐步回升，看好长安、长城、吉利等优势自主企业发展。

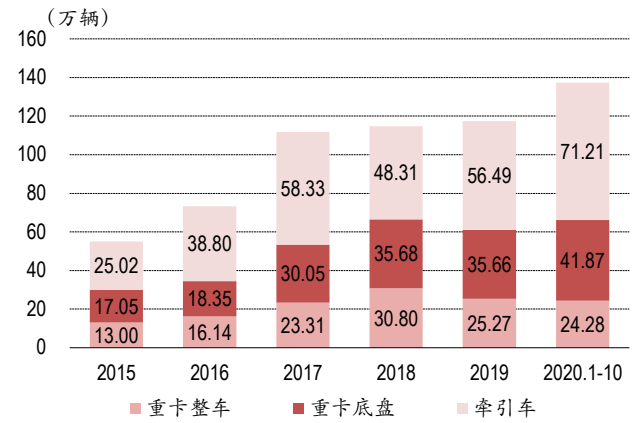
重卡仍有望维持高景气，客车销量或将触底反弹

重卡 2021 年有望维持高景气度，关注相关产业链

根据中汽协数据，2020 年 1-10 月重卡市场累计销售 137.4 万辆，累计同比增长 40.1%，其中牵引车、重卡底盘及整车分别增长 53.6%、37.3%和 14.8%。受疫情影响，2-3 月被压抑的旺季购车需求在二季度快速释放，终端需求环比迅速复苏。在国三车淘汰更新、治理超载趋严等因素推动下，重卡产销量持续高速增长，预计全年重卡销量有望达到 164 万辆。

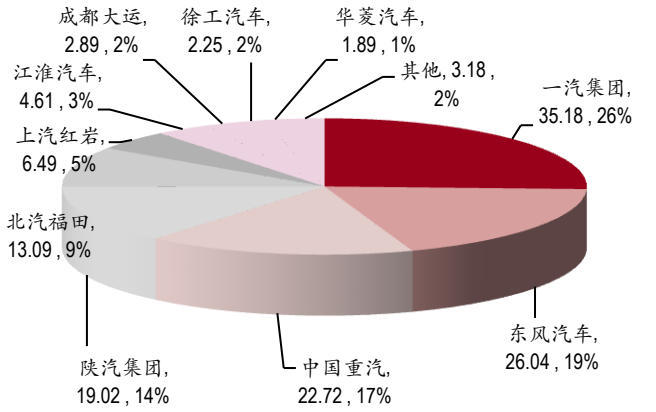
市场格局方面，重卡市场行业集中度较高，龙头企业占据主要市场份额。2020 年 1-10 月一汽集团、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田名列销量前五名，五家企业共销售重卡 116.1 万辆，占总销量份额的 84.5%。几大厂商在不同领域也有差别，中国重汽、陕汽集团、东风汽车主要以工程车见长，一汽集团、北汽福田则在物流车领域占有优势。

图表11.2020 年 1-10 月重卡累计销量增长 40%



资料来源：中汽协，中银证券

图表12.2020 年 1-10 月重卡企业市场份额



资料来源：中汽协，中银证券

1）排放升级带来更新需求。2018 年 6 月 27 日国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求在 2020 年底前淘汰京津冀及周边地区、汾渭平原国三及以下中重卡 100 万辆。2020 年是《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年，2021 年 7 月 1 日重卡将全面实施国六排放法规，我们预计淘汰国三重卡带来的更新需求仍将推动重卡高景气度延续。

2）治超驱动销量中枢提升。工程重卡领域普遍存在自重超重的情况，也受到蓝牌轻卡治理的影响，由于自卸车与搅拌车的限载标注比牵引车低得多，超载严重，部分国道、省道等物流重卡超载也较为严重，无锡事件后各地严查超载，单车运力将显著下降。从 2020 年 1 月 1 日起，货车统一按车(轴)型收取车辆通行费，并将全面实行入口不停车称重检测，全面禁止违法超限超载车辆驶入高速公路。综上所述，我们预计严查超限超载带动重卡销量中枢提升 15%-25%，有望提升至 100-110 万辆左右。

图表13.治超带来重卡单车运力下滑

重卡分类	细分市场	占比	治超措施	运力下滑	预计增加保有量
工程重卡	自卸车	25%	严查大吨小标与治超	40%-60%	10%-20%
	搅拌车	6%	整改产品，严查超限	50%	3%-5%
物流车	高速	50%	按轴收费	5%	2.50%
	国道、省道等其他道路	19%	无锡事件后严查超载	10%	2%

资料来源：交通部，中银证券

3）工程重卡需求有望提升。财政部公布数据显示，前 10 个月地方政府新增专项债券发行量较去年同期大增，此前多省市出台了规模庞大的投资计划，后续基建有望加码并推动工程重卡销量提升。

在国三淘汰、治超、基建投资等因素的推动下，我们预计 2021 年有望维持高景气度，销量有望达到 130 万辆，中国重汽等头部企业份额有望提升。

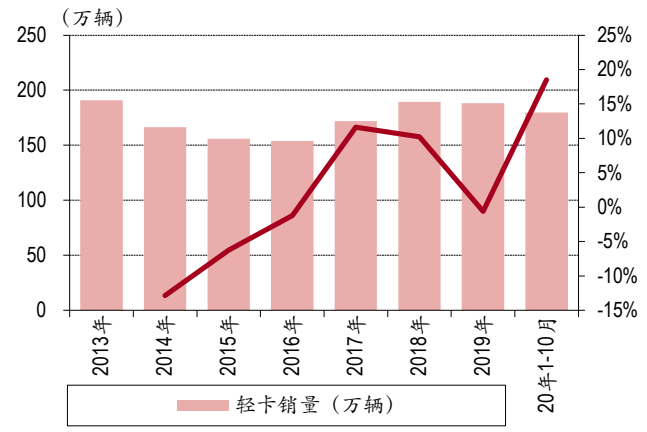
轻卡有望受益于国六排放升级，皮卡市场逐步扩大

根据中汽协数据，2020 年 1-10 月轻卡市场累计销售 179.9 万辆，累计同比增长 18.5%，主要受益于电商、冷链等物流运输需求增加，国三加速淘汰，以及治理“大吨小标”等。

市场格局方面，北汽福田以 20%的市占率遥遥领先，东风、江淮等位居前列，前十家合计市场份额合计 85.2%，市场行业集中度较高。

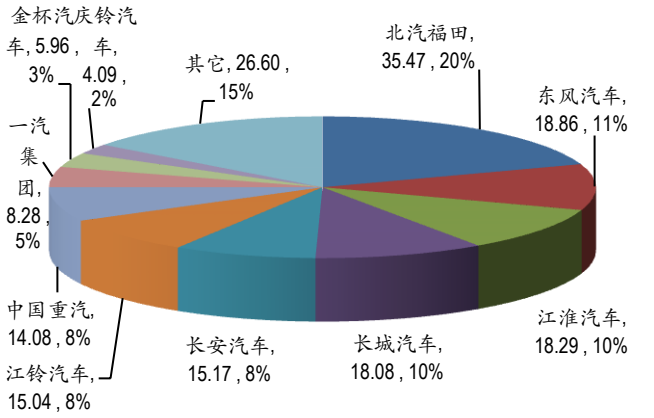
我们预计 2021 年轻卡销量或将小幅下降，但轻卡国六排放已于 2020 年 7 月全面实施，整体售价提升约 1-2 万元，竞争格局也有望改善，头部轻卡企业的盈利能力有望提升，建议关注福田汽车、江淮汽车等。

图表14.2020 年 1-10 月轻卡销量增长 18.5%



资料来源：中汽协，中银证券

图表15.2020 年 1-10 月轻卡市场格局

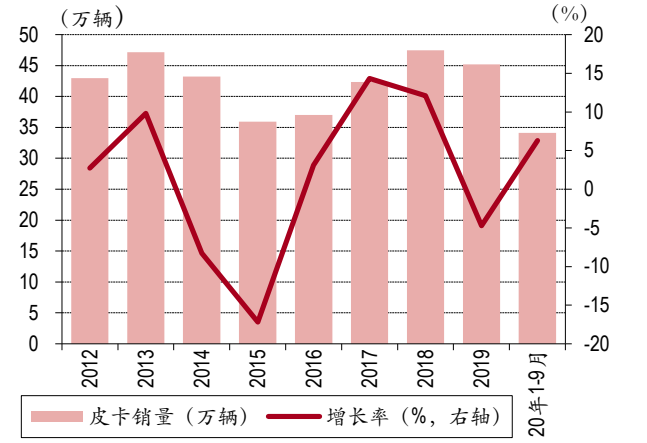


资料来源：中汽协，中银证券

皮卡是轻卡销量的重要组成部分，根据中汽协数据，2020 年 1-9 月皮卡市场累计销售 34.1 万辆，同比增长 6.3%。受益于多地放开进城等限制，皮卡市场有望逐步扩大，未来发展看好。

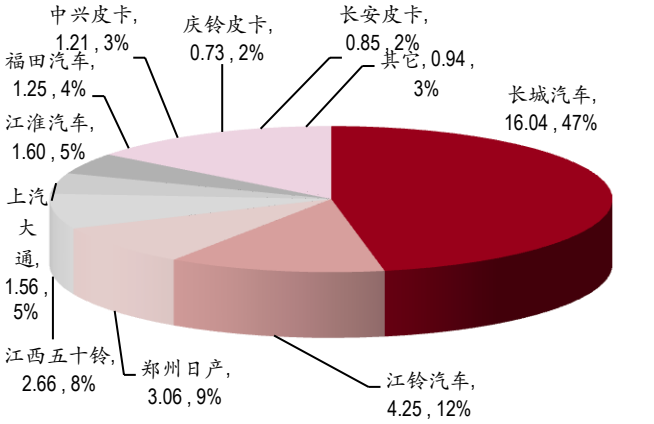
市场格局方面，2020 年 1-9 月长城汽车占据近一半市场份额，主要受益于推出乘用化皮卡炮的热销；此外江铃汽车、郑州日产等销量位居前列。随着市场空间的扩大，预计更多企业将进入皮卡市场，市场竞争或将更加激烈。

图表16.2020 年 1-9 月皮卡销量增长 6.3%



资料来源：中汽协，中银证券

图表17.2020 年 1-9 月皮卡市场格局



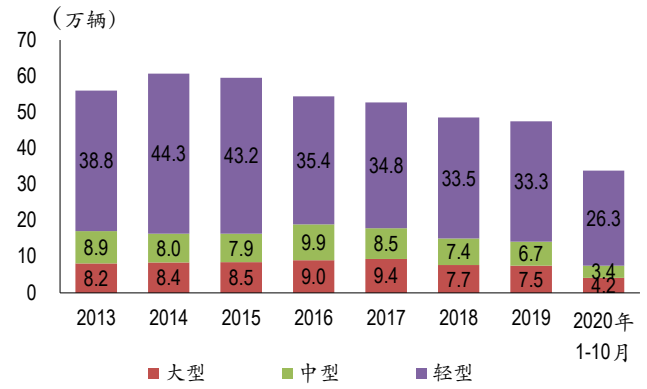
资料来源：中汽协，中银证券

客车销量有望反弹，头部企业地位稳固

2020 年 1-10 月客车销售 33.8 万辆（中汽协口径），同比下滑 6.6%，其中大型、中型、轻型销量分别为 4.2 万（-23.7%）、3.4 万（-30.9%）和 26.3 万辆（+1.6%）。上半年受疫情影响，公共交通出行受阻，大中客等需求大幅下滑。我们预计 2020 年客车销量约 44 万辆，同比下滑约 7.2%。随着疫情影响减弱，大中客需求有望逐步恢复，客车销量有望触底反弹，我们预计 2021 年客车销量约 48 万辆，同比增长 9.1%。

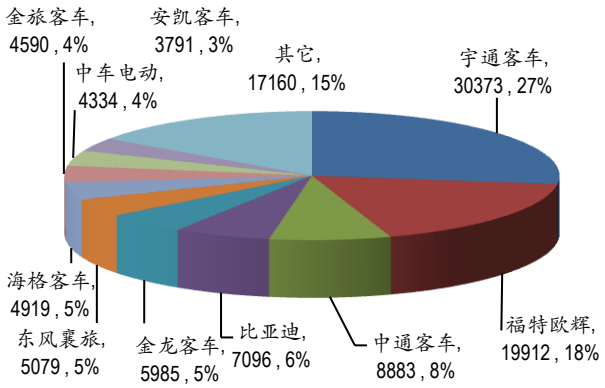
根据中客网数据，2020 年 1-10 月 5 米以上客车销售 11.2 万辆，同比下滑 21.9%。其中宇通客车前 10 月累计销量达到 3.0 万辆，同比下滑 32.5%，市场份额达 27.1%，龙头地位稳固。此外福田欧辉、中通客车、比亚迪等销量位居前列。

图表18.2020 年 1-10 月客车销量下滑



资料来源：中汽协，中银证券

图表19.2020 年 1-10 月 5 米以上客车市场格局



资料来源：中客网，中银证券

综上所述，我们预计 2020 年全行业共销售汽车 2,522 万辆（-2.1%），其中乘用车 2004 万辆（-6.5%），商用车 518 万辆（+19.8%）；2021 年汽车销量有望触底回升，达到 2,750 万辆（+9.0%），其中乘用车 2280 万辆（+13.8%），商用车 470 万辆（-9.3%）。

图表20.预计 2021 年汽车销量将触底回升

(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
汽车总计	2,460	2,803	2,888	2,808	2,577	2,522	2,750
同比(%)	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(8.2)	(2.1)	9.0
其中：乘用车	2,115	2,438	2,472	2,371	2,144	2,004	2,280
同比(%)	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(9.6)	(6.5)	13.8
商用车	345	365	416	437	432	518	470.0
同比(%)	(9.0)	5.8	14.0	5.1	(1.1)	19.8	(9.3)

资料来源：中汽协，中银证券

随着经济复苏及政策刺激，2021 年乘用车销量有望触底反弹，并迎来持续上行周期。国内汽车千人保有量还处于较低水平，仍存在较大发展空间。车企销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三车淘汰更新、治理超载超限等因素拉动，我们预计 2021 年重卡有望保持高景气度，关注中国重汽、威孚高科、潍柴动力；国六实施有望带来轻卡格局改善及盈利提升，进城限制逐步放开皮卡前景看好，关注福田汽车、江淮汽车等；客车销量有望触底回升，龙头车企市占率有望持续提升，关注宇通客车。

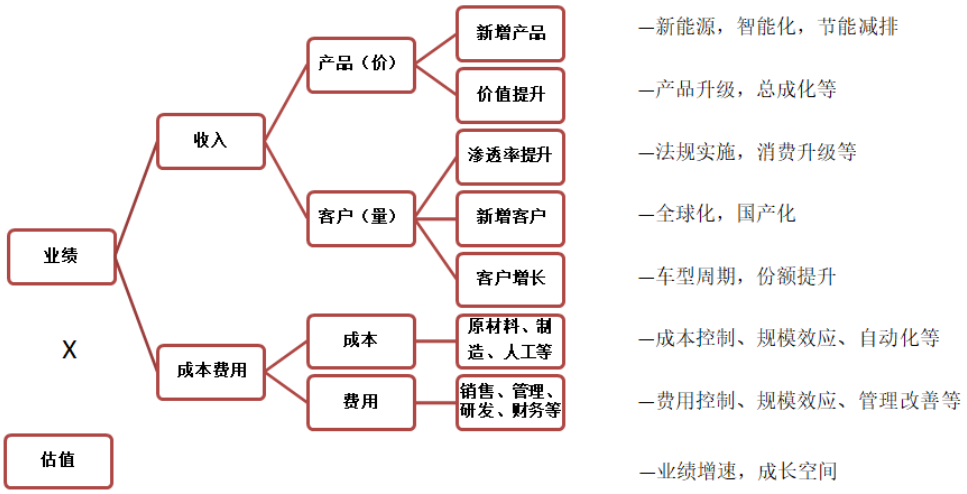
零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复

受疫情影响汽车销量下滑，零部件公司业绩短期承压但已逐步恢复。截至 2020 年 11 月 25 日，申万汽车零部件板块估值仅为 29.6x PE-TTM /2.5x PB，其中 PB 估值处于近十年以来 53.9%分位点水平，PE-TTM 受疫情影响业绩下滑影响被动上行处于相对较高的 82.0%分位点水平。随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份、腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，此外优势车企供应链企业表现有望好于行业，推荐伯特利、凯众股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的宁波华翔、华域汽车，关注威孚高科、广东鸿图等。

产品端关注新增产品及价值提升

汽车零部件收入增长可以分解为产品和客户两个部分。产品方面，可以分为新增产品以及价值提升，其中新增产品主要包括新能源、智能化、节能减排等，价值提升主要包括产品升级、总成化等。

图表21.汽车零部件投资框架



资料来源：中银证券

汽车行业的发展趋势是电动化、智能化、网联化、共享化、轻量化。面对这些发展趋势，零部件子系统受到的影响各不相同，一般有增减零部件、提升或降低单车价值量等影响。

电动化对于底盘（新增电池壳）、空调冷却（电动空调、电池冷却系统）、电子电气等子系统具有增量作用，对于动力总成则有增（电动车新增电池电机电控等）有减（电动车无需发动机变速箱燃油系统等）。智能化主要对底盘系统（线控底盘）、通讯控制系统、电子电气系统等具有增量作用。网联化主要对通讯控制（增加 T-box 等联网零件）、电子电气系统具有增量作用。共享化则主要侧重于汽车商业模式的改变，同时对通讯控制（增加联网及控制零件）、电子电气系统具有增量作用。轻量化应用范围较广，对动力总成、底盘、内饰、车身、外饰等都具有增量作用。

图表22.汽车零部件影响解析

子系统	系统组成	电动化	智能化	网联化	共享化	轻量化
动力总成	发动机、变速箱、进排气系统、传动系统、燃油系统	+/-				+
底盘	转向、悬架、制动、底盘机构、悬置系统、轮胎等	+	+			+
空调和动力总成冷却	空调系统、动力总成冷却系统、系统附件等	+				
内饰	仪表板、座椅、内饰板等					+
车身	白车身、门盖系统等					+
外饰	玻璃、车灯、保险杠等					+
通讯和控制系统	仪表、娱乐信息系统、音响、天线等		+	+	+	
电子和电气系统	安全系统、底盘电子、电子架构等	+	+	+	+	

资料来源：中银证券

1）新增产品

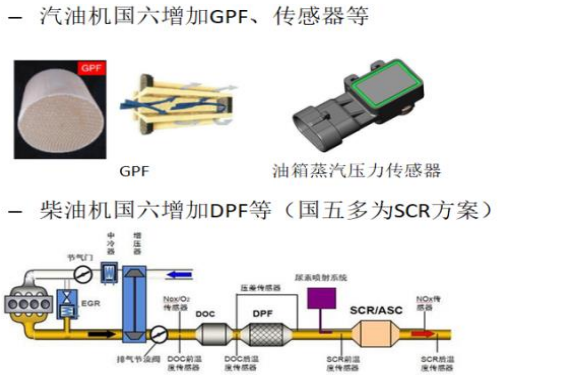
国六标准实施引爆千亿市场，国产化供应链有望受益。轻型车国六排放标准于 2020 年 7 月 1 日全面实施，重型车国六排放标准自 2019 年 7 月 1 日起分步实施。排放标准升级，带来尾气处理等要求大幅提升，我们预计市场空间将由国五阶段 425 亿元，大幅提升至国六阶段 1281 亿元，增幅高达 201.7%。国五后处理市场主要由博世、优美科等外资及合资企业主导，国六 DPF、GPF 等为主要增量市场，国内企业技术进步较快，有望凭借价格、服务等优势逐步突破，获得较多市场份额。从国五到国六，DPF、SCR、GPF、EGR 等领域市场空间、增幅及增量较高，存在较好投资机会，建议关注威孚高科、隆盛科技、艾可蓝、银轮股份、腾龙股份、保隆科技等。

图表23.国六排放标准分步实施

类型	限值要求车型		实施时间*
轻型车	6a 阶段	1）所有生产、进口的轻型汽车应符合要求，2）2020 年 7 月 1 日前生产的可以销售与注册登记至 2020 年 12 月 31 日	2020 年 7 月 1 日
	6b 阶段	所有销售的轻型汽车应符合要求	2023 年 7 月 1 日
重型车	6a 阶段	燃气车辆	2019 年 7 月 1 日
		城市车辆	2020 年 7 月 1 日
		所有车辆	2021 年 7 月 1 日
	6b 阶段	燃气车辆	2021 年 1 月 1 日
		所有车	2023 年 7 月 1 日

资料来源：生态环境部，中银证券

图表24.国六实施带来压力传感器及 DPF 等增量产品



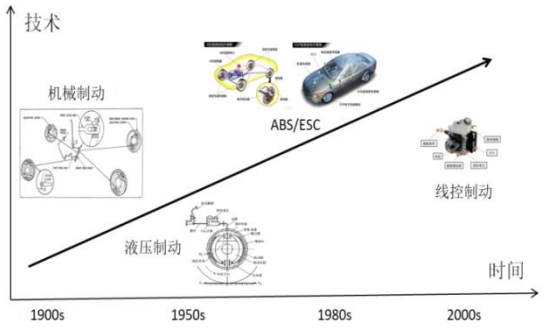
资料来源：威孚高科、银轮股份、保隆科技官网，中银证券

2）价值提升

行车制动系统由机械到电子，价值量大幅提升。汽车制动系统分为行车制动和驻车制动等。近一百年来，行车制动系统经历了从机械到液压再到电子（ABS/ESC）的进化过程，未来的发展趋势将是线控制动。制动产品由机械向电子化方向发展，价值量也由不足千元提升至约 2,000 元。目前伯特利线控制动产品已发布并获得多家定点，拓普集团智能刹车系统处于研发测试阶段，建议重点关注。

底盘轻量化价值量大幅提升。在节能减排的推动下，底盘轻量化是近年发展热点，也带来相关零部件价值量的大幅提升。转向节、控制臂、副车架、电池盒等产品汽车用铝渗透率近年来快速提升，一方面单车价值量显著提升，另一方面供应链或将重构，相关供应商有望受益，建议关注拓普集团、伯特利。拓普集团在轻量化领域布局的主要产品包括轻量化控制臂、电池包与大型车身结构件、转向节、轻量化底盘等。伯特利目前大规模量产的有转向节、支架、控制臂等，正在进行轻量化拓展的有卡钳、制动盘两大类产品。

图表25.行车制动系统由机械到电子，价值量大幅提升



资料来源：太平洋汽车网，中银证券

图表26.底盘轻量化价值量大幅提升

零部件	钢制件重量（kg）	铝制件重量（kg）	单车用量（个）	钢制件单车价值（元）	铝制件单车价值（元）
控制臂	3.2	1.8	4	600	1,000
副车架	22.3	12.5	2	1,600	3,000
转向节	4.4	1.8	4	360	500
制动钳	2.0	1.2	4	320	400

资料来源：中国铝业报告《汽车底盘用铝合金零部件的技术及发展趋势》，中银证券

新能源汽车热管理价值量大幅提升。发动机冷却方面，插混汽车与传统汽车类似，而纯电动汽车则无需相关零件。空调系统方面，新能源汽车更为复杂，传统压缩机改为电动压缩机，增加 PTC 等零件，热泵空调还需要增加四通阀等零件。二氧化碳空调的逐步推广使用，将带来空调系统单车价值量的大幅提升。电池热管理方面，传统汽车无需电池热管理，而新能源汽车电池热管理逐渐成为主流，需要新增电池冷却器、膨胀阀、水泵、加热器、管路等零部件。总体而言，新能源汽车的单车价值量较传统汽车有大幅提升，市场空间更加广阔，推荐银轮股份、腾龙股份，关注三花智控、松芝股份、中鼎股份等。

图表27.新能源热管理单车价值量大幅提升

价值量（元）	燃油车	插混车	纯电动车
发动机冷却系统	800-2000	800-2000	0
空调系统	1,000-2,500	2,500-6,000	3,000-6,000
电池热管理	0	300-5,000	300-5,000
合计	1,800-4,000	3,000-10,000	3,000-10,000

资料来源：产业调研，中银证券

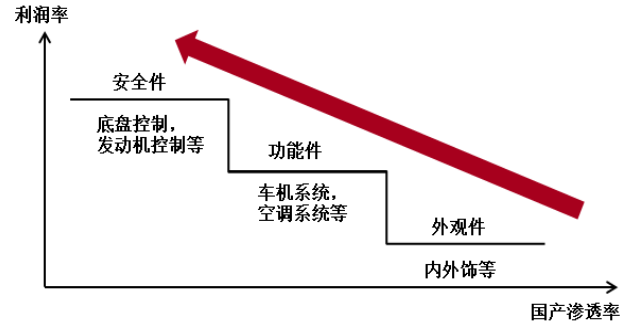
客户端关注国产替代与全球化

从销量出发，零部件企业增长的途径主要有新增客户、原有客户增长等，配套优势车企的零部件企业表现有望优于行业。

国产化逐步深入。随着国内汽车工业的发展，汽车零部件的国产化替代也经历了从外观件到功能件，再到安全件的进化过程。在部分技术含量较高的领域，原由国际巨头所把控，近年来国内零部件企业技术快速进步，逐渐开始进口替代，加上自主可控等需求深化，市场份额有望提升。

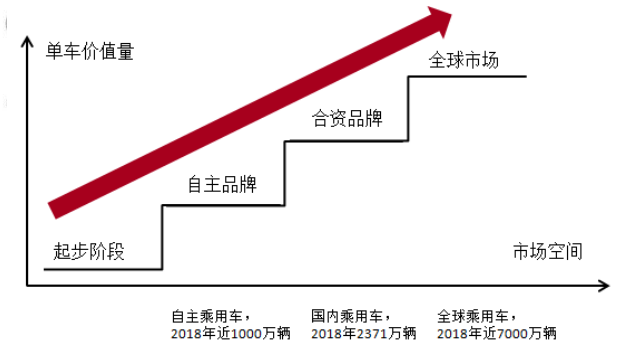
汽车的内外饰等外观件国产化替代已卓有成效，但车机系统、空调系统等功能件与底盘控制等安全件的国产替代还有广阔市场空间，建议关注伯特利、银轮股份、新泉股份、凯众股份等。

图表28.汽车零部件国产替代空间巨大



资料来源：中银证券

图表29.汽车零部件企业全球化空间巨大



资料来源：中银证券

全球化拓展市场空间。从汽车零部件企业成长的三部曲来看，由自主品牌到合资品牌再到全球订单，每上一个台阶，相应的市场空间扩大数倍。国内零部件企业在人力成本、产业链整合等多个环节具有较大全球竞争优势，随着技术逐渐进步，未来有望逐步走出中国，迈向全球。

尽管新冠疫情、中美贸易摩擦或对国内零部件出口造成一定扰动，具有全球布局和生产能力的企业将在竞争中占据一定优势，未来发展值得期待。建议关注伯特利、拓普集团、银轮股份、新坐标等。

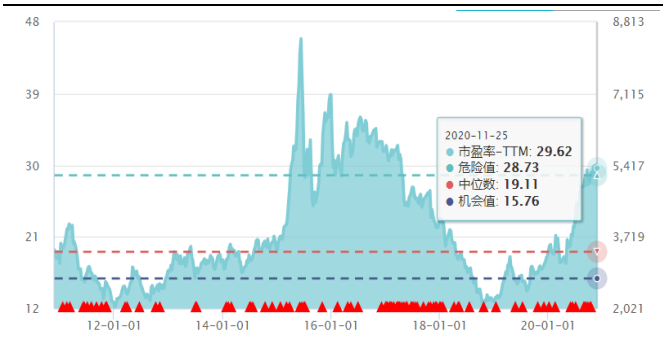
优势车企供应链有望较快增长。近年来豪华车、日系、德系及优势自主车企销量表现优于行业，相关供应链有望获得高于行业的增长，建议关注常熟汽饰、宁波华翔、星宇股份等。

估值端关注低估值修复机会

历史纵向比较来看，自 2015 年 6 月以来，汽车零部件个股经历大幅调整，截至 2020 年 11 月 25 日收盘，申万汽车零部件板块估值仅为 29.6x PE/2.5x PB，其中 PB 估值处于近十年以来 53.9%分位点水平，PE-TTM 受疫情影响业绩下滑影响被动上行处于相对较高的 82.0%分位点水平。

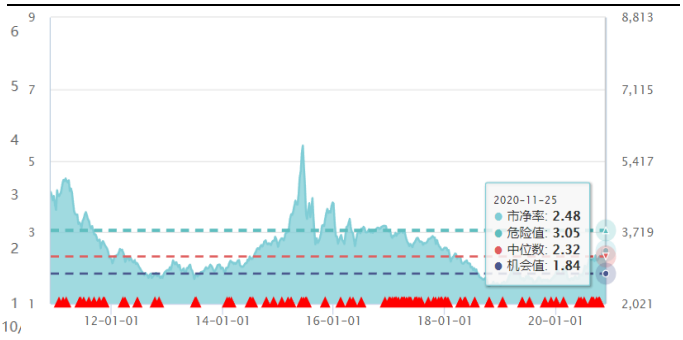
全球横向比较来看，国际零部件公司估值多在 8-20 倍 PE TTM 之间，已与较多国内零部件企业相当。这些国际巨头大都技术水平高于国内同行，但从增长速度、发展前景、产业转移等角度来看，国内汽车零部件企业更有发展潜力，并且技术方面不断进步，部分企业未来有望进化成为国际巨头。

图表30.SW 汽车零部件公司 PE 分布



资料来源：万得，中银证券，注：股价截止日 2020 年 11 月 25 日

图表31.SW 汽车零部件公司 PB 分布



资料来源：万得，中银证券，注：股价截止日 2020 年 11 月 25 日

随着国内汽车销量逐步回暖，相关个股业绩和估值有望形成双击。受疫情影响汽车销量下滑，部分个股短期业绩承压。随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。推荐宁波华翔、华域汽车，关注威孚高科、广东鸿图、松芝股份等。

图表32.汽车零部件重点低估值个股

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		市净率(倍)
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	
002101.SZ	广东鸿图	未有评级	7.89	41.8	0.05	n/a	151.6	n/a	0.93
002048.SZ	宁波华翔	买入	16.76	105.0	1.57	1.44	10.7	11.6	1.05
002454.SZ	松芝股份	未有评级	6.59	41.4	0.28	0.31	23.5	21.2	1.17
600742.SH	一汽富维	未有评级	11.18	74.8	0.80	0.94	14.0	11.9	1.23
601311.SH	骆驼股份	未有评级	8.67	97.3	0.53	0.60	16.3	14.4	1.45
002406.SZ	远东传动	未有评级	7.56	46.4	0.44	0.54	17.0	14.1	1.50
000581.SZ	威孚高科	未有评级	26.19	264.2	2.25	2.54	11.7	10.3	1.49
603788.SH	宁波高发	未有评级	15.93	35.5	0.80	0.88	19.9	18.1	1.92
600741.SH	华域汽车	买入	31.21	984.0	2.05	1.43	15.2	21.8	1.96
000030.SZ	富奥股份	未有评级	7.84	141.9	0.49	0.53	15.9	14.7	2.01
000338.SZ	潍柴动力	未有评级	17.25	1368.6	1.15	1.25	15.0	13.7	2.84

资料来源：万得，中银证券，注：股价截止日 2020 年 11 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

新能源有望恢复高增长，关注特斯拉及 MEB 产业链

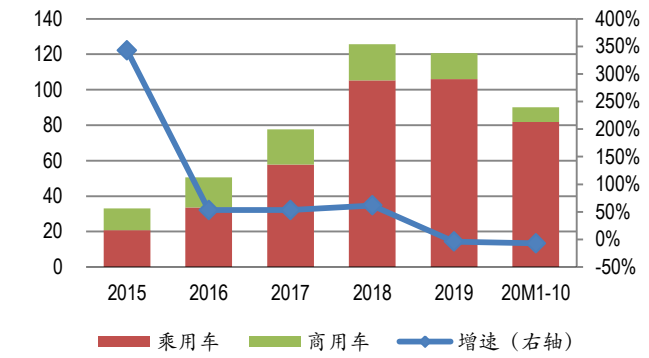
2021 年新能源销量有望爆发，长期高增长确定

新能源乘用车销量下半年持续爆发，2021 年有望恢复高增长

根据中汽协数据，2020 年 1-10 月新能源汽车销售 90.1 万辆（-7.1%），其中乘用车 81.8 万辆（-7.2%）、商用车 8.3 万辆（-6.4%）。受新冠疫情等因素影响，上半年新能源汽车销量承压，但下半年快速恢复，我们预计全年销量 125 万辆（+3.6%），其中乘用车 113 万辆（+6.6%）、商用车 12 万辆（-17.8%）。

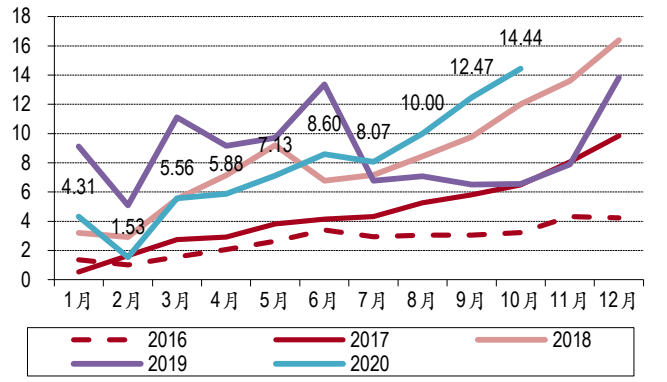
根据乘联会数据，2020 年 1-10 月新能源乘用车销量 77.9 万辆，同比下降 8%。下半年以来销售形势较好，全年有望实现正增长。在双积分等政策的推动下，长期发展看好。

图表33.2020 年 1-10 月新能源汽车销量下滑 7.1%



资料来源：中汽协、中银证券

图表34.2020 年下半年新能源乘用车销量高速增长



资料来源：乘联会、中银证券

产品结构升级与分层并行。在供给和需求变化等因素的影响下，新能源乘用车走势分化：1）纯电动产品中，1-10 月 A0、A 级占比较 2019 全年分别下降 5%、14%，预计主要是营运车等需求短期受阻所致；而 B 级大幅提升 17%，预计主要由于特斯拉国产 Model 3 销量提升；2）插混产品中，A 级占比较 2019 全年下降 4%，而 B、C 级分别提升 3%、1%，主要是中高端插混车型销量较好所致。

图表35.新能源乘用车销量分布

国产	类别	2016 年(%)	2017 年(%)	2018 年(%)	2019 年(%)	2020 年 1-10 月(%)
纯电动车型	CAR	76	75	56	57	61
	SUV	2	4	18	23	19
	MPV	0	1	0	0	1
级别	A00	34	55	36	22	24
	A0	13	5	12	12	7
	A	29	19	25	44	30
	B	1	1	0	2	19
	C	0	0	1	1	1
纯电动合计		76	81	75	80	81
插混车型	CAR	15	7	12	11	9
	SUV	10	12	13	7	9
	MPV	0	0	0	2	0
级别	A	12	16	18	10	7
	B	12	3	6	6	9
	C	0	0	2	3	4
插混合计		24	19	25	20	19
总计		100	100	100	100	100

资料来源：乘联会，中银证券

车企方面，自主领先优势缩小，合资及新势力加速追赶。2020 年 1-10 月新能源汽车销量排名前五的分别为比亚迪、特斯拉中国、上汽通用五菱、上汽乘用车和广汽新能源，增长较快的有特斯拉中国、上汽通用五菱、一汽大众等。从车企竞争格局来看，比亚迪等自主车企依然新能源汽车总销量领先，但特斯拉等合资及外资车企已开始加速追赶，此外蔚来汽车等新势力表现出色。

车型方面，纯电动自主是销量主力，插混合资表现出色。纯电动领域，五菱宏光 MiniEV 超越特斯拉 Model 3 成为纯电动销量冠军，广汽 Aion S、比亚迪秦 EV、奇瑞 eQ、蔚来 ES6 等车型表现出色；插混领域，理想 One、宝马 5 系、比亚迪唐 DM、大众帕萨特插混等销量领先。从车型来看，纯电动领域五菱宏光 MiniEV 凭借极高性价比持续热销，特斯拉 Model 3 国产化后综合优势明显，后续大众 MEB 逐步开启国产化，海外品牌电动车销量有望持续提升；插混领域合资品牌利用品牌溢价和插混动力性能等优势，已经获得较好的效果，前十已占据 5 席。

图表36.2020 年 1-10 月新能源销量车企排名

排名	企业	1-10 月销量	累计增速 (%)	市场份额 (%)
1	比亚迪	129139	(35.4)	16.6
2	特斯拉中国	92661	n/a	11.9
3	上汽通用五菱	88450	111.2	11.4
4	上汽乘用车	47716	(19.0)	6.1
5	广汽新能源	45797	71.5	5.9
6	长安汽车	33687	42.1	4.3
7	蔚来汽车	31430	87.3	4.0
8	奇瑞汽车	27393	(29.3)	3.5
9	一汽大众	26081	2467.0	3.3
10	北汽新能源	23601	(78.0)	3.0

资料来源：乘联会，中银证券

图表37.2020 年 1-10 月新能源销量车型排名

	纯电动车型	销量	插混车型	销量
1	特斯拉 Model 3	92661	理想 ONE	21852
2	五菱宏光 MINI	58912	宝马 5 系	18940
3	广汽 AION S	35145	比亚迪唐 DM	14750
4	比亚迪秦 EV	33827	大众帕萨特插混	13097
5	奇瑞 eQ	24719	大众途观插混	7694
6	蔚来 ES6	23082	荣威 ei6	7376
7	欧拉黑猫	17929	大众探岳 GTE	6423
8	北汽 EU 系列	16999	比亚迪宋 DM	6390
9	威马 EX5	16630	比亚迪汉 DM	6078
10	名爵 EZS	15759	丰田卡罗拉双擎 E+	5717

资料来源：乘联会，中银证券

4 月财政部、工信部等四部委共同发布《关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知（财建〔2020〕86 号）》，提出新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。2020 年乘用车补贴退坡幅度约 10-15%，2021-2022 年分别退坡约 20%、30%，利好新能源乘用车销量增长，以及车企盈利能力提升。

图表38.新能源乘用车补贴标准调整

	分类	2019 年	2020 年	2021E*	2022E*
纯电动	250≤续航里程 R<300	1.8 万元	/	/	/
	300≤续航里程 R<400	1.8 万元	1.62 万元	1.30 万元	0.91 万元
	续航里程 R≥400	2.5 万元	2.25 万元	1.80 万元	1.26 万元
插混	纯电动续驶里程介于 50-80 公里区间，B 状态燃料消耗量相比标准限值的比例 55%（含） -60%	0.5 万元	0.425 万元	0.34 万元	0.24 万元
	纯电动续驶里程介于 50-80 公里区间，B 状态燃料消耗量相比标准限值的比例<55%	1 万元	0.85 万元	0.68 万元	0.48 万元
	纯电动续驶里程不低于 80 公里区间，A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车 2019 年门槛要求	1 万元	0.85 万元	0.68 万元	0.48 万元

*资料来源：财政部、中银证券，*注：2021-2022 年补贴仅供参考，补贴系数假设均为 1。*

展望 2021 年，从供给侧看，海外品牌特斯拉国产化持续推进，大众 MEB 开启国产化进程；自主品牌比亚迪、长城、广汽、上汽、吉利等新车型陆续上市；新势力蔚来、小鹏、理想等资金充沛产品线持续扩张。从需求侧看，上海限牌推动新能源需求大幅提升，营运车型需求有望回暖，新能源产品性价比提升有望加速对燃油车替代过程。综合来看，新能源车型供给日益丰富，整体需求有望高速增长，预计 2021 年国内新能源乘用车市场将会爆发，销量有望达到 160 万辆。

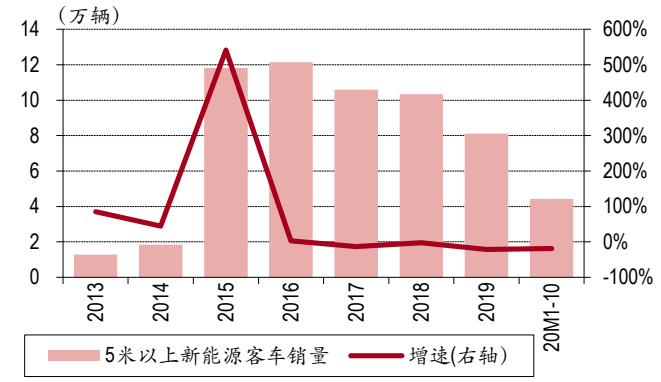
新能源客车销量有望触底反弹，补贴降幅较小盈利能力有望提升

根据中客网数据，2020 年 1-10 月国内新能源客车（5 米以上）销售 44296 辆，受新冠疫情等因素影响同比下降 18.7%。我们预计全年有望达到 6.7 万辆，同比下降约 20%。

国内新能源客车市场从 2015 年开始爆发，目前已逐步进入替换周期，更新需求有望推动销量触底反弹，预计 2021 年新能源客车销量有望达到约 8 万辆，同比增长约 19%。

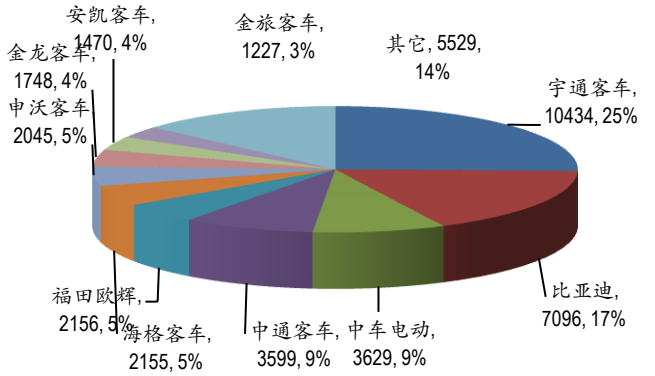
从市场格局来看，1-10 月宇通客车以 25%市占率位居第一，比亚迪份额大幅提升至第二，此外中车电动、中通客车等销量排名靠前，CR5 市场份额为 65.5%，集中度继续提高。补贴金额与电池系统能量密度、单位载质量能量消耗量(Ekg)等技术指标紧密挂钩，龙头企业技术水平较高，有望获得较高补贴金额，并在市场竞争中获得有利地位，市场份额有望逐步提升。但新能源公交客车多为政府采购，非市场因素影响较大，因此市场份额集中的速度或低于预期。

图表39.2020 年 1-10 月新能源客车销量下滑 18.7%



资料来源：中客网、中银证券

图表40.2020 年 1-10 月 6 米以上新能源客车市场格局



资料来源：中客网、中银证券

新能源公交补贴退坡幅度较小，车企盈利能力有望提升。2020 年新能源补贴政策明确了城市公交、道路客运领域符合要求的车辆，2020 年补贴标准不退坡，2021-2022 年补贴标准分别退坡 10%、20%。目前国内销售新能源客车主要应用于城市公交、道路客运等领域，大都享受上述补贴政策。目前国内公交车电动化率相对较高，销售增量空间有限；但 2020-2022 补贴退坡幅度较小，将有利于车企的盈利能力提升。此外 Ekg 等技术门槛小幅提升，利好技术优势企业，建议关注宇通客车。

图表41.非快充类纯电动客车补贴政策

分类		2019 年	2020 年	2021E*	2022E*
电池电量补贴标准（元/kWh）		500	500	450	360
单车补贴上限（万元）	6-8m（含）	2.5	2.5	2.25	1.80
	8-10m（含）	5.5	5.5	4.95	3.96
	10m 以上	9	9	8.10	6.48

*资料来源：工信部，中银证券，注：*2021-2022 年补贴仅供参考，补贴系数假设均为 1。*

示范应用政策有望推动燃料电池汽车产业链全面快速发展。2020 年 9 月财政部、工信部、科技部、能源局等联合下发《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知（财建〔2020〕394 号）》，对燃料电池汽车的购置补贴政策调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励，形成布局合理、各有侧重、协同推进的燃料电池汽车发展新模式。本次政策提出的燃料电池汽车示范应用措施，有望促进燃料电池汽车销量增长，以及核心材料、关键零部件、加氢站等产业化进展。参考新能源汽车的发展进程，燃料电池汽车在“示范应用”政策实施完成后，有望形成良好产业链配套，并在 2025 年前后迎来产销量爆发。从产业投资来看，上游加氢站建设、中游电堆等核心零部件、下游商用车将是重点发展方向，关注腾龙股份、中通客车、亿华通等。

2021 年新能源销量有望达到 175 万辆，长期高增长确定

根据上述分析，我们预计 2021 年新能源汽车销量有望达到 175 万辆（+40%），其中乘用车 160 万辆（+42%），商用车 15 万辆（+25%）。

图表42.预计 2021 年新能源汽车销量增长约 40%

(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
新能源汽车	33.1	50.7	77.7	125.6	120.6	125	175
乘用车	20.7	33.6	57.8	105.3	106	113	160
纯电动	14.7	25.7	46.8	78.8	83.4	90	124
插混	6.1	7.9	11.1	26.5	22.6	23	36
商用车	12.4	17	19.8	20.3	14.6	12	15
纯电动	10.1	15.2	18.4	19.6	13.7	11.5	14.5
插混	2.3	1.9	1.4	0.6	0.5	0.5	0.5

资料来源：中汽协、中银证券

1） 乘用车领域，预计 2021 年新能源销量高速增长，补贴降幅较小车企盈利能力有望提升，重点关注技术及资本实力较强的龙头企业，推荐比亚迪，关注北汽蓝谷等。

2） 商用车领域，预计 2021 年新能源客车销量触底回升，龙头市场份额有望逐步提升，此外新能源公交补贴 2021 年降幅较小，车企盈利能力有望提升，关注宇通客车。

新能源长期高增长方向明确。2020 年 10 月《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》发布，其中提出到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量 20%左右。2020 年 10 月，《节能与新能源汽车技术路线图（2.0 版）》发布，进一步研究确认了全球汽车技术“低碳化、信息化、智能化”发展方向，总体目标中指出 2025 年、2030 年新能源汽车销量占比分别达到 20%、40%，2035 年新能源汽车将成为主流，销量占比达 50%以上，传统能源动力乘用车将全面转化为混合动力。按照 20%目标测算，2025 年国内新能源汽车销量有望达到约 700 万辆，年均复合增速约 42%，长期高速发展方向明确。

图表43.节能与新能源汽车技术路线图 2.0 主要目标



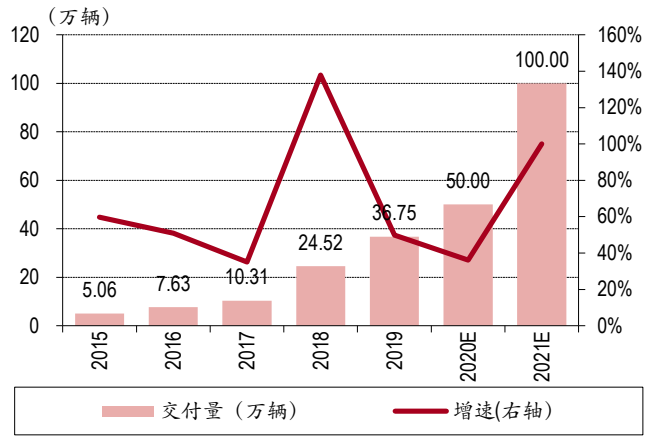
资料来源：中国汽车工程协会、中银证券

特斯拉国产化持续推进，相关产业链持续受益

尽管受新冠疫情等不利影响，特斯拉 2020 年前三季度实现汽车交付共 31.9 万辆（+44%），其中 Model S/X 共 3.8 万辆（-13%），Model 3/Y 共 28.1 万辆（+56%）。特斯拉此前表示，将维持 2020 年 50 万辆电动车的交付目标不变，此外 2021 年交付目标为 100 万辆。

根据特斯拉最新公告，上海工厂 Model 3 年产能已经扩充至 25 万辆，Model Y 产线正在建设中，预计 2021 年初实现量产。柏林工厂 Model Y 产线正在建设中，预计 2021 年中投产。美国除德州 Model Y 产线在建外，Cybertruck、Semi、Roadster 的产线也都在开发中。特斯拉全球产能持续扩张，为销量高速增长奠定基础。

图表44.特斯拉 2021 年交付量目标为 100 万辆



资料来源：特斯拉公告，中银证券

图表45.特斯拉全球产能持续扩张

产地	车型	目前产能（万辆/年）	最新状态
Fremont	Model S/X	9	量产
	Model 3/Y	50	量产
Texas	Model Y		建设中
	Cybertruck		开发中
USA	Tesla Semi		开发中
	Roadster		开发中
Shanghai	Model 3	25	量产
	Model Y		建设中
Berlin	Model 3		开发中
	Model Y		建设中

资料来源：特斯拉公告，中银证券

国产化率持续提升，相关产业链受益。和 Model S/X 类似，目前美国生产 Model 3 供应商主要以外资为主，国内旭升股份、拓普集团、三花智控、均胜电子等部分企业实现配套。上海工厂国产化后，多家企业进入国产 Model 3 供应链，且部分单车价值量有较大提升。目前国内供应商包括华域汽车、拓普集团、三花智控、旭升股份等，主要集中在车身底盘及内饰等领域。随着国产化率的逐步推进，动力系统（宁德时代等）等逐步实现国产配套，相关企业有望受益。

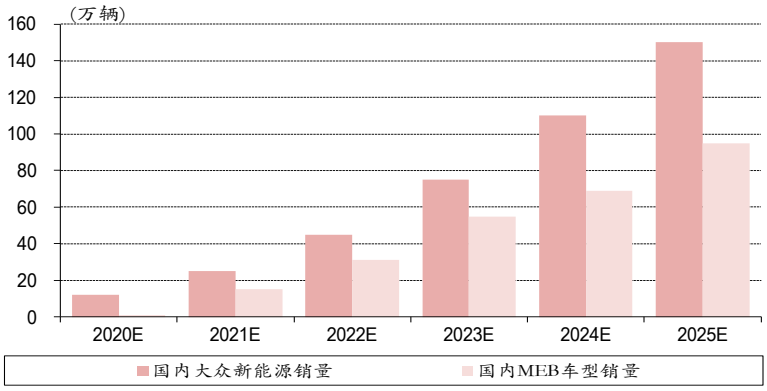
随着特斯拉在华建厂稳步推进，以及特斯拉战略性车型 Model 3 的国产化，对于已进入特斯拉供应体系的零部件厂商，将显著受益于国产化后销量提升带来订单的增长。除已经确定的 Model 3 定点零部件外，目前国产 Model Y 招标持续进行，部分潜在供应商也有望进入并大为受益。

汽车零部件方面，主要关注三条投资主线：**1）配套价值量高**，从现有配套企业来看，国产特斯拉配套价值量较高的是华域汽车、拓普集团、旭升股份、均胜电子、三花智控、奥特佳等；**2）收入弹性大**，根据我们测算，旭升股份、拓普集团、奥特佳、文灿股份、三花智控等配套特斯拉的收入占比相对较高；**3）潜在突破**，随着国产 Model 3/Y 定点的持续进行，银轮股份、常熟汽饰、广东鸿图等有望或已实现从 0 到 1 的突破，而宁波华翔等有望新增配套零件，单车价值量均有望大幅提升。重点推荐拓普集团、银轮股份、宁波华翔，关注旭升股份、三花智控等。

大众 MEB 即将开启国产化进程，关注产业链个股

根据大众集团规划，2025 年在国内的新能源汽车销量有望达到 150 万辆。MEB 平台车型将于 2021 年上半年在上汽大众和一汽大众陆续投产，未来将扮演重要角色。我们预计国内 MEB 车型 2021 年销量有望达到约 15 万辆。

图表46.大众新能源汽车中国市场的销量预测



资料来源：大众集团公司官网，中银证券

ID.4 是基于大众汽车集团 MEB 平台打造的紧凑型 SUV，2020 年 11 月 3 日在中国正式首发。新车将在一汽-大众、上汽大众投产，分别命名为 ID.4 CROZZ 和 ID.4 X。两款车型都已开启预售，并公布了长续航版补贴后不超过 25 万元的售价区间，预计将在 2021 年初正式上市及交付。ID.4 作为大众倾力打造的 MEB 平台紧凑型 SUV，续航里程超过 550km 具备较强的实用性，而补贴后不超过 25 万元的售价具有较大吸引力，有望取得较好销量成绩。

据大众宣称，到 2023 年会在国内推出 8 款基于 MEB 平台打造的车型，上汽和一汽各 4 款。后续随着车型导入的逐步增加，产能有望继续提升，保障国产 MEB 销量高速增长。

图表47.上汽大众 ID.4X



资料来源：易车网，中银证券

图表48.一汽大众 ID.4CROZZ

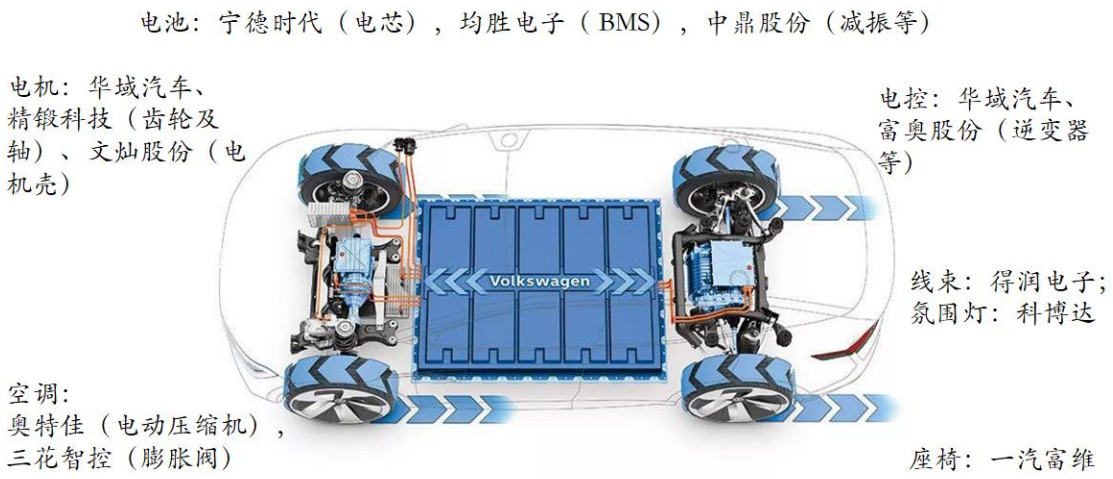


资料来源：易车网，中银证券

为有效推进 Roadmap E 战略，确保能够拥有足够的产能满足巨大的行业需求，大众集团招标项目订单总额将超过 500 亿欧元，是汽车行业有史以来规模最大的采购项目之一，资金均用于 MEB 电动车模块化平台量产车，巨额的订单也为中国零部件企业打开了广阔的市场。

电动汽车与传统燃油汽车相比，在零部件环节的差异主要在于动力总成、热管理系统。动力总成方面，传统汽车由发动机和变速箱驱动，而电动汽车主要包括电池、电机、电控、减速器、充电机等。热管理方面，传统燃油车可以使用发动机取暖并驱动压缩机，而电动车需要使用电动压缩机，部分车型使用热泵空调等。我们梳理了大众 MEB 在国内的部分产品定点情况，重点关注与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），以及单车价值量较高的零部件（座椅等）。

图表49.大众 MEB 主要零件配套企业



资料来源：公司公告，盖世汽车，中银证券

MEB 相关汽车零部件主要关注**三条投资主线：1）配套价值量高**，尤其是与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），从现有配套企业来看，国产大众 MEB 配套价值量较高的是华域汽车、富奥股份、一汽富维、均胜电子等；**2）收入弹性大**，根据我们测算，富奥股份、一汽富维、精锻科技等配套大众 MEB 的收入占比相对较高；**3）潜在突破**，随着国产 MEB 车型的持续推进，宁波华翔等大众原有重点供应商的配套单车价值量有望取得突破。重点推荐均胜电子、华域汽车，建议关注富奥股份、一汽富维、精锻科技、文灿股份等。

ADAS 及智能座舱加速渗透，5G 推动车联网发展

ADAS 加速渗透，L3 陆续量产，相关产业链有望受益

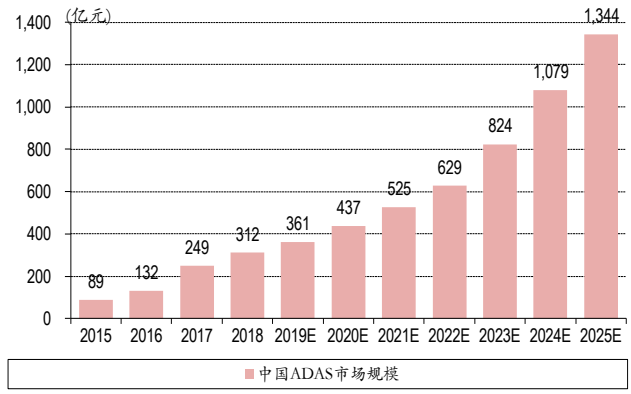
按照 SAE 分级标准，自动驾驶可以分为 L1-L5 等 5 个级别。在自动驾驶领域，传统车企与互联网巨头厂商采取不同的路线切入。传统车企通常采用“渐进式”路线，逐步新增 ADAS 功能模块，通过高精度摄像头与传感器采集数据，使其获得 L1、L2 级部分自动驾驶能力，也是现阶段商业化成果，优势在于传感器硬件与车辆控制。谷歌、百度等互联网企业通常采用“跨越式”路线，旨在直接实现 L4/L5 阶段，主要通过激光雷达对路面实时扫描绘制高精度 3D 地图实现，其优势主要是深度学习加算法。

消费者需求强烈。随着 ADAS 技术逐步走向成熟与产品价格逐渐下降，ADAS 功能正逐渐从豪华车向中低端车型渗透。消费者的消费理念也在逐渐变化，除了关注外观、空间、价格等关键参数，也越来越关注产品安全与智能化配置，更注重驾乘体验。根据 AlixPartners 对全球消费者的调研结果显示，全球市场消费者对不同水平的自动驾驶技术各有喜好，中国消费者对 L2/L4 级自动驾驶的接受度相对较高，其意愿支付成本高于全球其他市场。

产业政策扶持。智能汽车是汽车产业转型升级的战略方向，加快智能汽车产业布局有利于我国抢占汽车产业未来战略的制高点。2018 年 12 月工信部发布《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，到 2020 年，车联网用户渗透率达到 30%以上，新车驾驶辅助系统（L2）搭载率达到 30%以上，联网车载信息服务终端的新车装配率达到 60%以上，构建能够支撑有条件自动驾驶（L3 级）及以上的智能网联汽车技术体系。2020 年 2 月《智能汽车创新发展战略》发布，提出到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。到 2035 年，中国标准智能汽车体系全面建成的目标。智能汽车产业目标逐渐升级与细化，充分彰显我国构建智能汽车强国的雄心，将推动智能汽车技术和产业迎来高速发展。

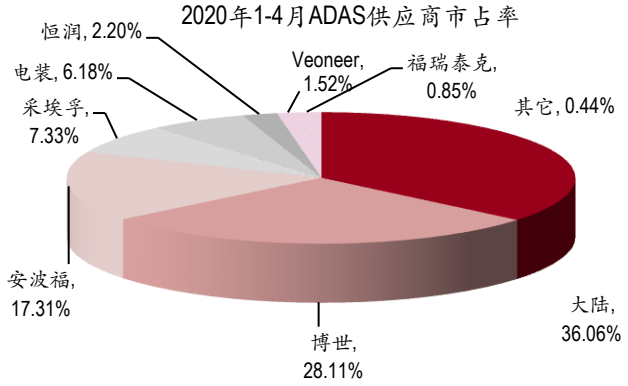
市场空间广阔。ADAS 系统既是车企切入无人驾驶的渐进式道路，也是现阶段无人驾驶成果的商业化产品。目前大部分主流乘用车企在量产车型上前装 L1 级功能，L2 级功能大部分车企也已可达到，在部分高端车型或中高配上前装部分 L2 级功能，不论从合资品牌、自主品牌、造车新势力来看，ADAS 功能配置率都较高，已成为吸引消费者的重要因素，ADAS 渗透率快速提升。根据智研咨询统计数据，2019 年中国 ADAS 市场规模预计 361 亿元，未来几年 ADAS 市场与产品渗透率有望快速提升，预计到 2025 年有望达 1,344 亿元，年均复合增长率约 24.5%。

图表50.中国 ADAS 市场预计 2025 年达 1344 亿元



资料来源：智研咨询、中银证券

图表51.2020 年 1-4 月 ADAS 供应商市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

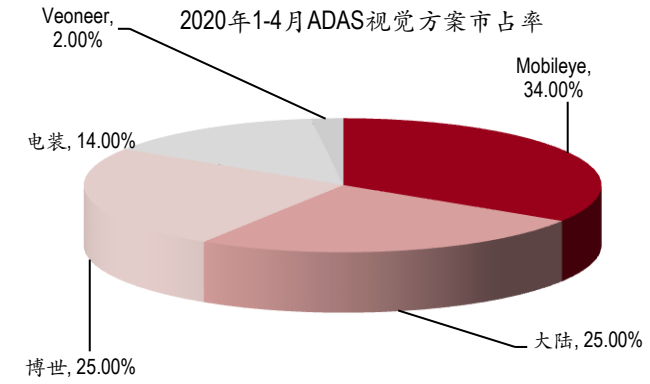
L2 渗透率快速提升，国产化机遇广阔。根据高工智能汽车研究院数据，2019 年国内新车 ADAS（L0-L2 功能）搭载率为 21.9%，2020 年 1-9 月 ADAS（L0-L2 级）搭载率为 36.94%，同比上年增加近 17 个百分点，预计全年新车 ADAS 搭载率有望突破 40%。从产品生命周期来看，L2 及以下 ADAS 系统已进入成长期，未来有望快速增长。但目前主要产品的市场份额大都被博世等跨国巨头所掌握，国产化机遇广阔。

1）系统集成，执行层与汽车底盘控制密切相关，传统主机厂与零部件供应商在集成与车辆控制方面具备技术优势。由于 ADAS 系统需要将感知层、决策层、执行层等多个模块集成，需要深厚的系统集成能力，主要掌握在国际巨头手中。根据高工智能汽车统计数据，2020 年 1-4 月自主及合资品牌前向 ADAS 一级供应商大陆、博世、安波福三家占据 81%份额。国产供应商方面，恒润、福瑞泰克、易航逐渐开始配套，未来市场份额有望逐渐扩大。

2）视觉系统，在 ADAS 系统中，1R1V 是主流方案，2019 年占比达到 55%。根据高工智能汽车数据，2020 年 1-4 月自主及合资品牌前向 ADAS 视觉方案供应商 Mobileye 占比 34%，博世、大陆约各占 25%。国内视觉算法公司目前可以实现的主要是车道偏离预警和前向碰撞预警等 L1 阶段功能，且多数为初创企业，企业规模小，资金实力薄弱，车企需要大规模量产，对零部件供应商认证周期较长，且需要产品稳定性很强，使得这类企业产品主要集中在后装市场，目前规模较小。未来有望从 360 环视等系统，逐步向前向 ADAS 方案演进。

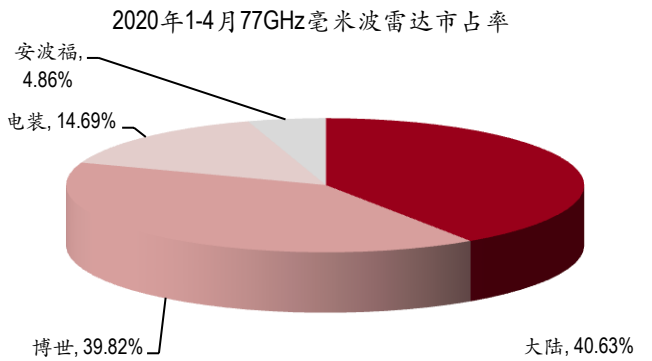
3）毫米波雷达，全球主要供应商有大陆、博世、电装、德尔福等国际巨头，其中法雷奥、海拉和博世占据我国 24 GHz 雷达市场 60%以上的出货量，大陆集团、博世和安波福占据我国 77 GHz 雷达市场 80%以上的出货量。根据高工智能汽车数据，2020 年 1-4 月 77GHz 毫米波雷达供应商中，大陆、博世、电装及安波福分别占据 40.63%、39.82%、14.69%及 4.86%的市场份额，形成寡头垄断格局。目前国内 24GHz 已实现量产供货，77GHz 仅有小部分企业实现量产，如芜湖森思泰克、华域汽车等，未来有望逐渐打开市场空间。

图表52.2020 年 1-4 月 ADAS 视觉方案市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

图表53.2020 年 1-4 月 77GHz 毫米波雷达市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

综上所述，在 ADAS 系统集成及毫米波雷达、视觉系统等领域，目前仍然为外资供应商主导。ADAS 产品渗透率有望在近几年快速提升，随着国内供应商持续研发积累，有望凭借成本、服务等优势获得一定的市场份额，华域汽车、德赛西威、保隆科技等厂商有望受益。

L3 逐渐进入量产阶段，线控底盘与域控制器有望爆发。根据 SAE 分类，L3 级自动驾驶具备在类似于高速公路这样的限定环境下完整执行动态驾驶任务（DDT）的能力，面对自动驾驶系统、车辆故障或其他突发情况，驾驶员要尽可能以最小风险接管，L3 成为 L1/L2 辅助驾驶技术和 L4/L5 级自动驾驶技术之间的桥梁，各厂商主要规划 2020 年前后实现 L3 级量产。L3 量产需要线控底盘和域控制器的支持，相关产品有望迎来爆发。

2017 年 7 月 11 日新一代奥迪 A8 正式发布，成为全球首款实现 L3 级别自动驾驶的量产车，在法规允许的前提下开放这一功能，目前德国与美国的几个州已经在法律层面允许 L3 级别的 A8 上路。2019 年 10 月 17 日，广汽新能源 Aion LX 上市，官方宣称已经能够支持 L3 级别的自动驾驶。自主品牌在发展节奏上，技术和战略定位等仍处在跟随国际巨头步伐阶段，L3 落地商业化殊为不易。一方面，L3 的技术存在诸多不确定性，实现 L2 到 L3 的跨越，不仅仅要在 L2 的基础上增强系统的感知能力，同时对地图、定位精度也有了更高的要求。另一方面，由于法律法规的约束，现行条件下还不允许驾驶员放开双手驾驶车辆。

图表54.国内外部分车企自动驾驶车型投放规划

车企	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
宝马		L2			L3			L4	
奔驰		L2		L3				L4	
沃尔沃		L2			L4				
特斯拉		L2		L3	L4				
大众		L2			L4				
通用		L2		L4					
福特			L2		L4				
丰田		L2		L4					
本田		L2		L3					
日产		L2			L3				
现代起亚		L2			L4				
上汽		L2			L3	L4			
一汽		L2		L3	L4				L5
长安		L2		L3		L4			L4
东风		L2		L3					L4
北汽		L2		L3	L4				
广汽		L2	L3						
吉利		L2		L3				L4	
长城		L2		L3		L4			
奇瑞		L2		L3					
蔚来		L2			L3				
威马		L2			L3				
小鹏		L2		L3					

资料来源：盖世汽车，中银证券

线控底盘是发展趋势。对于智能汽车，尤其是 L3 及以上等级自动驾驶汽车，制动系统的响应时间尤为重要，线控制动响应更快，是实现自动驾驶安全的重要保障；转向系统等要求控制精确、可靠性高，只有线控转向（Steering By Wire, SBW）可以满足要求，成为转向系统未来的发展趋势。

线控制动尚处于发展早期阶段，目前渗透率较低，仅有少量车型配备，新能源汽车配置率相对较高，随着新能源汽车、L3 及以上智能驾驶的逐步渗透，线控制动有望爆发。目前线控制动系统单价约 2,500 元，未来随着产销量上升带来成本降低，价格有望下降至 2,000 元左右，我们预计 2020 年、2025 年国内线控制动系统的市场空间分别为 58 亿、162 亿元，年均复合增速高达 23%。目前线控制动系统的主要供应商包括博世、采埃孚、大陆等国际零部件巨头企业，国内厂商如伯特利、拓普集团、万安科技参股的同驭科技目前已取得一定成果，虽然国内厂商与博世等国际巨头仍存在一定差距，但产业尚处于发展早期阶段，还有较大的追赶机会。

线控转向尚处于发展早期阶段，目前渗透率极低，仅有少量车型配备。随着 L3 及以上智能驾驶的逐步渗透，线控转向有望爆发。目前 EPS 单价约 1,500 元，线控转向系统以 EPS 为基础，短期产销量较低，预计单价约 4,000 元，后期随着应用范围扩大，预计单价有望逐步降低至 3,000 元左右。我们预计 2020 年、2025 年国内线控转向系统的市场空间分别为 1 亿、122 亿元，年均复合增速高达 166%。中国乘用车转向助力系统厂家中，Bosch、JTEKT、NSK、ZF、Nexteer 等国际巨头市占率排名靠前。国内企业主要有株洲易力达、湖北恒隆和浙江世宝等，但规模都比较小，技术相对落后。目前拓普集团等企业在 EPS 等领域已有产品布局或量产，通过持续投入，未来国内企业或将迎来发展机会。

图表55.线控制动系统供应商与配套

供应商	产品	配套客户
博世	iBooster/IPB	通用、吉利、特斯拉、蔚来等
大陆	MK C1	阿尔法罗密欧等
采埃孚	IBC	通用等
爱德克斯	EBC	丰田普锐斯等
伯特利	WCBS	已发布，尚未批产
同驭汽车	EHB 系统	江铃等，小规模量产
拓普集团	IBS	处于验证和推广阶段

资料来源：佐思产研，中银证券

图表56.线控转向系统供应商及产品进展

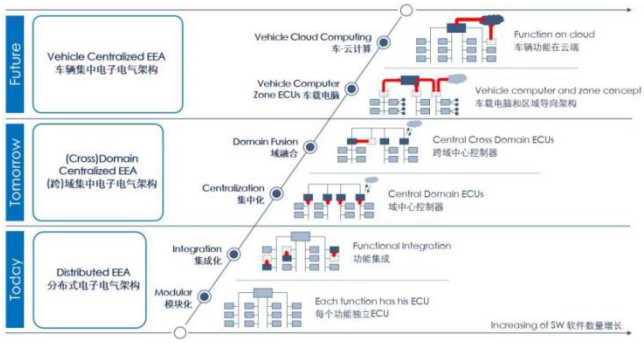
供应商	线控转向产品进展
Kayaba	已量产配套英菲尼迪
博世	产品有样车展示
采埃孚	未量产，有产品介绍
JTEKT	未量产，有产品介绍
耐世特	研发 Quiet Wheel 产品
联创电子	有研究，原型机
拓普集团	研发中

资料来源：佐思产研，中银证券

域控制器已逐步量产。根据博世的分类，汽车电子电气架构可以分为分布式架构、域集中式架构和车辆集中式架构等三个阶段。目前大部分汽车尚处于分布式架构阶段，部分新车型采用域集中式电子电气架构，而特斯拉较为领先，率先采用了车辆集中式电子电气架构。对于 L3 及以上自动驾驶汽车，出于算力等角度考虑，需要采用域集中式架构，包括最重要的域控制器。

2017 年 7 月奥迪新 A8 全球首发，成为全球首款 L3 级自动驾驶量产车，其中央驾驶辅助控制单元（即 zFAS）也是全球首个量产的域控制器。目前在域控制器领域，大陆、采埃孚等外资供应商相对领先，国内德赛西威、均胜电子等均有相关布局，建议关注。

图表57.博世关于电子电气架构的分类



资料来源：博世，车云网

图表58.德赛西威 IPU03 域控制器搭载小鹏 P7 上市



资料来源：汽车商业评论，中银证券

L4 级尚处于示范运营阶段，L5 任重道远。根据 SAE 分类，L4 级别车辆将全部交给系统，L4、L5 的区别主要在于是特定场景还是全场景应用。在技术实现方面，L4 级别以上的无人驾驶车载摄像头数量将明显提升（从 L1/2 的每车 2 个增加到每车 8-12 个），激光雷达成本也需大幅下降，据车智网报道，车用激光雷达的价格在十年间，从 10 万美元左右降至数千美元，并且可能继续下降到数百美元区间。

L4 级自动驾驶系统的开发与场景的选择密切相关，不同场景间实地环境差异和行业需求差异，决定了解决方案的难度、路径选择与盈利模式。目前国内外 L4/5 级自动驾驶项目基本上处在试运营阶段，一方面 L4 级别软硬件成本依旧高昂，另一方面技术水平未达到在城市一般道路的复杂环境中实现自动驾驶，L4/5 级别应用于乘用车尚需时日。但在可预见的未来，L4/5 级别的无人驾驶将在环卫、物流、（半）封闭园区等可控场景内率先实现商业化落地。根据罗兰贝格预测，2020 年在封闭低速场景下的物流、客流和停车场自动泊车有望率先落地，2023-2025 年有望实现高速公路自动驾驶，2025-2030 年复杂道路环境中的最后三公里物流、接驳巴士才能实现。政府层面也加大基础设施建设，推动地方智能汽车示范区建设，目前国内已有超过 20 个智能网联汽车示范区，基本覆盖了各种天气、道路环境，涵盖封闭道路和开放道路测试，应用场景逐步拓展。

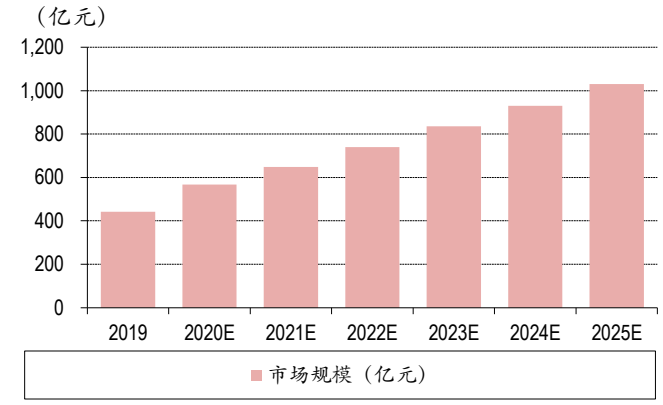
从 L4 到 L5 级别，是实现全自动驾驶从特定场景到全场景的跨越。实现全场景的应用需要应对现实中复杂的交通网络，技术方面，目前主要的制约因素是缺少性能强大的人工智能系统以及高可靠性和灵敏度的传感器；另外，从研发到真正落地，还需适应于 V2I 的基础设施建设相配合以及相关法律的完善与消费者对完全自动驾驶的接受度。近几年来 Uber、Tesla、Waymo 等频陷"自动驾驶风波"，暴露出当前全自动驾驶技术的不成熟，引发了公众对自动驾驶商业化的担忧，根据各公司披露的计划，L5 级自动驾驶预计至少需要到 2025 年前后才能实现量产。

智能座舱渗透率快速提升，关注国产化供应商

智能座舱是由不同的座舱电子组合成完整的体系，可实现语音控制、手势操作等智能化的交互方式，未来有可能将人工智能、AR、ADAS、VR 等技术融入其中，深受年轻消费者的喜欢，近年来渗透率快速提升。根据 ICVTank 数据显示，2019 年中国智能座舱行业市场规模达 441.1 亿元，在消费升级等推动下，智能座舱渗透率持续提升，预计到 2025 年市场规模将达到 1030 亿元，年均复合增速达 13%。

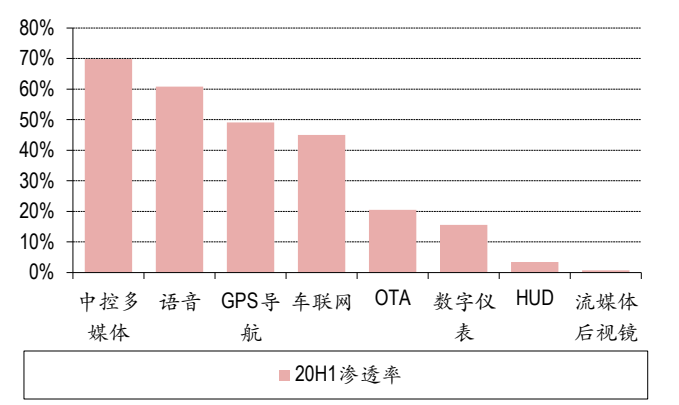
智能座舱硬件主要分为中控屏（包括车载信息娱乐系统）、流媒体中央后视镜、抬头显示系统 HUD、全液晶仪表等四大部分，不同产品渗透率也有较大差异。根据高工智能汽车研究院数据显示，2020 年 1-6 月智能座舱功能平均渗透率提升至 33.11%，相比去年（23.95%）提升了接近 10pct，其中中控多媒体、语音、GPS、车联网等功能渗透率相对较高，而流媒体后视镜、HUD 等相对较低。预计到 2025 年，中控屏、液晶仪表、流媒体后视镜及 HUD 的渗透率分别有望提升至 100%、70%、30%、30%。

图表59.国内智能座舱市场预计 2025 年超过千亿元



资料来源：ICVTank，中银证券

图表60.2020 上半年智能座舱各功能渗透率

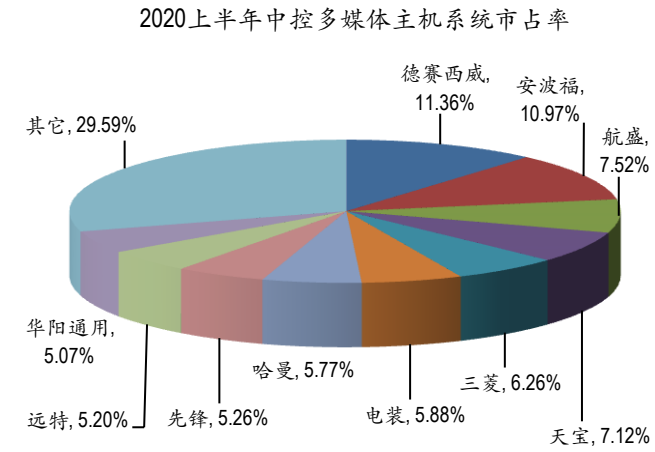


资料来源：高工智能汽车，中银证券

在中控多媒体主机供应商方面，据高工智能汽车研究院数据显示，2020 上半年国产供应商德赛西威排名第一，市占率为 11.36%，加上安波福、航盛等前十名供应商合计市场份额占比超过 70%。

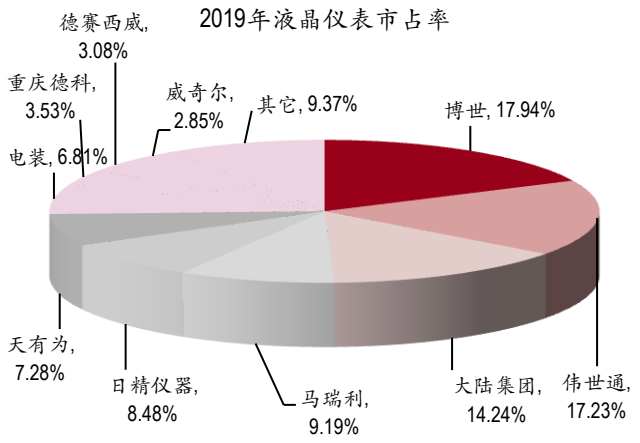
在液晶仪表供应商方面，据高工智能汽车研究院数据显示，2019 年博世、伟世通、大陆集团占据市场份额的前三位，此外有天有为、重庆德科、德赛西威、威奇尔等四家国产供应商进入前十。

图表61.2020 上半年中控多媒体主机系统市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

图表62.2019 年液晶仪表市占率

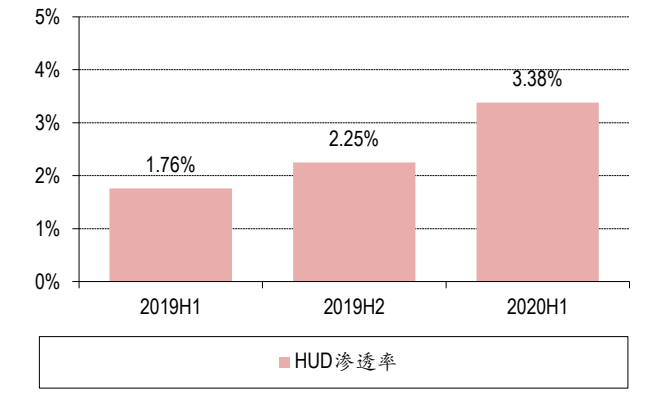


资料来源：高工智能汽车，中银证券

HUD 方面，据高工智能汽车研究院数据显示，2020 年上半年国内市场在售新车（自主及合资品牌）HUD 前装（标配）搭载上险量 25.4 万台，搭载率为 3.38%，较 2019 上下半年显著提升。但整体渗透率仍然相对较低，存在较大发展空间。

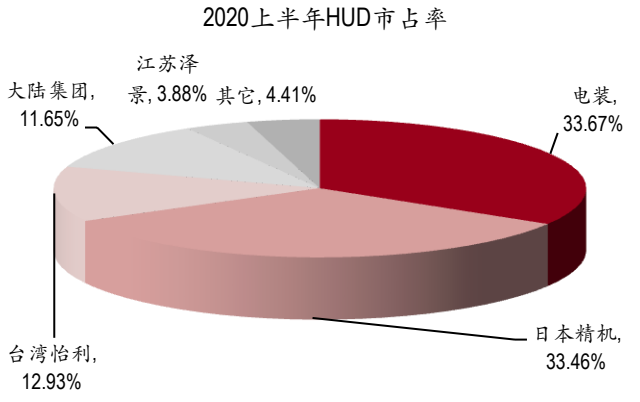
从竞争格局来看，2020 年上半年国内自主及合资品牌车型 HUD 供应商排名前五的分别是电装、日本精机、台湾怡利、大陆集团和江苏泽景，市场份额合计超过 90%。国内华阳集团等也已逐步量产配套，未来有望获得一定市场份额。此外 HUD 渗透率提升，将带来汽车玻璃配套价值量的提升，利好福耀玻璃等。

图表63.国内 HUD 渗透率快速提升



资料来源：高工智能汽车，中银证券

图表64.2020 上半年 HUD 市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

综合来看，中控多媒体渗透率较高，德赛西威等国产供应商取得较高市场份额；液晶仪表领域已有德赛西威等国产供应商取得突破；HUD 渗透率快速提升，华阳集团等有望获得一定市场份额。随着智能座舱各项功能的渗透率持续提升，相关国产供应商有望受益，建议关注德赛西威、华阳集团。

5G 商用箭在弦上，车联网迎发展新阶段

5G 商用正式启动，有望推动车联网产业加速发展。5G 即第五代移动通讯技术，2019 年 6 月 6 日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电等 4 家公司发放 5G 正式商用牌照，推动 5G 商用化进程。车联网是 5G 主要的应用场景之一，5G 技术具有低时延、高可靠、高速率和大容量能力，利于发挥车路协同优势，加速车联网与自动驾驶融合。5G 牌照发放，将是车联网发展的重要契机。

车联网早在 2G、3G、4G 时代就已经有所应用，但当时只能实现部分较为简单的信息娱乐功能，并不是完整的车联网，而拥有强大的网络连接支持、低延时保障的 5G 技术有望开启车联网领域新高度。在 5G 发展初期，C-V2X、5G 等技术可实现安全预警、车联管理效率以及部分自动驾驶的功能。当 5G 大规模覆盖后，将推动车路协同控制、车车协同驾驶、高级/完全自动驾驶等功能的实现。

2020 年 5 月 10 日，华为官方宣布已正式成立“5G 汽车生态圈”，旨在加速 5G 技术在汽车产业的商用进程。与华为合作的首批 18 家车企涵盖了国内汽车业的大半江山，包括：一汽集团、长安汽车、东风集团、上汽集团、广汽集团等多家车企。华为为众多车企提供了 5G 车载模组、5G 车载终端 T-Box 平台等产品和技术，包括支撑 5G 汽车以及 5G+C-V2X 智能网联的应用创新。华为已经成功推出自主车联网平台 OceanConnect，并在实际功能上发布 LTE-V2X 芯片，以及首款商用 C-2X 解决方案 RSU（路边单元）。

2020 年 6 月 12 日，国内首款完全自主研发的 L4 级 5G 自动驾驶汽车——东风 Sharing-VAN 正式量产下线，配备 4 个激光雷达、1 个毫米波雷达、16 个超声波雷达和 12 个摄像头，具备一键招车、动态限速、环岛通行、动态避障、多车编队、自动泊车及后台招车、远程控制、调度监控等 13 项功能，并搭载 5G 通信技术，在车联网和北斗系统的加持下，能够实现远程遥控驾驶，遇到紧急状况时后台可以通过远程遥控接管车辆，时延仅为 5-6 毫秒。该车代表目前国内最高水平，在国内整车企业中第一个实现了产业化。首批共 6 辆 Sharing-VAN 将驶向位于山东省青岛市的国家海洋实验室，在智能园区进行载人摆渡、运送物品等运营活动，并已经收到来自北京、浙江、广东和湖南等地的 70 多辆订单，涉及无人微公交、无人物流车、清扫消杀车等多个车型。伴随着 5G 商用化，L4 级自动驾驶汽车领也逐渐走向产业化与商业化。

图表65.华为的 5G 汽车生态圈



资料来源：华为官网，中银证券

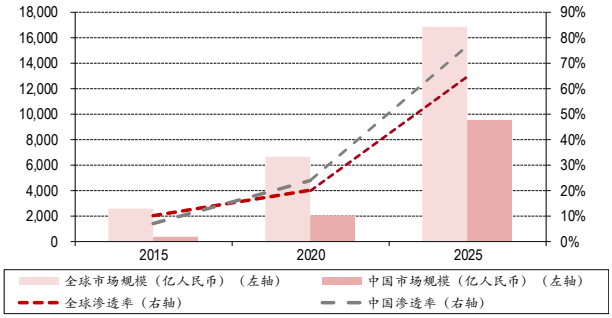
图表66.国内首款 L4 级 5G 自动驾驶汽车量产下线



资料来源：东风汽车官网，中银证券

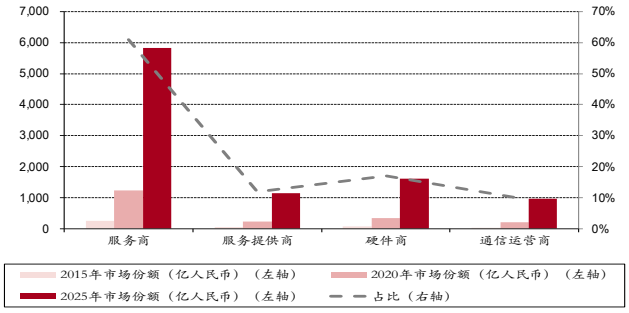
根据中国联通预测，预计 2020 年全球联网汽车总量将达到 2.2 亿辆，同时车联网市场规模将突破 6,500 亿人民币；中国车联网用户将超过 4,000 万，渗透率将超过 20%，市场规模超过 2,000 亿人民币，巨大的汽车市场为车联网的发展带来广阔的市场空间。根据中国联通和前瞻产业研究院的预测，2025 年中国车联网行业将迎来爆发式增长，市场规模超 9,000 亿，其中服务商的市场份额将达到 61%，接近 6,000 亿人民币，其次是硬件商（17%）、服务提供商（12%）和通信运营商（10%）。

图表67.车联网市场规模预测



资料来源：中国联通，中银证券

图表68.车联网行业市场份额产业链分布



资料来源：中国联通，前瞻产业研究院，中银证券

车联网硬件有望率先受益。从短期来看 RSU（路边设施单元）与 OBU（车载单元）等终端硬件有望首先受益；中期来看随着我国汽车电子芯片逐渐成熟，从车载娱乐系统等安全等级要求较低的产品入手，有望逐渐从后装渗透至前装、从国产渗透至合资，国产替代空间大；长期来看车联网的盈利模式将不仅仅是硬件收入，汽车共享、互联服务等信息化衍生的全新商业模式逐渐形成，各类服务商将受益。通信的有效性与可靠性将直接影响基于 C-V2X 的安全业务质量，随着 5G 与车联网的快速发展，OBU 与 RSU 等硬件设备有望率先放量，智能驾驶的推进进程也取决于 RSU 覆盖率和 T-BOX/OBU 渗透率。

图表69.RSU、OBU 的渗透率将决定智能驾驶演进过程

智能驾驶发展阶段	RSU 条件	OBU 条件	实现应用
初期	稀疏或无 RSU 条件	T-BOX/OBU 渗透率 10%~20%	支持基本辅助驾驶功能和道路安全预警功能
中期	中等覆盖度 RSU	OBU 渗透率 40%~60%	推进 L3 自动驾驶业务演进
成熟期	全覆盖 RSU 条件	OBU 渗透率 80%~100%	支持全自动驾驶服务

资料来源：IMT-2020(5G)推进组 C-V2X 白皮书，中银证券

OBU（On Board Unit），是一种安装在车辆上的可实现 V2X 通信，支持 V2X 应用的硬件单元。OBU 是车载终端的核心单元，OBU 的部署是实现 V2X 产业化落地应用的前提与关键环节。由 OBU 衍生出的车载终端形态各异、种类繁多，如智能后视镜、T-BOX、车机、摆放式终端等。车载终端有前装和后装两种形态，从推进策略上来看，后装更易于快速推广使用，更有利于 C-V2X 业务的快速推广覆盖。按照 2019 年产销近 2580 万辆来看，以单台车载终端 1,000 元计算，市场空间将达 258 亿元。

图表70.OBU 功能及市场空间

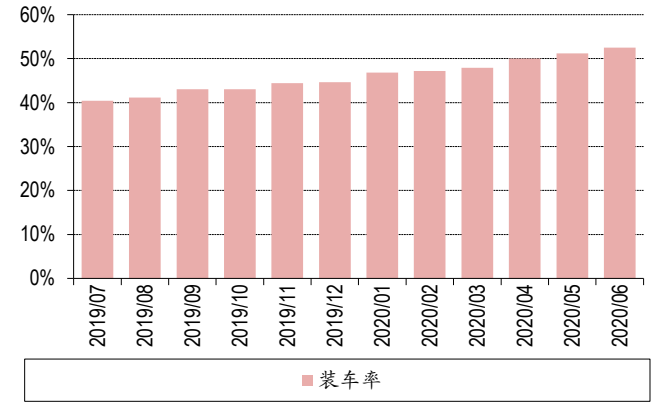
业务功能	管理功能	安全功能	温度湿度要求	2019 年汽车销量	市场空间
·接收数据 ·发送数据 ·协议转换 ·CAN 数据的读取及解析 ·定位能力 ·时钟同步 ·消息展示与提示	·设备认证 ·配置管理 ·故障管理 ·状态管理 ·运维管理	·软件安全 ·系统安全 ·应用安全 ·数据安全 ·断电保护 ·通信安全	·支持在-40℃~+85℃内正常工作 ·支持在-40℃~+85℃内正常存储 ·支持在每小时温度变化 20℃的环境下正常工作 ·支持在相对湿度 5%~98%区间内正常工作	2580 万辆	258 亿元

资料来源：中汽协，中国移动《LTE-V2X OBU 白皮书》，中银证券

车联网渗透率持续提升。根据威尔森统计，从搭载率来看，2019 年 7 月至 2020 年 6 月车联网搭载率逐月攀升，截至 2020 年 6 月，近 60%的车型搭载了车联网。从装车率来看，车联网装车率稳步增长，在 2020 年第二季度装车率已超过 50%。根据高工智能汽车研究院数据，2020 年 1-6 月中国市场（自主及合资品牌）新车搭载 4G 联网功能上险量达到 338.36 万台，同比增长 30.09%；新车上险 4G 联网搭载率为 45.05%，同比增加近 20 个百分点。

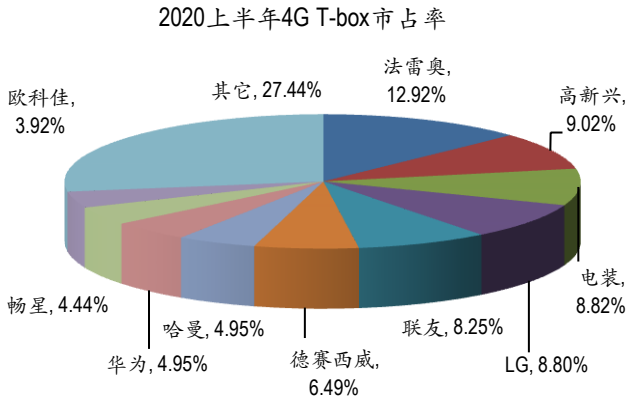
在竞争格局方面，2020 上半年 4G T-Box 前装供应商中，法雷奥、高新兴、电装排名前三，德赛西威等国产供应商进入前十。随着 5G 时代到来，车联网应用场景更加丰富。均胜电子 2018 年底第一代 OBU（车载终端）已完成开发，2019 年获得首个 V2X 项目，预计 2021 年量产，并与奇瑞雄狮、华人运通、中国信科等联合成立了专注于车联网构建的 V2X 生态圈战略联盟。德赛西威 T-Box 产品已在多个车型上配套量产，V2X 产品（车路协同）获得合资品牌车企的项目定点计划于 2020 年量产，并获得一汽-大众、长安马自达、奇瑞捷豹路虎、奇瑞商用车等客户的车联网平台、OTA、网联软件系统等项目。目前 C-V2X 尚处于发展早期阶段，均胜电子、德赛西威等有望获得先发优势，前景看好。

图表71.乘用车车联网装车率持续上升



资料来源：威尔森，中银证券，注：装车率为装备车联网车型销量占比。

图表72.2020 上半年 4G T-box 市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

RSU（Road Side Unit），是部署在路侧的通信网关，可实现 V2X 通信，支持 V2X 应用。它具备 LTE-V2X Uu 和 PC5 双模通信能力，内嵌 C-ITS 应用协议栈，可支持多种 V2X 消息；它可自动连接 V2X 平台，可实现复杂的 V2X 业务逻辑，以及自动化的远程控制与管理。RSU 支持路侧交通设施（信号机、传感器、标识标牌等）数据的收集，支持通过 Uu 或光纤与平台进行信息交互，支持通过 PC5 与 OBU、弱势交通参与者进行 V2X 通信。

RSU 目前主要应用在高速公路、车场管理中，在路侧安装 RSU，建立无人值守的快速专用车道，与车载单元 OBU 进行通讯，实现车辆身份识别，电子扣分与收费的装置。未来 RSU 将感测、分析、控制和通信联合在一起，为驾驶人员提供道路状况等交通信息，构建成强大的智能交通系统（ITS），有助于保持交通顺畅，改善安全和应急响应，并提供更多的服务。鉴于当前的各种技术，路侧设备目前大概要 500 米~800 米部署 1 个，才能实现覆盖和数据采集。按照现有高速公路里程 14.3 万公里来看，以每公里改造费用 100 万元计算，市场空间将达 1,430 亿元。

图表73.RSU 功能及市场空间

业务功能	管理功能	安全功能	温度湿度要求	每公里智能改造费用	高速公路里程	市场空间
数据收集 数据发送 协议转换 定位能力 时钟同步	·设备认证 ·配置管理 ·故障管理 ·状态管理 ·运维管理	·硬件安全 ·系统安全 ·数据安全 ·断电保护 ·通信安全	·支持在-35℃~+55℃内正常工作 ·支持在-40℃~+85℃内正常存储 ·支持在每小时温度变化 20℃下正常工作 ·支持在相对湿度 5%~98%内正常工作	100 万（含 RSU）	14.3 万公里	1430 亿元

资料来源：国家统计局，中国移动《LTE-V2X RSU 白皮书》，中银证券

目前支持 C-V2X 车联网的 RSU 仍处于初期发展阶段，与 ETC 相比，对于稳定性、可靠性和系统的兼容性要求提高，金溢科技、万集科技、聚利科技等 ETC 设备龙头供应商也积极布局支持 V2X 的 RSU 产品，向智慧公路、车路协同、城市智慧停车、城市交通管理等方向延伸。

图表74.国内外厂商已经开始布局支持 V2X 的 RSU

	公司	布局
国内厂商	华为	在上海举办的 2018 世界移动大会期间，华为在车联网产业生态峰会上首次对外解读 C-V2X 车联网的战略，并发布全球首款商用 C-V2X 解决方案 RSU
	大唐电信高新兴	大唐电信集团基于自主研发的芯片级解决方案,已经完成包括 LTE-V2X 车载单元(OBU)和路侧单元(RSU)预商用产品公司推出了 5G 模组、5G T-BOX、RSU 路侧感知单元以及 MEC 设备
	中国联通	目前中国联通正在与华大北斗等公司进行合作，布局路侧感知单元 RSU、车端通信模组以及云端设备三大方面，其测试路段目前主要位于延崇高速的部分路段
	中国移动	中国移动与美国高通基于 Qualcomm®C-V2X 芯片组解决方案开发了面向 3GPP Release 14 的 C-V2X 直接通信（PC5）路侧单元（RSU）
	中兴	中兴通讯在全球已发布多款车载模组和终端，针对 C-V2X 方面已推出 C-V2X 全系列产品：V2X 模组、V2X OBU 以及 RSU 路侧单元
	金溢科技	公司积极参与 V2X 产业生态建设与产品研发，目前已形成涵盖路侧单元、车载终端的全线 V2X 产品体系
	万集科技	公司主要产品包括车载单元（OBU）、路侧单元（RSU）、手持发行器、台式发行器、智能 OBU、车载前装 OBU 等
	聚利科技	公司主要产品包括 OBU、RSU、计价器、智能服务终端、CPC 卡等
	千方科技	公司发布了 2018 年上半年推出预商用 RSU 的产品计划，预计 2019 年商用
国外厂商	高通	高通在 2017 年 9 月发布了他们的旗舰产品 Qualcomm 9150 C-V2X 芯片组解决方案，该芯片组已经用于 RSU、OBU 及许多国家的汽车安全和交通效率试验的模块
	Savari	Savari 提供端到端的 V2X 解决方案，包括符合 C-V2X、US（WAVE）和欧洲（ETSI）标准的 V2X 中间件，包含 DSRC 和 C-V2X 无线电的 RSU，以及安装在一些最大的网联车辆试验台上的 OBU
	Unex	Unex 公司推出了一系列的支持 V2X 通讯的路侧单元和车载单元：OBU-201E、OBU-201U、RSU-101U、RSU-101E、RSU-201U、RSU-201E
	Cohda 无线公司	Cohda 公司推出了 MK5 OBU 以及 MK5 RSU 等 C-V2X 解决方案，已符中国标准和规范。在通过 IMT-2020（5G）认证之后，这家总部位于澳大利亚的跨国公司便可以正式拓展其在中国的市场

资料来源：搜狐汽车，车云网，中银证券

投资建议

投资建议

随着疫情影响减弱及中央与地方刺激政策落地，汽车销量持续回暖，我们预计 2021 年汽车销量有望达到 2,750 万辆（+9.0%），其中乘用车 2280 万辆（+13.8%），商用车 470 万辆（-9.3%），并将迎来持续上行周期。

整车方面，乘用车企业销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐上汽集团、长安汽车、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三车淘汰更新、治理超载超限等因素拉动，我们预计 2021 年重卡有望保持高景气度，关注潍柴动力、威孚高科、中国重汽；国六实施有望带来轻卡格局改善及盈利提升，进城限制逐步放开皮卡前景看好，关注长城汽车、江淮汽车、福田汽车等。

零部件方面，受疫情影响汽车销量下滑，零部件业绩短期承压但已逐步恢复。随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份、腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，优势车企供应链企业表现有望好于行业，推荐伯特利、凯众股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的宁波华翔、华域汽车，关注威孚高科、广东鸿图、松芝股份等。

新能源方面，预计 2021 年新能源汽车销售约 175 万辆（+40%），后续高增长方向明确。特斯拉规划全球交付量翻倍增长，大众 MEB 开始国产，产业链将持续受益。推荐新能源龙头比亚迪，特斯拉产业链拓普集团等，大众 MEB 产业链均胜电子等，关注旭升股份、富奥股份等。

智能网联方面，ADAS 及智能座舱渗透率快速提升， L3 车型陆续量产有望带动线控底盘及域控制器爆发，C-V2X 逐步量产落地。推荐均胜电子、伯特利、拓普集团，关注德赛西威、华阳集团、保隆科技等。

重点标的

上汽集团：新能源及智能网联全面发展，看好豪华车国产前景

公司是国内汽车行业龙头企业，合资自主产品线日益完善，后续销量有望逐步回暖。国内豪华车渗透率持续提升，上汽奥迪预计将于 2022 年初量产，国产化前景看好。公司在新能源、智能网联等领域全面布局，核心竞争力持续领先，利好公司长期发展。新能源方面，上汽大众 MEB 即将开始国产，通用 BEV3 等项目也顺利推进，五菱宏光 MiniEV 持续热销。智能网联方面，公司“最后一公里”自主泊车项目实现量产，启动全球首次“5G+L4 级智能驾驶重卡”示范运营。此外公司顺应汽车产业发展趋势，成立零束软件分公司，将承担新一代中央集中式电子架构等研发任务。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 2.11 元、2.56 元和 2.88 元，维持**买入**评级。

银轮股份：乘商并举业绩有望稳健增长，新能源热管理前景可期

公司是国内知名热管理产品供应商，短期看国六全面实施及新能源增长，长期看全球份额提升及产品线拓展。公司今年受益于天然气 EGR 等业务高增长，明年柴油机重卡等将全面实施国六，EGR、DPF 及 SCR 后处理封装等业务有望爆发。新能源方面，公司已获得特斯拉多项订单，在手研发项目众多，未来有望持续高速增长。此外重卡缓速器、乘用车销量回暖也将推动公司业绩增长。从全球产业竞争力来看，国内零部件企业在成本、服务等方面优势明显，随着技术不断进步，竞争力持续提升，有望获取更多订单。近年来摩丁等欧美竞争对手在热管理、排放处理等领域不断收缩，公司在相关领域持续获取订单，全球份额稳步提升，长期发展看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.52 元、0.64 元和 0.76 元，维持**买入**评级。

伯特利：轻量化及电控收入高增长，线控制动及 ADAS 前景可期

公司是国内知名从事汽车安全系统相关产品研发、制造与销售的国家级高新技术企业。公司全球产能持续扩张，为后续业绩增长奠定良好基础。产能方面，公司此前公告拟发行可转债扩充产能，目前已获得证监会受理。其中新铸造项目已于日前在芜湖举行奠基开工仪式，项目建成后将具备年产 5 万吨铸铁汽车零部件及 1 万吨铸铝汽车零部件的生产能力，预计实现年销售收入 5 亿元以上。此外公司年产 30 万套线控制动系统生产线预计年底达到 SOP 阶段，墨西哥年产 400 万件轻量化零部件项目正在建设中。产品方面，公司自成立以来，产品线由盘式制动器等机械产品逐步向智能化（ABS、ESC、EPB、线控制动、ADAS、电动尾门等）、轻量化（锻铝控制臂等）方向发展，符合汽车产业未来发展趋势，单车价值量也有大幅提升，原有盘式制动器仅数百元，而锻铝控制臂约数百元，EPB 约上千元，线控制动约两千元。加上客户拓展顺利，长期前景可期。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.01 元、1.33 元和 1.60 元，维持***买入***评级。

均胜电子：新能源及智能网联全面布局，受益于特斯拉及大众 MEB 国产

公司是全球知名汽车安全及电子产品供应商，在新能源、智能网联等领域全面布局，并大幅受益于特斯拉及大众 MEB 国产。新能源方面，公司年内获得大众汽车中国区 MEB 平台新增车型的电池管理和监测单元产品订单，以及一汽大众、上汽大众、上汽通用、上汽乘用车等主机厂的多个充电产品订单，全生命周期超过 40 亿元。国内外新能源汽车销量高速增长，公司在手订单充裕，并有望受益于大众 MEB、特斯拉等车型量产，项目落地有望推动业绩增长。车联网方面，公司拟分拆上市的子公司均联智行年内获得蔚来汽车 5G-V2X 平台项目定点，项目金额约 6.6 亿元，产品包含 V2X 的 5G-TBOX 和 5G-VBOX。国内 5G 时代来临，V2X 车联网市场空间广阔，公司把握先机前景可期。我们预计公司 2020- 2022 年每股收益分别为 0.05 元、0.91 元和 1.28 元，维持***买入***评级。

宁波华翔：重组利好长期发展，受益于特斯拉国产

公司是国内知名汽车内外饰供应商，主要产品包括真木及铝饰条、后视镜等外饰件，仪表板、门板等内饰件，以及热成型等金属件；主要客户为大众、奔驰、宝马等优质车企。公司国内业务发展稳健，热成型等推动增长。海外业务此前连年亏损，公司拟推进欧洲业务重组，短期费用对利润有一定影响，但重组完成后有望解决海外亏损问题，利好长期发展。此外公司配套国产特斯拉等客户价值量有望大幅提升，未来发展看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.44 元、1.84 元和 2.11 元，估值水平较低，维持***买入***评级。

腾龙股份：空调管路龙头，深耕燃料电池产业前景广阔

公司是中国乘用车热管理系统管路行业龙头企业，主要产品为汽车热管理管路及附件、EGR 系统及传感器等，主要客户包括本田、沃尔沃、标致雪铁龙、吉利、上汽、东风、长城等国内外知名整车企业，以及法雷奥、马勒、翰昂、大陆、博世等国际知名汽车零部件系统供应商。短期来看，公司管路业务方面通过并购及全球化带来增长，新能源热管理管路价值量大幅提升；节能减排业务方面排放及油耗法规升级，有望带来 EGR 及传感器业务增长；长期来看，燃料电池是中长期发展方向，政策助力产业快速发展。公司通过收购将成为新源动力第一大股东，并设立腾龙氢能，全面布局燃料电池系统及核心零部件业务，长期发展看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.82 元、1.11 元和 1.40 元，维持买入评级。

风险提示

1） **汽车销量不及预期。**

海外疫情尚在蔓延，后续若疫情反复，或将导致汽车销量不及预期。

2） **中美贸易摩擦升级。**

汽车是贸易摩擦重要筹码，若后续贸易冲突持续升级，将对汽车行业产生一定冲击。

3） **产品降价及毛利率下滑。**

目前车市竞争加剧，若产品大幅降价、毛利率大幅下滑，将对相关企业的利润产生较大压力。

附录图表 75. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
000625.SZ	长安汽车	买入	22.22	1191.7	(0.49)	0.90	(45.0)	24.7	9.91
002594.SZ	比亚迪	买入	175.82	4796.6	0.59	1.61	297.1	109.2	20.88
600104.SH	上汽集团	买入	24.95	2915.0	2.19	2.11	11.4	11.8	21.76
600741.SH	华域汽车	买入	31.21	984.0	2.05	1.43	15.2	21.8	15.91
601799.SH	星宇股份	增持	191.00	527.5	2.86	3.89	66.8	49.1	19.25
603596.SH	伯特利	买入	38.83	158.6	0.98	1.01	39.5	38.4	6.15
601633.SH	长城汽车	买入	26.77	2456.4	0.49	0.54	54.6	49.6	5.94
603037.SH	凯众股份	买入	17.48	18.3	0.77	0.77	22.6	22.7	7.91
601689.SH	拓普集团	买入	32.50	342.9	0.43	0.55	75.2	59.1	7.16
002434.SZ	万里扬	买入	9.94	133.2	0.30	0.44	33.3	22.6	4.88
002048.SZ	宁波华翔	买入	16.76	105.0	1.57	1.44	10.7	11.6	16.01
600699.SH	均胜电子	买入	24.80	339.3	0.69	0.05	36.1	496.0	9.61
002126.SZ	银轮股份	买入	11.62	92.0	0.40	0.52	29.0	22.3	4.97
300258.SZ	精锻科技	增持	18.55	89.4	0.36	0.40	51.4	46.4	4.86
002920.SZ	德赛西威	增持	74.00	407.0	0.53	0.82	139.3	90.2	8.05
603158.SH	腾龙股份	买入	20.75	45.0	0.56	0.82	36.9	25.3	5.23

资料来源：万得，中银证券。注：股价截止日 2020 年 11 月 26 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371