



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
长安汽车	000625.SZ	6.63	买入
长城汽车	601633.SH	8.27	买入
上汽集团	600104.SH	25.50	买入
比亚迪	002594.SZ	50.72	买入
华域汽车	600741.SH	21.60	买入
万里扬	002434.SZ	6.79	买入
德赛西威	002920.SZ	22.40	买入
保隆科技	603197.SH	19.23	买入

资料来源: 万得, 中银国际证券
以2019年6月28日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

- 汽车销量复苏;
- 产业政策出台。

相关研究报告

《汽车行业2019年年度策略—春华秋实, 静待转机》20190102

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

朱朋
021-20328314
peng.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

魏敏
(8621)20328306
min.wei@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300517080007

汽车行业2019年中期策略

黎明将至

受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、消费者需求下降、国五去库存等因素影响,2019年1-5月汽车销量同比下降13.0%,我们预计2019年全年行业共销售汽车2,640万辆,同比下滑6.0%,整体走势前低后高,其中乘用车2,225万辆,同比下滑6.1%,商用车415万辆,同比下滑5.1%,新能源汽车销量有望达到155万辆,同比增长23%。国内汽车人均保有量仍较低,出口有望成为新的增长点,行业空间依旧广阔。1) 整车领域,乘用车销量有望逐步回暖,建议关注综合竞争力突出的龙头企业与估值水平较低且边际将有所改善的个股,推荐长安汽车、长城汽车、上汽集团,关注广汽集团H; 2) 零部件领域,建议布局节能减排、消费升级、国产替代等高增长细分领域以及业绩稳健估值较低的龙头企业,重点推荐华域汽车、万里扬等; 3) 新能源汽车产销量仍将快速增长,推荐龙头企业比亚迪,关注特斯拉、高镍及软包、燃料电池产业链; 4) 智能汽车领域,辅助驾驶进入加速渗透期,5G开启商用化进程将推动车联网发展,推荐德赛西威、保隆科技; 5) 国企改革持续推进,建议关注一汽轿车、长安汽车、东风汽车等。考虑到汽车板块估值水平处于历史较低水平,行业基本面有望逐步回暖,且新能源及智能汽车等领域具有较好的发展前景,维持板块评级“强于大市”。

支撑评级的要点

- 乘用车有望逐步回暖,关注集中化与边际改善。汽车本轮库存周期即将见底,国家到地方频出汽车消费刺激政策,部分地区提前实施国六加速去库存,乘用车有望迎来新一轮复苏周期。从中长期来看,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,出口业务也有望成为新增长点。我们预计2019年乘用车销售2,225万辆,同比下滑6.1%,整体走势前低后高。乘用车投资关注两条主线,1) 集中度提升,推荐上汽集团、长城汽车,关注广汽集团H; 2) 边际改善,推荐长安汽车。
- 零部件关注高增长细分领域及业绩稳健估值较低个股。汽车零部件板块估值水平经过大幅调整,目前中万汽车零部件板块整体估值仅为15x PE TTM,处于历史较低水平,但部分优质零部件公司发展情况良好,产品和客户端持续向好,竞争格局持续改善,长期看仍有较好成长机会。重点关注受行业整体增速影响较小的高增长细分市场,如节能减排、消费升级、国产替代等,重点推荐万里扬、继峰股份、星宇股份等,以及业绩稳健估值较低的华域汽车、宁波华翔等。
- 新能源长期看好,关注整车龙头及高镍软包产业链。我们预计2019年新能源汽车销量有望达到155万辆,同比增长23%;其中乘用车135万辆,同比增长28%;商用车20万辆,同比基本持平。新能源汽车销量有望高速增长,但受补贴政策影响,利润或承压,重点关注技术及资本实力较强的龙头企业,推荐比亚迪,关注特斯拉国产化、大众MEB定点及逐步量产、高镍及软包与燃料电池产业链等投资机会。
- 辅助驾驶有望加速渗透,关注相关投资机会。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。智能汽车领域,需求侧消费者意愿强烈,供给侧车企L1/2车型大幅增加,国家积极推进相关产业支持政策,辅助驾驶有望加速渗透;随着跨界融合不断深入、5G技术实现商用化等,预计车联网市场规模及渗透率也有望快速提升,相关产业链有望受益,重点推荐德赛西威、保隆科技。
- 国企改革有望持续推进。近期一系列国企改革相关的重要文件密集发布,汽车行业国企动作频频,本轮国企改革再度迎来提速。我们认为大型国有汽车集团资产证券化是最大投资主线,一汽集团、长安汽车、北汽集团等整车及零部件业务有望整体上市并带来投资机会。长安汽车与一汽集团、东风汽车三家央企高管互换,在业务领域开展广泛合作,未来整合或将更加深入,建议关注一汽轿车、长安汽车、东风汽车。

重点推荐

- 整车: 乘用车关注综合实力领先的龙头及估值较低且边际有望改善的车企,重点推荐长安汽车、长城汽车、上汽集团。
- 零部件: 关注消费升级、国产替代、节能减排等高增长细分领域及业绩稳健估值较低的个股,推荐华域汽车、万里扬等。
- 新能源: 新能源汽车销量持续高速增长,推荐整车龙头比亚迪,关注特斯拉、高镍及软包、燃料电池产业链等投资机会。
- 智能汽车: 智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业,辅助驾驶与车联网有望加速渗透,推荐德赛西威、保隆科技。
- 国企改革: 国企改革持续推进,资产证券化有望成最大投资主线,建议关注一汽轿车、长安汽车、东风汽车。

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

乘用车有望逐步回暖，商用车预计小幅下滑	6
乘用车销量持续低迷，商用车小幅下滑	6
大盘走势强劲，汽车板块表现不佳	10
乘用车长期空间广阔，关注集中化与边际改善	12
刺激政策与国六实施加速库存去化，新一轮周期即将开启	12
国内市场空间依旧广阔，出口业务有望成新增长点	15
市场进入洗牌期，行业集中度有望持续提升	18
零部件关注产品升级及低估值龙头	20
产品端关注节能减排、消费升级等价值提升的投资机会	20
客户端关注全球化、国产替代及大众产业链	22
估值端关注业绩稳健、估值较低的龙头企业	24
新能源长期看好，关注整车龙头及高镍软包产业链	25
新能源乘用车销量持续高增长，商用车短期承压全年平稳	25
电池市场格局长期或将变化，关注二线电池厂及高镍软包产业链	30
大众及特斯拉等新能源大举投入，相关产业链有望受益	32
燃料电池产业链有望爆发，关注商用车及核心零部件	34
辅助驾驶加速渗透，车联网迎发展新阶段	37
辅助驾驶进入加速渗透期，相关产业链有望受益	37
跨界合作与 5G 加速推进，车联网迎发展新阶段	42
国企改革有望加速推进	46
重点推荐	48
风险提示	50



图表目录

图表 1. 乘用车月销量及同比增速.....	6
图表 2. 客车月销量及同比增速.....	7
图表 3. 卡车月销量及同比增速.....	7
图表 4. 预计 2019 年乘用车、商用车均将呈现小幅下滑.....	7
图表 5. 预计 2019 年乘用车各细分市场都将有所下滑.....	7
图表 6. 预计 2019 年重卡仍将维持高景气度，轻卡小幅下滑.....	8
图表 7. 重卡分类别历年销量及同比增速.....	8
图表 8. 重卡销量测算.....	9
图表 9. 2019 年客车销量预测（中客网统计口径）.....	9
图表 10. 2018 年客车市场占比分析.....	10
图表 11. 2019 年 1-5 月客车市场占比分析.....	10
图表 12. 2019 年上半年汽车行业分板块指数涨跌幅.....	10
图表 13. 新能源与智能汽车指数走势.....	10
图表 14. 汽车行业 2019 年上半年涨幅前 20 名上市公司.....	11
图表 15. 汽车库存存在周期性.....	12
图表 16. 汽车厂商库存情况.....	12
图表 17. 历年主要的汽车消费刺激政策.....	13
图表 18. 近一年主要的汽车消费刺激政策.....	14
图表 19. 各地区“国六”标准实施时间表.....	15
图表 20. 汽车千人保有量与人均 GDP 关系.....	16
图表 21. 2005-2018 年国内城镇居民人均可支配收入.....	16
图表 22. 2017 年各省/直辖市私人汽车千人拥有量.....	16
图表 23. 我国汽车出口量与增长率.....	17
图表 24. 我国汽车出口金额与增长率.....	17
图表 25. 主要车企海外布局.....	17
图表 26. 自主品牌市占率持续下降，德系、日系提升较快.....	18
图表 27. 2018 年各国汽车集团销量市场集中度.....	18
图表 28. 2019 年 1-5 月乘用车前十家生产企业销量排名.....	19
图表 29. 汽车零部件增长解析.....	20
图表 30. 汽车零部件铝合金渗透率.....	21
图表 31. 铝轻量化带来新产品及单车价值量提升.....	21
图表 32. 节能减排带来新产品及单车价值量提升.....	21
图表 33. 变速箱由手动到自动，价值量大幅提升.....	22



图表 34. 车灯持续进化，价值量大幅提升.....	22
图表 35. 汽车零部件企业全球化空间巨大.....	22
图表 36. 部分汽车零部件企业陆续获得全球订单.....	22
图表 37. 汽车零部件国产替代空间巨大.....	23
图表 38. 南北大众产业链相关标的公司配套信息.....	23
图表 39. 汽车零部件公司 PE 分布.....	24
图表 40. 汽车零部件公司 PB 分布.....	24
图表 41. 汽车零部件重点低估值个股.....	24
图表 42. 2019 年 1-5 月新能源销量持续高增长.....	25
图表 43. 新能源乘用车销量分布.....	26
图表 44. 2019 年 1-5 月新能源销量车企排名.....	26
图表 45. 2019 年 1-5 月新能源销量车型排名.....	26
图表 46. 新能源乘用车补贴标准调整.....	27
图表 47. 纯电动乘用车利润率测算.....	27
图表 48. 插混乘用车利润率测算.....	28
图表 49. 2019 年 1-5 月新能源客车销量.....	28
图表 50. 2019 年 1-5 月新能源客车市场格局.....	28
图表 51. 非快充类纯电动客车度电补贴及补贴上限调整.....	29
图表 52. 2019 年 1-5 月新能源专用车销量.....	29
图表 53. 新能源专用车度电补贴调整.....	30
图表 54. 新能源专用车补贴上限调整.....	30
图表 55. 2019 年新能源汽车销量有望达到 155 万辆.....	30
图表 56. 2019 年 1-5 月动力电池装机量及市场份额.....	31
图表 57. 宁德时代 2018 年车企装机量及占比.....	31
图表 58. 2019 年 1-5 月动力电池装机量类型及占比.....	32
图表 59. Model 3 推动特斯拉产量爆发.....	32
图表 60. Model 3/Y 有望较快在国内量产.....	32
图表 61. 特斯拉相关供应商.....	33
图表 62. 大众新能源发展规划.....	33
图表 63. 大众中国市场新能源销量规划.....	33
图表 64. 大众 MEB 产地规划.....	33
图表 65. 大众新能源汽车相关供应厂商.....	34
图表 66. 燃料电池与锂电池比较.....	35
图表 67. 燃料电池较适合于重载商用车.....	35
图表 68. 中央扶持燃料电池汽车政策.....	35



图表 69. 部分地区氢能产业支持政策	35
图表 70. 国内燃料电池技术进步较快	36
图表 71. 燃料电池与动力电池系统成本对比	36
图表 72. 加氢站数量规划	36
图表 73. 燃料电池汽车销量规划	36
图表 74. 全球自动驾驶渗透率	37
图表 75. 我国主要智能汽车相关政策	38
图表 76. 消费者对不同水平自动驾驶技术的偏好比例	39
图表 77. 愿意为自动驾驶技术付超过 500 美元消费者比例	39
图表 78. 各品牌车型配置 ADAS 功能统计	40
图表 79. 中国 ADAS 产品选配渗透率预计将快速提升	41
图表 80. 中国 ADAS 市场预计 2020 年达 878 亿元	41
图表 81. 自主品牌车企 L3 级别推出计划	41
图表 82. 科技公司无人驾驶发展规划和进展	42
图表 83. 各大车企与互联网巨头在车联网领域展开合作	43
图表 84. 车联网是 5G 主要应用场景	44
图表 85. 5G 与 4G 关键能力对比	44
图表 86. 5G 催生新兴车联网业务	44
图表 87. 车企携手华为布局 5G 车联网	45
图表 88. 中国车联网市场规模预计 2021 年达到千亿元	45
图表 89. 汽车行业国企改革公司进展	46
图表 90. 汽车行业国企改革方式	47
图表 91. 重点推荐公司及盈利预测	49
附录图表 92. 报告中提及上市公司估值表	51

乘用车有望逐步回暖，商用车预计小幅下滑

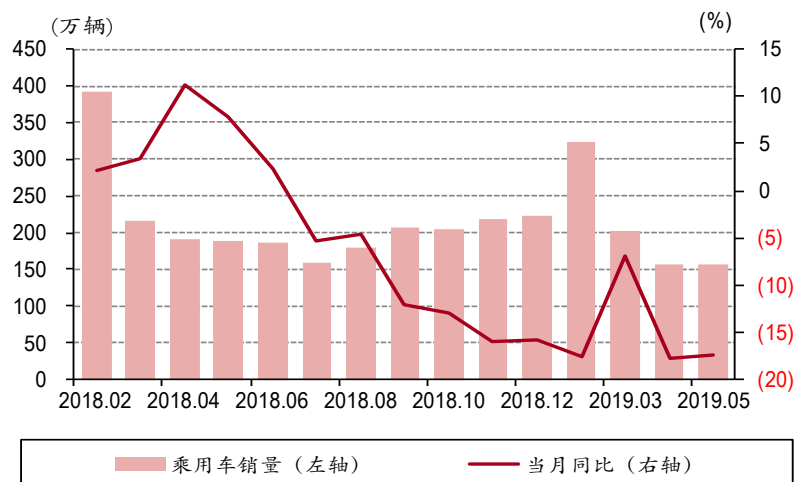
我们预计2019年全行业共销售汽车2,640万辆,同比下滑6.0%,其中乘用车2,225万辆,同比下滑6.1%;商用车415万辆,同比下滑5.1%。短期来看,乘用车本轮库存周期即将见底,国家到地方频出汽车消费刺激政策,部分地区提前实施国六加速去库存,有望迎来新一轮复苏周期。从中长期来看,出口业务有望成为新的增长点,国内汽车千人保有量还处于较低水平,仍存在较大发展空间,短期低迷不改长期增长趋势。预计未来随着乘用车市场销量增速放缓,分化格局延续,汽车行业集中度进一步提升,龙头车企的市占率将会进一步提升。

乘用车领域,销量表现继续分化,关注集中化与边际改善:1) 综合竞争力突出的龙头企业,市场份额有望持续提升,推荐上汽集团、长城汽车,关注广汽集团H; 2) 目前估值水平较低,预计边际将有所改善的个股,推荐长安汽车。商用车领域,预计2019年重卡销量有望达到100万辆,销量中枢上移且重卡周期性弱化; 客车销量短期承压,龙头车企市占率有望持续提升。

乘用车销量持续低迷,商用车小幅下滑

受宏观经济增速放缓、中美贸易摩擦、消费需求下降、国五去库存等因素影响,2019年1-5月乘用车批发销量同比下滑15.2%,市场仍较为低迷,但零售销量表现优于批发销量。目前国五去库存接近尾声,中美重启经贸磋商并暂停加征新关税,有望稳定消费信心,且去年下半年及今年上半年基数较低,预计后续销量有望逐步回暖。

图表1.乘用车月销量及同比增速

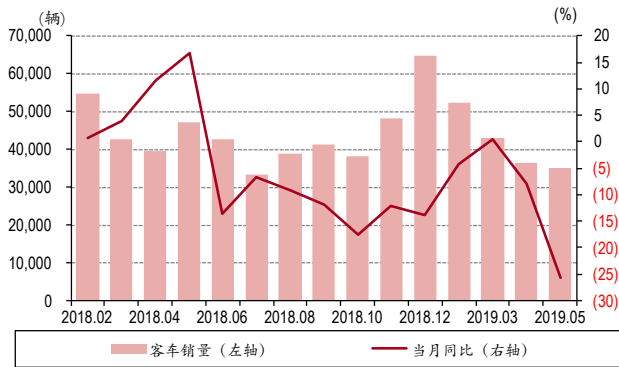


资料来源: 中汽协, 中银国际证券

注: 考虑到春节因素, 1-2月合并计算。

1-5月商用车销售同比下降1.3%, 其中卡车销量同比下降0.5%, 客车销量同比下降8.8%。1-5月卡车细分市场中, 轻卡、微卡小幅增长, 重卡小幅下滑, 中卡销量下滑较快, 其中5月重卡、中卡、轻卡、微卡销量均有所下降, 近期淡季到来, 加之蓝牌轻卡超载问题多地暂停上牌, 预计卡车下半年销量或有压力, 预计将出现下滑。客车1-5月销量下滑较大, 主要是2018年过渡期冲量效应较强导致3至5月新能源销量基数较高所致, 2019年新能源过渡期延长至8月, 预计6-8月销量同比表现有望改善, 全年销量小幅下滑。

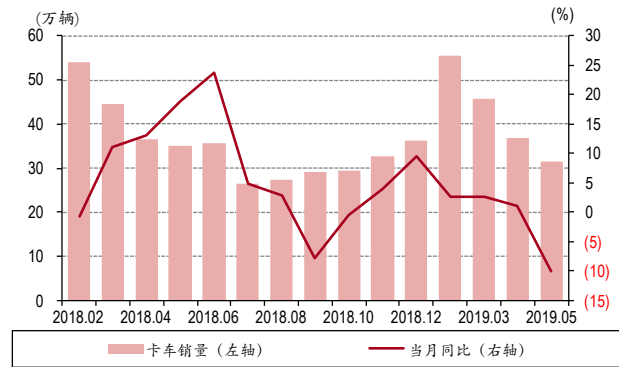
图表2.客车月销量及同比增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

注：考虑到春节因素，1-2月合并计算。

图表3.卡车月销量及同比增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

注：考虑到春节因素，1-2月合并计算。

我们预计2019年全行业共销售汽车2,640万辆,同比下滑6.0%;其中乘用车2,225万辆,同比下滑6.1%;商用车415万辆,同比下滑5.1%。乘用车市场有望逐步回暖但全年销量仍将下滑,商用车销量由于基数较高,预计小幅下滑。

图表4.预计2019年乘用车、商用车均将呈现小幅下滑

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年1-5月	2019E
汽车总计	2,198	2,349	2,460	2,803	2,888	2,808	1,027	2,640
同比(%)	13.9	6.9	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(13.0)	(6.0)
其中：乘用车	1,793	1,970	2,115	2,438	2,472	2,371	840	2,225
同比(%)	15.7	9.9	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(15.2)	(6.1)
商用车	406	379	345	365	416	437	187	415
同比(%)	6.4	(6.5)	(9.0)	5.8	14.0	5.1	(1.3)	(5.1)

资料来源：中汽协，中银国际证券

2019年乘用车四大细分市场预计都将有所下滑。2019年1-5月乘用车四类车型均呈现两位数的下滑,其中轿车、MPV、SUV、交叉型乘用车销量分别下降13.4%、23.9%、15.7%和13.1%,SUV销量占狭义乘用车总销量比例继续提升至43.3%。预计2019年轿车1,086万辆,同比下滑5.8%;SUV 944万辆,同比下滑5.6%;MPV 152万辆,同比下滑12.5%;交叉型乘用车44万辆,同比下滑2.9%。

图表5.预计2019年乘用车各细分市场都将有所下滑

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年1-5月	2019E
乘用车总计	1,793	1,970	2,115	2,438	2,472	2,371	840	2,225
同比(%)	15.7	9.9	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(15.2)	(6.1)
其中：轿车	1,201	1,238	1,172	1,215	1,185	1,153	410	1,086
同比(%)	11.8	3.1	(5.3)	3.4	(2.5)	(2.7)	(13.4)	(5.8)
MPV	131	191	211	250	207	173	57	152
同比(%)	164.5	46.7	10.1	18.4	(17.1)	(16.2)	(23.9)	(12.5)
SUV	299	408	622	905	1,025	999	356	944
同比(%)	49.4	36.4	52.4	44.6	13.3	(2.5)	(15.7)	(5.6)
交叉型乘用车	163	133	110	68	55	45	17	44
同比(%)	(28.0)	(18.1)	(17.5)	(37.8)	(20.0)	(17.3)	(13.1)	(2.9)

资料来源：中汽协，中银国际证券

2019年重卡有望维持较高景气度,轻卡销量或将出现下滑。2019年1-5月卡车累计销量170.0万辆,同比下降0.5%,重卡小幅下滑,中卡下滑幅度较大,轻卡小幅增长,微卡基本持平。由于基数较高,我们预计卡车全年小幅下滑,预计2019年卡车销量约368万辆,同比下滑5.3%。



2019年5月21日央视报道蓝牌轻卡超载问题，5月国内轻卡销售15.0万辆，同比下滑8.0%，也是轻卡2019年以来首次出现下滑，根据卡车之家报道，多地经销商反馈停办轻卡蓝牌业务，预计短期将对轻卡销量造成一定打击，我们预计2019年轻卡销量将达184万辆，同比下滑2.9%。

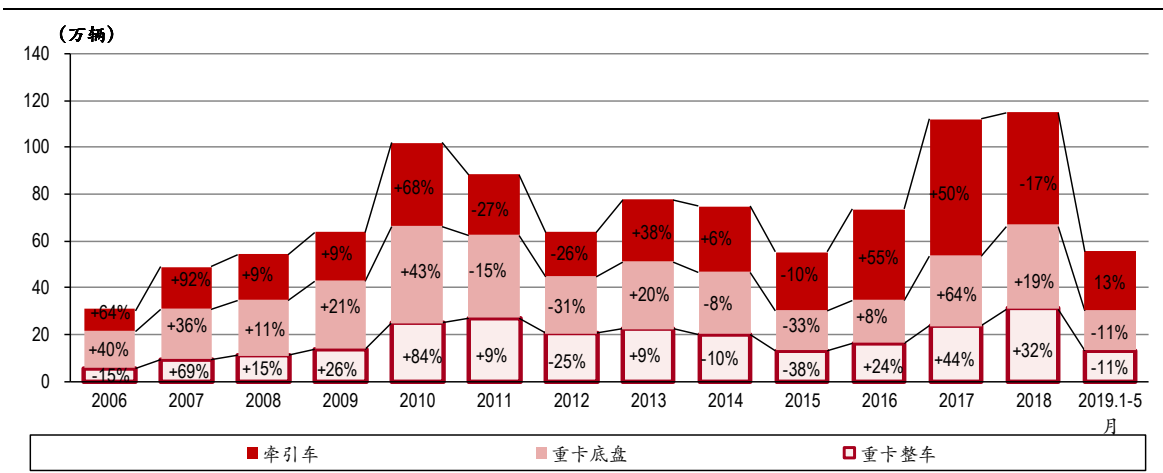
图6.预计2019年重卡仍将维持高景气度，轻卡小幅下滑

(万辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年1-5月	2019E
卡车总计	350	318	286	311	363	389	170	368
同比(%)	15.7	(8.9)	(10.3)	8.8	16.9	6.9	(0.5)	(5.3)
其中：重卡	77	74	55	73	112	115	55	100
同比(%)	21.7	(3.9)	(26.0)	33.1	52.4	2.8	(1.3)	(12.9)
中卡	29	25	20	23	23	18	6	14
同比(%)	(1.2)	(13.6)	(19.1)	14.3	0	(22.7)	(27.2)	(21.0)
轻卡	191	166	156	154	172	190	83	184
同比(%)	3.6	(12.9)	(6.3)	(1.2)	11.6	10.2	2.7	(2.9)
微卡	53	53	55	61	57	67	26	70
同比(%)	(1.5)	0.5	3.1	11.0	(6.2)	17.1	0.1	5.2

资料来源：中汽协，中银国际证券

1-5月重卡销量为55.3万辆，同比下降1.3%。重卡销售逐步进入淡季，由于2018年同期基数较高，预计6月小幅下滑，后续基数下降，表现或趋于平稳。2016年颁布并实施新GB1589政策，单台重卡运力普遍下降10%-20%，同时加强超载超限的打击，提升物流重卡销量中枢，2019年1-5月牵引车销量仍有较好增长；未来基建加码也将提升工程车需求，但由于同期基数较高，全年物流重卡与工程重卡销量或出现小幅下滑。

图7.重卡分类别历年销量及同比增速



资料来源：中汽协，中银国际证券

上一轮重卡销量在2010、2011年时达到顶峰，距今车龄已有8-9年，重卡迎来更迭期。地方政府专项债券发行及项目配套融资工作文件出台，融资瓶颈得以解决，后续基建或将加码；根据国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，多地限制国三柴油车进城或鼓励淘汰更新国三柴油车多地提前实施国六排放标准，带来较大更新需求；目前经济体量大，重卡保有量高，仍有较大更新需求基础，预计2019年重卡销量有望达100万辆，潍柴动力、威孚高科等有望持续受益。

图表8.重卡销量测算

	保有量 (万辆)	GDP (亿元)	GDP/保有量	销量 (万辆)	保有量增量 (万辆)	更新需求 (万辆)
2009A	315	349,883	1,111	64	-	-
2010A	395	410,708	1,040	102	80	22
2011A	461	486,038	1,054	88	66	22
2012A	473	540,989	1,144	64	12	52
2013A	502	596,963	1,189	77	29	48
2014A	534	647,182	1,212	74	32	43
2015A	530	699,109	1,319	55	(4)	59
2016A	569	745,632	1,310	73	39	34
2017A	635	815,260	1,284	112	66	46
2018A	669	884,426	1,322	115	34	81
2019E	700	940,145	1,343	100	31	69

资料来源：国家统计局，公安部，中汽协，中银国际证券

注：2018年重卡保有量为预测值。

2019年客车行业预计仍将承压，龙头车企市占率有望提升。根据中汽协数据，2019年1-5月，客车累计销量16.8万辆，同比下降8.8%，其中大型客车、中型客车和轻型客车销量同比分别下降6.0%、18.9%和7.4%。我们预计2019年客车销量约47万辆，同比下滑3.1%。

根据中客网数据（统计口径与中汽协略有差异，尤其是在轻客上），2019年1-5月客车销售7.5万辆，同比下滑11.6%，预计主要是由于2018年过渡期冲量效应较强导致3至5月新能源销量基数较高所致，其中座位客车、公交客车、校车、其他客车同比分别下滑3.5%、12.4%、36.2%、31.5%。2019年新能源公交地补保留，补贴过渡期延长至8月，6-8月新能源客车销量同比或有良好表现。由于新能源客车补贴退坡幅度仍较大，加之前几年客车部分透支，预计2019年客车行业仍将承压。我们预计2019年客车销量约22.8万辆（中客网口径），同比下滑约8.0%。

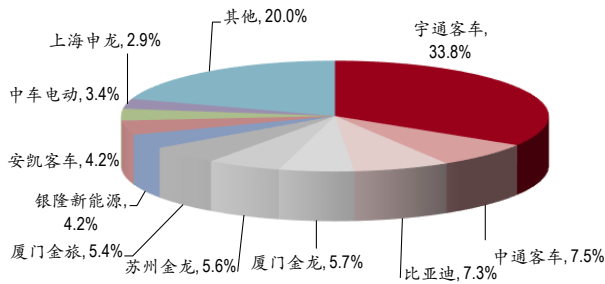
图表9. 2019年客车销量预测（中客网统计口径）

(辆)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019年1-5月	2019E
座位客车	142,001	147,349	160,162	146,140	128,759	107,352	40,020	100,000
校车	28,429	24,663	24,740	23,815	21,118	16,038	3,733	13,000
公交客车	79,984	84,291	100,688	120,773	99,641	98,967	25,569	95,000
其它	3,059	3,956	10,520	10,853	32,345	25,343	5,871	20,000
合计	253,473	260,259	296,110	301,581	281,863	247,700	75,193	228,000

资料来源：中客网，中银国际证券

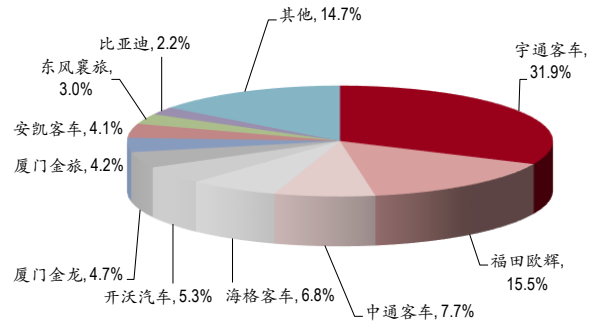
根据中客网数据，2019年1-5月5米以上客车销售6.5万辆，同比下滑11.2%。宇通客车前5月累计销量达到2.1万辆，同比增长0.5%，市场份额达31.9%，充分彰显出龙头企业的优势地位。未来随着新能源客车渗透率提升、补贴持续退坡、技术要求加严的影响下，客车市场份额有望逐步向龙头集中。

图表10.2018年客车市场占比分析



资料来源：中客网，中银国际证券

图表11.2019年1-5月客车市场占比分析



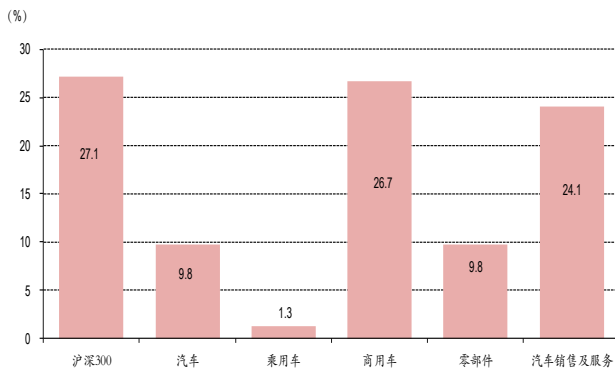
资料来源：中客网，中银国际证券

大盘走势强劲，汽车板块表现不佳

2019年以来股市总体表现较好，截止6月28日沪深300上涨27.1%，中信汽车上涨9.8%，跑输大盘17.3个百分点，表现欠佳。从细分板块表现来看表现分化，商用车与汽车销售及服务板块取得较大涨幅但略逊于大市，乘用车、零部件板块表现较为弱势。

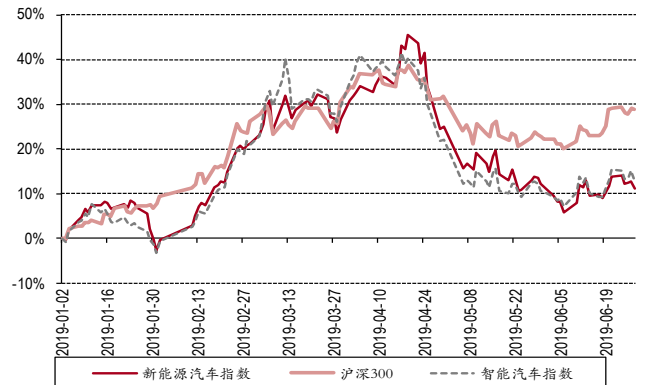
在2019上半年股市上行时，新能源汽车指数与智能汽车指数表现优于大盘，但股市回落时跌幅也较大。

图表12.2019年上半年汽车行业分板块指数涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券，注：对应2019年6月28日收盘价

图表13.新能源与智能汽车指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

从个股来看整体表现较好，我们年初重点推荐的潍柴动力、星宇股份、长城汽车等个股均有上佳表现。



图表14.汽车行业 2019 年上半年涨幅前 20 名上市公司

代码	名称	涨跌幅(%)	子板块	备注
600218.SH	全柴动力	220.0	汽车零部件	重卡、燃料电池
600213.SH	亚星客车	73.0	商用车	新能源汽车
603701.SH	德宏股份	70.8	汽车零部件	稀土永磁
601799.SH	星宇股份	68.6	汽车零部件	业绩高增长、智能汽车
000957.SZ	中通客车	68.5	商用车	新能源汽车
600081.SH	东风科技	66.7	汽车零部件	国企改革、资产重组
000996.SZ	中国中期	63.0	汽车销售及服务	资产重组
603982.SH	泉峰汽车	61.9	汽车零部件	次新股
000338.SZ	潍柴动力	59.6	汽车零部件	重卡、燃料电池
603787.SH	新日股份	55.9	摩托车及其他	股权激励
000678.SZ	襄阳轴承	54.4	汽车零部件	混改
601633.SH	长城汽车	52.9	乘用车	销量逆势增长
000550.SZ	江铃汽车	52.0	商用车	新增领军车型
600523.SH	贵航股份	51.6	汽车零部件	国企改革
600093.SH	易见股份	51.1	汽车零部件	区块链
600006.SH	东风汽车	50.5	商用车	国企改革
000800.SZ	一汽轿车	48.6	乘用车	国企改革，资产重组
000951.SZ	中国重汽	48.2	商用车	重卡
600375.SH	华菱星马	47.4	商用车	重卡
603611.SH	诺力股份	45.9	商用车	股权激励、智能物流

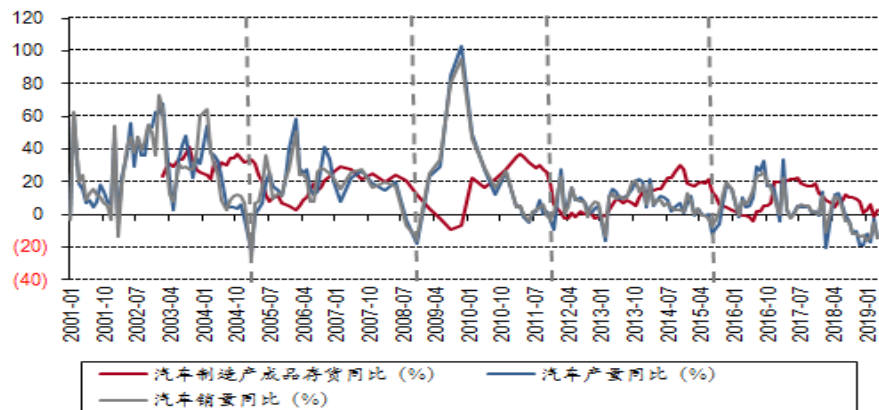
资料来源：万得，中银国际证券，注：对应 2019 年 6 月 28 日收盘价，剔除中公教育

乘用车长期空间广阔，关注集中化与边际改善

刺激政策与国六实施加速库存去化，新一轮周期即将开启

从短期来看，乘用车即将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05年开始已经经历了三轮周期（2005.02-2008.11、2008.12-2011.12、2012.01-2015.07），时间在37-46个月左右。本轮汽车制造库存周期从2015年8月左右行业开始复苏，进入被动去库存阶段，2016年7月左右开始进入主动补库存阶段，2017年2月进入被动补库存阶段，2017年12月进入主动去库存阶段。如果按照库存周期推算，本轮周期已经走过约45个月，接近本轮周期的尾声，预计下半年产销有望逐步恢复增长，开启新一轮车市复苏周期。

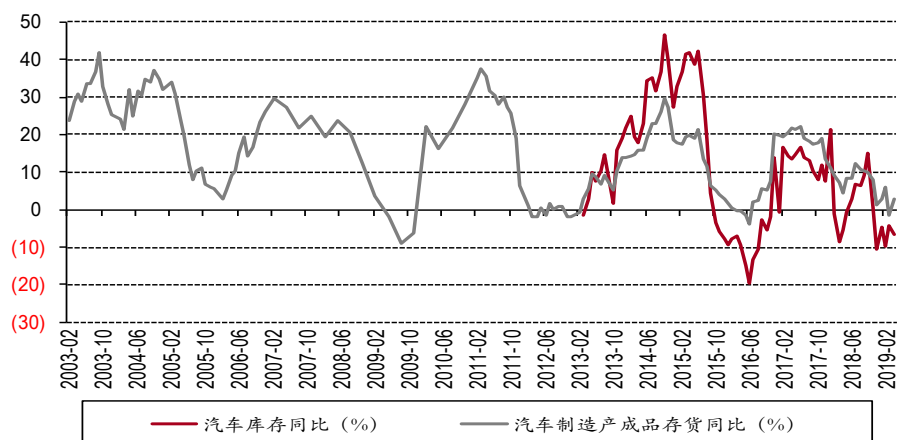
图表15.汽车库存存在周期性



资料来源：国家统计局，中汽协，中银国际证券

从汽车整车库存来看，数据与汽车产成品存货高度相关，也存在明显的周期性。根据汽车流通业协会公布的经销商库存系数，2018年以来经销商的库存一直都保持在高位，预计主要是由于下游需求不足与整车厂向经销商压库所致。所以本轮去库存较前几轮去库存时间较长，主要是由于前期持续升高的经销商库存需要先去化，经销商库存的下降意味着真实需求的体现。

图表16.汽车厂商库存情况



资料来源：国家统计局，中银国际证券



国家到地方政策频出，有望刺激销量回暖。历史上，我国政府分别在2009年、2015年采取了较强的汽车消费刺激政策，对汽车行业产销量拉动作用明显。08年全球金融危机，汽车销量增速骤降，2009年国务院发布《汽车行业调整振兴规划》，提出“汽车下乡”政策，并对小排量乘用车购置税优惠5%，2010年“汽车下乡”政策持续，购置税优惠退坡至2.5%，购置补贴、报废更新补贴、购置税优惠政策三箭齐发，2009/2010年我国汽车销量分别达1,364.5、1,806.2万辆，同比分别增长46.2%、32.4%，2010年开始我国成为世界产销量第一大国。2015年4月-8月我国汽车销量单月同比连续负增长，2015年9月，财政部、国家税务总局发布《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》，小排量乘用车购置税优惠5%，2017年退坡至优惠2.5%，政策效果显著，2016年汽车销量达2,802.8万辆，同比增长13.7%，增速远超2015年的4.7%。从政策出台的历程来看，出台刺激政策能够刺激消费、降低库存、缩短去库存周期；从政策效果来看，随着销量基数的升高，刺激政策的效果在逐渐减弱。

图表17.历年主要的汽车消费刺激政策



资料来源：财政部等相关政府网站，中银国际证券

发改委6月印发《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）》，明确提出严禁各地出台新的汽车限购规定，取消新能源汽车限购等，有利于推动汽车更新消费，促进乘用车回暖及新能源汽车销量高增长，并对各地政府的后续政策制定具有指导作用，后续各地有望出台相应政策，共同推动汽车销量回暖。

广东省出台《广东省完善促进消费体制机制实施方案》，提出要逐步放宽广州、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。广州、深圳随后出台具体政策，广州2019年6月至2020年12月增加10万个中小客车增量指标额度，深圳2019年至2020年每年增加投放增量指标4万个，未来在广州、深圳两市获取车牌难度将有所下降，将直接刺激潜在消费者进入市场，拉动汽车销量。广东省出台政策刺激汽车消费释放积极信号，未来或有更多省市跟进，目前国内北京、上海等（包括广深）共有9个省市限购，根据我们统计2018年上述地区合计车牌增量指标为72.9万辆，假设其他省市也增加约50%指标，预计2019/2020年车牌配额较2018年增加36.4万辆，拉动约1.5%的乘用车销量增长（按2018年计算）。

图表18.近一年主要的汽车消费刺激政策

时间	区域/主体	政策
2019.06	发改委	《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)》,严禁各地出台新的汽车限购规定,已实施限购的地方政府加快由限制购买转向引导使用,原则上对拥堵区域外不予限购;各地不得对新能源汽车实行限行、限购,已实行的应当取消;推进农村车辆消费升级,加大汽车消费金融支持力度;促进老旧柴油车更新;促进二手车流通和消费发展;完善废旧产品回收拆解体系等。
2019.06	深圳	2019年6月起,在原定每年普通小汽车增量指标配额8万个的调控目标基础上,2019年至2020年每年增加投放普通小汽车增量指标4万个。
2019.06	广州	2019年6月至2020年12月,共增加投放中小客车增量指标10万个。
2019.05	全国	新修订的《报废机动车回收管理办法》6月1日起正式实施,五大总成可回收再利用,鼓励特定领域的老旧机动车提前报废更新。
2019.05	广东	《广东省完善促进消费体制机制实施方案》提出,促进汽车消费优化升级,重点推广新能源汽车应用,加快充换电基础设施建设。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,其他地市不再出台汽车限购规定。
2019.05	财政部、国家税务总局	明确车辆购置税相关具体政策,自2019年7月1日起施行。明确消费者买车时的计税价格,依据购车的实际价格为准。
2019.04	商务部	将同相关部门多措并举,从优化环境、增加供给、促进升级、拓展消费等重点方面入手,具体包括推动汽车平行进口、促进老旧机动车报废更新、全面取消二手车限迁、促进汽车后市场发展等措施推动我国汽车消费市场健康平稳发展。
2019.01	国家发改委、交通运输部等十部委	《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案(2019年)》,提出多措并举促进汽车消费,更好满足居民出行需要;持续优化新能源汽车补贴结构;促进农村汽车更新换代;稳步推进放宽皮卡车进城限制范围;加快繁荣二手车市场;进一步优化地方政府机动车管理措施。
2018.09	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》,提出促进汽车消费优化升级,鼓励和引导农村居民增加汽车消费;鼓励发展共享型、节约型、社会化的汽车流通体系,全面取消二手车限迁政策;实施好新能源汽车免征车辆购置税、购置补贴等财税优惠政策;积极发展汽车赛事等后市场,加强城市停车场和新能源汽车充电设施建设。提出抓紧制定实施《完善促进消费体制机制的实施方案(2018-2020年)》,有关部门与各地区抓紧制定具体实施方案和细化政策措施,进一步激发居民消费潜力。

资料来源:发改委等相关政府网站,中银国际证券

国六提前实施,加速去库存进程。环保部2016年12月发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》,拟于2020年7月1日起分步实施。按照法规要求,国内轻型汽车将于2020年7月1日起执行6a阶段限值要求,2023年7月1日起执行6b阶段要求。国务院印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》要求,2019年7月1日起,重点区域、珠三角地区、成渝地区要提前实施国六,部分地区积极防治大气污染,因此实施时间有所提前。多数地区选择在2019年7月1日提前实施轻型车国六标准,厂商与经销商加大国五车去库存的力度,将加速去库存的周期。

图表19.各地区“国六”标准实施时间表

地区	车辆类型	执行时间	执行标准	国三车淘汰时间及补贴标准
北京	燃气车、公交、环卫重 型柴油车	2019.7.1	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。
	其余车辆	2020.1.1		
深圳	柴油车	2018.11.1	国六 B	2019年将淘汰老旧车辆8万辆。
	汽油车	2019.7.1		
广州	轻型汽车	2019.7.1 试行，过渡期 2个月；9.1正式实施	国六 B	提前淘汰的老旧车最高可获3万元补贴。
上海	轻型汽车	2019.7.1	国六 B	
天津	轻型汽车	2019.7.1	国六 B	加快老旧柴油货车淘汰，轻卡每辆最高补贴9000元。
河北	轻型汽车	2019.7.1	国六 B	
山东	轻型汽车	2019.7.1	国六	2019年7月1日前，待淘汰3.4万辆；最高补贴4万元/车。
		2023.7.1	国六 B	
云南	轻型汽车	2020.7.1	国六	2020年底前淘汰国三柴油车3万辆。
河南	轻型汽车、燃气车	2019.7.1 试行，过渡期 一个月	国六	2020年底前淘汰10万辆国三及以下燃油货车。
	公交、邮政、环卫行业 重型柴油车	2020.7.1	国六 A	
	重型柴油车	2021.7.1	国六 A	
重庆	轻型汽车	2019.7.1	国六	
广东（除广州、 深圳）	轻型汽车	2019.7.1	国六	加快淘汰国三及以下排放标准的车辆
山西	轻型汽车	2019.7.1	国六	2020年淘汰国三及以下柴油车。
海南	轻型汽车	2019.7.1	国六	2019年3月1日起正式禁售燃油车；7000元/辆到2.5万元/辆不等。
安徽	轻型汽车	2019.7.1	国六	
陕西	轻型汽车、城市车辆	2019.7.1	国六	2019年淘汰国三及以下排放营运柴油货车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2.6万元/辆。
四川	轻型汽车	2019.7.1	国六	
杭州	轻型汽车	2019.7.1	国六	2019年12月31日前，待淘汰11万辆；最高补贴4万元/辆。
南京	轻型汽车	2019.7.1	国六	2020年12月31日；最高补贴4万元/辆。
成都	轻型汽车	2019.7.1	国六	
江苏	轻型汽车	2019.7.1	国六	
浙江	轻型汽车	2019.7.1	国六	
全国	轻型汽车、城市车辆	2020.7.1	国六 A	
	重型柴油车	2021.7.1	国六 A	
	轻型汽车、重型柴油车	2023.7.1	国六 B	

资料来源：中国皮卡网、第一商用车网、中银国际证券

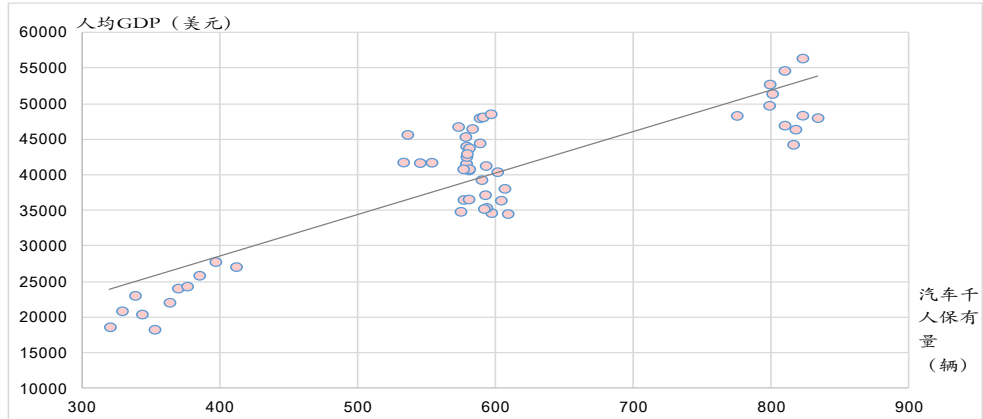
国内市场空间依旧广阔，出口业务有望成新增长点

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。

根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》，2020年全国总人口达到14.2亿人左右，2030年达到峰值约14.5亿人左右。在一国人口数保持稳定或较低增速的情况下，人口对于乘用车销量的影响将趋于稳定，此时经济发展水平将决定其乘用车销量水平。根据各国统计局与中国汽车工业年鉴数据，韩国千人保有量约在300-400辆，德日法三国千人保有量约在500-600辆，美国则在800辆左右，全球主要汽车生产国家千人保有量与人均GDP两者呈现明显的正线性相关。

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，未来经济发展具有巨大的空间。从中长期看，汽车市场也仍有巨大的潜力，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 3600-4800 万辆左右。

图表20.汽车千人保有量与人均 GDP 关系



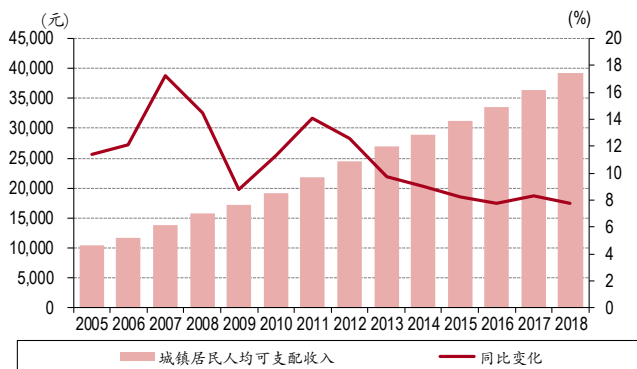
资料来源：世界银行，中国汽车工业年鉴、各国统计局，中银国际证券

注：数据选取 2005-2015 年美、日、德、韩、法数据。

人均可支配收入则直接决定了居民的购买能力。根据国家统计局数据，2018 年我国总人口达 14.0 亿，城镇化率达 59.6%，我国城镇居民人均可支配收入 39251 元，同比增长 7.8%。未来国家经济发展和人民收入提高、城镇化率的持续提升也将带来持续的购车群体，汽车仍有较大增长空间。

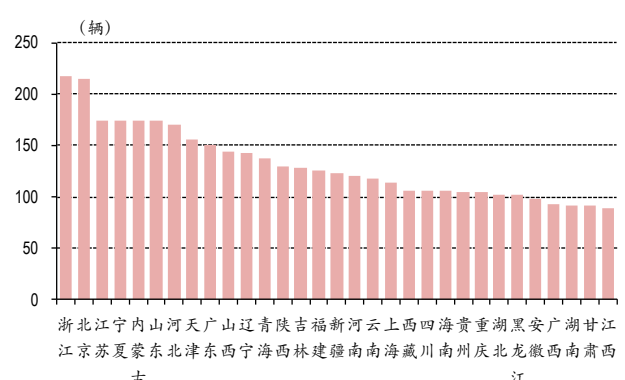
截至 2018 年底，国内私人汽车拥有量 2.06 亿辆，千人拥有量约 147 辆，远远低于欧美日等国家 500-800 辆的水平，仍有较大增长空间。从区域来看，截至 2017 年底，除直辖市外，仍有 20 个省私人汽车千人拥有量在 150 辆以下，5 个省私人汽车千人拥有量在 100 辆以下，三四线城市与农村地区保有量仍较低，渗透率仍有较大提升空间，汽车行业销量仍有望持续增长多年，未来高的保有量带来的更新需求也将成为购车的主要影响因素。

图表21.2005-2018 年国内城镇居民人均可支配收入



资料来源：国家统计局，中银国际证券

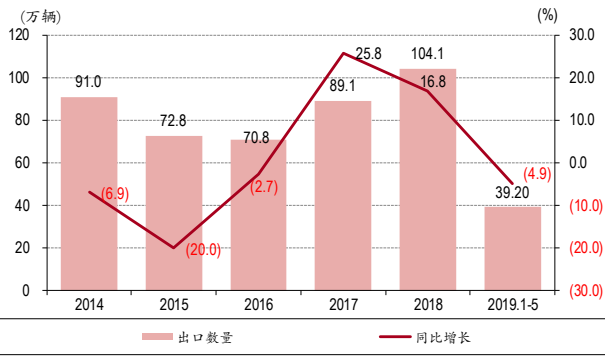
图表22.2017 年各省/直辖市私人汽车千人拥有量



资料来源：国家统计局，中银国际证券

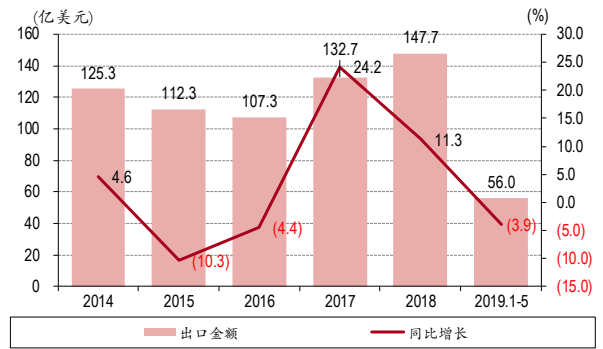
出口业务有望成为车企销量新增长点。据中汽协数据显示，2017、2018 年中国汽车出口量持续高增长，2019 年 1-5 月出口 39.2 万辆，同比减少 4.9%，仍远好于国内汽车行业情况，分车型看，乘用车出口 25.9 万辆，同比下降 14.5%；商用车出口 13.3 万辆，同比增长 21.7%。目前中国汽车出口主要拉丁美洲、澳洲、东南亚、俄罗斯、中东、北非等地区，如孟加拉国、印度、智利、阿尔及利亚等发展中国家。

图表23.我国汽车出口量与增长率



资料来源：中汽协，中银国际证券

图表24.我国汽车出口金额与增长率



资料来源：海关总署，中银国际证券

长城汽车是第一批走出国门的中国汽车企业，1998年已实现出口，累计实现海外销售60多万辆，2019年1-5月出口23594辆，同比增长19.4%，增长强劲。长城汽车2019年3月发布哈弗5-2-1全球化战略，预计利用5年时间，实现年销量200万，成为全球专业SUV第1品牌，计划五年后哈弗海外销量将达到20%以上。2019年6月5日，产能15万辆的俄罗斯图拉工厂正式宣布落成投产，首款车型哈弗F7同时下线。6月10日，中俄两国元首在克林姆林宫接见了长城汽车董事长魏建军，两人分别在首款“全球车”长城哈弗F7的引擎盖上签名，以纪念工厂正式竣工投产。融洽的政治和营商环境是长城汽车瞄准俄罗斯做全球战略性市场的基础，同时，俄罗斯对哈弗产品的需求以及图拉工厂便利的地理位置将利于后期的产品导入和市场营销。

近年来，上汽集团、吉利汽车、广汽集团等多家车企均在积极布局海外市场，随着海外基地逐渐落成释放产能和产品升级有望进一步拓展海外营销市场，打开新成长空间。

图表25.主要车企海外布局

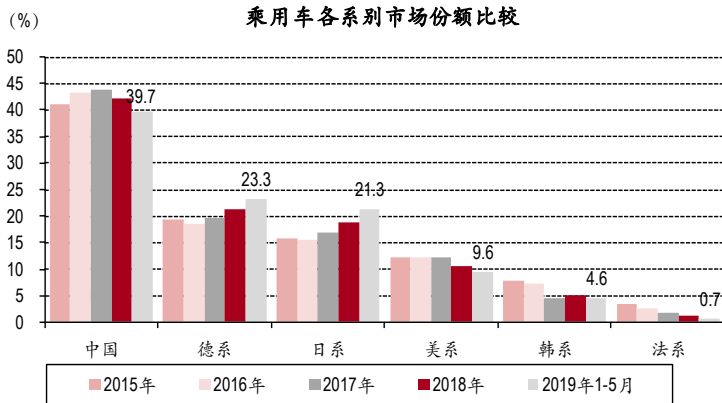
车企	2018年海外销量 (万辆)	海外工厂情况 (包含在建)	海外战略
长城汽车	4.7 (+20.0%)	俄罗斯工厂：15万辆/年，哈弗F7； 巴西工厂：5万辆/年，皮卡； 印度、厄瓜多尔、马来西亚、突尼斯、保加利亚等CKD工厂	2019年，俄罗斯工厂率先生产哈弗F7，接下来还会导入哈弗H9、哈弗F7x、全新哈弗H4等车型以及皮卡，面向俄罗斯市场与出口欧洲。
上汽集团	27.7 (+62.2%)	印度工厂：8万辆/年，名爵 印尼工厂：12万辆/年，五菱Confero S 泰国工厂：10万辆/年，名爵	2019年，对印度工厂进行改造、营销体系搭建以及首款互联网产品开发和投产准备工作。计划在埃及成立合资制造公司，面向埃及乃至中北非市场生产和销售上汽集团自主品牌MG名爵系列产品。2019年海外市场整车销量目标为35万辆。
吉利汽车	出口2.8 (+127%)	白俄罗斯工厂：12万辆/年，吉利SC7、吉利LC 英国工厂：3万辆/年，TX5增程电动车 埃及工厂：3万辆/年，帝豪 印尼工厂：3万辆/年，自由舰车型 乌拉圭工厂：3万辆/年，帝豪 埃塞俄比亚工厂：800辆/年，自由舰车型 斯里兰卡工厂：1500辆/年	领克的第一家欧洲门店将于2019年在荷兰阿姆斯特丹开业，并在2020年向欧洲市场投放领克的插电车型。
广汽传祺	1.8 (-16.8%)	尼日利亚工厂：GS4 伊朗、俄罗斯工厂：GS5、GA3、GA5	2019年宣布进军俄罗斯市场，计划向俄罗斯先期导入三款明星车型：传祺GS8、传祺GM8、传祺GS5，首款车型传祺GS8将于2019年下半年在俄罗斯上市。将原定2019年内进入美国市场的计划推迟至2020年上半年。
奇瑞汽车	12.7 (+18.0%)	巴西、俄罗斯、伊朗、马来西亚、泰国、印尼、乌克兰等10个工厂，总产能约27万辆/年，其中最主要的巴西工厂产能约15万辆/年。	根据奇瑞国际化发展“三步走”战略，从2020年起，奇瑞将推动品牌“走出去”，完成包括欧美等主流市场在内的国际布局，力争成为国际一流汽车品牌。根据奇瑞“双50”战略，奇瑞计划到2025年，将实现汽车出口50万辆，出口额达到50亿美元。
长安汽车	出口6.1 (34.6%)	计划在巴西投资建厂，在东南亚、南美等国家寻找合作伙伴进行CKD组装合作	计划在2020年出口20万-30万辆，到2025年实现出口50万辆以上。

资料来源：公司公告，搜狐汽车，中银国际证券

市场进入洗牌期，行业集中度有望持续提升

不同车系表现分化。2019年1-5月自主品牌乘用车市场占比为39.7%，同比下降4.2个百分点，市场份额萎缩主要由于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，以及SUV先发优势有所削弱。受大众品牌换代和多款SUV等车型上市的影响，德系品牌份额小幅增长；伴随丰田、本田等品牌主力车型持续发力及新增产品线，日系品牌市占率明显提升，预计短期仍将继续增长；美系品牌受三缸机、中美贸易摩擦与福特品牌去库存影响，市占率小幅下滑；韩系、法系持续低迷。

图表26.自主品牌市占率持续下降，德系、日系提升较快



资料来源：中汽协，中银国际证券

我国市场集中度仍有上升空间。从市场集中度上来看，日本前三家（丰田、本田、雷诺-日产）汽车集团销量的市场占有率达60.4%，德国前三家（大众、戴姆勒、标致雪铁龙）的市场占有率达56.2%，美国前三家（通用、福特、菲亚特克莱斯勒）的市场占有率达45.4%，我国前三家（上汽、东风、一汽）的市场占有率达50.8%，略高于美国，但与德、日仍有一定差距。从前十家的市场占有率来看，我国前十家市占率为89.2%，美国、德国在90%以上，我国龙头企业的市占率仍有向上提升的空间。

图表27.2018年各国汽车集团销量市场集中度

(%)	中国	美国	日本	德国
前十家	89.2	93.8	82.5	91.2
前五家	67.0	67.6	71.2	72.9
前三家	50.8	45.4	60.4	56.2

资料来源：中汽协，focus2move、中银国际证券

注：德国为2017年数据

国六加速市场集中度提升。截至2019年6月27日，机动车环保网公开国六轻型车环保信息情况，共有102家企业、2265个车型、4738377辆车进行轻型车国六环保信息公开。在行业去库存、国六标准提前实施、切换时间较短的背景下，行业加速洗牌，部分竞争力低的品牌或迫于技术和成本压力退出市场，提前做好国六产品储备切换快的厂商有望受益，国六实施有望加速集中度提升。

车企表现分化，投资关注集中化与边际改善。乘用车市场上半年整体较为低迷，根据中汽协数据，2019年1-5月销量前十车企中，长城汽车、广汽本田、一汽丰田销量逆势实现同比增长，车企分化加剧。预计未来随着乘用车市场销量增速放缓，分化格局延续，处于强产品周期的优势龙头企业份额有望提升。乘用车领域，投资关注集中化与边际改善：1) 综合竞争力领先的龙头企业，市场份额有望持续提升，推荐上汽集团、长城汽车，建议关注广汽集团H；2) 目前估值水平较低，预计未来边际将有所改善的个股，推荐长安汽车。



图表28.2019年1-5月乘用车前十家生产企业销量排名

排名	企业名称	1-5月乘用车销量 (万辆)	同比增长 (%)
1	上汽大众	76.5	(9.3)
2	一汽大众	71.9	(13.5)
3	上汽通用	69.4	(15.1)
4	吉利控股	56.1	(12.1)
5	上汽通用五菱	48.9	(35.0)
6	东风有限 (本部)	47.8	(4.6)
7	长城汽车	37.3	5.5
8	广汽本田	32.3	18.3
9	一汽丰田	31.6	5.4
10	长安汽车	31.3	(27.2)
合计 (万辆)		502.9	
所占比重 (%)		59.9	

资料来源：中汽协，中银国际证券

注：东风有限 (本部) 含东风日产和东风启辰。

零部件关注产品升级及低估值龙头

汽车销量持续下滑，零部件公司业绩承压。经过大幅调整后，目前申万汽车零部件板块整体估值仅为 15.7x PE TTM，处于历史较低水平。但部分优质零部件公司发展情况良好，产品和客户端持续向好，竞争格局改善，长期看仍有较好成长机会，建议积极布局。

产品端，关注轻量化、节能减排、消费升级等带来产品价值提升的投资机会，推荐万里扬、保隆科技等。客户端，全球化、国产替代、客户增长是重点方向，关注大众产业链继峰股份、星宇股份。估值端，推荐业绩稳健且估值较低的华域汽车、宁波华翔等。

产品端关注节能减排、消费升级等价值提升的投资机会

在电动化、智能化、轻量化、节能减排等趋势的推动下，各个零部件子系统受到的影响各不相同，如电动化将会对传统的动力总成、进排气系统等单车价值量有所侵蚀，但电子电器等价值量大幅提升；底盘系统在电动化、智能化、轻量化等推动下，单车价值量有望大幅提升。

图表 29. 汽车零部件增长解析

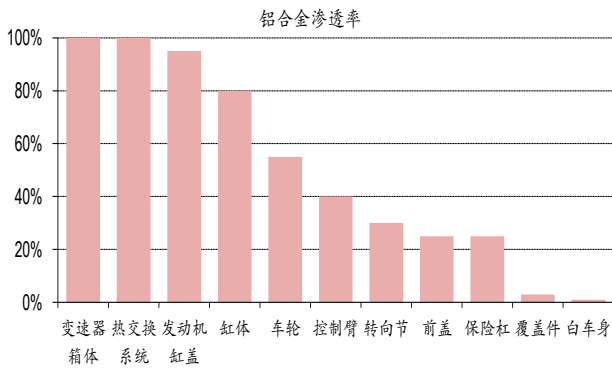
子系统	系统组成	电动化	智能化	轻量化	节能减排	消费升级	国产替代	全球化
动力总成	发动机、变速箱、进排气系统、传动系统、燃油系统	-		+	+	+	+	
底盘	转向、悬架、制动、底盘机构、悬置系统、轮胎等	+	+	+			+	
空调和动力总成冷却	空调系统、动力总成冷却系统、系统附件等	+			+		+	+
内饰	仪表盘、座椅、内饰板等			+		+	+	+
车身	白车身、门盖系统等			+				
外饰	玻璃、车灯、保险杠等			+		+		+
通讯和控制	仪表、娱乐信息系统、音响、天线等		+			+	+	
电子和电器	安全系统、底盘电子、电子架构等	+	+		+		+	

资料来源：中银国际证券

轻量化。油耗排放和电动车续航是国内汽车厂商面临的两大挑战，轻量化是解决问题的关键之一。铝合金具有减重效果好、安全性好、性价比高等突出优点，是汽车轻量化最佳选择之一。随着时间推移，汽车用铝的范围越来越广。目前变速器箱体、热交换系统的铝合金使用率已接近 100%，发动机缸体、缸盖、车轮也已达到较高水平，未来重点拓展的有车身、底盘等零部件。

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30.汽车零部件铝合金渗透率



资料来源: The Aluminum Association, 中银国际证券

图表31.铝轻量化带来新产品及单车价值量提升



资料来源: 拓普集团等公司官网, 中银国际证券

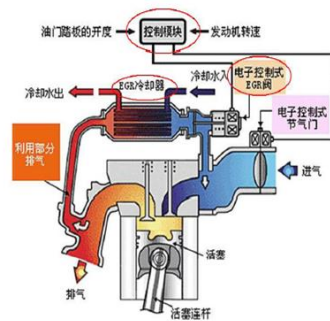
节能减排。汽油机领域, 油耗方面四阶段要求逐年加严, 除了增加新能源销量外, 汽油机可以通过使用 EGR 技术降低油耗; 排放方面, 国六标准在不同地区逐步开始实施, 颗粒物排放标准加严, 部分汽油机需要加装 GPF、油箱蒸汽压力等传感器。柴油机领域

, 国五阶段国内柴油机多为 SCR 方案, 国六标准各项排放要求大都加严, 需要同时使用 SCR 和 DPF 等技术以满足排放法规要求。节能减排将提升单车零部件价值量, 相关供应商有望受益, 重点推荐银轮股份、保隆科技。

图表32.节能减排带来新产品及单车价值量提升

• 节能

- 汽油机增加EGR降低油耗

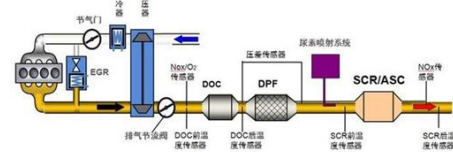


• 减排

- 汽油机国六增加GPF、传感器等



- 柴油机国六增加DPF等(国五多为SCR方案)



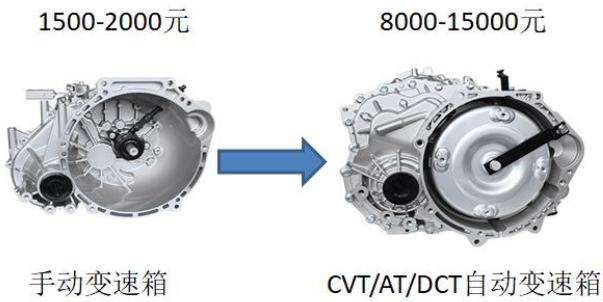
资料来源: 威孚高科、银轮股份、保隆科技官网, 中银国际证券

消费升级。随着收入和生活水平的提升, 人们对于车辆的配置等要求也越来越高, 配置升级同时带来价值提升, 如变速箱由手动到自动, 车灯由卤素到氙气到LED等。

手动变速箱单价约为 1500-2000 元, 而自动变速箱单车价值量约 8000-15000 元。纯电动汽车单级减速器约 1000-2000 元, ECVT 等产品单价约 3000 元。随着国内自动变速箱企业的快速崛起, 相关产业链有望迎来高速发展期, 重点推荐万里扬。

车灯由卤素到氙气再到 LED, 大灯的单车价值量由 400-600 元上升至 1600-2400 元, 消费升级带来 LED 渗透率快速提升, 预计市场空间超过 200 亿元。建议关注星宇股份, 国内车灯领域的领头羊, 配套一汽大众、宝马等国内外知名车企, 业绩持续高速增长。

图表33. 变速箱由手动到自动，价值量大幅提升



资料来源：万里扬官网，中银国际证券

图表34. 车灯持续进化，价值量大幅提升



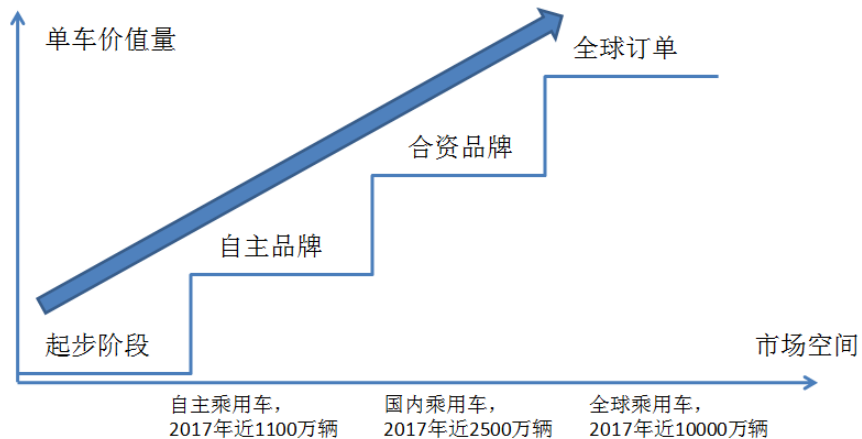
资料来源：汽车之家，中银国际证券

客户端关注全球化、国产替代及大众产业链

从客户端出发，零部件企业增长的途径主要有新增客户、老客户销量增长及份额提升等。

1) **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。

图表35. 汽车零部件企业全球化空间巨大



资料来源：中汽协，中银国际证券

尽管国内汽车行业销量增速放缓，但部分优秀零部件企业大都已经实现全球配套，未来发展值得期待。此外中美贸易摩擦或对国内零部件出口造成一定的扰动，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。

图表36. 部分汽车零部件企业陆续获得全球订单

公司	相关公告	全球客户	主要产品
银轮股份	公司被确定为捷豹路虎英国工厂 D4、P4 发动机油冷器供应商	捷豹路虎	发动机油冷器
奥特佳	南京奥特佳被确定为德国大众全球新能源电动汽车平台 MEB 的欧洲电动压缩机供货商，将为德国大众 MEB 电动汽车平台的 SEAT、AUDI、德国大众 SKODA 欧洲工厂开发生产及供应电动空调压缩机		电动压缩机
松芝股份	江淮松芝将从 2018 年底开始为日本本田汽车的燃油车和电动车供应冷凝器等汽车空调产品。	本田汽车	冷凝器等汽车空调产品
拓普集团	公司将与通用汽车同步研发 GM GEM 全球平台汽车 NVH 减震器，并预计于 2019 年 3 月开始在全球逐步量产	通用汽车	减震器、电子真空泵

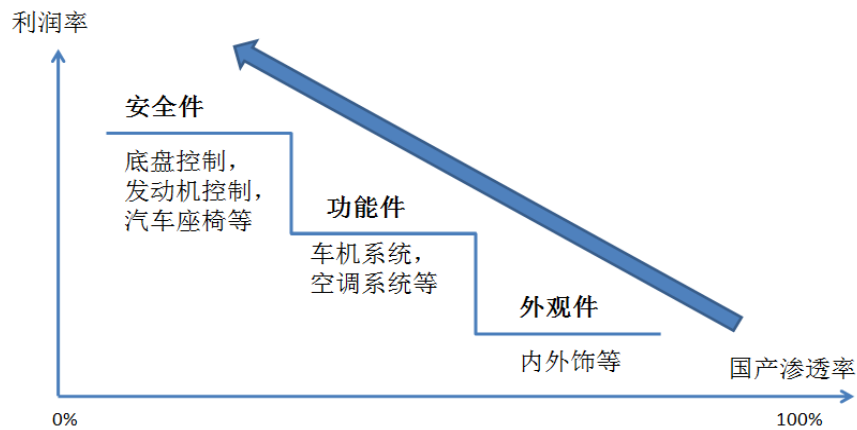
资料来源：各公司公告，中银国际证券



2) **国产替代提升利润空间。**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,再到安全件的快速进化过程。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,市场份额逐步提升。

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、底盘控制、发动机控制、汽车座椅等安全件的国产替代还有广阔市场空间,建议关注相关投资机会。

图表37.汽车零部件国产替代空间巨大



资料来源: 中银国际证券

3) **主要客户增长。**零部件业务与整车客户息息相关,部分重大客户产销量规模庞大,对供应商业绩可以产生巨大的影响。近期日系及德系乘用车销量表现出色,市场份额持续提升,相关供应商有望受益。

图表38.南北大众产业链相关标的公司配套信息

简称	主营业务	配套产品	配套大众产品新周期车型	一汽-大众占营收比例(2017年)	上汽大众营收比例(2017年)
宁波华翔	汽车内外饰件、底盘附件、发动机附件、消声器等	风道、顶棚、冲压件金属件、后视镜、流水槽、IMD	大众 TAYRON、大众 T-cross、e-Q2、奥迪 Q3、奥迪 Q2L、新宝来、新宝来 BEV、CC(Arteon)、DIA SUV、e-GOLF、新迈腾、新速腾、大众 T-Roc 等	13%左右	14.21%
星宇股份	汽车车灯及总成	车灯	新宝来、T-ROC、奥迪 A3、奥迪 Q3、奥迪 Q5L、奥迪 A6L、新速腾、新迈腾等	36%	8-10%
一汽富维	车轮及轮胎总成、保险杠、车灯	车轮及装配、保险杠、车灯	大众 TAYRON、大众 T-cross、奥迪 Q2L、新宝来、大众 T-Roc、高尔夫、奥迪 Q4 等	66%	-
富奥股份	转向及安全系统、制动和传动系统、发动机附件系统、零部件环境系统、紧固件产品、底盘系统和汽车电子电器	底盘系统、转向柱、弹簧、稳定杆、减震器、转向器	新宝来、新速腾、奥迪、DY 项目、T-roc、TAYRON 等	22%	-
继峰股份	汽车座椅头枕、头枕支杆、座椅头枕、座椅后排扶手、座椅扶手	座椅头枕、座椅后排扶手	T-roc、TAYRON、新速腾、奥迪 Q2L 等	30%	-
精锻科技	汽车精锻齿轮	用于差速器、变速器的结合齿圈、半轴齿轮、行星齿轮	新迈腾、新帕萨特、奥迪 Q3、奥迪 Q5L 等	大众收入占比超过 30%	-
常熟汽饰	门内护板、仪表板、行李箱内饰、衣帽架、天窗遮阳板、立柱等汽车内饰	门内护板总成、衣帽架、总成等汽车内饰	奥迪 Q3、奥迪 Q5L、新迈腾、T-roc、TAYRON	本部 15%左右, 全口径 40%左右	-
新坐标	气门组精密冷锻件、气门传动组精密冷锻件	液压挺柱和滚轮摇臂	大众 EA211 发动机配套车型	上汽大众加一汽大众营收占比约 50%	-

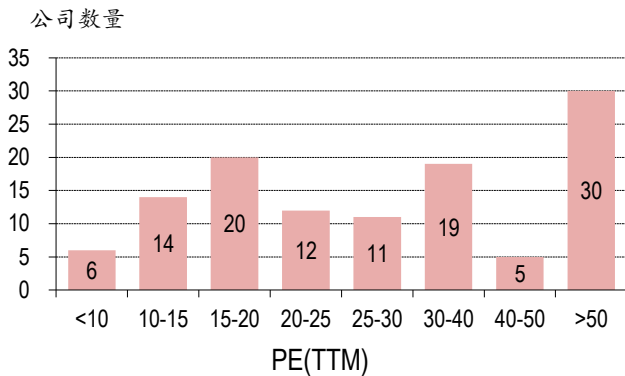
资料来源: 各公司公告, 中银国际证券

估值端关注业绩稳健、估值较低的龙头企业

历史纵向比较来看，自2017年11月以来，汽车零部件个股经历大幅调整，目前申万汽车零部件板块PE-TTM仅为15.7x，估值处于历史较低的11.7%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。

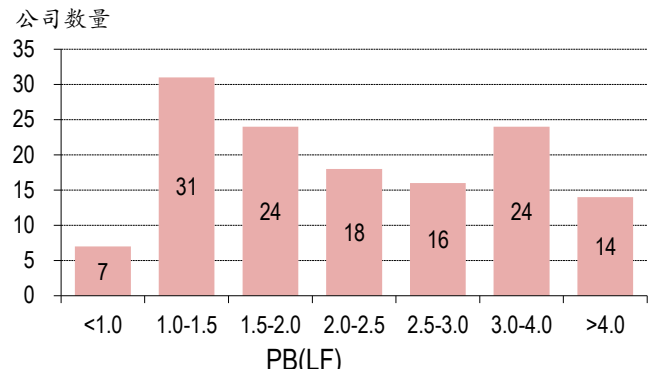
图表39. 汽车零部件公司 PE 分布



资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日2019年6月28日，剔除亏损PE为负值19家

图表40. 汽车零部件公司 PB 分布



资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日2019年6月28日，剔除众泰汽车及ST猛狮

短期汽车销量低迷，零部件估值承压；后续行业回暖，估值有望修复。但考虑到汽车销量持续下滑，预计部分零部件企业短期将面临业绩下修压力。建议关注业绩相对稳健的低估值零部件个股，推荐华域汽车、宁波华翔，关注潍柴动力等。

图表41. 汽车零部件重点低估值个股

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(倍)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
002048.SZ	宁波华翔	买入	10.82	67.8	1.17	1.36	9.3	8.0	13.58
000581.SZ	威孚高科	未有评级	18.56	187.3	2.37	2.47	7.8	7.5	15.26
000338.SZ	潍柴动力	买入	12.29	975.1	1.09	1.22	11.3	10.1	5.31
600741.SH	华域汽车	买入	21.60	681.0	2.55	2.39	8.5	9.0	15.10
000030.SZ	富奥股份	未有评级	4.67	84.6	0.49	0.51	9.6	9.2	3.41
600742.SH	一汽富维	未有评级	10.67	54.2	0.97	1.17	10.9	9.1	9.17

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日2019年6月28日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

新能源长期看好，关注整车龙头及高镍软包产业链

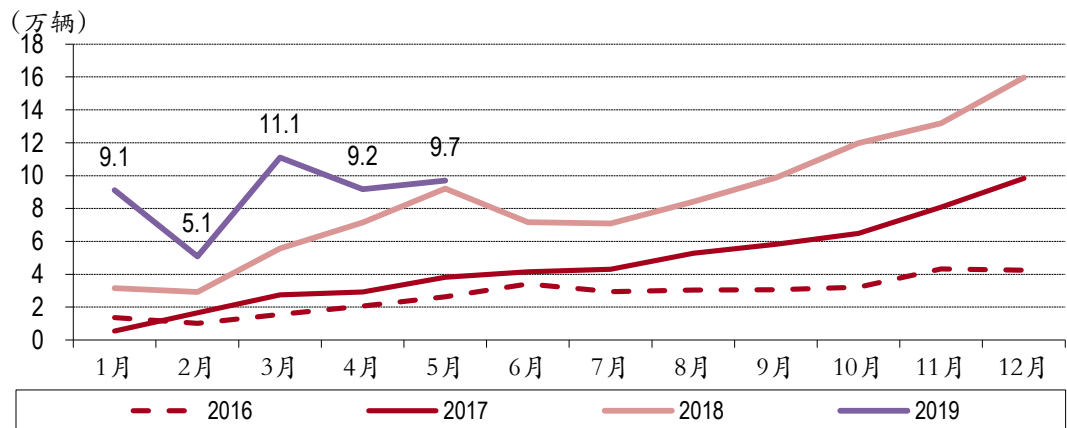
新能源乘用车销量持续高增长，商用车短期承压全年平稳

根据中汽协数据, 2019年1-5月新能源汽车产销分别完成48.0万辆和46.4万辆, 分别增长46.0%和41.5%。其中新能源乘用车共销售42.6万辆, 同比增长51.0%; 新能源商用车共销售3.9万辆, 同比下降16.1%。新能源乘用车保持较快增长但5月增速放缓, 新能源商用车受公交过渡期延迟影响同比下滑。

新能源乘用车销量保持高增长。根据乘联会数据, 2019年1-5月新能源乘用车批发销售44.2万辆, 累计同比增长58%; 其中纯电动34.3万辆, 同比增长67%; 插电式9.9万辆, 同比增长35%。1-5月新能源乘用车保持较快增长, 但5月受同期过渡期抢装基数较高影响增速有所放缓。

我们预计2019年新能源乘用车销量有望达到135万辆, 同比增长28%; 随着2019年新能源汽车积分考核开始, 新能源乘用车销量有望保持快速增长。

图表42.2019年1-5月新能源销量持续高增长



资料来源: 乘联会, 中银国际证券

产品结构优化升级。在分段补贴政策以及市场需求变化等因素的影响下, 新能源乘用车呈现了三大变化。1) 纯电动产品升级, 1-5月A00级占比较2018年下降15%, 而A级大幅提升16%; 2) 插混产品占比下降3%但结构提升, A级占比较2018年下降6%而B级提升3%; 3) 续航里程升级, 在补贴政策的引导下, 纯电动车型的续航里程大都提升至300公里以上, 部分车型高达500公里以上。

图表43. 新能源乘用车销量分布

国产	类别	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年1-5月
纯电动车型	CAR	64%	76%	75%	56%	54%
	SUV	0%	2%	4%	18%	24%
	MPV	0%	0%	1%	0%	0%
级别	A00	40%	34%	55%	36%	21%
	A0	15%	13%	5%	12%	13%
	A	7%	29%	19%	25%	41%
	B	2%	1%	1%	0%	1%
	C	0%	0%	0%	1%	1%
纯电动合计		64%	76%	81%	75%	78%
插混车型	CAR	26%	15%	7%	12%	11%
	SUV	10%	10%	12%	13%	10%
	MPV	0%	0%	0%	0%	1%
级别	A	24%	12%	16%	18%	12%
	B	11%	12%	3%	6%	9%
	C	0%	0%	0%	2%	2%
	插混合计	36%	24%	19%	25%	22%
总计		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：乘联会，中银国际证券

自主车企销量领先，合资车企插混快速上量。2019年1-5月新能源汽车销量排名前五的分别为比亚迪、北汽新能源、上汽乘用车、吉利汽车和长城汽车，增长较快的有比亚迪、吉利汽车、长城汽车，上汽大众首次进入前十。纯电动领域，比亚迪元EV、北汽EU系列销量领先；插混领域，比亚迪唐DM销量领先，大众帕萨特及途观、宝马5系、丰田卡罗拉及雷凌等5款车型进入前十。

从竞争格局来看，自主车企依然在新能源汽车领域大幅领先，但合资车企已开始加速追赶。从车型来看，纯电动领域自主品牌续航里程及性价比优势明显，合资及外资品牌产品较少且除特斯拉外大都续航里程较短，受开发周期等因素影响短期难以追赶，但下一代产品有望改善；插混领域合资品牌逐步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。

图表44. 2019年1-5月新能源销量车企排名

排名	企业	1-5月销量	累计增速(%)	市场份额(%)
1	比亚迪	116,900	111	26.4
2	北汽新能源	39,604	(19)	9.0
3	上汽乘用车	36,427	17	8.2
4	吉利汽车	33,843	276	7.7
5	长城汽车	23,848	1766	5.4
6	江淮汽车	22,791	25	5.2
7	奇瑞汽车	19,415	4	4.4
8	上汽大众	17,381	-	3.9
9	华泰汽车	13,957	28	3.2
10	上通五菱	12,318	28	2.8

资料来源：乘联会，中银国际证券

图表45. 2019年1-5月新能源销量车型排名

纯电动车型		销量	插混车型		销量
1	比亚迪元EV	36,918	1	比亚迪唐DM	21,178
2	北汽EU系列	32,048	2	大众帕萨特	11,475
3	比亚迪e5	22,302	3	比亚迪秦DM	8,710
4	吉利帝豪EV	19,250	4	上汽荣威i6	8,001
5	上汽荣威Ei5	18,078	5	宝马5系	7,883
6	奇瑞eQ	17,317	6	大众途观	5,906
7	长城欧拉R1	14,883	7	比亚迪宋DM	5,844
8	江淮IEV6E	14,120	8	荣威eRX5	4,652
9	宝骏E100	12,318	9	丰田卡罗拉	3,969
10	长安逸动	9,253	10	丰田雷凌	2,975

资料来源：乘联会，中银国际证券

2019年补贴降幅较大盈利承压。2019年正式期补贴标准较2018年降低约50%，加上地补取消，整体降幅约70%。纯电动车型的续航里程250公里以下取消补贴，250公里以上降幅47%-60%不等，300-400公里降幅较大，预计正式期销量将会受到一定影响，相关车型或将升级至400公里以上以获得更高补贴，或将续航降低至250-300公里以节省成本。插混乘用车型补贴降低55%幅度较大，但由2.2万降到1.0万绝对金额变化较小，预计受补贴政策影响相对较小。

尽管补贴整体的降幅较大，车企可以通过降本（电池等成本降低）、提价（部分车型售价提高）等手段保证毛利率在合理的范围之内，此外增值税降低、新能源汽车积分价值提升也是很好的补充。

图表46.新能源乘用车补贴标准调整

纯电动续航里程 (公里)	纯电动					插混 R≥50
	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400	
2018年补贴 (万元)	1.5	2.4	3.4	4.5	5.0	2.2
2019年过渡期*	0.15	0.24	2.04	2.7	3	1.32
过渡期降幅(%)	90	90	40	40	40	40
2019年正式期补贴 (万元)	0	0	1.8	1.8	2.5	1
正式期降幅(%)	100	100	47	60	50	55

资料来源: 财政部、中银国际证券, *注: 续航里程250公里以下不符合2019年技术要求, 最多只能获得0.1倍补贴。

我们分析了2019-2021年补贴逐步退出后的盈利情况。假设条件: 1) 2018年存在国补和地补, 针对无地补和有地补分别进行分析; 2) 新能源积分价格采取敏感性分析, 2019年0、750、1,500元, 2020年0、1,500、3,000元, 2021年0、2,500、5,000元; 3) 新能源汽车销售价格存在变化可能, 总体趋势是逐步降低, 部分情况采取敏感性分析。

对于纯电动汽车, 补贴的下降将短期对盈利产生一定压力, 但物料成本、制造和研发费用摊销下降可以降本, 同时新能源汽车积分有望增收, 整体的利润率有望控制在可接受的范围内。在新能源汽车积分价格较高的情况下, 毛利率或有望达到25%以上。另外下表分析主要针对紧凑型纯电动轿车, 一般更小的车型盈利能力偏低, 而高级别车型及SUV车型盈利能力预计更好。

图表47.纯电动乘用车利润率测算

紧凑型纯电动轿车	2018A	2018B	2019A	2019B	2019C	2020A	2020B	2020C	2021A	2021B	2021C
续航里程(km)	420	420	420	420	420	400	400	400	400	400	400
带电量(kWh)	56.4	56.4	56.4	56.4	56.4	52	52	52	52	52	52
电池价格 (元/kWh)	978	978	831	831	831	731	731	731	655	655	655
车企收入 (万元)	22.05	25.08	18.70	18.70	18.70	15.55	16.65	17.65	12.40	13.40	14.40
经销商毛利 (万元)	1.00	1.00	0.80	0.80	0.80	0.70	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
标准补贴 (万元)	5.00	5.00	2.50	2.50	2.50	1.25	1.25	1.25	0.00	0.00	0.00
补贴调整系数	1.21	1.21	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.00	0.00	0.00
补贴金额 (万元)	6.05	9.08	2.50	2.50	2.50	1.25	1.25	1.25	0.00	0.00	0.00
消费者到手价 (万元)	17.00	17.00	17.00	17.00	17.00	15.00	16.00	17.00	13.00	14.00	15.00
车企成本 (万元)	16.51	16.51	14.59	14.59	14.59	12.30	12.30	12.30	10.60	10.60	10.60
物料成本 (万元)	13.51	13.51	11.79	11.79	11.79	10.10	10.10	10.10	8.90	8.90	8.90
电池 (万元)	5.51	5.51	4.69	4.69	4.69	3.80	3.80	3.80	3.40	3.40	3.40
电机电控 (万元)	2.00	2.00	1.60	1.60	1.60	1.30	1.30	1.30	1.00	1.00	1.00
其它零件 (万元)	6.00	6.00	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	5.00	4.50	4.50	4.50
制造费用 (万元)	2.00	2.00	1.80	1.80	1.80	1.50	1.50	1.50	1.20	1.20	1.20
研发费用 (万元)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.70	0.70	0.70	0.50	0.50	0.50
积分价格 (元/分)	0	0	0	750	1500	0	1500	3000	0	2500	5000
分值	5.84	5.84	5.84	5.84	5.84	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60	5.60
积分收入 (万元)	0.00	0.00	0.00	0.44	0.88	0.00	0.84	1.68	0.00	1.40	2.80
车企毛利 (万元)	5.54	8.56	4.11	4.55	4.99	3.25	5.19	7.03	1.80	4.20	6.60
毛利率(%)	25.11	34.15	22.00	24.34	26.68	20.89	31.16	39.82	14.49	31.32	45.81

资料来源: 工信部, 中银国际证券

对于插混汽车, 由于补贴绝对金额较小, 因此补贴的下降对盈利压力相对较低, 同时物料成本、制造和研发费用摊销下降可以降本, 新能源汽车积分有望增收, 整体的利润率有望控制在可接受的水平, 毛利率有望达到20%以上。此外高级别车型及SUV车型售价更高, 盈利能力更好。

图表48.插混乘用车利润率测算

紧凑型插混轿车	2018A	2018B	2019A	2019B	2019C	2020A	2020B	2020C	2021A	2021B	2021C
续航里程(km)	80	80	53	53	53	53	53	53	53	53	53
带电量(kWh)	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
电池价格(元/kWh)	1150	1150	940	940	940	860	860	860	800	800	800
车企收入(万元)	16.89	17.99	14.89	14.89	14.89	12.80	13.90	14.90	11.40	12.40	13.40
经销商毛利(万元)	1.00	1.00	0.80	0.80	0.80	0.70	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
标准补贴(万元)	2.2	2.2	1	1	1.00	0.5	0.5	0.5	0.00	0.00	0.00
补贴调整系数	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
补贴金额(万元)	2.20	3.30	1.00	1.00	1.00	0.50	0.50	0.50	0.00	0.00	0.00
消费者到手价(万元)	15.69	15.69	14.69	14.69	14.69	13.00	14.00	15.00	12.00	13.00	14.00
车企成本(万元)	13.64	13.64	12.24	12.24	12.24	10.73	10.73	10.73	9.34	9.34	9.34
物料成本(万元)	10.64	10.64	9.44	9.44	9.44	8.53	8.53	8.53	7.64	7.64	7.64
电池(万元)	1.64	1.64	1.34	1.34	1.34	1.23	1.23	1.23	1.14	1.14	1.14
电机电控(万元)	2.00	2.00	1.60	1.60	1.60	1.30	1.30	1.30	1.00	1.00	1.00
其它零件(万元)	7.00	7.00	6.50	6.50	6.50	6.00	6.00	6.00	5.50	5.50	5.50
制造费用(万元)	2.00	2.00	1.80	1.80	1.80	1.50	1.50	1.50	1.20	1.20	1.20
研发费用(万元)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.70	0.70	0.70	0.50	0.50	0.50
积分价格(元/分)	0	0	0	750	1500	0	1500	3000	0	2500	5000
分值	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
积分收入(万元)	0.00	0.00	0.00	0.15	0.30	0.00	0.30	0.60	0.00	0.50	1.00
车企毛利(万元)	3.25	4.35	2.65	2.80	2.95	2.07	3.47	4.77	2.06	3.56	5.06
毛利率(%)	19.22	24.16	17.77	18.78	19.78	16.17	24.97	32.01	18.04	28.68	37.73

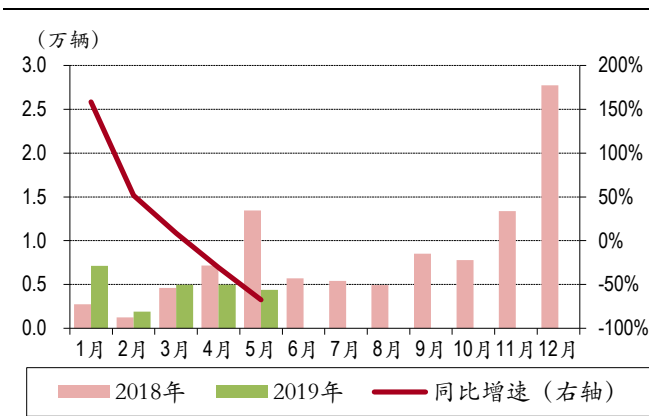
资料来源:工信部、中银国际证券

根据中汽协发布数据,2019年1-5月国内新能源商用车销售3.9万辆,累计同比下降16.1%。受新能源公交过渡期变化等因素影响,2018年3-5月基数较高,因此短期销量同比下降,预计后续销量有望逐步回暖。

新能源客车销量短期承压。根据中客网数据,2019年1-5月国内新能源客车(5米以上)销售23372辆,同比下降24.5%。2018年新能源汽车补贴过渡期为2月12日至6月11日,因此3-5月销量基数较高;而2019年新能源公交补贴过渡期为5月8日至8月7日,预计后续销量有望逐步回暖,全年新能源客车销量有望达到10万辆,同比基本持平。

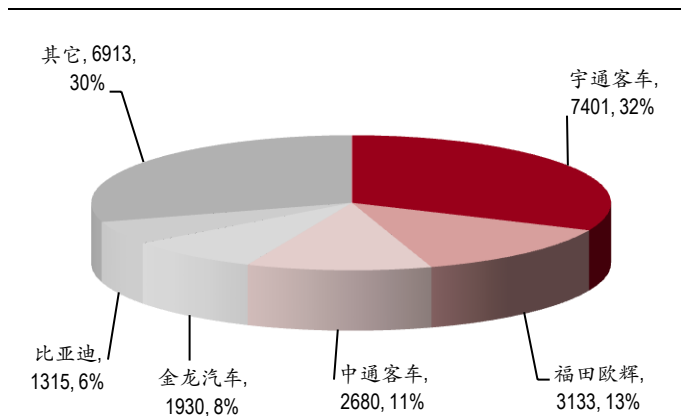
从市场格局来看,宇通客车、福田欧辉、中通客车、金龙汽车、比亚迪新能源客车销量排名位居前五,CR5市场份额为70.4%,市场集中度较高。补贴金额与电池系统能量密度、单位载质量能量消耗量(Ekg)等技术指标紧密挂钩,龙头企业技术水平较高,有望获得较高补贴金额,并在市场竞争中获得有利地位,市场份额有望逐步提升。但新能源公交客车多为政府采购,非市场因素影响较大,因此市场份额集中的速度或低于预期。

图表49.2019年1-5月新能源客车销量



资料来源:中客网、中银国际证券

图表50.2019年1-5月新能源客车市场格局



资料来源:中客网、中银国际证券



新能源客车补贴下降盈利承压。2019年新能源补贴政策3月发布，非快充类纯电动客车正式期的度电补贴由1200元/度下降到500元/度，降幅为58%；而单车补贴上限降低50%-55%不等，预计将对新能源客车的盈利造成较大压力，车企可以通过零部件降价、产品售价提升等手段予以化解。新能源公交补贴政策5月发布，地补保留且预拨部分补贴，有望缓解车企的盈利压力。

图表51.非快充类纯电动客车度电补贴及补贴上限调整

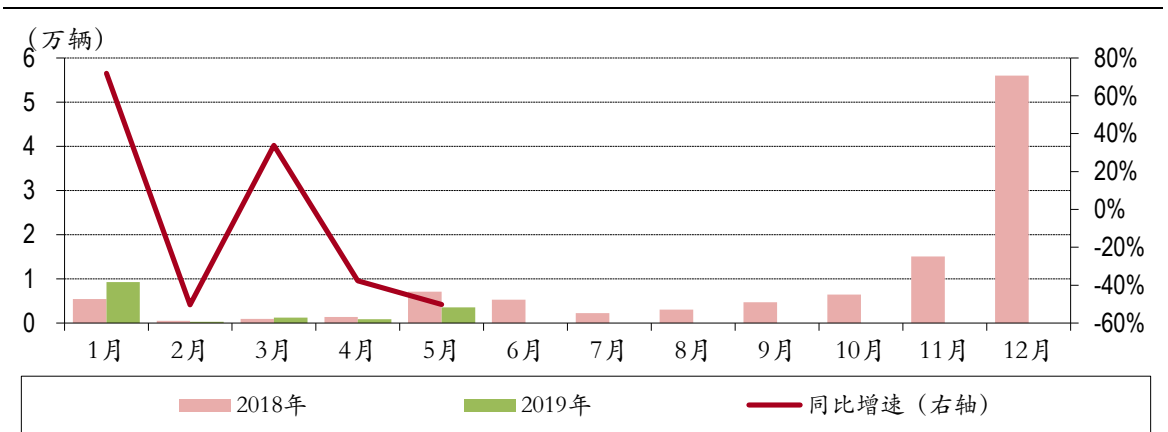
标准补贴	度电补贴 (元/KWh)	中央财政单车补贴上限 (万元)		
		6<L≤8m	8<L≤10m	L>10m
2018年标准	1200	5.5	12	18
2019年过渡期		3.3	7.2	10.8
过渡期降幅(%)		40	40	40
2019年正式期	500	2.5	5.5	9
正式期降幅(%)	58	55	54	50

资料来源：工信部等，中银国际证券

新能源专用车销量平稳发展。据电车资源网报道，2019年1-5月新能源专用车产销量分别为1.57万辆和1.52万辆，产量小幅增长7.6%，销量基本持平。上半年一般是专用车产销淡季，因此除1月外产销量均处于较低水平。我们预计2019年新能源专用车产量约为10万辆，同比基本持平。

市场格局方面，前5月产量排名靠前的主要有吉利商用车(2831)、比亚迪(2533)、开瑞新能源(2207)、瑞驰新能源(1794)、山东丽驰(1201)，销量方面，开瑞新能源(2174)、恒天新楚风(1815)、瑞驰新能源(1320)、东风汽车等排名较为靠前。随着补贴对技术要求的不断提高，运营里程要求增加资金压力，具有技术和资金优势的头部企业相对占优。

图表52.2019年1-5月新能源专用车销量



资料来源：电车资源网、中银国际证券

专用车补贴下降盈利承压。度电补贴方面，2019年纯电动货车为350元/度，不同带电量降低约59%-46%；插电货车为500元/度，不同带电量降低约41%-23%。补贴上限方面，2019年专用车按照车型进行区分，纯电动货车N1类补贴上限为2.0万元，较2018年降低了80%，降幅较大；而纯电动N2和N3类补贴上限为5.5万元，降幅均为45%。插混专用车仅有N3类补贴上限为3.5万元，N1/N2类不予补贴。

政策的调整预计将对微面、轻卡等新能源物流车的销量及盈利造成一定影响，同时有望推动新能源中重卡快速发展，促进新能源专用车的产品升级。

图表53.新能源专用车度电补贴调整

度电补贴 (元/KWh)	30度以下部分	30-50度部分	50度以上部分
2018年	850	750	650
2019年纯电动货车	350	350	350
降幅(%)	59	53	46
2019年插混货车 (含增程式)	500	500	500
降幅(%)	41	33	23

资料来源：工信部，中银国际证券

图表54.新能源专用车补贴上限调整

补贴上限(万元)	N1类	N2类	N3类
2018年	10	10	10
2019年过渡期	6	6	6
过渡期降幅(%)	40	40	40
2019年纯电动专用车	2.0	5.5	5.5
降幅(%)	80	45	45
2019年插混专用车	0	0	3.5
降幅(%)	100	100	65

资料来源：工信部，中银国际证券

新能源汽车2019年有望达到155万辆。根据上述对新能源乘用车及商用车分析，我们预计2019年新能源汽车销量有望达到155万辆，同比增长约23%；其中乘用车135万辆，同比增长28%；商用车20万辆，同比基本持平。

图表55.2019年新能源汽车销量有望达到155万辆

	2015	2016	2017	2018	2019E
新能源汽车	33.1	50.7	77.7	125.6	155
新能源乘用车	20.8	33.6	57.8	105.3	135
纯电动	14.7	25.7	46.8	78.8	102
插电式混合动力	6.1	7.9	11.1	26.5	33
新能源商用车	12.4	17	19.8	20.3	20
纯电动	10.1	15.2	18.4	19.6	19.5
插电式混合动力	2.3	1.9	1.4	0.6	0.5

资料来源：中汽协，中银国际证券

关注龙头车企比亚迪、上汽集团。新能源汽车销量有望高速增长，但受补贴政策影响，利润或承压。

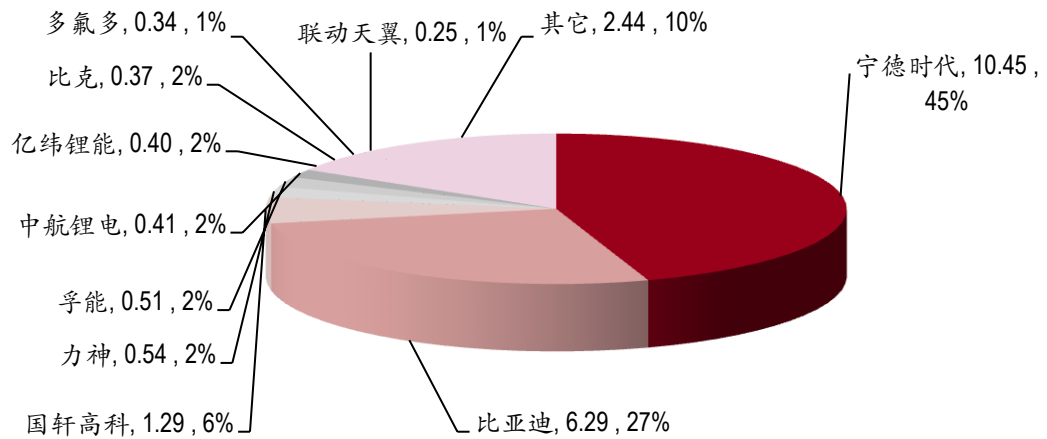
- 1) 乘用车领域，销量预计保持快速增长，补贴大幅下滑，车企或通过降本、提价等手段缓解盈利压力，重点关注技术及资本实力较强的龙头企业，推荐比亚迪。
- 2) 客车领域，预计2019年新能源销量基本持平，但补贴下滑导致单车盈利承压。龙头市场份额有望逐步提升，建议关注宇通客车。

电池市场格局长期或将变化，关注二线电池厂及高镍软包产业链

供需结构方面，据真锂研究报道，2019年1-5月动力电池装机总电量为23.3GWh，同比增长83.7%。根据我们测算，2019年动力电池需求为72GWh。根据高工锂电数据，2018年底中国动力电池总产能将达到230GWh，总体电池产能供给短期严重过剩，但优质电池仍供不应求。

市场格局方面，目前动力电池延续两极分化的局面。根据真锂研究数据，2019年1-5月宁德时代、比亚迪电池装机量分别为10.45GWh、6.29GWh，市场份额分别高达45%、27%；若扣除比亚迪的装机量数据，宁德时代的市场份额高达61.5%。

图表56.2019年1-5月动力电池装机量及市场份额



资料来源：真锂研究，中银国际证券

一般而言，整车企业对于单一零部件供应商的份额大多控制在 30%以下，单一供应商过高的份额会带来较大的问题，包括及时供货的风险及降低采购价格的谈判能力。我们梳理了宁德时代 2018 年在国内主流乘用车及商用车企业的动力电池装机量情况，可以发现大都在 50%以上，部分甚至高达 90%。国内市场宁德时代一家独大，使得整车企业在动力电池的价格、供货等问题上处于较为弱势的地位，因此车企需要第二家大的电池供应商来平衡及改善这种局面。目前比亚迪已经开展电池外销并与长安、丰田等逐步达成合作，欣旺达、亿纬锂能等获得大量订单，市场份额有望提升，发展前景可期。

图表57.宁德时代 2018 年车企装机量及占比

车企	2018 年装机量 (辆)	2018 年销量 (辆)	占比 (%)	
乘用车	上汽乘用车	62,325	96,989	64.3
	北汽新能源	77,932	156,147	49.9
	奇瑞汽车	43,235	65,653	65.9
	吉利汽车	39,326	54,343	72.4
	长安汽车	14,541	26,229	55.4
	广汽乘用车	14,223	20,045	71.0
	江淮汽车	12,570	50,864	24.7
商用车	宇通客车	21,361	24,748	86.3
	中通客车	5,309	5,959	89.1
	湖南中车	4,228	6,828	61.9
	金龙汽车	9,467	12,105	78.2
	中龙客车	1,913	4,046	47.3

资料来源：高工锂电、乘联会、中客网，中银国际证券

从电池类型来看，2019 年 1-5 月磷酸铁锂电池装机量 6.47GWh，占比 27.8%；三元 (NCM/NCA) 电池搭载量 16.4GWh，占比 70.4%。随着电池能量密度要求逐步提升，乘用车销量快速增长，三元电池成为主导，占比持续提升。

从车型应用来看，目前乘用车主要以三元为主，商用车主要以磷酸铁锂为主。未来随着补贴的持续下降，磷酸铁锂有望凭借成本优势，在低续航里程乘用车以及对体积不敏感但价格敏感的物流车、卡车等车型上得以广泛应用。

电池材料领域，受能量密度、能耗等要求持续提升影响，高镍和软包有望成为未来发展方向，建议关注相关产业链投资机会。

图表58.2019年1-5月动力电池装机量类型及占比

装机量 (GWh)	LFP	LMO	LTO	NCA	NCM	总计	占比(%)
EV 乘用车	0.89	0.01		0.25	14.67	15.81	67.88
PHEV 乘用车					1.24	1.24	5.31
EV 客车	3.91	0.11	0.18			4.20	18.04
PHEV 客车		0.06	0.05			0.11	0.46
EV 专用车	1.68	0.03		0.00	0.23	1.93	8.30
PHEV 专用车					0.00	0.00	0.00
总计	6.47	0.20	0.23	0.25	16.13	23.28	100
占比 (%)	27.79	0.86	1.00	1.08	69.27	100	

资料来源: 真锂研究, 中银国际证券

大众及特斯拉等新能源大举投入, 相关产业链有望受益

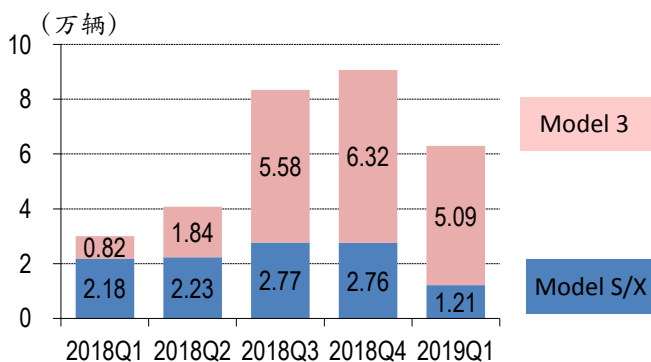
在能源、环保、政策等因素的推动下, 全球各大汽车集团纷纷加大新能源汽车领域投入, 并制定了各自的产销及车型规划, 其中特斯拉伴随着 Model 3 量产而销量爆发, 大众集团新能源有望随着 MEB 平台量产而新能源销量爆发。

特斯拉国产加速及 Model Y 亮相。特斯拉 Model 3 自 2016 年 4 月 1 日发布以来已获得超过 40 万辆的订单, 2018 年以来产能快速提升, 推动销量持续爆发。特斯拉预计 2019 年将交付 36-40 万辆汽车, 同比增长 45%-65%。

据盖世汽车等媒体报道, 2019 年 1 月 7 日下午, 特斯拉上海工厂在临港产业区正式开工建设。根据规划, 项目将在今年 9 月完成整车四大车间的建设, 第一批国产 Model 3 车型最快将于 9 月下线。5 月 31 日特斯拉宣布国产 Model 3 起售价为 32.8 万元, 预计交付时间为 6 至 10 个月。2020 年 Model 3 全面国产后售价有望进一步降低, 并在国内获得较好销量。

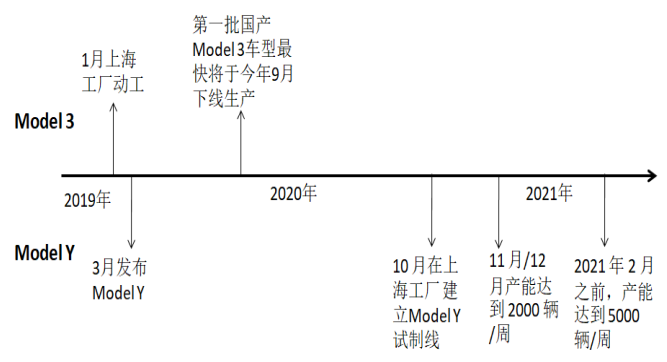
Model Y 已于 2019 年 3 月发布, 预计美国工厂将于 2020 年 8 月投产, 上海工厂将于 2020 年 10 月投产。与 Model 3 同平台的车型 Model Y 也将是一款畅销车型, 有望推动特斯拉销量持续高速增长。

图表59.Model 3 推动特斯拉产量爆发



资料来源: InsideEVs, 中银国际证券

图表60.Model 3/Y 有望较快在国内量产



资料来源: 盖世汽车, 中银国际证券

Model 3 量产带来销量爆发, Model Y 未来量产有望推动销量高速增长, 产业链有望持续受益, 建议关注拓普集团、三花智控、旭升股份及松下电池产业链。

图表61.特斯拉相关供应商

公司	供应产品	配套车型
拓普集团	锻铝控制臂等	Model 3/S/X
三花智控	膨胀阀、水冷板、油冷器、油泵等	Model S/X/3
旭升股份	变速箱箱体、传动系统、悬挂系统等零件	Model S/X/3
广东鸿图	小支架等	Model S/X
凌云股份	车身零部件等	Model 3

资料来源：各公司公告，中银国际证券

大众 MEB 产业链长期投资机会巨大。2017 年 11 月，大众集团发布了中国市场的新能源产品规划，计划到 2020 年生产 40 万辆新能源汽车，2025 提升至 150 万辆。

大众集团中国新能源汽车产品将基于以下几个平台实现：在 MQB 平台上推出纯电(纯电高尔夫)和插电产品(途观 PHEV)，在 MLB 平台推出插电式混合动力产品(奥迪 A6 e-tron PHEV 和辉昂 PHEV)，在 MEB 平台上推出纯电产品(I.Q 和续航 500 公里以上的纯电动车)，以及与江淮合作平价纯电动汽车。

图表62.大众新能源发展规划

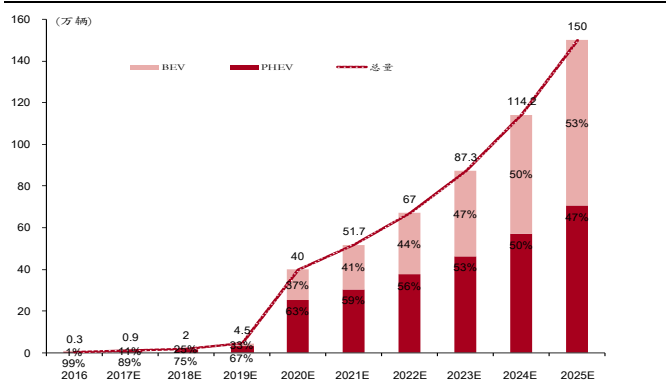


资料来源：太平洋汽车网，中银国际证券

MEB 作为下一代电动车平台，将在大众的新能源战略中占据主要位置。目前 I.D. 系列已陆续亮相了 6 款概念车，分别是 I.D.（紧凑型两厢车）、I.D.BUZZ（MPV）、I.D.CROZZ（紧凑型 SUV）、I.D. Vizzion 概念车（三厢轿车）、I.D. BUGGY（沙滩车）、I.D. ROOMZZ（全尺寸 SUV）。I.D. 车型将于 2019 年率先在德国量产，而 I.D. CROZZ 预计将于 2020 年国内量产。此外 I.D. 系列还会有两款车型 I.D. Lounge（豪华七座 SUV）和 I.D. AEROe（轿跑）计划 2019 年到 2022 年陆续在北美市场和中国市场推出。

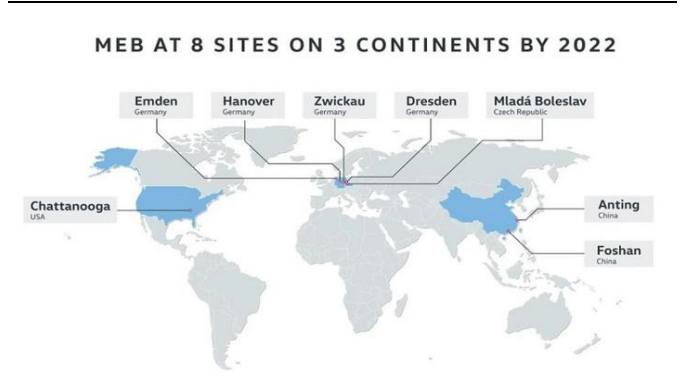
产能规划方面，大众将在 2022 年全球建设 8 家 MEB 工厂，其中上汽大众安亭工厂预计将于 2020 年建成投产，规划年产能可达 30 万辆；一汽大众佛山工厂部分产能将逐步改造成 MEB 平台车辆生产工厂，预计将于 2019 年底建成，初步规划产能 15 万辆。

图表63. 大众中国市场新能源销量规划



资料来源：大众集团，中银国际证券

图表64. 大众 MEB 产地规划



资料来源：搜狐汽车，中银国际证券



大众新能源尤其是 MEB 规划产销量巨大，有望给产业链带来较大投资机会，推荐华域汽车，建议关注宁德时代。

图表65.大众新能源汽车相关供应厂商

公司名称	产品名称	平台	合作企业	供应状况	公告日期
宁德时代	动力电池	MEB	德国大众	中国境内唯一、全球内优先采购	2018年3月6日
华域汽车	电驱动系统总成	MEB	上汽大众、一汽-大众	华域麦格纳获大众全球电动汽车平台（MEB 平台）电驱动系统总成相关产品定点，华域电动将提供全部驱动电机部件的配套供货	2017年10月19日
中鼎股份	减振底盘系统产品	MEB	一汽-大众	大众 MEB 平台减振底盘系统产品的批量供应商	2018年11月1日
松芝股份	冷凝器	MEB	上汽大众、德国大众	上汽大众部分车型冷凝器批量供货并通过德国大众 MEB 平台供应商审核	2017 年报
均胜电子	电池管理系统（BMS）	MQB	上汽大众、一汽-大众	国内南、北大众新能源 MQB 平台车型项目订单，有望进入 MEB 平台	2017 年三季度报
奥特佳	电动压缩机	MQB、MEB	一汽大众、德国大众	已经确定为一汽大众 MQB 平台的 5 款电动车型提供电动压缩机，并将为大众集团包括 SEAT、AUDI、SKODA 等欧洲工厂生产的 MEB 平台车型供应，生命周期 8 年，全球销量预计将达到 650 万台	2017 年 9 月 8 日
得润电子	高压线束（科世得润）	MEB	一汽-大众	该项目生命周期产量超过 260 万辆，计划于 2020 年量产，生命周期内预计产品销售额将超过 41 亿元人民币	2018 年 3 月 21 日
	充电机（美达电器）	MQB	一汽大众、上汽大众	MQB 平台 PHEV 和 BEV 车型平台车载充电机（OBC）项目核心供应商，未来有望进入 MEB 平台	2017 年 2 月 7 日
三花智控	电池冷却器	MQB	上汽大众、一汽-大众	已进入 MQB 平台，为一汽大众、上汽大众供应电池冷却器	2017 年 6 月 9 日
	热管理产品	MEB	德国大众	为德国大众 MEB 平台热管理产品 5 个项目的供应商	2018 年 1 月 23 日
精锻科技	差速器锥齿轮和主动轴、从动轴、转子轴（电机轴）	MEB	一汽-大众	收到大众（天津）关于 MEB 项目差速器锥齿轮（行星齿轮与半轴齿轮）和主动轴、从动轴、转子轴（电机轴）“提名协议”，该项目年需求量为 71 万台套	2019 年 2 月 14 日 2018 年 11 月 22 日
富奥股份	逆变器总成部件	MEB	德国大众	中国区电驱动总成核心逆变器总成部件	2017 年报

资料来源：各公司公告，中银国际证券

燃料电池产业链有望爆发，关注商用车及核心零部件

从能源角度看，氢能具有大规模稳定储存、持续供应、远距离运输、快速补充等优点，在未来以分布式为主、零排放为特征的能源构架中，氢能源系统有望与电力系统共存互补，共同满足交通运输、家庭生活、工业生产的能源需求。

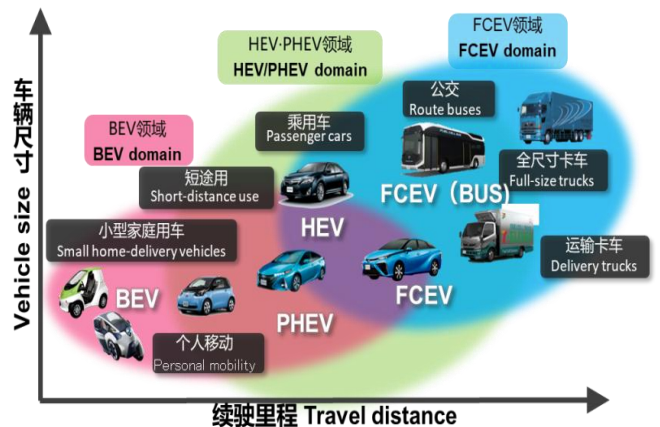
纯电动汽车和燃料电池汽车，两者之间是互补关系。纯电动汽车通常适用于城市、短途、轻载等领域，燃料电池汽车在大载重、长续航、高强度的交通中具有较大优势，适合在商用车领域应用。

图表66. 燃料电池与锂电池比较

	燃料电池	锂电池
技术	技术难度较大, 关键材料质子交换膜、双极板、催化剂等技术要求较高	技术难度相对较小, 能量密度有待提升
产业链	处于产业发展初期, 产业链配套较少	技术相对成熟, 产业链完善
车辆成本	高, 铂催化剂、燃料电池电堆等成本高	低, 已经大规模量产
设施成本及数量	加氢站投资较高, 一般在1000-3000万元, 数量较少	家用充电桩成本2000-5000元, 充电站约300-800万元, 数量较多
能源成本及补充	0.6元/公里, 氢储运等难度较高	0.075元/公里, 电能获取较为方便

资料来源: 高工锂电网, 中银国际证券

图表67. 燃料电池较适合于重载商用车



资料来源: 丰田汽车, 中银国际证券

政策推动燃料电池产业快速发展。燃料电池汽车是新能源汽车的三大发展方向之一, 一直备受中央和地方政策扶持。国务院在2019年《政府工作报告》明确提出支持氢能与燃料电池产业发展, 上海等部分地区纷纷出台政策支持氢能产业发展。近期纯电动、插混新能源汽车补贴大幅退坡, 但燃料电池补贴保持较高水平基本不退坡, 且预计2021年后还将有持续的补贴支持。

图表68. 中央扶持燃料电池汽车政策

时间	中央政策
2012年	《节能与新能源汽车产业发展规划(2012—2020年)》确立了包括纯电动汽车、插电式混合动力汽车及燃料电池汽车的三大发展方向
2015年	《中国制造2025》明确支持燃料电池汽车发展
2016年	《能源技术革命创新行动计划(2016-2030年)》、《能源技术革命重点创新行动路线图》提出“氢能与燃料电池技术创新”等15个重点任务
2018年	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 燃料电池乘用车、轻型客车及货车、大中型客车及中重型货车的补贴上限分别高达20、30、50万元/辆
2019年	氢能与燃料电池列入发改委《绿色产业指导目录(2019年版)》, 2019年《政府工作报告》明确提出“继续执行新能源汽车购置优惠政策, 推动充电、加氢等设施建设”

资料来源: 各相关部委网站, 中银国际证券

图表69. 部分地区氢能产业政策

省市	地方产业政策	氢能产业目标		
		2020	2021-2025	2026-2030
上海	《上海市燃料电池汽车发展规划》	150亿	1000亿	3000亿
苏州	《苏州市氢能产业指导意见(试行)》	100亿	500亿	
佛山	《佛山市氢能产业发展规划(2018-2030年)》	200亿	500亿	2000亿
武汉	《氢能产业发展规划方案》	100亿	1000亿	
张家口	《张家口氢能产业发展规划(2018-2035)》		350亿	
如皋	《如皋市扶持氢能产业发展实施意见》	100亿	300亿	1000亿

资料来源: 各地方政府网站, 中银国际证券

部分技术指标已达到路线图2020年目标。根据《节能与新能源汽车技术路线图年度评估报告2018》, 燃料电池电堆方面, 国内大功率型电堆峰值功率达到72kW, 功率密度达到2.5kW/L, 接近路线图2020年目标水平; 关键零部件方面, 燃料电池催化剂成本降低了50%-80%, 大面积超薄燃料电池金属双极板规模量产并达到国际领先水平, 膜电极功率密度达到路线图2020年目标水平。国内燃料电池技术进步较快, 但整体核心技术与国外先进水平仍有一定差距, 产业链配套相对薄弱。

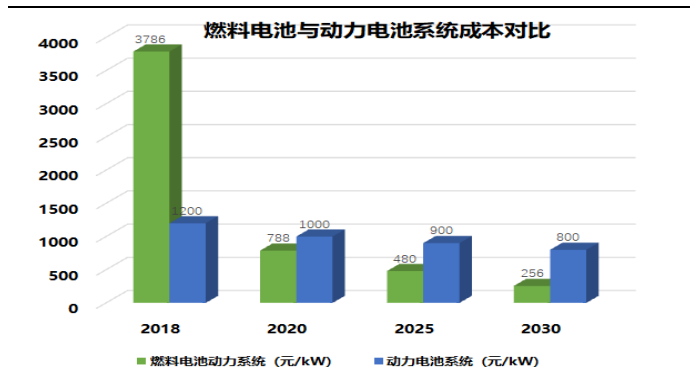
燃料电池成本快速降低。燃料电池成本会随着规模化效应逐渐降低, 根据亿华通资料显示, 当产能年产5万台时成本降到5000元/kW, 年产10万台时成本降到1000元/kW, 届时燃料电池发动机成本将接近于传统内燃机。以12米公交客车续航500公里计算, 预计到2020年, 燃料电池动力系统成本将低于纯电动, 2030年将是纯电动成本的四分之一。

图表70.国内燃料电池技术进步较快

性能指标	亿华通	国家目标 2020年	国家目标 2025年
额定功率	75kW	60 kW	100 kW
比功率	302W/kg	300 W/kg	400 W/kg
最高效率	55%	55%	60%
冷启动温度	-30℃	-20℃	-30℃

资料来源:《节能与新能源汽车路线图》, 亿华通, 中银国际证券

图表71.燃料电池与动力电池系统成本对比

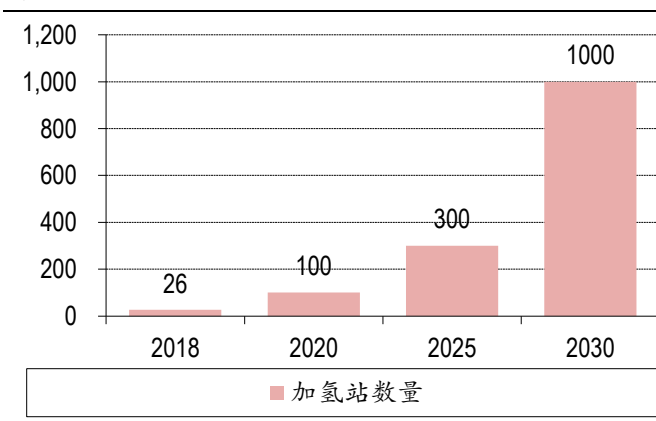


资料来源:《节能与新能源汽车路线图》, 亿华通, 中银国际证券

加氢站等基础设施逐步完善。加氢站是发展燃料电池汽车必不可少的基础设施,截止 2018 年年底,全球共有 369 座加氢站,其中欧洲拥有 152 座,亚洲拥有 136 座,北美拥有 78 座,我国已建成或在运营的加氢站共有 26 座,数量相对较少但有望快速发展。根据《节能与新能源汽车技术路线图》的规划,2020 年、2025 年、2030 年国内规划加氢站数量分别为 100 座、300 座、1000 座。加氢站等基础设施逐步完善,有望促进燃料电池汽车产销量增长。

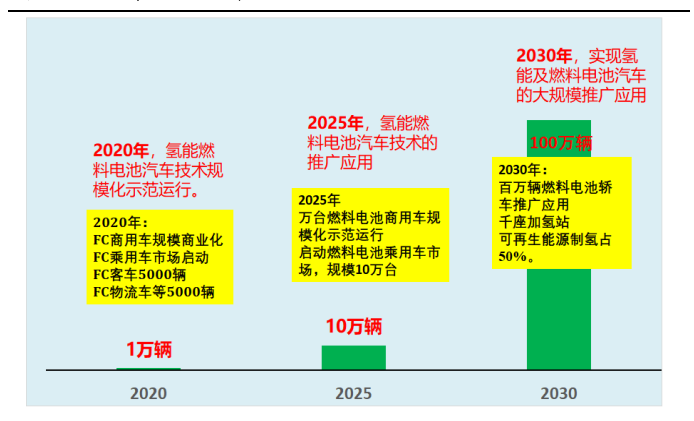
燃料电池汽车销量快速增长但短期规模较低。《节能与新能源汽车路线图》第一版于 2016 年发布,其中 2020 年、2025 年、2030 年燃料电池车的发展规模目标分别为 1 万、5 万和 100 万辆,近期 2025 年目标或提升至 10 万台。根据中汽协数据,2018 年国内燃料电池汽车产销均完成 1527 辆,包括 1418 辆燃料电池客车以及 109 辆燃料电池货车。短期来看,燃料电池汽车发展速度较快,但总量还相对较低,短期对燃料电池产业链持谨慎乐观态度。

图表72.加氢站数量规划



资料来源:《节能与新能源汽车路线图》, 中银国际证券

图表73.燃料电池汽车销量规划



资料来源:《节能与新能源汽车路线图》, 中银国际证券

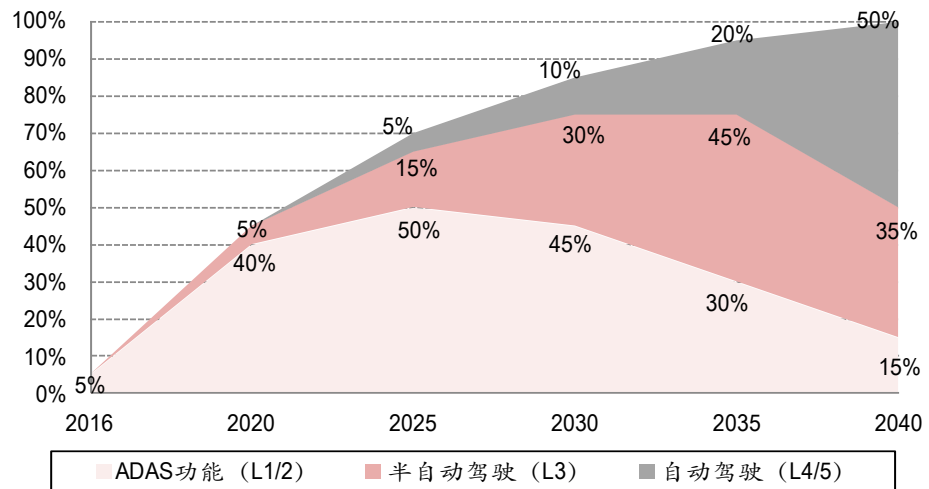
从产业投资来看,上游加氢站建设、中游电堆等核心零部件、下游商用车将是重点发展方向,建议关注潍柴动力(持有巴拉德 19.9%及锡里斯 20%股份,推动国内产业落地)、宇通客车(客车行业龙头,燃料电池技术积累深厚,2018 年销售 55 辆)、福田汽车(燃料电池产品已进入示范运营阶段)。

辅助驾驶加速渗透，车联网迎发展新阶段

辅助驾驶进入加速渗透期，相关产业链有望受益

从各大车企与互联网巨头公布的计划以及多项政策来看，ADAS 系统将呈现爆发增长，2019、2020 年有望成为无人驾驶车辆商业化元年。根据 IHS 预测，全球自动驾驶渗透率将快速提升，2016 年 L1/L2 级功能渗透率约为 5%，2020 年将达 40%；L3 级功能也逐渐开始量产，2020 预计渗透率将达 5%；L4/L5 级功能将在 2025 年左右实现量产，渗透率有望达 5%；至 2040 年，所有新车都将配备自动驾驶功能，其中 L4/L5 级自动驾驶渗透率将达 50%。

图表74.全球自动驾驶渗透率



资料来源：IHS，中银国际证券

当前辅助驾驶与部分自动化驾驶技术（L1/L2）在欧美等部分发达国家已较为成熟，随着国内产业政策扶持、消费者需求提升、车企车型供给增多，辅助驾驶已进入加速渗透期。

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。2019 年 2 月交通运输部部长李小鹏表示自动驾驶是交通运输领域的一项前沿技术，交通运输部对自动驾驶技术的研发、应用高度重视，下一步将力争在国家层面出台自动驾驶发展的指导意见。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。

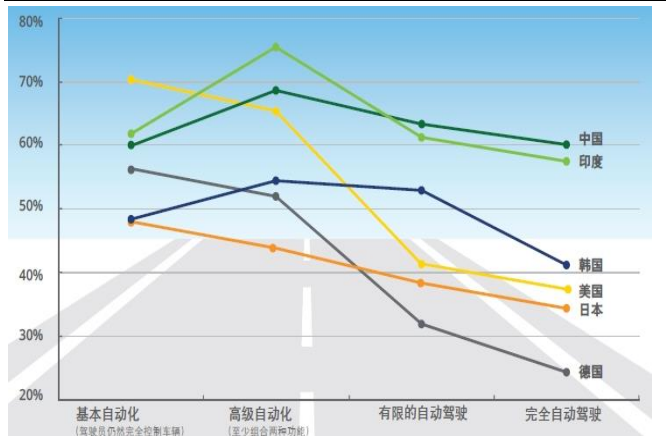
图表75.我国主要智能汽车相关政策

时间	出台部门	文件	主要内容
2016.4	质检总局、国家标准委、工信部	《装备制造业标准化和质量提升规划》	明确提出开展智能网联汽车标准化工作
2016.7	交通部	《推进“互联网+”便捷交通促进智能交通发展的实施方案》	推动智能交通前沿技术研发和对新兴战略产业支持，如新一代国家交通控制网、车路协同、智能汽车、列车自动运行、综合枢纽协同、高速宽带无线互联和高速无线局域网等
2016.10	中国汽车工程学会	《节能与新能源汽车技术路线图》	2020年：有条件自动驾驶及以下级(DA、PA、CA)新车装备率50%，交通事故减少30%，交通效率提升10%，油耗与排放降低5%;2030年：DA、PA、HA、CA、FA新车装备率达80%，汽车交通事故减少80%，普通道路的交通效率提升30%，油耗与排放均降低20%。
2017.4	发改委、工信部、科技部	《汽车产业中长期发展规划》	加大技术研发支持，协调制定相关标准法规，推动宽带网络基础设施建设和多产业共建智能网联汽车大数据交互平台，加快网络信息安全和车辆行驶安全保障体系建设
2017.6	国家标准委、工信部	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)》	确立我国发展智能网联汽车将“以汽车为重点和以智能化为主、兼顾网联化”的总体思路，建立智能网联汽车标准体系，并逐步形成统一、协调的体系架构。
2017.7	国务院	《新一代人工智能发展规划》	构建开放协同的人工智能科技创新体系，培育高端高效的智能经济，建设安全便捷的智能社会，明确提出发展自动驾驶汽车等智能运载工具
2018.1	发改委	《智能汽车创新发展战略》(征求意见稿)	提出2020年国内智能汽车新车占比达到50%，中高级别智能汽车实现市场化应用，重点区域示范运行取得成效
2018.3	工信部	《2018年智能网联汽车标准化工作要点》	提出加快重点标准制修订，推进ADAS、自动驾驶、汽车信息安全、汽车网联等标准的研究制定。
2018.4	工信部、公安部、交通部	《智能网联汽车道路测试管理规范(试行)》	对测试主体、测试驾驶人及测试车辆，测试申请及审核，测试管理，交通违法和事故处理等进行了明确规定。
2018.10	工信部	《车联网(智能网联汽车)直连通信使用5905-5925MHz频段管理规定》	规划了5905-5925MHz频段共20MHz带宽的专用频率资源，用于基于LTE演进形成的V2X智能网联汽车的直连通信技术；同时，对相关频率、台站、设备、干扰协调的管理作出了规定。
2018.11	工信部	《新一代人工智能产业创新重点任务揭榜工作方案》	到2020年，突破自动驾驶智能芯片、车辆智能算法、自动驾驶、车载通信等关键技术，实现智能网联汽车达到有条件自动驾驶等级水平。
2018.12	工信部	《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，完成车联网(智能网联汽车)关键标准制定，大幅增加标准有效供给，健全产业标准体系，实现LTE-V2X在部分高速公路和城市主要道路的覆盖，开展5G-V2X示范应用，建设窄带物联网(NB-IoT)网络，构建车路协同环境，提升车用高精度时空服务的规模化应用水平，为车联网、自动驾驶等新技术应用提供必要条件。
2019.5	工信部	《2019年智能网联汽车标准化工作要点》	强调要从三个方面推动智能网联汽车标准化工作：一是要落实标准体系建设指南，动态完善标准体系，二是系统布局技术领域，加快重点标准制修订，三是履行国际协调职责，加强标准交流与合作。

资料来源：各部委网站，车云网，中银国际证券

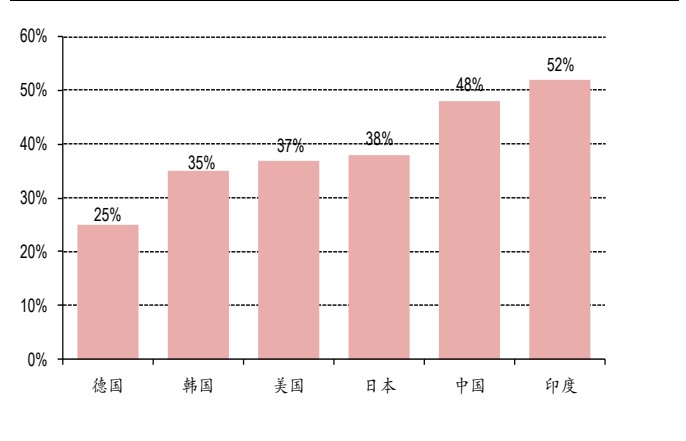
消费者需求强烈。随着ADAS技术逐步走向成熟与产品价格逐渐下降，ADAS功能正逐渐从豪华车向中低端车型渗透。消费者的消费理念也在逐渐变化，除了关注外观、空间、价格等关键参数，也越来越关注产品安全与智能化配置，更注重驾乘体验。根据德勤对全球消费者的调研结果显示，全球市场消费者对不同水平的自动驾驶技术各有喜好，其中印度和中国对自动驾驶技术最感兴趣，愿意为自动驾驶技术支付超过500美元消费者的比例也较高，调研的中国消费者有约48%的比例愿付超过500美元。

图表76.消费者对不同水平自动驾驶技术的偏好比例



资料来源：德勤，中银国际证券

图表77.愿意为自动驾驶技术付超过500美元消费者比例



资料来源：德勤，中银国际证券

车企车型供给增多。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，在保证行车安全、防止交通事故上起到突出的作用，汽车厂商通过在现有的车型上添加ADAS功能，使其获得L1、L2级部分自动驾驶能力。

根据中国汽研统计数据，2018年仅1-7月装配ADAS功能的车款总量达889款，超过了2017年全年总量728款，装配率由13.0%上升至16.42%。根据工信部发布的《车联网（智能网联汽车）产业发展行动计划》，到2020年新车驾驶辅助系统（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，ADAS系统在2019、2020年迎来加速渗透期。

我们对多款热销车型（2019款或2019年上市）配置的ADAS功能（部分功能为选配）进行统计，发现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。

图表78.各品牌车型配置 ADAS 功能统计

厂商	品牌车型	厂商指导价(万元)	ADAS 级别	CCS/ACC	LKA	BSM	FCW/AEB	DFM	APS	AHS	HAC	HDC	VCS
自主品牌	上汽 荣威 RX5 2019 款	9.68-18.58	L2	√	√	●	√	●	●	√	√	√	√
	上汽 MG6 2019 款	9.68-14.98	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
	吉利 博越 2020 款	9.88-16.18		√	√	√	√	√	●	√	√	√	√
	吉利 领克 01 2019 款	15.08-20.08	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	几何 几何 A	21.00-25.00	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	●	√
	长城 哈弗 H6 2019 款	10.2-13.6	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
	长城 哈弗 F7	10.9-14.9	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
	长城 WEY VV6	14.80-17.50	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	长安 CS75 2019 款	9.58-10.78	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
	蔚来 ES6	35.80-54.80	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
	威马 EX5 2019 款	17.48-28.98	L2	√	●	●	●	●	●	√	√	√	√
	天际 ME7	36.68	L2.5	√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
	车和家 理想 one	32.80	L2	√	√	√	√	●	√	√	√	●	√
	合资品牌	上汽大众 T-cross	12.79-15.99		√	●	●	√	●	●	√	√	●
上汽大众 途观 L 2019 款		21.88-35.08	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	●	√
一汽大众 新宝来 2019 款		9.88-15.98		√	●	●	√	●	●	√	√	●	√
一汽大众 探岳 2019 款		18.59-31.39	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
一汽大众 奥迪 Q3 2019 款		26-35.98		√	√	√	√	●	√	√	√	√	√
一汽丰田 RAV4 荣放 2019 款		17.68-26.48		√	●	●	●	●	●	●	√	√	√
上汽通用 VELITE 6		16.58-18.58		√	●	√	●	●	●	●	√	●	√
上汽通用 别克昂科威 2019 款		21.49-31.99		√	√	√	√	●	√	●	√	√	√
广汽本田 缤智 2019 款		12.78-18.98		√	√	√	√	√	√	√	√	●	√
广汽丰田 雷凌 2019 款		10.78-15.88	L2	√	√	√	√	●	●	●	√	√	√
东风日产 轩逸 2019 款		10.63-16.15	L2	●	√	√	√	●	●	●	●	●	√
长安福特 福睿斯 2019 款		7.98-11.98		√	●	●	●	●	●	●	√	●	√
北京奔驰 奔驰 C 级 2019 款		30.78-47.48	L2+	√	√	√	√	√	√	√	√	●	√
华晨宝马 宝马 5 系 2019 款		42.69-64.39	L2	√	√	√	√	√	√	√	√	●	√

资料来源：易车网，中银国际证券

注：1.ADAS 级别为官方公布级别。

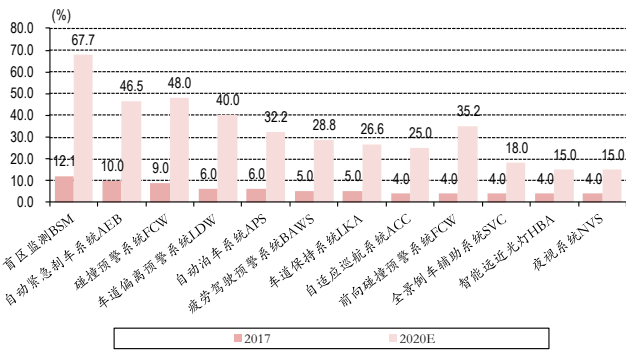
2.CCS-定速巡航；ACC-自适应巡航；LKA-车道保持；BSM-盲区监测（并线辅助）；FCW-碰撞报警；AEB-自动紧急制动；DFM-疲劳提醒；APS-自动泊车系统；AHS-自动驻车系统；HAC-上坡辅助系统；HDC-陡坡缓降（斜坡控制）；PAS-倒车辅助系统（这里包括前后倒车雷达、倒车影像）。

3.√为有该项功能，●为没有该项功能

根据中国汽研 2018 年发布的 3 批 i-VISTA 中国智能汽车指数测评结果来看，接受测评的 25 款车型 AEB（自动紧急制动系统）搭载率达 100%，优秀等级占比达 85%。从综合得分来看，总体得分靠前的车辆中，CS75、VV5、H5 均为自主品牌，自主品牌在 ADAS 产品性能方面的表现已不落后合资品牌，且自主品牌产品迭代较快，更能快速抓住消费者需求，ADAS 市场有望在市场与政策等多重因素推动下迎来爆发，重点推荐德赛西威、保隆科技。

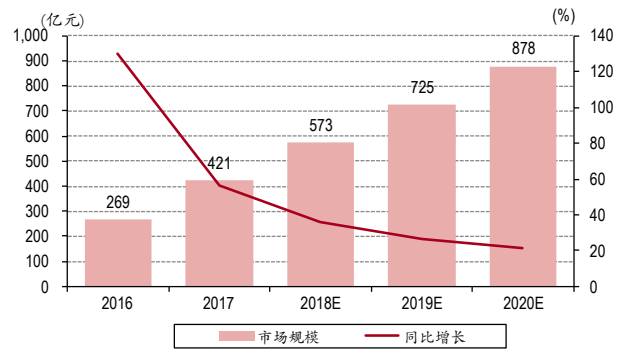
根据赛迪顾问统计数据，2017 年中国 ADAS 市场规模总计 421 亿元，同比增长 57%，盲区监测 BSM、自动紧急刹车 AEB、碰撞预警系统 FCW 三类渗透率较高，未来几年 ADAS 市场与产品渗透率有望快速提升，预计 2020 年中国 ADAS 市场规模将达 878 亿元。

图表79.中国 ADAS 产品选配渗透率预计将快速提升



资料来源：赛迪顾问，中银国际证券

图表80.中国 ADAS 市场预计 2020 年达 878 亿元



资料来源：赛迪顾问，中银国际证券

L3 逐渐进入量产阶段。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。2017 年 7 月 11 日在西班牙巴塞罗那举行的奥迪首届全球品牌峰会上新一代奥迪 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。

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81.自主品牌车企 L3 级别推出计划

车企	推出计划
一汽集团	将于 2019 年推出 L3 级自动驾驶量产车型。
广汽集团	将在 2020 年向市场量产 L3 级别的自动驾驶车。
长安汽车	将于 2020 年前实现车型搭载 L3 技术，包括全自动巡航、车道对中、交通拥堵辅助、自动换道等七大核心功能。
奇瑞汽车	预计在 2020 年实现 L3 有条件自动驾驶。奇瑞和百度 L3 级别的自动驾驶车合作的原型艾瑞泽 5e，已经实现了高速场景下的自主巡航、自主变道、车道保持及城市开发低速场景下的 FSRA (实现 Stop & Go 功能) 以及自行开发的自主泊车 APA。
吉利汽车	首款带 L3 自动驾驶车型将会在 2020 年下半年量产。Autoliv 称其将与自动驾驶公司 Zenuity 共同为吉利汽车研发和生产第一代 L3 高级驾驶辅助系统。
比亚迪	将在 2020 年推出一款实现 L3 级自动驾驶的电动车。
长城汽车	将于 2020 年后陆续推出 i-pilot 智慧领航系统，i-pilot1.0 是基于高速公路以及城市快速路为特定的场景，智能化水平高于 SAE 规定的 L3 级别，到 2020 年年底完成系统的商品化开发。
小鹏汽车	与 NVIDIA、德赛西威签订三方战略合作协议，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，计划从 2020 年开始，新款车型分阶段实现 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。

资料来源：GGAI，中银国际证券

L4 或将在商用车领域率先落地，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，据盖世汽车等媒体报道，目前谷歌 Waymo 通过自行打造全套传感器设备，将激光雷达成本从 8 万美元下降到 7500 美元。对比 ADAS 级别，L4 级别以上的单车零部件中硬件成本占比明显下降，软件及车联网部件成本占比明显提升，但整体上来看，L4 级别单车系统零部件总支出仍会增长 470%，从 545 美元/车提升到 3100 美元/车。

L3 级别需要人机共驾，要克服的不仅是技术难题，且驾驶员需要随时做好接管车辆的准备，增加了很多不确定因素，多家互联网公司与车企也主张直接由 L4 级别切入。从各厂商披露的计划来看，百度、谷歌等科技公司更注重 L4/L5 级别，旨在直接实现无人驾驶。

图表82.科技公司无人驾驶发展规划和进展

公司	发展规划	主要进展
Waymo/Google	2020 年实现 2 万辆自动驾驶汽车投入运营。	开发出 L5 级完全自动驾驶汽车；2018 年启动自动驾驶卡车试点项目；2017 年购入 500 辆克萊斯勒进行自动驾驶汽车测试；谷歌共有 58 辆无人驾驶汽车，累计行驶距离已经超过 180 万英里（约 290 万公里）；获得加州自动驾驶测试牌照。
百度	2018 年实现自动驾驶汽车的商业化；2020 年实现自动驾驶汽车的量产。	2018 在雄安启动了 L4 无人车测试；2018 年 6 月在重庆试运营搭载了百度 Apollo 开放平台 Valet Parking（代客泊车系统）的自动驾驶共享汽车；2016 年获得加州自动驾驶路测牌照；至 2018 年 4 月获得北京、福建、重庆三地自动驾驶测牌照。
Tesla	新车均将搭载 Autopilot 2.0 平台；实所有在生产车型配备 L5 级自动驾驶硬件设备；2016 年底搭载 Autopilot 2.0 硬件车型实现量产。	实现 L2-L3 级别的辅助驾驶（ES8 搭载 NIO Pilot 系统）；2016 年获得加州无人驾驶牌照；2018 年 4 月获得北京自动驾驶车辆道路测试牌照；2018 年 4 月获上海首批自动驾驶路测牌照。
蔚来汽车	2020 年在北美量产 L4 级别汽车	与沃尔沃达成合作，将在美国匹兹堡推出自动驾驶出租车沃尔沃 XC90 SUV，2016 年 9 月已试运行；已并购无人驾驶货车公司 otto；2016 年 8 月宣布将投入 5 亿美元进行地图的开发工作。
Uber	以最快的速度，把 Uber 公司下的 100 万名司机替换为机器人。	设立无人驾驶实验室，针对未来交通的智能驾驶系统和基于人工智能的安全开展研究；聘请 Waymo、Uber 工程师，吸引 AI 人才，投资 GrabTaxi、Lyft、Careem、Taxify 等各国出行服务商，与戴姆勒、大众等车企合作，2018 年 5 月取得加州自动驾驶路测牌照。
滴滴	在多个城市运营自己的自动驾驶出租车，打造全球最大的一站式出行平台。	英伟达研发的汽车超级计算机 Nvidia Drive PX2 已被超过 1200 家硬件公司和汽车制造商采用；2018 年推出模拟环境和开发系统，2019 年推出机器人出租车，2020 年推出自动驾驶汽车。
英伟达	自动驾驶汽车将在 2020 年上路。	将在 2018 年底前推出由 25 辆 L4 级别自动驾驶汽车组成的车队，用于测试。
英特尔	计划在 2019 年将无人驾驶系统提供给汽车厂商。	

资料来源：易车网，中银国际证券

目前国内已知的 L4/5 级自动驾驶项目基本上处在测试阶段。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。目前国外多家商用车企业已实现 L3、L4 级技术，而国内无人驾驶商用车行业技术最高已经达到了 L4 级，如重汽 T5G 电动卡车、一汽解放 J7、东风天龙重卡，福田、陕汽等企业也已达到 L3 级别。

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法规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，而部分车企也开始放缓对 L5 级别自动驾驶的规划，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。

跨界合作与 5G 加速推进，车联网迎发展新阶段

2010 年，我国交通部便提出推动车联网建设，并将车联网列为国家重大专项中的项目之一。车联网产业覆盖领域宽泛，产业链涉及企业类型众多，运营早期需要大量的资金、人力的投入，且需要强有力的跨界研究与整合能力，且缺少统一标准，尽管布局车联网的公司很多，但实际上车联网在汽车市场上渗透率还很低，根据智研咨询预测，2018 年我国车联网行业渗透率仅为 12.7%。目前车联网发展重点集中在车载导航、车辆紧急报警、车队管理、车内娱乐等应用方面，车联网场景中的安全驾驶辅助、汽车共享等市场空间开发缓慢。

2018年6月工信部与国家标准委联合印发了《国家车联网产业标准体系建设指南》，进一步推动车联网产业标准化、规范化，规划到2020年基本建成国家车联网产业标准体系，产业标准制定上升至国家层面，车联网行业供给端标准滞后的发展阻碍逐步解决。2018年10月，工信部印发了《车联网（智能网联汽车）直连通信使用5905-5925MHz频段管理规定（暂行）》，规划了5905-5925MHz频段共20MHz带宽的专用频率资源，用于基于LTE演进形成的V2X智能网联汽车的直连通信技术。一系列政策支持，将有力促进新一代互联网与传统汽车产业深度融合。

早在2014年7月，上汽集团与阿里巴巴集团便签署“互联网汽车”战略合作协议，共同投资组建的斑马网络目前是国内领先的互联网汽车整体解决方案提供商，除了阿里系生态，斑马网络还汇集了70余家出行生态企业，覆盖Tier1、TSP、经销商、软件方案提供商、芯片制造商、智能硬件、以及停车、加油等多项内容和服务商，并广泛服务于汽车行业，陆续与荣威、名爵、福特、东风雪铁龙、观致等企业签约合作，推动多方合作共赢。长城+百度，长安+腾讯，吉利+高通等“互联网+车企”的联盟模式也正在如火如荼地开展，随着跨界融合的不断深入，有望逐步探索出盈利的商业模式。

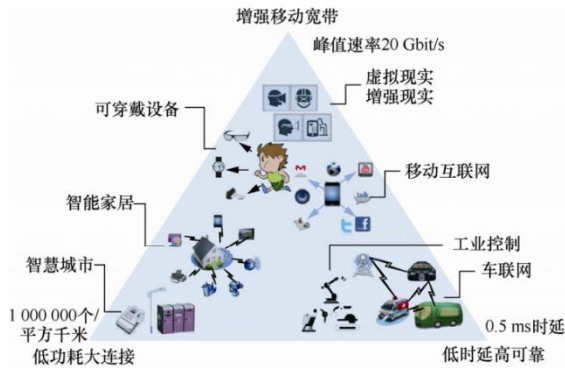
图表83.各大车企与互联网巨头在车联网领域展开合作

时间	合作企业	合作内容
2014.7	上汽 阿里 巴	签署“互联网汽车”战略合作协议，双方在“互联网汽车”和相关应用服务领域开展合作，共同打造面向未来的“互联网汽车”及其生态圈。
2018.10	长城 百度	百度将为长城汽车提供手机端、智能音箱、智能家居等全方位互联互通，提供智能家居设备和车机之间音视频通话和双向控制等车家互联技术，覆盖长城汽车车室内外24小时生活场景。另外，长城汽车还将采用百度开发的行业领先的车载信息安全解决方案。
2018.10	长安 腾讯	双方成立合资公司，专注于在车联网、大数据、云计算等领域打造面向行业的开放平台，其首款深度搭载腾讯车联智能生态系统的CS35 PLUS也已经正式上市。
2018.11	上汽通用 五菱 华为	双方将在智能化转型方面展开深入研究与合作，将ICT技术与智能网联汽车深度融合，并积极探讨用户、生态和产业链融合等领域的合作。此外，双方还将在工业互联网、智慧园区和ICT基础设施等领域继续展开深度合作，加速布局柳州智能车联网。
2018.11	吉利 高通	吉利汽车则宣布将在2019年与高通展开更加紧密的战略合作，双方将围绕5G NR、LTE-V2X、智能网联等领域携手探索，开发满足吉利汽车用户出行所需智能网联化产品。
2018.11	一汽轿车 阿 里巴巴	双方将在车联网、V2X、编组驾驶等领域共同探讨，推动车路协同相关业务、技术、标准等的落地。
2019.3	长城 联想	双方将围绕5G应用开发、智能驾驶、车联网、工业4.0建设、全球业务合作以及海外市场开拓等领域展开全方位、多维度战略合作，全力打造AI+IoV（智能车联网平台）产品与服务。
2019.6	广汽 腾讯 滴 滴	共同投资创新移动出行业务——如祺出行，计划一年内开拓5个城市，投放一万辆新能源车，在项目初期将采用B2C模式，选用智能网联新能源定制车型，严格把控司机与车辆，创新场景化服务模式，为用户提供全景式移动生活服务。

资料来源：易车网，车云网，搜狐汽车等，中银国际证券

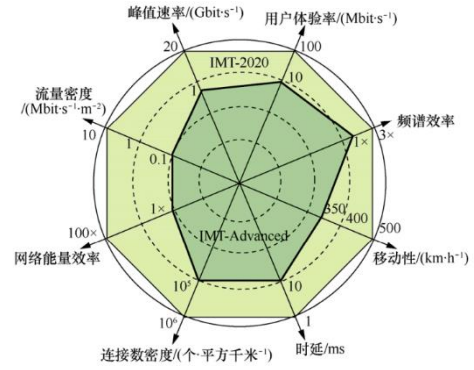
5G即第五代移动通讯技术，2019年6月6日工业和信息化部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放5G商用牌照。在6月26日开幕的2019年上海世界移动通信大会上，三大运营商公布5G新计划，中国移动计划今年在超过50个城市实现5G商用服务，2020年在全国所有地级以上城市提供5G商用服务，中国电信和中国联通计划今年在超过40个城市进行5G商用，我国将正式进入5G商用元年。

图表84.车联网是5G主要应用场景



资料来源: ITU-R, 中银国际证券

图表85.5G与4G关键能力对比



资料来源: ITU-R, 中银国际证券

5G 具有高速度、低时延、高可靠等特点，车联网是 5G 关键应用场景之一。5G 数据传输速率更快，5G 设备的数据速率为 10Gbps，是 4G 设备的百倍以上。随着路侧设备部署的逐步完善和 5G 数量的提升，车辆可以与道路甚至其它基础设施，例如交通灯、路障等通信，快速获取交通灯信号等实时道路管理信息。此外，5G 响应延迟更低，5G 设备的数据传输延迟在 1ms 以下，而 4G 设备的数据传输延迟为 50ms。低时延保证了智能网联车在面对复杂的路况时能够迅速获取并处理大量信息数据，做出判断提高驾驶安全性，实现完全自动驾驶。

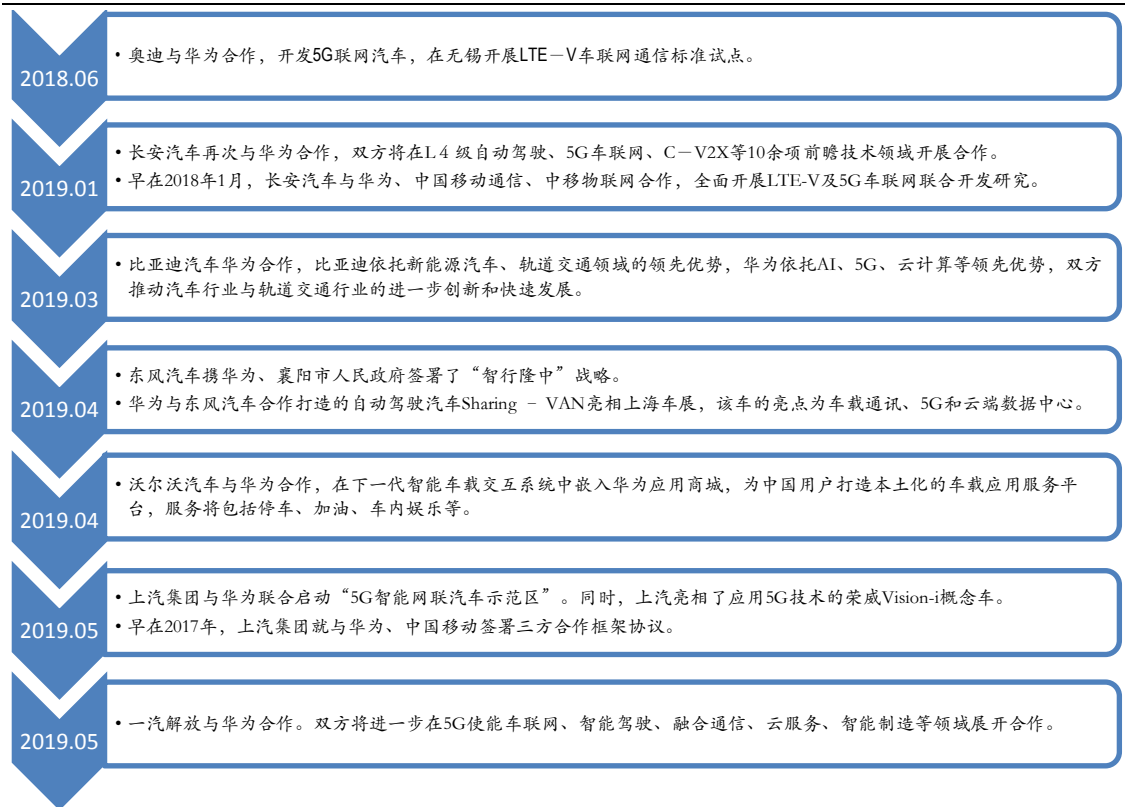
图表86.5G 催生新兴车联网业务

5G 特征	安全类	交通效率类	信息服务类
eMBB (~Gbit/s 速率)	车载视频监控 驾驶实时监测	实况直播 全景合成	车载视频 车载 VR/AR 车载视频通话
mMTC (~百万连接)	车辆防盗	运行监控 车位共享	车载智慧家庭 汽车分时租赁
uRLLC (~ms 时延+99.999%可靠性)	自动驾驶 碰撞预警 行人防碰撞	编队行驶 协同导航	AR 导航 动态地图

资料来源: 3GPP TS22.886, 中银国际证券

通讯业巨头华为在 2019 年 4 月首次以汽车零部件供应商的身份参加上海车展，华为与东风联手打造 Sharing-VAN，集 5G、无人驾驶、新能源电动汽车、分时租赁、公共出行服务等技术成果于一身，探索下一代公共出行服务新模式。华为未来主要是在四个方面提供汽车解决方案：1) 链接：提供 4G、5G 的通信模块；2) 计算平台：计算大脑，用于自动驾驶、模拟仿真等；3) 华为云：提供名为八爪鱼的自动驾驶训练平台；4) 智能终端生态和车结合：实现全场景智能生活。长安汽车、比亚迪、上汽集团等多家车企宣布与华为共同布局 5G 车联网，车联网产业有望迎来黄金发展期。

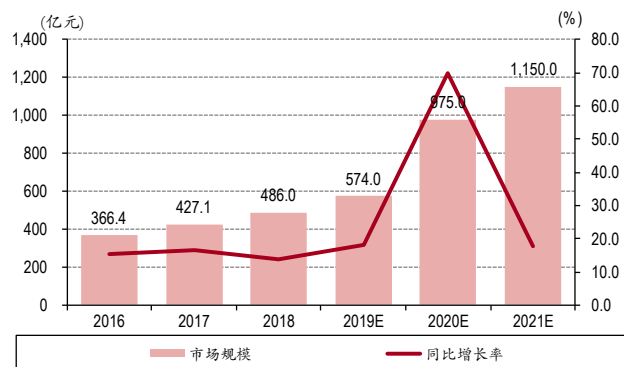
图表87.车企携手华为布局 5G 车联网



资料来源：易车网，车云网，搜狐汽车，中银国际证券

随着产业标准落地、跨界融合不断深入、5G技术实现商用化等，预计车联网市场规模及渗透率有望快速提升。根据工信部发布的《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。根据新华网与赛迪顾问共同发布的车联网产业发展报告（2019），中国车联网的市场规模预计在2021年达到千亿级。

图表88.中国车联网市场规模预计 2021 年达到千亿元



资料来源：新华网与赛迪顾问，中银国际证券

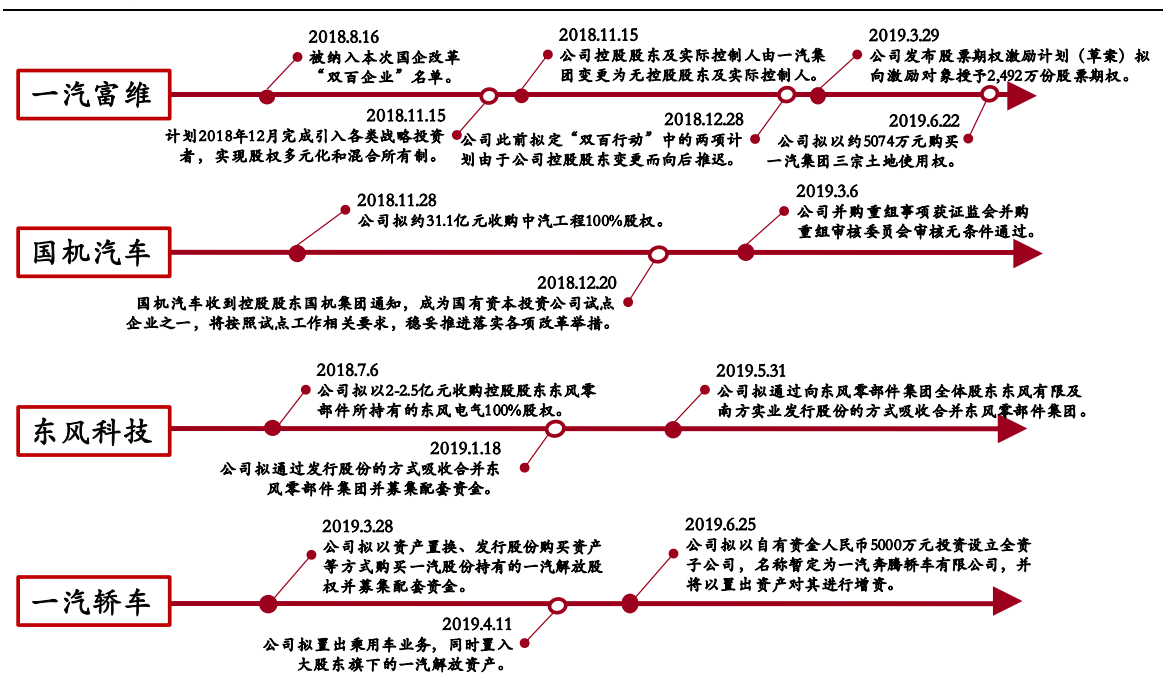
从供给端来看，政策推动、技术助力、跨界合作对车联网企业来说是持续利好，车联网相关企业将迎来新的发展阶段。但需求端用户碎片化，未形成规模效应，短时间内无法满足车联网的大数据分析要求，存在诸多不确定性。从目前车联网产业发展来看，2C商业模式尚在摸索，车联网硬件及2B业务有望率先获益，重点推荐德赛西威。

国企改革有望加速推进

国务院于2018年8月3日下发《国企改革“双百行动”工作方案》，将在2018-2020年期间实施国企改革“双百行动”，在“双百企业”的改革政策上给予最大支持和倾斜，未来两年国企改革将继续成为中央政府工作的重要内容。2019年的《政府工作报告》在部署“深化重点领域改革，加快完善市场机制”时，将“加快国资国企改革”摆在突出位置，提出加强和完善国有资产监管，推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值，积极稳妥推进混合所有制改革；完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度等。2019年4月国务院印发《改革国有资本授权经营体制方案》，基本明确了以国有资本投资运营平台为中心的国有资本授权经营体制方案框架。一系列国企改革相关的重要文件密集发布，标志着本轮国企改革再度迎来提速。

从2018年11月开始，汽车行业国企动作频频，表明国企改革进入加速期。2018年11月15日一汽富维公告一汽集团不再是公司实际控制人，董事会通过“双百行动”工作方案，计划2018年12月完成引入各类战略投资者，实现股权多元化和混合所有制；2018年12月21日，国机汽车公告，收到控股股东国机集团通知，国机集团成为国有资本投资公司试点企业之一；2019年2月1日，东风科技公告拟发行股份吸收合并东风汽车零部件集团，实现东风汽车零部件集团的零部件业务整体上市；2019年3月28日，一汽轿车公告拟以资产置换、发行股份购买资产等方式购买一汽解放股权，并在4月11日公告拟置出乘用车业务，置入一汽解放资产。

图表89.汽车行业国企改革公司进展



资料来源：万得，中银国际证券

汽车行业国企改革主要有混合所有制改革、整合重组、资产证券化等三种形式，我们认为大型国有汽车集团的资产证券化是最大投资主线。

目前尚有一汽等集团整车、长安汽车、北汽集团等零部件尚未完成整体上市，未来相关业务的资产证券化有望带来投资机会。一汽轿车拟置换注入一汽解放资产，未来或有望成为一汽集团整体上市的平台。长安集团下属华川电装、重庆青山工业、南方天合、成都宁江昭和汽车等主要零部件公司资产尚未进行资产证券化，可通过注入东安动力或*ST 雁雁来实现上市。北汽集团下属海纳川零部件等业务未来有望上市，福田汽车转让宝沃多数股权解决内部同业竞争问题，为北京汽车(1958.HK)回归A股打下基础。此外长安汽车与一汽集团、东风汽车三家央企高管频频互换，在出行等业务领域开展广泛合作，未来整合或将更加深入。



图表90.汽车行业国企改革方式

方式	可能方案	潜在标的公司
混合所有制改革	已上市资产可以实施资产注入、员工持股、引入民营、外资资本，未上市资产可以单独IPO或注入已有上市公司平台等方式	一汽富维、国机汽车、东风科技等
整合重组	相似业务企业集团合并	长安汽车、一汽集团、东风汽车
资产证券化	资产置换、购买大股东资产、借壳上市和公开发行股票等	一汽集团整体上市、长安与北汽集团零部件

资料来源：中银国际证券

从今年1-5月的股价走势来看，东风科技、东风汽车、一汽轿车、一汽富维表现较好。预计随着国企改革企业相继披露与持续推进改革进程，未来两年国企改革有望成为汽车板块的一大投资主题，建议关注一汽轿车、长安汽车、东风汽车。



重点推荐

长安汽车：业绩触底，长安福特改善在即

长安福特是公司业绩贡献主力，2018年末福睿斯改款、福克斯换代，2019年锐界改款，四季度全新 ESCAPE 与林肯国产化首款车型 Corsair 上市。福特推出中国产品 330 计划，计划未来三年内在中国市场推出超过 30 款新车型，其中超过 10 款为新能源车型，且更加注重中国市场需求，福特中国升级为独立单元，设立 NSND 整合营销体系，福特改革正在路上，公司有望显著受益，促进利润重回高速增长。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.36 元、1.04 元和 1.66 元，公司开启第三次创业，长安福特销量和盈利有望回暖，林肯将实现国产化，维持**买入**评级。

长城汽车：产品与营销变革初见成效，新一轮成长起点

公司是国内 SUV 与皮卡龙头企业，推出全新 F 系列车型，定位“智能网联 SUV”，F、H 系列产品定位与售价有所差异，并将分别到蓝标、红标网络销售，有望理顺公司产品线。同时公司大力引入高端营销人才，新引入多名高管对品牌与消费群体重新定位与塑造，精准营销。公司前五个月销量实现逆势增长，有望顺利实现全年 120 万辆的销售目标，推动公司业绩提升。公司近日发布哈弗 5-2-1 全球化战略，即利用 5 年时间，实现年销量 200 万，成为全球专业 SUV 第 1 品牌，未来 5 年全球研发投入费用将超过 300 亿。公司加速推进全球化战略，打开新成长空间。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.66 元、0.88 元和 1.02 元，考虑到公司销量表现显著优于行业，全球化战略打开高成长空间，维持**买入**评级。

上汽集团：新四化全面发展，看好豪华车及海外市场前景

公司是国内汽车行业龙头企业，旗下合资公司上汽大众和上汽通用近两年均将全面迎来新产品上市周期，2019 年自主乘用车有全新 MPV、MG HS 插电等新车，上汽大众有 T-Cross、途昂 Coupe、Kamqi Sport 等新车，上汽通用别克和雪佛兰各有两款 SUV，凯迪拉克有 3 款新车。上汽奥迪持续推进，有望完善上汽大众豪华车领域布局，并成为公司未来业绩增长点。新能源汽车领域，2019 年公司目标翻倍增长，产品全面涵盖纯电动、插混及氢燃料电池等技术路线，并掌握三电、IGBT 等核心供应链，公司新四化全面布局，有望逐步从传统的制造型企业，向提供移动出行服务与产品的综合供应商方向发展，长期前景看好。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 3.13 元、3.44 元和 3.63 元，当前股价对应 2019 年仅 8.5 倍市盈率，维持**买入**评级。

比亚迪：销量爆发叠加经营拐点，新能源龙头再起航

公司具有全球领先的新能源汽车技术及完善的三电等核心零部件供应链，并连续四年蝉联全球销量冠军。公司动力电池装机量长期位居国内前二，质量、成本等国内领先。公司近年来零部件由自供逐步走向开放，一方面提升效率并降低采购成本，另一方面动力电池及 IGBT 等优势零部件有望释放巨大外供潜力。公司积极开拓外部客户，将与长安合资建立电池工厂，其它国内外客户合作也加速推进，电池外供前景看好。公司是国内唯一拥有 IGBT 完整产业链的车企，新能源汽车销量高速增长带来 IGBT 需求爆发，外供潜力巨大。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.69 元、2.15 元和 2.41 元，新能源汽车销量爆发叠加公司经营拐点，发展前景光明，维持**买入**评级。

华域汽车：汽车零部件龙头，智能电动打开成长空间

公司是国内汽车零部件行业龙头企业，主要客户为上汽集团，自主和合资新品周期延续，销量表现稳健。公司是国内首家自主研发量产的毫米波雷达供应商，已率先实现驱动电机扁铜线技术量产，已为上汽乘用车多款车配套，并获得上汽通用、MEB 平台定点。公司掌握智能电动核心技术，处于自主汽车零部件行业领先地位，并已开启产业化进程，未来空间广阔。公司推进“零级化、中性化、国际化”的战略导向，积极拓展除上汽外其他客户与海外市场，未来发展空间巨大。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 2.39 元、2.58 元和 2.86 元，公司低估值：高股息，智能互联、新能源等领域发展空间广阔，维持**买入**评级。



万里扬：自动变速箱乘商并进，推动业绩触底回升

在消费升级的趋势下，国内自动变速箱渗透率持续提升。公司乘用车变速箱全面布局，新产品 CVT25 输出扭矩达 250N.M，适配车型范围广，2019 年二季度将配套吉利帝豪 GS、GL 等多款畅销车型，装机量有望大幅提升。此外公司已通过比亚迪、长城等主流自主品牌供应商体系考核，最快有望年底装配量产，新客户不断拓展，发展前景可期。公司成功自主研发了中国首款轻卡自动变速器 (AMT) 并顺利量产，有望大幅提升公司商用车变速器的盈利能力。内饰业务方面，公司加大市场开拓力度，开发了吉利、长城、比亚迪、佛吉亚等新客户，推进了北汽、奇瑞、吉利等 18 个重点产品项目，新项目量产有望助力内饰业务扭亏为赢，并推动公司业绩增长。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.41 元、0.53 元和 0.62 元，自动变速箱市场前景广阔，新能源产品布局完善，维持**买入**评级。

德赛西威：汽车电子龙头，智能驾驶逐步落地

公司是国内汽车电子行业龙头企业，公司获得包括一汽-大众和上汽大众新平台化项目，吉利汽车智能驾驶辅助、TFT 液晶仪表、车载信息娱乐系统、空调控制器等产品以及广汽乘用车、奇瑞汽车、上汽集团、上汽通用、上汽通用五菱、长城汽车等多个新老客户新项目订单，并成功开拓了长安汽车、广汽丰田等新客户，国际业务方面获得德国大众全球车型新项目订单，并有望进入丰田体系。智能驾驶多个项目进入量产期，智能网联汽车有望成为新的国家战略扶持产业，政策助力国内 ADAS 系统有望进入加速渗透期，公司前瞻布局有望显著受益。车市景气度下行，预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.83 元、1.00 元和 1.26 元，考虑到公司不断拓展新客户，自动驾驶领域前景广阔，维持**买入**评级。

保隆科技：受益 TPMS 法规实施，ADAS 逐步落地前景看好

公司是国内领先 TPMS 供应商，市占率达 20% 以上。霍富是汽车识别认证系统等产品的全球知名供应商，其 TPMS 业务在欧美地区发展较好。公司联手霍富开拓全球市场，双方有望形成良好互补，发展前景可期。公司较早起步研究 ADAS 产品，环视系统已获得吉利及奔腾订单并即将量产。公司 77G 毫米波雷达研发顺利，后续有望逐步定点并实现量产，发展前景光明。预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 1.49 元、1.88 元和 2.43 元，考虑到公司 TPMS、ADAS、传感器等领域前景良好，维持**买入**评级。

图表91.重点推荐公司及盈利预测

公司名称	证券代码	EPS			PE			投资评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
长安汽车	000625.SZ	0.36	1.04	1.66	18.4	6.4	4.0	买入
长城汽车	601633.SH	0.66	0.88	1.02	12.5	9.4	8.1	买入
上汽集团	600104.SH	3.13	3.44	3.63	8.1	7.4	7.0	买入
比亚迪	002594.SZ	1.69	2.15	2.41	30.0	23.6	21.0	买入
华域汽车	600741.SH	2.39	2.58	2.86	9.0	8.4	7.6	买入
万里扬	002434.SZ	0.41	0.53	0.62	30.0	23.2	19.8	买入
德赛西威	002920.SZ	0.83	1.00	1.26	27.0	22.4	17.8	买入
保隆科技	603197.SH	1.49	1.88	2.43	12.9	10.2	7.9	买入

资料来源：万得，中银国际证券，股价截止 2019 年 6 月 28 日收盘价



风险提示

- 1) **汽车销量不及预期。** 经济增速放缓，居民消费放缓，汽车是主要的社会消费品，或受影响导致销量不及预期。
- 2) **贸易冲突升级。** 汽车是贸易战重要筹码，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。** 目前车市增速放缓，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 92. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
000625.SZ	长安汽车	买入	6.63	318.4	0.14	0.36	46.8	18.4	9.25
002594.SZ	比亚迪	买入	50.72	1,383.7	1.02	1.69	49.8	30.0	19.29
600104.SH	上汽集团	买入	25.50	2,979.3	3.08	3.13	8.3	8.1	21.01
000338.SZ	潍柴动力	买入	12.29	975.1	1.09	1.22	11.3	10.1	5.31
600741.SH	华域汽车	买入	21.60	681.0	2.55	2.39	8.5	9.0	15.10
603997.SH	继峰股份	买入	7.72	49.4	0.47	0.54	16.3	14.3	2.71
601799.SH	星宇股份	买入	78.96	218.1	2.21	2.89	35.7	27.3	15.44
002920.SZ	德赛西威	买入	22.40	123.2	0.76	0.83	29.6	27.0	7.10
603197.SH	保隆科技	买入	19.23	32.1	0.93	1.49	20.7	12.9	6.01
601633.SH	长城汽车	买入	8.27	754.8	0.57	0.66	14.5	12.5	5.56
000581.SZ	威孚高科	未有评级	18.56	187.3	2.37	2.47	7.8	7.5	15.26
002434.SZ	万里扬	买入	6.79	91.0	0.26	0.41	25.9	16.6	4.39
600066.SH	宇通客车	买入	13.02	288.3	1.04	1.15	12.5	11.3	6.72
002048.SZ	宁波华翔	买入	10.82	67.8	1.17	1.36	9.3	8.0	13.58
000030.SZ	富奥股份	未有评级	4.67	84.6	0.49	0.51	9.6	9.2	3.41
600742.SH	一汽富维	未有评级	10.67	54.2	0.97	1.17	10.9	9.1	9.17
600006.SH	东风汽车	买入	5.33	106.6	0.28	0.22	19.2	24.2	3.63
000800.SZ	一汽轿车	未有评级	9.84	160.1	0.10	0.16	103.3	61.5	4.99
300750.SZ	宁德时代	未有评级	68.88	1,511.9	1.54	2.07	44.6	33.3	15.59
600166.SH	福田汽车	未有评级	2.37	158.1	(0.54)	0.07	(4.4)	33.9	2.29

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 6 月 28 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一预期

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：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 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士，或将此报告全部或部分公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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