

行业研究/年度策略

2019年11月25日

行业评级:

交运设备

增持 (维持)

林志轩 执业证书编号: S0570519060005
研究员 021-28972090
zhixuan.lin@htsc.com

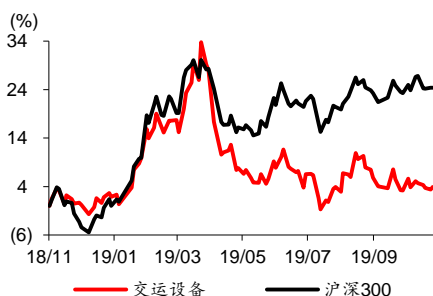
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

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

相关研究

- 1 《长安汽车(000625 SZ,买入): 新车型周期来临, 反转在望》2019.11
- 2 《交运设备: 行业周报 (第四十六周)》2019.11
- 3 《交运设备: 快递物流增长叠加治理超载, 利好重卡》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

拥抱强者, 稳中求进

2020 年汽车行业年度策略

汽车销量企稳, 重卡维持较高景气, 豪华车日系继续走强

我们认为随着政策刺激透支需求的影响消失, 宏观经济企稳, 2020 年汽车销量有望企稳, 预计 2019-2020 年汽车销量为 2586、2593 万台(同比-9%、+0%)。由于治理超载、环保政策要求趋严等因素, 重卡行业依然会维持较高景气度, 预计 2020 年重卡销量 105 万台。由于消费升级等因素, 豪华车渗透率持续提升, 我们预计 2019-2022 年豪华车增速有望持续超越行业。日系强势产品周期, 市场份额持续提升, 自主、美系、韩系承压, 德系走平。整车板块周期性增强, 具有核心竞争力的零部件企业可以因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素, 维持更稳定的成长。

拥抱强者: 配置稳健的重卡、核心零部件和日系整车标的

我们认为由于治理超载、环保政策要求趋严等因素, 重卡行业依然会维持较高景气度, 预计 2020 年重卡销量 105 万台, 建议配置具有核心竞争力的重卡发动机龙头潍柴动力。乘用车高速发展时代已经逐步过去, 整车周期性加强, 具有核心竞争力的零部件企业可以因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素, 维持更稳定的成长。建议配置全球拓展的零部件龙头华域汽车、福耀玻璃以及细分领域拥有产品竞争力优势的国产替代零部件标的车灯龙头星宇股份、全球遮阳板龙头岱美股份。日系车型在中国的市占率有望持续提升, 建议配置广汽集团。

稳中求进: 配置业绩改善弹性大的标的以及高成长特斯拉产业链标的

我们认为随着政策刺激透支需求的影响消失, 宏观经济企稳, 2020 年乘用车销量有望企稳, 预计 2019-2020 年乘用车销量为 2136、2142(同比-10%、+0%)。乘用车销量逐步企稳, 建议配置业绩改善弹性大的整车标的长安汽车、有大众 MEB 和上汽奥迪投产等催化剂的整车厂龙头上汽集团, 受益零售销量改善以及豪华车渗透率提升的经销商龙头广汇汽车。19 年 10 月特斯拉上海临港工厂已经投产, 我们预计国产化特斯拉 2020 年产量为 15 万台。建议关注特斯拉产业链相关标的拓普集团、三花智控、均胜电子、岱美股份、旭升股份等标的的投资机会。

投资策略: 拥抱强者, 稳中求进

配置稳健的细分领域龙头以及业绩改善弹性大的标的以及高成长特斯拉产业链标的。重点推荐: 1) 具有核心竞争力的重卡发动机标的潍柴动力; 2) 国际化拓展的零部件龙头及细分领域拥有产品竞争力优势的国产替代零部件标的, 如华域汽车、福耀玻璃、星宇股份、三花智控、岱美股份等; 3) 日系品牌表现强劲的广汽集团、业绩改善弹性大的整车标的长安汽车、有大众 MEB 和上汽奥迪投产等催化剂的整车厂龙头上汽集团, 受益零售销量改善以及豪华车渗透率提升的经销商龙头广汇汽车; 4) 特斯拉产业链相关标的: 拓普集团、三花智控、均胜电子、岱美股份。

风险提示: 汽车销量不及预期, 宏观经济下行, 国产替代进程不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
000338	潍柴动力	12.79	增持	1.09	1.29	1.4	1.49	11.7	9.9	9.1	8.6
601799	星宇股份	88.68	增持	2.21	2.83	3.67	4.69	40.1	31.3	24.2	18.9
002050	三花智控	15.43	增持	0.47	0.5	0.60	0.68	32.8	30.9	25.7	22.7
000625	长安汽车	8.52	买入	0.14	-0.09	0.45	1.02	60.9	-94.7	18.9	8.4
600104	上汽集团	22.50	买入	3.08	2.49	2.67	2.88	7.3	9.0	8.4	7.8

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

乘用车销量企稳，重卡景气度延续.....	4
合资发力 SUV，SUV 占比持续提升.....	5
日系市占率持续提升，自主、美系、韩系承压.....	5
豪华车销量增速持续超越行业，汽车消费升级趋势不减.....	6
重卡销量表现强势，预计 2020 年需求仍将维持高位.....	7
终端需求低迷，新能源汽车销量增速放缓.....	7
零部件：国产替代持续进行，海外开拓稳步推进.....	9
特斯拉国产化元年，重点关注特斯拉产业链投资机会.....	9
主机厂降本压力加大，关注深度国产替代先锋.....	9
降本压力促主流体系接纳本土供应商.....	10
打破壁垒内部渗透，走向海外逆势扩张.....	10
三大维度选择国产替代零部件企业.....	11
星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户.....	11
拓普集团：轻量化受益新能源车，切入特斯拉产业链.....	12
三花智控：新能源汽车热管理龙头，受益于特斯拉国产化.....	12
银轮股份：热交换器领域龙头企业，受益国产替代和新能源热管理拓展.....	13
智能驾驶：空间广阔，优选执行及感知系统标的.....	14
高级智能辅助驾驶系统发展空间广阔，800 亿市场规模可期.....	14
关注智能驾驶领域 ADAS 执行和感知系统相关标的.....	14
底盘电控：智能驾驶切入逻辑顺畅，集成整合方案趋势明显.....	14
外延式拓展成为主线，竞争卡位抢占市场先机.....	15
紧跟智能驾驶发展动向，关注产业链优质标的.....	15
风险提示.....	15

图表目录

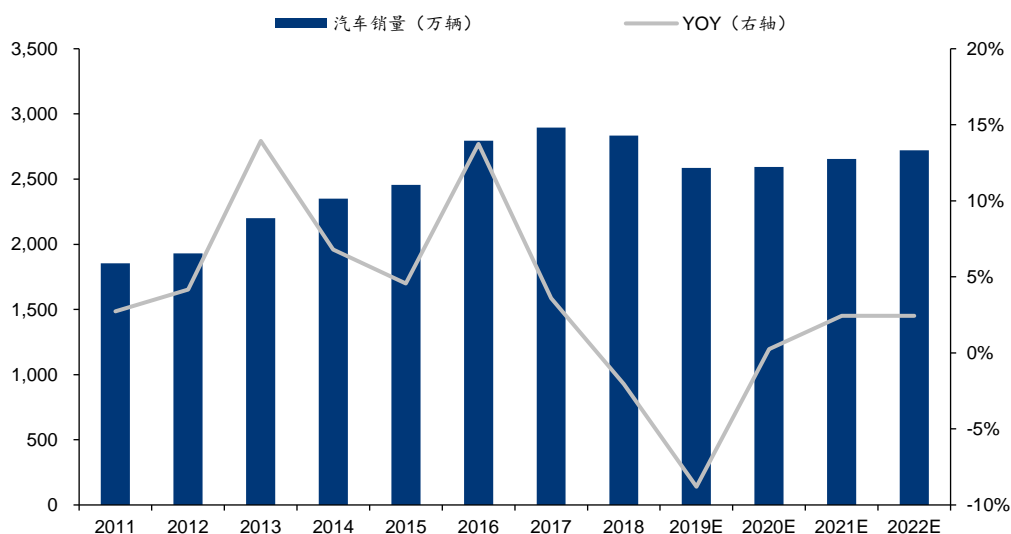
图表 1: 2019E-2022E 年我国汽车销量预计.....	4
图表 2: 2011-2022E 乘用车及商用车销量及增速	5
图表 3: 2019 年月度乘用车销量及增速	5
图表 4: 2011-2019M1-M10 国内乘用车、轿车及 SUV 销量及增速对比.....	5
图表 5: 分国别销量占比	6
图表 6: 前八大品牌豪华车销量及增速	6
图表 7: 前八大豪华车品牌在中国渗透率.....	7
图表 8: 2018M1-2019M10 各单月重卡销量及同比增速	7
图表 9: 2013-2020E 重卡销量及增速	7
图表 10: 新能源汽车销量预计.....	8
图表 11: 2011-2019M1-M10 新能源汽车销量变化图	8
图表 12: 新能源乘用车月度销量及同比增速情况.....	8
图表 13: Model 3	9
图表 14: Model Y	9
图表 15: 乘用车整体终端优惠额度不断加大.....	10
图表 16: 2015 年以来部分零部件企业收购情况.....	11
图表 17: 公司主要产品.....	12
图表 18: 预计 2023 年 ADAS 市场规模将近 800 亿元.....	14
图表 19: 受益细分领域及标的.....	15

乘用车销量企稳，重卡景气度延续

前期影响销量因素减弱，乘用车销量企稳，重卡行业维持较高景气度，豪华车消费升级趋势不减，新能源乘用车增速放缓。我们认为随着政策刺激透支需求的影响消失，宏观经济企稳，2020年乘用车销量有望企稳，预计2019-2022年乘用车销量为2136、2142、2205、2270万台（同比-10%、+0%、+3%、+3%）。由于治理超载、环保政策要求趋严等因素，重卡行业依然会维持较高景气度，预计2020年重卡销量105万台，同比-4.6%。由于消费升级等因素，豪华车渗透率持续提升，我们预计2019-2022年豪华车增速有望持续超越行业。受终端需求低迷影响，新能源汽车增速放缓，预计2020年新能源汽车销量150万台，同比+25%。我们预计2019-2022年，国内汽车销量分别为2586、2593、2656、2721万台，同比-9%、+0%、+2.4%、+2.4%。

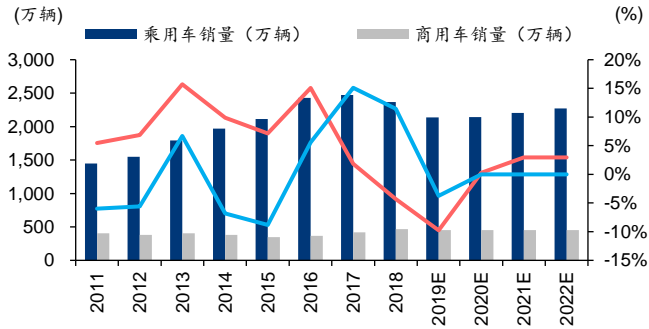
2019年乘用车销量大幅下滑，2020年乘用车销量企稳。根据中汽协数据，2019年M1-M10，汽车批发销量2064万辆，同比-9.6%；乘用车批发销量1716万台，同比-11%；商用车批发销量348万辆，同比-2.5%。我们认为乘用车销量下滑的主要原因有三点：1、宏观经济增速放缓，人均预期可支配收入降低，乘用车作为高端可选消费品需求首先受到影响；2、2016-2017年的政策刺激透支了需求；3、中美贸易摩擦影响消费信心。我们认为2020年汽车和乘用车销量逐步企稳，主要原因有三点：1、连续两年下跌后基数较低，需求仍有一定韧性；2、前期政策扰动因素减弱，购置税优惠政策推出对销量的透支影响消失，19年6月国五转国六去库存对价格和市场秩序的影响消失；3、根据华泰宏观观点，稳增长是短期经济工作重点，积极财政政策和转向稳健略宽松的货币政策有望在一定程度上对冲经济下行速率，2020年全年GDP增速有望达到6.2%，较2019年Q3小幅回升。

图表1：2019E-2022E年我国汽车销量预计



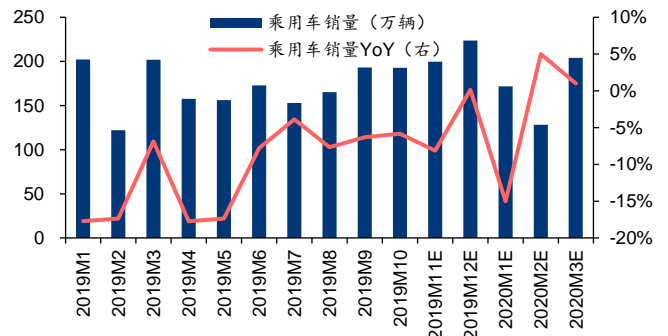
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表2： 2011-2022E 乘用车及商用车销量及增速



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表3： 2019 年月度乘用车销量及增速

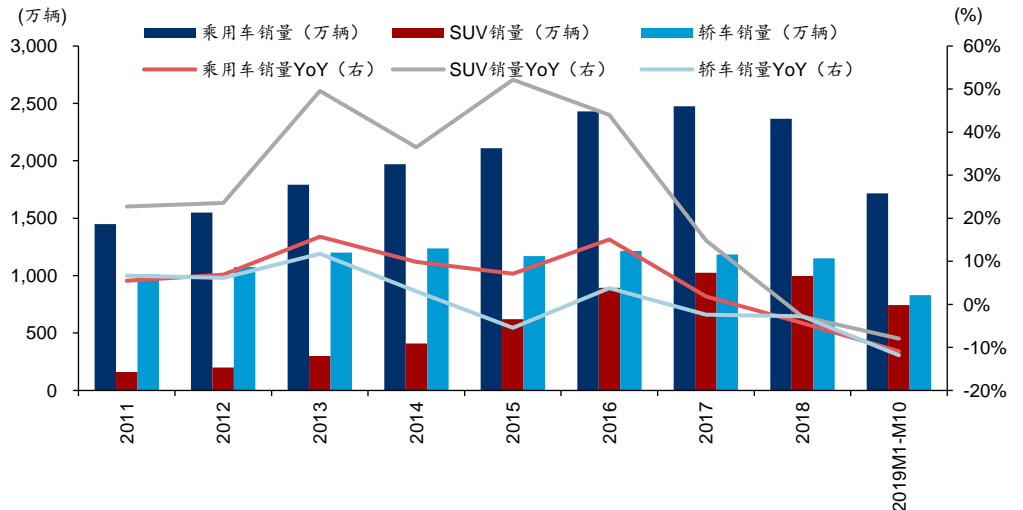


资料来源：中汽协，华泰证券研究所

合资发力 SUV，SUV 占比持续提升

合资发力 SUV，SUV 占比持续提升。根据中汽协数据，2019 年 M1-M10，国内 SUV 销量 744 万辆，同比-8%，轿车销量 830 万辆，同比-12%。SUV 销量占比提升至 43.3%，同比+1.21pct。随着合资品牌大众、通用等合资品牌不断推出更多 SUV 车型，我们预计未来 SUV 渗透有望持续提升。

图表4： 2011-2019M1-M10 国内乘用车、轿车及 SUV 销量及增速对比



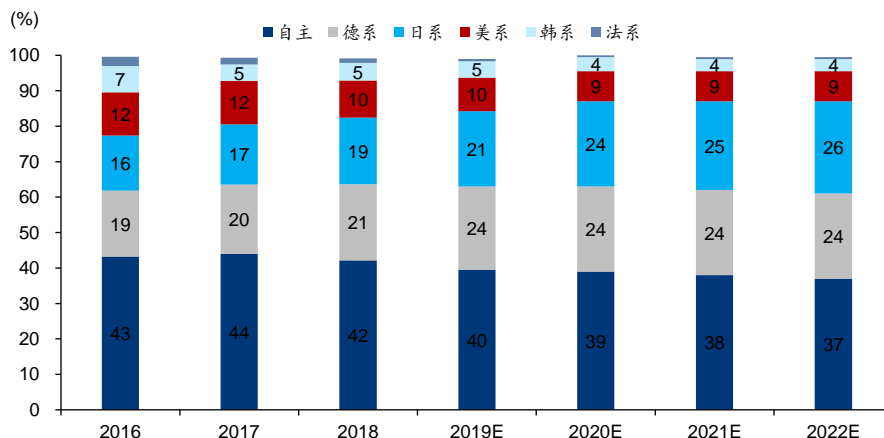
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

日系市占率持续提升，自主、美系、韩系承压

日系强势产品周期，市场份额持续提升。2019 年 M1-M9，日系品牌销量持续超越行业。广汽本田累计销量 57 万辆，同比+10%，广汽丰田销量 49.6 万辆，同比+18%。我们认为日系表现强势主要因为：1、产品结构丰富；2、可靠的产品质量；3、良好的口碑。日系品牌丰田、本田等在中国扩大产能。广丰、广本持续导入新车型，新车周期来临，销量保持较快增速。

自主品牌市占率下降，美系韩系承压。在 2016-2017，由于小排量车型享受购置税优惠政策，刺激了汽车需求。而自主品牌因为小排量车型比较多，市场份额提升较快，从 15 年的 41%提升到 17 年的 44%。但是 2018-2019 年，自主品牌的市占率持续下降，我们认为主要原因有三点：1、2016-2017 年的政策刺激透支了需求；2、宏观经济增速放缓，低收入人群的购买力受冲击更大，而自主品牌最先受到影响；3、消费升级趋势延续，单车价格更高的豪华车品牌和日系品牌更受欢迎。我们预计 2019-2022 年，日系品牌的市占率分别为 21%、24%、25%、26%，自主品牌的市占率分别为 40%、39%、38%、37%。美系稍微下降，德系保持稳定。

图表5：分国别销量占比



资料来源：中汽协，华泰证券研究所

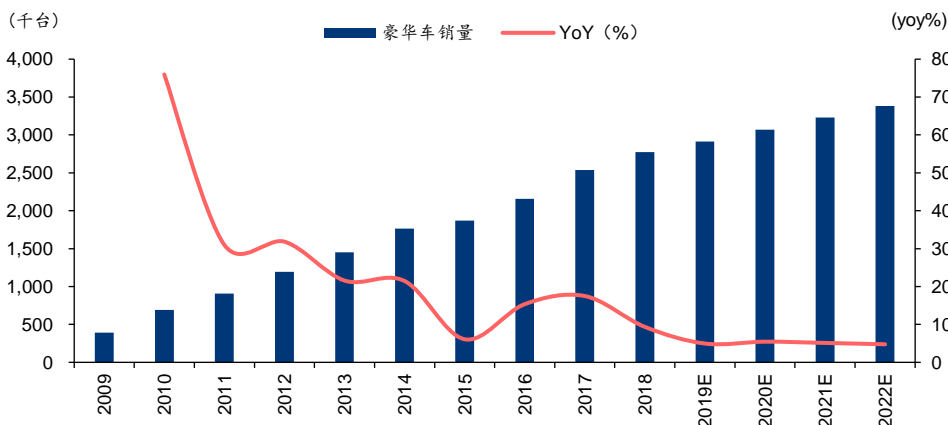
豪华车销量增速持续超越行业，汽车消费升级趋势不减

豪华车销量增速持续超越行业，汽车消费升级趋势不减。根据公司官网，2019 年 M1-M9，前八大豪华车品牌零售销量同比+7%，销量增速远超乘用车行业（同期同比-12%）。豪华车渗透率从 2018 年的 12% 提升至 14%。我们认为，2019-2022 年豪华车渗透率有望持续提升。预计 2019-2022 年，前八大豪华车销量分别为 291.2、307.1、322.9、338.3 万台，同比+5%、+5.5%、+5%、+4.8%，渗透率分别为 13.6%、14.3%、14.6%、14.9%。

我们认为中国豪华车渗透率持续提升的原因主要有以下几点：1、消费升级是最主要的驱动因素，尤其在一二线城市置换需求已经成为汽车需求的主要组成部分，一般情况下消费者倾向于置换比之前更高级的车型；2、豪华车正在导入更多入门级车型，这些车型更适应中产阶级的需求；3、汽车金融的发展增强了消费者购买豪华车的能力。

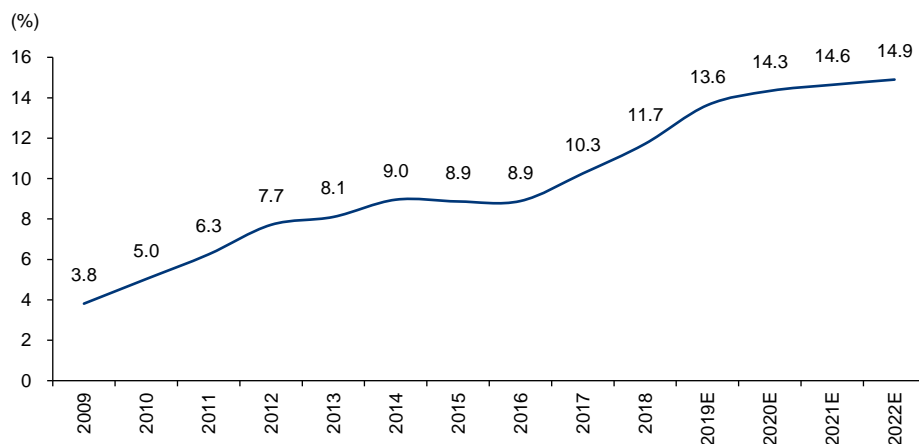
我们认为，2020-2022 年豪华车品牌的整体竞争格局比较稳定。宝马、奔驰、奥迪继续保持市占率领先。雷克萨斯和保时捷市占率持续提升，因为它们的产品质量较高、客户口碑较好。沃尔沃和凯迪拉克可能通过引进更多国产车型，保持稳定增长。2020 年林肯也将国产化，推出三款国产化车型，销量可能有所提升。

图表6：前八大品牌豪华车销量及增速



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表7：前八大豪华车品牌在中国渗透率

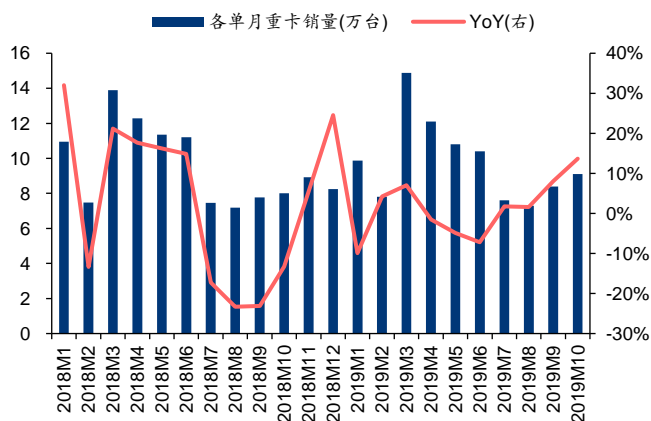


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

重卡销量表现强势，预计 2020 年需求仍将维持高位

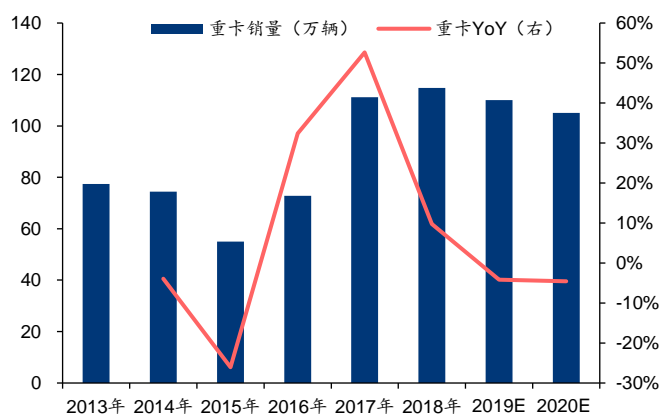
根据中汽协数据，2019 年 1-10 月重卡累计销量约 98 万辆，同比+0.4%，7-10 月的单月销量分别同比+1.5%、+2%、+7.5%、+14.1%，在汽车行业整体下行背景下，重卡销量表现强势。我们认为重卡需求强劲的主要驱动因素为：1) 道路运输需求不断提升；2) 重卡相关制度的严格执行，如重卡限行，严惩体积、载重超标车辆；3) 部分省市为报废“国三”及以下排放标准的重卡提供现金补贴。我们维持对重卡行业的积极看法，在需求、排放升级和严格治理超载等多因素推动下，预计 2020 年重卡市场需求依然将维持高位，全年销量或超 105 万辆，首选重卡行业龙头潍柴动力，建议关注存在运营效率提升空间的中国重汽和受益国六排放升级的零部件威孚高科。

图表8：2018M1-2019M10 各单月重卡销量及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2013-2020E 重卡销量及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

终端需求低迷，新能源汽车销量增速放缓

过渡期结束后，终端需求低迷，新能源乘用车销量大幅下滑。据中汽协数据，2019 年 M1-M10，新能源汽车销量为 95 万辆，同比增速为 11%。6 月过渡期结束后，新能源乘用车销量开始出现大幅下滑，2019M7-M10，新能源乘用车月度销量分别为 6.67、7.97、7.25、6.61 万辆，同比-9%、-11%、-32%、-45%。我们认为新能源乘用车销量大幅下滑的主要原因有以下两点：1、过渡期抢装透支需求；2、燃油车终端折扣加大，而新能源乘用车因为补贴大幅下滑，部分车型对客户提价，新能源乘用车相对燃油车的吸引力减弱，终端需求下滑。我们预计 2019 年，新能源乘用车销量 102 万辆，同比-3%，新能源客车销量 8 万辆，同比-12%，新能源专用车销量 10 万辆，同比-8%，新能源汽车销量 120 万辆，同比-4%。

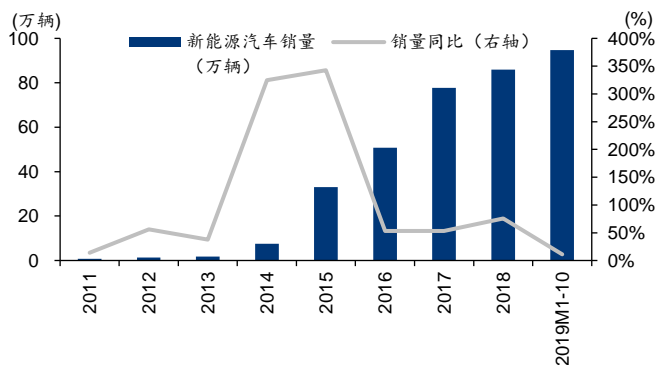
展望 2020 年，我们认为新能源汽车销量有望保持稳定增长。主要原因是：1、双积分政策接棒补贴，继续推动新能源汽车行业发展；2、车企继续降低新能源汽车成本，有望提升新能源汽车的性价比。

图表10：新能源汽车销量预计

单位：万辆	2016	2017	2018	2019E	2020E
BEV 乘用车	26	47	79	80	105
YoY	74.8%	81.7%	68.7%	1.0%	32.0%
PHEV 乘用车	8	11	27	23	25
YoY	29.5%	40.5%	138.7%	-15.0%	12.0%
新能源乘用车总计	34	58	105	102	130
YoY	61.5%	72.0%	82.2%	-3.0%	27.6%
新能源客车	12	9	9	8	9
YoY	55.3%	-26.3%	4.6%	-12.1%	12.5%
新能源专用车	5	11	11	10	11
YoY	10.4%	111.3%	-2.7%	-8.3%	10.0%
新能源汽车销量	51	78	125	120	150
YoY	52.7%	53.3%	61.3%	-4.1%	25.1%

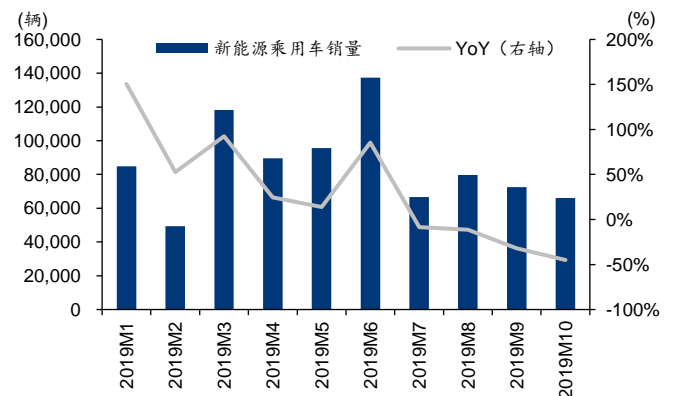
资料来源：中汽协，华泰证券研究所

图表11：2011-2019M1-M10 新能源汽车销量变化图



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12：新能源乘用车月度销量及同比增速情况



资料来源：中汽协，Wind，华泰证券研究所

零部件：国产替代持续进行，海外开拓稳步推进 特斯拉国产化元年，重点关注特斯拉产业链投资机会

2020 年为特斯拉国产化元年，国产 Model 3 销量值得期待。据特斯拉 Q3 财报，10 月特斯拉上海临港工厂已经投产，第一台国产 Model 3 已经下线。特斯拉中国宣布含基础版辅助驾驶功能的国产 Model 3 定价在 35.58 万元，最早一批交付时间或为明年一季度，国产版 Model 3 续航里程 460Km、后轮驱动、百公里加速 5.6s。进口车型为 Model 3 高性能全轮驱动版及 Model 3 长续航全轮驱动版，该两款车型均使用长续航电池，续航里程分别达 590 公里及 595 公里，售价为 43.99 万元及 50.99 万元。

图表 13: Model 3



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表 14: Model Y



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

19 年 3 月特斯拉发布紧凑型纯电动 SUV Model Y，“SEXY”系列已全部上市。此次 Model Y 共发布四个版本：标准续航版售价 3.9 万美元，续航 230 英里；后轮驱动长续航版售价 4.7 万美元，续航 300 英里；双电机全轮驱动版售价 5.1 万美元，续航 280 英里；高性能全轮驱动版售价 6 万美元，续航 280 英里。除标准续航版将在 2021 年春季交付外，其余三版均将于 2020 年秋季交付。此外，特斯拉官网现已可预定中国区 Model Y 产品，包括后轮驱动长续航版、双电机全轮驱动版以及高性能全轮驱动版，售价分别为 44.4 万、48.8 万及 53.5 万。根据公司官网，中国区 Model Y 预计最快将于 2021 年生产，交付时间尚未明确。

据上海市政府官网 2018 年 7 月报道，特斯拉上海超级工厂仅完成一期建设，预计年化产能为 15 万台 Model 3。但未来随着二期建设展开，这座工厂还将生产 Model Y，届时年化产能有望达到 50 万台。我们预计国产化特斯拉 2020 年产量为 15 万台。建议关注特斯拉产业链相关标的拓普集团、三花智控、均胜电子、岱美股份等的投资机会。

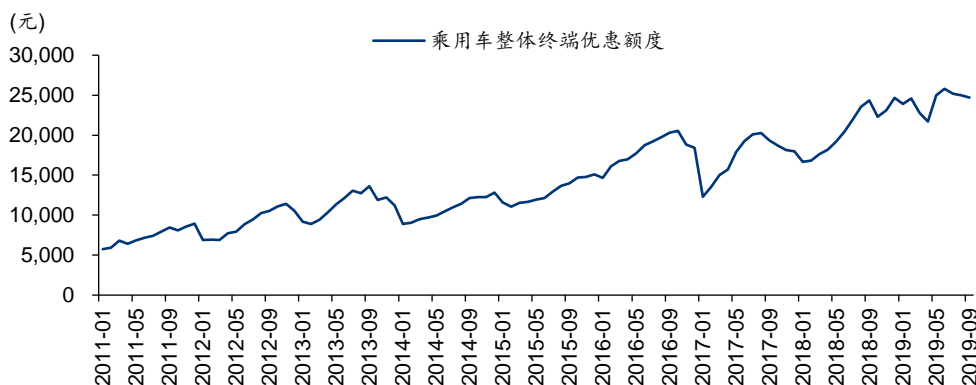
主机厂降本压力加大，关注深度国产替代先锋

国产零部件制造商由于技术提升、质量可靠且成本优势明显，已经逐步进入了合资和外资供应链，零部件深度国产替代进行中。目前汽车市场竞争加剧，主机厂降本压力加大，国产替代正在加速，因深度国产替代而获得更大市场份额和成长性的标的更值得关注。乘用车高速发展时代已经逐步过去，整车周期性加强，具有核心竞争力的零部件企业可以因国产替代、全球拓展、品类拓展等因素，维持更稳定的成长。建议超车灯零部件龙头华域汽车、星宇股份（德系和日系客户优质，开启海外建厂征程）、三花智控（新能源汽车热管理领域龙头）、NVH 龙头拓普集团（轻量化业务进入特斯拉供应链）、银轮股份（进入欧洲外资供应链）、新泉股份（受益内饰件国产替代）、玲珑轮胎（本土半钢胎龙头）和爱科迪（汽车铝合金精密铸件龙头）等。

降本压力促主流体系接纳本土供应商

行业竞争加剧，整车厂成本控制需求提高，国产零部件商价格优势凸显。根据汽车流通协会数据，自 2015 年以来我国乘用车市场价终端优惠程度不断增大。根据中汽协数据，2018 年中国乘用车批发销量增速-4.4%，2019 年 1-10 月为-11%，销量持续下滑背景下，主机厂给予终端折扣力度维持在高位。为应对激烈的市场竞争，全方位压缩成本成为主机厂的当务之急。本土零部件商凭借相对低的管理成本与劳动力成本优势，有望借此机遇进入拥有较高壁垒的合资及外资主机厂，实现合资品牌中低端车型的供货将是打开全面配套国际整车厂，成为全球零部件供应商的必经之路。

图表15：乘用车整体终端优惠额度不断加大



资料来源：汽车流通协会，华泰证券研究所

打破壁垒内部渗透，走向海外逆势扩张

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

行业低点，外延并购获得新产品、新客户、新市场。在产业资本支持下，内资企业通过外延发展获取核心技术、打通上下游、拓展销售渠道、提升产能和品牌效应。2017 年 12 月，拓普集团收购福多纳，增加高强度钢底盘业务，2018 年 4 月，均胜电子收购高田，有效扩充汽车安全产品序列，进入日本市场和日系整车厂商供应体系；2018 年 6 月，岱美股份收购北美第二大遮阳板供应商 Motus，完善全球生产基地布局，巩固北美客户和市场；2018 年 10 月，凯中精密收购德国 SMK，布局新能源汽车三电技术，获得博世、戴姆勒、日本电装、采埃孚、马勒、比亚迪等知名客户订单。2019 年 1 月，福耀玻璃完成收购德国 SAM，扩大汽车饰件规模；2019 年 4 月，银轮收购瑞典 Setrab AB，开拓欧洲乘用车市场业务；2019 年 7 月，继峰股份收购格拉默，业务拓展至价值量更高的汽车座椅总成领域。

图表 16: 2015 年以来部分零部件企业收购情况

交易买方	交易资产	股份比例	时间	内容
万丰奥威	万丰镁瑞丁	100%	2015-03	收购镁合金行业巨头，增加镁合金零部件业务，获得行业尖端核心技术，拓展国际业务
赛轮金宇	国马集团	100%	2016-07	收购完成后，赛轮金宇将持有国马 100% 股权，通过销售网络控股权来搭建更有竞争力的专业轮胎销售渠道
	KRT 集团	100%	2014-01	扩大在英国及欧洲市场的销量，借助 KRT 集团在英国市场的良好声誉及销售布局，提升公司对全球化客户本地化服务的效果。
航天机电	上海德尔福汽车空调系统	87.5%	2015-10	有助于公司对汽车零部件业务板块尤其是汽车空调系统业务进行优化整合，发挥协同作用，进一步增强市场竞争力。
均胜电子	高田	100%	2018-04	有效扩充安全业务的产能及新订单，进入日本市场和日系整车厂商供应体系
	美国 KSS 汽车安全系统公司	100%	2016-02	将业务发展至汽车安全市场，增强核心竞争力
	Quin GmbH	100%	2014-12	进一步完善公司产业链上智能驾驶领域的体系建设，确立公司在汽车 HMI 解决方案提供者领域的行业地位
拓普集团	德国普瑞	100%	2012-03	突破汽车电子技术壁垒，直接跨入世界顶尖汽车电子制造商的行列
	浙江家力汽车部件有限公司	100%	2017-12	扩大底盘产品线，为客户提供多元化选择
	四川福多纳汽车部件有限公司	100%	2017-12	进一步完善底盘系统业务布局，提升公司的持续盈利能力
岱美股份	Motus 汽车遮阳板	100%	2018-06	完善公司生产基地的全球化布局，进一步提升公司的国际化运营能力、持续盈利能力及总体抗风险能力
凯中精密	德国 SMK	100%	2018-10	新能源汽车三电系统布局，获得博世等高端客户
福耀玻璃	德国 SAM	100%	2019-01	SAM 主要业务是生产和销售铝亮饰条，福耀将其收购后，将拓展新产品领域，扩大汽车饰件业务规模。
德赛西威	德国 ATBB	100%	2019-03	ATBB 公司专注高性能天线系统的研发和制造，高性能天线是车辆信息交互的关键技术，德赛西威收购 ATBB，将加速德赛西威在汽车智能网联领域的发展。
银轮股份	瑞典 Setrab AB	100%	2019-04	瑞典 Setrab AB 公司主要设计、制造高端跑车中冷器及油冷器产品，主要客户包括法拉利、兰博基尼、奔驰、宾利等超跑车企。收购完成后，瑞典 Setrab AB 公司成为银轮在欧洲乘用车市场开拓业务提供技术服务平台，同时可以为银轮在欧洲引进各类技术人才提供便利，搭建北欧技术平台。
继峰股份	德国格拉默	84.23%	2019-07	格拉默是全球领先的汽车座椅及内饰供应商，德国三大主机厂大众、戴姆勒和宝马均为格拉默的主要客户。收购完成后，公司将从乘用车座椅零部件进入价值量更高的座椅总成领域。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

三大维度选择国产替代零部件企业

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

星宇股份：国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户

星宇股份是我国主要的车灯总成制造商和设计方案提供商之一。公司产品主要有汽车前照灯、后组合灯、雾灯、日间行车灯、室内灯、转向灯等。公司拥有乘用车车灯的全系列设计和生产制造能力，包括车灯产品设计开发、电子设计开发、工装专机设计开发、模具设计开发、国家级实验室等完整的自主研发体系。公司是国内自主车灯龙头，持续开拓高端客户，开发 LED 和智能化新产品，产品结构向毛利率较高的大灯优化，规模化效应有望降低公司费用率。

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

配套中高端合资品牌，向上突破潜力大。2016 年星宇取得奥迪 A3、Q5 前照灯项目与德国宝马全球平台配套 F45/F46 LCI 后组合灯项目，成功打入奥迪、宝马配套体系。虽然目前主要供应奥迪低配车型车灯，我们预计未来高端突破也非常有希望。公司打入了中高端与海外市场，充分显示了市场对于星宇车灯的认可，未来配套中高端车型实现持续增长值得期待。

拟在塞尔维亚建厂，开启海外拓展新征程。根据公司公告（2019 年 8 月 28 日，编号 2019-023），公司拟投资 6000 万欧元在塞尔维亚建设车灯工厂，工厂建设期为 3 年，规划车灯产能约 570 万只（尾灯 300 万只、小灯 170 万只、前大灯 100 万只）。公司作为本土车灯龙头，在国内市场直面华域视觉、海拉和法雷奥等外资或合资背景对手，具备显著的竞争实力。我们认为，公司在塞尔维亚建厂，将有助于公司进一步开拓海外客户，提升全球市场占有率。

拓普集团：轻量化受益新能源车，切入特斯拉产业链

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

图表17：公司主要产品

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

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

轻量化业务拓展特斯拉、比亚迪等新能源汽车客户。公司原有底盘业务主要产品是锻铝控制臂，供应吉利、广汽、比亚迪、特斯拉、蔚来汽车、沃尔沃等优质客户。2018 年，公司推出转向节、铝制副车架等新产品，部分供应吉利和比亚迪。2017 年 12 月，公司收购福多纳，涉足高强度钢底盘业务，与公司原有轻量化业务形成协同效应。福多纳业务稳健，主要供应吉利。我们认为，公司锻铝控制臂业务能进入特斯拉等新造车的供应链（根据 2016 年 8 月 24 日公司公告，编号：2016-056），具有较高的设计能力和技术含量，未来持续受益于特斯拉国产化带来的订单增加和新能源乘用车行业的增长。

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

三花智控：新能源汽车热管理龙头，受益于特斯拉国产化

新能源热管理业务优势明显，单车价值量高。公司传统主营业务为制冷零部件，近年来通过集团内资产注入或外延并购方式将业务拓展至微通道（三花微通道）、洗碗机零配件（亚威科）、汽车零配件（三花汽零）等领域，实现多元协同发展。公司在汽车热管理领域布局十余年，具备有较强竞争力，产品覆盖了阀、泵、换热器，包括电子膨胀阀、电池冷却器、水冷板、电子水泵、电子水阀、冷媒阀、分离器等阀类部件及组件产品，产品品类齐全，有提前卡位优势。传统汽车热管理系统组成结构相对简单，且行业发展较为成熟，而新能源汽车热管理系统更为复杂，部件需求更多，带来更高单车价值量。根据公司投资者关系活动记录表（2019 年 10 月 31 日，编号：2019-014），公司配套沃尔沃某款新能源车单车配套货值达到 5000 元。

汽车零部件业务客户结构高端，屡获国内外整车厂订单。公司进入了欧洲和北美主流整车厂的供应体系，客户包括法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、特斯拉和通用等；国内客户包括吉利、比亚迪、上汽自主、广汽自主、蔚来汽车、长城汽车和江铃汽车等客户。根据公司公告，2019 年 11 月 13 日（公告编号 2019-055），公司被确定为通用汽车战略性电动车平台 BEV3 电池冷却组件和多个热管理阀类零件的全球独家供应商，六年生命周期内预计销售额累计近 20 亿元；2019 年 9 月 5 日（公告编号 2019-040），公司汽车电子水泵获美国通用汽车订单，预计将于 2022 年开始供货，至 2027 年累计销售额近 10 亿元；2019 年 3 月 28 日（公告编号：2019-005），公司获上汽大众电动汽车平台水冷板项目定点；2018 年 11 月 22 日（公告编号 2018-063），公司被确定为德国宝马新能源热管理部件供应商；2018 年 1 月 24 日（公告编号 2018-004），公司获沃尔沃新能源汽车平台水冷板项目定点。我们预计公司汽车零部件业务，尤其是新能源热管理相关业务将持续受益于客户订单放量 and 新能源汽车产业发展，成为公司的业绩增长点。

新能源汽车热管理龙头，受益于特斯拉国产化进程。根据特斯拉 19Q3 财报，特斯拉上海工厂已于 19 年 10 月份开启试生产，三花智控为特斯拉供货电子膨胀阀和水冷板等零件，随着特斯拉国产推进，我们认为三花智控将持续受益于特斯拉国产化进程。

银轮股份：热交换器领域龙头企业，受益国产替代和新能源热管理拓展

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

公司国内外优质客户众多。公司客户包括全球三大柴油机厂：美国康明斯、英国珀金斯、德国道依茨；世界三大汽车零配件集成供应商：美国德尔福、韦斯通和法国法雷奥；世界众多著名公司如福特、戴克一奔驰、沃尔沃和卡特比勒等，以及国内潍柴、玉柴、福田、长城、广汽、吉利和长安等零部件和主机厂。

中冷器供应曼胡默尔，深度国产替代进行中。2019 年 2 月，公司公告（2019006），公司被确定为曼胡默尔公司乘用车水空中冷器定点供应商，供应车型为欧洲市场雷诺车型。该产品将于 2022 年 1 月开始批量供货，生命周期 5 年，公司预计生命周期内销售额约 2.25 亿元人民币，这是公司首次在欧洲取得乘用车水空中冷器项目。2018 年 12 月，公司发布公告（2018-079），公司被确定为通用 CSS625T 平台水空中冷器定点供应商，该产品将于 2022 年 9 月开始批量供货，公司预计生命周期内销售额约为 7750 万美元。我们认为银轮逐步获得外资企业订单，说明在降本压力下，品质优秀而有具有价格优势的国产零部件商正逐步进入外资供应链，深度国产替代进行中。

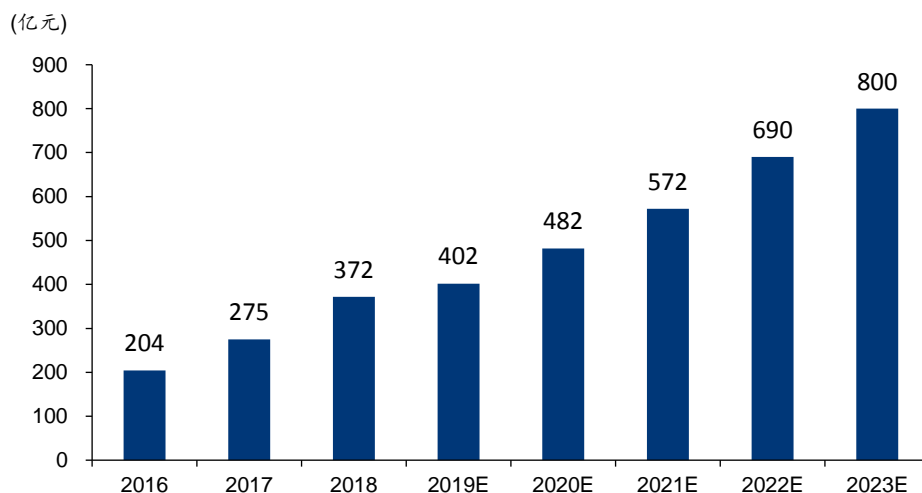
智能驾驶：空间广阔，优选执行及感知系统标的

我们认为智能驾驶已成为产业发展共识，技术进步和资本的投入正加速产业渗透进程。建议投资者关注产业发展动向并关注以下优质标的：伯特利（线控制动）、保隆科技（布局毫米波雷达）、德赛西威（摄像头+图像处理）、拓普集团（IBS 智能制动系统）、华域汽车（布局毫米波雷达）和均胜电子（感知交互系统）等。

高级智能辅助驾驶系统发展空间广阔，800 亿市场规模可期

高级智能辅助驾驶（ADAS）是从汽车主动安全到实现无人驾驶的重要过渡阶段，相关功能配置的技术条件日趋成熟，整车配套需求预期强烈，渗透率有望加速。据前瞻产业研究院数据测算，2017-18 年国内前装市场 ADAS 渗透率分别约 20%和 28%，市场规模分别约 275 和 372 亿元，随着技术成熟度提升，规模化后成本下降，我们认为 ADAS 有望加速向中低端车型渗透。国内乘用车销量进入平稳期，假设 2020 年起行业企稳，2021-23 年乘用车销量增速均为低个位数增长，预计到 2023 年乘用车销量达约 2287 万辆，逐步恢复至 2018 年销量水平；假设 2019-23 年 ADAS 新车渗透率每年平均提升 8.4pct，整体渗透率到 2023 年有望提升至 70%；2018 年单车 ADAS 成本约 6000 元，假设单车 ADAS 成本逐年下降 200 元，到 2023 年单车 ADAS 成本约 5000 元，我们预计到 2023 年 ADAS 市场规模将达约 800 亿元。

图表18： 预计 2023 年 ADAS 市场规模将近 800 亿元



资料来源：前瞻产业研究院，华泰证券研究所

关注智能驾驶领域 ADAS 执行和感知系统相关标的

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

底盘电控：智能驾驶切入逻辑顺畅，集成整合方案趋势明显

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

外延式拓展成为主线，竞争卡位抢占市场先机

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

紧跟智能驾驶发展动向，关注产业链优质标的

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

图表19：受益细分领域及标的

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

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

- 1) 汽车销量不及预期：下半年新能源汽车补贴退坡，新能源车销量可能下滑，整体行业景气度偏弱，这些因素都可能导致整车企业销量不及预期，以及零部件行业下游需求降低。
- 2) 宏观经济下行风险：由于中美贸易摩擦等因素，GDP 增速可能不达预期。
- 3) 国产替代进程不及预期：零部件自主供应商打开整车厂供货体系进程缓慢，下游整体不景气，可能导致零部件企业业绩增长不及预期。

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

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

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

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

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

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

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com