

行业向稳发展，产业升级创造新机遇

——汽车行业 2020 年投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019 年 12 月 16 日

行业核心观点：

稳汽车消费政策底部明晰，行业库存较低、产销复苏可期，优质一线自主品牌值得关注，重卡表现优异及国三重卡置换、治超政策支持，重卡高景气有望延续，市场结构优化及产业转型升级有望促使零部件细分头部企业率先企稳并恢复高增长，建议重点关注优质零部件个股投资机会。

投资要点：

- **乘用车弱复苏，重卡高景气延续：**国内乘用车 2019 年 1-10 月销量同比-11%，延续去年下滑态势，但自 8 月以来，乘用车月销量降幅逐月收窄，结合国六标准扰动因素逐步消失、国家实施“减税降税”、“放宽限购”等政策及内生增长周期来看，乘用车处于弱复苏阶段，预计 2020 年乘用车销量增长 1%。商用表现明显好于乘用车，尤其是重卡，自下半年以来接连超预期，在基建逆周期调节、国三燃油车淘汰、超载治理支持下，我们预计 2020 年重卡高景气依然有望延续。

- **业绩降幅收窄，转型升级有望创造新机遇：**由于近两年来行业景气度下行，上市公司业绩处于下降趋势，但从今年三季度来看，业绩降幅有所收窄，预计随着下游整车的弱复苏，上市公司尤其是零部件公司业绩有望迎来持续的改善。我们从研发投入来看，零部件公司向“新四化”方向转型升级的信心坚定。电动化方面，特斯拉、大众等激进的电动化布局，欧洲全面电动化战略及国内双积分政策的考核将有力的驱动 2020 年全球电动车销量确定性高增长。智能网联化方面，智能网联汽车已成为各国高新技术发展的战略目标，车企和科技互联网公司纷纷加大布局智能网联领域，2020 年 L3 级别车型有望量产，且 ADAS 渗透率持续提升，5G 网络的商用进一步加快车联网应用，产业转型升级及“新四化”趋势有望创造新机遇，从企业长期成长角度建议重点关注卡位电动化及智能网联化优质赛道的头部企业。

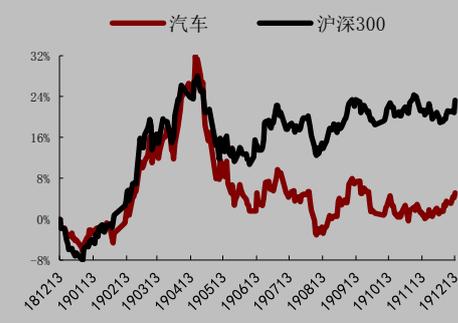
- **投资策略及个股推荐：**建议加大汽车行业配置，围绕两方面选股：（1）、一线自主品牌，行业弱复苏，竞争实力较强的一线自主品牌在低基数效应下有望迎来产销周期的反转；（2）、细分领域优质零部件供应商，国内零部件公司相对下游整车韧性更佳、成长更快，尤其是在合资渗透、国际开拓方面，国内零部件公司已取得了较大的进步，推荐重点关注新能源、智能网联等产业链优质零部件个股。个股推荐重点关注拓普集团（601689）、保隆科技（603197）、德赛西威（002920）、伯特利（603596）。

- **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
拓普集团	1.04	0.48	0.55	增持
保隆科技	0.94	0.93	1.24	买入
德赛西威	0.76	0.42	0.63	增持
伯特利	0.60	0.83	0.99	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 12 月 13 日

相关研究

万联证券研究所 20191209_行业周观点_AAA_汽车行业周观点报告

万联证券研究所 20191202_行业周观点_AAA_汽车行业周观点报告

万联证券研究所 20191125_行业周观点_AAA_汽车行业周观点报告

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
1.1 指数整体收益相对靠后，个股分化较为严重	4
1.2 估值有所修复，提升空间依然较大	5
2、乘用车：降幅收窄，预期弱复苏	6
2.1 乘用车短期探底回升，长期低增长成常态	6
2.2 品牌强分化，日系、德系表现较好	8
2.3 消费升级，豪车销量远高于行业平均水平	9
3、商用车：客车继续承压，重卡高景气延续	10
3.1 客车持续承压，适当关注客车龙头企业	10
3.2 重卡高景气有望延续，核心重卡零部件依然值得关注	11
4、零部件：业绩降幅收窄，转型升级有望创造新机遇	15
4.1 零部件公司业绩降幅收窄	15
4.2 电动化：海内外成长共振，电动汽车爆发在望	16
4.3 智能网联化：ADAS 渗透率提升，5G 网联化有望提速	18
5、投资策略及个股推荐	21
6、风险提示	24
图表 1：汽车行业指数跑输沪深 300 指数	4
图表 2：汽车行业子板块涨跌幅	4
图表 3：汽车行业指数涨幅位列中信一级行业中第 19 位	4
图表 4：汽车行业涨跌幅靠前个股收益情况（2019.1.1-2019.12.6）	5
图表 5：汽车行业 PE 估值情况	6
图表 6：汽车行业子板块 PE 估值情况	6
图表 7：国内乘用车销量（万辆）	7
图表 8：乘用车月销量探底回升（万辆）	7
图表 9：国内汽车保有量仍有提升空间（辆/千人）	7
图表 10：日本新车销量与保有量	8
图表 11：中国新车销量与保有量	8
图表 12：国内乘用车品牌市场份额	9
图表 13：国内豪车销量及增速（万辆）	9
图表 14：30 万以上车型销量增速较高（2019.1-10）	9
图表 15：客车销量（辆）	10
图表 16：新能源客车销量（辆）	10
图表 17：新能源客车渗透率	11
图表 18：重卡销量（万辆）	12
图表 19：重卡月销量及同比	12
图表 20：挖掘机销量与工程车存在明显的相关关系	13
图表 21：挖掘机销量同比	13
图表 22：国内社会物流总额情况	13
图表 23：物流重卡销量回升	13
图表 24：各地国三柴油车提前报废补贴政策	14
图表 25：2018 年底国三重卡车龄分布	14
图表 26：近年来国内重卡平均车龄明显下降	14

图表 27: 重型柴油车国六标准执行时间表	15
图表 28: 零部件行业业绩降幅收窄 (亿元)	15
图表 29: 零部件企业研发支出明显增加 (亿元)	15
图表 30: 国内新能源汽车销量 (万辆)	16
图表 31: 国内新能源乘用车及商用车销量 (辆)	16
图表 32: 大众电动车规划	18
图表 33: 特斯拉交付量 (万辆)	18
图表 34: 全球新能源乘用车销量预测 (万辆)	18
图表 35: 部分国家地区智能网联汽车政策规划	19
图表 36: 各大车企自动驾驶规划	20

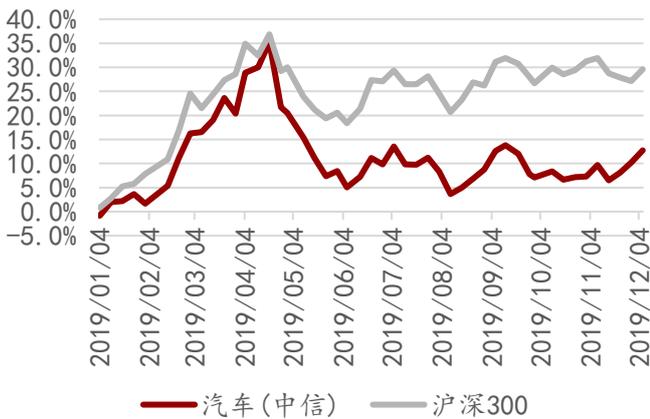
万联证券

1、行情回顾

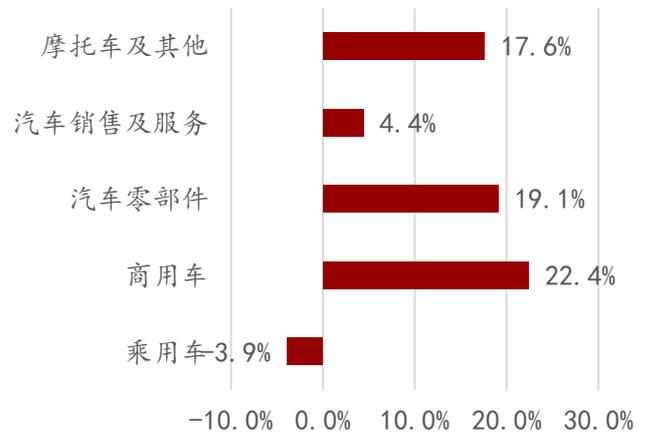
1.1 指数整体收益相对靠后，个股分化较为严重

年初至2019年12月6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(69.5%)、电子(64.4%)、家电(51.8%)、农林牧渔(47.0%)、计算机(41.4%)，其中汽车(中信)行业指数上涨12.8%，涨幅位列中信29个一级行业中第19位，期间沪深300指数上涨29.6%，汽车(中信)行业指数跑输沪深300指数16.8个百分点。

图表1：汽车行业指数跑输沪深300指数



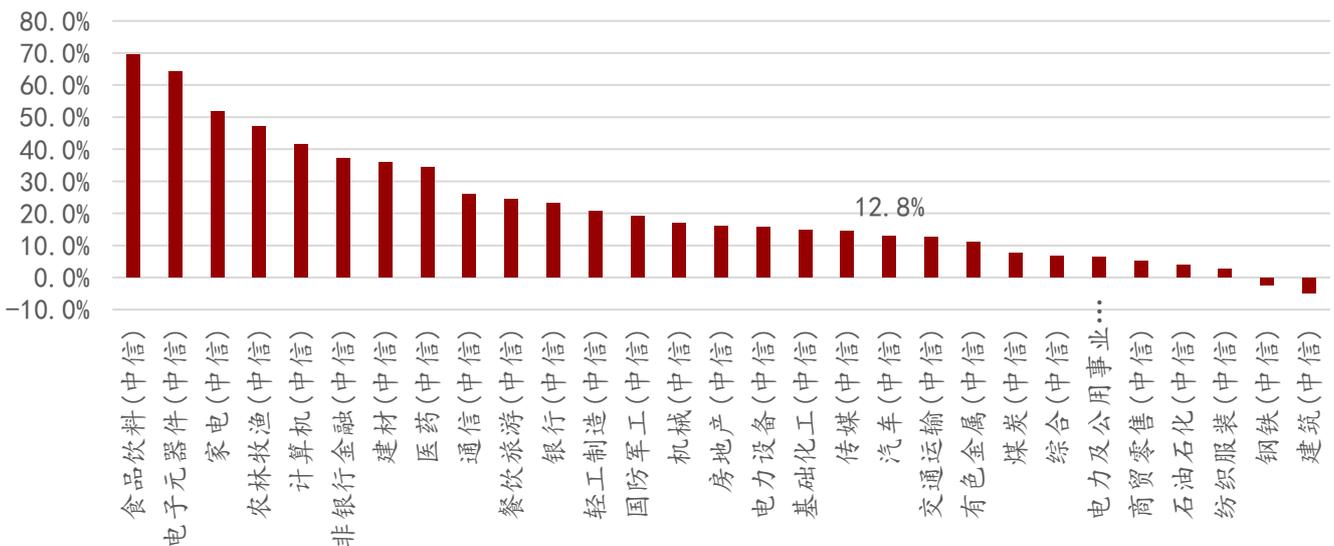
图表2：汽车行业子板块涨跌幅



资料来源：WIND，万联证券

资料来源：WIND，万联证券

图表3：汽车行业指数涨幅位列中信一级行业中第19位



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、汽车零部件板块涨幅相对较好，分别上涨22.4%和19.1%，而乘用车板块下跌3.9%表现最差，汽车销售及服务上涨4.4%也明显落后。总体来看，2019年汽车行业板块α机会较小，更偏重个股的结构性行情。

从个股收益情况来看，分化较为严重，其中业绩稳定增长或处于细分领域领先、业绩改善预期较为强烈的个股能够大幅跑赢市场，如春风动力（137.0%）、赛轮轮胎（103.8%）、中国重汽（94.2%）、潍柴动力（88.7%）、星宇股份（82.1%）等，当然也有题材概念活跃的个股，如全柴动力（133.8%）、万通智控（78.7%）等，而业绩降幅较大的个股股价跌幅也相对较大。

图表4：汽车行业涨跌幅靠前个股收益情况（2019.1.1-2019.12.6）

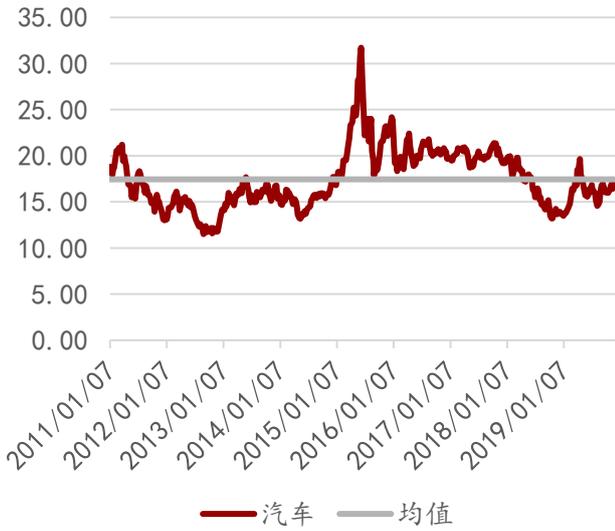
涨幅前 15 的个股			跌幅前 15 的个股		
代码	简称	涨跌幅 (%)	代码	简称	涨跌幅 (%)
603129.SH	春风动力	137.0%	000760.SZ	*ST 斯太	-54.4%
600218.SH	全柴动力	133.8%	300742.SZ	越博动力	-48.1%
601058.SH	赛轮轮胎	103.8%	300100.SZ	双林股份	-42.7%
000951.SZ	中国重汽	94.2%	002592.SZ	八菱科技	-40.5%
000338.SZ	潍柴动力	88.7%	000980.SZ	众泰汽车	-36.5%
603121.SH	华培动力	83.3%	000622.SZ	恒立实业	-35.8%
601799.SH	星宇股份	82.1%	002684.SZ	*ST 猛狮	-33.1%
300643.SZ	万通智控	78.7%	002921.SZ	联诚精密	-31.8%
601633.SH	长城汽车	65.8%	002662.SZ	京威股份	-30.9%
603701.SH	德宏股份	65.0%	300707.SZ	威唐工业	-29.4%
002920.SZ	德赛西威	63.2%	600733.SH	北汽蓝谷	-28.5%
601689.SH	拓普集团	56.6%	600698.SH	*ST 天雁	-27.5%
300585.SZ	奥联电子	54.0%	300733.SZ	西菱动力	-26.1%
000800.SZ	一汽轿车	53.7%	601127.SH	小康股份	-25.7%
600933.SH	爱柯迪	53.4%	300694.SZ	鑫湖股份	-24.1%

资料来源：WIND，万联证券

1.2 估值有所修复，提升空间依然较大

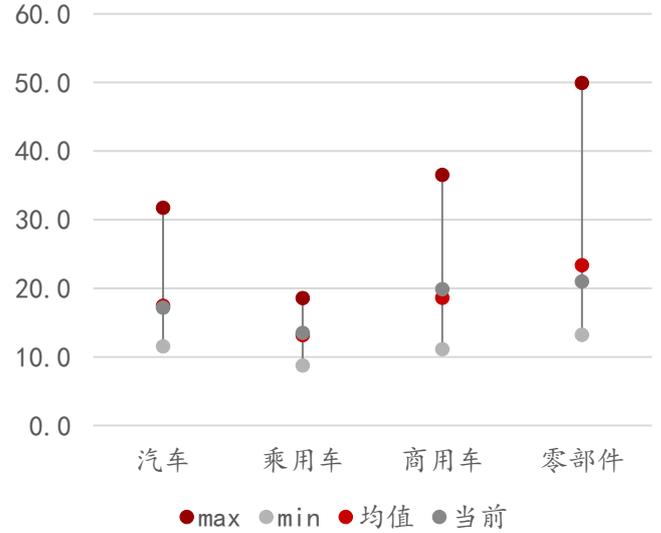
从估值情况来看，年初至2019年12月6日，汽车行业估值提升较大，估值由年初的13.5倍提升至现阶段的17.2倍，基本接近历史均值17.4倍，但相对于历史最小最大估值区间来看，仅处于30%左右的分位水平。子板块乘用车、商用车估值分别达到13.5倍和19.9倍，分别高于历史均值13.2倍和18.6倍，而汽车零部件估值21.0倍依然低于历史均值23.3倍。我们认为，汽车板块估值依然有较大的提升空间，一方面，政策支持鼓励稳定汽车消费大头，制造业减税降税及放宽汽车限购等政策效果有望逐步显现，另一方面终端产销量逐步回升及产销转正预期升温有望促使估值的提升。

图表5：汽车行业PE估值情况



资料来源：WIND，万联证券

图表6：汽车行业子板块PE估值情况



资料来源：WIND，万联证券

2、乘用车：降幅收窄，预期弱复苏

2.1 乘用车短期探底回升，长期低增长成常态

复盘二十年来乘用车产销走势，随着中国加入WTO及外资品牌与本土企业合资不断深耕中国市场，汽车逐步飞入寻常百姓家，国内汽车行业迎来十年黄金发展的家庭普及时代，2005-2013年乘用车年复合增速高达20.7%。2013年-2015年，受国内SUV市场红利及自主品牌竞争实力不断提升的影响，国内乘用车依然保持7%以上的中高速增长，其中SUV保持35%以上的增速，但由于经济下行压力叠加汽车保有量超过120辆/千人水平，国内汽车消费水平有所乏力，尤其是轿车在2015年首次负增长，为提振国内汽车消费稳住经济增长，国家于2016年实施的5%的小排量乘用车购置税优惠政策，极大刺激2016年汽车销量的反弹，当年乘用车销量高达2,437万辆，同比增长14.9%，但购置税对行业造成的消费透支明显，具体表现为随后两年的产销乏力，2017年虽然继续实施2.5%的购置税优惠，但乘用车销量并未见起色，同比增长仅1.4%，2018年乘用车小排量购置税完全退出，国内乘用车迎来首次负增长(-4.1%)。2019年，因国内经济下行压力加大，消费者购车需求较为谨慎，叠加国六排放标准扰动，乘用车销量前10月实现-11.0%的增长。短期来看，因购置税优惠的透支效应基本消失，国六排放标准扰动因素逐步减退，及国家实施“减税降税”、“放宽限购”等促进汽车消费的政策，国内乘用车处于探底回升阶段，8月、9月、10月乘用车月销量同比增速分别-7.7%、-6.3%、-5.8%，从月销量降幅逐步收窄的趋势中可见一斑，至于何时恢复正增长，取决于何时国内经济压力阶段性释缓及居民消费意愿的恢复程度，我们预计2019年、2020年国内乘用车增速分别在-9%和1%。

长期来看，由于现阶段国内汽车保有量达到172辆/千人，与美国（823辆/千人）、日本（609辆/千人）、韩国（488辆/千人）仍有较大的差距，空间上汽车销量并未达到饱和水平。我们结合日本汽车发展历史研究国内汽车的规模空间，1955年-1970年，日本经济快速增长，汽车销量以年复合增速37.5%的高速增长迎来普及时代；1970年

-1979年，基于GDP由两位数高增速向个位数中低增速回落及汽车保有量达由168辆/千人向313辆/千人迈进，汽车销量年复合增速回落至2.75%；1980年-1990年，日本经济泡沫逐步迎来高峰，大量的投机行为进一步居民消费欲望，汽车保有量水平由324辆/千人增长至467辆/千人，汽车销量年复合增速提高到5.98%；1990年-2000年，日本经济泡沫破灭，汽车销量负增长，期间汽车保有量由467辆/千人增长至573辆/千人；2000年以后，GDP实际增速在基本3%以下波动，汽车年销量保持0.2%左右的微增长，汽车保有量由573辆/千人增长至2018年底的619辆/千人。实际上若剔除经济泡沫刺激带来的消费提升因素外，可以看出日本汽车销量在保有量水平达到170辆/千人左右时，进入低增长阶段。2018年底国内汽车保有量达到172辆/千人，实际人均GDP相对于日本1990年左右，由于国内经济增速中低换挡，未来十几年若未实施强干预政策则乘用车销量增速预计不超过5%，因此乘用车“低增长”将成常态。

图表7：国内乘用车销量（万辆）

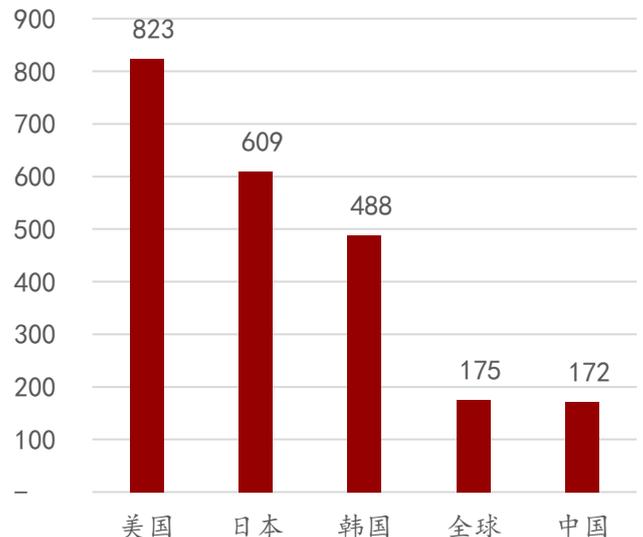


资料来源：中汽协，万联证券

图表8：乘用车月销量探底回升（万辆）



图表9：国内汽车保有量仍有提升空间（辆/千人）

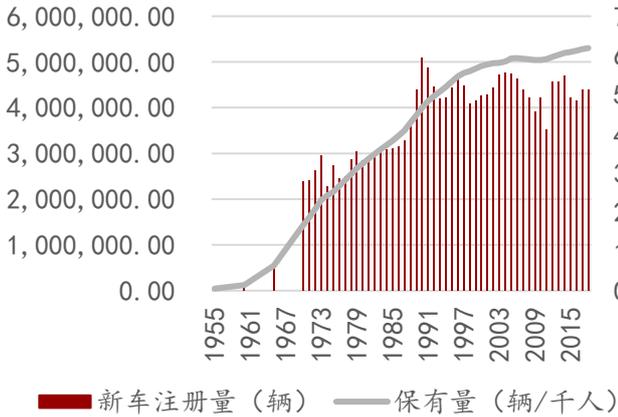


资料来源：中汽协，万联证券

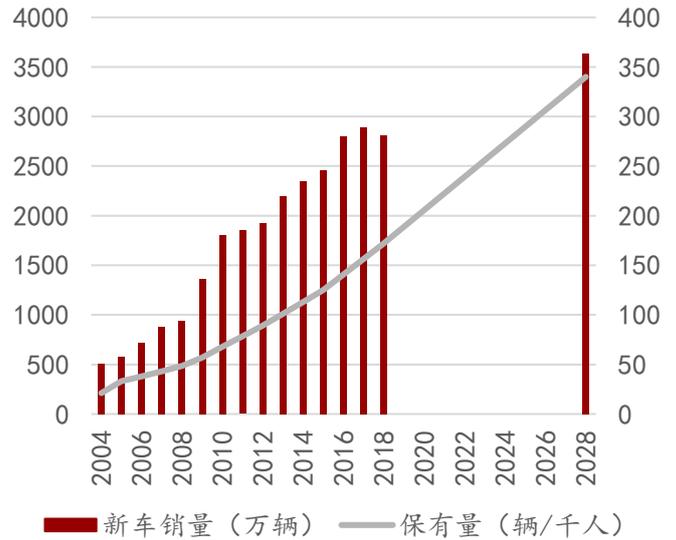
资料来源：WIND，万联证券

我们假设，未来10年汽车保有量水平由172辆/千人增长至340辆/千人，按13.9亿人口对应的汽车保有量约4.7亿辆水平，车辆平均更新周期13年，预计汽车年销量中枢有望达到3,635万辆水平，年平均复合增速为2.6%。

图表10：日本新车销量与保有量



图表11：中国新车销量与保有量



资料来源：WIND，万联证券

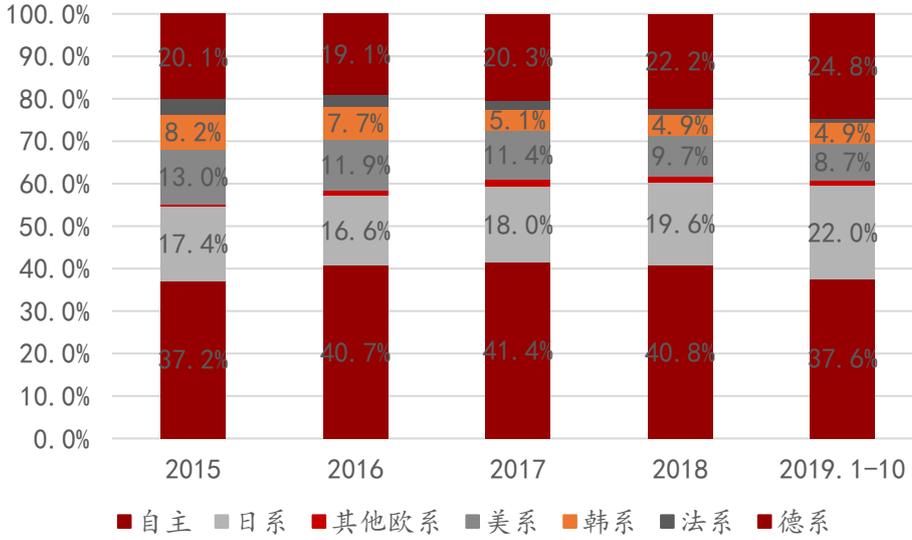
资料来源：WIND，万联证券

2.2 品牌强分化，日系、德系表现较好

自2018年以来，国内乘用车景气度下行，一方面SUV市场红利的消退，尤其是在经济面临下行趋势下，价格在15万元以下的自主品牌面临更大的压力，导致国内自主品牌总体市场份额萎缩，由2017年的41.4%下降至2019年1-10月的37.6%；另一方面外资合资加大SUV市场布局，行业竞争加剧，品牌实力不足的车企销量面临腰折甚至逐步退出市场，如力帆、海马、众泰等乘用车2019年销量基本腰折，而日系、德系等车型凭借极强的产品竞争力表现明显好于行业，如一汽大众、东风本田、广汽本田2019年1-10月销量增速分别高达1.9%、23.3%和7.9%，远远高于行业平均水平，日系、德系等市场份额也处于上升通道，2019年1-10月市场份额分别达到22.0%和24.8%，相比2015年分别提升4.6pct和4.7pct。

实际上，由于销量疲软、资金链紧张、品牌实力不足等原因，一些品牌正逐步边缘化或退出市场，如铃木、北汽银翔、君马汽车、长安标致雪铁龙等，预计未来几年车企关停或转售将时常发生，同时市场的结构出清也有利于头部企业市场份额的提升，根据麦肯锡的数据显示，中国自主品牌头部品牌（8个）的市场份额显著提升，由2016年的64%提升至2019年前5月的79%，短短三年时间上升15pct。机遇与危机伴随，尽管车市整体下滑，但车市结构的深度调整及两极分化的情形也为品牌实力较强的自主品牌带来了光明的前途，逆境中更能锤炼与提升品牌实力，真正的实现产业转型与升级，市场必将诞生一些伟大的自主品牌车企，建议重点关注产品竞争力、品牌影响力和抗压能力较强的一线自主品牌。

图表12：国内乘用车品牌市场份额

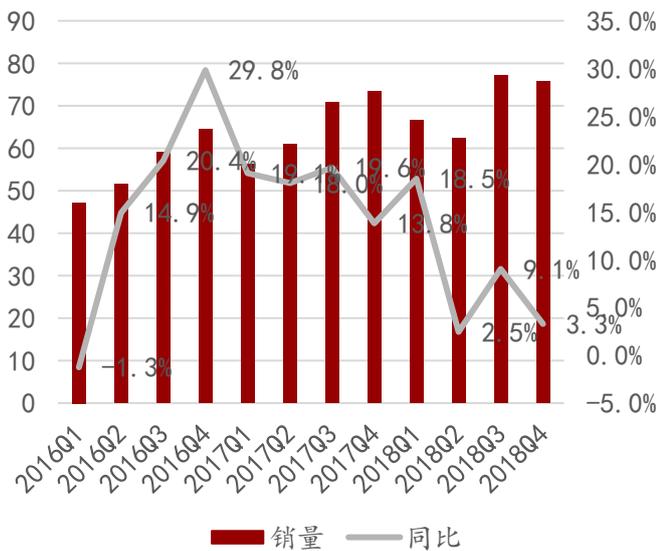


资料来源：乘联会，万联证券

2.3 消费升级，豪车销量远高于行业平均水平

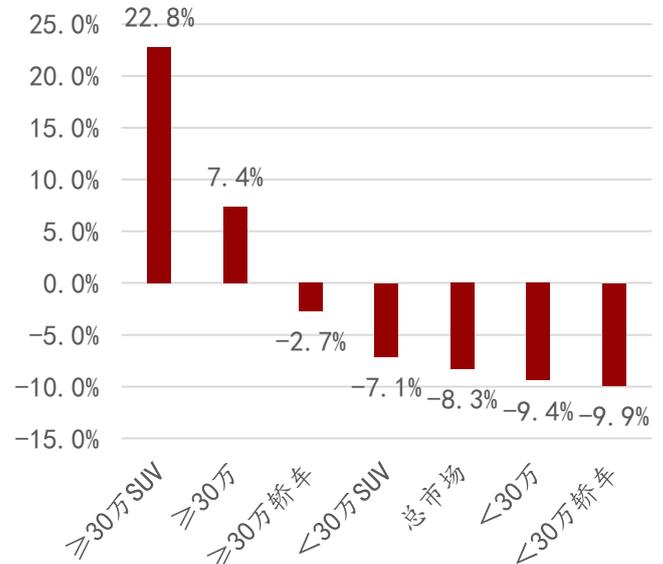
在国内汽车消费低增长过程中，也出现消费分级分层现象。2018年在下游乘用车零售增速-6%的背景下，国内豪车增速高达8%，形成豪车一枝独秀的增长特征。而从2019年1-10月销量情况来看，高端车型消费依然强劲，如30万以上的豪车增速增速高达7.4%，明显高于行业平均水平，豪车增速远高于行业的主要原因在于一方面汽车增购、换购需求的增加促使消费者更注重汽车品质，如增购、换购消费群比例由2008年14%左右提升至2016年的46%左右；另一方面，进口关税的下调及国产豪车价格的下探致使年轻人对豪车品牌需求的增加。

图表13：国内豪车销量及增速（万辆）



资料来源：乘联会，万联证券

图表14：30万以上车型销量增速较高（2019.1-10）



资料来源：乘联会，万联证券

中高端市场的旺销与低端市场的低迷形成了鲜明的对比，面对市场洗牌与SUV红利的消退，车企必须走上高端化之路。实际上，一些自主品牌早已纷纷开始高端化之路，如吉利的LYNK & CO和长城的WEY，就在今年11月底刚刚落幕的广州车展上，长城汽车旗下高端品牌WEY混动车型VV7 PHEV和VV7GT PHEV全球首发上市，同时定位旗舰豪华SUV的全新概念车WEY-X也已亮相，而吉利今年车型高端化趋势也较为明显，陆续推出几何A、星越等产品，旗下领克品牌也进一步强化品牌建设与差异化特点。面对车市低增长及激烈的品牌竞争，车企只有通过不断完善产品结构逐步走向高端化之路才能立足车市，因此建议重点关注产品结构逐步改善的自主品牌。

3、商用车：客车继续承压，重卡高景气延续

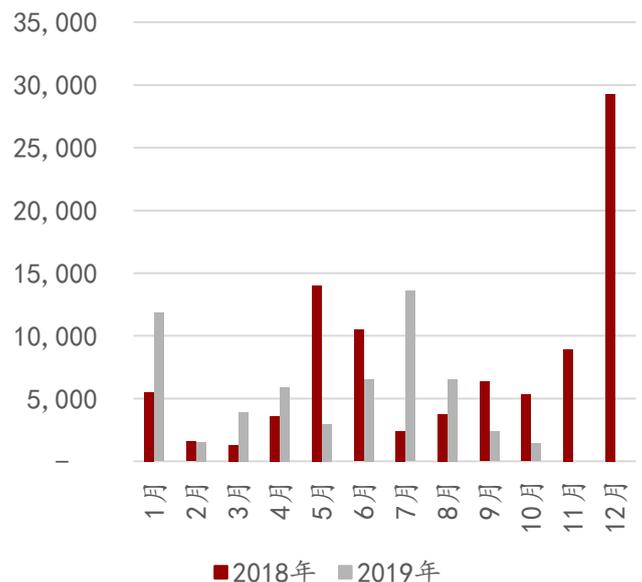
3.1 客车持续承压，适当关注客车龙头企业

2018年国内客车销量达到45.0万辆（不包括非完整客车），同比下降6.3%，连续5年下滑，2019年1-10月客车销量33.9万辆（不包括非完整客车），同比下降1.7%，延续往年下滑趋势，主要原因在于，一方面国内经济增速放缓和高铁覆盖面持续增长挤兑公路客运市场导致客车总体需求呈下滑趋势，另一方面新能源客车受补贴政策退坡的影响较为严重，尤其是大中型客车在政策加速退坡之际，承受较大的成本压力，销量增速及市场份额均出现较大幅度的下滑，如2018年大型客车销量同比下降18.6%，市场份额由2017年的19.6%下降至17.0%，2019年1-10月大型客车销量同比下降3.4%，市场份额下降至16.0%。在上述因素未明显改变情形下，我们预计2020年客车总需求依然承压，但降幅相对2019年有望收窄，主要原因在于新能源客车在公共领域推广力度有望加大及受补贴退坡因素成本压力边际减弱。

图表15：客车销量（辆）



图表16：新能源客车销量（辆）



资料来源：中汽协，万联证券

资料来源：乘联会，万联证券

2018年，国内新能源客车上牌数9.3万辆，同比下降12.9%，2019年1-10月国内新能源客车上牌数5.7万辆，同比增长4.2%，表现相对平稳增长，由此迹象可见新能源客车将逐步摆脱政策补贴的依赖性，若按往年1-10月新能源客车销量占比60%预测2019年新能源客车上牌数有望在9.4万左右，同比增长2.0%。从新能源客车新车渗透率来看，2018年底新能源客车渗透率约21.8%，2019年1-10月渗透率达到16.0%，预计全年有望达到21.5%左右，新能源客车渗透率相对较高，由于各城市工况、经济实力及推广进度的不同，新能源客车区域销量差异性较大，2020年部分城市公共领域考核目标时点临近，地方政府推广的力度有望进一步加大，因此预计2020年新能源客车总体销量保持平稳，建议适当关注客车龙头企业。

图表17：新能源客车渗透率



资料来源：中汽协，万联证券

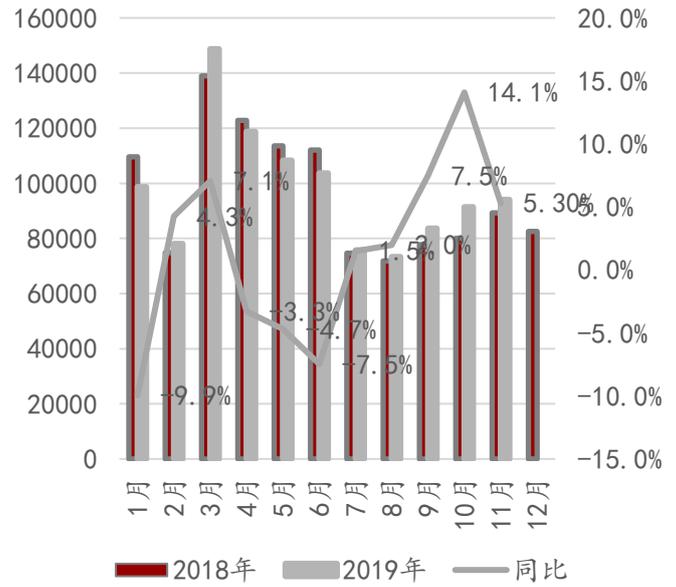
3.2重卡高景气有望延续，核心重卡零部件依然值得关注

2018年，重卡销量达到114.8万辆，同比增长6.9%，连续2年超110万辆打破历史记录，2019年1-11月，重卡销量107.4万辆，同比增长1.0%，尤其是自7月以来连续5个月正增长，明显超出市场预期，重卡表现如此强劲的主要原因在于三方面：首先，政策方面，环保政策趋严，大气污染压力较大的城市纷纷加大国三柴油车限行、禁行力度，并出台提前淘汰国三柴油车的财政补贴政策，促进重卡的换购；其次，GB-1589治超新政促使重卡单车运力下降15%-20%，而国内货车超载超标显现普遍，各地持续加大超载治理，无锡桥坍塌事件将重卡超载推向舆论风口，治超趋严直接导致货车运力需求提升；最后，临近年末，经销商库存备货也相应导致重卡企业订单需求的提升。鉴于重卡前11月的良好表现，预计2019年全年销量有望达到116万辆，再创历史新高。

图表18: 重卡销量 (万辆)



图表19: 重卡月销量及同比



资料来源: 中汽协, 万联证券

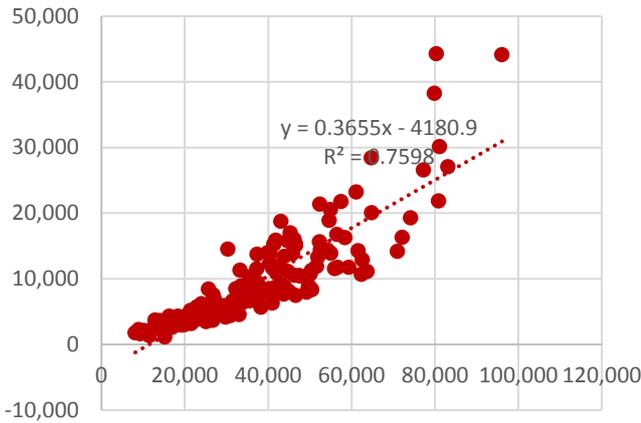
资料来源: 中汽协, 万联证券

本轮重卡周期与上一轮重卡周期明显不同, 上一轮重卡周期主要是四万亿投资刺激造成的消费透支, 在政策刺激后几年存在明显的销量回落, 而本轮重卡周期的起始在于治超新政导致单车运力需求的下降催生重卡保有量的扩容, 叠加大气污染治理趋严及上一轮重卡置换需求的来临。我们认为2020年重卡销量依然不悲观, 具体原因如下:

(1)、基建投资回升有望带动工程重卡需求的提升。2020年, 经济下行压力依然存在, 政府会相机实施逆周期调控政策, 2019年11月底国务院提前下达2020年部分新增专项债限额1万亿, 占2019年当前新增转向债务限额的47%, 专项债发行节奏的提速有望促进基建投资的回升, 从而进一步拉动工程重卡的需求。实际上, 工程车与挖掘机销量存在明显的相关关系, 两者可相互验证。从挖掘机近期走势来看, 2019年1-11月主要企业挖掘机销量累计同比14.4%, 依然维持高位, 11月挖掘机销量同比增长21.7%处于提速状态, 因此在基建投资加码预期下, 预计挖掘机、工程车销量有望明显回升。

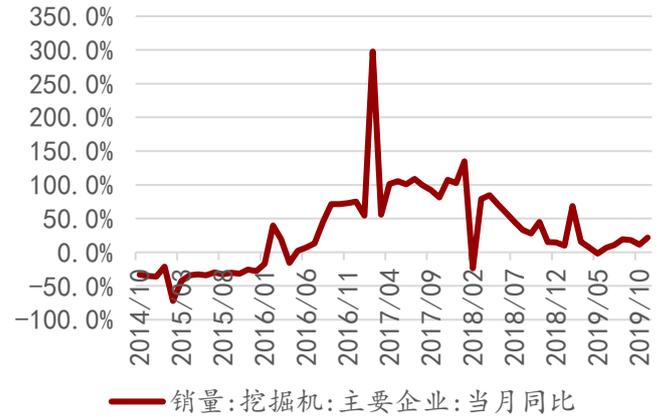
(2)、国内物流需求平稳有望促进物流重卡需求长期稳定。2018年国内社会物流总额283.1万亿, 同比增长12.0%, 剔除价格因素同比增长6.4%, 2019年1-10月社会物流总额244.4万亿, 剔除因素同比增长5.8%, 总体来看受国内经济下行压力因素社会物流需求保持稳中略降, 但对物流重卡的影响不大, 相反物流重卡销量增速处于回升态势, 一方面GB1589治超新政带来的单车运力下降催生新的需求, 另一方面, 国内超载现象长期存在, 交通部对超载、超标现象的治理力度加大, 造成运力缺口进一步扩大。未来三年, 国内经济不太可能出现断崖式下滑, 社会物流需求依然保持稳定增长, 因此物流重卡长期有望保持稳定增长。

图表20: 挖掘机销量与工程车存在明显的相关关系



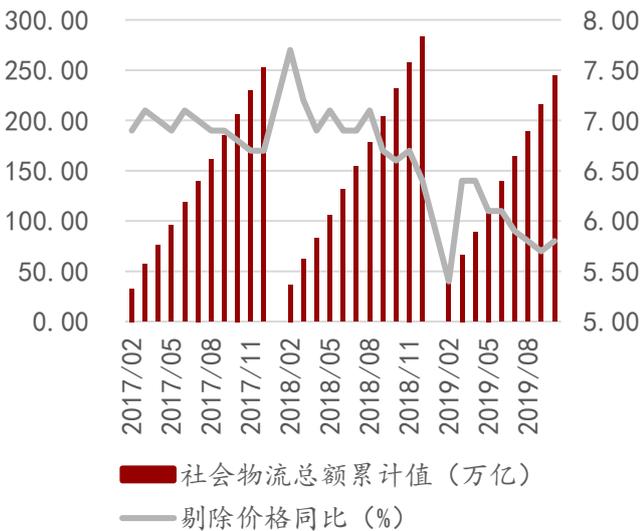
资料来源: WIND, 万联证券

图表21: 挖掘机销量同比



资料来源: WIND, 万联证券

图表22: 国内社会物流总额情况



资料来源: WIND, 万联证券

图表23: 物流重卡销量回升



资料来源: WIND, 万联证券

(3)、各地提倡国三燃油车提前淘汰支撑置换重卡需求。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。2020年是蓝天保卫战三年行动计划的最后一年, 重点区域国三柴油车的淘汰有望得到严格执行, 实际上各地方政府也纷纷响应政策号召, 出台提前淘汰国三柴油车的补贴激励政策, 总体来看国三柴油车的提前淘汰能够有效支撑重卡置换需求。

图表24：各地国三柴油车提前报废补贴政策

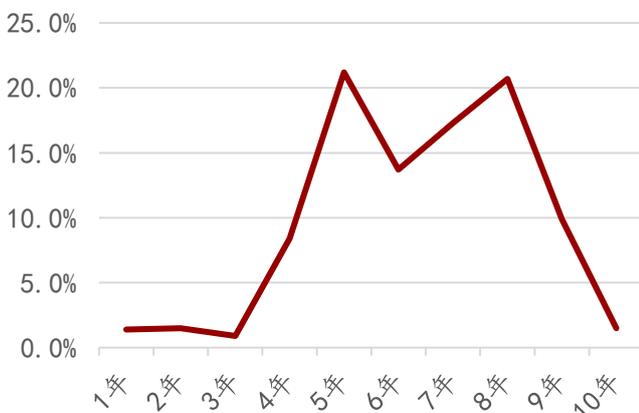
地区	政策	报废补贴时间段	重卡补贴额度 (万元)
上海	《上海市鼓励国三柴油车提前报废补贴实施办法》	2019. 10. 1-2020. 12. 31	2. 20-6. 80
武汉	《国III柴油车提前淘汰补助实施方案》	2019. 8. 1-2020. 12. 31	2. 60-3. 80
深圳	《深圳市老旧车提前淘汰奖励补贴办法（2018-2020年）》	2020. 1. 1-2020. 6. 30	2. 10-6. 65
南京	《关于对国二汽油车和国三柴油车实施淘汰补贴的通告》	2018. 8. 1-2020. 12. 31	1. 00-3. 80
陕西	《西安市促进高排放老旧机动车淘汰更新补助暂行办法》	2018. 9. 21-2020. 12. 31	2. 60-3. 30
海南	《海南省老旧车淘汰和污染治理实施方案》	2018. 8. 17-2020. 12. 31	2. 50
北京	《北京市促进高排放老旧柴油货运车淘汰方案》	2019. 7. 1-2019. 10. 31	1. 20-6. 00
杭州	《杭州市国三柴油车淘汰补助实施细则》	2018. 6. 10-2019. 12. 31	2. 60-3. 80
济南	《济南市老旧柴油车报废更新资金补贴实施方案》	2018. 1. 1-2019. 12. 31	2. 00-4. 00

资料来源：各地方政府官网，万联证券

(4)、上轮重卡高峰的置换周期临近，内生销量增长需求稳健。上一轮重卡的顶峰是2010年，一般重卡的更换周期为8-10年。从国三车车龄分布情况来看，2018年底，国三重卡车龄大部分为5-8年，尤其是5年和8年占据较高的市场份额，分别达到21.2%和20.7%，大量的重卡已然到了换新窗口期。实际上，近年来重卡平均车龄处于大幅下降的状态，根据《中国公路运输大数据报告》显示，从2016年到2018年，全国重卡平均车龄由5.91年下降到4.56年，两年间平均车龄下降22.8%，即说明近年来已经出现了大幅度的新车替换旧车的情况。

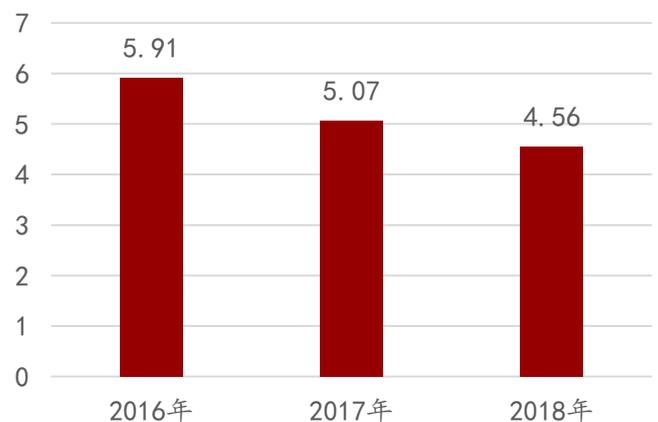
总体来看，我们认为2020年重卡销量依然有较强的支撑，投资方面建议重点关注重卡核心零部件供应商，尤其是在重型货车国六标准执行下，重卡核心零部件价格仍有较大的提升空间，另外适当关注业绩稳定的重卡企业。

图表25：2018年底国三重卡车龄分布



资料来源：方得网，万联证券

图表26：近年来国内重卡平均车龄明显下降



资料来源：《中国公路运输大数据报告》，万联证券

图表27：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	

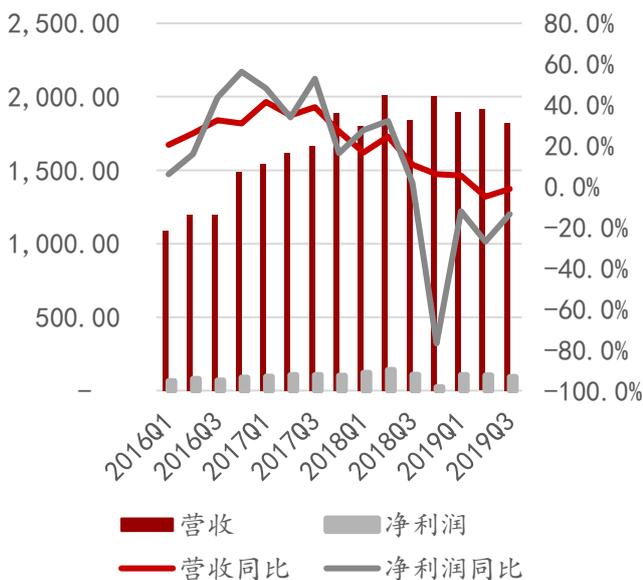
资料来源：环保部，万联证券

4、零部件：业绩降幅收窄，转型升级有望创造新机遇

4.1 零部件公司业绩降幅收窄

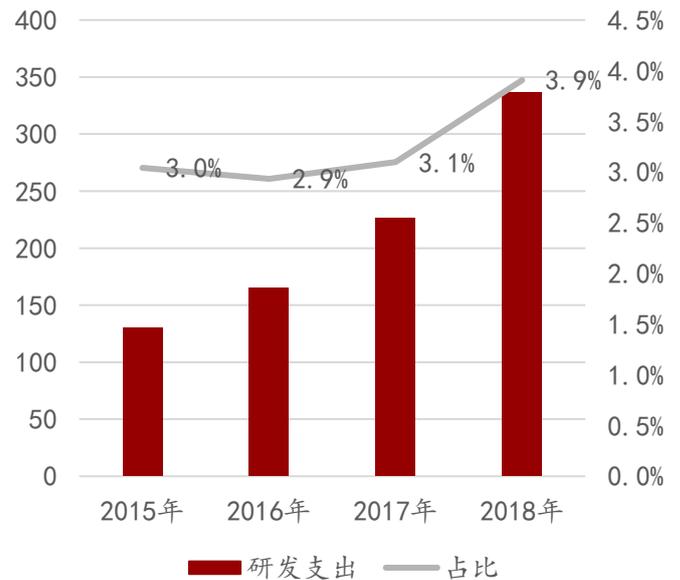
近年来，因下游整车景气度低迷，零部件公司也出现较大程度的下滑，但从今年第三季度业绩情况来看，零部件公司业绩已有好转的迹象，具体来看2019年Q1\Q2\Q3分别实现营业总收入1,898.5亿元、1,914.3亿元和1,821.5亿元，同比分别增长5.4%、-5.0%和-1.2%，实现归属于上市公司股东的净利润分别为107.1亿元、102.9亿元和93.8亿元，同比分别增长-12.1%、-27.0%和-13.5%，实现扣非后归属于上市公司股东的净利润分别为90.3亿元、91.4亿元和81.3亿元，同比分别增长-11.1%、-19.7%和-4.0%，第三季度业绩降幅相对二季度明显收窄，由于下游整车处于弱复苏阶段，因此可预期零部件公司业绩有望迎来持续的改善。

图表28：零部件行业业绩降幅收窄（亿元）



资料来源：WIND，万联证券

图表29：零部件企业研发支出明显增加（亿元）



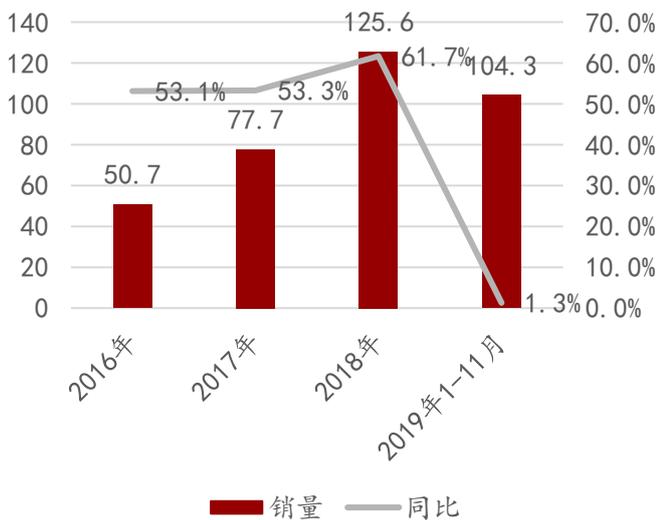
资料来源：WIND，万联证券

当然，由于近两年来行业景气度下行，汽车零部件公司也存在一定的经营压力，尤其是规模较小、竞争实力不足的传统零部件公司，亏损情况较为普遍，存在一定的淘汰风险，零部件公司应当加快转型升级，培育新的增长点。实际上，我们从研发投入情况来看，零部件公司转型的动力较强，2018年，零部件上市公司研发支出336亿元，同比增加48.9%，占营收比例已经提升至3.9%，在行业低迷情形下，依然加大研发投入可以看出零部件公司向“新四化”方向攻坚克难、转型升级的信心坚定，因此从企业长期成长角度建议优选“新四化”前瞻布局的优质零部件公司，重点关注卡位电动化及智能网联化优质赛道的头部企业。

4.2 电动化：海内外成长共振，电动汽车爆发在望

2019年1-11月，国内新能源车销量104.3万辆，同比仅微增长1.3%，其中新能源乘用车销量93.5万辆，同比增长5.6%，新能源商用车销量10.8万辆，同比增长-25.1%。新能源汽车销量的低迷，主要是由补贴严重退坡导致，尤其是自下半年以来，新能源汽车月销量出现连续5月连降趋势，预计2019年新能源汽车销量120万辆，相比2018年下降4.5%，但我们认为，短期新能源汽车销量的下滑并不能影响长期确定性高增长的趋势，尤其是新能源汽车即将迎来海内外成长的共振，行业爆发在望。

图表30：国内新能源汽车销量（万辆）



图表31：国内新能源乘用车及商用车销量（辆）



资料来源：中汽协，万联证券

资料来源：中汽协，万联证券

国内：2020年是“十三五”规划的收官之年，在《汽车产业中长期发展规划》、《节能与新能源汽车技术路线图》等政策规划中，官方坚定明确2020年新能源汽车产销规模200万辆，累计销量突破500万辆的目标，而由2019年的120万辆产销规模增长至200万

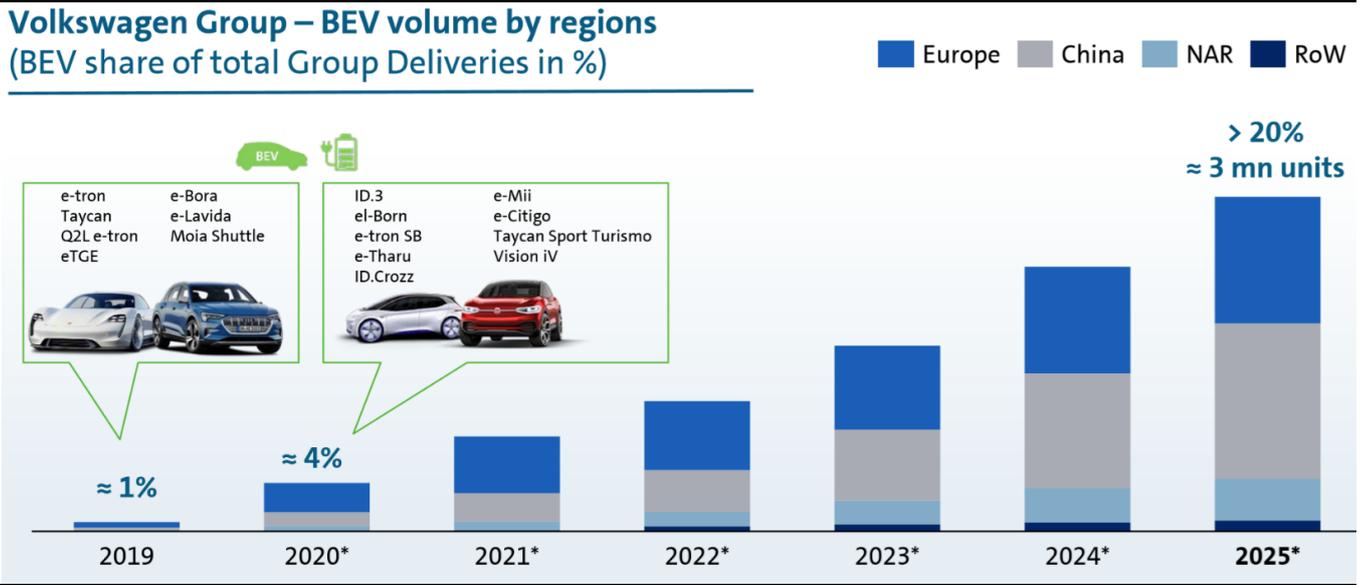
辆规模虽然存在较大的压力，但我们预计除补贴政策退坡影响负面之外，其他激励政策有望进一步加大，尤其是双积分政策的执行，2019年、2020年要求新能源积分占比10%、12%，且2020年车企面临着2019、2020年的新能源积分的合并考核，双积分政策的执行将强有力的驱动车企加大推广新能源车，我们预计2020年新能源车汽车销量有望达到180万辆。长期来看，在《新能源汽车产业发展规划（2020-2025年）》（征求意见稿）中指出，2025年新能源汽车新车销量占比25%，按2,800万辆汽车基数预计销量规模有望达到700万辆，5年年复合增速至少在30%以上。

国外：欧盟碳排放法规要求2020年起，欧盟境内95%的新登记乘用车平均二氧化碳排放量降至95g/km（相当于4.1L汽油/100km），2021年所有新车须达到此要求，若汽车制造商无法满足上述标准，超出碳排放标准1g/km的车辆将受到欧盟每辆车95欧元罚款，且欧盟计划到2030年使汽车和货车的二氧化碳排放量分别比2021年减少37.5%和31%，按此预计2030年欧盟三分之一的新车将采用零排放汽车，因此严格的碳排放法规将倒逼车企加速布局新能源汽车。

实际上，欧洲已开始全面转向电动车战略。2019年3月20日，欧洲传统汽车三大巨头——大众、戴姆勒、宝马的掌门人进行了一通长达40分钟的电话会议，彼此达成“电动化是欧洲汽车企业通往未来之路唯一选择”的共识。随后，德国总理默克尔召开一系列移动出行峰会，会议进一步决定德国乃至欧盟的电动车政策走向。11月4日，德国总理默克尔为大众旗下首款ID.3纯电动车下线站台，次日德国宣布提高新能源车补贴方案，即售价4万欧元以下的电动车补贴由4,000欧元提高至6,000欧元，混合动力车型由3000欧元提高至4500欧元，并将补贴政策的有效期限从既定的2020年底延长至2025年底。可以看出，德国乃至欧洲已开始全面电动化战略，根据T&E的预测，欧洲电动车的产量有望从2019年的75万辆增长至2025年的400多万辆，市场占有率将从2019年的4%提升至2025年的22%。

全球电动化，大众、特斯拉最为激进。从车企规划方面来看，大众、特斯拉电动化最为激进且增长潜力巨大。大众方面，根据最新规划，大众预计2020-2024年间在混合动力、电动出行以及数字化领域投资600亿欧元；在2025年之前，推出超过30款纯电动车型，年销量目标达到200-300万辆，占总销量的20-25%；2029年将推出75款纯电动车、60款混合动力车型，电动车销量达2,600万辆，其中包括混合动力车型600万辆。在中国，大众计划2019年底推出14款新能源车，2020年全面发起新能源产品攻势，2025年前推出30款新能源车，完成150万辆新能源车销量目标。特斯拉方面，2019年前三季度特斯拉实现新能源车交付量25.5万辆，同比增长65.0%，预计2019年全年有望达到36万辆，同比增长47.0%，且特斯拉全球加速产能扩建，特斯拉在中国实现了最快速度建厂，并有望今年年底投产，预计2020年特斯拉中国工厂销量有望达到15万辆，2021年销量实现30万辆。另外，特斯拉已着手德国建厂，并计划2021年完工投产，产能有望达到50万辆。可以看出，大众、特斯拉等车企加速电动化布局有望带动全球新能源车的快速增长，我们预计2020年全球新能源乘用车销量有望达到307万辆，同比增长56.5%，其中中国及欧洲成主要的增量市场。

图表32: 大众电动车规划



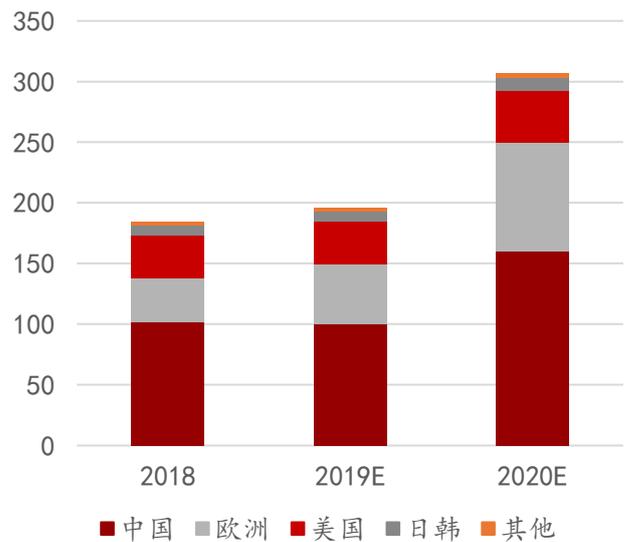
资料来源: 大众官网, 万联证券

图表33: 特斯拉交付量 (万辆)



资料来源: 特斯拉公告, 万联证券

图表34: 全球新能源乘用车销量预测 (万辆)



资料来源: GII, 万联证券

4.3 智能网联化: ADAS渗透率提升, 5G网联化有望提速

智能网联汽车是汽车产业升级的重点方向,从国家层面来看,智能网联汽车已成为各国高新技术发展的战略目标,以美国、日本、欧洲及中国为代表。2014年,美国交通运输部与ITS联合项目办公室共同提出“ITS战略计划2015-2019”,将单纯的汽车网联化升级为汽车网联化与自动控制智能化的双重发展战略,2016年发布《美国自动驾驶汽车政策指南》,从自动驾驶汽车性能指导、各州相关政策统一化战略、NHTSA现行管

理手段、未来监管措施创新四部分内容来指导和规范自动驾驶汽车发展。日本于2013年，启动《战略性创新创造促进计划》(SIP)计划，明确无人驾驶汽车商用化时间节点，2016年发布的《官民ITS构想及路线图》，细化了自动驾驶技术场景化推进目标，明确自动驾驶推进时间表。在中国，2015年国务院印发的《中国制造2025》中首次将智能网联汽车发展提升至国家战略高度，2017年《汽车产业中长期发展规划》中也提出智能网联汽车在2020年要力争与国际同步发展，汽车DA(驾驶辅助)、PA(部分自动驾驶)、CA(有条件自动驾驶)系统新车装配率超过50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到10%，满足智慧交通城市建设需求；到2025年，中国汽车进入世界先进行列汽车，DA、PA、CA新车装配率达80%，其中PA、CA级新车装配率达25%，高度和完全自动驾驶汽车开始进入市场。2019年12月，在《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》(征求意见稿)中规划指出2025年智能网联汽车占比达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。

从车企方面来看，主机厂推出智能网联汽车的动力十足，一方面现阶段汽车产品之间的差异化并不明显，单凭外观设计、内外饰、动力性能等无法快速打动消费者，而智能网联可成为汽车核心产品力的标志，主打智能网联汽车能够成为车企在竞争加剧的车市中的一大突破口；另一方面，传统汽车新车销售毛利日趋下降，单纯的汽车制造在后期或许面临增长乏力，而以智能网联为终端探寻汽车新生态培育新的盈利模式或将成为车企的另一大尝试。从各大车企规划来看，2020年L3级别车型有望量产，2025年-2030年有望实现完全自动驾驶。

图表35：部分国家和地区智能网联汽车政策规划

国家/地区	政策规划内容
美国	2014年，美国交通运输部与ITS联合项目办公室共同提出“ITS战略规划2015-2019”，将单纯的汽车网联化升级为汽车网联化与自动控制智能化的双重发展战略；2016年发布《美国自动驾驶汽车政策指南》，从自动驾驶汽车性能指导、各州相关政策统一化战略、NHTSA现行管理手段、未来监管措施创新四部分内容来指导和规范自动驾驶汽车发展；2017年发布《自动驾驶系统2.0：安全愿景》自愿安全指导方针；2018年发布《准备迎接未来交通：自动驾驶汽车3.0》，致力于推动自动驾驶技术与地面交通系统多种运输模式的安全融合。
日本	2013年，日本启动《战略性创新创造促进计划》(SIP)计划，明确无人驾驶汽车商用化时间节点；2016年，发布的《官民ITS构想及路线图》，细化了自动驾驶技术场景化推进目标，明确自动驾驶推进时间表；2016年5月颁布《自动驾驶汽车道路测试指南》，2017年6月发布《远程自动驾驶系统道路测试许可处理基准》，允许车辆在“无人状态下”上路测试。2018年，日本国土交通省发布《自动驾驶汽车安全技术指南》，明确L3\L4级自动驾驶汽车所满足的10大安全条件。
欧盟	2014年，欧盟委员会启动《Horizon 2020》项目，鼓励智能网联汽车研发；2015年，欧盟委员会发布《GEAR 2030战略》，重点关注高度自动化和网联化驾驶领域等推进及合作；2016年欧盟委员会通过“合作式智能交通战略”，旨在推进2019年欧盟成员范围内部署协同式智能交通系统(C-ITS)服务，实现V2X,V2I等网联式信息服务；2018年，欧盟委员会发布《通往自动化出行之路：欧盟未来出行战略》，明确到2020年在高速公路上实现自动驾驶，2030年进入完全自动驾驶社会。2019年，欧盟成员国达成共识，共同签定自动驾驶指导文件，该份文件中共有8个原则，其核心是如何定义自动驾驶车辆的安全。

中国	<p>2015年印发《中国制造2025》中首次将智能网联汽车发展提升至国家战略高度，并制定了明确的技术路线图；2016年发布《智能网联汽车技术路线图》，为智能网联汽车阶段性发展目标进行补充和修订；2017年发布《汽车产业中长期发展规划》指出智能网联汽车在2020年要力争与国际同步发展，到2025年进入世界先进行列，2017年发布《国家车联网产业标准体系建设指南（智能网联汽车）》，为车联网关键技术、核心产品以及功能应用提供基础性和引导性的作用。2018年发布《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿），“三步走”战略建成智能汽车强国。2019年，《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）中规划指出2025年智能网联汽车占比达到30%，高度自动驾驶智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用。</p>
----	---

资料来源：万联证券

图表36：各大车企自动驾驶规划

车企	自动驾驶规划
奔驰	计划2020年推出完全自动驾驶汽车。
宝马	预计L3级别的全新iNEXT自动驾驶汽车将于2021年正式上市，2030年实现L5级别自动驾驶。
奥迪	计划2021年发布基于Aicon概念车的完全自动驾驶汽车。
大众	预计在2021年推出搭载L5自动驾驶辅助系统的Sedric。
福特	计划2021年正式推出具备全自动驾驶能力的车型，并逐步应用于移动出行服务中。
通用	计划2019年推出L4级别的共享出行Cruise AV车型。
丰田	计划2020年上市自动驾驶汽车。
上汽	计划2025年实现完全自动驾驶。
广汽	预计传祺将在2019年推出L3级别级别的自动驾驶量产车以及L4级别的样车。
东风	力争在2020年采用有条件自动驾驶和辅助信息相结合，实现L3级别高速公路+部分城市路况自动驾驶；2025年采用高度自动驾驶和环境感知信息联网组合，实现城区自动驾驶。
北汽	2019年将实现L2.5级自动驾驶，届时可以全覆盖高速公路场景，而到2020年将实现L3级自动驾驶。
吉利	计划2020年L3级别自动驾驶汽车量产。
长安	计划2020年实现有限自动驾驶，2025年实现真正自动驾驶。
长城	计划2020年量产L3级自动驾驶汽车；2023年计划量产L4级自动驾驶汽车；2025年推出达到L5级自动驾驶汽车。

资料来源：万联证券

ADAS渗透率快速提升。当然现阶段还是以辅助驾驶为主，实际上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）占有将率将达到50%，预计未来两年内辅助驾驶市占率每年均有10%以上的提升空间。

5G网络的应用，有望加快车联网的应用。2019年9月，5G网络开始全面商用，由于5G的高速率、低时延等特点能够极大地满足车-路-云互通互联，因此车联网应用将有望加快。从网络技术应用层面来看，由于我国已经建成全球最大的4G网络，且初步形成了覆盖LTE-V2X系统、芯片、终端产业链，同时在C-V2X标准制定、产品研发、应用示范、路测验证等方面均取得了积极进展，因此我国具备大力发展C-V2X的技术基础。从车联网功能应用发展来看，除了提供基本的车载娱乐信息服务外，能够依据用户习惯，结合AI、云计算等技术为用户提供精细化、个性化信息服务，如车载AR实时导航、重要信息及时提醒、车辆周边消费选择推荐等，当然在高度自动驾驶领域，车联网能够弥补智能汽车感知层面的不足，共同实现自动驾驶的协同感知与控制。

5、投资策略及个股推荐

投资策略：我们认为2020年汽车行业应当超配。首先，政策底已经明晰，制造业减税降税、汽车限购逐步放宽、加快老旧车报废更新、推动重点消费品更新升级等一系列的政策将促进和稳定汽车消费大头，而国六排放标准的执行仅仅是在短期内影响汽车消费需求，并不妨碍行业的长期内生稳健发展。其次，行业弱复苏，目前汽车制造业库存已降低至较低水平，终端产销量降幅逐步收窄，上市公司整体业绩也有望跟随终端销量逐渐好转。最后，估值依然不贵，年初至今行业虽经历了估值修复，但整体估值依然不高，尤其是汽车零部件估值仍然处于历史均值之下，且相对其他行业，汽车行业估值依然具有较大的吸引力。建议围绕两方面选股：(1)、一线自主乘用车企，乘用车终端产销降幅收窄及预期持续复苏有望带动乘用车企业业绩回升，尤其对于竞争实力较强的一线自主品牌在低基数效应下有望迎来产销周期的反转。(2)、细分领域优质零部件供应商，国内零部件公司相对下游整车来看具备更强的韧性及更高的成长性，尤其是在合资渗透、国际开拓方面，国内零部件公司已取得了较大的进步，在短期整车产销弱复苏带动及长期“新四化”确定性大趋势下，优质零部件公司明显具有较强的投资价值，推荐重点关注新能源、智能网联等产业链优质零部件个股。个股方面，推荐重点关注拓普集团(601689)、保隆科技(603197)、德赛西威(002920)、伯特利(603596)。

拓普集团(601689)

NVH龙头企业，市场份额有望稳步提升：公司为国内NVH龙头企业，技术经验丰富，是国内少数具备设计、验证、系统开发能力的OEM零部件企业，深度绑定吉利、通用、福特等优质客户，由于下游重点客户产销量于今年四季度已具有明显好转，预计随着行业持续复苏，公司NVH业务有望快速恢复高增长水平。长期来看，国内NVH市场较为成熟但行业集中度较低，公司NVH技术实力领先且国际化拓展良好，预计NVH业务市场份额有望稳步提升。

底盘与轻量化系统，促进公司中长期成长：汽车底盘由传动系、行驶系、转向系和制动系四部分组成，占汽车制造成本的25%价值含量较高，公司底盘业务包括减震器、悬架、副车架、转向节、IBS等，按行业配套信息来看，价值量最高可达万元以上，可提升空间较大。车身及底盘是汽车轻量化重要领域，公司掌握先进轻量化技术，且并购福多纳后能够提供高强度钢、铝合金等多种轻量化底盘方案，受行业景气度下行

及资本开支较大的影响，公司轻量化业绩暂时承压，但重点客户如特斯拉、吉利等订单良好，预计随着产能的逐步释放，业绩有望恢复高增长。

IBS成功卡位智能驾驶赛道，节能汽车带动EVP高增长：公司为国内少的自主研发掌握IBS技术的企业，由于智能刹车系统是高度自动驾驶汽车的标配，以IBS技术为代表的主动安全技术能够积极保障汽车行驶安全和预防事故发生，行业前期广阔，预计2022年国内IBS乘用车市场规模有望达到200亿左右，随着L3及以上自动驾驶车型的量产，行业爆发式增长可期。另外，公司第三代EVP已开始投产，EVP在涡轮增压车型及新能源车型应用上应用较为普遍，随着EVP募投项目产能的逐步释放，有望贡献另一业绩增量。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2021年EPS分别0.48、0.55、0.66元，对应的PE分别为34.7、30.2和25.2倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游客户销量严重下滑，轻量化底盘业务拓展不及预期

保隆科技（603197）

法规驱动TPMS渗透率提升，行业处于爆发增长期：由于TPMS涉及汽车行驶安全，发达国家早已出台相关法规强制TPMS的安装，国内于2017年出台政策规定2020年所有在产乘用车开始实施强制安装要求，因此强制法规的出台有望促使TPMS成为乘用车的标配，预计2020年乘用车OEM市场规模有望达到32亿元，2019-2020年CAGR高达33%，行业正处于爆发增长期。公司为国内TPMS龙头企业，并携手全球知名TPMS供应商霍富集团成立保富电子合资公司整合双方在北美、欧洲及中国TPMS业务，强强联合有望发挥技术品牌、客户资源及成本优势跻身全球第三。总之，随着国内TPMS渗透率的快速提升、保富电子资源整合带来全球化竞争优势，公司TPMS业绩有望高速增长。

传感器品类持续扩张，汽车电子成长可期：汽车传感器是汽车电控系统的信息来源，伴随汽车电气化、智能化程度的提升其应用将更为广泛，预计全球汽车传感器2022年规模有望达230亿美元，CAGR高达13.1%。公司2009年进军汽车传感器领域，掌握MEMS压力传感器及光雨量传感器生产制造，2013年开始布局摄像头、毫米波雷达、360环视系统及更为高级的智能驾驶传感器产品。其中，MEMS压力传感器先后获得上汽通用、康明斯等订单，并有望在国六标准执行下实现爆发式增长，摄像头、360环视系统处于批量生产阶段，毫米波雷达、动态视觉传感器等也处于产品验证期，随着智能汽车的普及，公司有望凭借在汽车传感器领域积累多年的技术经验及自主品牌客户良好合作带动下率先突破国外的垄断格局。

传统业务保持稳定，轻量化结构件有望快速放量：公司排气系统管件、气门嘴等传统业务在全球市场份额预计21%和14%，具备较强的竞争力，也是当前公司收入的主要来源，但由于市场成熟度较高，除排气系统热端管件因技术壁垒较高、部分一级系统供应商外包趋势增大因素有望促使其市场份额持续提升外，预计传统业务将保持稳定。汽车轻量化是实现节能减排的有效途径之一，国内轻量化需求缺口依然较大，公司液压成形技术领先，并与德国知名液压成形专家合资建厂进一步开发宝马、奔驰、奥迪等轻量化业务，预计公司轻量化结构件有望快速放量。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2021年EPS分别0.93、1.24、1.54元，对应的PE分别为36.7、27.6和22.2倍，维持“买入”评级。

风险提示：汽车产销量不及预期，TPMS渗透率不及预期，汽车电子业务拓展不及预期

德赛西威（002920）

座舱电子领军企业，产品渗透率有望提升：公司为国内座舱电子领军企业，三十年来专注汽车驾驶座舱领域，现有产品包括车载信息娱乐系统、驾驶信息显示系统、空调控制器等座舱电子产品。由于汽车向智能化、网联化发展加速座舱产品迭代升级，从渗透率角度来看，汽车座舱产品中除中控屏外，其他产品渗透率仍有较大的提升空间，另外相对传统座舱产品，典型的智能驾驶座舱配套价值量有4-6倍的提升空间。公司深耕座舱电子领域，技术比肩国际一流零部件企业，产品结构完善，客户资源丰富，在乘用车持续复苏及座舱产品良好拓展下，公司业绩有望好转。

积极推进智能网联产品，三大业务有望交融发展：公司基于现有的座舱产品，积极布局智能驾驶、车联网业务，由于自动驾驶与智能驾驶座舱是未来汽车两大核心运算单元，两者相辅相成共同构成智能汽车终端形态，从各国及各大车企规划布局来看，汽车实现自动驾驶进程有望加速，预计2020年之后可看到众多L3级别及以上自动驾驶车型量产，智能驾驶座舱将逐步由高端豪车向大众车型普及，行业处于爆发的前夜。公司智能网联业务订单逐步落地，如自主研发的360度高清环视系统、驾驶员行为监控和身份识别系统均已实现量产，全自动泊车系统及代客泊车产品获得国内领军企业下一代平台化项目定点并计划于2021年量产，车联网平台、OTA、情景智能等项目分别获得一汽大众、奇瑞捷豹路虎、长安等客户订单，未来随着自动驾驶车型逐步量产，公司有望实现智能驾驶座舱、智能驾驶、车联网三大业务相互融合协同发展。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2019-2021年EPS分别0.42、0.63、0.77元，对应的PE分别为70.1、46.7和38.2倍，维持“增持”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，座舱电子产品发展不及预期

伯特利（603596）

轻量化制动部件快速发展，客户结构有望逐步优化：公司为国内整车制动优质供应商，具有机械制动、电控制动及轻量化制动零部件完整的产品系列。从收入结构来看，轻量化制动零部件及电控制动产品为公司营收增量的主要贡献点，尤其是轻量化制动零部件订单饱满，2019年年初与通用汽车签署供货协议荣升为一级供应商，11月再与通用三家工厂签署供货协议，获得全生命周期18亿订单，铸铝轻量化制动零部件获得国际客户的佐证，证明其技术、品质优异，有望在国际客户的示范带动下进一步拓展其他客户从而优化客户结构。

EPB渗透率有望提升，线控制动处于国内前列:从国内电控制动渗透率来看，EPB目前渗透率约35%，相对ABS、ESC等明显偏低，公司电控制动产品市占率居本土前列，凭借“技术+成本”优势有望加速渗透自主品牌电控制动产品份额。长期来看，汽车制动产品由机械制动到气压/液压电控制动，最终技术演变为线控制动，而公司已完成线控制动系统（WCBS）样件研发及相关试验，且计划2020年上半年将完成生产线建设，进展位于国内自主前列，且线控制动是高度自动驾驶的理想执行机构，随着L3以上车型推出，公司线控制动产品有望率先量产。

盈利预测及投资建议:2019-2021年，EPS分别0.83、0.99、1.24元，对应的PE分别为25.4、21.3和17.0倍，维持“增持”评级。

风险提示:汽车销量不及预期，电控制动业务拓展不及预期

6、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

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12月13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	
601689.SH	拓普集团	1.04	0.48	0.55	6.88	16.63	15.99	34.65	30.24	2.42	增持
603197.SH	保隆科技	0.94	0.93	1.24	6.27	34.20	36.38	36.77	27.58	5.46	买入
002920.SZ	德赛西威	0.76	0.42	0.63	7.29	29.44	38.74	70.10	46.73	4.04	增持
603596.SH	伯特利	0.60	0.83	0.99	5.26	21.06	35.10	25.37	21.27	4.01	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