

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	23.01	买入
比亚迪	002594.SZ	153.53	买入
上汽集团	600104.SH	20.37	买入
银轮股份	002126.SZ	10.11	买入
伯特利	603596.SH	28.08	买入
均胜电子	600699.SH	16.56	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2021 年 5 月 14 日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

- 1) 汽车销量复苏;
- 2) 产业政策出台。

相关研究报告

《汽车行业 2020 年投资策略：否极泰来》
20191220

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

证券分析师：朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

汽车行业 2021 年中期策略

持续看好智能电动汽车赛道

2021 年 1-4 月国内累计销售汽车 874.8 万辆，同比增长 51.8%。疫情影响减弱，经济复苏需求释放，国内汽车销量持续回暖，我们预计 2021 年汽车销量将触底回升，有望达到 2639 万辆 (+4.3%)，其中乘用车 2138 万辆 (+6.0%)，商用车 501 万辆 (-2.4%)。后续有望迎来持续上行周期，建议增配汽车板块。1) 整车领域，乘用车企销量表现分化，综合竞争力强、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，重点推荐长安汽车、长城汽车、上汽集团，关注广汽集团；2) 零部件领域，随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击，建议布局产品升级、客户拓展以及低估值修复的个股，推荐银轮股份、精锻科技、华域汽车、宁波华翔，关注腾龙股份、继峰股份等；3) 新能源领域，2021 年新能源汽车销量有望达到 240 万辆 (+75.6%)，长期高增长确定性强，推荐国内龙头比亚迪与受益大众 MEB 及特斯拉国产的均胜电子、拓普集团，关注旭升股份、富奥股份等；4) 智能网联领域，ADAS 及智能座舱渗透率快速提升，L3 车型量产有望带动线控底盘及域控制器爆发，推荐伯特利、均胜电子，关注德赛西威、华阳集团、湘油泵等。考虑到汽车板块景气度持续上行，新能源及智能网联前景良好，维持强于大市评级。

支撑评级的要点

- 乘用车关注龙头企业与处于新品周期的车企。乘用车企业销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三淘汰更新、治理超载超限等因素推动，我们预计 2021 上半年重卡将保持高景气度，合规化及国六实施有望带来轻卡量价齐升，关注福田汽车等。此外芯片短缺或对供给产生较大影响，需要关注相关风险。
- 零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复。随着汽车销量持续回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份，关注腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，推荐伯特利，关注继峰股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的华域汽车、宁波华翔，关注一汽富维、松芝股份等。
- 新能源有望恢复高增长，重点关注特斯拉、大众 MEB 产业链。我们预计 2021 年新能源汽车销售约 240 万辆 (+75.6%)，后续高增长方向明确。大众 MEB 开始国产，特斯拉规划全球交付量翻倍增长，产业链将持续受益。推荐新能源汽车龙头比亚迪，大众 MEB 产业链均胜电子等，特斯拉产业链拓普集团等，关注旭升股份、富奥股份等。
- ADAS 及智能座舱快速渗透，华为小米推动产业快速发展。近年来 ADAS 及智能座舱渗透率快速提升，L3 车型陆续量产有望带动线控底盘及域控制器爆发，相关产业链将持续受益。华为小米等跨界加入竞争，有望加速智能电动汽车发展。推荐伯特利、均胜电子，关注德赛西威、华阳集团、湘油泵等。

投资建议

- 整车：乘用车销量回暖但车企分化加剧，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车，关注广汽集团。商用车重卡、轻卡有望维持高景气，关注福田汽车等。
- 零部件：随着汽车销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击，建议布局产品升级、客户拓展以及低估值修复的个股，推荐银轮股份、精锻科技、华域汽车、宁波华翔，关注一汽富维、松芝股份等。
- 新能源：新能源汽车销量 2021 年有望爆发，后续高增长确定性强。推荐国内龙头比亚迪，以及受益大众 MEB 及特斯拉国产的均胜电子、拓普集团，关注旭升股份、富奥股份等。
- 智能网联：ADAS 及智能座舱快速渗透，华为小米推动产业快速发展。推荐伯特利、均胜电子，建议关注德赛西威、华阳集团、湘油泵等。

评级面临的主要风险

- 1) 汽车销量不及预期；2) 芯片短缺，原材料涨价；3) 产品降价及毛利率下滑。

目录

乘用车持续回暖，商用车维持高景气	5
乘用车销量快速回暖，有望迎来持续上行周期	5
轻卡行业有望量价齐升，客车销量或将触底反弹	6
零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复	9
产品端关注新增产品及价值提升	9
客户端关注国产替代与全球化	11
估值端关注低估值修复机会	12
新能源有望恢复高增长，关注 MEB 及特斯拉产业链	14
2021 年新能源销量有望爆发，长期高增长确定	14
大众 MEB 加速国产化进程，关注产业链个股	17
特斯拉国产化持续推进，相关产业链持续受益	19
智能驾驶加速渗透，华为小米等推动产业快速发展	20
ADAS 加速渗透，L3 陆续量产，相关产业链有望受益	20
华为小米等跨界加入竞争，加速智能电动汽车发展	23
投资建议	26
投资建议	26
重点推荐	26
风险提示	28

图表目录

图表 1. 2021 年 1-4 月汽车销量快速增长	5
图表 2. 2021 年 1-4 月乘用车销量持续复苏	5
图表 3. 2021 年 1-4 月豪华及自主占比提升	6
图表 4. 2021 年 1-4 月乘用车各系别市场份额	6
图表 5. 2021 年 1-4 月重卡销量增长 55.7%	6
图表 6. 2021 年 1-4 月重卡企业市场份额	6
图表 7. 2021 年 1-4 月轻卡销量增长 48.5%	7
图表 8. 2021 年 1-4 月轻卡市场格局	7
图表 9. 2021 年 1-4 月客车销量增长 52.2%	7
图表 10. 2021 年 1-4 月大中客车市场格局	7
图表 11. 预计 2021 年汽车销量将触底回升	8
图表 12. 汽车零部件投资框架	9
图表 13. 汽车零部件影响解析	10
图表 14. 国六排放标准分步实施	10
图表 15. 国六实施带来压力传感器及 DPF 等增量产品	10
图表 16. 制动系统由机械到电子, 价值量大幅提升	11
图表 17. 转向系统由机械到电子, 价值量大幅提升	11
图表 18. 底盘轻量化价值量大幅提升	11
图表 19. 新能源热管理单车价值量大幅提升	11
图表 20. 汽车零部件国产替代空间巨大	12
图表 21. 汽车零部件企业全球化空间巨大	12
图表 22. SW 汽车零部件公司 PE 分布	12
图表 23. SW 汽车零部件公司 PB 分布	12
图表 24. 汽车零部件重点低估值个股	13
图表 25. 2021 年 1-4 月新能源汽车销量增长 249.2%	14
图表 26. 2021 年新能源乘用车销量高速增长	14
图表 27. 新能源乘用车销量分布	14
图表 28. 2021 年 1-4 月新能源销量车企排名	15
图表 29. 2021 年 1-4 月新能源销量车型排名	15
图表 30. 2021 年 1-4 月新能源客车销量增长 18.8%	16
图表 31. 2021 年 1-4 月 5 米以上新能源客车市场格局	16
图表 32. 预计 2021 年新能源汽车销量有望达到 240 万辆	16
图表 33. 节能与新能源汽车技术路线图 2.0 主要目标	17

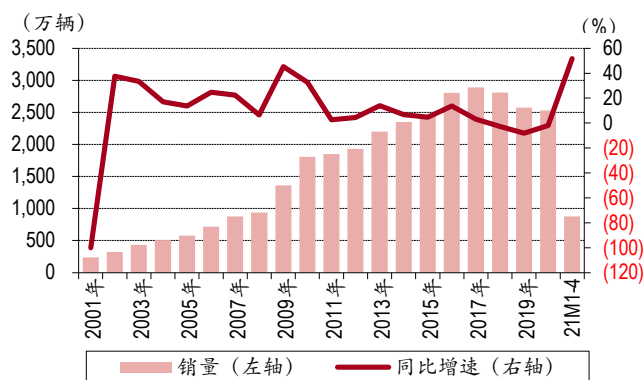
图表 34. 大众新能源汽车中国市场的销量预测	17
图表 35. 上汽大众 ID.4X	18
图表 36. 上汽大众 ID.6X	18
图表 37. 大众 MEB 主要零部件配套企业	18
图表 38. 特斯拉 2021 年一季度交付量翻倍增长	19
图表 39. 特斯拉全球产能持续扩张	19
图表 40. 中国 ADAS 市场预计 2025 年达 1344 亿元	20
图表 41. 2020 年前向 ADAS 一级供应商市占率	20
图表 42. 线控制动系统供应商与配套	21
图表 43. 线控转向系统供应商及产品进展	21
图表 44. 博世关于电子电气架构的分类	22
图表 45. 德赛西威 IPU03 域控制器搭载小鹏 P7 上市	22
图表 46. 国内部分车企量产车型搭载激光雷达	22
图表 47. 小鹏 P5 车型	23
图表 48. 大疆 Livox 激光雷达	23
图表 49. 互联网企业参与或投资整车制造	24
图表 50. 华为 HI 全栈智能汽车解决方案	24
图表 51. 华为发布汽车五大新品	24
图表 52. 大疆智能驾驶 D130+	25
图表 53. 大疆智能驾驶零部件	25
附录图表 54. 报告中提及上市公司估值表	29

乘用车持续回暖，商用车维持高景气

乘用车销量快速回暖，有望迎来持续上行周期

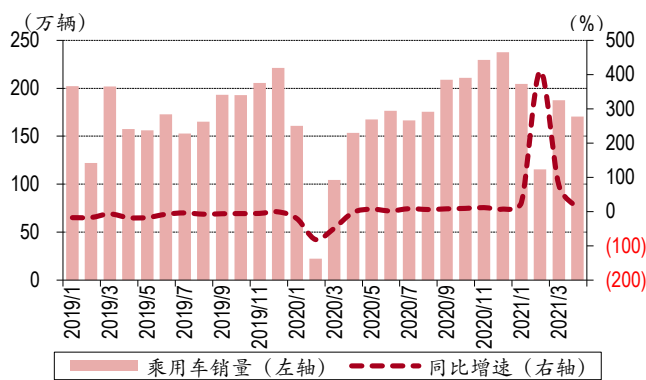
2021年1-4月国内累计销售汽车874.8万辆，同比增长51.8%；其中乘用车销售679.1万辆，累计同比增长53.1%；商用车销售195.6万辆，累计同比增长47.3%。经济复苏需求释放，疫情影响减弱，国内汽车销量快速回暖。预计全年汽车销量有望达到2639万辆(+4.3%)，其中乘用车2138万辆(+6.0%)，商用车501万辆(-2.4%)。

图表1.2021年1-4月汽车销量快速增长



资料来源：中汽协，中银证券

图表2.2021年1-4月乘用车销量持续复苏



资料来源：中汽协，中银证券

从库存周期来看，乘用车有望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2005年开始已经历了四轮周期（2005.02-2008.11、2008.12-2011.12、2012.01-2015.07、2015.08-2019.06），时间为37-46个月左右。本轮汽车制造库存周期从2019年7月左右行业开始复苏，进入被动去库存阶段，但受疫情影响产销量骤降。随着疫情影响减弱及经济复苏，国家与地方多项刺激政策落地，汽车产销自2020年5月以来持续恢复，并有望开启新一轮车市复苏周期。

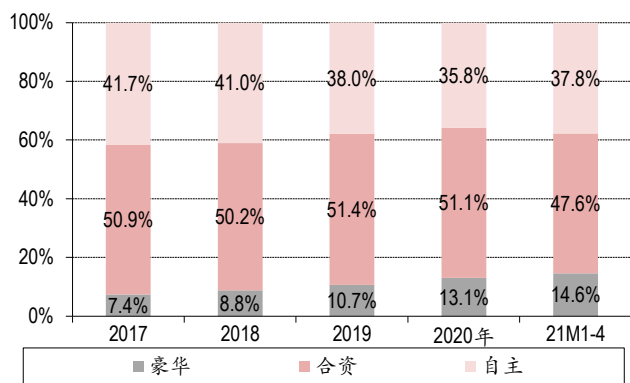
从长期来看，我国汽车行业仍有广阔的发展空间。根据公安部数据，2019年中国国内汽车保有量为2.6亿辆，千人保有量仅为186辆，远低于世界主要发达国家千人保有量600-800辆的平均水平。我国是世界上最大的发展中国家，目前仍处于工业化和城镇化快速发展阶段，经济增速较快。未来经济发展具有巨大的空间，人均GDP、人均可支配收入、千人保有量也有较大的上升空间。从中长期看，我国汽车市场仍有巨大的潜力，以中等发达国家水平或发达国家平均水平测算，未来我国汽车千人保有量将达到300-500辆左右，汽车保有量有望达到4.35-7.25亿辆。考虑到乘用车报废周期一般在10-15年，预计未来销量峰值约在3,600-4,800万辆/年。

从市场格局看，车企表现分化，豪华车及优势自主表现靓丽。根据乘联会数据，2021年1-4月豪华品牌、合资品牌、自主品牌零售销量同比分别增长68.3%、39.9%、59.7%。2021年1-4月豪华车占比14.6%，较2020全年提升1.5pct，近年来占比持续提升；合资品牌占比大幅下降3.5pct，自主品牌占比提升2.0pct。豪华车销量表现较好，预计与疫情影响消费者收入结构，政策刺激换购需求，以及特斯拉等豪华车型国产等因素有关。合资品牌上下均受挤压，份额大幅下降。自主品牌表现回暖，份额改善。

根据中汽协数据，2021年1-4月中国品牌乘用车市场占比为41.6%，与2020全年相比提升3.2pct。长城、长安、吉利等头部企业产品周期向上，推动销量和份额提升。受上汽大众销量不振影响，德系品牌份额较2020全年小幅下降0.8pct；同期丰田等基数较高，日系市占率较2020全年下降1.1pct。

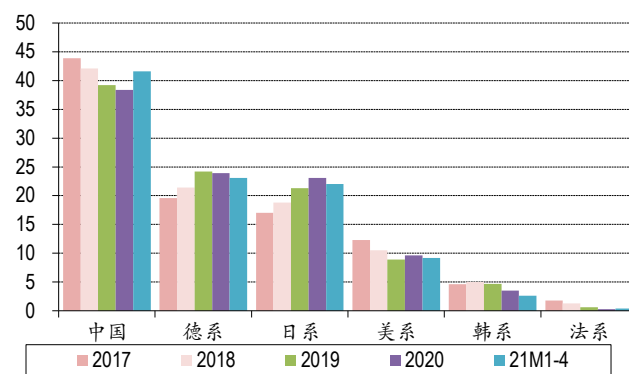
从车企角度来看，根据中汽协乘用车销量数据，2021年1-4月主流车企累计销量均实现较快增长，其中长安汽车、长城汽车等表现优异；而上汽大众等销量增幅相对较低。总体来看，豪华车企整体表现出色，合资车企有所分化，自主头部企业进步较快。

图表3.2021年1-4月豪华及自主占比提升



资料来源：乘联会，中银证券

图表4.2021年1-4月乘用车各系列市场份额



资料来源：中汽协，中银证券

展望未来，从总量来看，预计2021年乘用车销量有望达到2138万辆（+6.0%）。从市场格局来看，随着产品线逐步完善，合资品牌日系及德系车型有望继续热销，美系通用和福特销量有望改善并推动份额回升，自主品牌技术及品牌进步，看好长安、长城、吉利等优势自主企业发展。

轻卡行业有望量价齐升，客车销量或将触底反弹

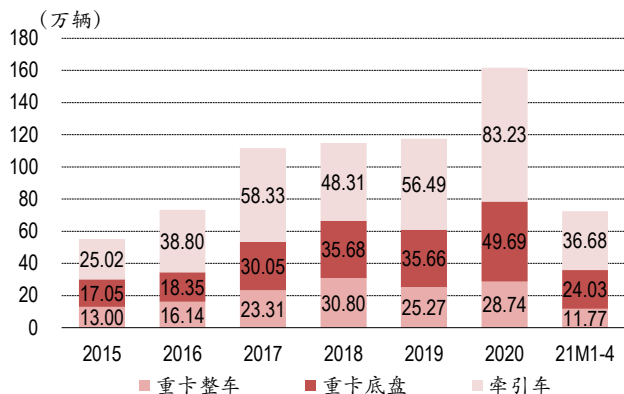
重卡上半年保持高景气，轻卡行业有望量价齐升

根据中汽协数据，2021年1-4月重卡市场累计销售72.5万辆，累计同比增长55.7%，其中牵引车、重卡底盘及整车分别增长44.6%、80.4%及49.9%。在国三淘汰更新、治理超载趋严、工程车需求复苏等因素推动下，重卡产销量持续高速增长。

市场格局方面，重卡市场行业集中度较高，龙头企业占据主要市场份额。2021年1-4月一汽集团、东风汽车、中国重汽、陕汽集团、北汽福田名列销量前五名，五家企业共销售重卡63.2万辆，占总销量份额的87.2%，集中度有所提升。几大厂商在不同领域也有差别，中国重汽、陕汽集团、东风汽车主要以工程车见长，一汽集团、北汽福田则在物流车领域占有优势。

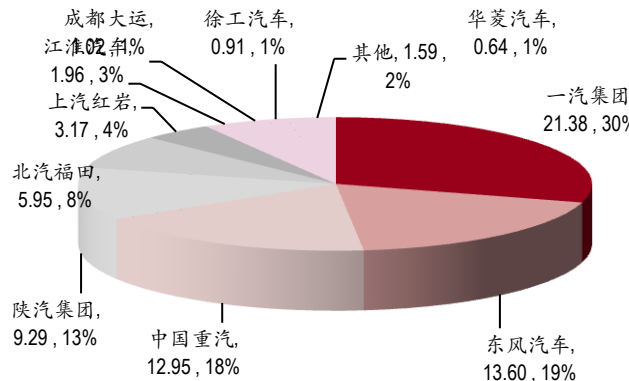
在国三淘汰、治超、基建投资、出口增长等因素的推动下，我们预计2021年重卡市场有望维持高景气度，销量有望达到140万辆，受国六实施影响销售节奏前高后低。中国重汽等头部企业份额有望提升，建议关注潍柴动力、中国重汽。

图表5.2021年1-4月重卡销量增长55.7%



资料来源：中汽协，中银证券

图表6.2021年1-4月重卡企业市场份额



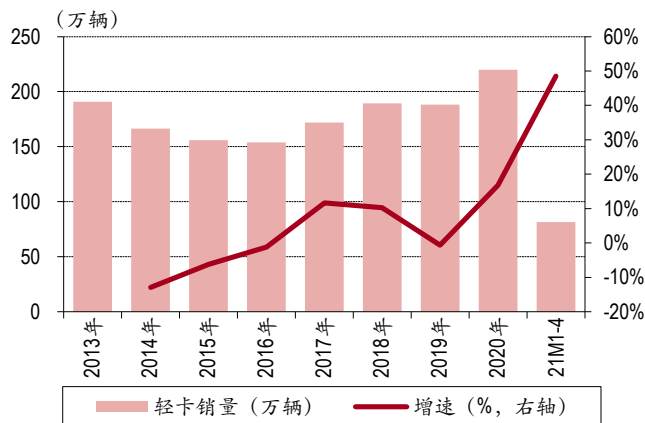
资料来源：中汽协，中银证券

根据中汽协数据，2021年1-4月轻卡市场累计销售81.4万辆，累计同比增长48.5%，主要受益于电商、冷链等物流运输需求增加，国三加速淘汰，以及治理“大吨小标”等。

市场格局方面，北汽福田以 21% 的市占率遥遥领先，东风、江淮等位居前列，前十家合计市场份额合计 86.6%，市场行业集中度小幅提升。

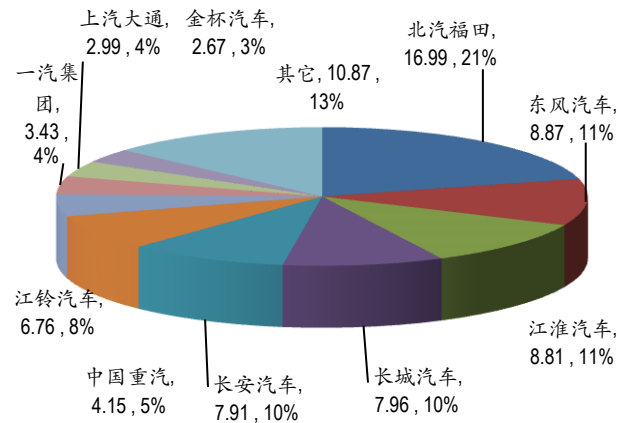
重卡行业受新版 GB1589 实施及治超等影响，单车运力大幅下滑，2016 年以来销量持续增长。轻卡行业因目前面临大吨小标治理及合规化等要求，单车运力下降 35%-50%，有望促进销量持续增长。国六排放标准自 2021 年 7 月起全面实施，轻卡的单车成本增加约 6000-10000 元，而售价则一般提升 1-2 万元。合规化及国六实施有望推动轻卡量价齐升，建议关注头部轻卡企业福田汽车、江铃汽车等。

图表7.2021 年 1-4 月轻卡销量增长 48.5%



资料来源：中汽协，中银证券

图表8.2021 年 1-4 月轻卡市场格局



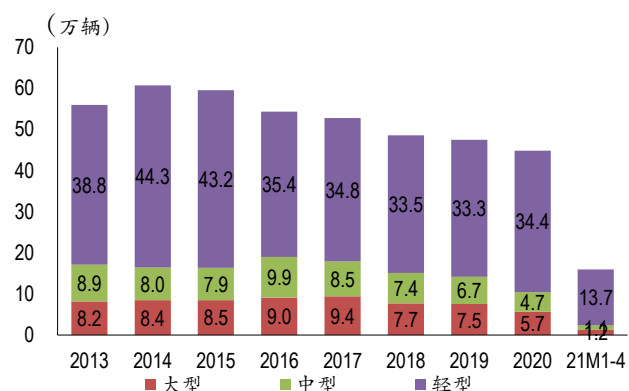
资料来源：中汽协，中银证券

客车销量有望反弹，头部企业地位稳固

2021 年 1-4 月客车销售 15.9 万辆（中汽协口径），同比增长 52.2%，其中大型、中型、轻型销量分别为 1.2 万（+8.6%）、1.1 万（+12.8%）和 13.7 万辆（+62.4%）。随着疫情影响减弱，客车销量有望触底反弹，我们预计 2021 年客车销量约 48 万辆，同比增长 7.1%。

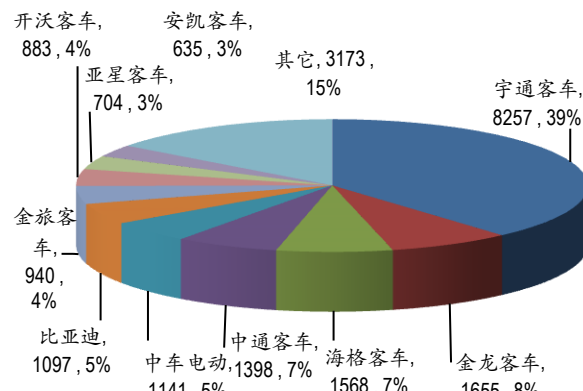
根据中客网数据，2021 年 1-4 月大中客车销售 2.1 万辆，同比增长 6.7%。其中宇通客车累计销售 8257 辆，市场份额高达 39%，龙头地位稳固。此外金龙客车、中通客车、比亚迪等销量位居前列。

图表9.2021 年 1-4 月客车销量增长 52.2%



资料来源：中汽协，中银证券

图表10.2021 年 1-4 月大中客车市场格局



资料来源：中客网，中银证券

综上所述，我们预计 2021 年汽车销量有望触底回升，达到 2,639 万辆（+4.3%），其中乘用车 2138 万辆（+6.0%），商用车 501 万辆（-2.4%）。考虑芯片短缺等影响，下调了乘用车销量预测。

图表 11. 预计 2021 年汽车销量将触底回升

(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
汽车总计	2,460	2,803	2,888	2,808	2,577	2,531	2,639
同比(%)	4.7	13.7	3.0	(2.8)	(8.2)	(1.8)	4.3
其中：乘用车	2,115	2,438	2,472	2,371	2,144	2,018	2,138
同比(%)	7.3	14.9	1.4	(4.1)	(9.6)	(5.9)	6.0
商用车	345	365	416	437	432	513	501.0
同比(%)	(9.0)	5.8	14.0	5.1	(1.1)	18.7	(2.4)

资料来源：中汽协，中银证券

随着经济及需求复苏，2021 年乘用车销量有望触底反弹，并迎来持续上行周期。短期来看，芯片短缺或将导致产销量不及预期，原材料成本压力增加，但车企或通过优化车型结构、降低销售折扣等措施予以缓解。长期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。

车企销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三车淘汰更新、治理超载超限等因素拉动，我们预计 2021 年重卡市场有望保持高景气度，合规化及国六实施有望带来轻卡量价齐升，关注福田汽车等。

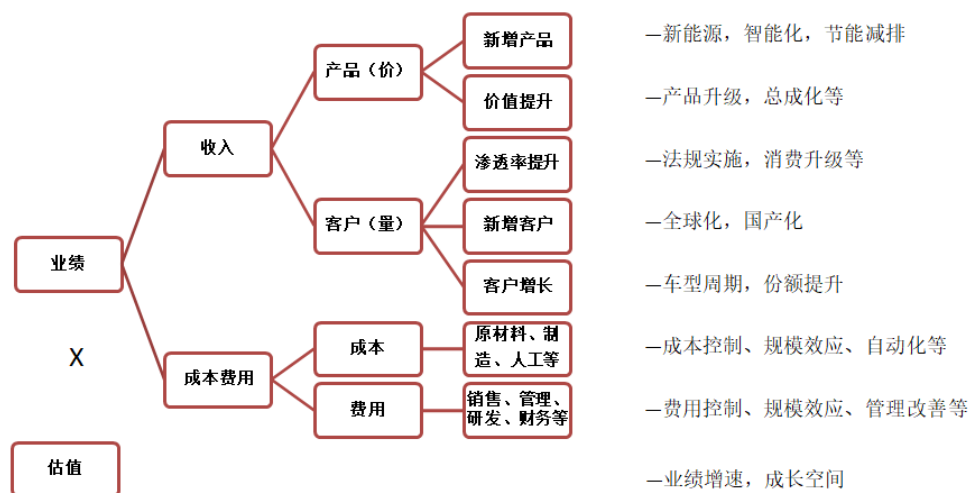
零部件关注产品升级、客户拓展及低估值修复

受疫情影响 2020 年汽车销量下滑，零部件公司业绩短期承压。截至 2021 年 5 月 14 日收盘，申万汽车零部件板块估值仅为 22.3x PE /2.2x PB，分别处于近十年以来 62.43%、43.64%分位点水平，整体估值相对合理。随着汽车销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份，关注腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，推荐伯特利，关注继峰股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的华域汽车、宁波华翔，关注一汽富维、松芝股份等。

产品端关注新增产品及价值提升

汽车零部件收入增长可以分解为产品和客户两个部分。产品方面，可以分为新增产品以及价值提升，其中新增产品主要包括新能源、智能化、节能减排等，价值提升主要包括产品升级、总成化等。

图表12.汽车零部件投资框架



资料来源：中银证券

汽车行业的发展趋势是电动化、智能化、网联化、共享化、轻量化。面对这些发展趋势，零部件子系统受到的影响各不相同，一般有增减零部件、提升或降低单车价值量等影响。

电动化对于底盘（新增电池壳）、空调冷却（电动空调、电池冷却系统）、电子电气等子系统具有增量作用，对于动力总成则有增（电动车新增电池电机电控等）有减（电动车无需发动机变速箱燃油系统等）。智能化主要对底盘系统（线控底盘）、通讯控制系统、电子电气系统等具有增量作用。网联化主要对通讯控制（增加 T-box 等联网零件）、电子电气系统具有增量作用。共享化则主要侧重于汽车商业模式的改变，同时对通讯控制（增加联网及控制零件）、电子电气系统具有增量作用。轻量化应用范围较广，对动力总成、底盘、内饰、车身、外饰等都具有增量作用。

图表13.汽车零部件影响解析

子系统	系统组成	电动化	智能化	网联化	共享化	轻量化
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、悬架系统、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	仪表板、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					+
通讯和控制系统	仪表、娱乐信息系统、音响、天线等		+	+	+	
电子和电气系统	安全系统、底盘电子、电子架构等	+	+	+	+	

资料来源：中银证券

1) 新增产品

国六标准实施引爆千亿市场，国产化供应链有望受益。轻型车国六排放标准于2020年7月1日全面实施，重型车国六排放标准自2021年7月1日起全面实施。排放标准升级，带来尾气处理等要求大幅提升，我们预计市场空间将由国五阶段425亿元，大幅提升至国六阶段1281亿元，增幅高达201.7%。国五后处理市场主要由博世、优美科等外资及合资企业主导，国六DPF、GPF等为主要增量市场，国内企业技术进步较快，有望凭借价格、服务等优势逐步突破，获得较多市场份额。从国五到国六，DPF、SCR、GPF、EGR等领域市场空间、增幅及增量较高，存在较好投资机会，建议关注隆盛科技、艾可蓝、银轮股份、腾龙股份等。

图表14.国六排放标准分步实施

类型	限值要求	车型	实施时间*
轻型车	6a阶段	1) 所有生产、进口的轻型汽车应符合要求，2) 2020年7月1日前生产的可以销售与注册登记至2020年12月31日	2020年7月1日
	6b阶段	所有销售的轻型汽车应符合要求	2023年7月1日
重型车	6a阶段	燃气车辆	2019年7月1日
		城市车辆	2020年7月1日
	6b阶段	所有车辆	2021年7月1日
		燃气车辆	2021年1月1日
		所有车	2023年7月1日

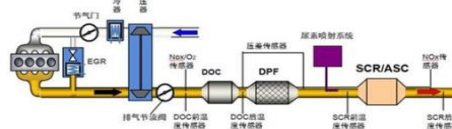
资料来源：生态环境部，中银证券

图表15.国六实施带来压力传感器及DPF等增量产品

— 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，中银证券

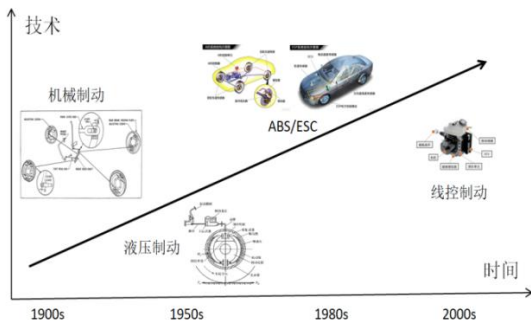
2) 价值提升

制动和转向系统升级，价值量大幅提升。汽车制动系统分为行车制动和驻车制动等。近一百年来，行车制动系统经历了从机械到液压再到电子（ABS/ESC）的进化过程，未来的发展趋势将是线控制动。制动产品由机械向电子化方向发展，价值量也由不足千元提升至约2,000元。

汽车转向系统经历了四个发展阶段：从最初的机械式转向系统（MS）发展为液压助力转向系统（HPS），然后又出现了电控液压助力转向系统（EHPS）和电动助力转向系统（EPS）。随着L3及以上车型逐步量产，智能化将推动线控转向成为新趋势，也带来单车价值量从约1500元提升至3,000-4,000元。

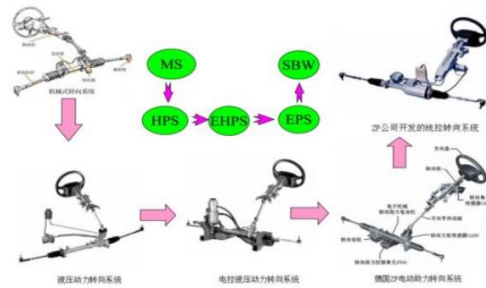
目前伯特利线控制动产品已发布并获得多家定点，预计将于上半年实现量产；拓普集团提供制动IBS加转向EPS一体化解决方案，目前正处于验证与匹配阶段；湘油泵旗下参股子公司东嘉智能已实现在电动助力转向系统EPS及电子泵类产品两大业务体系中控制单元（ECU）产品的规模化量产，拥有500多万辆的汽车保有量的规模应用。建议关注伯特利、拓普集团、湘油泵。

图表16.制动系统由机械到电子，价值量大幅提升



资料来源：太平洋汽车网，中银证券

图表17.转向系统由机械到电子，价值量大幅提升



资料来源：太平洋汽车网，中银证券

底盘轻量化价值量大幅提升。在节能减排、电动车提升续航的推动下，底盘轻量化是近年发展热点，也带来相关零部件价值量的大幅提升。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。

新能源汽车热管理价值量大幅提升。发动机冷却方面，插混汽车与传统汽车类似，而纯电动汽车则无需相关零件。空调系统方面，新能源汽车更为复杂，传统压缩机改为电动压缩机，增加PTC等零件，热泵空调还需要增加四通阀等零件。二氧化碳空调的逐步推广使用，将带来空调系统单车价值量的大幅提升。电池热管理方面，传统汽车无需电池热管理，而新能源汽车电池热管理逐渐成为主流，需要新增电池冷却器、膨胀阀、水泵、加热器、管路等零部件。总体而言，新能源汽车的单车价值量较传统汽车有大幅提升，市场空间更加广阔，推荐银轮股份，关注腾龙股份、松芝股份、中鼎股份、三花智控等。

图表18.底盘轻量化价值量大幅提升

零件	钢制件重量 (kg)	铝制件重量 (kg)	单车用量 (个)	钢制件价值 (元)	铝制件价值 (元)
控制臂	3.2	1.8	4	600	1,000
副车架	22.3	12.5	2	1,600	3,000
转向节	4.4	1.8	4	360	500
制动钳	2.0	1.2	4	320	400

资料来源：中国铝业报告《汽车底盘用铝合金零部件的技术及发展趋势》，中银证券

图表19.新能源热管理单车价值量大幅提升

价值量 (元)	燃油车	插混车	纯电动车
发动机冷却系统	800-2000	800-2000	0
空调系统	1,000-2,500	2,500-6,000	3,000-6,000
电池热管理	0	300-5,000	300-5,000
合计	1,800-4,000	3,000-10,000	3,000-10,000

资料来源：产业调研，中银证券

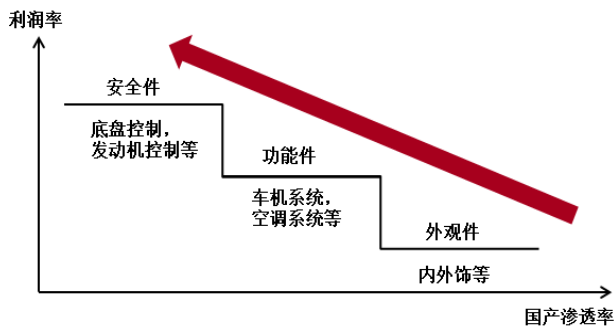
客户端关注国产替代与全球化

从销量出发，零部件企业增长的途径主要有新增客户、原有客户增长等，配套优势车企的零部件企业表现有望优于行业。

国产化逐步深入。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，加上自主可控等需求深化，市场份额有望提升。

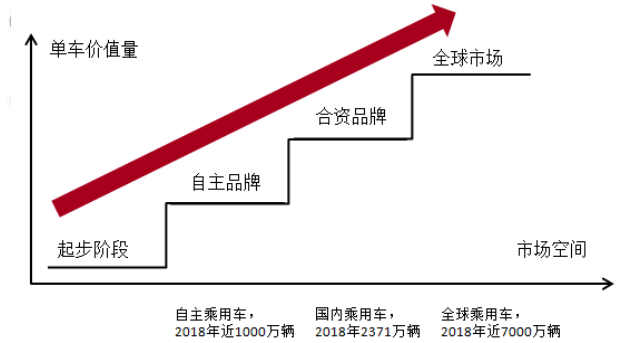
汽车的内外饰等外观件国产化替代已卓有成效，但车机系统、空调系统等功能件与底盘控制等安全件的国产替代还有广阔市场空间，建议关注银轮股份、天成自控等。

图表20.汽车零部件国产替代空间巨大



资料来源：中银证券

图表21.汽车零部件企业全球化空间巨大



资料来源：中汽协，中银证券

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。

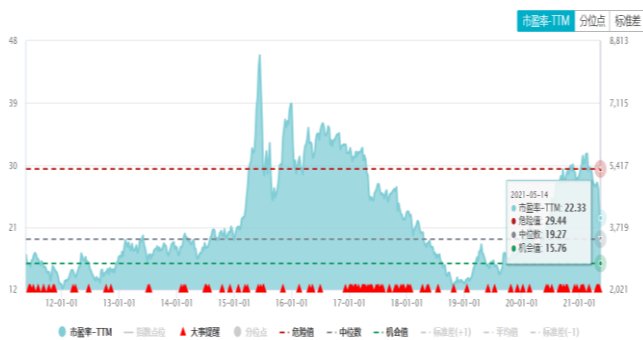
尽管新冠疫情和中美贸易摩擦或对国内零部件出口造成一定扰动，具有全球布局和生产能力的企业将在竞争中占据一定优势，未来发展值得期待。建议关注伯特利、拓普集团、继峰股份等。

估值端关注低估值修复机会

历史纵向比较来看，2021年2月以来汽车零部件个股经历大幅调整，截至2021年5月14日收盘，中万汽车零部件板块估值仅为 22.3x PE /2.2x PB，分别处于近十年以来 62.43%、43.64%分位点水平，整体估值相对合理。

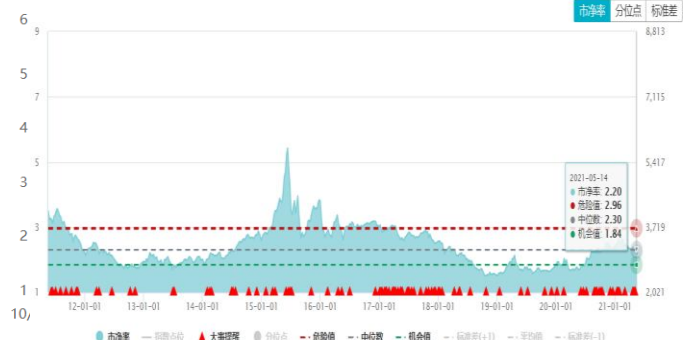
全球横向比较来看，国际零部件公司估值多在 8-20 倍 PE TTM 之间，已与较多国内零部件企业相当。这些国际巨头的技术水平大都高于国内同行，但从增长速度、发展前景、产业转移等角度来看，国内汽车零部件企业更有发展潜力，并且技术方面不断进步，部分企业未来有望进化成为国际巨头。

图表22.SW 汽车零部件公司 PE 分布



资料来源：万得，中银证券，注：股价截止2021年5月14日

图表23.SW 汽车零部件公司 PB 分布



资料来源：万得，中银证券，注：股价截止2021年5月14日

随着国内汽车销量逐步回暖，相关个股业绩和估值有望形成双击。2020年受疫情影响汽车销量下滑，零部件个股短期业绩承压。随着汽车销量持续回暖，零部件企业的业绩有望恢复增长并与估值形成双击。推荐华域汽车、宁波华翔，关注一汽富维、松芝股份等。

图表24.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)		市净率(倍)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
000581.SZ	威孚高科	未有评级	23.83	240.4	2.75	2.63	8.7	9.1	1.26
600742.SH	一汽富维	未有评级	10.10	67.6	0.92	n/a	10.9	n/a	1.04
002048.SZ	宁波华翔	买入	17.14	107.3	1.36	1.69	12.6	10.1	1.01
603035.SH	常熟汽饰	未有评级	14.54	49.9	1.05	1.26	13.8	11.5	1.36
002406.SZ	远东传动	未有评级	6.39	39.9	0.52	0.63	12.3	10.1	1.20
600741.SH	华域汽车	买入	24.65	777.1	1.71	2.42	14.4	10.2	1.44
002454.SZ	松芝股份	未有评级	5.32	33.4	0.39	0.41	13.5	12.9	0.92
000030.SZ	富奥股份	未有评级	6.84	123.8	0.50	0.56	13.7	12.3	1.65
000338.SZ	潍柴动力	未有评级	17.50	1,388.4	1.16	1.38	15.1	12.7	2.47
002101.SZ	广东鸿图	未有评级	7.38	39.1	0.29	n/a	25.1	n/a	0.85
601311.SH	骆驼股份	未有评级	12.67	142.1	0.65	0.82	19.6	15.4	1.88

资料来源：万得，中银证券，注：股价截止2021年5月14日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

新能源有望恢复高增长，关注 MEB 及特斯拉产业链

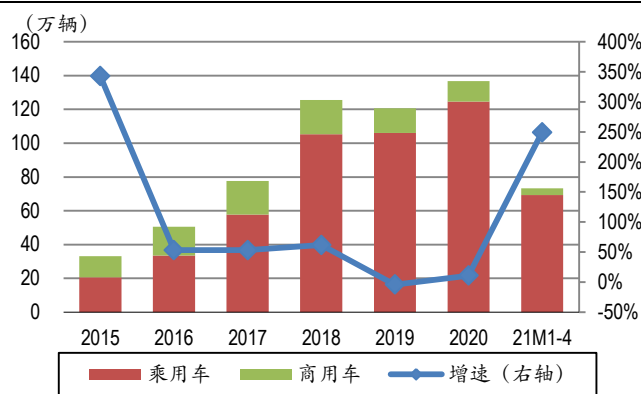
2021 年新能源销量有望爆发，长期高增长确定

新能源乘用车销量下半年持续爆发，2021 年有望恢复高增长

根据中汽协数据,2021 年 1-4 月新能源汽车销售 73.2 万辆(+249.2%),其中乘用车 69.4 万辆(+268.8%)、商用车 3.8 万辆(+77.9%)。疫情影响减弱,供给及需求复苏,我们预计全年销量 240 万辆(+75.6%),其中乘用车 225 万辆(+80.6%)、商用车 15 万辆(+24.0%)。

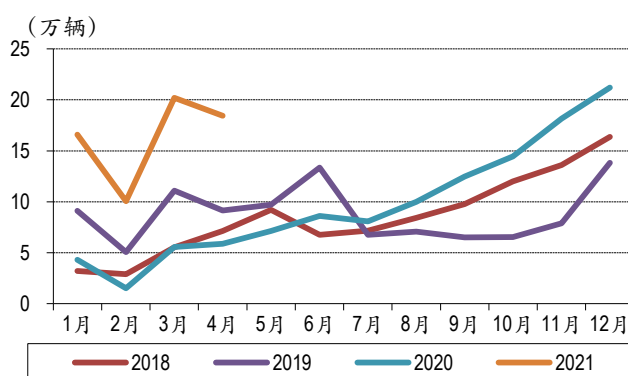
根据乘联会数据,2021 年 1-4 月新能源乘用车批发销量 66.3 万辆,同比增长 287.5%。在双积分等政策的推动下,销量有望持续高增长,长期发展看好。

图表25.2021 年 1-4 月新能源汽车销量增长 249.2%



资料来源：中汽协、中银证券

图表26.2021 年新能源乘用车销量高速增长



资料来源：乘联会、中银证券

产品结构升级与分层并行。在供给和需求变化等因素的影响下,新能源乘用车走势分化:1) 纯电动产品中,2021 年 1-4 月 A 级占比较 2020 全年下降 11%,预计主要是营运车等需求短期受阻所致;而 A00 级、B 级分别提升 6%、6%,预计主要由于五菱宏光 MiniEV、特斯拉 Model 3 销量提升所致;2) 插混产品占比较 2019、2020 全年分别下降 3%、1%,主要是纯电动增速较高,插混需求恢复较慢所致。

图表27.新能源乘用车销量分布

国产	类别	2016 年(%)	2017 年(%)	2018 年(%)	2019 年(%)	2020 年(%)	21M1-4(%)
纯电动车型	CAR	76	75	56	57	63	63
	SUV	2	4	18	23	19	19
	MPV	0	1	0	0	1	1
级别	A00	34	55	36	22	26	32
	A0	13	5	12	12	8	8
	A	29	19	25	44	28	18
	B	1	1	0	2	18	24
	C	0	0	1	1	1	1
纯电动合计		76	81	75	80	82	83
插混车型	CAR	15	7	12	11	9	7
	SUV	10	12	13	7	8	9
	MPV	0	0	0	2	1	1
级别	A	12	16	18	10	7	8
	B	12	3	6	6	9	7
	C	0	0	2	3	3	2
插混合计		24	19	25	20	18	17
总计		100	100	100	100	100	100

资料来源：乘联会、中银证券

车企方面，自主及新势力表现抢眼，合资品牌有待追赶。2021年1-4月新能源汽车销量排名前五的分别为上汽通用五菱、特斯拉中国、比亚迪、上汽乘用车和长城汽车，增长较快的有上汽通用五菱、长城汽车、小鹏汽车等。从车企竞争格局来看，自主品牌上汽通用五菱、比亚迪等表现出色；特斯拉国产后销量大幅提升，其它合资品牌有待追赶，预计大众 MEB 等国产后将有所改观；此外蔚来、理想、小鹏等新势力表现出色。

车型方面，纯电动自主及特斯拉是销量主力，插混合资表现出色。纯电动领域，2021年1-4月五菱宏光 MiniEV、特斯拉 Model 3 销量领先，比亚迪汉 EV、欧拉黑猫、特斯拉 Model Y、广汽 Aion S 等车型表现出色；插混领域，理想 One、荣威 eRX5、比亚迪汉 DM、宝马 5 系等销量领先。从车型来看，纯电动领域五菱宏光 MiniEV 凭借极高性价比持续热销，特斯拉 Model 3 国产化后综合优势明显，后续大众 MEB 逐步开启国产化，海外品牌电动车销量有望提升；插混领域份额有所降低，短期合资品牌利用品牌溢价和插混动力性能等优势获得较好的效果，后续比亚迪秦 Plus/宋 Plus/唐等 DM-i 系列车型有望凭借性能和价格优势热销。

图表28.2021年1-4月新能源销量车企排名

排名	企业	销量 (辆)	增速(%)	份额(%)
1	上通五菱	131,408	2,356	20.1
2	特斯拉中国	79,931	128	12.2
3	比亚迪	95,125	368	14.6
4	上汽乘用车	46,947	277	7.2
5	长城汽车	38,159	754	5.8
	蔚来汽车	25,913	114	4.0
7	广汽新能源	27,162	288	4.2
8	奇瑞汽车	20,301	288	3.1
9	小鹏汽车	18,487	929	2.8
10	理想汽车	18,118	345	2.8

资料来源：乘联会，中银证券

图表29.2021年1-4月新能源销量车型排名

	纯电动车型	销量 (辆)	插混车型	销量 (辆)
1	五菱宏光 MINI	125,925	理想 ONE	18,118
2	特斯拉 Model 3	73,296	荣威 eRX5	11,731
3	比亚迪汉 EV	27,101	比亚迪汉 DM	8,530
4	欧拉黑猫	23,791	宝马 5 系	7,729
5	特斯拉 Model Y	21,829	比亚迪秦 Plus DM-i	6,565
6	广汽 AION S	19,631	荣威 i6	6,260
7	奇瑞 eQ	18,834	MG HS	5,120
8	长安奔奔	14,422	迈腾 GTE	4,901
9	荣威科莱威	11,805	比亚迪唐	4,835
10	蔚来 ES6	11,251	本田 CRV	4,630

资料来源：乘联会，中银证券

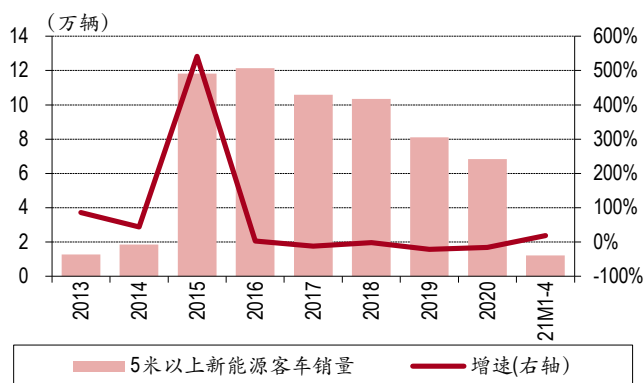
展望 2021 年，从供给侧看，海外品牌特斯拉国产化持续推进，大众 MEB 开启国产化进程；自主品牌比亚迪、长城、广汽、上汽、吉利等新车型陆续上市；新势力蔚来、小鹏、理想等资金充沛产品线持续扩张。从需求侧看，上海限牌推动新能源需求大幅提升，营运车型需求有望回暖，新能源产品性价比提升有望加速对燃油车替代过程。综合来看，车型供给日益丰富，整体需求有望高速增长，预计 2021 年国内新能源乘用车市场将会爆发，销量有望达到 225 万辆，但须关注芯片短缺风险。

新能源客车销量有望触底反弹，补贴降幅较小盈利能力有望提升

根据中客网数据，2021年1-4月国内新能源客车（5米以上）销售 12069 辆，同比增长 18.8%。国内新能源客车市场从 2015 年开始爆发，目前已逐步进入替换周期，更新需求有望推动销量触底反弹，预计 2021 年新能源客车销量有望达到约 8 万辆，同比增长约 17%。

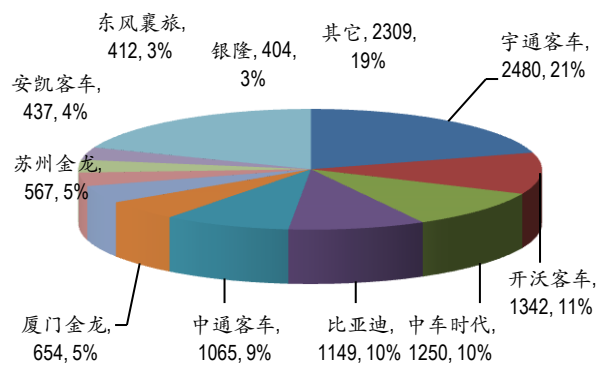
从市场格局来看，2021年1-4月宇通客车以 21%的市占率（5米以上）位居第一，开沃客车、中车时代、比亚迪、中通客车等销量排名靠前，CR5 市场份额为 60.4%。补贴金额与电池系统能量密度、单位载质量能量消耗量(Ekg)等技术指标紧密挂钩，龙头企业技术水平较高，有望获得较高补贴金额，并在市场竞争中获得有利地位，市场份额有望逐步提升。但新能源公交客车多为政府采购，非市场因素影响较大，因此市场份额集中的速度或低于预期。

图表30.2021年1-4月新能源客车销量增长18.8%



资料来源：中客网、中银证券

图表31.2021年1-4月5米以上新能源客车市场格局



资料来源：中客网、中银证券

示范应用政策有望推动燃料电池汽车产业链全面快速发展。2020年9月财政部、工信部、科技部、能源局等联合下发《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知（财建〔2020〕394号）》，对燃料电池汽车的购置补贴政策调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励，形成布局合理、各有侧重、协同推进的燃料电池汽车发展新模式。本次政策提出的燃料电池汽车示范应用措施，有望促进燃料电池汽车销量增长，以及核心材料、关键零部件、加氢站等产业化进展。

参考新能源汽车的发展进程，燃料电池汽车在“示范应用”政策实施完成后，有望形成良好产业链配套，并在2025年前后迎来产销量爆发。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，关注腾龙股份、亿华通等。

2021年新能源销量有望达到240万辆，长期高增长确定

根据上述分析，我们预计2021年新能源汽车销量有望达到240万辆（+75.6%），其中乘用车225万辆（+80.6%），商用车15万辆（+24.0%）。销量高速增长且补贴降幅较小，车企盈利能力有望提升，重点关注技术及资本实力较强的龙头企业，推荐比亚迪，关注广汽集团等。

图表32.预计2021年新能源汽车销量有望达到240万辆

(万辆)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
新能源汽车	33.1	50.7	77.7	125.6	120.6	136.7	240.0
乘用车	20.7	33.6	57.8	105.3	106	124.6	225.0
纯电动	14.7	25.7	46.8	78.8	83.4	100.0	180.0
插混	6.1	7.9	11.1	26.5	22.6	24.7	45.0
商用车	12.4	17	19.8	20.3	14.6	12.1	15.0
纯电动	10.1	15.2	18.4	19.6	13.7	11.6	14.5
插混	2.3	1.9	1.4	0.6	0.5	0.4	0.5

资料来源：中汽协、中银证券

新能源长期高增长方向明确。2020年10月《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》发布，其中提出到2025年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量20%左右。2020年10月，《节能与新能源汽车技术路线图（2.0版）》发布，进一步研究确认了全球汽车技术“低碳化、信息化、智能化”发展方向，总体目标中指出2025年、2030年新能源汽车销量占比分别达到20%、40%，2035年新能源汽车将成为主流，销量占比达50%以上，传统能源动力乘用车将全面转化为混合动力。

中国2019年碳排放为102亿吨（IEA），据中汽数据有限公司测算，道路交通碳排放占我国碳排放总量的11.76%，排放12亿吨左右（不含摩托车、两轮和三轮车）。从上述数据来看，汽车行业碳排放占比较高，是国内碳达峰和碳中和的重点改进领域。降低汽车行业碳排放主要有两种方法，一是普及新能源汽车，包括纯电动、插混、氢燃料电池汽车等；二是降低传统燃油车的油耗，包括混动汽车等。因此碳达峰与碳中和将持续推动新能源汽车高速发展。

按照 20% 目标测算，2025 年国内新能源汽车销量有望达到约 700 万辆，年均复合增速约 38%，长期高速发展方向明确。

图表33.节能与新能源汽车技术路线图 2.0 主要目标



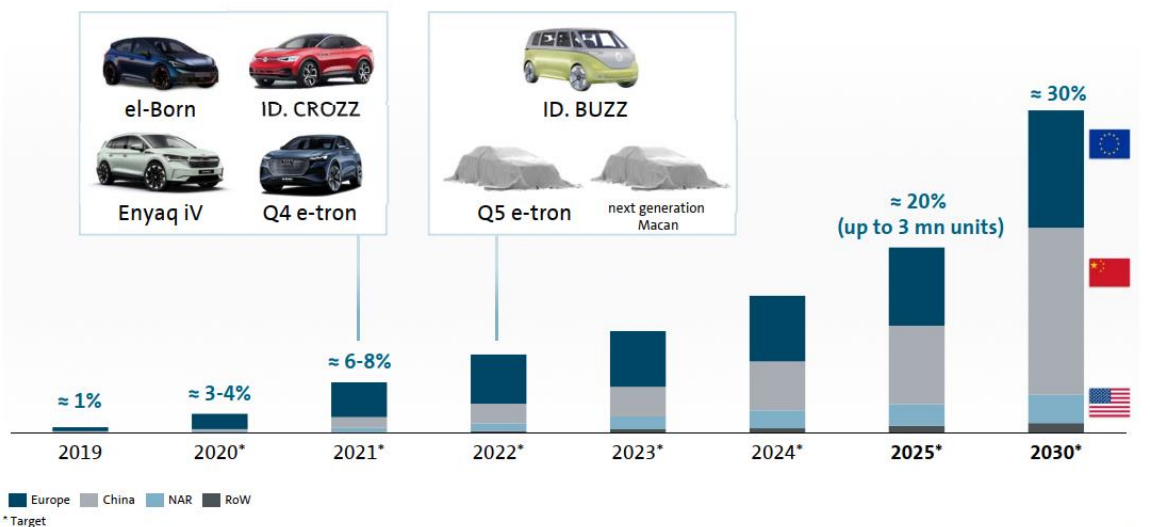
资料来源：中国汽车工程协会、中银证券

大众 MEB 加速国产化进程，关注产业链个股

根据大众集团规划，2025 年在国内的新能源汽车销量有望达到 150 万辆。其中 MEB 平台车型已于 2021 年上半年在上汽大众和一汽大众陆续投产，未来将扮演重要角色。

2021 年国内大众 ID.4、ID.6、ID.3 三款 ID.家族的电动车将陆续上市。后续随着车型导入的逐步增加，产能有望继续提升，国产 MEB 销量有望高速增长。

图表34.大众新能源汽车中国市场的销量预测



资料来源：大众集团公司官网，中银证券

车型方面，上汽大众 ID.4 X 及一汽大众 ID.4 CROZZ 近期均已上市销售，作为大众倾力打造的 MEB 平台紧凑型 SUV，续航里程超过 550km 具备较强的实用性，而补贴后不超过 25 万元的售价具有较大吸引力，有望取得较好销量成绩。ID.6X 已在全球首发并实现了网上预订和预售，预计 6 月份可以实现交付，长宽高 4876*1848*1680mm，轴距长达 2965mm，提供六座或七座的布局选择，空间更大更舒适，预计售价 30 万以内可以获得这款配备了 AR-HUD 的主销产品，未来有望热销。此外大众年底之前还会推出第三款基于 ID.家族的电动车 ID.3。

图表35.上汽大众 ID.4X



资料来源：易车网，中银证券

图表36.上汽大众 ID.6X

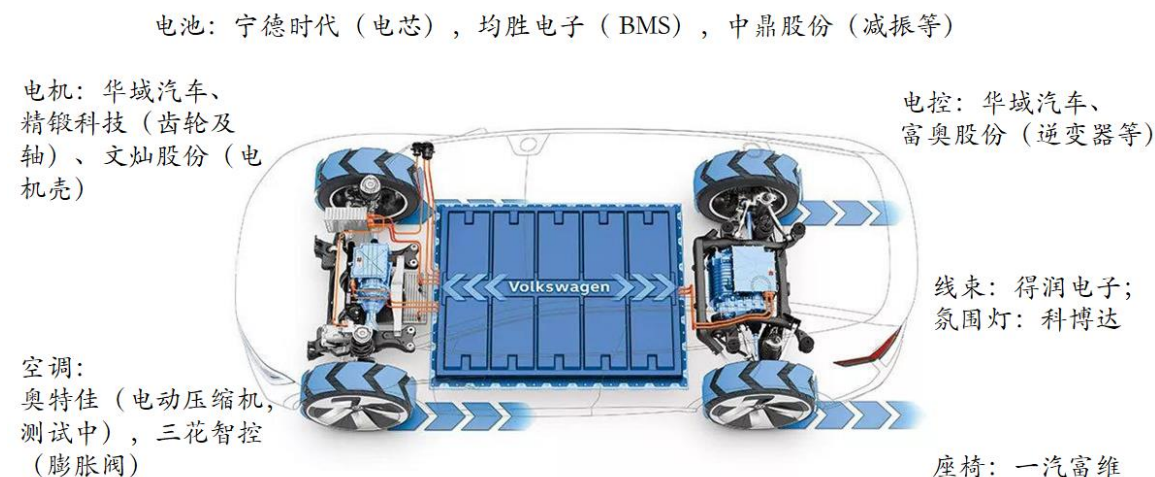


资料来源：易车网，中银证券

为有效推进 Roadmap E 战略，确保拥有足够的产能满足巨大的行业需求，大众集团招标项目订单总额将超过 500 亿欧元，是汽车行业有史以来规模最大的采购项目之一，资金均用于 MEB 电动车模块化平台量产车，巨额的订单也为中国零部件企业打开了广阔的市场。

电动汽车与传统燃油汽车相比，在零部件环节的差异主要在于动力总成、热管理系统。动力总成方面，传统汽车由发动机和变速箱驱动，而电动汽车主要包括电池、电机、电控、减速器、充电机等。热管理方面，传统燃油车可以使用发动机取暖并驱动压缩机，而电动车需要使用电动压缩机，部分车型使用热泵空调等。我们梳理了大众 MEB 在国内的部分产品定点情况，重点关注与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），以及单车价值量较高的零部件（座椅等）。

图表37.大众 MEB 主要零部件配套企业



资料来源：公司公告，盖世汽车，中银证券

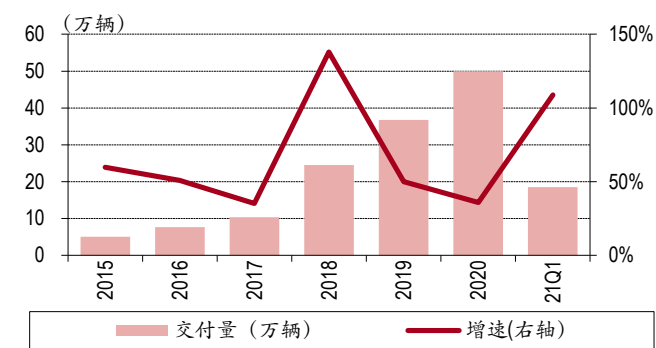
MEB 相关汽车零部件主要关注三条投资主线：1) **配套价值量高**，尤其是与传统燃油车不同的零部件（电池、电机、电控、热管理等），从现有配套企业来看，国产大众 MEB 配套价值量较高的是华域汽车、富奥股份、一汽富维、均胜电子等；2) **收入弹性大**，根据我们测算，富奥股份、一汽富维、精锻科技等配套大众 MEB 的收入占比相对较高；3) **潜在突破**，随着国产 MEB 车型的持续推进，宁波华翔等大众原有重点供应商的配套单车价值量有望取得突破。重点推荐均胜电子、华域汽车，建议关注富奥股份、一汽富维、精锻科技、文灿股份等。

特斯拉国产化持续推进，相关产业链持续受益

尽管受新冠疫情等不利影响，特斯拉 2021 年第一季度实现汽车交付共 18.5 万辆 (+108.9%)，其中 Model S/X 共 0.2 万辆 (-83%)，Model 3/Y 共 18.3 万辆 (+140%)。特斯拉此前表示 2021 年交付目标为 100 万辆。

根据特斯拉最新公告，上海工厂 Model 3/Y 年产能已经扩充至 45 万辆，Model Y 产线正在快速爬坡。柏林工厂 Model Y 产线正在建设中，预计 2021 年底或 2022 年初投产。美国除德州 Model Y 产线在建外，Cybertruck、Semi、Roadster 产线也都在开发中。特斯拉全球产能持续扩张，为销量高速增长奠定基础。

图表38.特斯拉 2021 年一季度交付量翻倍增长



资料来源：特斯拉公告，中银证券

图表39.特斯拉全球产能持续扩张

产地	车型	目前产能 (万辆/年)	最新状态
Fremont	Model S/X	10	量产
	Model 3/Y	50	量产
Texas	Model Y		建设中
	Cybertruck		开发中
TBD	Tesla Semi		开发中
	Roadster		开发中
Shanghai	Model 3/Y	45	量产
Berlin	Model Y		建设中

资料来源：特斯拉公告，中银证券

国产化率持续提升，相关产业链受益。随着特斯拉在华建厂稳步推进，以及 Model 3/Y 的国产化，对于已进入特斯拉供应体系的零部件厂商，将显著受益于国产化后销量提升带来订单的增长。除已经确定的 Model 3 定点零部件外，Model Y 国产化持续进行，部分潜在供应商也有望进入并大为受益。

汽车零部件方面，主要关注三条投资主线：1) **配套价值量高**，从现有配套企业来看，国产特斯拉配套价值量较高的是华域汽车、拓普集团、旭升股份、均胜电子、三花智控、奥特佳等；2) **收入弹性大**，根据我们测算，旭升股份、拓普集团、奥特佳、文灿股份、三花智控等配套特斯拉的收入占比相对较高；3) **潜在突破**，随着国产 Model 3/Y 定点的持续进行，银轮股份、常熟汽饰、广东鸿图等有望或已实现从 0 到 1 的突破，而宁波华翔等有望新增配套零件，单车价值量均有望大幅提升。重点推荐拓普集团、银轮股份、宁波华翔，关注旭升股份、三花智控等。

但近期媒体报道特斯拉爆发多起制动失效事件，持续发酵后或对特斯拉品牌形象及后续销量产生不利影响，需要关注相关风险。

智能驾驶加速渗透，华为小米等推动产业快速发展

ADAS 加速渗透，L3 陆续量产，相关产业链有望受益

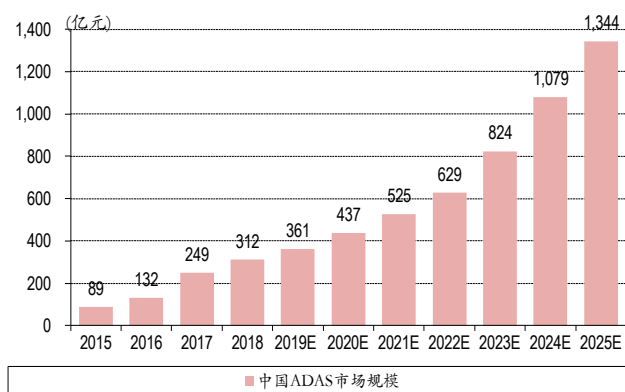
按照 SAE 分级标准，自动驾驶可以分为 L1-L5 等 5 个级别。在自动驾驶领域，传统车企与互联网巨头厂商采取不同的路线切入。传统车企通常采用“渐进式”路线，逐步新增 ADAS 功能模块，通过高精度摄像头与传感器采集数据，使其获得 L1、L2 级部分自动驾驶能力，也是现阶段商业化成果，优势在于传感器硬件与车辆控制。谷歌、百度等互联网企业通常采用“跨越式”路线，旨在直接实现 L4/L5 阶段，主要通过激光雷达对路面实时扫描绘制高精度 3D 地图实现，其优势主要是深度学习加算法。

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 AlixPartners 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，中国消费者对 L2/L4 级自动驾驶的接受度相对较高，其意愿支付成本高于全球其他市场。

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）及以下的智能网联汽车技术体系。2020 年 2 月《智能汽车创新发展战略》发布，提出到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。到 2035 年，中国标准智能汽车体系全面建成的目标。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。

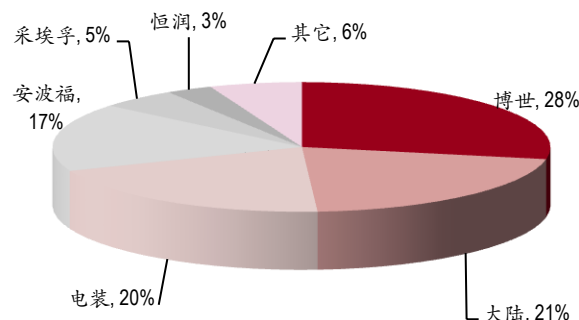
市场空间广阔。ADAS 系统既是车企切入无人驾驶的渐进式道路，也是现阶段无人驾驶成果的商业化产品。目前大部分主流乘用车企在量产车型上安装 L1 级功能，L2 级功能大部分车企也已可达到，在部分高端车型或中高配上安装部分 L2 级功能，从合资品牌、自主品牌到造车新势力，ADAS 功能配置率都较高，已成为吸引消费者的重要因素，ADAS 渗透率快速提升。根据智研咨询统计数据，2019 年中国 ADAS 市场规模预计 361 亿元，未来几年 ADAS 市场与产品渗透率有望快速提升，预计到 2025 年有望达 1,344 亿元，年均复合增长率约 24.5%。

图表40.中国 ADAS 市场预计 2025 年达 1344 亿元



资料来源：智研咨询、中银证券

图表41.2020 年前向 ADAS 一级供应商市占率



资料来源：高工智能汽车，中银证券

ADAS 渗透率快速提升，国产化机遇广阔。根据高工智能汽车研究院数据，2019 年国内新车 ADAS（L0-L2 功能）搭载率为 21.9%，2020 年 ADAS（L0-L2 级）搭载率为 34.49%，同比增加近 12 个百分点，预计 2021 年新车 ADAS 搭载率有望突破 40%。从产品生命周期来看，L2 及以下 ADAS 系统已进入成长期，未来有望快速增长。

但目前主要产品的市场份额大都被博世等跨国巨头所掌握，国产化机遇广阔。根据高工智能汽车统计数据，2020 年自主及合资品牌前向 ADAS 一级供应商大陆、博世、电装、安波福四家占据 86% 份额，占据绝对主导地位。国产供应商方面，恒润等开始配套，华域汽车、德赛西威、保隆科技等快速发展，逐步取得突破，未来有望获得一定份额。

L3 逐渐进入量产阶段，线控底盘与域控制器有望爆发。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，但需要技术与法律等层面支持。

2017 年 7 月 11 日新一代奥迪 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。2019 年 10 月 17 日，广汽新能源 Aion LX 上市，官方宣称已经能够支持 L3 级别的自动驾驶。2021 年 3 月，本田获得日本交通管理部门的许可，将在日本市场通过租赁方式投入一批带 L3 驾驶辅助的本田里程（Legend）混合动力 EX 车型。

对于 L3 及以上等级自动驾驶汽车，一般需要域控制器、线控底盘、激光雷达的支持。随着 L3 车型的陆续上市，相关领域将迎来快速发展。

线控底盘是发展趋势。对于智能汽车，尤其是 L3 及以上等级自动驾驶汽车，制动系统的响应时间尤为重要，线控制动响应更快，是实现自动驾驶安全的重要保障；转向系统等要求控制精确、可靠性高，只有线控转向可以满足要求，成为转向系统未来的发展趋势。

线控制动尚处于早期发展阶段，目前渗透率较低，仅有少量车型配备，新能源汽车配置率相对较高。随着新能源汽车、L3 及以上智能驾驶的逐步渗透，线控制动有望爆发。目前线控制动系统单价约 2,500 元，未来随着产销量上升带来成本降低，价格有望下降至 2,000 元左右，我们预计 2025 年国内线控制动系统的市场空间为 162 亿元，年均复合增速高达 23%。目前线控制动系统的主要供应商包括博世、采埃孚、大陆等国际零部件巨头企业，国内厂商如伯特利、拓普集团目前已取得一定成果。虽然国内厂商与博世等国际巨头仍存在一定差距，但产业尚处于早期发展阶段，还有较大的追赶机会。

线控转向尚处于早期发展阶段，目前渗透率极低，仅有少量车型配备。随着 L3 及以上智能驾驶的逐步渗透，线控转向有望爆发。目前 EPS 单价约 1,500 元，线控转向系统以 EPS 为基础，短期产销量较低，预计单价约 4,000 元，后期随着应用范围扩大，预计单价有望逐步降低至 3,000 元左右。我们预计 2025 年国内线控转向系统的市场空间为 122 亿元，年均复合增速高达 166%。中国乘用车转向助力系统厂家中，Bosch、JTEKT、NSK、ZF、Nexteer 等国际巨头市占率排名靠前。国内企业主要有株洲易力达、湖北恒隆和浙江世宝等，但规模都比较小，技术相对落后。目前拓普集团、湘油泵等企业在 EPS 等领域已有产品布局或量产，未来国内企业或将迎来发展机会。

图表42.线控制动系统供应商与配套

供应商	产品	配套客户
博世	iBooster/IPB	通用、吉利、特斯拉、蔚来等
大陆	MK C1	阿尔法罗密欧等
采埃孚	IBC	通用等
爱德克斯	EBC	丰田普锐斯等
伯特利	WCBS	已发布，尚未批产
同驭汽车	EHB 系统	江铃等，小规模量产
拓普集团	IBS	处于验证和推广阶段

资料来源：佐思产研，中银证券

图表43.线控转向系统供应商及产品进展

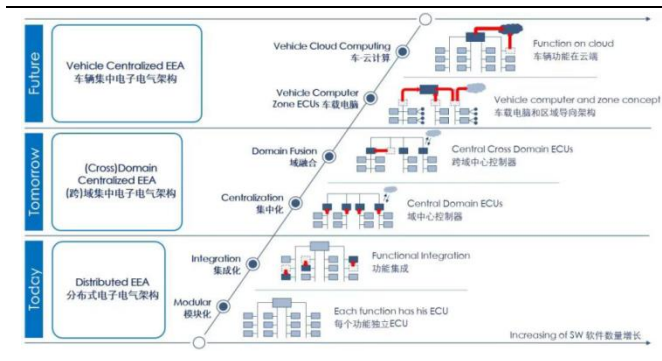
供应商	线控转向产品进展
Kayaba	已量产配套英菲尼迪
博世	产品有样车展示
采埃孚	未量产，有产品介绍
JTEKT	未量产，有产品介绍
耐世特	研发 Quiet Wheel 产品
联创电子	有研究，原型机
拓普集团	研发中

资料来源：佐思产研，中银证券

域控制器已逐步量产。根据博世的分类，汽车电子电气架构可以分为分布式架构、域集中式架构和车辆集中式架构等三个阶段。目前大部分汽车尚处于分布式架构阶段，部分新车型采用域集中式电子电气架构，而特斯拉较为领先，率先采用了车辆集中式电子电气架构。对于 L3 及以上自动驾驶汽车，出于算力等角度考虑，需要采用域集中式架构，包括最重要的域控制器。

2017 年 7 月奥迪新 A8 全球首发，成为全球首款 L3 级自动驾驶量产车，其中央驾驶辅助控制单元（即 zFAS）也是全球首个量产的域控制器。目前在域控制器领域，大陆、采埃孚等外资供应商相对领先，国内德赛西威已配套小鹏汽车量产，均胜电子等也有相关布局，建议重点关注。

图表44.博世关于电子电气架构的分类



资料来源：博世，车云网

图表45.德赛西威 IPU03 域控制器搭载小鹏 P7 上市



资料来源：汽车商业评论，中银证券

激光雷达迎来量产爆发。自动驾驶汽车传感器主要包括摄像头、毫米波雷达、激光雷达等，摄像头和毫米波雷达均存在一定的局限性，需要激光雷达来提供多一层的冗余。近年来激光雷达技术日益成熟，售价降低至 1000 美元左右，已经可以满足前装量产的要求。

随着 L3 及以上等级自动驾驶车型的推出，激光雷达也将迎来量产爆发。2021 年以来，蔚来 ET7、小鹏 P5、北汽极狐阿尔法 S 华为 HI 版等多款车型均宣布将量产搭载激光雷达。

图表46.国内部分车企量产车型搭载激光雷达

企业	车型	发布时间	量产计划	激光雷达 供应商	激光雷达 产品	传感器配置 (颗)			
						激光 雷达	毫米波	摄像头	超声波
蔚来	ET7	2021.01	2022Q1	Innovusion	Falcon	1	5	11	12
智己汽车	IM 智己车型	2021.01	2022	华为 (推测)	96 线	3	5	15	12
长城	摩卡	2021.01	2022	IBEO	ibeoNEXT	3	8	7	12
上汽 R 汽车	ES33	2021.03	2022H2	Luminar	Iris	1	2 (4D)	12	12
小鹏	小鹏 P5	2021.04	2021Q4	大疆 Livox	Horiz	2	5	13	12
北汽	极狐阿尔法 S 华为 HI 版	2021.04	2022	华为	96 线	3	6	13	12
长安	方舟架构车型	2021	2022	华为	96 线	5	6	13	12

资料来源：佐思产研，中银证券

激光雷达市场空间广阔，市场格局尚未定型。根据沙利文的统计及预测，受无人驾驶车队规模扩张、激光雷达在高级辅助驾驶中渗透率增加、以及服务型机器人及智能交通建设等领域需求的推动，激光雷达整体市场预计将呈现高速发展态势，至 2025 年全球市场规模为 135.4 亿美元，较 2019 年可实现 64.5% 的年均复合增长率。

目前激光雷达供应商主要有美国 Velodyne、Luminar、Aeva、Ouster、以色列 Innoviz、德国 Ibeo 中国禾赛科技、速腾聚创等。由于激光雷达应用尚未普及，技术路线还没有确定，因此整体市场格局尚未定型。近期华为和大疆进入激光雷达领域，并凭借强大的研发实力，获得了部分车型的量产订单。

随着众多搭载激光雷达车型的量产落地，产业有望迎来爆发，相关供应商有望受益，建议关注均胜电子（投资的 Innovusion 将量产配套蔚来 ET7），以及华为产业链等。

图表47.小鹏 P5 车型



资料来源：易车网，中银证券

图表48.大疆 Livox 激光雷达



资料来源：大疆官网，中银证券

L4 级尚处于示范运营阶段。L4 级自动驾驶系统的开发与场景的选择密切相关，不同场景间实地环境差异和行业需求差异，决定了解决方案的难度、路径选择与盈利模式。目前国内外 L4/5 级自动驾驶项目基本上处在试运营阶段，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。

根据罗兰贝格预测，2020 年在封闭低速场景下的物流、客流和停车场自动泊车有望率先落地，2023-2025 年有望实现高速公路自动驾驶，2025-2030 年实现复杂道路环境中的最后三公里物流、接驳巴士。政府层面也加大基础设施建设，推动地方智能汽车示范区建设，目前国内已有超过 20 个智能网联汽车示范区，基本覆盖了各种天气、道路环境，涵盖封闭道路和开放道路测试，应用场景逐步拓展。

2021 年 4 月 15 日，全球无人驾驶卡车独角兽企业图森未来在纳斯达克上市。图森未来成立于 2015 年，从 2016 年起转向自动驾驶，并开始聚焦无人驾驶卡车货运领域。目前图森未来与美国 UPS 快递公司、美国邮政等开启了卡车的后装改装合作，实现共有 70 辆自动驾驶卡车的规模。在前装量产市场，图森未来也与卡车制造商纳维斯塔（Navistar）和大众旗下 Traton 展开了前装量产合作，共同打造 L4 级无人卡车。据招股书披露，目前该款车已收到了 5700 辆预订订单，并计划在 2024 年投产交付。

L5 任重而道远。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不成熟的缺陷，引发了公众对自动驾驶商业化的担忧，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。

华为小米等跨界加入竞争，加速智能电动汽车发展

智能汽车是手机之后的重要的智能终端，市场空间巨大，因此吸引了众多互联网巨头纷纷投资或直接参与整车或零部件行业竞争。

整车方面，3 月 30 日小米集团宣布小米智能汽车业务正式立项，将为此成立一家全资子公司，首期投入 100 亿元人民币，未来十年投资 100 亿美元。百度与吉利成立合资公司集度，计划在未来五年内投资 500 亿元人民币生产智能汽车。此外腾讯、阿里、美团、京东等都有参与蔚来、理想、小鹏等新能源车企的投资。

从燃油车到电动车，整车制造相关门槛有所降低，但仍需要硬件、软件、资金等多方面的综合投入才能获得成功。小米等具备软硬件相关能力，且在品牌、渠道、跨界联动等方面有一定优势，未来有望获得一定份额。

从行业发展角度来看，一方面，小米等巨头的进入，将加快汽车行业向电动化和智能化方面的转型，促进行业快速发展；另一方面，小米等造车将使得未来智能电动汽车领域的竞争更加激烈，对现有整车企业具有一定的负面影响，而利好相关供应商。

图表49.互联网企业参与或投资整车制造

整车制造	投资整车企业
腾讯	蔚来、威马
阿里	小鹏
百度	威马、蔚来
小米	蔚来、小鹏
美团	理想
京东	蔚来
字节跳动	理想
360	哪吒

资料来源：盖世汽车，中银证券

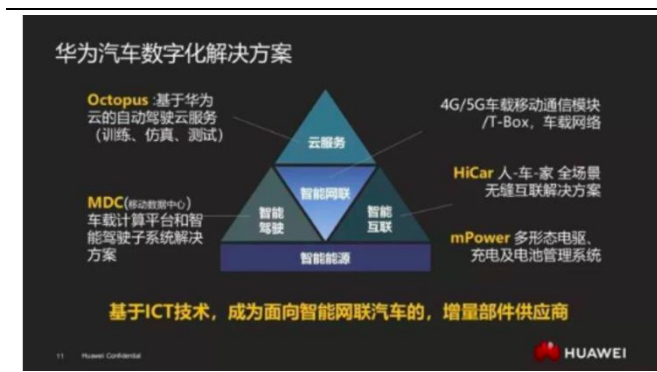
零部件方面，对于智能电动车，新增的重点零部件包括电池电机电控、智能驾驶、热管理等。这些零部件单车价值量较高，吸引了华为、大疆等企业加入竞争。

华为是全球领先的 ICT 企业，2014 年设立车联网实验室，后续与北汽、长安、东风等合作开发，2019 年宣布成立智能汽车解决方案 BU。在 2021 年 4 月新品发布会上，华为智能汽车解决方案 BU 总裁王军表示今年在研发上的投资将达到 10 亿美元，研发团队超过 5000 人，其中自动驾驶团队超过 2000 人。

华为对智能汽车 BU 的定位是做智能汽车的增量零部件供应商，近期将过去数年在汽车领域积累的全栈智能解决方案悉数注入了 HI 品牌，包括 1 个全新的计算与通信架构，5 大智能系统——智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云，以及激光雷达、AR-HUD 等 30+ 智能化部件。同时 HI 品牌还从算力和操作系统层面规划了智能驾驶、智能座舱、智能车控三大计算平台，以及 AOS 智能驾驶操作系统、HOS 智能座舱操作系统和 VOS 智能车控操作系统三大操作系统。华为的智能汽车解决方案几乎涵盖了一辆智能电动汽车的所有关键部件。

在 2021 年 4 月 12 日华为全球分析师大会上，华为副董事长、轮值董事长徐直军表示，华为拟与北汽、长安、广汽等三家车企合作打造 3 个汽车子品牌，今年四季度开始将陆续上市。4 月 17 日北汽新能源旗下高端品牌 ARCFOX 极狐首款轿车阿尔法 S 正式上市，搭载华为高阶自动驾驶 ADS 系统的华为 HI 版车型也于当天开启预售，两款车型预售价分别为 38.89 万元、42.99 万元。极狐阿尔法 S 华为 HI 版是第一款打 HI 标识的豪华智能电动轿车，也是全球首款搭载 3 颗激光雷达的量产车以及国内首款可以城市通勤的自动驾驶量产车型，达到了华为最高阶自动驾驶水平。

图表50.华为 HI 全栈智能汽车解决方案



资料来源：高工智能汽车，中银证券

图表51.华为发布汽车五大新品

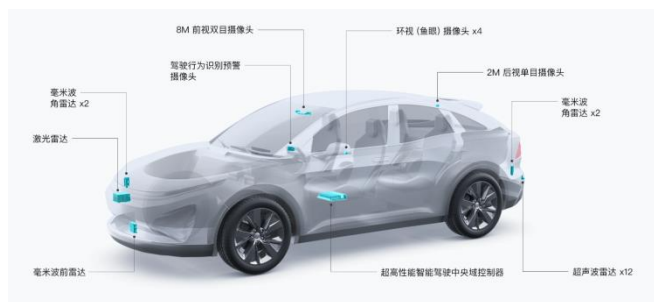


资料来源：高工智能汽车，中银证券

2021 年 4 月，DJI 大疆正式官宣进军自动驾驶，涉及智能驾驶系统及其核心零部件的研发、生产、销售等。大疆是全球领先的无人机生产商，在感知、决策、规划技术与智能硬件的量产方面积累了丰富的经验，2016 年起大举投入，将应用拓展到了汽车领域。

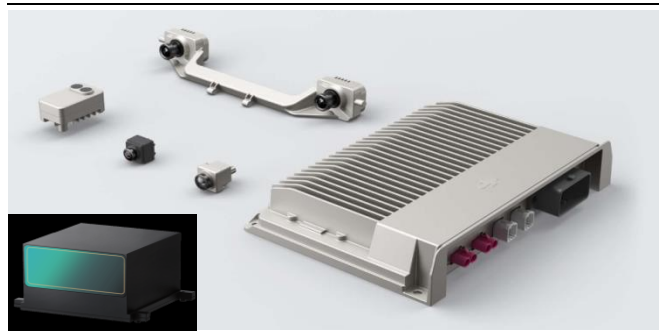
目前大疆的产品主要包括智能驾驶系统和零部件。智能驾驶系统按功能和应用场景划分为 3 大方案：智能泊车系统、智能驾驶 D80/D80+（城市快速路场景）和智能驾驶 D130/D130+（高速路场景），分别针对不同的场景和应用。智能驾驶零部件包括单目相机、双目相机在内的各类视觉感知传感器及智能驾驶域控制器与驾驶行为识别预警系统等核心零部件。其中激光雷达将配套小鹏 P5 年内量产。

图表52.大疆智能驾驶 D130+



资料来源：大疆官网，中银证券

图表53.大疆智能驾驶零部件



资料来源：大疆官网，中银证券

在燃油车时代，国内 T1 供应商大都被博世等国际巨头所把控。进入智能电动车时代，对于供应商的要求发生变化，软件能力、响应速度等要求大幅提升，国内供应商有望崛起。从技术、资金、人员等投入来看，华为和大疆等具有强大的底层技术积累；从激光雷达等量产进度来看，在智能驾驶等领域的竞争力十分突出，未来有望成为国内外领先的 T1 供应商。

考虑这些跨界竞争对于行业现有企业的影响，一方面，华为和大疆等有望依靠先进的技术帮助北汽、长安等企业提升产品的竞争力，改善合作伙伴的销量、品牌、盈利等，**建议关注华为汽车产业链长安汽车、北汽蓝谷等**；另一方面，华为和大疆等综合实力强劲，势必将抢夺原有 T1 供应商的份额，部分企业或将承压，需要关注相关风险。

投资建议

投资建议

随着疫情影响减弱，经济及需求复苏，汽车销量持续回暖，我们预计 2021 年汽车销量有望达到 2639 万辆（+4.3%），其中乘用车 2138 万辆（+6.0%）、商用车 501 万辆（-2.4%），并迎来持续上行周期。

整车方面，车企销量表现分化，综合竞争力突出、产品周期向上的车企市场份额有望持续提升，推荐长安汽车、上汽集团、长城汽车，关注广汽集团。商用车领域，受国三淘汰更新、治理超载超限等因素拉动，我们预计 2021 上半年重卡市场有望保持高景气度，合规化及国六实施有望带来轻卡量价齐升，关注福田汽车等。

零部件方面，随着汽车销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击。产品端，关注新增产品及产品升级等带来价值提升的投资机会，推荐银轮股份，关注腾龙股份等。客户端，关注国产替代和全球化带来的投资机会，推荐伯特利、拓普集团，关注继峰股份等。估值端，推荐估值较低业绩稳健的华域汽车、宁波华翔，关注一汽富维、松芝股份等。

新能源方面，预计 2021 年新能源汽车销售约 240 万辆（+75.6%），后续高增长方向明确。大众 MEB 开始国产，特斯拉规划全球交付量翻倍增长，产业链将持续受益。推荐新能源龙头比亚迪，大众 MEB 产业链均胜电子、精锻科技，特斯拉产业链拓普集团等，关注旭升股份、富奥股份等。

智能网联方面，ADAS 及智能座舱渗透率快速提升，L3 车型陆续量产有望带动线控底盘、域控制器、激光雷达等爆发，华为小米等跨界加入竞争，有望加速智能电动汽车发展。推荐均胜电子、伯特利、拓普集团，关注德赛西威、华阳集团、湘油泵等。

重点推荐

长安汽车：自主合资新品周期延续，与华为合作前景看好

2020 年自主品牌延续了前期强势表现，全年销量达到 103.7 万辆，逆势增长 21.2%，其中 CS75Plus、UNI-T、逸动等车型表现出色。后续 UNI-K 等车型陆续上市，有望助力销量增长。此外平台化有助于降低成本及提升毛利率，推动业绩改善。合资品牌方面，2020 年福特销量增长 37.7%，福特探险者、林肯冒险家等销量表现良好，全年业绩扭亏为盈。林肯航海家等新车陆续上市，本土研发将有助于提升产品竞争力，利好长期发展。电动化、智能化是汽车产业未来趋势，十四五公司将进一步推进“香格里拉”计划，基于方舟架构和 CHN 架构打造 EPA0、EPA1 和 EPA2 三大平台，未来五年将陆续推出 26 款全新智能电动汽车；加速推进“北斗天枢”2.0 计划，到 2022 年率先实现 L4 级智能网联汽车上市。此外公司与华为、宁德时代联合打造全新高端智能汽车品牌，有望汇集三方优势，助力公司品牌、销量及业绩提升。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.69 元、0.90 元和 1.10 元，维持买入评级。

比亚迪：技术优势助力销量及盈利增长，半导体等业务分拆上市利好价值重估

技术优势逐步兑现，新品周期助力销量及业绩提升。公司在新能源领域耕耘多年，铸就了强大的技术优势。2020 年汉 EV 车型搭载领先的刀片电池技术，在 20 万以上的价格区间获得热销，2021 年刀片电池将全面应用到其它新能源车型上，有望助力销量高增长。DMi 是以电为主的混动技术，具备快、省、静、顺、绿等多重优势，亏电油耗低至 3.8L/百公里，加上 PHEV 技术可享受购置税减免、新能源汽车牌照等优惠政策，有望加速对燃油车型的替代。秦 Plus、宋 Plus、唐等 DMi 车型陆续上市，订单情况火爆，电池产能提升后有望持续热销。2020 年受新冠疫情等影响，公司新能源汽车销售 16.3 万辆（-12.5%）。在刀片电池、DMi 等领先技术支持下，2021 年公司新能源销量有望翻倍增长，助力业绩提升。在碳达峰和碳中和等推动下，新能源汽车将迎来长期高速增长，公司将持续受益。半导体业务启动分拆上市，利好价值重估。在新能源及智能化趋势下，汽车半导体国内市场空间将快速增长至数百亿元。比亚迪半导体拥有包含芯片设计、晶圆制造、封装测试和下游应用在内的一体化经营全产业链，是国内自主可控的车规级 IGBT 领导厂商，未来前景广阔。2020 年公司已启动半导体分拆上市工作，此外在动力电池、电机电控等领域技术领先，未来成熟后也将分拆上市，利好公司估值提升。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.94 元、2.60 元和 3.58 元，维持买入评级。

上汽集团：新能源及智能网联全面发展，看好豪华车国产前景

智能电动汽车是未来发展方向，一方面，公司携手阿里等打造智己汽车，首款 SUV 及轿车已于 2021 年 1 月正式亮相，并将于年内开启预订；另一方面，上汽乘用车近日发布 R 汽车的全新技术品牌“R-TECH”，5 年投入超过 200 亿用于研发，搭载 PP-CEM 全栈自研高阶自动驾驶方案的 ES33 预计 2022 年下半年上市。智己汽车及 R 品牌将形成差异化的组合，未来发展看好。在新能源和智能化领域，公司通过研发和投资等手段，构筑了技术领先的硬件基础、前瞻创新的软件能力、开放融合的生态平台，这都将为公司发展带来长期竞争优势。上汽大众受部分车型及芯片供给影响，短期产销量承压。2021 年开始大众将迎来新产品周期，ID.4 等多款 MEB 车型陆续上市，续航、动力等综合性能突出，有望获得热销。2020 年 12 月奥迪、一汽和上汽已就销售和服务模式达成共识，2022 年开始上汽奥迪多款车将陆续发售。近年来国内豪华车销量占比快速提升，上汽奥迪未来发展看好。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 2.35 元、2.71 元和 2.95 元，维持**买入**评级。

银轮股份：乘商并举业绩有望稳健增长，新能源热管理前景可期

2021 年 7 月起重型车国六排放标准将全面实施，尾气处理市场空间较国五有望翻倍增长，公司 EGR、DPF 及 SCR 后处理封装等业务发展顺利，已获得潍柴等重点客户订单，收入有望快速增长。2020 年公司新获订单有望增加年收入 39.5 亿元，其中新能源占比 27%、乘用车（含新能源）占比 47%，业务结构持续优化。乘用车销量持续回暖，新能源销量高速增长，此外重卡缓速器等也将推动公司业绩增长。各项业务多点开花，公司短期业绩有望快速增长。从全球产业竞争力来看，国内零部件企业在成本、服务等方面优势明显，随着技术不断进步，竞争力持续提升，有望获取更多订单。近年来摩丁等欧美竞争对手在热管理、排放处理等领域不断收缩，公司在相关领域持续获取订单，全球份额稳步提升，长期发展看好。此外公司产品线持续拓展，由零部件向热管理系统解决供应商方向发展，市场空间进一步拓宽，新能源热管理等前景可期。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.57 元、0.70 元和 0.84 元，维持**买入**评级。

伯特利：轻量化及电控收入高增长，线控制动及 ADAS 前景可期

智能化是汽车产业重要发展方向，其中线控制动、ADAS 是关键产品，渗透率有望快速提升。公司凭借在汽车制动及电子领域的深厚积累，拓展线控制动及 ADAS 产品，其中线控制动已与多家主机厂客户签订开发协议，目前年产 30 万套生产线已经完成调试，2021 年将有 3 个以上车型批量生产；ADAS 产品开发进展顺利，A 轮样机已于 2020 年 8 月实现装车测试，目前已经获得多个客户的定点项目，预计 2022 年上半年量产。线控制动及 ADAS 新产品的价值量较公司原有产品大幅提升，目前客户拓展顺利，项目量产有望助力公司业绩持续提升，长期前景可期。公司拟发行可转债扩充产能，目前已获得证监会审核通过。其中新铸造项目已在芜湖奠基开工，项目建成后具备年产 5 万吨铸铁汽车零部件及 1 万吨铸铝汽车零部件的生产能力，预计实现年销售收入 5 亿元以上。掌握基础制造能力，有助于公司降低制造成本、增强上游供应链掌控力，并提升产品竞争能力。墨西哥年产 400 万件轻量化零部件项目正在建设中，预计将于 2022 年第三季度投入使用。公司全球产能持续扩张，为后续业绩增长奠定良好基础。此外公司拟收购威海伯特利剩余 49% 股权，有望改善产品及市场布局，提升盈利能力。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 1.48 元、1.84 元和 2.21 元，维持**买入**评级。

均胜电子：新能源及智能网联全面布局，受益于特斯拉及大众 MEB 国产

国内外汽车销量回暖，安全业务收入及毛利率有望恢复增长。随着疫情影响减弱，国内外汽车销量逐步恢复。公司汽车安全业务全年新增订单约 375 亿元，此外受疫情影响推迟的项目发包有望恢复，预计 2021 年将获取超 80 亿美金新订单，未来项目落地将推动公司收入快速增长。毛利率方面，短期受疫情停工影响出现下滑，目前业务重组接近尾声，工厂及人员逐步优化，未来毛利率有望提升，并推动业绩增长。新能源及智能网联全面布局，未来发展看好。汽车电子业务 2020 年收入 76.0 亿元（+1.5%），全年收获订单约 140 亿元，充裕订单确保未来收入高速增长。其中新能源方面，BMS 产品获得大众累计订单超过 100 亿元，混动及 48V 等 BMS 产品陆续进入量产阶段，有望受益于 MEB 车型上量及国内 48V 渗透率提升。智能车联业务 2020 年收入基本持平，产品更新及成本控制推动毛利率提升 6.1pct，全年收获订单约 10 亿元，包括蔚来 5G-V2X 等前瞻性订单。公司已完成对激光雷达制造商图达通的战略投资，未来发展看好。此外公司计划在国内加大研发投入，有望降低成本、提升服务能力，利好客户拓展及盈利提升。我们预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.83 元、1.15 元和 1.47 元，维持**买入**评级。

风险提示

1) 汽车销量不及预期。

海外疫情尚在蔓延，后续若疫情反复，或将导致汽车销量不及预期。

2) 芯片短缺，原材料涨价。

2020 年底以来，汽车芯片短缺情况加剧，对销量及成本有一定影响，此外原材料涨价对成本也有一定影响。

3) 产品降价及毛利率下滑。

目前车市竞争加剧，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 54. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020A	2021E	2020A	2021E	(元/股)
000625.SZ	长安汽车	买入	23.01	1,251.7	0.61	0.69	37.7	33.3	10.08
002594.SZ	比亚迪	买入	153.53	4,392.7	1.48	1.94	103.7	79.1	28.18
600104.SH	上汽集团	买入	20.37	2,379.9	1.75	2.35	11.6	8.7	22.96
600741.SH	华域汽车	买入	24.65	777.1	1.71	2.42	14.4	10.2	17.07
601799.SH	星宇股份	买入	173.06	477.9	4.20	4.82	41.2	35.9	21.90
603596.SH	伯特利	买入	28.08	114.7	1.13	1.48	24.8	19.0	6.91
601633.SH	长城汽车	买入	30.74	2,824.9	0.58	1.20	53.0	25.6	6.15
601689.SH	拓普集团	买入	28.13	310.0	0.57	1.20	49.4	23.4	9.08
600699.SH	均胜电子	买入	16.56	226.6	0.45	0.83	36.8	20.0	11.19
002126.SZ	银轮股份	买入	10.11	80.1	0.41	0.57	24.7	17.7	5.18
300258.SZ	精锻科技	增持	10.45	50.3	0.32	0.51	32.7	20.5	6.37
002920.SZ	德赛西威	增持	97.99	538.9	0.94	1.34	104.2	73.1	8.85

资料来源：万得，中银证券。注：股价截止日 2021 年 5 月 14 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 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得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内容发表。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