

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

交运设备

增持 (维持)

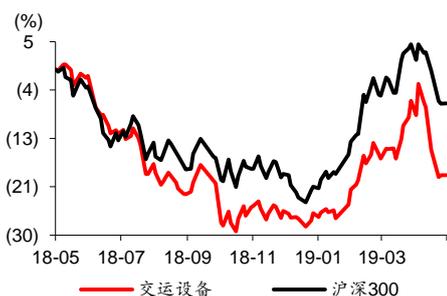
**陈燕平** 执业证书编号: S0570518080002  
研究员 021-38476102  
chenyanping@htsc.com

**刘千琳** 执业证书编号: S0570518060004  
研究员 021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

相关研究

- 1《交运设备: 行业周报(第十九周)》2019.05
- 2《交运设备: 行业周报(第十八周)》2019.05
- 3《广汇汽车(600297,买入): Q1 毛利率改善, 行业改善弹性大》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 否极泰来, 复苏有望

## 2019 汽车行业中期策略

### 核心观点: Q1 行业增速低点, 销量增速有望逐季改善

2019 年 M1-4, 乘用车销量仍然延续双位数下滑态势, 我们预计从 2 季度开始销量增速情况有望逐季改善。2019 年整体乘用车销量或仍呈负增长, 中低端市场竞争加剧, 豪华车消费升级趋势不减。车企降本压力增大, 零部件深度国产替代进行中, 整车板块周期性增强, 细分领域有竞争优势的零部件公司更具配置价值。建议关注销量表现较强势的标的长城汽车、广汽集团, 业绩改善空间大的标的长安汽车、经销商龙头广汇汽车、具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力, 以及国产替代持续进行中的零部件标的华域汽车、星宇股份、拓普集团、银轮股份、天成自控。

### 否极泰来, 复苏有望: 布局整车及重卡核心标的

我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失, 国五车型去库存结束以及增值税率下降之后官降实施, 消费者的观望情绪正逐步减弱, 从 Q2 开始乘用车销量有望逐步改善。后 SUV 时代来临, 自主应谋求加快转型, 寻找新的销量驱动力。日系强势产品周期, 自主美系法系承压。豪华车销售相对受影响较小, 消费升级逻辑仍存在。重卡销量持续超预期, 全年销量有望达到 105 万台。建议关注销量表现较强势的标的长城汽车、广汽集团, 业绩改善空间大的标的长安汽车, 经销商龙头广汇汽车。具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力。

### 配置深度国产替代以及拓展智能电动领域的零部件先锋

目前汽车市场竞争加剧, 主机厂降本压力加大, 国产替代正在加速。乘用车高速发展时代已经逐步过去, 整车周期性加强, 具有核心竞争力的零部件企业有望因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素, 维持更稳定的成长。建议超配国产车灯先锋星宇股份(进入奥迪、宝马供应链)、座椅总成国产替代先锋天成自控(进入上汽荣威供应链)、汽车热管理龙头银轮股份(进入欧洲外资供应链)、NVH 龙头拓普集团(进入特斯拉供应链)。产业标杆引领智能驾驶快速发展, 建议关注智能驾驶产业链标的德赛西威、保隆科技、华域汽车、拓普集团。

### 投资策略: 行业复苏有望, 布局长期成长

我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失, 国五车型去库存结束以及增值税率下降之后官降实施, 消费者的观望情绪正逐步减弱, 从 Q2 开始乘用车销量有望逐步改善。1) 重点推荐销量表现较强势的标的长城汽车、广汽集团, 业绩改善空间大的标的长安汽车, 经销商龙头广汇汽车, 具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力; 2) 重点推荐零部件龙头及细分领域拥有产品竞争力优势的深度国产替代标的, 如星宇股份、天成自控、银轮股份、拓普集团等; 3) 紧跟智能驾驶产业发展动向并关注产业链优质标的: 拓普集团、华域汽车等。

风险提示: 汽车销量不及预期, 行业政策波动, 国产替代进程不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
601633	长城汽车	9.02	增持	0.57	0.66	0.81	0.95	14.8	12.8	10.4	8.9
000625	长安汽车	7.87	买入	0.14	0.29	0.79	0.88	56.2	27.1	10.0	8.9
600741	华域汽车	21.00	增持	2.55	2.42	2.57	2.72	8.2	8.7	8.2	7.7
601799	星宇股份	69.82	增持	2.21	2.94	3.88	5.07	31.6	23.7	18.0	13.8
601689	拓普集团	16.65	买入	1.04	1.13	1.24	1.38	16.0	14.7	13.4	12.1

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

汽车行业 2019 年中期投资策略	4
否极泰来，复苏有望：布局整车及重卡核心标的	4
配置深度国产替代以及拓展智能电动领域的零部件先锋	4
2019 年下半年汽车行业亮点	4
投资策略：行业复苏有望，布局长期成长	4
前期影响销量因素减弱，乘用车销量有望逐季改善	5
后 SUV 时代来临，自主品牌或谋求加快转型	6
重卡 Q1 销量超预期，预计全年销量 105 万辆	7
补贴大幅退坡，新能源汽车盈利能力承压	9
新能源乘用车强势增长，过渡期冲量有望	9
销量下滑影响业绩，19Q1 汽车行业总体业绩下滑	11
乘用车 Q1 或为业绩低点，有望逐季改善	11
补贴下滑影响客车行业利润，上半年仍有抢装效应	11
零部件 19Q1 增速环比改善	11
销量低迷，折扣加大，经销商业绩大幅下滑	12
零部件：竞争加剧，降本促深度国产替代	13
主机厂降本压力加大，关注深度国产替代先锋	13
降本压力促主流体系接纳国产供应商	13
打破壁垒内部渗透，行业低点收购获新发展	13
三大维度选择国产替代零部件企业	14
星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户	14
银轮股份：热交换器领域龙头企业，受益国产替代和新能源热管理拓展	15
拓普集团：轻量化受益新能源车，IBS 布局自动驾驶	15
天成自控：国产座椅先锋，拓展上汽乘用车座椅业务	16
智能驾驶：行业标杆引领，产业化进程提速	17
产业巨头引领智能驾驶不断前进，自动驾驶量产可期	17
谷歌：技术接近成熟，商业模式试行	17
特斯拉：硬件先行，云端升级	18
百度：推动自动驾驶汽车量产，多方面寻求商业合作	18
上汽集团：持续发力智能网联关键领域	19
长城汽车：WEY 系列高配车型标配智能驾驶系统	19
吉利汽车：几何 A 量产上市，搭载 L2+ 级别智能驾驶辅助系统	20
广汽新能源：L2 级 Aion S 开启预售，L3 级 Aion LX 9 月将量产	20
蔚来汽车：发布 NIO PILOT 系统，辅助驾驶功能全面	21
小鹏汽车：自动辅助驾驶牵手英伟达和德赛西威	21
高级智能辅助驾驶系统发展空间广阔，850 亿市场规模可期	22
关注智能驾驶领域 ADAS 执行和感知系统相关标的	22
底盘电控：智能驾驶切入逻辑顺畅，集成整合方案趋势明显	22
外延式拓展成为主线，竞争卡位抢占市场先机	23
紧跟智能驾驶发展动向，关注产业链优质标的	23
风险提示	24

## 图表目录

图表 1：2019 年我国汽车销量预计	5
图表 2：2011-2018 乘用车及商用车销量及增速	6
图表 3：2019 年月度乘用车销量及增速	6
图表 4：2011-2019Q1 国内乘用车、轿车及 SUV 销量及增速对比	6
图表 5：国内 2018M4-2019M3 乘用车分车型占比	6
图表 6：SUV 月度销量占比情况	6

图表 7: 2012-2019Q1 前十大豪华车品牌在华销量增速 .....	7
图表 8: 2018M1-2019M4 各单月重卡销量及同比增速 .....	8
图表 9: 2013-2019E 重卡销量及增速 .....	8
图表 10: 2011-2019Q1 新能源汽车产销变化图 .....	9
图表 11: 新能源乘用车季度销量及同比增速情况 .....	9
图表 12: 2019 年中国新能源汽车销量预计 .....	9
图表 13: 主要乘用车公司 19Q1 财务数据 .....	11
图表 14: 主要客车公司 19 年 Q1 财务情况 .....	11
图表 15: 主要零部件公司 19Q1 财务情况 .....	12
图表 16: 主要经销商 19 年 Q1 财务情况 .....	12
图表 17: 乘用车整体终端优惠额度 .....	13
图表 18: 零部件企业收购情况 .....	14
图表 19: 公司主要产品 .....	15
图表 20: Waymo 及各大海外整车企业智能驾驶规划 .....	17
图表 21: Waymo 公共路面自动驾驶测试里程达 1000 万英里 .....	18
图表 22: 特斯拉智能驾驶汽车传感器探测范围 .....	18
图表 23: 特斯拉智能驾驶交互平台 Autopilot 界面 .....	18
图表 24: 百度无人车量产时间表 .....	19
图表 25: 搭载百度自动驾驶系统的“阿波龙”客车 .....	19
图表 26: L4 级自动驾驶“阿波龙”实现量产 .....	19
图表 27: 上汽荣威 Marvel X .....	19
图表 28: Marvel X 全新标配 AI Pilot 智能驾驶辅助系统 .....	19
图表 29: WEY 智能科技驾驶辅助系统示意图 1 .....	20
图表 30: WEY 智能科技驾驶辅助系统示意图 2 .....	20
图表 31: 吉利几何 A 智能驾驶硬件配置 .....	20
图表 32: 几何 A 智能驾驶辅助系统 .....	20
图表 33: 广汽 L3 级别自动驾驶 Aion LX 将于 9 月量产 .....	21
图表 34: 广汽 L2 级别自动驾驶 Aion S 已上市 .....	21
图表 35: 蔚来 NIO Pilot 系统 .....	21
图表 36: 小鹏 X Pilot ASL 自动限速调节 .....	21
图表 37: 小鹏 X Pilot ALC 自动变道辅助 .....	21
图表 38: 预计 2023 年 ADAS 市场规模将超 850 亿元 .....	22
图表 39: 受益细分领域及标的 .....	23

## 汽车行业 2019 年中期投资策略

### 否极泰来，复苏有望：布局整车及重卡核心标的

前期影响销量因素减弱，乘用车销量有望逐季改善，豪华车消费升级趋势不减，日系车型进入新产品周期，新能源乘用车维持高增长。我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失，国五车型去库存结束以及增值税率下降之后官降实施，消费者的观望情绪正逐步减弱，从 Q2 开始乘用车销量有望逐步改善。后 SUV 时代来临，自主应谋求加快转型，寻找新的销量驱动力。日系强势产品周期，自主美系法系承压。豪华车销售相对受影响较小，消费升级逻辑仍存在。重卡销量持续超预期，预计全年销量有望达到 105 万台。建议关注销量表现较强势的标的长城汽车、广汽集团，业绩改善空间大的标的长安汽车，经销商龙头广汇汽车，具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力。

### 配置深度国产替代以及拓展智能电动领域的零部件先锋

国产零部件制造商由于技术提升、质量可靠且成本优势明显，已经逐步进入了合资和外资供应链，深度国产零部件国产替代进行中。目前汽车市场竞争加剧，主机厂降本压力加大，国产替代正在加速，因深度国产替代而获得更大市场份额和成长性的标的更值得关注。乘用车高速发展时代已经逐步过去，整车周期性加强，具有核心竞争力的零部件企业可以因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素，维持更稳定的成长。建议超配车灯龙头星宇股份（进入奥迪、宝马供应链）、座椅总成国产替代先锋天成自控（进入上汽荣威供应链）、汽车热管理龙头银轮股份（进入欧洲外资供应链）、NVH 龙头拓普集团（进入特斯拉供应链）。

产业标杆引领智能驾驶快速发展，产业进程正加速。巨头引领、政策推动、产业资本流入等多重因素正推动我国智能驾驶产业快速发展，我们认为智能驾驶已成为产业发展共识，技术进步和资本投入将加速产业渗透进程。以主动安全为主要功能的高级智能辅助驾驶功能（ADAS）目前已逐渐实现产业化，随着技术成熟度提升，规模化后成本逐步降低，我们预计 ADAS 有望加速向中低端车型渗透，2018 年渗透率 28%，预计到 2023 年渗透率有望逐步提升至 70%，市场规模将超 850 亿元。建议投资者紧跟产业发展动向并关注产业链优质标的：拓普集团（IBS 智能制动系统）、华域汽车（布局毫米波雷达）等。

### 2019 年下半年汽车行业亮点

- (1) 否极泰来，复苏有望，乘用车销量增速有望逐季改善；
- (2) 竞争加剧，降本促进零部件国产替代；
- (3) 智能化、电动化发展方向持续推进，智能电动领域保持快速发展。

### 投资策略：行业复苏有望，布局长期成长

我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失，国五车型去库存结束以及增值税率下降之后官降实施，消费者的观望情绪正逐步减弱，从 Q2 开始乘用车销量有望逐步改善。重点推荐：1) 销量表现较强势的标的长城汽车、广汽集团，业绩改善空间大的标的长安汽车，经销商龙头广汇汽车，具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力；2) 零部件龙头及细分领域拥有产品竞争力优势的深度国产替代标的，如星宇股份、天成自控、银轮股份、拓普集团等；3) 紧跟智能驾驶产业发展动向并关注产业链优质标的：拓普集团（IBS 智能制动系统）、华域汽车（布局毫米波雷达）等。

## 前期影响销量因素减弱，乘用车销量有望逐季改善

前期影响销量因素减弱，乘用车销量有望逐季改善，豪华车消费升级趋势不减，日系车型进入新产品周期，新能源乘用车维持高增长。据中汽协数据，2019年Q1，汽车批发销量636.9万辆，同比-11.33%；乘用车批发销量526万台，同比-13.77%；商用车批发销量110.89万辆，同比+2.4%。我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失，国六车型逐步推出以及增值税率下降之后官降实施，消费者的观望情绪正逐步减弱，从Q2开始乘用车销量有望逐步改善。后SUV时代来临，自主应谋求加快转型，寻找新的销量驱动力。日系强势产品周期，自主美系法系承压。豪华车销售相对受影响较小，消费升级逻辑仍存在。据汽车流通协会数据，2019Q1豪华车零售销量68.9万辆，同比+4%。重卡销量持续超预期，预计全年销量有望达到105万台。根据第一商用车网，4月重卡销量12.1万辆，同比-1.48%，持续超预期。

根据中汽协数据，2019年Q1，汽车批发销量636.9万辆，同比-11.33%；乘用车批发销量526万台，同比-13.77%；商用车批发销量110.89万辆，同比+2.4%。我们认为，乘用车销量下滑的主要原因有：1、我国千人汽车保有量2018年超160辆/千人，参考国外发展经验，千人保有量从20提升到140辆是行业销量高速增长期，我国汽车产业高速增长期已过去；2、四五线城市等首次购车需求旺盛的地方因为棚改货币化政策调整、金融去杠杆、购房消费挤压汽车消费等原因乘用车销量出现下滑；3、中美贸易摩擦等因素导致消费者预期收入降低，影响大宗可选消费品汽车的销量；4、2017年购置税优惠政策退出后，行业自身基数较高，2016-2017年存在提前消费。

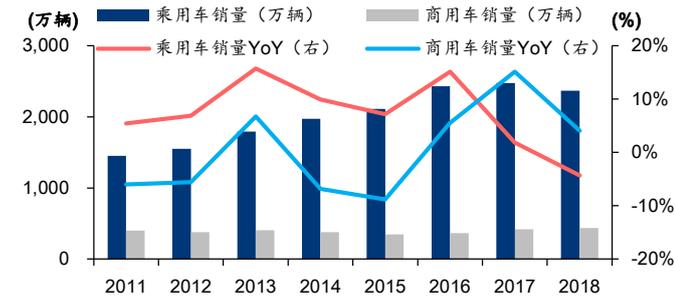
我们认为随着购置税优惠政策提前消费影响逐渐消失，国五车型去库存结束以及增值税率下降之后官降实施，消费者的观望情绪正逐步减弱，从Q2开始乘用车批发销量有望逐步改善。我们预计2019年Q2-Q4乘用车销量增速约为-13.38%、+1.38%、+12.4%。2019年乘用车整体销量增速下调至-3%。2020年购置税优惠政策退出影响消除后乘用车销量有望恢复至2%~3%的平稳增长区间。我们预计2019年乘用车销量2295万辆左右，同比-3%；2019年重卡销量约105万辆，同比-8%；受重卡销量超预期影响，我们预计2019年商用车销量432.44万辆左右，同比-1%；综合乘用车和商用车销量预计情况，预计2019年整体汽车销量约2742.55万辆，同比-2.2%。

图表1：2019年我国汽车销量预计



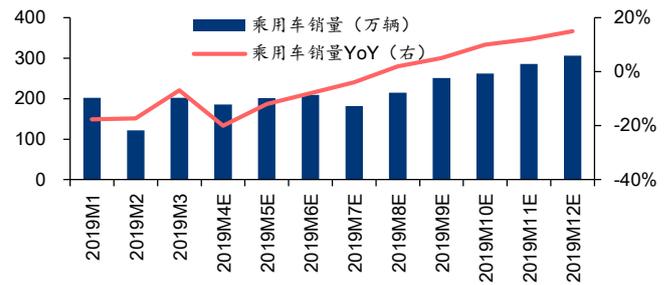
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**图表2： 2011-2018 乘用车及商用车销量及增速**



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**图表3： 2019年月度乘用车销量及增速**

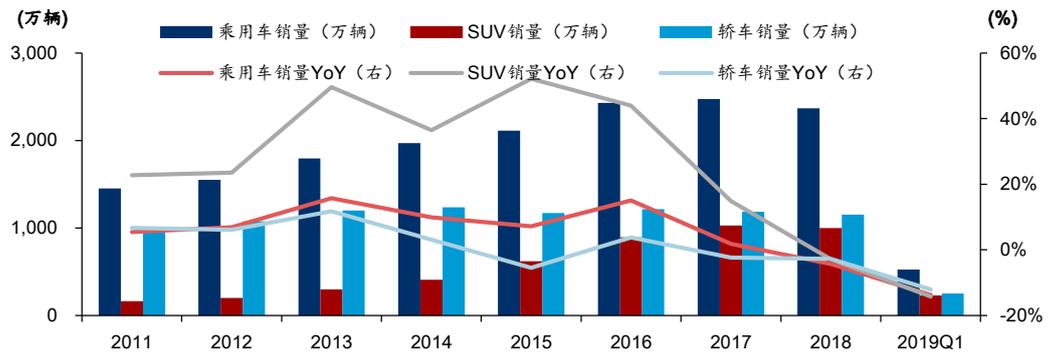


资料来源：中汽协，华泰证券研究所

### 后 SUV 时代来临，自主品牌或谋求加快转型

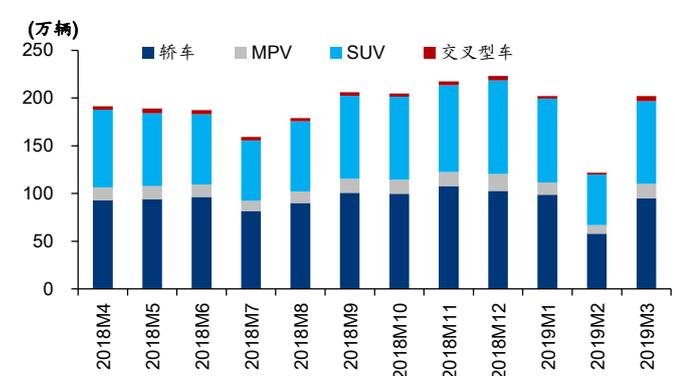
后 SUV 时代来临，自主应谋求加快转型，寻找新的销量驱动力。根据中汽协数据，2019 年 Q1，国内 SUV 销量 227.69 万辆，同比-14.26%，轿车销量 251.5 万辆，同比-13.77%。相对 2017 年，SUV 销量增速大幅下滑。我们认为 SUV 销量下滑的主要原因有：1、2018 年我国 SUV 占乘用车销量比例已经达到 43%，渗透率达到一定程度后增长放缓在所难免；2、四五线城市等首次购车需求旺盛的地方因为棚改货币化政策调整、金融去杠杆、购房消费挤压购车消费等乘用车销量出现下滑；3、SUV 比同级别的轿车要贵，在预期收入下降的情况下，SUV 销量下滑。

**图表4： 2011-2019Q1 国内乘用车、轿车及 SUV 销量及增速对比**



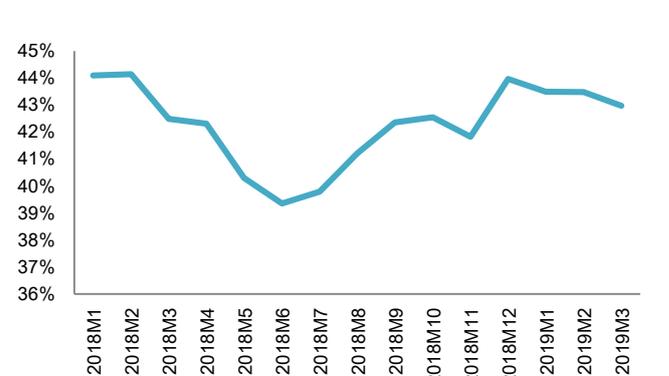
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**图表5： 国内 2018M4-2019M3 乘用车分车型占比**



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**图表6： SUV 月度销量占比情况**



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

**日系强势产品周期，自主美系法系承压。**根据中汽协数据，2019年Q1，日系品牌销量105.99万辆，同比+5.31%，日系车型处于强势周期，我们预计日系增长趋势有望延续。德系品牌批发销量118.58万辆，同比-7.14%，德系虽然下滑但是销量情况仍然好于行业。自主品牌批发销量218.77万辆，同比-20.85%，自主品牌市场占有率跌至41.6%，由于豪华和合资车型不断降价，与部分自主车型直接竞争，中低端市场竞争加剧，自主品牌销量出现超过行业的下滑。美系品牌销量49.27万辆，同比-25.37%，美系品牌由于产品力下滑，销量持续承压。韩系品牌销量25.14万辆，同比+2.7%，由于去年基数低，韩系略增长；法系品牌销量4.11万辆，同比-60.33%，法系品牌持续承压。

**广汽长城、比亚迪销量表现强势，长安、上汽、吉利略显颓势。**2019M1-4，上汽集团批发销量同比-16.8%，主要原因是上汽通用、上汽通用五菱销量下滑拖累，上汽自主销量同比-15.36%，但是四月增速环比有回升，可能是因为30亿置换补贴产生作用；长安汽车批发销量同比-32.54%，福特和长安自主销量双双下滑，暂未出现环比改善态势。吉利汽车批发销量同比-8.66%，吉利4月销量同比-19%，拖累整体表现。长城汽车批发销量同比+8.65%，哈弗系列表现强势，官降成效显著。比亚迪批发销量同比+4.21%。2019Q1，广汽集团销量同比-2.69%。

**豪华车销售相对受影响较小，消费升级逻辑仍存在。**据盖世汽车数据，2018年前十大豪华车品牌在华销量266.2万辆，同比增长8.7%，高于国内汽车行业平均水平。据汽车流通协会数据，2019Q1豪华车零售销量68.9万辆，同比+4%。2019年Q1，奔驰销量居于榜首，销售17.4万辆，同比增长3%；奥迪Q1销量15.9万辆，同比增长3%；宝马增速强劲，同比增长10%，销售了16.8万辆。二线品牌中，捷豹路虎和沃尔沃Q1下滑较多，捷豹路虎销量2.14万辆，同比-43%；沃尔沃销量2.99万辆，同比-43%；雷克萨斯增速稳定，Q1销量3.74万辆，同比+4%；凯迪拉克略降，Q1销量4.47万辆，同比-2%。我们认为豪华车销售数据好于行业平均水平，说明预期收入下滑对豪华车消费人群影响较小，消费升级仍存在。

图表7：2012-2019Q1前十大豪华车品牌在华销量增速

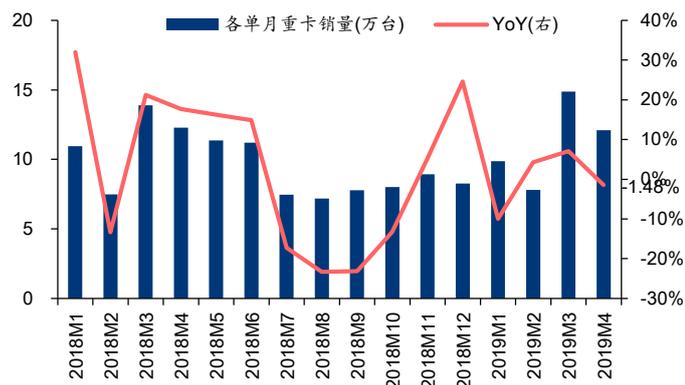


资料来源：网通社，盖世汽车，凤凰汽车，华泰证券研究所

### 重卡 Q1 销量超预期，预计全年销量 105 万辆

根据第一商用车网，4月重卡销量12.1万辆，同比-1.48%，持续超预期。19年前四个月重卡的实际销量超预期。我们认为重卡强劲的需求主要归因于：1) 建筑行业需求强劲；2) 渠道补库存；3) 仅满足“国三”排放标准及以下的重卡车强制报废带来了较高的替换需求。我们上调19年重卡销量预期至105万台，同比-8.7%。建议关注重卡产业相关标的潍柴动力。

图表8: 2018M1-2019M4 各单月重卡销量及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 2013-2019E 重卡销量及增速



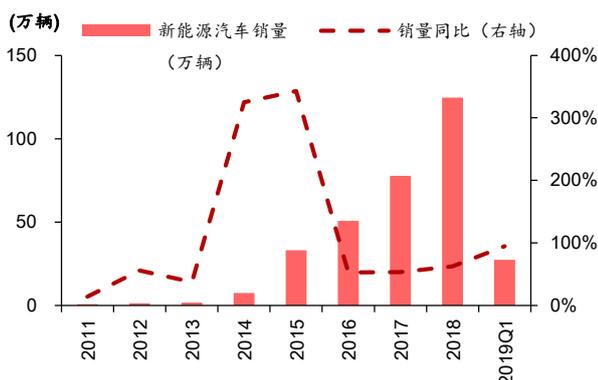
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 补贴大幅退坡，新能源汽车盈利能力承压

### 新能源乘用车强势增长，过渡期冲量有望

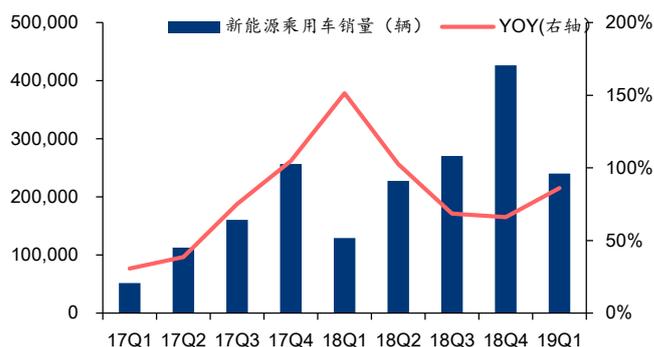
新能源乘用车发力，新能源汽车销量保持较快增速。据中汽协数据，2018年，新能源汽车销量为124.73万辆，同比增速为62.46%。新能源汽车销量领先的主要原因是新能源乘用车销量强势增长，尤其是插电混动车型销量超预期。2019年Q1，新能源汽车销量27.42万辆，同比+95%；其中新能源乘用车销量25.23万辆，同比+97.9%。虽然补贴下降超过此前预期，但是新能源乘用车因为限购限牌，产品力提升，双积分政策增加供给等原因仍有望保持较快增长，我们预计全年新能源乘用车销量140万辆，同比+33%，新能源汽车销量166万辆，同比+32.5%。

图表10：2011-2019Q1 新能源汽车产销变化图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：新能源乘用车季度销量及同比增速情况



资料来源：中汽协，Wind，华泰证券研究所

图表12：2019年中国新能源汽车销量预计

单位：万辆	2016	2017	2018	2019E	2020E
BEV 乘用车	26	47	78.8	105	135
YoY	74.83%	81.71%	68.74%	33.25%	28.57%
PHEV 乘用车	8	11	26.5	35	45
YoY	29.51%	40.51%	138.74%	32.08%	28.57%
新能源客车	12	9	9	11	12
YoY	55.26%	-26.27%	4.60%	20.88%	9.09%
新能源专用车	5	11	11	15	20
YoY	10.42%	111.32%	-2.68%	37.61%	33.33%
新能源汽车销量	51	78	125	166	212
YoY	52.71%	53.25%	61.26%	32.48%	27.71%

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

3月26日，财政部发布2019版本新能源汽车补贴政策。政策规定分为五方面：1、优化技术指标，坚持“扶优扶强”，稳步提高新能源汽车动力电池系统能量密度门槛要求，适度提高新能源汽车整车能耗要求，提高纯电动乘用车续航里程门槛要求；2、降低补贴标准，促进优胜劣汰，仍设立三个月缓冲期；3、完善清算制度，从2019年开始有运营里程要求的车辆，完成销售上牌后即预拨一部分资金，满足里程要求后可按程序申请清算；4、过渡期后取消地方补贴，过渡期后地方不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面；5、强化质量监管，确保车辆安全，对由于产品质量引发重大安全事故，或经有关部门认定存在重大质量缺陷的车型，暂停或取消推荐车型目录，并相应暂缓或取消财政补贴。5月8日，财政部发布支持新能源公交车推广应用通知，2019年地方可继续对新能源公交车给予补贴支持。2020年开始，采用“以奖代补”方式重点支持新能源公交车运营。

我们认为补贴政策靴子落地，过渡期期间冲量有望，补贴退坡助行业优胜劣汰，龙头有望市占率提升。乘用车国补下滑幅度超过 50%，过渡期后地补取消，我们预计乘用车补贴整体下滑幅度在 70%左右，车企或采用降低上游成本以及终端提价的方法消化补贴退坡影响，但若提价对全年新能源乘用车销量或有一定影响，新能源乘用车企业毛利率或下降。客车方面，过渡期后取消对新能源汽车的地方补贴(但是新能源公交车和燃料电池汽车除外)。专用车整体补贴下降幅度超过 50%。燃料电池汽车过渡期期间按 2018 年对应标准的 0.8 倍补贴，略低于预期。我们认为补贴政策靴子落地，过渡期期间冲量有望，补贴退坡助行业优胜劣汰，龙头有望市占率提升。建议关注新能源乘用车龙头比亚迪，新能源客车龙头宇通客车，以及新能源汽车上游产业链标的：新能源热管理核心标的三花智控、银轮股份。

我们认为车企可能通过下游提价、上游降本等方法降低补贴退坡影响。A00 级别乘用车追求续航里程和能量密度提升的意义不大，转用磷酸铁锂等低成本电池降低成本的可能性比较大。A0 车型可能会选择把续航里程做到 250km 以上，在此基础上尽量降低成本。A 级别可能会提升续航里程到 400km 以上，能量密度进一步提升。乘用车企业可能会采用终端提价且挤压上游供应商成本的方法降低补贴下降对企业盈利带来的影响。预计新能源客车也会通过上游降本下游适当提价的方式消化补贴下降的影响，但整体盈利性逐渐趋于传统客车，落后产能出清后，有利于龙头市占率提升。过渡期补贴幅度高于过渡期后，过渡期期间乘用车、客车都有抢装动力，3~6 月新能源汽车高增长有望持续。

## 销量下滑影响业绩，19Q1 汽车行业总体业绩下滑

**2019Q1 汽车行业总体营收（除其他交运设备）同比-6.91%（增速同比-20.64pct）；净利润同比-27.20%（增速同比-28.89pct）。**乘用车、零部件、客车、货车、经销商五个主要子行业中，乘用车收入同比-13.04%，增速同比-29.93pct；零部件收入同比+4.91%，增速同比-10.60pct；客车收入同比-0.79%，增速同比-20.84pct；货车收入同比+27.93%，增速同比+36.27pct；经销商行业收入同比-18.84%，增速同比-23.20pct。除客车外，其余子行业净利均出现负增长：乘用车净利同比-41.49%，增速同比-41.13pct；零部件净利同比-12.54%，增速同比-29.90pct；客车净利同比+35.29%，增速同比+103.91pct；货车净利同比-518.87%，增速同比-395.94pct；经销商行业净利润同比-38.07%，增速同比-47.23pct。

### 乘用车 Q1 或为业绩低点，有望逐季改善

乘用车龙头上汽集团、广汽集团、新能源乘用车龙头比亚迪 Q1 归母净利润增速跑赢行业。新能源汽车为主的比亚迪得益于新能源乘用车行业高增长能保持较快增速。长城汽车收入增速跑赢行业，但由于促销力度较大，净利润下滑幅度高于行业。由于销量下滑较大，长安汽车业绩下滑幅度较大，出现亏损。我们认为在行业整体销量下行的趋势下，车企竞争加剧，龙头上汽集团、广汽集团等虽也受行业影响但盈利能力仍高于行业，以新能源汽车为主的比亚迪得益于新能源乘用车行业高增长能保持较快增速。随着前期压制销量的负面因素逐步减轻，从 19 年 Q2 开始行业销量出现逐季改善，Q1 或为乘用车行业的业绩低点。建议关注业绩相对行业较好的乘用车标的上汽集团、广汽集团，边际改善空间大的标的长安汽车、长城汽车。

图表13：主要乘用车公司 19Q1 财务数据

代码	简称	2019Q1 归母				毛利率		净利率	
		2019Q1 营收	营收 YOY	净利	归母净利 YOY	毛利率同比变化 (pct)	净利率同比变化 (pct)		
600104.SH	上汽集团	2,001.92	-16.18%	82.51	-15.00%	12.72%	-0.35	5.60%	-0.38
002594.SZ	比亚迪	303.04	22.50%	7.50	631.98%	19.05%	1.90	2.93%	1.86
601633.SH	长城汽车	226.27	-14.85%	7.73	-62.84%	13.72%	-6.72	3.59%	-4.37
601238.SH	广汽集团	143.74	-26.11%	27.78	-28.40%	12.36%	-12.17	19.76%	-0.55
000625.SZ	长安汽车	160.08	-20.00%	-20.96	-250.62%	5.02%	-6.98	-13.14%	-19.92

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 补贴下滑影响客车行业利润，上半年仍有抢装效应

**19 年 Q1 客车行业收入同比-0.79%，归母净利润同比+35.29%。**在主要客车公司中，宇通客车 19 年 Q1 营收 48.39 亿元，同比+3.85%，归母净利润 3.11 亿，同比+5.4%；金龙汽车 19 年 Q1 营收 29.67 亿元，同比-21.46%，归母净利润 0.08 亿元，同比+2098%。我们认为补贴退坡带来单车价格和盈利下降，价格战影响了客车企业盈利性，19 年上半年由于过渡期补贴较高，客车仍存在抢装效应。

图表14：主要客车公司 19 年 Q1 财务情况

代码	简称	2019Q1 归母				毛利率		净利率	
		2019Q1 营收	营收 YOY	净利	归母净利 YOY	毛利率 (pct)	净利率 (pct)		
600066.SH	宇通客车	48.39	3.85%	3.11	5.40%	24.28%	1.59	6.50%	0.10
600686.SH	金龙汽车	29.67	-21.46%	0.08	2097.98%	10.94%	-0.80	-0.53%	0.22
000957.SZ	中通客车	13.31	54.13%	0.04	204.60%	15.31%	2.31	0.27%	0.14
000868.SZ	安凯客车	8.61	31.07%	0.19	-123.43%	14.97%	12.56	1.05%	15.28
600303.SH	曙光股份	6.30	-26.22%	-0.30	-315.35%	13.88%	-4.74	-4.88%	-6.48
600213.SH	亚星客车	3.58	36.87%	0.01	-64.27%	18.02%	-1.03	0.32%	-1.77

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 零部件 19Q1 增速环比改善

**19 年 Q1 零部件收入同比+4.91%，归母净利润同比-12.54%。**零部件深度国产替代趋势下，2017Q4 零部件行业营收与净利基数均较高，我们认为 2018Q4 营收增速收窄主要系下游乘用车行业竞争压力加大，采购有所放缓，行业净利大幅下滑主要因为部分零部件公

司 Q4 出现较大幅度亏损。19 年 Q1 零部件行业收入和业绩增速环比均有改善，主要是因为车企降本压力加大，深度国产替代正进行中。

在零部件行业重点公司中，华域汽车 19 年 Q1 营收同比-11.62%，归母净利润-36.61%；潍柴动力 19 年 Q1 营收同比+15.3%，归母净利同比+34.99%；福耀玻璃 19 年 Q1 营收同比+3.91%，归母净利同比+7.72%；星宇股份 19 年 Q1 营收同比+21.21%，归母净利同比+30.15%。我们认为，虽然受下游需求低迷影响，零部件行业 Q1 业绩表现不佳，但随着深度国产替代进行，以及电动化和智能化发展加速，在细分行业具有领导地位的零部件公司有望受益。建议关注 Q1 业绩表现较好的标的潍柴动力、天成自控、星宇股份、福耀玻璃。受益电动化、智能化有估值提升空间的标的华域汽车、拓普集团。

图表15：主要零部件公司 19Q1 财务情况

代码	简称	2019Q1 营收	营收 YOY	2019Q1 归母		毛利率	毛利率 同比变化	净利率	
				净利	归母净利 YOY			净利率	净利率 同比变化
600741.SH	华域汽车	355.71	-11.62%	18.45	-36.61%	14.28%	1.22	6.56%	-2.59
000338.SZ	潍柴动力	452.12	15.30%	25.91	34.99%	21.66%	-1.43	7.46%	0.93
600699.SH	均胜电子	154.31	120.92%	2.78	792.54%	17.15%	0.01	3.28%	1.55
600660.SH	福耀玻璃	49.33	3.91%	6.06	7.72%	39.08%	-2.84	12.28%	0.43
002048.SZ	宁波华翔	36.79	14.30%	1.19	16.13%	18.15%	-1.72	4.81%	-0.65
600742.SH	一汽富维	29.58	-1.26%	1.07	-6.93%	8.40%	0.54	4.82%	0.04
002085.SZ	万丰奥威	24.56	-4.85%	2.03	-9.96%	21.70%	1.64	8.64%	-0.64
600480.SH	凌云股份	27.67	-10.95%	0.48	-29.05%	19.27%	0.46	3.89%	-0.95
000559.SZ	万向钱潮	26.74	-7.84%	2.22	-10.21%	18.48%	-1.99	8.45%	-0.45
000887.SZ	中鼎股份	26.57	-12.63%	3.09	-17.99%	28.19%	-0.37	11.87%	-0.88
601689.SH	拓普集团	12.46	-16.81%	1.14	-43.07%	26.28%	-2.80	9.06%	-4.25
603730.SH	岱美股份	12.47	44.78%	1.61	7.74%	29.87%	-6.89	12.91%	-4.44
002126.SZ	银轮股份	13.89	15.25%	1.09	6.42%	24.87%	-1.07	8.27%	-1.02
601799.SH	星宇股份	14.24	21.21%	1.70	30.15%	23.28%	2.18	11.94%	0.81

资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 销量低迷，折扣加大，经销商业绩大幅下滑

2019 年 Q1 营收同比-18.84%，净利润同比-38.07%。在经销商行业重点公司中，广汇汽车 19 年 Q1，营收同比-5.49%，归母净利润同比-28.25%。我们认为增值税率降低后，经销商终端降价幅度小于官降幅度，对经销商有利；从 Q2 开始汽车行业销量有望逐季改善，经销商利润弹性大；若资金成本降低，有利于经销商降低财务费用，建议关注经销商龙头广汇汽车。

图表16：主要经销商 19 年 Q1 财务情况

代码	简称	2019Q1 营收	营收 YOY	2019Q1 归母		毛利率	毛利率 同比变化	净利率	
				净利	归母净利 YOY			净利率	净利率 同比变化
600297.SH	广汇汽车	373.01	-5.49%	8.01	-28.25%	10.80%	0.32	2.61%	-0.76
600335.SH	国机汽车	89.49	-12.35%	1.93	-4.19%	7.09%	-0.31	2.09%	0.14
601258.SH	庞大集团	44.83	-68.26%	-4.89	-1168.05%	8.99%	-0.49	-11.08%	-11.40
600327.SH	大东方	22.72	-7.53%	1.29	4.46%	16.39%	0.92	6.14%	0.55

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 零部件：竞争加剧，降本促深度国产替代

### 主机厂降本压力加大，关注深度国产替代先锋

国产零部件制造商由于技术提升、质量可靠且成本优势明显，已经逐步进入了合资和外资供应链，零部件深度国产替代进行中。目前汽车市场竞争加剧，主机厂降本压力加大，国产替代正在加速，因深度国产替代而获得更大市场份额和成长性的标的更值得关注。乘用车高速发展时代已经逐步过去，整车周期性加强，具有核心竞争力的零部件企业可以因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素，维持更稳定的成长。建议超配车灯零部件龙头星宇股份（进入奥迪、宝马供应链）、座椅总成国产替代先锋天成自控（进入上汽荣威供应链）、汽车热管理领域龙头银轮股份（进入欧洲外资供应链）、NVH龙头拓普集团（进入特斯拉供应链）。

### 降本压力促主流体系接纳国产供应商

行业竞争加剧，整车厂成本控制需求提高，国产零部件商价格优势凸显。根据汽车流通协会数据，自2015年以来我国乘用车市场价终端优惠程度不断增大。根据中汽协数据，2018年中国乘用车行业整体下滑4.4%，为保销量从2018年下半年以来，主机厂给予终端折扣力度不断加大。为应对激烈的市场竞争，压缩整车产品成本成为主机厂的当务之急。国产零部件商拥有较低管理成本与劳动力成本优势，有望借助此机遇进入拥有较高壁垒的合资及外资主机厂，实现合资品牌中低端车型的供货将是打开全面配套国际车厂，成长为全球巨头的必经之路。

图表17：乘用车整体终端优惠额度



资料来源:汽车流通协会, 华泰证券研究所

### 打破壁垒内部渗透，行业低点收购获新发展

由于乘用车厂商选择供应商时有复杂的评审和认证过程，配套供应存在壁垒。但在此轮主机厂降本压力下，国产零部件进入主流供应体系，凭借价格和服务表现将优先获取该体系内其他车型配套的机会，未来成长性值得期待。2018年以来全球车市低迷，外资零部件由于产业转型、竞争优势缩小等原因，或将主动退出部分领域，为零部件厂商收购带来可能性。国产零部件企业通过收购可以获得新技术、新客户资源、新产品以及优秀人才，在研发能力、市场空间上获得提升。

行业低点，外延并购获得新产品、新客户、新市场。在产业资本支持下，内资企业通过外延发展获取核心技术、打通上下游、拓展销售渠道、提升产能和品牌效应。2017年，拓普集团收购福多纳，增加高强度钢底盘业务，2018年，均胜电子收购高田，有效扩充汽车安全产品序列，进入日本市场和日系整车厂商供应体系；2018年，岱美股份收购北美第二大遮阳板供应商 Motus，完善全球生产基地布局，巩固北美客户和市场；2018年，凯中精密收购德国 SMK，布局新能源汽车三电技术，获得博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚、马勒、比亚迪等知名客户订单。2019年，福耀玻璃完成收购德国 SAM。

**图表18: 零部件企业收购情况**

交易买方	交易资产	股份比例	时间	内容
万丰奥威	万丰镁瑞丁	100%	2015-03	收购镁合金行业巨头，增加镁合金零部件业务，获得行业尖端核心技术，拓展国际业务
	国马集团	100%	2016-07	收购完成后，赛轮金宇将持有国马 100% 股权，通过销售网络控股权来搭建更有竞争力的专业轮胎销售渠道
赛轮金宇	KRT 集团	100%	2014-01	扩大在英国及欧洲市场的销量，借助 KRT 集团在英国市场的良好声誉及销售布局，提升公司对全球化客户本地化服务的效果。
航天机电	上海德尔福汽车			有助于公司对汽车零部件业务板块尤其是汽车空调系统业务进行优化整合，发挥协同作用，进一步增强市场竞争力。
	空调系统	87.5%	2015-10	
	高田	100%	2018-04	
均胜电子	美国 KSS 汽车安全系统公司	100%	2016-02	有效扩充安全业务的产能及新订单，进入日本市场和日系整车厂商供应体系
	Quin GmbH	100%	2014-12	将业务发展至汽车安全市场，增强核心竞争力
拓普集团	德国普瑞	100%	2012-03	进一步完善公司产业链上智能驾驶领域的体系建设，确立公司在汽车 HMI 解决方案提供者领域的行业地位
	浙江家力汽车部件有限公司	100%	2017-12	突破汽车电子技术壁垒，直接跨入世界顶尖汽车电子制造商的行列
岱美股份	四川福多纳汽车部件有限公司	100%	2017-12	扩大底盘产品线，为客户提供多元化选择
	Motus 汽车遮阳板	100%	2018-06	进一步完善底盘系统业务布局，提升公司的持续盈利能力
凯中精密	德国 SMK	100%	2018-10	完善公司生产基地的全球化布局，进一步提升公司的国际化运营能力、持续盈利能力及总体抗风险能力
				新能源汽车三电系统布局，获得博世等高端客户

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 三大维度选择国产替代零部件企业

我们认为选择国产替代标的主要可从市场空间、逐步出现深度国产替代特征、未来收入获得较快增长三个维度出发：1、细分领域的市场空间体量大，较大的市场容量和空间是优质标的业绩高增长的基础；2、优质标的开始出现深度国产替代特征，例如，部分本土零部件企业开始与国内合资品牌或海外整车企业展开同步开发和供货，产品综合竞争力可与国际知名厂商匹敌；3、营收增速（规模增长）优先于阶段内盈利增速，营收增速（规模增长）优先于阶段内盈利增速，规模效应会提升议价权，降低费用率。

### 星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户

星宇股份是我国主要的车灯总成制造商和设计方案提供商之一。公司产品主要有汽车前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯、转向灯等，其控股子公司和孙公司还从事三角警示牌和柔性扁平电缆的生产制造。公司拥有乘用车车灯的全系列设计和生产制造能力，包括车灯产品设计开发、电子设计开发、工装专机设计开发、模具设计开发、国家级实验室等完整的自主研发体系。公司是国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户，开发 LED 和智能化新产品，产品结构向毛利率较高的大灯优化，规模化效应有望降低公司费用率。同时公司最大客户一汽大众正迎来新产品周期，将助力公司未来业绩保持较高增长。

**客户资源优质且集中。**目前，公司的主要客户涵盖一汽大众、一汽轿车、一汽丰田、上汽大众、上汽通用、广汽丰田、广汽乘用车、奇瑞汽车、东风日产、德国宝马、吉利汽车、沃尔沃(中国)、奇瑞捷豹路虎等多家国内外主要的汽车整车制造企业。2015年-2018年，公司对前五名客户销售收入合计占营业收入的比例分别为 81%、72%、66%、66%，客户逐渐拓展，公司对单一客户的依赖程度降低。我们认为，公司与客户间保持了长期良好的合作关系，特别是一汽系厂商和大众系厂商，与大客户间的稳定关系为公司的业绩提供了良好的保障。

**新客户挖掘进展大，自主车企仍有广阔拓展空间。**公司目前配套自主车企有奇瑞汽车，广汽乘用车、一汽轿车和长安汽车等，与吉利以及其他自主客户的开拓也在持续进行中。蔚来、长安为新拓展客户，未来合作程度有望进一步深化；奇瑞旗下凯翼与公司签订战略合作协议生产 ADB（自适应远光前照灯）。公司作为内资车灯生产领先企业，凭借地域优势与成本优势，在拓展自主车企方面优势明显。

**配套中高端合资品牌，向上突破潜力大。**2016 年星宇取得奥迪 A3、Q5 前照灯项目与德国宝马全球平台配套 F45/F46 LCI 后组合灯项目，成功打入奥迪、宝马配套体系，LED 车灯方面也与松下携手合作。虽然目前主要供应奥迪 Q5 低配车型车灯，但是未来高端突破也非常有希望。公司近两年成功的打入了中高端与海外市场，充分显示了市场对于星宇车灯的认可，未来配套中高端车型持续增长值得期待。

#### **银轮股份：热交换器领域龙头企业，受益国产替代和新能源热管理拓展**

公司在热交换系统领域的主导产品机油冷却器、中冷器、柴油机 EGR 等产销量连续十余年保持国内同行第一。在尾气处理领域，公司的主力产品包括 EGR（尾气再循环）冷却器、SCR（选择性催化还原）、DPF（颗粒捕捉器）。在新能源汽车热管理领域，公司拓展了高低温水箱、电池冷却 Chiller 模块、电子水冷板、电子风扇、前端冷却模块、PTC 加热器、热泵空调等产品。

**公司国内外优质客户众多。**公司客户包括全球三大柴油机厂：美国康明斯、英国珀金斯、德国道依茨；世界三大汽车零部件集成供应商：美国德尔福、韦斯通和法国法雷奥；世界众多著名公司如福特、戴克一奔驰、沃尔沃和卡特比勒等，以及国内潍柴、玉柴、福田、长城、广汽、吉利和长安等零部件和主机厂。

**中冷器供应曼胡默尔，深度国产替代进行中。**2月19日，公司公告（2019006），公司被确定为曼胡默尔公司乘用车水空中冷器定点供应商，供应车型为欧洲市场雷诺车型。该产品将于 2022 年 1 月开始批量供货，生命周期 5 年，公司预计生命周期内销售额约 2.25 亿元人民币，这是公司首次在欧洲取得乘用车水空中冷器项目。2018 年 12 月，公司发布公告（2018-079），公司被确定为通用 CSS625T 平台水空中冷器定点供应商，该产品将于 2022 年 9 月开始批量供货，公司预计生命周期内销售额约为 7750 万美元。我们认为银轮逐步获得外资企业订单，说明在降本压力下，品质优秀而有具有价格优势的国产零部件商正逐步进入外资供应链，深度国产替代进行中。

#### **拓普集团：轻量化受益新能源车，IBS 布局自动驾驶**

拓普集团是 NVH（减震抗噪）行业龙头，汽车 NVH 零部件通常分为减震产品和降噪产品两大类。减震产品主要包括橡胶减震产品和弹簧阻尼减震产品，使用最广泛的橡胶减震产品主要用于弹性连接和缓冲动力总成、车身、底盘等各类结构件；降噪产品主要包括隔音产品和密封产品。2018 年，公司橡胶减震和隔音产品销售额均位列全国第一。

**图表19：公司主要产品**

橡胶减震系列	内饰功能件系列	轻量化底盘系列	电子系列
动力总成悬置	隔音隔热垫	控制臂	电子真空泵
底盘衬套	汽车内饰件	连杆	智能刹车系统
橡胶减震件	行李箱饰件	球销总成	
扭转减震器	内饰材料	锻造件	
排气管吊耳		转向节	
弹性连轴器		铝制副车架	

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**轻量化业务拓展特斯拉、比亚迪等新能源汽车客户。**公司原有底盘业务主要产品是锻铝控制臂，供应吉利、广汽、比亚迪、特斯拉、蔚来汽车、沃尔沃等优质客户。2018年，公司推出转向节、铝制副车架等新产品，部分供应吉利和比亚迪。2017年12月，公司收购福多纳，涉足高强度钢底盘业务，与公司原有轻量化业务形成协同效应。福多纳业务稳健，主要供应吉利。我们认为，公司锻铝控制臂业务能进入特斯拉等新造车的供应链，具有较高的设计能力和技术含量，未来持续受益于特斯拉国产化带来的订单增加和新能源乘用车行业的增长。

**电子真空泵实现量产，业绩逐步增厚。**电子真空泵作为第一个汽车电子项目已经于2013年完成研发并投入试生产；14年实现小批量供货；15年逐步放量。公司电子真空泵产品2018年实现收入1.26亿元，毛利率均超过37%，产品盈利能力较强。2018年电子真空泵业务继续受益于下游客户吉利、上汽、通用增长，19年海外订单有望获得突破。目前电子真空泵产品已经升级到第三代电动泵，功率和可靠性要求更高。

### **天成自控：国产座椅先锋，拓展上汽乘用车座椅业务**

公司是国产座椅先锋企业，产品以工程机械座椅、商用车座椅、农用机械座椅和乘用车座椅等四大系列为主。在乘用车座椅领域，公司2016年11月获得上汽AP31项目定点通知书（荣威i5车型，2018年10月开始实质性供货）。公司郑州工厂已于2018年9月投产，主要配套上汽荣威i5座椅总成。根据公司20180630公告（2018-032），公司已设立宁德新工厂，我们预计2019年中将逐渐配套上汽EX21项目新能源车型座椅。随着荣威i5销量爬升和新项目配套，我们预计公司乘用车座椅业务2019年有望实现较高增长。

**航空座椅子公司获得营业执照，公司业务实现多元化布局。**2018年7月13日，公司公告（2018-051）完成收购英国航空座椅制造商AASL100%股权。AASL公司已进入空客供应商名单，客户包括英国、美国、波兰、德国和俄罗斯等国的航空运输服务企业及飞机租赁企业GE Capital等。2018年8月22日，公司设立的安科航空座椅子公司获得上海市政府颁发的《营业执照》。我们认为，航空座椅业务进入门槛较高，与公司现有汽车座椅业务有一定协同作用，公司设立国内全资子公司，有利于充分利用国内产业布局和劳动力成本优势，进一步开拓国内外航空座椅市场，提升现有业务技术实力，实现业务多元化布局。

## 智能驾驶：行业标杆引领，产业化进程提速

产业标杆引领智能驾驶快速发展，自动驾驶车型量产可期。2018年，百度“阿波龙”无人驾驶客车7月实现量产并开启商业化运营；上汽荣威搭载自主泊车功能的Marvel X 9月实现量产交付；谷歌10月宣布Waymo已经完成1000万英里无人驾驶公共道路路测；特斯拉10月开始向全球车主推送Autopilot 9.0版本系统更新；截止2019年4月，长城WEY系列车型高配版标配智能驾驶辅助系统，吉利L2+级智能驾驶车型几何A量产上市，广汽L2级智能驾驶车型Aion S获得超2.3万辆订单，蔚来汽车在售的ES8和ES6全系标配NIO Pilot硬件系统，小鹏汽车在售的G3搭载的XPilot系统可实现L2.5级自动驾驶。

我们认为智能驾驶已成为产业发展共识，技术进步和资本投入将加速产业渗透进程。建议投资者关注产业发展动向并关注以下优质标的：保隆科技（布局毫米波雷达）、德赛西威（摄像头+图像处理）、亚太股份（ADAS系统整合方案）、万安科技（EMB+外延式发展）、拓普集团（IBS智能制动系统）、华域汽车（布局毫米波雷达）和均胜电子（感知交互系统）等。

## 产业巨头引领智能驾驶不断前进，自动驾驶量产可期

以谷歌、通用和百度为首的国内外巨头不断加大对智能驾驶的投入，带领全球范围内的智能驾驶行业快速发展。其中谷歌2018年10月宣布Waymo自动驾驶汽车已完成1000万英里公共路面路测，通用宣布将于2019年量产L4级的自动驾驶汽车。巨头在智能驾驶领域商业化布局将形成示范效应，有望进一步吸引资本涌入，推动产业向前。我们认为随着行业巨头无人驾驶车辆的不断投放，将加速无人驾驶商业化进程。

图表20：Waymo 及各大海外整车企业智能驾驶规划

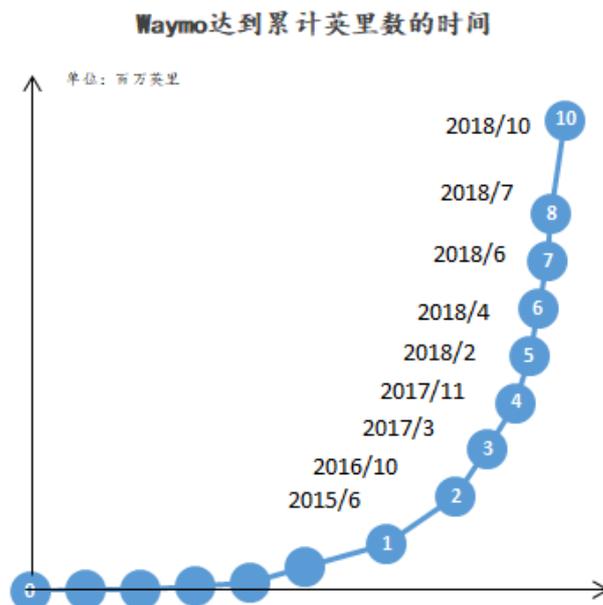
企业	2018年	2019年	2020年	2021年	2020年之后
Waymo	L4-L5	—	—	—	—
奥迪	L3	—	L4	—	—
宝马	L2	L3	L4	—	—
奔驰	L2	—	—	L4	L5
大众	L2	—	—	L4	L5
沃尔沃	L2	跳过L3	L4	—	—
通用	L2	L4	—	—	—
福特	L2	跳过L3	L4	—	—
特斯拉	L2-L3	—	—	—	—
FCA	—	—	—	L3/L4	—
丰田	L2	—	L3	—	L4
雷诺日产	L2	—	L3	—	L5
本田	L2	—	L3	—	L4
捷豹路虎	L2	—	—	L4	L5
现代起亚	—	—	—	L4	L5

资料来源：各企业官网，华泰证券研究所

## 谷歌：技术接近成熟，商业模式试行

谷歌无人驾驶技术领先全球，相关技术接近成熟。谷歌从2009年开始进入无人驾驶领域，2018年10月10日，谷歌无人驾驶部门Waymo宣布已经在公共路面完成1000万英里无人驾驶路测，测试里程领先全球其他企业。2018年10月底，谷歌宣布waymo自动驾驶汽车进行商业模式试运行，同时Google已与克莱斯勒和捷豹达成合作，后两者为Google生产改装6.2万辆Pacific以及2万辆I-PACE路测车。

图表21: Waymo 公共路面自动驾驶测试里程达 1000 万英里

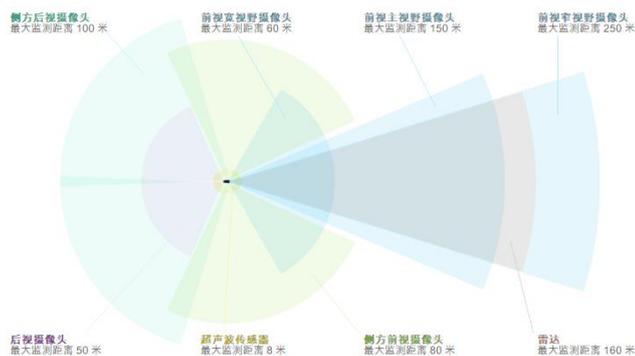


资料来源: Waymo 官网, 华泰证券研究所

**特斯拉: 硬件先行, 云端升级**

特斯拉目前在辅助驾驶技术领域优势明显, 其主要功能涵盖: 主动巡航控制、前撞与侧撞预警系统、基于摄像头的远近光自动调节功能、交通信号灯识别、自动紧急制动、盲点警报、自动车道保持、自动变道和自动泊车功能。其中, 自动变道功能已经跻身高度自动驾驶行列。目前实现这些功能需要的硬件主要包括 8 个摄像头、12 个雷达、360 度超声波传感器, 以及配套的 Autopilot 软件系统。2018 年 10 月, 特斯拉开始向全球车主推送 Autopilot 9.0 版本系统更新。

图表22: 特斯拉智能驾驶汽车传感器探测范围



资料来源: 特斯拉官网, 华泰证券研究所

图表23: 特斯拉智能驾驶交互平台 Autopilot 界面



资料来源: 特斯拉官网, 华泰证券研究所

**百度: 推动自动驾驶汽车量产, 多方面寻求商业合作**

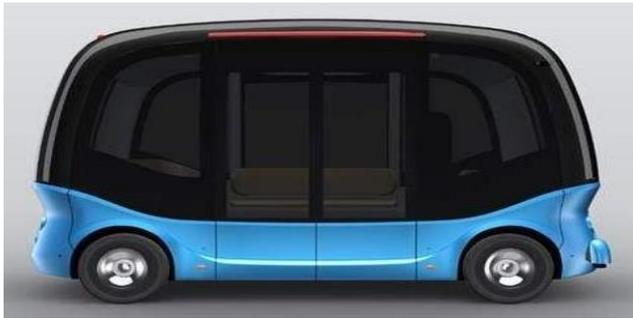
百度“阿波龙”量产并开启商业化运营。2018 年 7 月 4 日, 百度在 AI 开发者大会上宣布其联手金龙客车打造的全球首款 L4 级自动驾驶巴士“阿波龙”量产下线 100 台, 并陆续发往北京、雄安、广州、深圳、福建平潭、湖北武汉、日本东京等地开展商业化运营。2018 年 11 月, 百度宣布将与一汽和沃尔沃等车企合作, 在 2019 年底实现量产 L4 级自动驾驶乘用车。根据百度官网, 截止 2019 年 3 月, 百度 Apollo 自动驾驶开放平台的合作伙伴数量已达到 129 家, 成为全球最大智能驾驶软件平台。我们认为, 百度“阿波龙”的量产下线并开展商业化运营, 将推动我国自动驾驶商业化进程提速。

**图表24： 百度无人车量产时间表**



资料来源：百度阿波罗官网，华泰证券研究所

**图表25： 搭载百度自动驾驶系统的“阿波龙”客车**



资料来源：中国客车网，华泰证券研究所

**图表26： L4级自动驾驶“阿波龙”实现量产**



资料来源：中国客车网，华泰证券研究所

**上汽集团：持续发力智能网联关键领域**

根据上汽集团官网介绍，上汽已全力布局智能驾驶决策控制器、人机交互车机系统、车用高精度地图、车联通讯等关键领域，并已完成两代无人驾驶整车平台开发，测试总里程超过7万公里；自2018年3月1日以来，在开放道路上的测试里程超过5000公里。上汽集团在2018年9月份上市的荣威MARVEL X搭载了“最后一公里”自主泊车功能，可以支持智能化停车库，实现停车场自主行驶、车位寻找、车位识别、车位驶入驶出等智能驾驶场景。根据上汽集团规划，预计2019-20年将实现高速车队自动驾驶、城区自动驾驶等技术的商业化应用。

**图表27： 上汽荣威 Marvel X**



资料来源：上汽官网，华泰证券研究所

**图表28： Marvel X 全新标配 AI Pilot 智能驾驶辅助系统**

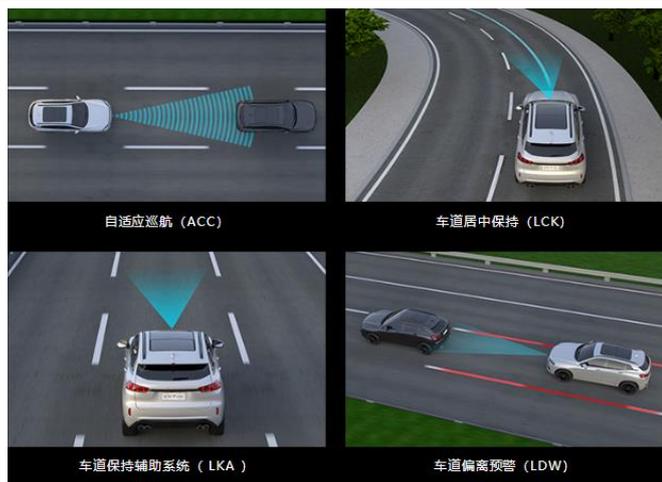


资料来源：汽车之家，华泰证券研究所

**长城汽车：WEY 系列高配车型标配智能驾驶系统**

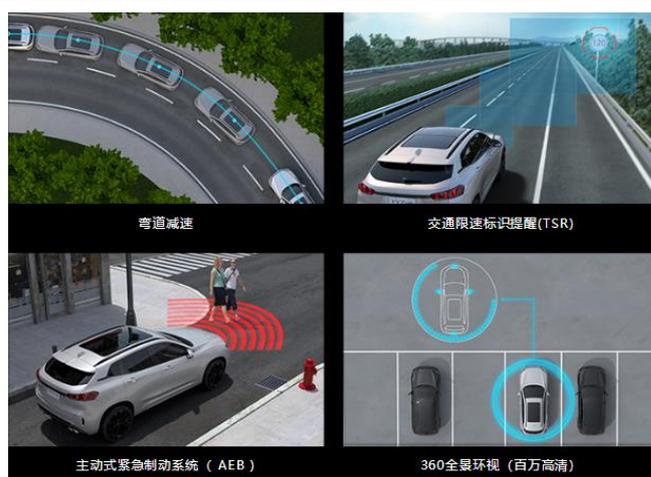
WEY 系列 VV5、VV7 和 VV6 车型的高配均标配智能驾驶辅助系统。根据公司官网，长城汽车 WEY 系列车型 VV5、VV7 和 VV6 的高配版，均标配配有 AEB 自动刹车、ACC 带排队功能自适应巡航、ICA 高速公路驾驶辅助、TJA 交通拥堵辅助、FCW 前碰撞预警、LDW 车道偏离预警、LCA 并线辅助、LKA 车道保持、LCK 车道居中保持、TSR 交通标志信息识别、半自动泊车辅助、CTA 倒车侧向警告、DOW 开门预警和驾驶员疲劳提醒等智能辅助驾驶功能。根据公司公告，2019年1-3月，公司WEY系列车型累计销量达2.66万辆。

图表29: WEY 智能科技驾驶辅助系统示意图 1



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表30: WEY 智能科技驾驶辅助系统示意图 2

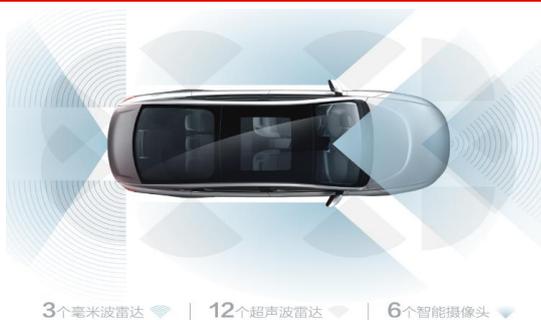


资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**吉利汽车: 几何 A 量产上市, 搭载 L2+ 级别智能驾驶辅助系统**

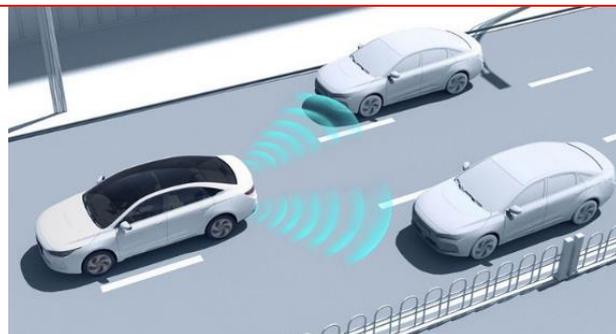
吉利首款 L2+ 级智能驾驶纯电动汽车量产上市。根据吉利新能源官网, 几何 A 长续航版 NEDC 综合工况续航里程达 500KM, 其智能驾驶系统搭载了 3 个毫米波雷达、12 个超声波雷达和 6 个智能摄像头, 可实现 ACC S&G 启停式自适应智能巡航、ICC 智能领航、FCW 前方碰撞预警+AEB 自动紧急制动、LKA 车道辅助保持、LDWS 车道偏离预警、SLIF 限速识别、RCW 后方碰撞预警、LCA 变道辅助和 DOW 开门预警等功能, 我们认为几何 A 的智能驾驶辅助系统基本涵盖了消费者日常行驶过程中需要的各类安全预警功能。根据 EV 视界报道和中汽协数据, 吉利几何 A 于 2019 年 4 月 11 日正式上市, 4 月份实现销量 1017 辆。

图表31: 吉利几何 A 智能驾驶硬件配置



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表32: 几何 A 智能驾驶辅助系统



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**广汽新能源: L2 级 Aion S 开启预售, L3 级 Aion LX 9 月将量产**

广汽发布自动驾驶系统 Adigo, Aion LX 将于 9 月量产。根据汽车之家报道, 广汽新能源拥有 L2 级别智能驾驶功能的 Aion S 自 3 月 1 日预售以来已获得超 2.3 万辆订单。2019 年 4 月 16 日, 广汽新能源于上海车展正式发布广汽自动驾驶系统 Adigo, 该系统包括 1 个智能摄像头、3 个毫米波雷达、3 个高清全景摄像头和 12 个超声波雷达, 融合了大数据、人工智能等世界级前沿科技, 可实现 20 余项辅助驾驶功能, 已具备量产 L3 级自动驾驶技术水平, 并可实现封闭场所 L4 级自动驾驶示范运行。同日, 广汽新能源发布了定位“豪华智能超跑 SUV”的 Aion 体系全新旗舰车型——Aion LX, 该车型计划将于今年 9 月投产。Aion LX NEDC 续航超 600km, 将搭载全新发布的 Adigo 自动驾驶系统, 我们预计将是全球第一款量产 L3 自动驾驶的 SUV。

图表33: 广汽 L3 级别自动驾驶 Aion LX 将于 9 月量产



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表34: 广汽 L2 级别自动驾驶 Aion S 已上市



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**蔚来汽车: 发布 NIO PILOT 系统, 辅助驾驶功能全面**

蔚来 NIO Pilot 自动辅助驾驶功能全面。蔚来 NIO Pilot 为全球首装 Mobileye EyeQ4 自动驾驶芯片的系统, 该系统结合了 1 个三目前摄像头、4 个环视摄像头、5 个毫米波雷达、12 个超声波传感器、1 个驾驶状态摄像头。拥有自动紧急制动、自适应续航、高速自动辅助驾驶、车道偏离预警、车道变换预警、车辆盲点监控、倒车辅助、自动泊车辅助、疲劳预警、前侧来车预警等全方位的自动辅助驾驶功能。目前蔚来在售的 ES8 和 2019 年中即将交付的 ES6 均全系标配 NIO Pilot 硬件系统。

图表35: 蔚来 NIO Pilot 系统

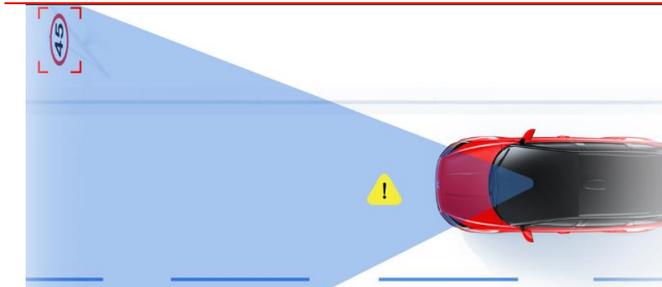


资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

**小鹏汽车: 自动辅助驾驶率手英伟达和德赛西威**

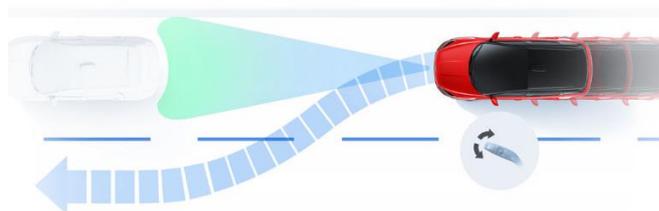
小鹏汽车的 X PILOT 自动辅助驾驶系统可实现 L2.5 级自动驾驶。根据公司官网介绍, 小鹏汽车的首款量产车型 G3 搭载了多达 20 个传感器, 有 12 个超声波雷达、5 个高清摄像头、3 个毫米波雷达, 对道路、车辆、行人、障碍物等进行精准识别, 并反馈给智慧芯片, 得到更适合中国路况的自动辅助驾驶和全场景自动泊车方案, 从而实现 XPILOT 2.5 级自动驾驶。小鹏 X PILOT 自动辅助驾驶系统具备驾驶员疲劳预警、智能导航、斜列式车位泊车辅助、车辆召唤、LCC 车道居中辅助系统、ATC 自适应弯道巡航等功能。

图表36: 小鹏 X Pilot ASL 自动限速调节



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表37: 小鹏 X Pilot ALC 自动变道辅助



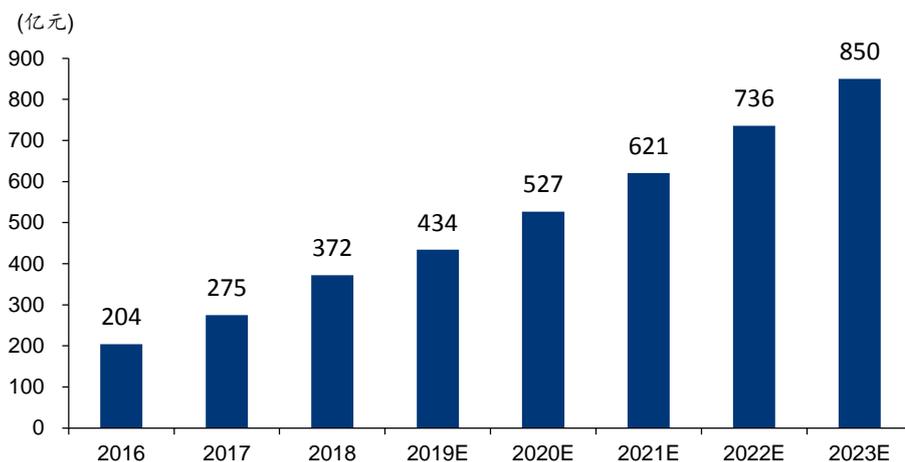
资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

根据盖世汽车数据，2018年11月，小鹏汽车与NVIDIA、德赛西威签订了三方战略合作协议，将共同研发适配中国交通环境和驾驶场景的L3级自动驾驶技术。根据计划，从2020年开始，小鹏汽车将在新款车型上分阶段实现L3级中国式自动驾驶功能，逐步实现城市间多种路况的全自动驾驶、停车场内自动寻找车位并泊车、早晚高峰拥堵巡航、高速公路自动切换最佳车道并保持连续自动驾驶以及基于导航最佳路线，个性化定制路线的自动驾驶。

### 高级智能辅助驾驶系统发展空间广阔，850亿市场规模可期

高级智能辅助驾驶（ADAS）是从汽车主动安全到实现无人驾驶的重要过渡阶段，相关功能配置的技术条件日趋成熟，整车配套需求预期强烈，渗透率有望加速。据前瞻产业研究院数据测算，2017-18年国内前装市场ADAS渗透率分别约20%和28%，市场规模分别约275和372亿元，随着技术成熟度提升，规模化后成本下降，我们认为ADAS有望加速向中低端车型渗透。国内乘用车销量进入平稳期，假设2019-23年乘用车销量复合约1.7%，预计到2023年乘用车销量达约2430万辆；假设2019-23年ADAS新车渗透率每年平均提升8.4pct，整体渗透率到2023年有望提升至70%；2018年单车ADAS成本约6000元，假设单车ADAS成本逐年下降200元，到2023年单车ADAS成本约5000元，我们预计到2023年ADAS市场规模将超850亿元。

图表38：预计2023年ADAS市场规模将超850亿元



资料来源：前瞻产业研究院，华泰证券研究所

### 关注智能驾驶领域 ADAS 执行和感知系统相关标的

我们认为汽车行业智能驾驶的趋势已经确立，建议投资者可以沿以下产业逻辑关注 ADAS 执行和感知系统相关标的。

#### 底盘电控：智能驾驶切入逻辑顺畅，集成整合方案趋势明显

底盘电控企业以执行模块技术为基础直接切入智能驾驶领域，成为 ADAS 整合方案提供商的产业逻辑顺畅。ADAS 各项主动安全功能的（如 ESC, LDW, AEB, ACC 等）的实现有赖于制动系统、转向系统、传感器等一系列子系统的配合与执行。底盘电控企业在客户资源和配套经验上具有先发优势，未来顺应汽车零部件集成化的发展趋势，有望整合上下游产业，打造“感知+决策+执行”全产业链，产品高度集成化，为整车厂商提供配套解决方案。我们认为底盘电控系企业特别是在制动系统或转向系统具有自主研发能力的国内零部件厂商以执行模块技术为基础切入智能驾驶领域，成为 ADAS 整合方案提供商的产业逻辑顺畅。

### 外延式拓展成为主线，竞争卡位抢占市场先机

当前国内厂商在智能辅助驾驶包括主动安全上的技术实力和完备性与国际巨头（如博世、大陆、德尔福，TRW等）相比仍然存在巨大的差距，通过外延式拓展（包括并购、参股、合资合作等）可以帮助公司获得技术储备、团队、品牌等优质资源，补强自身短板，缩短战略目标实现的周期，在智能汽车产业布局上抢占先机，尤其在合适标的有限的情况下更等同于竞争卡位。国内已有相关上市公司通过并购、合资合作的方式开拓智能驾驶市场，预期外延式拓展步伐将会加快，行业龙头和优质公司有望在智能驾驶的浪潮中抢占先机，看好布局合理且整合能力出众的优质企业。

### 紧跟智能驾驶发展动向，关注产业链优质标的

基于上述逻辑，我们认为在互联网巨头和产业标杆的引领下，智能驾驶的产业化进程将加速，建议投资者紧跟产业发展动向并关注以下优质标的：保隆科技（布局毫米波雷达）、德赛西威（摄像头+图像处理）、亚太股份（ADAS系统整合方案）、万安科技（EMB+外延式发展）、拓普集团（IBS智能制动系统）、华域汽车（布局毫米波雷达）和均胜电子（感知交互系统）等。

**图表39：受益细分领域及标的**

受益板块	代表性企业
ADAS执行系统相关	拓普集团、万安科技、亚太股份
感知及交互系统（摄像头、雷达等）	保隆科技、德赛西威、华域汽车、均胜电子

资料来源：华泰证券研究所

## 风险提示

- 1) 汽车销量不及预期：下半年新能源汽车补贴退坡，新能源车销量可能下滑，整体行业景气度偏弱，这些因素都可能导致整车企业销量不及预期，以及零部件行业下游需求降低。
- 2) 新能源行业政策波动：新能源汽车补贴政策变化，影响销量。
- 3) 新能源汽车盈利性下降：补贴退坡，可能会增加企业成本，降低企业盈利能力。
- 4) 国产替代进程不及预期：零部件自主供应商打开整车厂供货体系进程缓慢，下游整体不景气，可能导致零部件企业业绩增长不及预期。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com