

跟随消费升级，静待行业复苏

——汽车行业 2019 年下半年投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019 年 06 月 26 日

行业核心观点：

稳消费政策的出台、“汽车下乡”、加快老旧车报废更新、限购城市牌照放松、推动重点消费品更新升级等一系列的政策托底汽车消费的迹象明显，我们推荐的投资策略是重点围绕汽车消费升级趋势超配汽车行业，布局确定性成长细分领域优质个股，静待行业复苏。

投资要点：

- **国六扰动下整车复苏推迟，政策托底促使消费升级：**2016 年以来，汽车行业经历了周期繁荣的顶部后步入下行通道，为应对国内经济下行压力及更有底气应付中美贸易摩擦，政府实施了制造业增值税下调，“汽车下乡”、加快老旧车报废更新、限购城市牌照放松、推动重点消费品更新升级等一系列政策扩大国内汽车消费。国六标准提前实施是影响行业的重要因子，一方面加速车企及经销商清理国五车型库存的步伐，另一方面国五切换国六之际，消费者持币观望态度浓厚，短期造成汽车销量复苏的步伐推迟。实际上，推动汽车等重点消费品升级是政策发力的重点，因此建议围绕汽车消费升级布局细分领域确定性成长。
- **消费升级趋势下，布局“智能汽车”确定性成长细分领域：**从产品角度而言，汽车产品科技感程度日新月异，诸如智能驾驶、车联网等技术的发展与应用促使汽车智能化程度逐步提升，智能汽车是汽车消费升级最直观的体现。根据政府规划 2020 年智能汽车占比 50%，预计未来两年智能汽车市占率每年均有 15% 左右的提升空间，我们预测至 2020 年国内识别传感器及高精度地图市场空间有望达到 176 亿元，2024 年有望达到 737 亿元，年复合增速约 46%，产业链确定性高成长。由于国内零部件企业整体的技术实力与国外相比仍显不足，但感知识别及执行器领域对资金资金规模、技术积累及研发投入要求相对较低，且国内外差距日渐缩小，因此我们建议优先关注在感知识别及执行机构有前瞻布局的优质零部件供应商。
- **投资策略及个股推荐：**建议布局一线自主乘用车企静待行业复苏，以及围绕汽车消费升级趋势布局类似“智能驾驶”确定性高成长的产业链个股，推荐重点关注长城汽车（601633）、拓普集团（601689）、银轮股份（002126）及潍柴动力（000338）
- **风险提示：**汽车产销量不及预期，中美贸易摩擦加剧，上市公司业绩不达预期

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
长城汽车	0.57	0.63	0.72	增持
拓普集团	1.04	1.02	1.11	买入
银轮股份	0.44	0.48	0.53	增持
潍柴动力	1.08	1.17	1.29	增持

汽车行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 06 月 25 日

相关研究

万联证券研究所 20190624_行业周观点_AAA_汽车行业周观点报告

万联证券研究所 20190610_行业周观点_AAA_汽车行业周观点报告

万联证券研究所 20190604_公司首次覆盖_AAA_伯特利(603596)深度报告

分析师：周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

目录

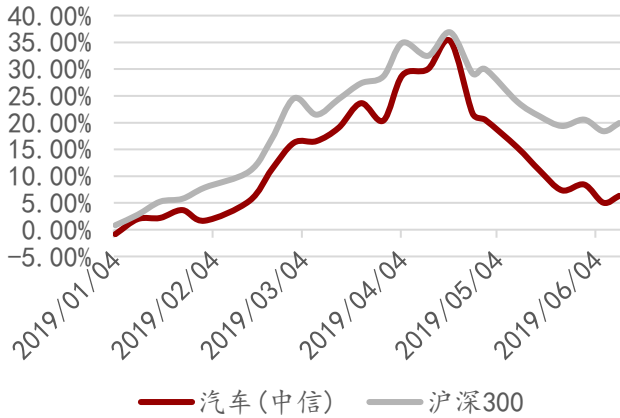
1、行情回顾.....	4
2、整车：国六扰动下复苏推迟，政策托底促使消费升级.....	6
2.1 政策刺激托底，提振行业温和复苏的信心.....	6
2.2 若限购城市放松牌照，对乘用车增量贡献有限.....	8
2.3 加快国三燃油车淘汰，重卡销量维持高位.....	8
2.4 国六排放标准执行，危与机共存.....	10
2.5 政策宗旨促使汽车消费更新升级.....	12
3、零部件：消费升级趋势下，布局确定性成长.....	14
3.1 智能汽车是汽车产品消费升级最直观的体现.....	14
3.2 智能驾驶渗透率持续提升，产业链确定性高成长.....	15
3.3 自动驾驶产业链国内外竞争差距大，建议优先布局感知识别及执行器.....	17
4、投资策略及个股推荐.....	19
4.1 投资策略.....	19
4.2 个股推荐.....	20
图表 1：上半年汽车行业跑输沪深 300 指数.....	4
图表 2：汽车行业子板块涨跌幅.....	4
图表 3：汽车行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中倒数第 3 位.....	4
图表 4：汽车行业涨跌幅靠前个股收益情况（2019.1.1-2019.6.14）.....	5
图表 5：上半年汽车行业跑输沪深 300 指数.....	5
图表 6：汽车行业子板块 PE 估值.....	5
图表 7：汽车销量情况（万辆）.....	6
图表 8：汽车类限额以上单位商品零售值（亿元，%）.....	6
图表 9：汽车相关政策.....	7
图表 10：限购城市政策.....	8
图表 11：各类汽车的颗粒物（PM）排放量的分担率.....	9
图表 12：2017 年底重卡保有量构成.....	9
图表 13：国三重卡车龄分布.....	9
图表 14：重卡销量及增速.....	9
图表 15：轻型车国六标准执行时间表.....	10
图表 16：重型柴油车国六标准执行时间表.....	10
图表 17：各地国六实施时间及国三车淘汰补贴标准.....	11
图表 18：批量与零售销量（辆，%）.....	12
图表 19：经销商库存变化（辆）.....	12
图表 20：汽车消费再购用户占比提升.....	13
图表 21：汽车消费女性用户占比提升.....	13
图表 22：汽车消费用户年轻化.....	13
图表 23：中大型轿车占比提升.....	13
图表 24：智能驾驶分类及规划.....	14
图表 25：智能驾驶传感器识别需求量.....	15
图表 26：自动驾驶汽车传感器应用实例.....	16
图表 27：ADAS 细分产业市场空间预测.....	17
图表 28：ADAS 装载率.....	17

图表 29: ADAS 产业链.....	17
图表 30: 自动驾驶产业上市公司梳理.....	18
图表 31: 汽车行业营收及增速 (亿元)	19
图表 32: 汽车行业净利润及增速 (亿元)	19

1、行情回顾

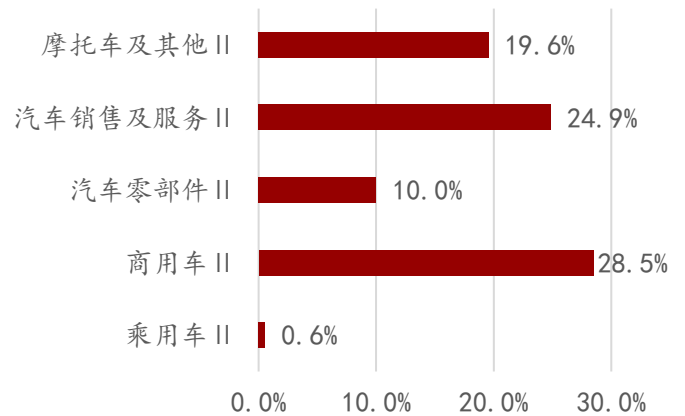
年初至2019年6月14日，从绝对收益情况来看，中信29个一级行业中，涨幅前五的分别为食品饮料（57.4%）、农林牧渔（44.7%）、非银金融（44.2%）、家电（38.6%）和计算机（34.5%），其中汽车行业取得10.0%的收益，位列中信29个一级行业中倒数第3位，期间沪深300指数上涨26.3%，汽车（中信）行业指数跑输沪深300指数16.3个百分点。

图表1：上半年汽车行业跑输沪深300指数



资料来源：WIND，万联证券

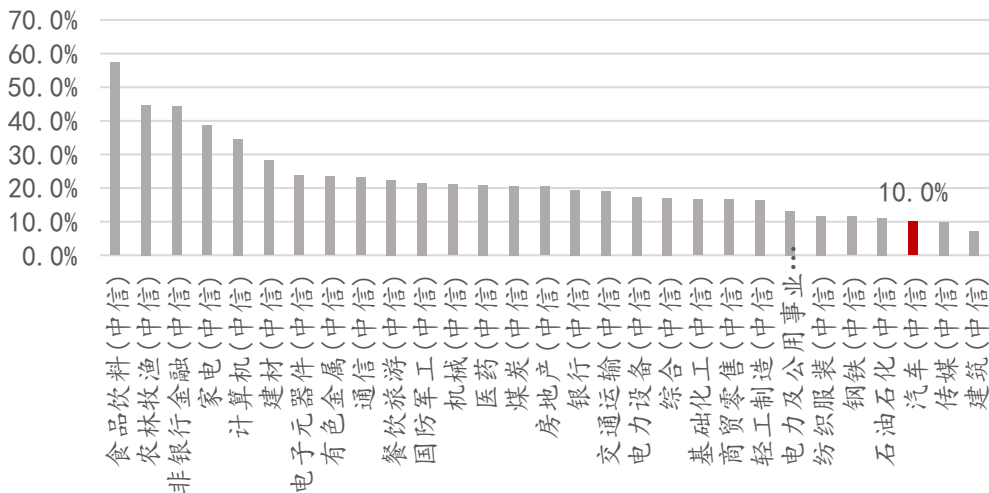
图表2：汽车行业子板块涨跌幅



资料来源：WIND，万联证券

从汽车行业子板块涨跌幅情况来看，商用车为汽车行业中唯一一个跑赢沪深300指数的子板块，取得28.5%的收益，零部件上涨10.0%、汽车销售及服务上涨24.9%，而乘用车上涨0.6%表现最差，总体来看汽车行业上半年表现不尽人意，主要原因一方面上半年行业去库存，年初至今汽车产销量负增长且不如市场预期复苏，另一方面中美贸易摩擦升级导致市场担忧情绪的加重压制行业风险偏好的提升。

图表3：汽车行业指数绝对收益位列中信29个行业中倒数第3位



资料来源：WIND，万联证券

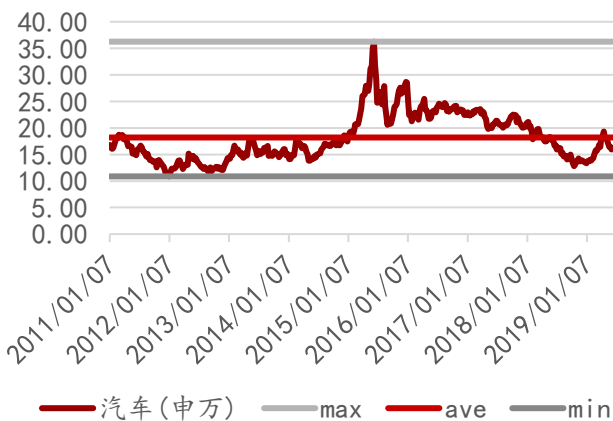
从个股情况来看，涨幅靠前的个股总体可分为三类，第一类题材概念股，如全柴动力（209.1%）主要是氢燃料电池概念，亚星客车（72.5%）、江铃汽车（72.4%）、中通客车（72.4%）、襄阳轴承（58.0%）、东风科技（49.5%），主要是国企混改及重组概念。第二类主要是细分领域优势明显的个股，如潍柴动力（57.7%）、长城汽车（55.6%）、星宇股份（51.1%）。第三类，主要是业绩拐点预期升温的个股，如天成自控（59.46%）、联明股份（50.87%）。

图表4：汽车行业涨跌幅靠前个股收益情况（2019.1.1-2019.6.14）

涨幅前 15 的个股			跌幅前 15 的个股		
代码	简称	涨跌幅 (%)	代码	简称	涨跌幅 (%)
600218.SH	全柴动力	209.11	300176.SZ	鸿特科技	-71.44
603701.SH	德宏股份	77.22	002684.SZ	猛狮科技	-55.94
600213.SH	亚星客车	72.50	000760.SZ	斯太尔	-50.46
000550.SZ	江铃汽车	72.41	600698.SH	湖南天雁	-36.63
000957.SZ	中通客车	72.36	002592.SZ	八菱科技	-35.21
603085.SH	天成自控	59.46	000622.SZ	恒立实业	-31.69
603787.SH	新日股份	58.18	002537.SZ	海联金汇	-31.41
000678.SZ	襄阳轴承	58.00	603596.SH	伯特利	-28.13
000338.SZ	潍柴动力	57.66	300742.SZ	越博动力	-27.60
601633.SH	长城汽车	55.64	000868.SZ	安凯客车	-27.30
002703.SZ	浙江世宝	54.89	601127.SH	小康股份	-27.07
601799.SH	星宇股份	51.09	300100.SZ	双林股份	-25.91
603006.SH	联明股份	50.87	002921.SZ	联诚精密	-23.14
600523.SH	贵航股份	49.97	300681.SZ	英搏尔	-21.94
600081.SH	东风科技	49.52	603035.SH	常熟汽饰	-21.90

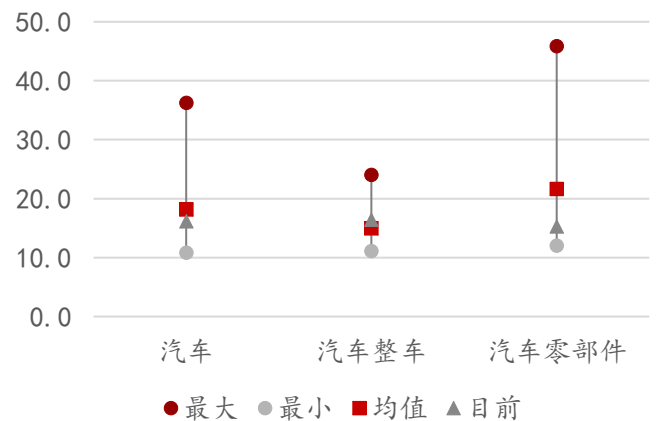
资料来源：WIND，万联证券

图表5：上半年汽车行业跑输沪深300指数



资料来源：WIND，万联证券

图表6：汽车行业子板块PE估值



资料来源：WIND，万联证券

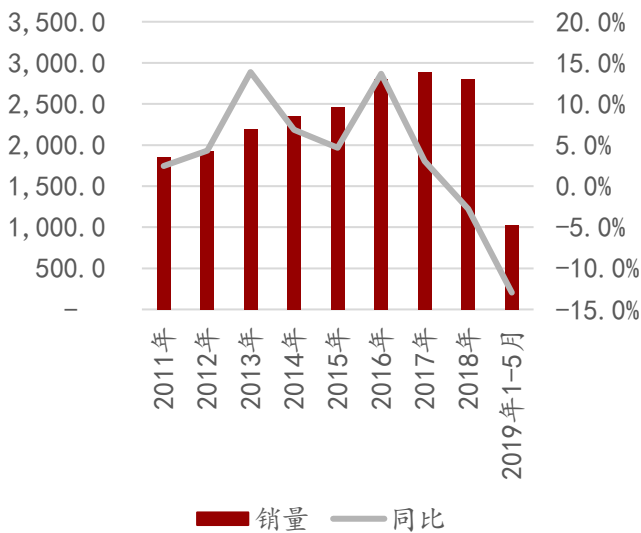
从估值情况来看，上半年，汽车行业经历了一场估值修复行情，估值由年初的13.4倍提升至4月中旬的19.3倍。截止到2019年6月14日，汽车行业估值16.2倍，略低于2011年以来的历史均值18.2倍，而相对历史最小估值10.9倍，最大估值36.3倍来说处于估估值未见明显的高估和低估状态；子版块整车PE估值16.4倍，高于均值15.0倍，零部件PE估值15.3倍，低于均值21.7倍。总体来看，估值水平处于历史中枢附近，但由于稳消费政策的密集出台及随着汽车销量温和复苏预期升温，我们认为下半年汽车行业估值有望迎来小幅提升。

2、整车：国六扰动下复苏推迟，政策托底促使消费升级

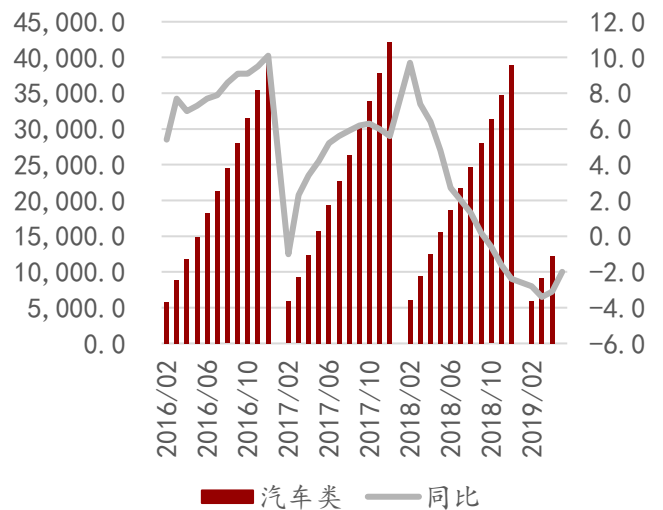
2.1 政策刺激托底，提振行业温和复苏的信心

2016年以来，随着小排量乘用车购置税优惠5%的政策推出及随后两年购置税优惠逐年退坡2.5%，汽车行业经历了周期繁荣的顶部后步入下行通道。2018年国内汽车产销首次以-2.76%的负增长收尾，2019年1-5月，国内汽车销量继续延续2018年下半年的下滑态势，销量仅1,026.6万台，同比-13.0%，而汽车类消费也成为16个限额以上单位商品零售类别中为数不多的负增长的品类，2019年1-5月汽车类单位商品零售类值为1.5万亿，同比增长-2.0%，严重拖累国内社会商品零售消费水平。

图表7：汽车销量情况（万辆）



图表8：汽车类限额以上单位商品零售值（亿元，%）



资料来源：中汽协，万联证券

资料来源：国家统计局，万联证券

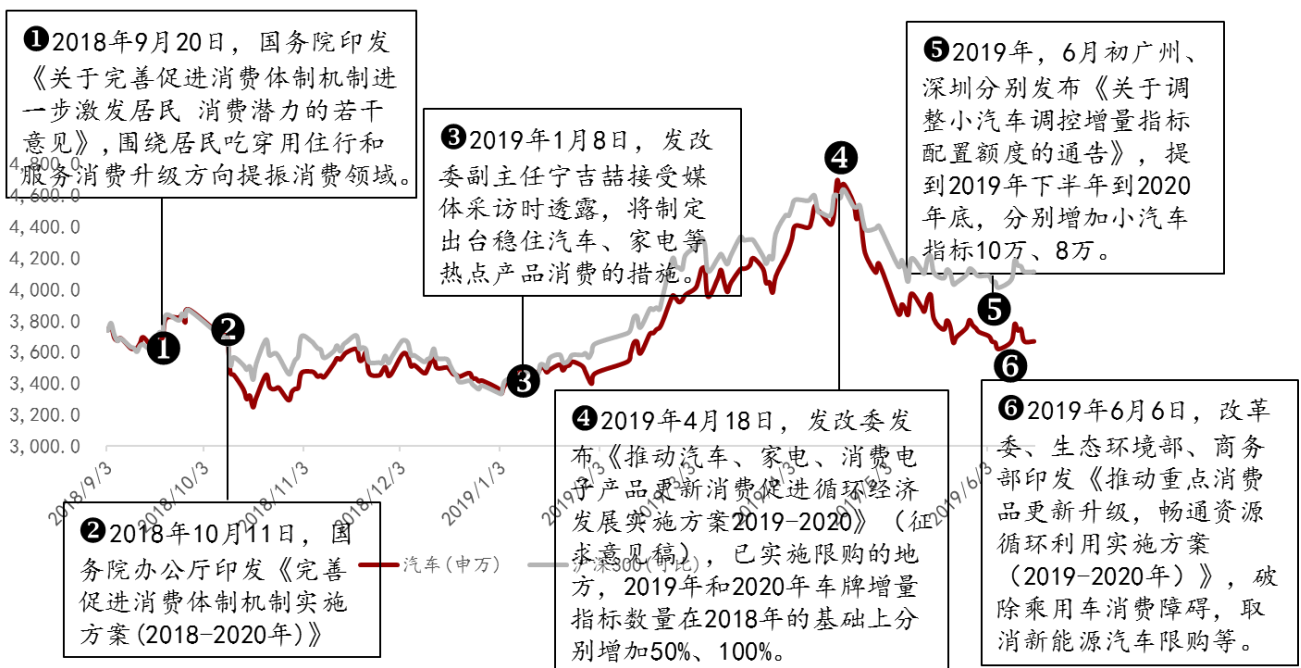
在当前国内经济面临较大下行压力及中美贸易摩擦不确定性升温背景下，扩大国内消费需求以应对当前经济下行压力及更有底气应付中美贸易摩擦成为宏观调控的主要手段，而汽车产业作为国民经济重要的支柱产业，产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大，因此有必要实施相关政策以稳定汽车消费。

实际上，2018年政府就已经出台了促进消费的相关政策，2018年9月20日，国务院印发《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，围绕居民吃

穿用住行和服务消费升级方向提振消费领域。2018年10月11日，根据《中共中央国务院关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，国务院办公厅印发《完善促进消费体制机制实施方案(2018-2020年)》。2019年1月8日，发改委副主任宁吉喆接受媒体采访时透露，将制定出台稳住汽车、家电等热点产品消费的措施。2019年4月18日，发改委发布《推动汽车、家电、消费电子产品更新消费促进循环经济发展实施方案2019-2020》(征求意见稿)，重点提到要科学引导车辆出行，对拥堵区域外车牌核发不予限制。已实施限购的地方，2019年和2020年车牌增量指标数量在2018年的基础上分别增加50%、100%，取消对无车家庭购车的限制。2019年5月28日，广东省发布《完善促进消费体制机制实施方案》，针对当前制约消费突出问题，提出九方面29条具体举措，《方案》明确表示优化汽车消费环境，逐步放宽广州、深圳市汽车摇号和竞拍指标，扩大准购规模，其他地市不得再出台汽车限购规定。2019年6月初，广州、深圳分别发布《关于调整小汽车调控增量指标配置额度的通告》，提到2019年下半年到2020年底，分别增加小汽车指标10万、8万。

2019年6月6日，改革委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》，《实施方案》坚持以供给侧结构性改革为主线，重点从“巩固、增强、提升、畅通”四方面，推动汽车、家电、消费电子产品更新升级，促进旧产品循环利用。对汽车消费方面的重点政策主要分为两类，首先是传统汽车，主要从破除乘用车消费障碍(严禁各地出台新的限购规定，原则上对拥堵区域外不予限购)，促进老旧汽车淘汰更新(大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰)，推动农村车辆消费升级(汽车下乡促销活动，对农村居民报废三轮汽车并购买3.5吨及以下货车或者1.6升及以下排量乘用车有条件的地方可商供货企业给予适当支持)，取消皮卡进城限制，促进二手车交易等方面。二是促进新能源汽车的消费，各地不得对新能源汽车实行限行、限购，已实行的应当取消，鼓励地方对无车家庭购置首辆家用新能源汽车给予支持，鼓励有条件的地方在停车费等方面给予新能源汽车优惠。

图表9：汽车相关政策



资料来源：网络资料，万联证券

我们重点研究了限购城市牌照放松、加快国三燃油车淘汰及国六标准提前实施对车市的影响。

2.2 若限购城市放松牌照，对乘用车增量贡献有限

全国就北京、上海、深圳、广州、天津、杭州、贵阳、海南8个城市限购，2018年分别提供牌照数合计约77.6万辆，2019年广州、深圳牌照松绑后分别新增5万、4万个牌照，对广州、深圳小客车增量分别约42%、40%。若其他限购城市2019年新增小客车指标50%，则合计新增约36.8万，对国内乘用车贡献1.5%的增量。广、深地区限购城市牌照指标的增加主要起到引导其他限购城市效仿的作用，后续需关注其他城市细则落实情况，政策发布期初对市场的影响主要在于表明发改委稳定汽车消费的决心，有利于提振市场对汽车消费温和复苏的信心。

图表10：限购城市政策

省份	限购方式	2018年小客车配额指标	中签率
北京	摇号制	小客车年度指标10万，其中普通车4万，新能源车6万（个人5.4万，单位0.6万）	0.1%
上海	拍卖制	新增车辆指标13万（个人12.6万，单位0.4万）	5.0%
广州	摇号+拍卖	小客车指标12万	0.6%
深圳	摇号+拍卖	配额指标10万，其中新能源车2万	2.0%
杭州	摇号+竞价	配额指标8万（个人6.4万，单位1.6万）	0.6%
天津	摇号+竞价	配额指标10万	0.4%
贵阳	摇号制	每月2800个	-
海南	摇号制	配额指标8万	-

资料来源：地方政府网，万联证券

2.3 加快国三燃油车淘汰，重卡销量维持高位

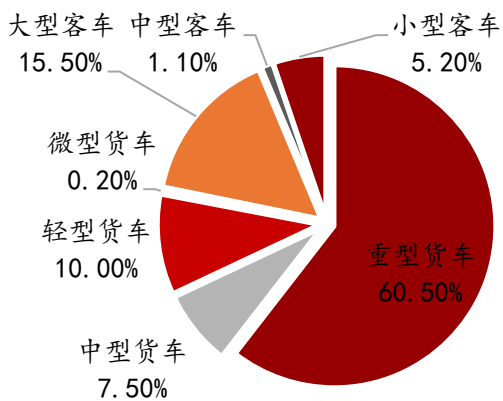
机动车尾气排放是造成大气污染的重要来源，根据环保部资料，北京、上海、深圳等一线城市的机动车排放是造成PM2.5的首要来源，贡献度占比分别高达45.0%、52.1%和29.2%，而在机动车类型中重卡首当其冲，其造成颗粒物（PM）排放量分担率在60%左右，因此严控机动车尾气排放尤其是淘汰尾气污染较重的国三重卡成为大气污染防治的重要任务。实际上，2018年7月3日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，计划中提到，2020年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。改革委、生态环境部、商务部于2019年6月6日印发的《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》里也重点提及促进老旧汽车淘汰更新，大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰。

根据环保部数据，2017年底国内重型柴油车保有量616.6万辆，其中国三及以下占比

51.8%，即国三重型柴油车保有量约319.4万辆。2018年国内重卡销量114.8万辆，相比2017年新增重卡销量3.1万辆，以此推测2018年底国三重型柴油车保有量大约200-300万辆，取中值250万辆。

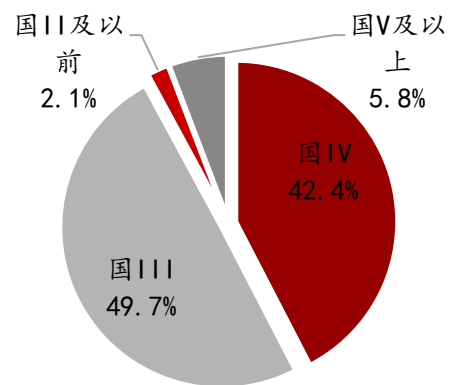
测算1：我们假设京津冀重点区域国三重卡按2年内全部淘汰、其他地区国三重卡按平均6年更换周期、国三以上车型按10年更换周期测算，另外，治超新增GB1589-2016导致重卡单车运力下降20%左右催生保有量扩容，预计2019年重卡需求预测约97.7万辆。

图表11：各类汽车的颗粒物（PM）排放量的分担率



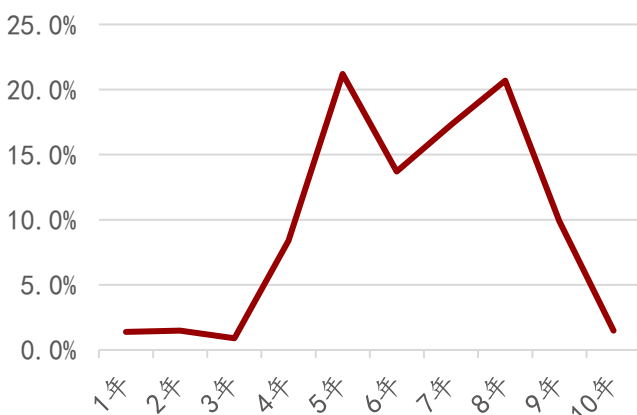
资料来源：环保部，万联证券

图表12：2017年底重卡保有量构成



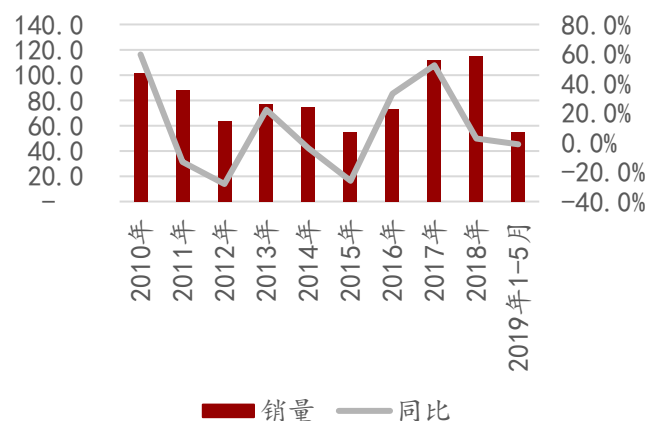
资料来源：环保部，万联证券

图表13：国三重卡车龄分布



资料来源：方得网，万联证券

图表14：重卡销量及增速



资料来源：WIND，万联证券

测算2：2019年5月重卡销量10.8万辆，同比下降4.68%，1-5月重卡销量约55.3万辆，同比下降1.28%，我们合理假设前5个月重卡占全年销量51%（去年48.8%）测算2019年重卡销量约108万辆。

总体来看，随着蓝天保卫战行动计划的执行及加快淘汰国三燃油车，未来两年重卡

销量依然维持高位，2019年按重卡销量97万-108万估算相较上年同比增速为-15.5%~-4.2%，波动率较以往有所弱化。

2.4 国六排放标准执行，危与机共存

按环保部发布的《轻型汽车污染物排放标准限值及测量方法(中国第六阶段)》政策，2020年7月1日和2023年7月1日分别执行国六a和国六b标准，按《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》要求，所有重型车辆2021年7月1日开始执行国六a标准，2023年7月1日执行国六b标准，然而目前国内已有19个城市提前实施国六标准，北京(重型柴油机)、上海、广州、深圳、海南、天津等城市甚至越过国六a于2019年7月1日直接执行国六b标准。

图表15: 轻型车国六标准执行时间表

实施时间	适用标准	内容
2020年7月1日	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准，其中I型实验应符合6a阶段限制要求。
2023年7月1日	《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》	所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准，其中I型实验应符合6b阶段限制要求。

资料来源: 环保部、万联证券

图表16: 重型柴油车国六标准执行时间表

实施时间	标准阶段	车辆类型	适用标准
2019年7月1日	6a 阶段	燃气车辆	《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》
2020年7月1日		城市车辆	
2021年7月1日		所有车辆	
2021年1月1日	6b 阶段	燃气车辆	
2023年7月1日		所有车辆	

资料来源: 环保部、万联证券

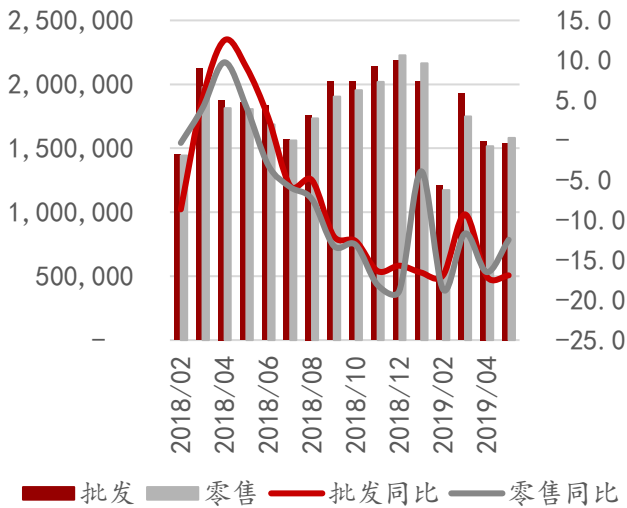
图表17：各地国六实施时间及国三车淘汰补贴标准

序号	地区	国六实施时间	国六政策	国三车淘汰时间及补贴政策
1	北京	2019年7月1日	燃气、公交、环卫执行重型柴油车国六b	2019年9月20日前，淘汰老旧车辆10万辆，最高补贴10万元/车
		2020年1月1日	其余车辆实施国六b	
2	上海	2019年7月1日	轻型车提前实施国六b，国五、国六a全部禁售	
3	河南	2019年7月1日	轻型车、燃气车实施国六；过渡期1个月	2020年底前河南要淘汰10万辆国三及以下柴油车
		2020年7月1日	公交、邮政、环卫执行重型柴油车国六a	
		2021年7月1日	重型柴油车实施国六a	
4	广东	2018年11月1日	深圳地区执行重型柴油车国六b	加快淘汰国三及以下车辆
		2019年7月1日	广州地区实施轻型车国六b，过渡期2个月	
		2019年7月1日	包括深圳在内的其他城市实施轻型车国六b	
5	海南	2019年7月1日	轻型车实施国六b	2019年3月1日起，海南正式禁售燃油车；淘汰老旧车补贴7000元/辆至2.5万元/辆不等
6	天津	2019年7月1日	轻型车实施国六b	加快老旧柴油车淘汰，轻卡最高补贴9000元/辆
7	山东	2019年7月1日	轻型车实施国六a，禁售非国六轻型汽车	2019年7月1日前，待淘汰车辆3.4万辆，最高补贴4万元/车
		2023年7月1日	轻型车实施国六b	
8	河北	2019年7月1日	轻型车实施国六	
9	杭州	2019年7月1日	轻型车实施国六	2019年12月31日前，待淘汰11万辆，最高补贴4万元/车
10	南京	2019年7月1日	轻型车实施国六	2020年12月31日前，补贴0.4万-4.0万元/辆
11	陕西	2019年7月1日	轻型车实施国六	2019年，淘汰国三及以下运营才有货车5.5万辆，老旧燃气车1万辆；2019年最高补贴3万元/辆，2020年最高补贴2.5万元/辆。
12	山西	2019年7月1日	8个市区轻型车实施国六	
13	云南	2020年7月1日	轻型车实施国六	2020年底前要淘汰国三柴油车3万辆以上
14	其他	2019年7月1日	安徽、成都、江苏、四川、浙江、重庆等轻型车实施国六	

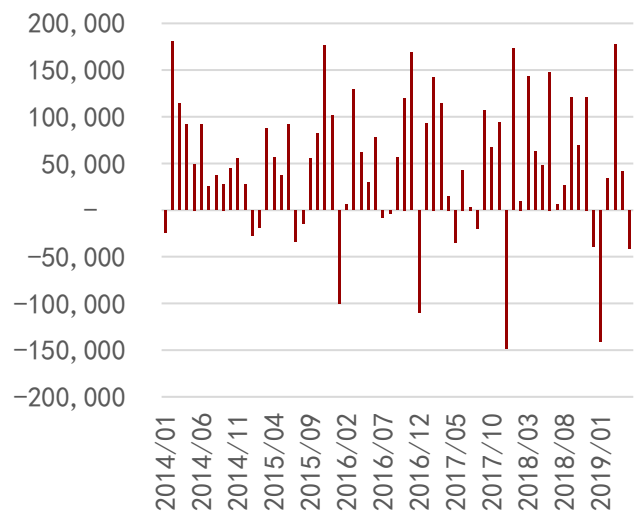
资料来源：地方政府官网、万联证券

国六标准的提前实施，一方面，加速车企及经销商清理国五车型库存的步伐，各大经销商针对国五车型纷纷开始五花八门的促销活动，根据乘联会数据，5月狭义乘用车批发销量154.1万辆，同比增长-16.9%，终端零售销量158.2万辆，同比增长-12.5%，经销商谨慎采购而加大促销导致零售销量远大于批发销量，行业处于明显的去库存阶段。另一方面，国五切换国六之际，消费者持币观望态度浓厚，直接的表现是在制造业增值税税率下调及终端加大促销过程中，国内汽车终端零售消费仍然不佳，同比增速依然延续去年四季度的下滑态势。总体来看，由于国六标准的扰动因素，汽车销量复苏的步伐或将推迟，而国六标准的执行，也有望加速行业集中度的提升，弱势品牌国六车型推出的步伐较慢，国五车型积压进一步加大企业资金运转压力，优质品牌受国六标准的影响较小，且凭借国六新品车型进一步提升市场份额。

图表18: 批量与零售销量 (辆, %)



图表19: 经销商库存变化 (辆)



资料来源: WIND, 万联证券

资料来源: WIND, 万联证券

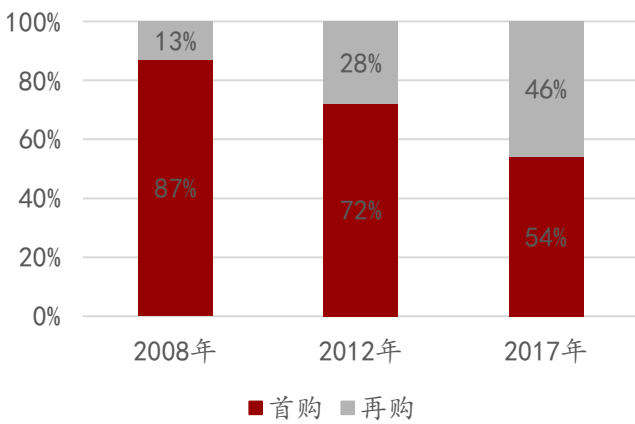
2.5 政策宗旨促使汽车消费更新升级

稳消费政策的出台，并不意味着刺激汽车销量恢复以往的高速增长，而是以一种不以透支未来消费为代价、不干扰市场内生发展的温和力度促使汽车销量保持一定的幅度的增长，实际上政策的落脚点是促使汽车消费升级。6月6日，改革委、生态环境部、商务部印发的《推动重点消费品更新升级，畅通资源循环利用实施方案（2019-2020年）》宗旨是推动汽车、家电等重点消费品升级，正如里面提到的“牢牢把握新一轮产业变革大趋势，大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化”。

实际上，近年来汽车消费升级的趋势越发明显，主要表现在“用户、产品、市场、服务”四方面。一、用户方面，首先，再购车用户比例提升，相关数据显示再购车用户由2012年的28%提升至2017年的46%，再购车用户对新车空间、配置等相对首次购买用户考虑的更多，且对价格敏感度偏低；其次，汽车消费中女性用户占比也有较大幅度的提升，由2010年的17%提升至2017年的30%，女性用户对汽车的外观、功能的操纵便利性及空间配置等综合因素考虑得更多，且情感化消费因素提升，汽车不再是简简单单的代步工具；最后，汽车消费用户日趋年轻化，30岁以下占比由2010年的21%提升

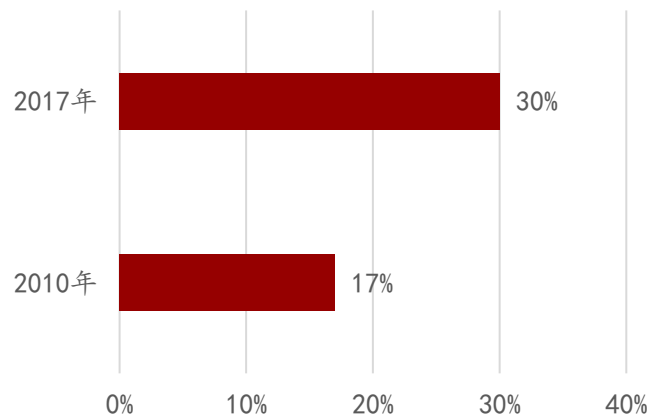
至2017年的40%，90后成为新一代消费主力，其接受新技术、新科技意愿度更强及其开放、及时的消费观念致使年轻用户偏好新技术、新功能、购买方式多样的汽车产品。二、产品方面，汽车“新四化”趋势明显，尤其是新能源、智能网联汽车的普及明显提升汽车产品的科技感。三、市场方面，A级及以上的中大型乘用车占比进一步提升，根据乘联会数据，2013年轿车中A级及以上的占比为78.7%，2018年占比提升至87.2%，另外豪华车增速高于行业平均水平及豪车销量占比持续提升也相应的表明汽车消费趋势明显，2018年在国内乘用车负增长背景下，国内豪华车总销售总量为281.5万，同比增长9.4%，且豪华车在整个乘用车市场的占比升至12.5%，同比增长1.7个点。

图表20：汽车消费再购用户占比提升



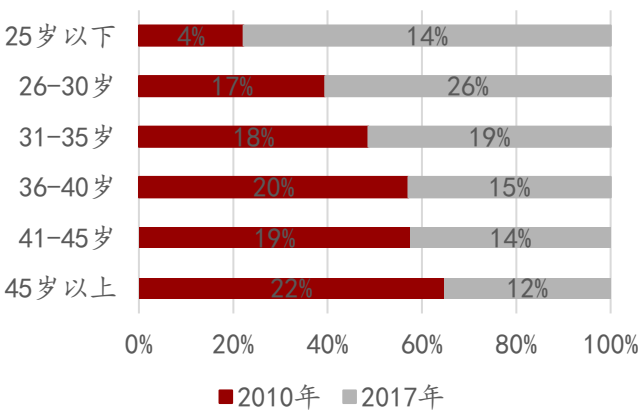
资料来源：慧数汽车，万联证券

图表21：汽车消费女性用户占比提升



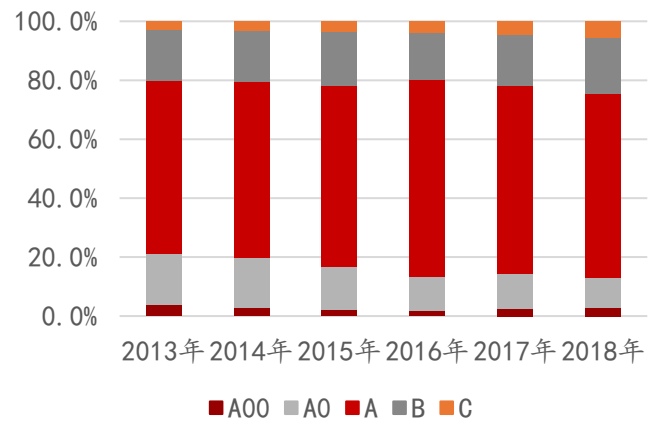
资料来源：慧数汽车，万联证券

图表22：汽车消费用户年轻化



资料来源：慧数汽车，万联证券

图表23：中大型轿车占比提升



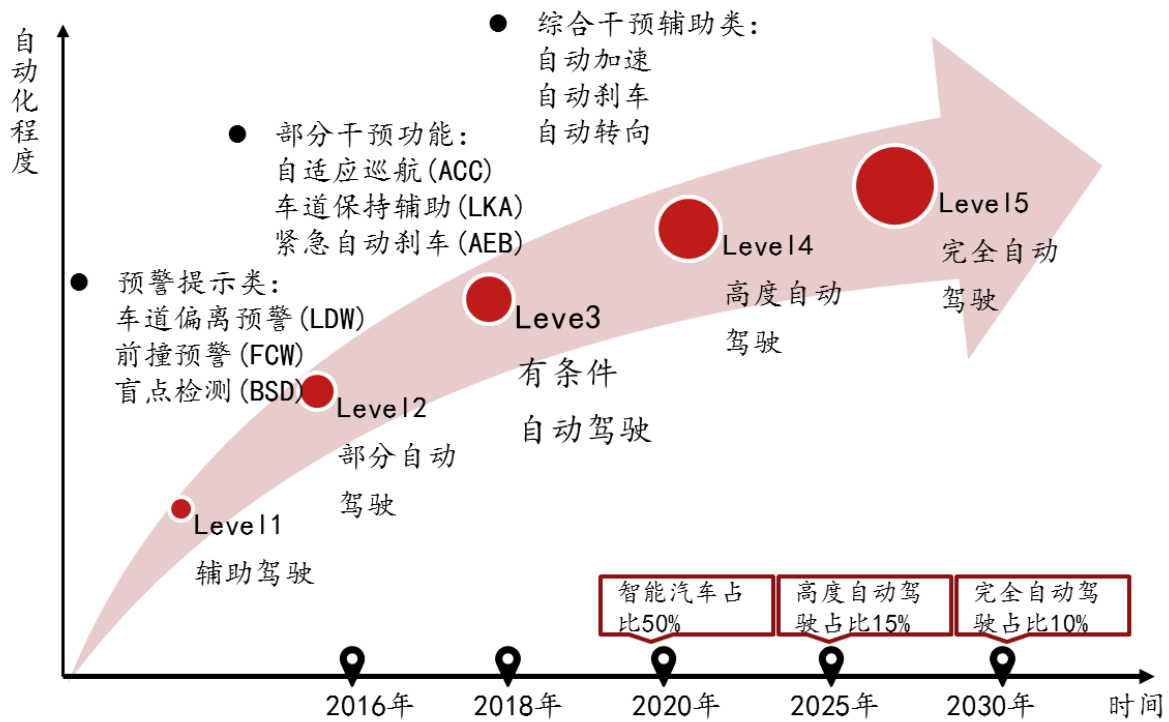
资料来源：乘联会，万联证券

3、零部件：消费升级趋势下，布局确定性成长

3.1 智能汽车是汽车产品消费升级最直观的体现

从产品角度而言，汽车产品科技感程度日新月异，诸如智能驾驶、车联网等技术的发展与应用促使汽车智能化程度逐步提升，汽车不再仅仅是代步工具，未来汽车有望成为继家庭、办公室之后的第三空间，并将成为继手机之后的具有移动通讯功能的移动终端，这也是汽车消费升级最直观的体现，因此我们建议围绕汽车消费升级，布局如“智能驾驶”产业链确定性成长的投资机会。

图表24：智能驾驶分类及规划



资料来源：网络资料，万联证券

国际自动机械工程师学会（SAE）将自动驾驶划分为0-5级，Level 1-2级主要是辅助驾驶阶段，需要驾驶员始终处于驾驶状态，时刻关注汽车周边环境并提供安全性操作，其中Level 1级主要是提供预警类辅助，如车道偏离预警、前撞预警、视觉盲点提醒等，Level 2提供部分干预辅助，如自适应巡航、车道偏离修正等，Level 3及以上才具备真正意义上的“自动驾驶”功能，即驾驶员可以转移汽车主动权交于自动驾驶系统自主决策，其中Level 3仅在某些特定条件下如高速公路具备自动驾驶功能，且当自动系统发出请求指令时，驾驶员必须准备好重新取得驾驶控制权；Level 4是大多数环境下能够自动驾驶，诸如代客泊车、城市出租车等；而Level 5可以在任何环境下进行自动驾驶。

3.2 智能驾驶渗透率持续提升，产业链确定性高成长

根据《节能与新能源汽车技术路线图》规划，2020年将初步形成智能网联汽车自主创新体系，并且启动智慧城市相关建设。驾驶辅助/部分自动驾驶车辆市场占有率将达到50%左右；到2025年，高度自动驾驶车辆市场份额将达到约15%；到2030年，基本建成智能网联汽车产业链与智慧交通体系，高度自动驾驶和完全自动驾驶新车装备率达80%，其中完全自动驾驶车辆市场份额接近10%。

汽车智能化程度不同对识别领域传感器需求也有所不同，一般的Level1-2辅助驾驶阶段，以摄像头、超声波雷达为主，辅以毫米波雷达等，Level3及以上开始使用大量使用毫米波雷达、激光雷达等，且对摄像头的需求量相应增多。由于不同传感器优缺点各一，如摄像头技术成熟、成本较低、视觉成像识别较好，但容易受到光照因素的干扰及作用距离有限，激光雷达作用距离远、测距精度高、响应快，但成本昂贵、易受恶劣天气的影响。实际上，智能驾驶目前并未形成最优的解决方案，各大车企及科技型公司对智能驾驶方案形式多样，如特斯拉，装有8个摄像头、1个毫米波雷达、12个超声波雷达，Waymo公司level4级别的自动驾驶方案中装有1个长距雷达、1个中距雷达、8个短距雷达和1-3台IMU。但是，采用多种传感器融合是行业的共识，而单一传感器并不能满足自动驾驶的需求，总体来看，随着辅助驾驶渗透率的提升及汽车智能化程度的提高，识别领域传感器需求量相应增加。

图表25：智能驾驶传感器识别需求量

	L1	L2	L3	L4/L5	优点	缺点
摄像头	0-3	0-5	3-6	6-12	可识别物体属性，技术成熟，成本较低	易受光照和环境干扰
超声波雷达	4-8	8-12	-	-	成本较低、结构简单、测距方法简单	测距有限，易受天气和温度变化影响
毫米波雷达	0-3	0-5	3-6	6-12	全天候工作，识别运动轨迹，作用距离较远	成本较高，对特殊物体识别存在缺陷
激光雷达	NO	NO	1-8	1-8	测距精度高，相应快，作用距离远	成本昂贵，易受恶劣天气影响
高精度地图	NO	SOME	Y	Y	-	-
传感器融合	NO	SOME	Y	Y	-	-

资料来源：盖世汽车、万联证券

图表26：自动驾驶汽车传感器应用实例

L2级别	L3级别	L4级别
 <ul style="list-style-type: none"> 凯迪拉克CT6 6个摄像头 6个毫米波雷达 12个超声波雷达  <ul style="list-style-type: none"> 特斯拉Model S/X/3 8个摄像头 1个毫米波雷达 12个超声波雷达 	 <ul style="list-style-type: none"> 奥迪A8 1个激光雷达 6个摄像头 5个毫米波雷达 12个超声波雷达 	 <ul style="list-style-type: none"> Waymo 1个长距雷达 1个中距雷达 4个短距离 8个摄像头 1-3台IMU  <ul style="list-style-type: none"> Cruise Automati 5个短距雷达 8个毫米波雷达 16个摄像头 1-2台IMU

资料来源：盖世汽车、万联证券

自动驾驶渗透率的提升及单车配套价值量的增加直接驱动自动驾驶产业链高速增长，我们简单的测算国内自动驾驶识别领域传感器市场空间，假设：

(1)、2019-2024年，国内汽车销量增速-1%~3%区间增长，2020年销量达到2,835万辆，2024年销量达到3,191万辆。

(2)、汽车智能化程度的提升对摄像头、毫米波雷达、激光雷达等单车安装量需求有所不同，摄像头按每辆车平均4-6颗、毫米波雷达3-5个、激光雷达1个，且随着年份增加而增加。

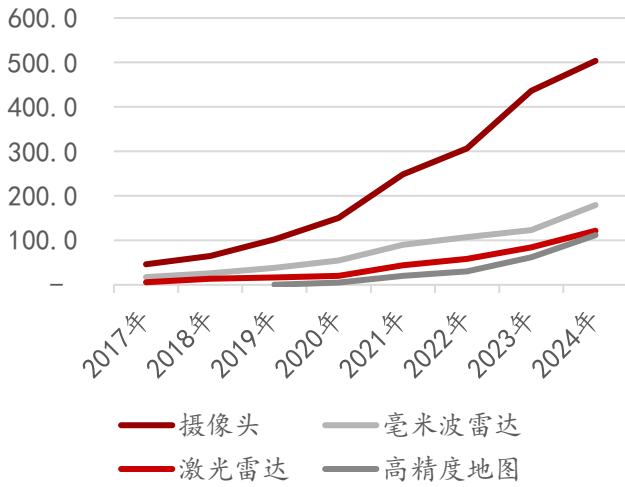
(3)、智能驾驶渗透率提升带来识别领域传感器渗透率逐步提升，摄像头渗透率2020年达到30%、2024年达到70%，毫米波雷达渗透率2020年、2024年分别达到12%、30%，激光雷达渗透率2020年、2024年分别达到0.2%、6%，高精度地图及导航渗透率2020年、2024年分别达到0.2%、10%。

(4)、摄像头、毫米波雷达价格每年以-4%~-8%幅度下降，激光雷达价格每年以-30%~-40%的幅度下降，高精度地图及导航每套每年按-10%~-30%的幅度下降。

我们以此预测2020年，国内识别传感器及高精度地图市场空间总计有望达到176亿元，2024年有望达到737亿元，年复合增速约46%，其中摄像头是识别传感器领域中规模最大的细分市场，2024年有望达到500亿元，年复合增速40%，高精度地图及导航是细分领域中增长最快的市场，年复合增速100%以上，2024年规模有望达到110亿元。

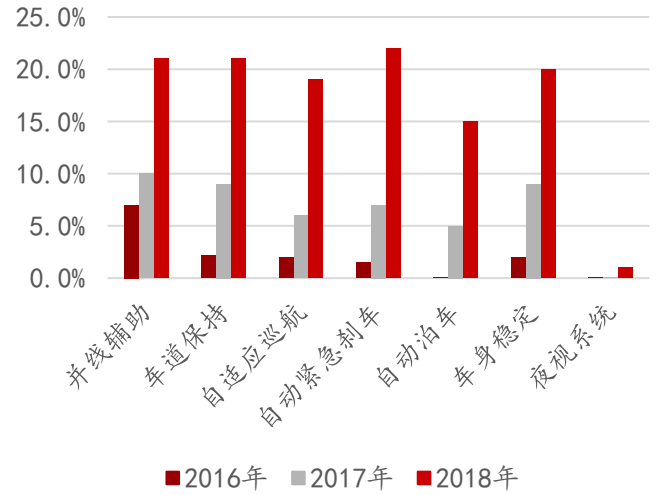
实际上，近年来，国内辅助驾驶渗透率也提升较快，我们根据国内汽车细分市场销量前15大品牌统计测算，2018年国内辅助驾驶渗透率约15%-20%，相比2017年提升10个百分点左右，在并线辅助、车道保持、自适应巡航、车身稳定等辅助驾驶系统装载率均达到了20%左右，按《节能与新能源汽车技术路线图》规划目标2020年智能汽车(L1/L2)占有率将达到50%，预计未来两年内辅助驾驶市占率每年均有15%左右的提升空间。

图表27: ADAS细分产业市场空间预测



资料来源: 万联证券

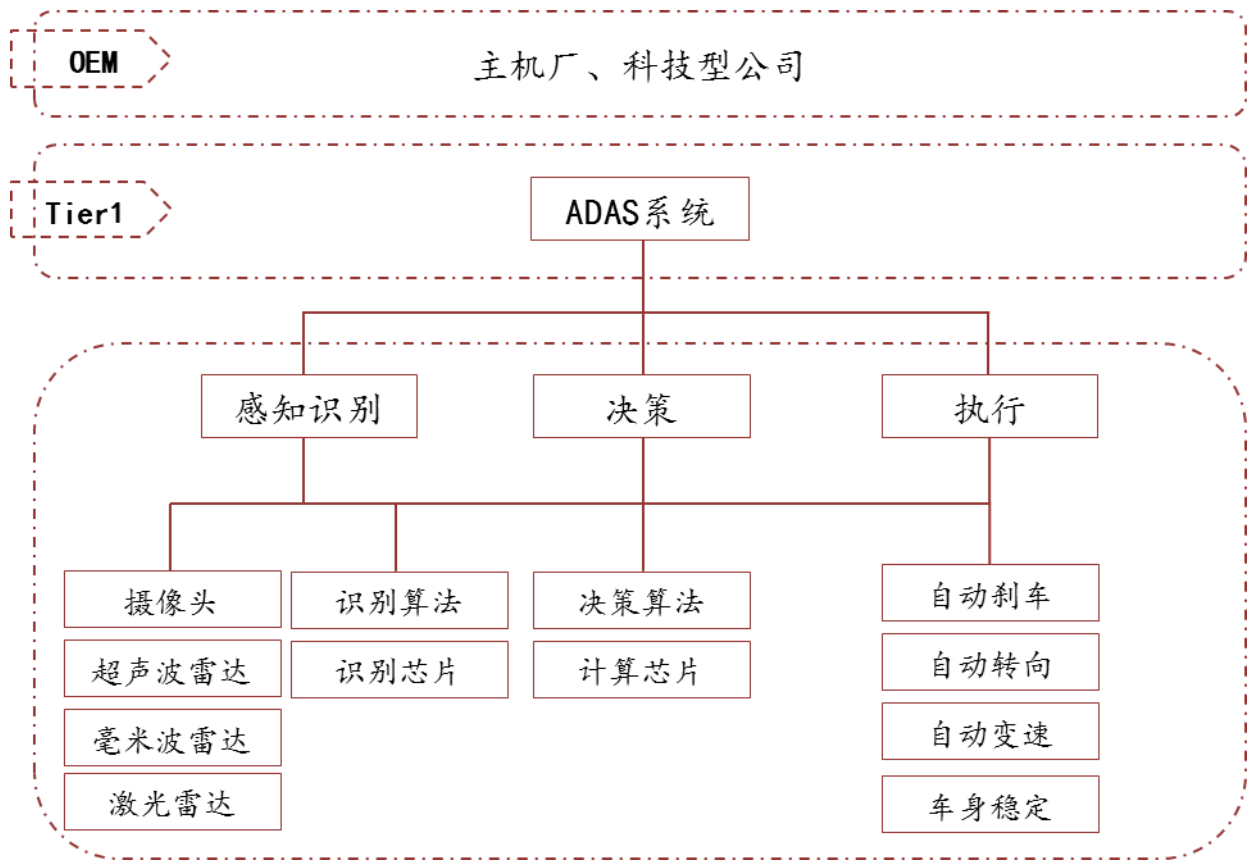
图表28: ADAS装载率



资料来源: 汽车门户网, 万联证券

3.3 自动驾驶产业链国内外竞争差距大, 建议优先布局感知识别及执行器

图表29: ADAS产业链



资料来源: 网络资料, 万联证券

自动驾驶产业链主要分为三级梯次配套格局。首先是OEM，主要由传统主机厂和科技型造车企业组成，传统车企掌控汽车生产资质和整车控制集成的核心竞争力，因此占据大部分市场份额，科技公司凭借在人工智能、人机交互、芯片算法方面的优势可抢占一部分市场份额；其次是ADAS一级系统供应商，主要由掌握感知识别、算法决策及专业零部件巨头等企业为主机厂和科技公司提供ADAS集成系统的整体解决方案；最后是二级零部件供应商，如雷达、摄像头、芯片、电子刹车等。由OEM到一级、二级供应商，生产规模、技术门槛逐渐降低，对投资的资金规模要求也在下降。

由于ADAS系统集成需要巨额的研发投入，长久的技术积累，目前ADAS系统集成商主要由海外巨头垄断，如博世、大陆、德尔福、电装、奥托立夫等，全球前五名的系统集成商占据超过65%的市场份额，而某个细分零部件的研发难度和资本投入相对较小，考虑到技术积累、资本实力、成本价格等因素，本土国产零部件在进口替代、技术升级和外延并购扩张趋势下存在机会。当然，与国际巨头相比，国内企业整体的技术实力仍显不足，大部分ADAS集成企业核心芯片算法、系统集成能力与国外大厂相比仍有较大的差距，产品多供应自主品牌，现阶段想进入外资合资品牌供应链仍较为困难，对感知识别及执行器领域的二级零部件供应商来说，资金规模、技术积累及研发投入要求相对一级系统集成商较低，且此领域国内外差距日渐缩小，如在视觉领域舜宇光学科技车载镜头占30%份额，欧菲光摄像头也有一定的竞争力，高精度地图领域四维图新获得Level 3级别订单，执行器领域拓普集团自主掌握IBS技术，星宇股份智能车灯成外资合资强劲的对手，因此我们建议优先关注在感知识别及执行机构有前瞻布局的优质零部件供应商。

图表30：自动驾驶产业上市公司梳理

类别	上市公司	发展阶段	国内外差距	备注
视觉识别	舜宇光学 (2382.HK)	较为成熟	传感器芯片差距大，模组差距小，国内模组大批量产	CMOS 传感器外资垄断，算法芯片 Mobileye 占 70% 份额；国内舜宇光学科技车载镜头占 30% 份额，欧菲光摄像头有一定的竞争力，保隆科技车载摄像头开始量产，360 环视系统获得项目订点。
	欧菲光 (002456)			
	保隆科技 (603197)			
毫米波雷达	华域汽车 (600741)	发展中后期	国内外差距渐缩小，国内刚开始量产	芯片外资垄断，市场以外资为主，华域汽车、德赛西威等有一定的竞争力。
	德赛西威 (002920)			
激光雷达	舜宇光学 (2382.HK)	发展期初	差距较大，国内尚未量产	外资垄断，Velodyne、Waymo 等寡头垄断，技术形态多样
高精度地图及导航	四维图新 (002405)	发展期初	资质壁垒，实时精度差距大	存在资质壁垒国内四维图新、高德等垄断，且获得 L3 高精度地图订单，RTK 差分定位及 IMU 惯性测量被外资垄断。
执行系统	拓普集团 (601689)	发展中后期	系统集成差距大，外资合资主导，IBS 尚未量产，紧急刹车差距小。	博世、采埃孚天合、大陆等占主导地位，国内少数企业量产并开始渗透合资品牌。
	亚太股份 (002284)			
	万安科技 (002590)			

	星宇股份 (601799)	差距逐渐缩小, 国内已渗透合资品牌。	外资主导, “一超多强”, 日本小糸市占 25%以上, 星宇股份 8%是外资强劲的竞争对手。
--	---------------	--------------------	--

资料来源: 万联证券

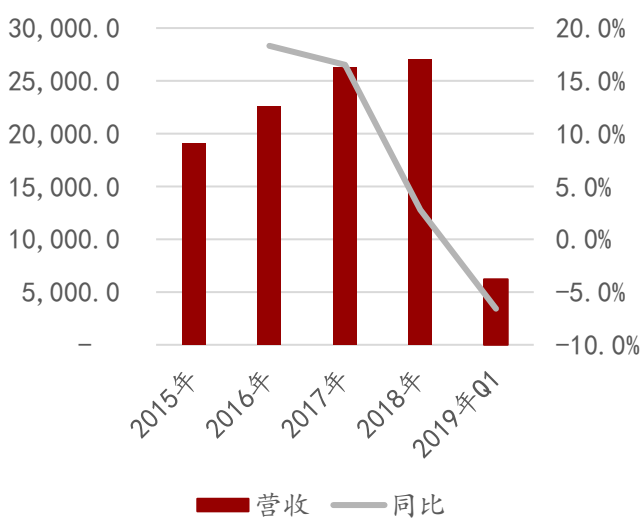
4、投资策略及个股推荐

4.1 投资策略

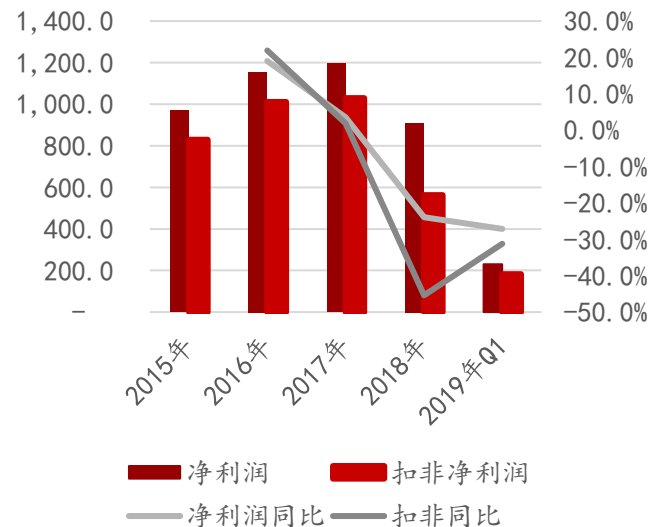
跟随消费升级, 静待行业复苏。在当下时点, 我们认为下半年乃至2020年汽车行业应当超配。首先, 政策底已经明朗, 制造业增值税税率下调3%、稳消费政策的出台、“汽车下乡”、加快老旧车报废更新、限购城市牌照放松、推动重点消费品更新升级等一系列的政策托底汽车消费的迹象明显, 国六标准的执行仅在短期内影响汽车消费需求, 并不影响汽车行业长期的内生稳健发展及销量的预期向好。其次、估值不贵, 2016年以来随着购置税优惠的逐步退出, 汽车行业估值处于下降通道, 目前汽车行业整体PE估值为16.17倍低于2011年以来的均值水平。最后, 上市公司业绩逐步探底, 2019年一季度汽车行业实现了营收6,197.4亿元, 同比增长-6.6%, 归属于上市公司股东的净利润229.7亿元, 同比增长-27.2%, 扣非后归属于上市公司股东的净利润181.3亿元, 同比增长-31.2%, 营收增速和净利润增速自2016年以来呈下降趋势, 根据汽车行业过往的周期经验来看, 行业于2019年业绩见底的概率较大。我们建议布局一线自主乘用车企静待行业复苏, 以及围绕汽车消费升级确定性趋势布局“新能源、智能驾驶”等产业链优质零部件个股, 推荐重点关注长城汽车 (601633)、拓普集团 (601689)、银轮股份 (002126) 及潍柴动力 (000338)。

风险提示: 汽车产销量不及预期, 中美贸易摩擦加剧, 上市公司业绩不达预期

图表31: 汽车行业营收及增速 (亿元)



图表32: 汽车行业净利润及增速 (亿元)



资料来源: WIND, 万联证券

资料来源: WIND, 万联证券

4. 2个股推荐

长城汽车（601633）

行业低谷逆势增长，F系列及欧拉贡献增量。2019年1-5月长城销量43.0万，同比5.1%（行业-15.2%），少有的逆势增长。其中F7自去年下半年推出至今已，月销万台，继H6后的爆款，欧拉系列定位精品电动小车，单月4,000+，F系列及欧拉有望贡献长城新的增量，全年销量目标120万，同比增长13.9%。

海外工厂取得实质进展，有望新添动力。6月5日，长城俄罗斯图拉工厂正式竣工投产，产能15万辆/年，标志长城海外进展取得实质性突破，未来长城有望凭借俄罗斯图拉工厂打通欧洲市场。海外市场的良好布局，为公司增长新添动力。

放开零部件独立运营，转变管理模式为投资管控。2018年，长城汽车转变管理模式，剥离旗下零部件业务分别成立了蜂巢易创、曼德电子电器、诺博汽车系统和精工汽车，其中，蜂巢易创布局汽车动力总成及转向系统零部件的研发制造，即零部件业务的管理模式由之前的内部业务管控转为投资管控。零部件业务独立运营以市场化机制促使零部件技术创新及社会融资助其做大做强零部件业务而后反哺整车，实现汽车+零部件产业链整体强大双向格局。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2020年EPS分别为0.63元、0.72元，结合2019年6月14日收盘价8.42元，对应的PE分别为13.4倍、11.7倍，维持“增持”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，海外市场拓展不及预期，零部件业务发展不及预期。

拓普集团（601689）

业绩暂时承压，轻量化底盘贡献新的增量：传统NVH业务保持龙头地位，轻量化底盘（控制臂、副车架、悬架、电池包及车身结构件）成公司高速增长的重要引擎，公司是全球为数不多的掌握刚强度钢和铝合金核心工艺的底盘制造商，与吉利、比亚迪、沃尔沃、特斯拉等建立良好的合作关系，并逐步渗透蔚来、威马等新能源客户，2018年底盘营收保持220%的增长。受行业景气度下行影响，公司业绩暂时承压，2019年一季度营收12.5亿元，同比增长-16.8%，归属于上市公司股东的净利润1.1亿元，同比增长-43.1%。订单方面，通用全球平台NVH减震器2019年3月开始量产，特斯拉上海工厂也有望取得新的订单。后期加大内饰系统、轻量化底盘及汽车电子三大事业部之间的协同效应拓展重点客户提升配套份额，模块化及系统化供货能力进一步提升单车价值量。

IBS卡位智能驾驶赛道，汽车电子成长可期：IBS是智能驾驶不可缺少的核心部件，公司是国内少有的掌握IBS技术企业，对标博世、采埃孚天合，汽车电子附加价值较高，并有望凭借IBS技术向产业链上下游延伸，随着国内IBS市场爆发，汽车电子成长可期。第三代电子真空泵产能处于爬坡期，节能车渗透率的提升有望带动电子真空泵业务高速增长。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2020EPS分别为1.02元、1.11元，结合2019年6月14日收盘价14.58元，对应的PE分别为14.3、13.1倍，维持“买入”评级。

风险提示：重要客户销量不及预期，轻量化业务发展不及预期，汽车电子拓展不及预期。

银轮股份（002126）

热交换龙头企业，业务稳健增长。热交换龙头企业，2014-2018年热交换产品年复合增速18.9%，2018、2019H1受行业景气度下行影响，盈利暂时承压。公司热交换模块化、系统化供货能力提升，单车配套价值量明显增加。下半年，随着乘用车的温和复苏、重卡销量的稳定，公司热交换业务有望保持稳健增长。

国六标准下，尾气处理业务有望高速增长。公司尾气处理业务主要是SCR、DPF、DOC系统等，由于国六排放标准在国五的基础上要求更为严格，柴油机要达到国六标准需综合运用尾气处理技术，如EGR+DOC+DPF+SCR。国五升国六，柴油机尾气处理配套均价大幅增长，公司在尾气处理布局领先，与弗吉亚、皮尔博格等合资进一步提升尾气处理技术及品牌影响力，定增扩张EGR、DPF等产能有望带动公司尾气处理业务的高增长。

新能源汽车高速发展，新能源热管理后续发力。新能源热管理相比传统热管理价值量更高，下游新能源汽车产销量的高增速及渗透率的提升有望驱动新能源热管理高速增长。公司在新能源热管理方面项目储备充足，批量供货宁德时代、广汽、比亚迪、吉利等客户，且在手订单有望于2020年、2021年爆发。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2020年EPS分别为0.48元、0.53元，结合2019年6月14日收盘价7.20元，对应的PE分别为15.0倍、13.6倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游客户销量不及预期，新能源热管理业务拓展不及预期

潍柴动力（000338）

重卡销量维持高位，国六发动机市占率提升：2019-2020年，蓝天保卫战行动加速国三重型柴油车淘汰，重卡销量不悲观预计销量依旧维持100万左右的高位。公司重卡发动机市占率31.6%，重卡变速箱市占率75.7%，行业龙头地位稳固。潍柴发动机去年开始配套中国重汽，且在国六标准下，公司重卡发动机市占率有望进一步提升。

海外多元化布局弱化国内市场波动，前瞻布局燃料电池保持动力总成技术领先：公司海外收购凯傲、德马泰克形成智能物流整体解决方案的全球领导者，凯傲为全球第二大叉车供应商，德马泰克为北美自动化物流系统解决方案提供商，海外收购优质资产多元化布局进一步弱化国内商用车周期波动。另外，2018年参股全球领先的氢燃料电池企业巴拉德，且与巴拉德在潍坊成立合资公司共同研发生产氢燃料电池动力，并与博世签署战略合作协议，前瞻性布局氢燃料电池及固态燃料电池保持动力总成技术迭代领先优势。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2020EPS分别为1.17、1.29，结合2019年6月14日收盘价12.14元，对应的PE分别为10.4倍、9.4倍，维持“增持”评级。

风险提示：重卡销量不及预期，海外业务发展不及预期

汽车行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年06月25日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
601633.SH	长城汽车	0.57	0.63	0.72	5.56	8.42	14.76	13.37	11.69	1.51	增持
601689.SH	拓普集团	1.04	1.02	1.11	10.08	14.58	14.02	14.29	13.14	1.45	买入
002126.SZ	银轮股份	0.44	0.48	0.53	4.51	7.20	16.36	15.00	13.58	1.58	增持
000338.SZ	潍柴动力	1.08	1.17	1.29	5.31	12.14	11.24	10.38	9.41	2.29	增持

资料来源：万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场