

# 汽车

## 景气度逐季改善，细分龙头价值凸显——2021 中期策略

**总量研判：**行业仍处向上周期，预计全年批发/零售销量同比+10.2%/+12.7%，Q2为行业盈利低谷，Q3起有望逐季改善。2020H2以来，受益于自主车型的强势爆发，行业终端销量维持高景气度，叠加2021年芯片短期导致的部分减产，行业目前处于需求大于供给的局面。下半年优势车型加速供给的背景下，预计全年需求将维持高景气度，全年零售销量2175万辆，同比+12.7%。同时Q3芯片供给短缺有望缓解，叠加渠道补库存，我们按照9月排产恢复至正常水平，21Q4累计渠道库存的环比增速接近20Q4的情境下测算，预计全年批发销量2220万辆，同比+10.2%。盈利能力方面，目前终端折扣率整体仍较为稳定，而原材料涨价对整车、铝合金压铸、内外饰件等材料成本占比较高的子行业影响较大，预计Q2为行业利润低谷，下半年起，不利因素的影响将边际弱化。

**整车：**板块估值中枢随自主技术能力的提高而上移，关注强车型周期的自主龙头。整车板块的估值中枢随着自主车企技术实力的不断增强，经历两次上移。目前自主品牌在电动化、智能化领域强势崛起，叠加行业换购潮带来的销量复苏与价格带上行，自主与合资车企的ASP差距已缩小至历史低位，其中头部车企的车型质量/密度均已远超同行，未来市占率提升确定性强。推荐2021年车型强势的自主龙头：长城汽车、长安汽车、吉利汽车。建议关注与华为深度合作的新能源车企：北汽蓝谷、小康股份。

**零部件：**自下而上，寻找电动化&智能化的增量配置与国产替代机会。梳理零部件配置率的提升趋势，2021H1我们依然看好座舱类的HUD、无线充电、液晶屏等配置率的稳步提升，建议关注：华阳集团、德赛西威、伯特利；另一方面，在压铸、内外饰等价值量大、切换壁垒低的领域，国内供应商的成本优势明显，车企降本压力下，国产化率将继续稳步提升，推荐：爱柯迪，建议关注：文灿股份、福耀玻璃。

**电动两轮：**行业红利&格局优化，龙头公司有望实现销量&业绩双升。行业受益于新国标、“一车一票”等政策红利，预计2023年销量高峰达5900万辆，后续稳态有望维持5000万辆。同时行业集中度迅速提升，2017-2020CR3由30%提升至52%，叠加锂电&智能化带来的价格带提升，龙头公司有望迎来从销量到业绩的全面增长。推荐：小牛电动、建议关注：雅迪控股。

**风险提示：**行业销量受疫情、供应链短缺影响或不及预期，新车发布不及预期。

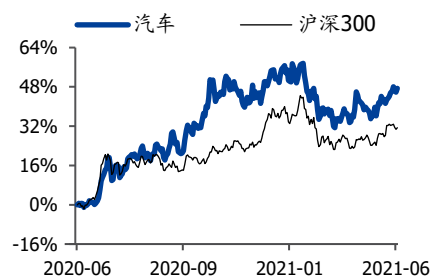
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000625.SZ	长安汽车	买入	0.62	0.92	1.05	1.13	35.3	25.6	22.5	20.9
601633.SH	长城汽车	买入	0.58	1.02	1.28	1.46	64.7	37.8	30.2	26.4
0175.HK	吉利汽车	买入	0.56	0.99	1.15	1.28	40.6	18.7	16.1	14.5
600933.SH	爱柯迪	买入	0.49	0.63	0.74	0.83	31.5	22.2	18.9	16.9
603348.SH	文灿股份	-	0.36	1.27	1.81	2.3	82.4	23.4	16.4	12.9
000887.SZ	中鼎股份	-	0.41	0.65	0.83	0.96	27.4	17.3	13.5	11.7
1585.HK	雅迪控股	-	0.33	0.45	0.63	0.77	42.2	32.6	23.2	19.1
NIU.O	小牛电动	买入	1.13	2.14	3.4	5.08	81.1	50.8	32.0	21.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所，注：文灿股份、中鼎股份、雅迪控股为万德一致预期

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 《汽车：本周专题：零部件估值梳理，自下而上选择细分龙头》2021-05-30
- 《汽车：本周专题：海外车企产销跟踪》2021-05-23
- 《汽车：本周专题：4月终端销量分析》2021-05-16



## 内容目录

一、总量研判：行业仍处向上周期，下半年逐季改善.....	4
1.1 需求：预计全年景气度维持，终端销量 2175 万辆，同比+12.7%.....	4
1.2 供给：Q3 芯片供给有望缓解，叠加渠道补库，全年销量预计同比+10.2%.....	6
1.3 盈利能力：Q2 预计为盈利谷底，不利因素下半年边际改善.....	9
二、整车：估值中枢上移，关注强车型周期的自主龙头.....	13
2.1 板块估值仍由销量主导，但估值中枢随自主能力的提高而上移.....	13
2.2 头部自主品牌上探，成长确定性更强.....	15
三、零部件：寻找电动智能的增量配置与国产替代.....	17
3.1 梳理各产品，看好座舱类 HUD、无线充电、液晶屏配置率稳步提升.....	17
3.2 铝压铸&内饰件：价值量大、切换壁垒低带来的国产化机遇.....	21
四、电动两轮：行业红利&格局优化，龙头份额迅速提升.....	24
4.1 行业需求：预计 2023 年达 5900 万辆，后续稳态有望维持 5000 万辆.....	24
4.2 行业格局优化，锂电&智能推动价格带提升.....	30
五、投资建议.....	32
风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1: 自主品牌终端销量 (万辆).....	4
图表 2: 合资品牌终端销量 (万辆).....	4
图表 3: 豪华品牌终端销量 (万辆).....	4
图表 4: 非豪华品牌终端销量 (万辆).....	4
图表 5: 豪华品牌终端销量 (万辆).....	5
图表 6: 非豪华品牌终端销量 (万辆).....	5
图表 7: 长城汽车本届车展发布新车汇总.....	5
图表 8: 行业终端销量预测 (万辆).....	6
图表 9: 2020 年下半年以来芯片厂商停产情况梳理.....	6
图表 10: 2020 年单车半导体价值 (美元).....	7
图表 11: 不同位数的车规级 MCU 应用场景.....	7
图表 12: 2020 年全球车规级 MCU 竞争格局.....	7
图表 13: 经销商库存系数.....	8
图表 14: 行业累计渠道库存环比.....	8
图表 15: 行业批发销量测算 (万辆).....	9
图表 16: 行业批发销量分季度测算 (万辆).....	9
图表 17: 长城汽车折扣率变化情况.....	10
图表 18: 长安自主折扣率变化情况.....	10
图表 19: 长安福特折扣率变化情况.....	11
图表 20: 长安马自达折扣率变化情况.....	11
图表 21: 吉利品牌折扣率变化情况.....	11
图表 22: 领克品牌折扣率变化情况.....	12
图表 23: 玻璃价格指数.....	12
图表 24: 钢材价格指数.....	12
图表 25: 铝价格指数.....	12
图表 26: 塑料价格指数.....	12

图表 27: 近 5 年板块 PE 与汽车行业销量同比.....	13
图表 28: 近 5 年整车板块相对于零部件板块估值溢价率.....	13
图表 29: 车企智能驾驶规划对比.....	14
图表 30: 车企纯电平台对比.....	15
图表 31: 不同场景的自动驾驶落地进度 (万辆).....	15
图表 32: 2020 年的汽车经销商百强销售均价占比 (%).....	16
图表 33: 合资与自主品牌 ASP 差距不断缩小 (万元).....	16
图表 34: 主机厂高端子品牌汇总.....	16
图表 35: 汽车行业技术成熟度曲线.....	17
图表 36: 主被动安全类自动驾驶配置渗透率曲线.....	17
图表 37: 液晶屏类配置渗透率曲线.....	17
图表 38: 各价位 AEB 搭载率.....	18
图表 39: 各价位车道保持搭载率.....	18
图表 40: 各价位自适应巡航搭载率.....	19
图表 41: 各价位自动泊车搭载率.....	19
图表 42: 各价位 HUD 搭载率.....	19
图表 43: 各价位无线充电搭载率.....	20
图表 44: 各价位中控液晶屏尺寸 (英寸).....	20
图表 45: 各价位液晶仪表盘尺寸 (英寸).....	20
图表 46: 行业合资品牌与自主品牌历年上市车型的平均指导价 (万元).....	21
图表 47: 行业合资-自主价差 (万元) 与行业销量增速 (%) 对比.....	21
图表 48: 电动化、智能化浪潮下, 传统配置价值量将有所下降.....	22
图表 49: 全球汽车零部件配套供应商百强榜入选企业数.....	23
图表 50: 汽车零部件细分板块 PE 对比.....	23
图表 51: 行业需求测算 (万辆).....	24
图表 52: 电动自行车销量及同比 (万辆).....	24
图表 53: 电动摩托车销量及同比 (万辆).....	24
图表 54: 各省市 (部分) 超标电动车过渡期截止时间汇总.....	25
图表 55: 国内电动自行车保有量 (亿辆).....	26
图表 56: 农村/城镇电动助力车保有量.....	26
图表 57: 新国标带来的存量市场替换需求测算 (万辆).....	26
图表 58: 中国外卖用户 (亿人) 规模及增长 (%).....	27
图表 59: 我国快递数量 (亿件) 及增速 (%).....	27
图表 60: 电动脚踏车出口数量.....	27
图表 61: 电动自行车主要出口国家 (2016 年).....	28
图表 62: 欧洲及东南亚市场销量预测 (十亿美元).....	28
图表 63: 共享电动车 (哈罗).....	29
图表 64: 共享电动车 (小遛).....	29
图表 65: 部分省市及机构对共享电动车的政策梳理.....	29
图表 66: 行业龙头市占率迅速提升.....	30
图表 67: 假定带电量为 1.0 kWh, 各类型电池重量及成本测算.....	30
图表 68: 龙头公司智能系统统计.....	31
图表 69: 锂电车型销量及锂电渗透率 (万辆).....	31
图表 70: 各价格带铅酸/锂电车型天猫销量占比.....	31
图表 71: 重点公司估值表.....	32

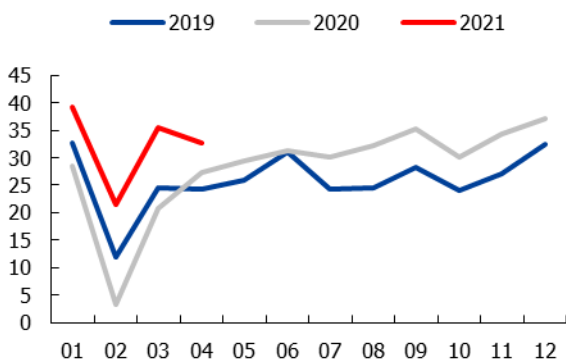
## 一、总量研判：行业仍处向上周期，下半年逐季改善

### 1.1 需求：预计全年景气度维持，终端销量 2175 万辆，同比+12.7%

2020H2 以来，受益于自主车型的强势爆发，行业终端销量维持高景气度，叠加 2021 年芯片短期导致的部分减产，行业目前仍处于需求大于供给的局面。根据交强险数据，行业 2021 年 4 月终端销售 165.14 万辆，同比+16.2%，环比-6.08%，其中狭义乘用车 4 月销售 164.5 万辆，同比+16.2%，环比-6.1%，超 2019 年 4 月水平（152.8 万辆），表明下游需求依然旺盛，对比中汽协数据（2021 年 4 月乘用车产/销分别为 171.4/170.4 万辆，同比分别-9.0%/-9.1%），预计行业经历 Q2 芯片导致的供给端压力后，下半年有望迅速转好，分品牌看：

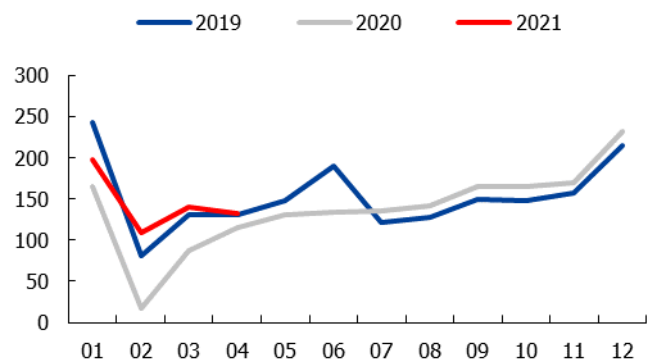
- **自主/合资销量分别同比+34.2%/+10.1%**。从主机厂属性来看，4 月自主/合资品牌分别销售 50.02/105.3 万辆，同比+34.2%/+10.1%，环比+0.14%/-7.23%，均高于 2019 年同期水平（40.9/104.4 万辆），而自主表现显著优于合资品牌。考虑到上海车型自主品牌在电动、智能化领域的强势表现，预计此轮自主品牌的强车型周期仍将延续，品牌市场份额将持续提升。
- **豪华/非豪华品牌销量分别同比+19.7%/+15.4%**。分品牌看，豪华品牌 2021 年 4 月实现销售 32.7 万辆，同比+19.7%，环比-8.07%，较 2019 年（24.2 万辆）增长明显，预计未来仍将持续受益于豪华品牌的指导价下探+换购比例提升，需求表现有望持续强势。非豪华品牌实现销售 132.4 万辆，同比+15.4%，环比-5.58%。

图表 1: 自主品牌终端销量 (万辆)



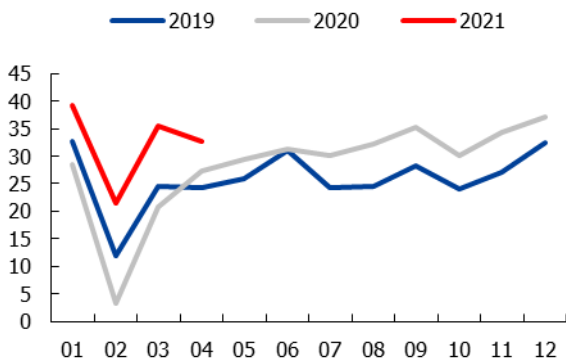
资料来源：交强险，国盛证券研究所

图表 2: 合资品牌终端销量 (万辆)



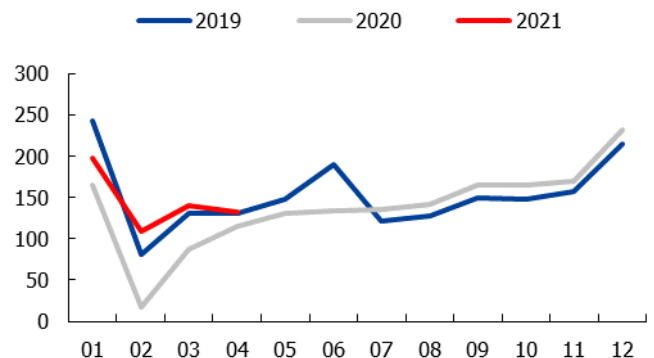
资料来源：交强险，国盛证券研究所

图表 3: 豪华品牌终端销量 (万辆)



资料来源：交强险，国盛证券研究所

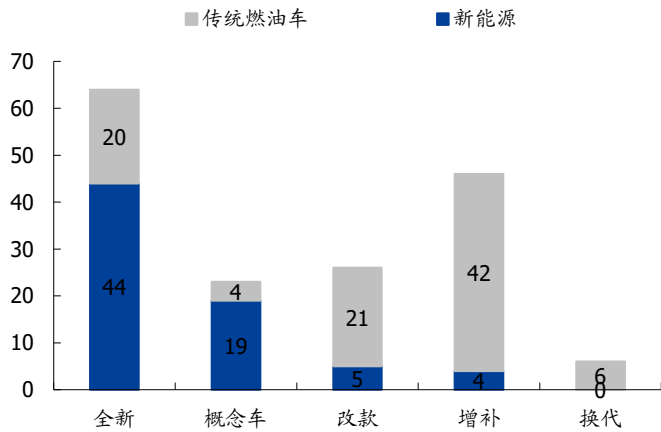
图表 4: 非豪华品牌终端销量 (万辆)



资料来源：交强险，国盛证券研究所

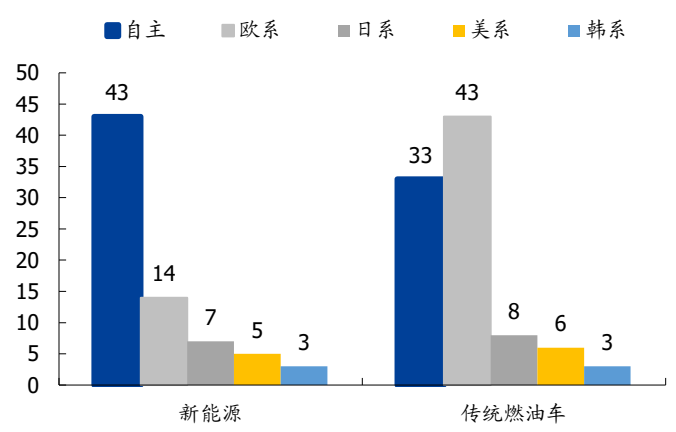
上海车展自主品牌表现强势，优势车型加速供给，有望维持购车需求的高景气度。根据盖世汽车统计，本次上海车展亮相新车达 165 款，其中全新车型达 64 款，增补 46 款，自主品牌新车达 76 款。新能源方面，上海车展亮相新能源车型达 72 款，其中自主品牌发布新能源新车 43 款，占全部新能源新车数量的 57%，优势车型加速供给的背景下，全年购车需求有望维持高景气度。

图表 5: 豪华品牌终端销量 (万辆)



资料来源: 交强险, 国盛证券研究所

图表 6: 非豪华品牌终端销量 (万辆)



资料来源: 交强险, 国盛证券研究所

以长城汽车为例，已公布主力新车 12 款，强新车周期有望维持至 2022 年。本届上海车展，长城汽车宣布坦克品牌独立，未来形成五大品牌（哈弗、WEY、欧拉、坦克、皮卡）的品牌矩阵。车型方面，公司共发布 12 款新车，包括哈弗 3 款（X-DOG、XY、赤兔）、WEY 3 款（摩卡、拿铁、玛奇朵）、欧拉 3 款（闪电猫、朋克猫、大猫）、坦克 2 款（坦克 700、坦克 800）、长城皮卡 1 款（X 炮）。

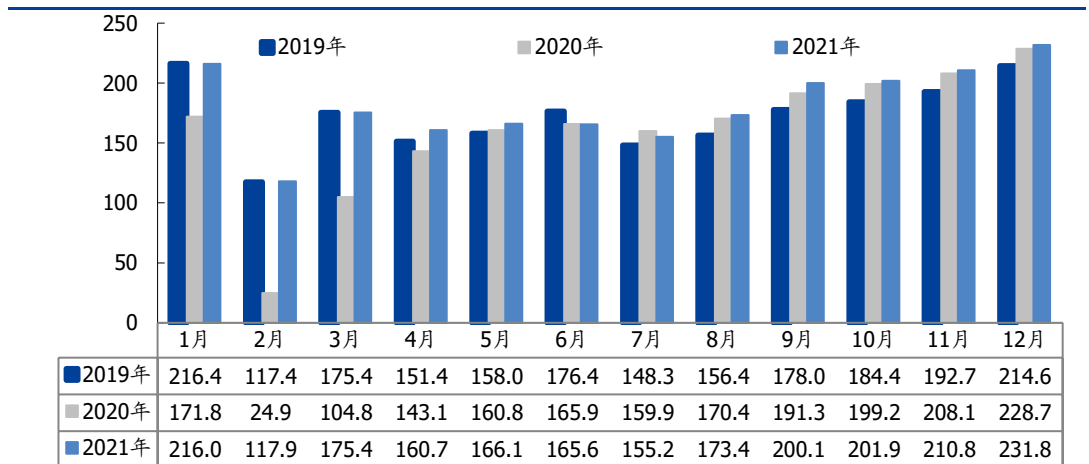
图表 7: 长城汽车本届车展发布新车汇总

品牌	名称	上市时间/定价	备注
哈弗	哈弗 X-DOG	预计 2022, 定位低于大狗	紧凑型 SUV
哈弗	哈弗 XY	量产版预计 2021, 定位高于 H6	旗舰级产品, 搭载长城柠檬 DHT 混动系统
哈弗	哈弗赤兔	燃油版预售价 10.98-12.68 万元	同步公布赤兔 HEV 版, 搭载柠檬混动 DHT
WEY	WEY 摩卡	预售价 17.98-22.08 万元	2.0T+9DCT+48V 轻混
WEY	WEY 拿铁	定位比摩卡稍低	紧凑型 SUV, 搭载 1.5T 智能混动 DHT
WEY	WEY 玛奇朵	定位比拿铁更低	采用 1.5L 自吸发动机的 HEV 动力组合
欧拉	闪电猫	预计 2021 预售, 20 万元以内	轿跑风格
欧拉	朋克猫	预计 2021H2 上市	复古经典风格
欧拉	大猫 (代号)	-	紧凑型纯电 SUV
坦克	坦克 700	-	机甲科技
坦克	坦克 800	-	商务豪华, 搭载 3.0T+9AT 动力总成
长城皮卡	X 炮	预计 2021 年底量产	3.0T+9AT/9HAT 动力总成

资料来源: 汽车之家, 长城汽车, 太平洋汽车, 国盛证券研究所

预计 2021 年终端狭义乘用车销量 2175 万辆, 同比+12.7%, 其中 Q2-Q4 销量分别销售 492/529/644 万辆, 同比+4.8%/+1.36%/+1.32%。我们预计行业终端销量的景气有望维持全年, 乘联会口径下, 预计行业 2021 年终端狭义乘用车销量 2175 万辆, 同比+12.7%, 其中 Q2-Q4 销量分别销售 492/529/644 万辆, 同比+4.8%/+1.36%/+1.32%。

图表 8: 行业终端销量预测 (万辆)



资料来源: 乘联会、国盛证券研究所, 注: 2021年5月-12月销量为预测值

## 1.2 供给: Q3 芯片供给有望缓解, 叠加渠道补库, 全年销量预计同比+10.2%

**芯片供给短缺原因:** 疫后汽车市场景气度回升预判不足, 芯片工厂产能向消费电子倾, 叠加恶劣天气导致上游减产。一方面, 芯片上游企业需要提前半年到一年规划产能, 2020H1 车企受疫情影响, 对行业预期普遍较为悲观, 对下半年车市回暖估计不足, 产能规划偏保守, 与此同时, 消费电子市场需求旺盛, 从而导致芯片工厂产能向消费电子领域倾斜, 进一步压缩了汽车芯片的产能; 另一方面, 2020年9月日本音频 IC 巨头旭化成晶元工厂失火以及同年11月意法半导体员工的罢工等突发事件的影响也造成了芯片短缺以及价格上涨。

图表 9: 2020 年下半年以来芯片厂商停产情况梳理

时间	事件
2020年9月	日本音频 IC 巨头旭化成唯一的晶圆工厂失火, 82 小时未扑灭。
2020年11月	意法半导体法国的三个工会 (CAD、CFDT、CGT) 的员工在各自工厂举行大罢工。
2021年2月	美国德州停电, 三星半导体德州工厂部分停产, 将影响全球 1-2% 的 12 英寸产能; 恩智浦在德州的两座 8 寸晶圆代工厂, 英飞凌在德州的一座 8 寸晶圆代工厂也将受到影响。
2021年3月	瑞萨位于日本茨城县的纳卡芯片工厂发生火灾, 大量 300 毫米半导体芯片生产线受损, 受火灾影响的生产项目中有三分之二是车载芯片。生产重启并恢复到火灾前供货水平, 自发生火灾的 3 月 19 日算起, 需要 3-4 个月

资料来源: 中汽中心、国盛证券研究所

目前行业短缺的芯片主要为车规级 MCU。按功能分, 汽车芯片可分为控制类 (MCU 和 AI 芯片)、功率类、传感器和其他 (如存储器), 市场基本被国际巨头所垄断。按英飞凌的数据, 从燃油车到 BEV, 单车半导体价值量范围从 457 美元至 834 美元。其中 MCU 芯片 (Microcontroller Unit) 属于控制类芯片, 一般称作微控制单元, 俗称单片机, 是把 CPU、内存 (RAM+ROM)、多种 I/O 接口等整合到单一芯片上形成的芯片级计算机, 一般按照 CPU 一次处理数据的位数分为 8、16 和 32 位 MCU。在具体应用上, 往往越豪华的车使用的 MCU 越多, 同一台车的 MCU 往往来自于不同的供应商, 这取决于一级零部件供应商的采购。

图表 10: 2020 年单车半导体价值 (美元)

	燃油车	48V/MHEV	PHEV/BEV
燃油车的车身、底盘、底舱娱乐	396	396	396
发动机	61	38	38
xEV 新增的 MCU	0	17	23
功率半导体	0	90	330
xEV 新增的传感器	0	7	14
xEV 新增的光电器件、小信号器件和存储器	0	32	32
合计	457	572	834

资料来源: 中汽中心, 国盛证券研究所

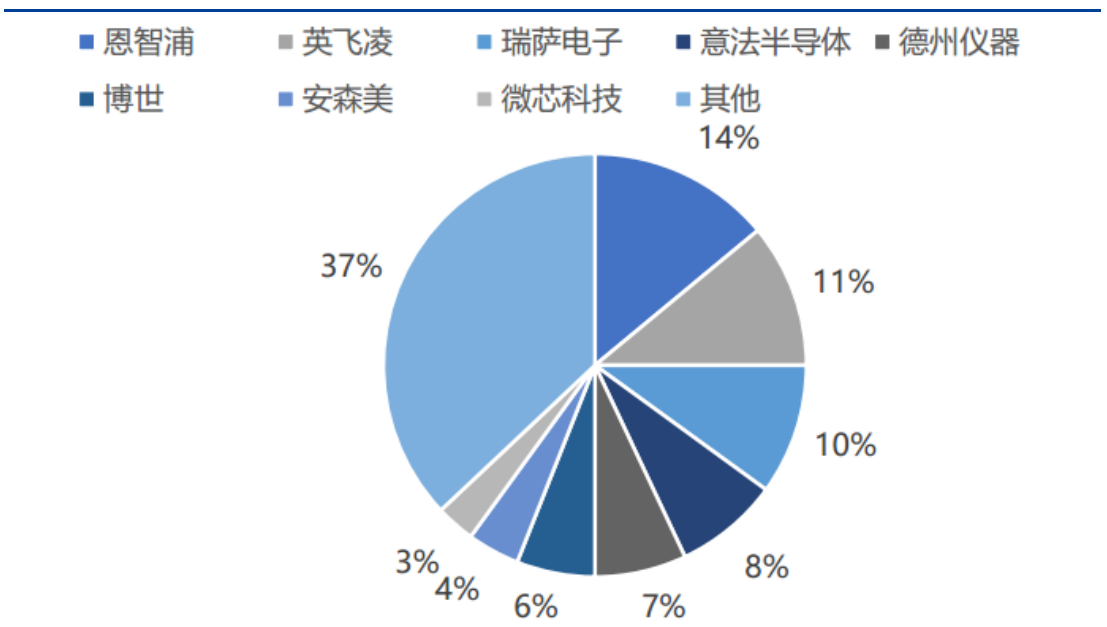
根据 IHS Markit 的数据, 2020 年全球车规级 MCU 市场 CR7 市占率达到 98%。由于车规级 MCU 研发周期长, 认证要求远高于消费和工业级 MCU, 中国仅几家企业能够实现中低端品类的量产, 国产渗透率很低。MCU 的制程普遍在 40nm 以下, 不同 MCU 来自不同供应商, 通常为代工模式, 台积电占有所有汽车 MCU 约 70% 的市场份额; 功率类制程在 90nm 以上, 生产模式以 IDM 为主, 在部分产品逐步开始国产替代。

图表 11: 不同位数的车规级 MCU 应用场景

位数	应用场景
8 位 MCU	提供低端控制功能: 风扇控制、空调控制、雨刷、天窗、车窗升降、低端仪表盘、集线盒、座椅控制、门控模块
16 位 MCU	提供终端控制功能: 用于动力系统, 如引擎控制、齿轮与离合器控制和电子式涡轮系统等; 用于底盘, 如悬吊系统、电子式动力方向盘、扭力分散控制和电子泵、电子刹车等
32 位 MCU	提供高端控制功能: 在实现 L1 和 L2 的自动驾驶功能中扮演重要角色

资料来源: 中汽中心, 国盛证券研究所

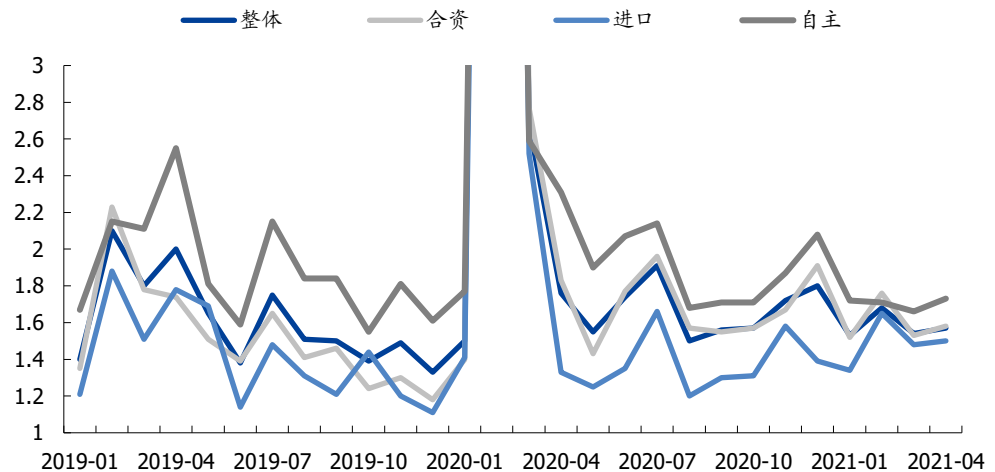
图表 12: 2020 年全球车规级 MCU 竞争格局



资料来源: 中汽中心, IC Insights, 国盛证券研究所

预计行业芯片供给短缺 Q3 有望逐步缓解，Q1-Q2 需求>供给的背景下，下半年有望开启新一轮补库行情。根据汽车流通协会数据，2021 年 4 月行业经销商库存系数整体为 1.57，环比+0.03，其中合资/进口/自主分别为 1.58/1.50/1.73，环比+0.05/+0.02/+0.07。库存系数提升预计主要与 4 月销量环比数据的季节性下滑有关，行业需求>供给的背景下，预计 Q2 渠道库存仍将处于持续消纳的过程中，下半年有望开启新一轮补库行情。

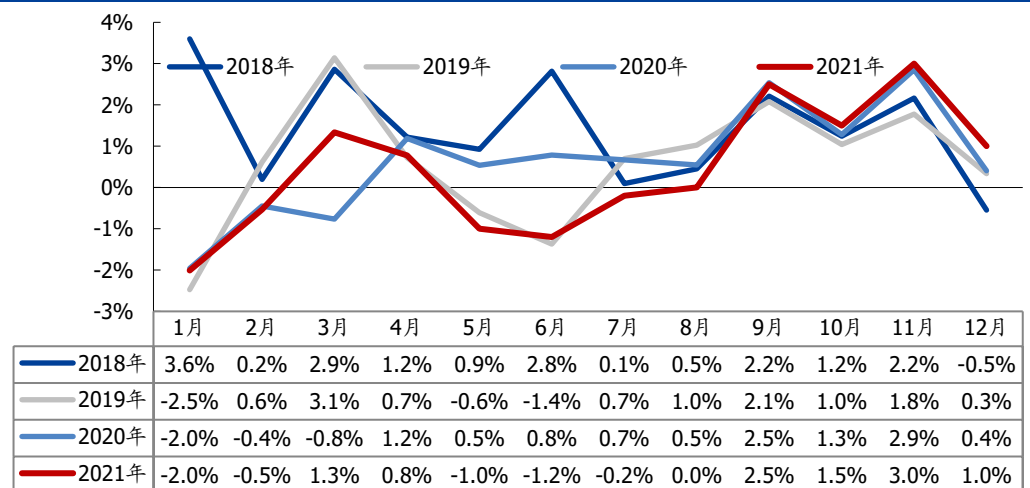
图表 13: 经销商库存系数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

乘联会口径，我们以“累计批发销量-累计零售销量”计算行业累计渠道库存，加速 Q3-Q4 行业供给逐步恢复后，累计库存环比增速接近 2020 年 Q4 水平。按照 9 月行业芯片供给接近恢复至正常水平，行业排产复苏的条件下，预计行业 2021 年 9-12 月的累计终端库存环比增速分别为 2.5%、1.5%、3.0%、1.0%。

图表 14: 行业累计渠道库存环比

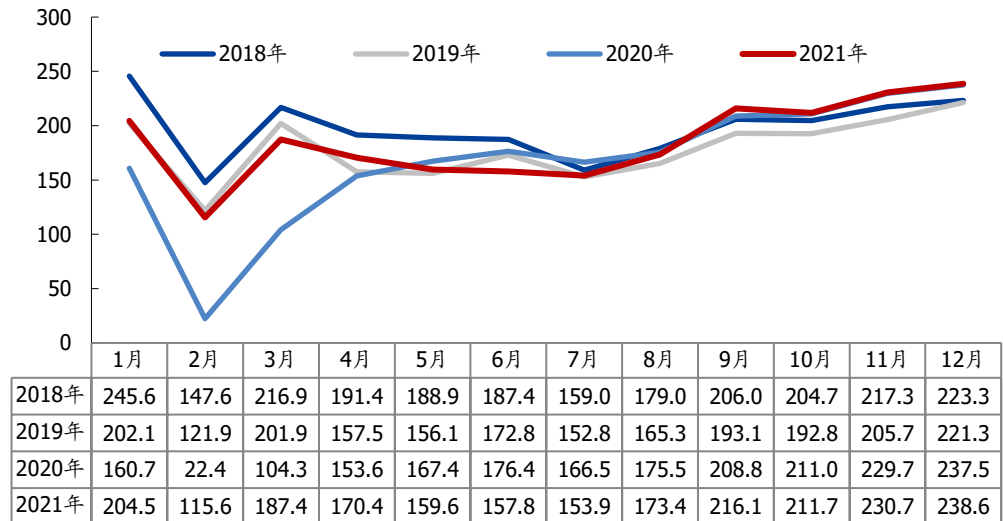


资料来源: 乘联会、国盛证券研究所，注: 2021 年 5 月-12 月销量为预测值

预计 2021 年乘用车批发销量 2220 万辆，同比+10.2%，其中 Q2-Q4 销量分别销售 488/543/681 万辆，同比-1.9%/-1.3%/+0.4%。我们预计行业公司在 Q3 开始逐步恢复，Q4 销量有望同比转正，预计 2021 年乘用车批发销量 2220 万辆，同比+10.2%，其中 Q2-Q4 销量分别销售 488/543/681 万辆，同比-1.9%/-1.3%/+0.4%。



图表 15: 行业批发销量测算 (万辆)



资料来源: 中汽协、国盛证券研究所, 注: 2021年5月-12月销量为预测值

图表 16: 行业批发销量分季度测算 (万辆)

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
2019年	526.0	486.4	511.1	619.7	2143.3
YOY	-13.8%	-14.3%	-6.0%	-4.0%	-9.5%
2020年	287.3	497.4	550.7	678.2	2013.6
YOY	-45.4%	2.3%	7.7%	9.4%	-6.1%
2021年	507.5	487.8	543.4	681.0	2219.7
YOY	76.6%	-1.9%	-1.3%	0.4%	10.2%

资料来源: 中汽协、国盛证券研究所, 注: 2021年Q2-Q4销量为预测值

### 1.3 盈利能力: Q2 预计为盈利谷底, 不利因素下半年边际改善

**终端折扣:** 目前行业终端折扣率整体稳定, 实际终端库存深度依然是影响折扣率的关键因素, 预计在库存消化完全前, 供给短缺对折扣率的影响有限。

**长城汽车: 整体+0.84 PCT, H6 折扣略有收拢, VV 系列加速清库存。**长城汽车自 2020H2 以来, 依靠“柠檬+坦克”新平台加持下, 车型竞争力迎来全面提升, 已上市的第三代 H6、大狗、初恋、好猫、坦克 300 均表现强力。公司 4 月整体折扣率为 10.98%, 较 2020M10 +0.84PCT。主力车型方面, 哈弗 H6 受益于第三代车型销量强势, 21M4 的折扣率为 11.2%, 同比略降-1.32%。WEY 品牌 VV 系列的 VV5、VV7 折扣率分别为 8.12%、9.35%, 同比 +6.47、+8.48 PCT, 仍处在加速去库存的阶段。

图表 17: 长城汽车折扣率变化情况

车型	2021M4 折扣率	2020M10 折扣率	变化率 (PCT)	2021M3 销量 (辆)
哈弗 H6	11.20%	12.52%	-1.32	26147
哈弗 M6	8.74%	8.43%	0.31	13407
哈弗 F7	16.69%	7.20%	9.49	5107
哈弗 H9	9.89%	7.10%	2.79	1406
WEY VV5	8.12%	1.65%	6.47	1245
哈弗 H2	11.95%	9.99%	1.96	49
WEY VV7	9.35%	2.27%	7.08	1148
哈弗 H7	16.42%	7.94%	8.48	327
哈弗 F5	11.37%	11.76%	-0.39	179
哈弗 H4	12.53%	12.14%	0.38	171
品牌整体 (销量加权)	10.98%	10.15%	0.84	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

**长安汽车: 自主+0.84 PCT, 长福-1.44 PCT, 长马+0.94 PCT, 分品牌看:**

- 自主品牌整体折扣率为 5.34%, 同比+0.81PCT。其中主力车型 CS75 PLUS 终端表现持续亮眼, 4月折扣率为 0%, 较 20M10 略降 0.2 PCT; 其余车型整体略有提升, 逸动折扣率为 7.39%, 同比+0.44PCT, UNI-T 折扣率 0.17%, 同比+0.31PCT。
- 长安福特整体折扣率 8.35%, 同比-1.44PCT, 其中走量车型福克斯同比-6.32PCT, 终端压力缓解明显。同时, 考虑到近期福特调整中国区战略, 未来福特品牌规划乘用车、商用车并重, 进一步做强林肯品牌, 快速推进电动车业务, 销量表现有望持续改善。
- 长安马自达整体折扣率 5.25%, 同比+2.94PCT, 主要受马 3 折扣率提升的影响。

图表 18: 长安自主折扣率变化情况

车型	2021M4 折扣率	2020M10 折扣率	变化率 (PCT)	2021M3 (辆)
长安 CS75 PLUS	0.00%	0.20%	-0.20	15006
逸动	7.39%	6.96%	0.44	13219
长安 CS75	17.77%	14.18%	3.58	5413
长安 UNI-T	0.17%	-0.14%	0.31	6479
欧尚 X70A	3.34%	2.56%	0.78	2942
长安 CS85	3.78%	3.11%	0.67	926
悦翔	8.15%	6.73%	1.42	2875
逸动 DT	7.29%	6.97%	0.32	836
长安 CS15	3.00%	3.46%	-0.47	654
长安 CS95	5.30%	5.38%	-0.08	181
科赛 5	2.64%	4.25%	-1.61	549
长安 CS55	7.72%	5.79%	1.93	8243
品牌整体 (销量加权)	5.34%	4.53%	0.81	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

图表19: 长安福特折扣率变化情况

车型	2021M4折扣率	2020M10折扣率	变化率 (PCT)	2021M3 (辆)
福克斯	8.35%	14.67%	-6.32	2871
蒙迪欧	19.58%	17.77%	1.81	1837
锐界	0.00%	5.03%	-5.03	2759
锐际	0.00%	0.00%	0.00	2691
探险者	0.74%	0.00%	0.74	2451
福睿斯	20.29%	19.27%	1.02	2017
金牛座	6.32%	5.64%	0.68	669
翼虎	18.09%	13.65%	4.44	388
品牌整体 (销量加权)	8.35%	8.71%	-1.44	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

图表20: 长安马自达折扣率变化情况

车型	2021M4折扣率	2020M10折扣率	变化率 (PCT)	2021M3终端销量
马自达3 昂克赛拉	4.47%	0.42%	4.05	6416
马自达CX-5	11.47%	9.85%	1.62	2045
马自达CX-30	0.00%	0.00%	0.00	1496
马自达CX-8	9.65%	7.20%	2.44	44
品牌整体 (销量加权)	5.25%	2.31%	2.94	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

吉利汽车: 批售压力缓解, 吉利品牌-6.22PCT, 领克-0.10PCT。2020下半年, 由于现有主力车型老化的原因, 吉利品牌批售压力较大, 2020Q3-Q4, 公司旗下博越、帝豪等主力车型的终端折扣率与库存均有明显提升。2021年以来, 公司批售压力明显缓解, 同时终端库存预计企稳, 带动折扣率回归历史正常水平。公司吉利品牌整体折扣率为9.07%, 同比-6.22PCT, 旗下博越、帝豪、缤越、缤瑞的折扣率均同比收拢6-8PCT。公司领克品牌折扣率整体稳定, 整体折扣率2.0%, 同比收拢0.1PCT。

图表21: 吉利品牌折扣率变化情况

车型	2021M4折扣率	2020M10折扣率	变化率 (PCT)	2021M3终端销量
博越	4.08%	12.19%	-8.11	9881
帝豪	18.12%	22.38%	-4.27	9953
缤越	4.23%	10.62%	-6.39	6221
缤瑞	6.81%	12.94%	-6.12	4685
远景X3	8.09%	8.15%	-0.06	8048
远景X6	4.61%	6.76%	-2.15	3953
帝豪GS	9.91%	12.58%	-2.67	4183
icon	0.49%	0.49%	0.00	1365
星越	7.71%	9.30%	-1.59	891
嘉际	6.61%	11.01%	-4.39	1595
博瑞	14.40%	12.69%	1.71	1250
远景	8.45%	11.49%	-3.04	4837
品牌整体 (销量加权)	9.07%	15.29%	-6.22	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

图表 22: 领克品牌折扣率变化情况

车型	2021M4 折扣率	2020M10 折扣率	变化率 (PCT)	2021M3 终端销量
领克 03	1.98%	1.51%	0.48	5924
领克 01	2.44%	3.76%	-1.31	4136
领克 05	0.36%	0.36%	0.00	2379
领克 02	3.52%	2.65%	0.87	1406
品牌整体 (销量加权)	2.00%	2.10%	-0.10	-

资料来源: 太平洋汽车, 交强险, 国盛证券研究所; 注: 仅统计燃油车型

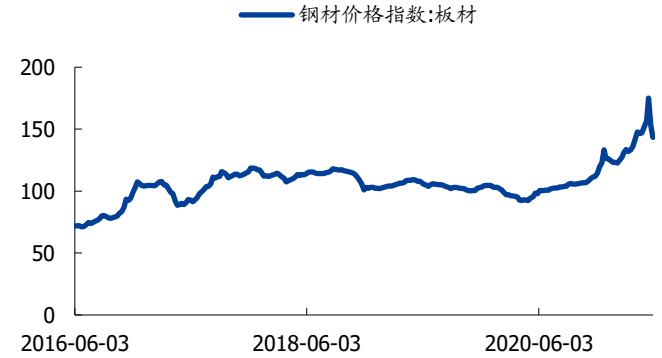
原材料价格均已处在历史高位, 对整车、铝合金压铸、内外饰件等原材料占比较高的子行业影响较大, 预计 Q2 为行业利润低谷, 下半年影响逐步边际弱化。2021 年以来, 汽车主要原材料经历大幅上涨, 预计对整车、铝合金压铸、内外饰件等原材料占比较高的子行业影响较大, 终端折扣无大幅收拢的前提下, 预计涨价成本主要由主机厂与零部件公司共同承担, Q2 产业链各环节盈利能力预计有所下降。我们认为, 原材料价格均已处在历史高位, 预计 Q2 为行业利润低谷, 下半年影响逐步边际弱化, 行业盈利能力有望逐步回升。

图表 23: 玻璃价格指数



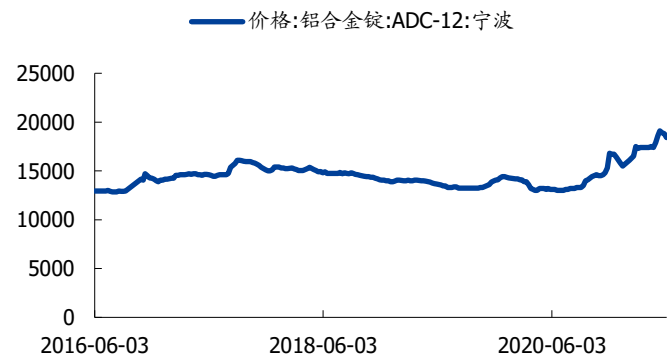
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 钢材价格指数



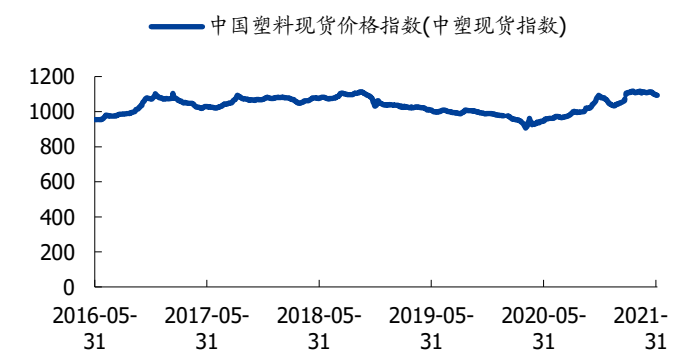
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 25: 铝价格指数



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 塑料价格指数



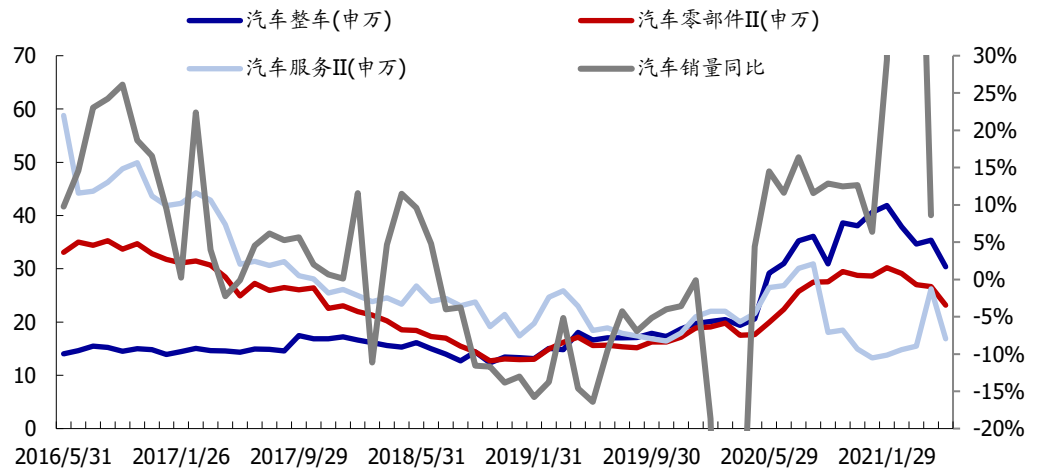
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 二、整车：估值中枢上移，关注强车型周期的自主龙头

### 2.1 板块估值仍由销量主导，但估值中枢随自主能力的提高而上移

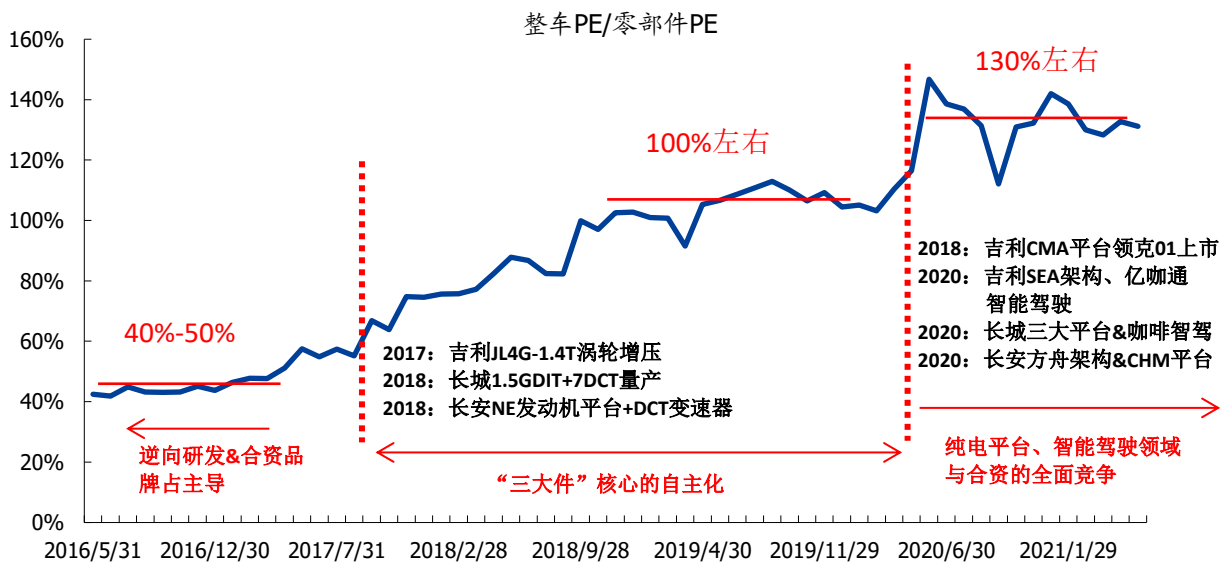
整车板块的估值水平仍然由销量决定，但整体中枢随着自主车企技术实力不断增强，经历两次上移。一方面，销量增速仍然是整车板块的最强指标，板块估值水平仍然与行业销量显著正相关，另一方面，横向对比，我们以“整车 PE (ttm) / 零部件 PE (ttm)”代表整车相对于零部件的估值溢价率，电动智能+自主崛起的大背景下，整车板块受益于行业升级，销量预期与估值水平持续提升，两者估值溢价率持续提升，2018Q3 由历史水平的 40%-50% 提升至 100% 左右水平，2020M4 以来，受益于行业销量持续超预期与自主强势车型的不断上市，整车板块的估值溢价率进一步提升至 130% 左右。

图表 27：近 5 年板块 PE 与汽车行业销量同比



资料来源：Wind、国盛证券研究所

图表 28：近 5 年整车板块相对于零部件板块估值溢价率



资料来源：Wind、国盛证券研究所

**智能驾驶领域，头部合资车企卡位合资品牌 L3 级领域的空窗期，密集推出重磅新车。**随着智能、网联技术迭代，信息技术与汽车加速融合，汽车智能化浪潮来临，汽车作为单纯移动工具的属性逐步向作为移动智能终端的第二空间转变，以特斯拉为代表的新兴造车势力纷纷崛起，其产品基于纯电动平台，而智能驾驶是新品牌势力推出产品时的核心配置，这不仅是在互联网造车氛围下营造高科技氛围感的需求，同时也是因为纯电动平台可以为自动驾驶提供良好的硬件基础，而车企品牌价值打开向上通道。

图表 29: 车企智能驾驶规划对比

布局内容	已发布最新车型	上市时间	2020	2021	2022	2023	2024	2025
长城	“咖啡平台 331” 战略, 2021 年实现国内首个全车冗余的 L3 级智能驾驶, 搭载激光雷达、具有 NOH 能力	摩卡 (L3)	2021.3	L3		L4		
长安	“北斗天枢” 战略, 2025 年量产 L4 级以上车型	UNI-K (L3)	2021.4	L3				L4
吉利	“浩瀚” 平台, 2021 年完成 OTA、影子模式的部署, 实现结构性道路的轻量化 L4 级自动驾驶, 2023 年实现开放道路的高度自动驾驶	ZERO(L3)	2021H2	L3		L4		
广汽	“ADiGO 3.0”, 可实现 L3 级别自动驾驶功能 (在国内法规允许前提下)	AION Y (L3)	2021.4	L3		L4		
上汽	智己汽车, 2021 年底将具备点到点零接管自动驾驶能力, 年底一线城市特选商业中心将应用自动代客泊车和唤车	纯电轿车 & SUV(L3)	2021 年底, SUV 2022 年	L3				
特斯拉	马斯克表示, 特斯拉有信心在 2021 年实现 L5 级别的自动驾驶技术	MODEL Y(L3)	2021.2	L3	L4			
大众	2021 年规划 ID Roomzz, 搭载 ID Pilot 模式的特殊 IQ Drive, 实现 L4 级自动驾驶	ID.4 (L2)	2020.1	L2	L4			
沃尔沃	2022 年为旗下新车型配备自动驾驶激光雷达, 达到 L4 级别自动驾驶。			L2		L4		

资料来源: 汽车之家, 各车企网站, 国盛证券研究所

**技术层面，国内无论是传统龙头，还是新势力，均纷纷推出新一代纯电整车平台，技术革新将带来新能源车型竞争力的迅速提升，合资车企已无明显优势。**纯电平台开发之前，出于控制前期开发成本与减少研发周期的考虑，车企往往在现有燃油车的基础上，保留了原有的车身结构，然后进行动力系统的替换，完成整车的开发。由于受制于燃油车原有布局的限制，大部分“油改电”车型都需要以乘坐空间作为代价来放下更多的动力电池，而电池的重量又会为车身的悬架和车身刚性带来额外的负担，所以在实际体验上，“油改电”车型普遍更弱。目前国内无论是传统龙头，还是新势力，均纷纷推出新一代纯电整车平台，技术革新将带来新能源车型竞争力的迅速提升。

图表 30: 车企纯电平台对比

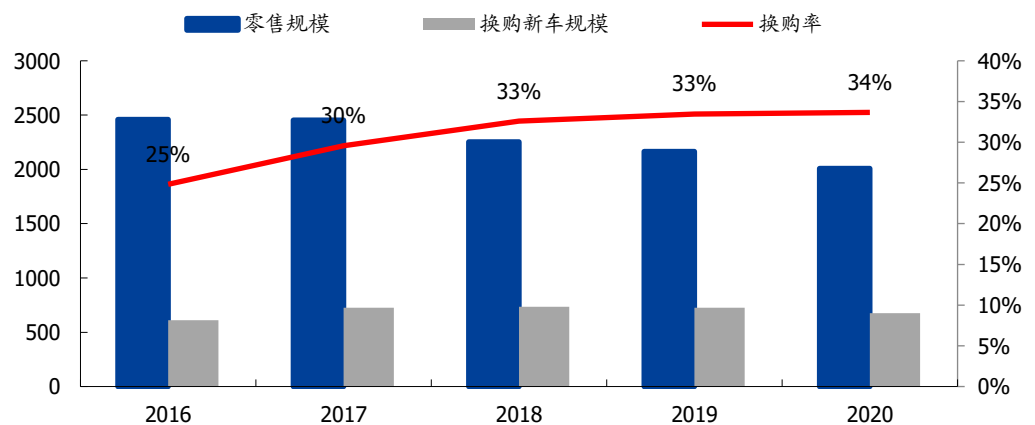
车企	纯电平台名称	平台类型	发布时间	车型覆盖范围
吉利汽车	SEA	专属纯电平台	2020年9月	A-E级
长城汽车	柠檬	混合平台	2020年7月	A0-D级
大众	MEB	专属纯电平台	2017年	A-D级
	PPE	专属纯电平台	2017年	-
广汽新能源	GEP 2.0	专属纯电平台	2019年9月	A0-C级
比亚迪	E+	专属纯电平台	2019	-
	EV 2.0	专属纯电平台	2021	A0-D级
长安汽车	方舟	混合平台	2020年11月	A0-C级
	CHN 平台	专属纯电平台	2020年11月	-
荣威	未公布	专属纯电平台	预计2022年	-
BMW	iX platform	专属纯电平台	2021	-
GM	Ultium	专属纯电平台	2021年4月	-
现代	e-GMP	专属纯电平台	2021年4月	-
丰田	e-TNGA	专属纯电平台	2020年12月	-

资料来源: 各公司网站, marklines, 国盛证券研究所

## 2.2 头部自主品牌上探, 成长确定性更强

行业换购比例的持续上升, 推动需求升级、中高端车型销量旺盛。根据中汽数据, 2016年至今, 换购对于整体零售市场的贡献度呈上升趋势, 由 24.8%提高至 33.6%, 换购市场的重要性进一步提升。但与 2019 年相比, 2020 年换购率下滑 1.4%, 这主要在于: 一方面, 疫情冲击下, 部分换购用户改变或取消了换购计划; 另一方面, 出行困境刺激首购、增购需求的快速释放, 而各类新能源产品的适时推出也恰好迎合了这部分用户的需求。两方面因素共同作用下, 换购市场的贡献度受到挤压。但短期突发因素并不会改变整体发展趋势, 随着经济复苏和市场回暖, 未来换购业务的重要性还将进一步提升。

图表 31: 不同场景的自动驾驶落地进度 (万辆)



资料来源: 中汽数据, 国盛证券研究所

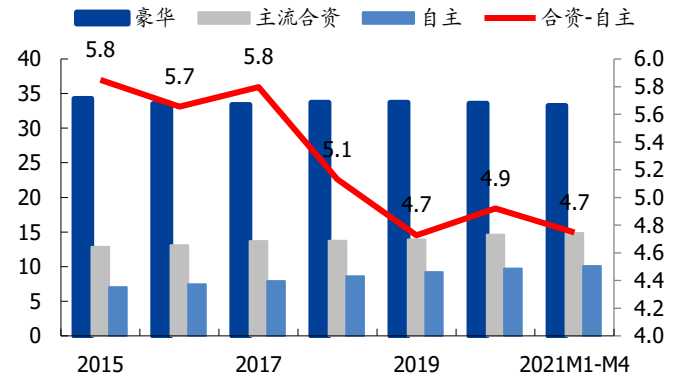
从数据看，2020年汽车经销商百强销售均价，整体价格中枢不断上移。分价位看，15-20万元经销商占比由2016年36%下滑至26%，而20-25万元、25-30万元的经销商占比分别由2016年15%、9%、提升至20%、11%，行业整体价格中枢不断上移。另一方面，合资与自主品牌ASP差距不断缩小，由2016年的5.7万元缩小至2021M1-M4的4.7万元，未来随着自主车企的进一步崛起，品牌溢价有望进一步提高。

图表 32: 2020 年的汽车经销商百强销售均价占比 (%)

单价区间	2011年	2012年	2013年	2015年	2017年	2018年	2019年	2020年	总体分布
10万以下	7	7	7	4	3	6	2	1	1%
10-15万	16	20	24	26	20	24	17	19	19%
15-20万	23	29	23	26	36	32	28	26	26%
20-25万	18	18	16	16	15	12	20	20	20%
25-30万	9	8	10	7	9	13	13	11	11%
30-40万	14	8	7	10	9	9	15	14	14%
40-60万	9	8	10	10	8	3	4	8	8%
高于60万	4	2	3	1		1	1	1	1%
总计	100	100	100	100	100	100	100	100	

资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

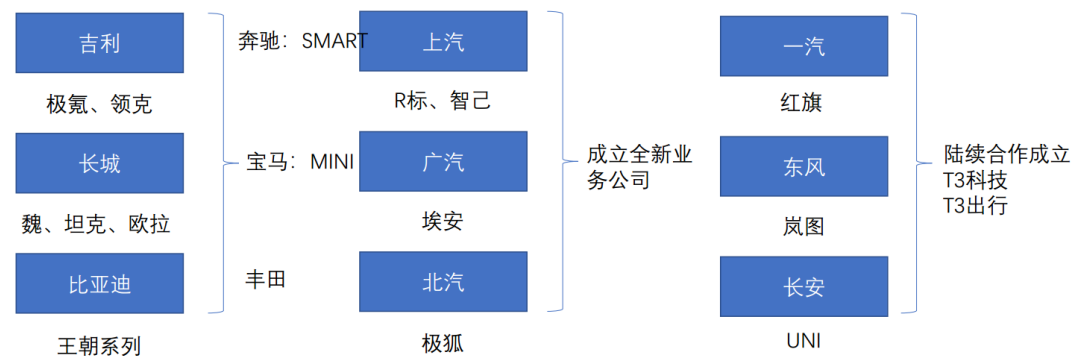
图表 33: 合资与自主品牌 ASP 差距不断缩小 (万元)



资料来源: 乘联会, 国盛证券研究所

头部自主车企陆续推出高端品牌以占据更高的市场位置，为自身的研发优势寻找变现渠道，未来成长确定性更强。受益于品牌溢价的不断提高，国内头部自主车企分别推出各自的高端子品牌，包括吉利的领克与极氪，长城的WEY与欧拉，比亚迪的王朝系列，上汽的智己，北汽的ARCFOX系列。与原有品牌“高性价比”定位不同，新品牌均以电动化&智能化为核心，为自身的研发优势寻找变现渠道，未来成长确定性更强。

图表 34: 主机厂高端子品牌汇总



资料来源: 聆英咨询, 国盛证券研究所



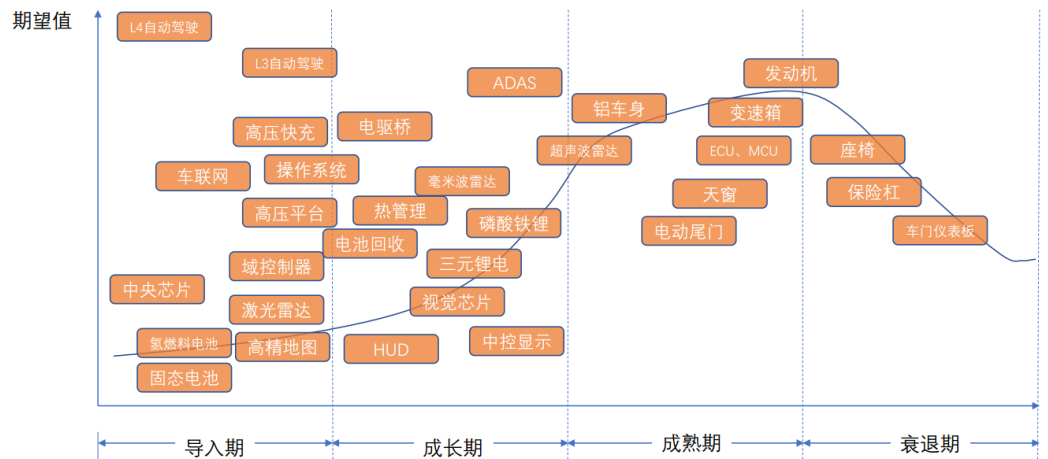
### 三、零部件：寻找电动智能的增量配置与国产替代

#### 3.1 梳理各产品，看好座舱类 HUD、无线充电、液晶屏配置率稳步提升

汽车技术成熟度曲线显示，未来行业的增量配置仍将集中在电动化&智能化领域。根据聆英咨询汇总，汽车技术成熟度曲线显示，未来行业的增量配置仍将集中在电动化&智能化领域。

- 其中自动驾驶以车联网、中央芯片、域控制器、高精地图、激光雷达、HUD、中控显示等，主要涵盖智能驾驶与智能座舱两个领域。
- 而电动化以高压快充、热管理、电池回收、电驱桥为主。

图表 35: 汽车行业技术成熟度曲线

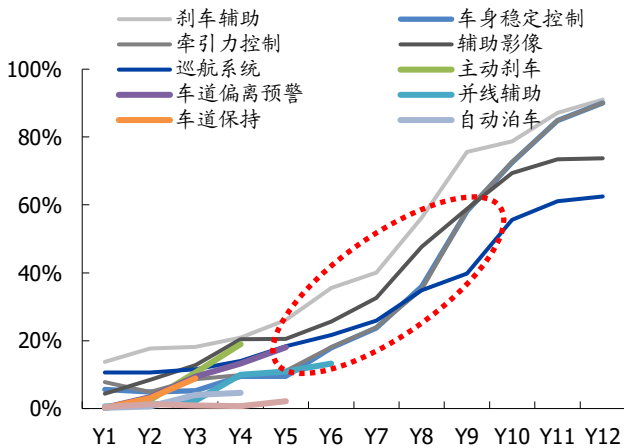


资料来源：聆英咨询、国盛证券研究所

对于国内市场，我们按照将各项配置内容，细分为智能驾驶类与座舱类两类。其中：

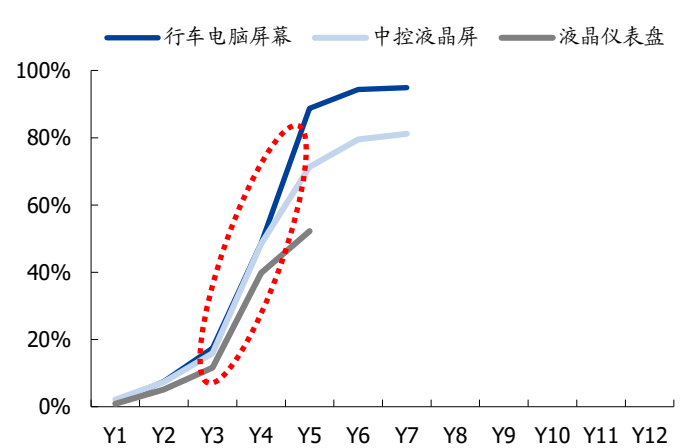
- 智能驾驶类配置在 S 曲线的起步阶段的持续时间大约为 4-5 年，并且在渗透率接近 20% 左右出现拐点，而在迅速提升阶段，渗透率由 20% 提升至 60% 以上，对应时间为 5-9 年，随后便进入成熟期，渗透率趋于稳态；
- 对于座舱类的液晶屏类配置，行业的渗透速度更快，起步阶段在 1-3 年，拐点渗透率在 10% 左右，迅速提升阶段在第 3-6 年，渗透率迅速提升至 70% 以上。。

图表 36: 主被动安全类自动驾驶配置渗透率曲线



资料来源：汽车之家、国盛证券研究所

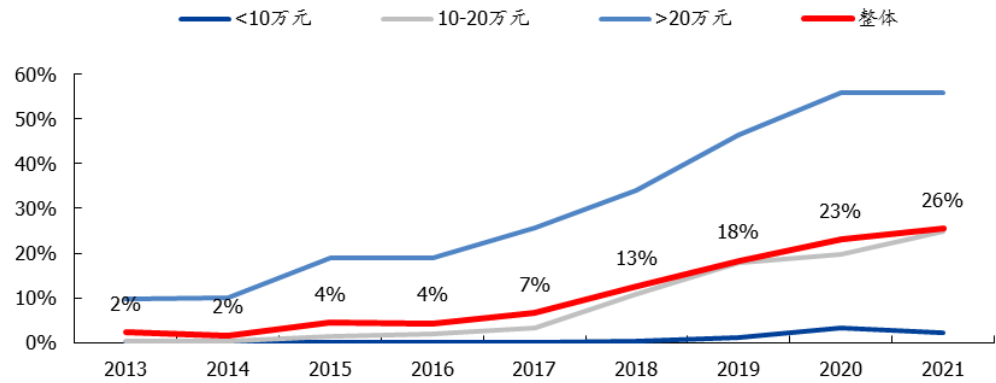
图表 37: 液晶屏类配置渗透率曲线



资料来源：汽车之家、国盛证券研究所

**AEB: 2021 款车型配置率 26%，提升 2.4PCT，其中 10-20 万元车型是渗透主力区间。**分价位看，<10 万元/10-20 万元/>20 万元，2021 年配置率分别为 2%/25%/56%，较 2020 款车型提升-1.09/5.01/-0.14 PCT，其中 10-20 万元车型是渗透主力区间，预计以自主车企的中高端车型为主。

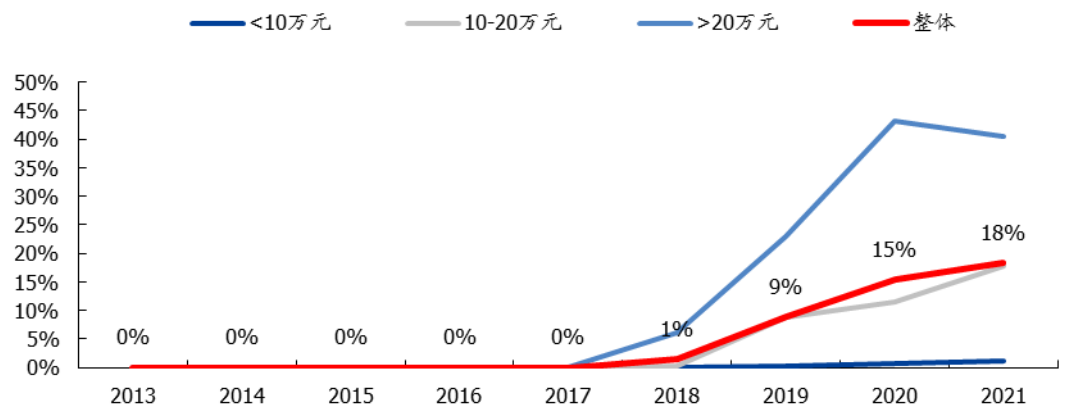
图表 38: 各价位 AEB 搭载率



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

**车道保持: 2021 款车型配置率 18%，提升 2.9PCT，其中 10-20 万元车型同样是渗透主力区间。**分价位看，<10 万元/10-20 万元/>20 万元，2021 年配置率分别为 1%/18%/40%，较 2020 款车型提升 0.41/6.40/-2.75 PCT，其中 10-20 万元车型是渗透主力区间，预计同样以自主车企的中高端车型为主。

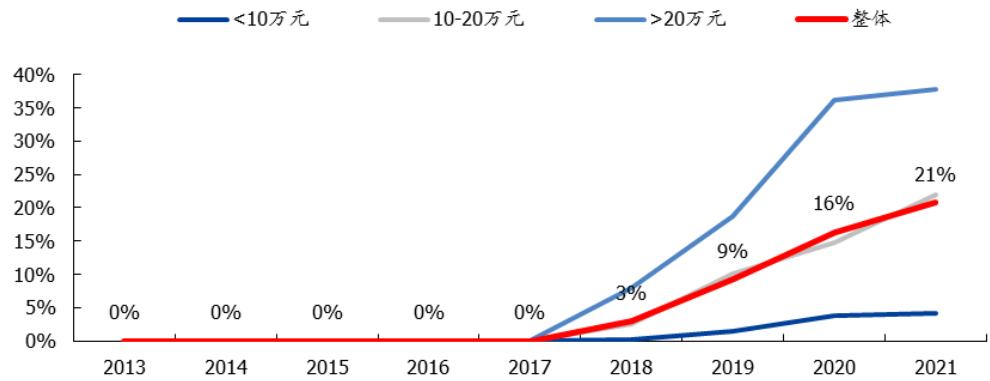
图表 39: 各价位车道保持搭载率



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

**自适应巡航: 2021 款车型配置率 21%，提升 4.4PCT，其中 10-20 万元车型同样是渗透主力区间。**分价位看，<10 万元/10-20 万元/>20 万元，2021 年配置率分别为 4%/22%/38%，较 2020 款车型提升 0.38/7.29/1.72 PCT，其中 10-20 万元车型是渗透主力区间，预计同样以自主车企的中高端车型为主。

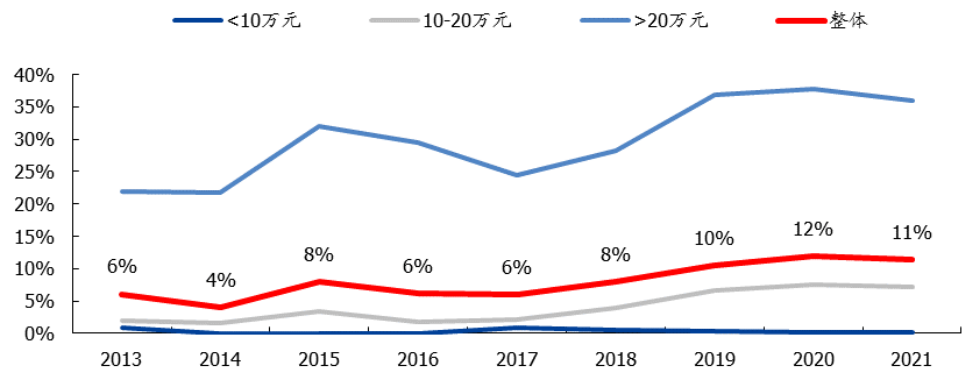
图表 40: 各价位自适应巡航搭载率



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

**自动泊车: 2021 款车型配置率 11%，同比持平，仍以高端车为主。**分价位看，<10 万元/10-20 万元/>20 万元，2021 年配置率分别为 0%、7%、36%，较 2020 款车型同比基本持平。

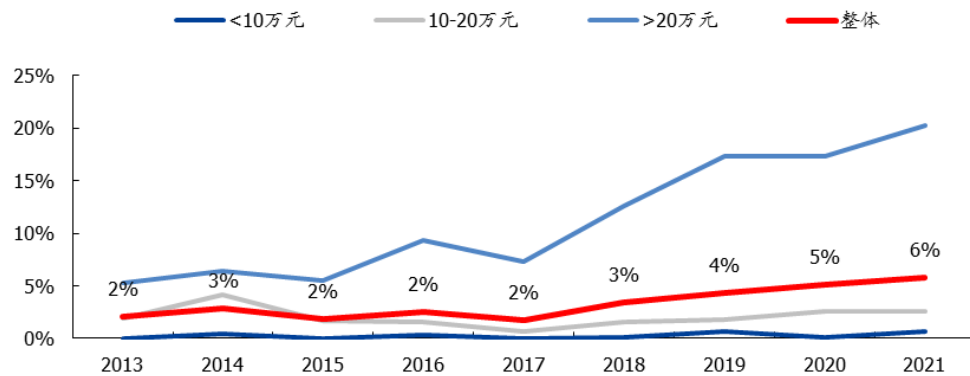
图表 41: 各价位自动泊车搭载率



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

**HUD: 2021 款车型配置率 6%，提升 0.7PCT，其中 20 万元以上车型是渗透主力区间。**分价位看，<10 万元/10-20 万元/>20 万元，2021 年配置率分别为 1%/3%/20%，较 2020 款车型提升 0.57/-0.05/2.89 PCT，其中 20 万元以上车型是渗透主力区间。

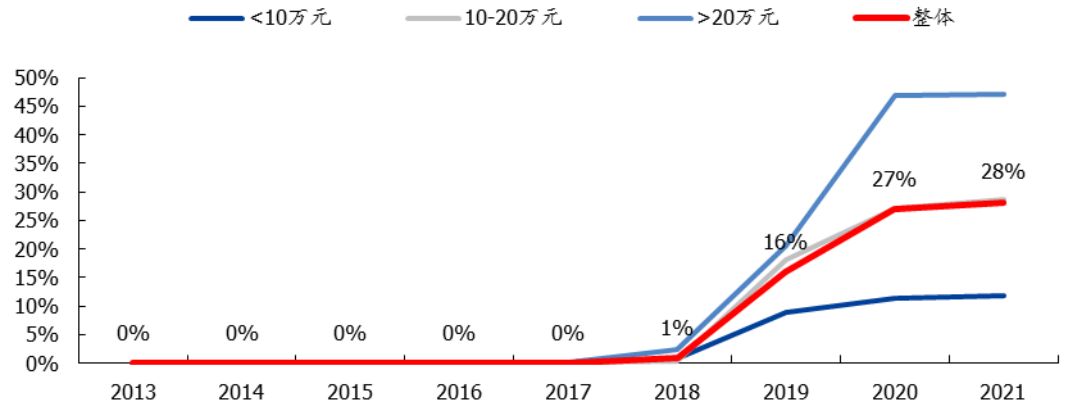
图表 42: 各价位 HUD 搭载率



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

无线充电：2021款车型配置率28%，提升1.2PCT，其中10-20万元与20万元以上车型为渗透主力区间。分价位看，<10万元/10-20万元/>20万元，2021年配置率分别为12%/29%/47%，较2020款车型提升0.52/1.68/0.14PCT，其中10-20万元与20万元以上车型为渗透主力区间。

图表 43: 各价位无线充电搭载率

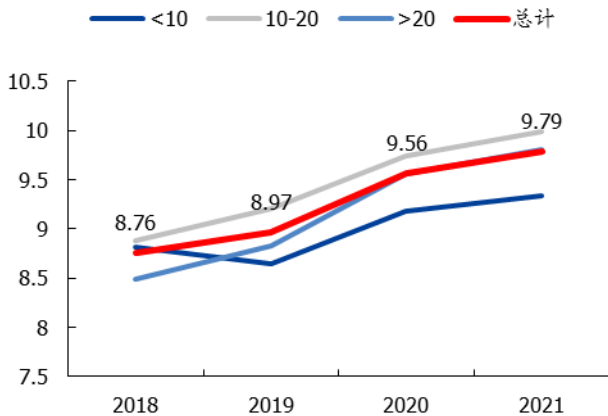


资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

中控液晶屏、仪表盘：2021款平均尺寸分别为9.8、8.2英寸，同比提升2.4%、1.1%。分价位看：

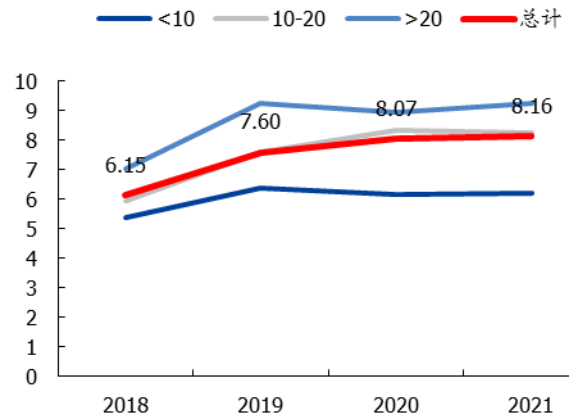
- 中控液晶屏：<10万元/10-20万元/>20万元 2021款平均尺寸分别为9.33、9.99、9.80英寸；
- 中控仪表盘：10万元/10-20万元/>20万元 2021款平均尺寸分别为6.22、8.24、8.97英寸。

图表 44: 各价位中控液晶屏尺寸 (英寸)



资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

图表 45: 各价位液晶仪表盘尺寸 (英寸)



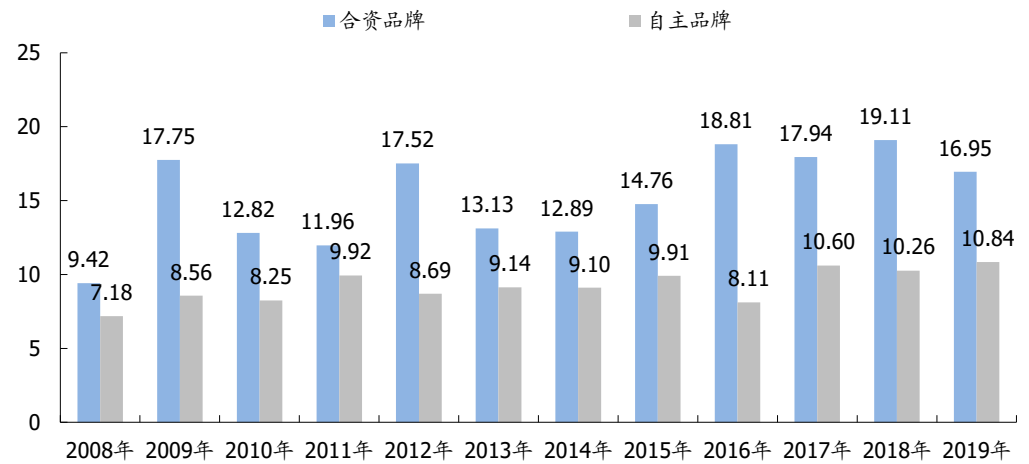
资料来源: 搜狐汽车、国盛证券研究所

### 3.2 铝压铸&内饰件：价值量大、切换壁垒低带来的国产化机遇

统计历年合资与自主车型的平均指导价，可以发现合资品牌车型的价格弹性更大，是市场车型价格下探主力。我们统计了历年合资品牌和自主品牌上市车型的平均指导价，自主品牌由于品牌溢价较低，整体价格波动较小，平均指导价下行空间有限，并且由于是从低端起步，平均指导价持续提升，2009-2019年期间，十年平均指导价9.75万元，最低/最高指导价分别为8.11/10.84万元，与十年平均指导价的价差为17%/11%。与自主品牌不同，合资品牌的平均指导价弹性较大，2009-2019年期间平均指导价16.59万元，最低/最高指导价分别为11.96/19.11万元，波动为28%/15%。

其中：我们统计的合资品牌包括：上汽/一汽大众（含捷达）、广汽/一汽丰田、长安福特、东风/广汽本田、上汽通用雪佛兰；自主品牌包括：广汽乘用车、吉利汽车、奇瑞汽车、上汽乘用车、上汽通用五菱、长安汽车、长城汽车。

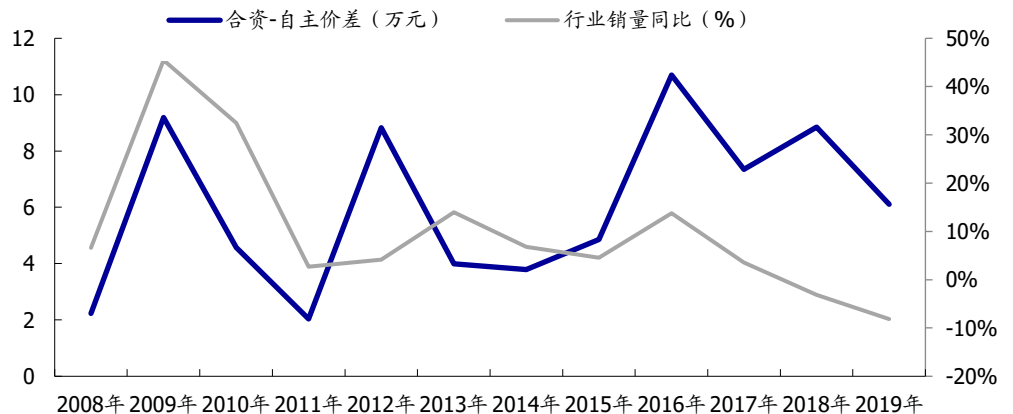
图表 46：行业合资品牌与自主品牌历年上市车型的平均指导价（万元）



资料来源：汽车之家，国盛证券研究所，注：平均指导价为当年全部上市车型价格的算术平均值

历史上，合资-自主价差与行业销量增速呈正相关，行业弱复苏背景下，未来合资车型有可能进一步下探指导价，并催生车型降本压力，为打开供应链创造机会。从合资与自主车型价差与行业销量增速来看，2009-2011年、2013-2014年、2016-2019年行业销量增速下滑期间，合资与自主车型的平均指导价差也呈现下降的趋势。从具体数值来看，两者价差最高在8-10万元，最低值在2-4万元左右。

图表 47：行业合资-自主价差（万元）与行业销量增速（%）对比



资料来源：汽车之家，中汽协，国盛证券研究所

根据德勤报告，由于新能源与自动驾驶配置的挤占，传统车身、内饰行业 2025 年单车价值量占比将下滑 **2.57、0.96 PCT**，行业价值量大、替换壁垒低，是国产化替代的主力市场。根据德勤测算，2016 年德国，北美自由贸易区，中国汽车各零部件整体用量 6540 亿欧元，由于新能源与自动驾驶配置的挤占，2025 传统内饰行业整体市场容量有望下滑至 693 亿欧元 (-3%)，单车价值量占比将由 10.9% 下滑至 10.0% (-0.9 PCT)，车身系统价值量下滑至 1042 亿欧元，占比下滑 2.57 PCT。

图表48: 电动化、智能化浪潮下，传统配置价值量将有所下降

	2016		2025E		用量增幅 (%)	占比增幅 (PCT)
	总体用量 (10亿欧元)	占比 (%)	总体用量 (10亿欧元)	占比 (%)		
高压电池/燃料电池	5.5	0.8%	68.1	9.8%	1138%	8.96
电动传动装置	1.3	0.2%	13.2	1.9%	915%	1.70
高级驾驶辅助系统与传感器	6.4	1.0%	45.4	6.5%	609%	5.56
电子设备	50.3	7.7%	61.2	8.8%	22%	1.12
<b>内饰系统</b>	<b>71.5</b>	<b>10.9%</b>	<b>69.3</b>	<b>10.0%</b>	<b>-3%</b>	<b>-0.96</b>
座椅	39.3	6.0%	37.9	5.5%	-4%	-0.55
信息娱乐与通信系统	46.9	7.2%	43.3	6.2%	-8%	-0.94
<b>车身</b>	<b>114.9</b>	<b>17.6%</b>	<b>104.2</b>	<b>15.0%</b>	<b>-9%</b>	<b>-2.57</b>
悬挂系统	12	1.8%	10.8	1.6%	-10%	-0.28
转向系统	15	2.3%	13.5	1.9%	-10%	-0.35
轮毂与轮胎	22.2	3.4%	19.9	2.9%	-10%	-0.53
车架	22.3	3.4%	19.9	2.9%	-11%	-0.55
车轴	20.7	3.2%	18.5	2.7%	-11%	-0.50
空调系统	12.1	1.9%	10.5	1.5%	-13%	-0.34
刹车系统	16.3	2.5%	14	2.0%	-14%	-0.48
燃油系统	7.1	1.1%	5.7	0.8%	-20%	-0.27
排气系统	21.8	3.3%	17.1	2.5%	-22%	-0.87
内燃机	107.1	16.4%	78.5	11.3%	-27%	-5.08
变速器	61.3	9.4%	43.7	6.3%	-29%	-3.08

资料来源：德勤《2025年零部件市场展望》，国盛证券研究所，注：德国、北美自由贸易区、中国市场

海外对比，我国本土零部件供应商企业成长迅速，且主要集中在内外饰、铸造、座椅等领域。根据美国汽车新闻发布“2020 年全球汽车零部件配套供应商百强榜”，入选《百强榜》的本土企业数量从 2015 年前的不超过 3 家增长到 2020 年的 7 家。从产品附加值看，德、日、美零部件企业的产品主要集中在发动机、汽车电子、变速器等高端领域，我国企业的产品则主要集中在汽车内外饰、座椅、铸造等部件领域。

图表 49: 全球汽车零部件配套供应商百强榜入选企业数

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
美国	25	25	22	21	23	21
德国	18	18	17	18	19	18
日本	30	30	28	26	22	24
中国	2	2	5	6	7	7
其他	25	25	28	29	29	30
中国企业名单及位次	延锋:26; 戴卡:81	延锋:18; 戴卡:77	延锋:14;海纳川:66;中信戴卡:77;德昌电机:81;敏实集团:93;	延锋:16;海纳川:65;中信戴卡:71;德昌电机:79;五菱工业:80;敏实集团:92	延锋:15;海纳川:61;中信戴卡:65;德昌电机:80;敏实集团:86;五菱工业:89;中鼎股份:92	延锋:19;北京海纳川:57;中信戴卡:66;德昌电机:79;敏实集团:86;五菱工业:90;安徽中鼎 98

资料来源: 世界十佳变速器评选, 国盛证券研究所

估值方面, 目前板块估值: 汽车电子>热管理>铝合金压铸件>轮胎>动力系统机加工>内外饰件, 其中汽车电子、热管理、铝合金压铸件与内外饰件受益于行业电动+智能化带来的新品周期, 各细分龙头业绩增长的确定性较强, 我们认为沿细分赛道, 自下而上地选择个股是较为合适的选择。我们统计了零部件板块 48 只标的目前的估值情况, 其中 2021 年估值采用万德一致预测。数据表明, 除轮胎外, 各细分板块的估值水平较 2020Q4 均有所回调, 但程度有所分化。

图表 50: 汽车零部件细分板块 PE 对比

	2021E	2020	2019	2018
动力系统机加工	15.6	23.0	20.7	43.6
轮胎	18.6	14.6	15.5	15.1
铝合金压铸件	28.4	50.9	42.0	21.0
内外饰件	15.5	24.3	16.4	9.2
汽车电子	42.4	65.6	33.6	20.9
热管理	29.4	55.8	28.4	18.2
汽车零部件整体	<b>20.6</b>	<b>29.0</b>	<b>20.9</b>	<b>15.6</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 估值基于 6 月 4 日各公司市值

## 四、电动两轮：行业红利&格局优化，龙头份额迅速提升

### 4.1 行业需求：预计 2023 年达 5900 万辆，后续稳态有望维持 5000 万辆

我们预计行业在未来 2-3 年有望迎来快速发展期，峰值需求合计约 6000 万辆，稳态需求约 5000 万辆。国内市场受益于新国标催生的替换需求，未来 2-3 年内有望释放 1500 万辆/年左右的升级空间；另一方面，在外卖/快递等特定场景的快速推进有望带来约 300 万辆/年的市场需求；共享电动车取决于三四线城市的政策放开力度，保守估计有望贡献 200 万辆/年的市场需求。而在海外市场，受益于欧洲与东南亚的市场需求的逐步释放，行业预计将带来 280 万辆的出口规模。

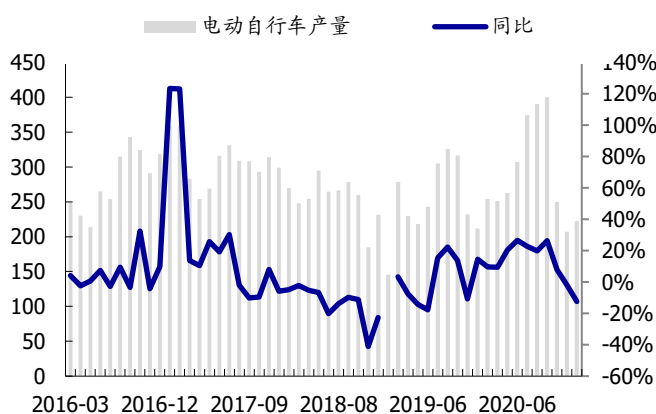
图表 51: 行业需求测算 (万辆)

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
稳态替换销量	3500	3500	3500	3500	3500	3500
新国标替换需求	200	800	1500	1700	700	700
外卖、快递等场景需求	100	200	300	300	300	300
出口销量	150	150	200	280	280	280
共享电动车销量	100	150	200	200	200	200
合计	4050	4800	5700	5980	4980	4980
同比	15.71%	18.52%	18.75%	4.91%	-16.72%	0.00%

资料来源：国盛证券研究所

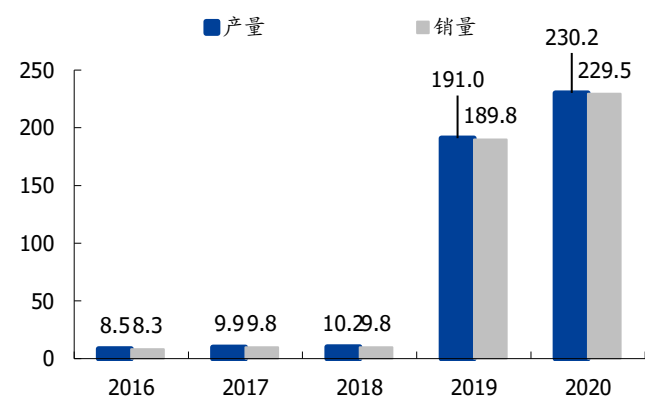
2019 年之前，国内电动两轮市场逐步进入成熟期，电动自行车年产量约 3000 多万辆，2019 年生产 2708 万辆，同比+6.1%。年受益于新国标于疫情导致的需求释放，2020 年全国电动自行车完成产量 2966.1 万辆，同比增长 29.7%。此外，电动摩托车在 2019 年之前由于国标执行力度的问题，数据有所失真，2019 年之后的数据较为可信，产销约 230 万辆。值得注意的是，工信部统计口径为规模以上企业（收入 2000 万以上），我们预计实际口径下，行业电动自行车+电动摩托车历史稳态销量约 3500 万辆。

图表 52: 电动自行车销量及同比 (万辆)



资料来源：工信部，国盛证券研究所

图表 53: 电动摩托车销量及同比 (万辆)



资料来源：中汽协，智研咨询，国盛证券研究所

新国标 2019 年实施，各地设置 3-5 年缓冲期，预计 2021 年起行业迎来红利期。2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期。新标准合理设定了最高车速、整车质量等关键技术指标，于 2019 年 4 月 15 日起正式实施。2018 年 5 月 15 日至 2019 年 4 月 14 日为过渡期。在过渡期内，鼓励生产企业按照《技术规范》组织生产，鼓励销售企业销售符合《技术规范》的产品，鼓励消费者购买符合《技术规范》的产品。



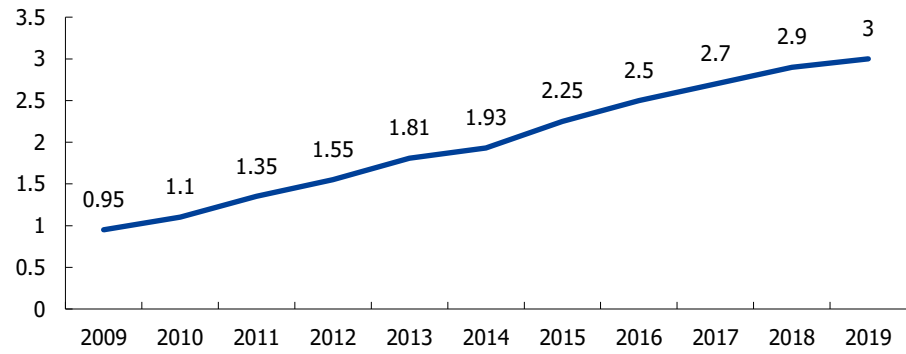
图表 54: 各省市(部分)超标电动车过渡期截止时间汇总

省份	城市	过渡期截止时间	过渡期时长(自发布之日起)
广东	中山	2020年6月20日	1年
		2022年4月15日	3年
	佛山	2021年6月15日	1年
	梅州	2022年4月15日	3年
江苏	南京	2020年12月31日	2年
	扬州	2024年4月15日	5年
	无锡		
	徐州		
	泗洪		
浙江	杭州	2021年12月31日	3年
	宁波		
湖北	荆州	2022年9月30日	3年
	宜昌	2022年4月30日	3年
	咸宁	2021年8月19日	3年
湖南	长沙	2023年12月31日	4年
	株洲		
	湘潭	2023年3月1日	4年
河南	郑州	2021年12月31日	3年
福建	福清	2022年10月31日	3年
江西	赣州	2023年12月31日	5年
	新余	2024年9月30日	5年
山东	全省	2022年12月31日	3年
山西	忻州	2024年4月14日	4年
安徽	合肥	2021年1月-2023年12月	3年
云南	昆明	2023年4月14日	4年
四川	重庆	2022年10月14日	3年
甘肃	兰州	2021年11月8日	3年
直辖市	北京	2021年10月31日	3年
	上海	2021年12月31日	3年
	天津	2021年5月8日	3年

资料来源: 电动车商情, 国盛证券研究所

新国标催生替换需求与保有量相关, 从保有量上看, 国内保有量接近**3亿辆**, 我们预计有效保有量在**1.4亿辆左右**。根据中国自行车协会, 2010年底, 我国电动自行车保有量为1.1亿辆, 此后经历快速成长期, 2014年已经达到1.93亿辆, 截至2019年, 中国自行车社会保有量已近4亿辆, 其中电动自行车近3亿辆。从电动自行车的使用寿命来看, 一般铅酸电池寿命为**1.5年**, 每辆车大约更换两次电池; 锂电车型依据电池质量, 实际使用寿命在**3-5年**, 我们按照每年**3000万辆**的稳态销量测算, 预计实际的有效保有量在**1.4亿辆(3500万辆\*4年)**左右, 约占国内总保有量的**45%**。

图表 55: 国内电动自行车保有量 (亿辆)



资料来源: 中国自行车协会, 国盛证券研究所

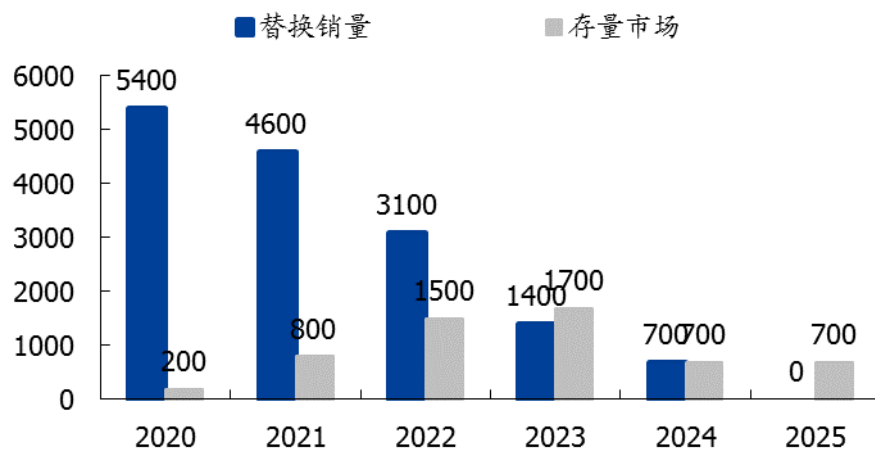
此外, 考虑到新国标政策的执行力度, 预计新国标未来在城市中的执行力度较强, 对应城镇替换需求预计在 **5600 万辆左右**。2018 年我国城镇、农村平均每百户电动自行车拥有量为 55/65 辆, 对应城镇、农村家庭分别为 2.8 亿、1.7 亿户, 由此计算可得, 城镇居民电动助力车保有量约占总保有量 58%, 考虑到上海等部分城市对旧国标车型, 采取自然淘汰的策略, 我们按照 40% 的比例进行测算, 预计新国标催生的存量替换空间在 5600 万辆左右, 预计新国标有望在 **2021-2023 年推动 800/1500/1700 万辆销量增长**。

图表 56: 农村/城镇电动助力车保有量

	电动助力车 (平均每百户/辆)		
	全体居民	城镇居民	农村居民
2013 年	39.5	39	40.3
2014 年	43.8	42.5	45.4
2015 年	47.6	45.8	50.1
2016 年	53.2	49.7	57.7
2017 年	56.5	53.1	61.1
2018 年	59.2	55	64.9

资料来源: 中国产业信息, 国盛证券研究所

图表 57: 新国标带来的存量市场替换需求测算 (万辆)



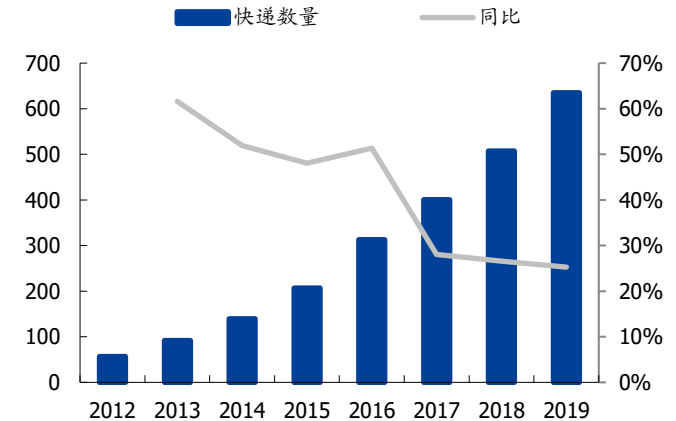
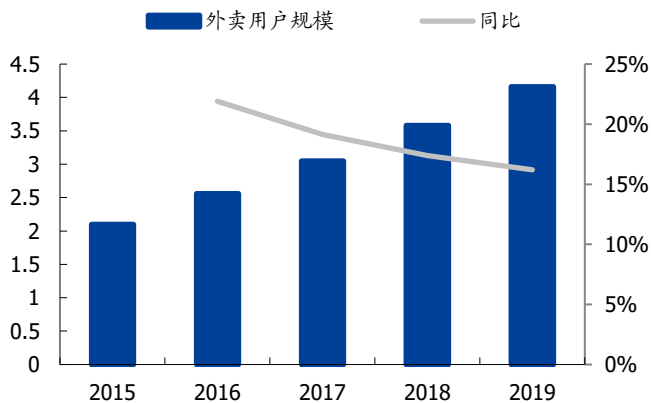
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们按照 700 万的快递外卖小哥，由于该场景下骑行距离在 100km 以上，预计车型寿命远短于普通车型，按 2 年计算，有望催生 300 万辆/年的稳态需求。近年来，网购和新零售等配送需求催发了快递和即时配送物流市场的发展。截至到 2019 年：

- 中国外卖用户突破 4 亿人，达到 4.16 亿人，同比增长 16.2%，其中 2019 年通过美团获得收入的骑手总数达到 399 万人，同比增长了 23.3%，按照美团市占率估计，行业骑手数量在 500-600 万人之间；
- 快递数量达到 635.23 亿件，同比增长 25.3%，截至到 2020 年 5 月，中国快递数量累计达到 264.11 亿件，同比增长 18.4%，而行业 5 月由北京交通大学、阿里研究院和菜鸟网络联合发布《全国社会化电商物流从业人员研究报告》显示，目前全国从事社会化电商物流行业的有 203.3 万人。

图表 58: 中国外卖用户 (亿人) 规模及增长 (%)

图表 59: 我国快递数量 (亿件) 及增速 (%)

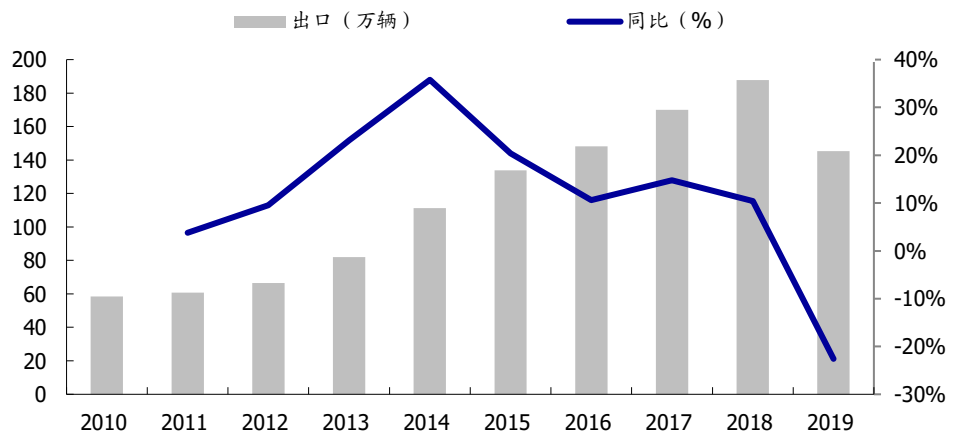


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

出口方面，在国内电动车市场趋于饱和，竞争加剧的情况之下，许多电动车企业把目光转向了欧美、越南、印度等海外市场。2018 年中国电动自行车出口数量达到 187.7 万辆，同比增长 10.4%，截至到 2019 年中国电动自行车出口数量为 145.3 万辆，同比下降 22.6%。

图表 60: 电动脚踏车出口数量



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

海外市场目前仍处在起步阶段，目前出口比例约 5%。分地区看，前十位出口国家主要包括欧美及东南亚。在欧盟国家由于 ECA 监管，仅允许锂离子电池供电，因此销售电动车主要锂电自行车为主。东南亚国家电动自行车渗透率较低，预计未来也将成为重要的增量市场。以越南市场为例，其是世界第四大摩托车消费国，摩托车保有量约为 4500 万台。考虑到海外市场未来渗透率进一步提升，未来有望带来 1500 万辆以上市场需求。

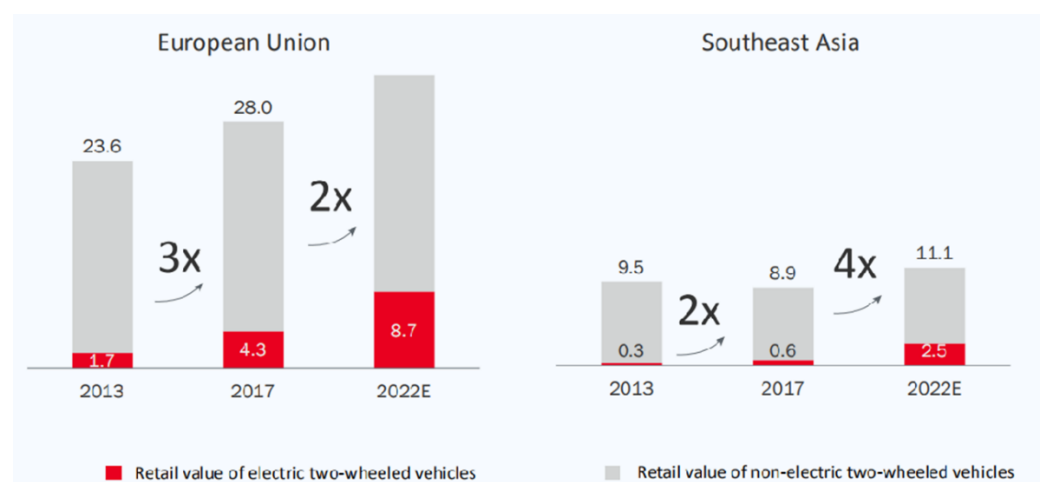
图表 61: 电动自行车主要出口国家 (2016 年)

国家	出口量 /万辆	同比 增长/%	出口额 /万美元	同比 增长/%	单价 /美元	同比 增长/%
越南	29.1	-19.9	8778.0	-10.3	302.1	11.9
美国	16.7	14.9	5618.6	34.9	336.1	17.4
荷兰	14.7	31.9	11900.6	45.7	811.1	10.5
菲律宾	7.5	43	1982.1	12.9	263.8	-21.1
朝鲜	5.8	304.2	1707.5	281.4	294.4	-5.6
以色列	5.6	-3.9	2194.8	-9.6	389.5	-6
比利时	5.6	61	2930.0	45.5	524.6	-9.6
德国	5.4	63.8	2407.1	51.6	446	-7.4
日本	4.6	25.4	1735.3	48	375.5	18
英国	4.1	20.8	1987.4	37.4	484.4	13.7
合计	99.1	12.2	41241.5	25.1	416.1	11.5

资料来源: 中国汽车协会, 国盛证券研究所

未来欧洲+东南亚市场规模预计将达 1400 万辆, 按 20% 出口市占率计, 预计带来 280 万辆以上出口市场需求。根据 CIC 预测, 至 2022 年, 欧洲与东南亚市场的电踏车市场将分别为 87/25 亿美元, 我们按照欧洲市场电踏车均价 500 美元/辆, 东南亚市场电踏车均价 300 美元/辆测算, 对应市场规模约 1400 万辆, 同时假定 20% 的国内出口市占率, 对应未来市场空间约 280 万辆。

图表 62: 欧洲及东南亚市场销量预测 (十亿美元)



资料来源: CIC 灼识咨询, 小牛电动招股说明书, 国盛证券研究所

共享电动车有待政策进一步放开, 保守预计有望带来 200 万辆的增量市场。目前国内三四线城市已开始试点共享电动车, 有望进一步催生特定场景的应用需求。2020 年 8 月 31 日, 义乌宣布将有 1.5 万辆共享单车 (均为电动) 投放到乌海市人民广场、乌海万达广场、通用时代广场等人流集中区域均有停车点, 投放的共享电动车的满电续航里程均为 80 公里。其中: 1) 哈罗单车采用收费方式为: 2 元/15 分钟、4 元/30 分钟、6 元/60 分钟, 超 60 分钟继续以三个阶段核算价钱; 2) 小遛单车收费方式为: 1 元/5 分钟。共享电动车的便利优势明显, 但考虑到通行安全、市场管理等因素, 未来预计共享电动车在一二线城市的推行进度较慢, 而三四线城市预计有望实现快速推进。

图表 63: 共享电动车 (哈罗)



资料来源: 乌海广播电视台, 国盛证券研究所

图表 64: 共享电动车 (小遛)



资料来源: 乌海广播电视台, 国盛证券研究所

政策端, 目前行业标准仍在确立中, 各地政府持谨慎放开态度。2020年10月, 中国城市公共交通协会联合中国电子技术标准化研究院及行业主流企业近30家单位, 即将发布的共享电动助力车系列四项标准, 分别为《共享电动助力车通用技术规范》、《共享电动助力车运营服务规范》、《共享电动助力车锂离子电池技术规范》以及《电动助力车公共充电场站建设规范》, 标准覆盖行业中车、运、电、场四个核心维度。而对于地方政府, 目前仍处于谨慎对待的试点阶段。

图表 65: 部分省市及机构对共享电动车的政策梳理

省份/机构	政策
中国城市公共交通协会	即将发布《共享电动助力车通用技术规范》、《共享电动助力车运营服务规范》、《共享电动助力车锂离子电池技术规范》、《电动助力车公共充电场站建设规范》
云南	2019年11月, 云南发布《昆明市共享单车运营服务管理实施细则》, 正式引入共享单车, 首批预设投放9000辆。
山东	2020年1月11日, 山东省泰安市拟在泰安城内规范推广共享单车, 并发布运营准入要求。
浙江	2020年5月, 浙江省发布《浙江省电动自行车管理条例》, 制定共享单车投放政策, 明确投放范围、数量和管理要求。
湖北	2020年12月, 湖北省咸宁市出台的《咸宁市中心城区互联网租赁自行车管理规定》指出, 将采取基础考核、现场考核、社会评议的方式, 对城区5家共享单车企业进行考核。
湖南	2021年1月, 湖商“两会”建议应尽快出台共享单车管理办法, 规范共享单车管理, 支持和鼓励共享电动车企业成立行业协会, 加强行业自律。

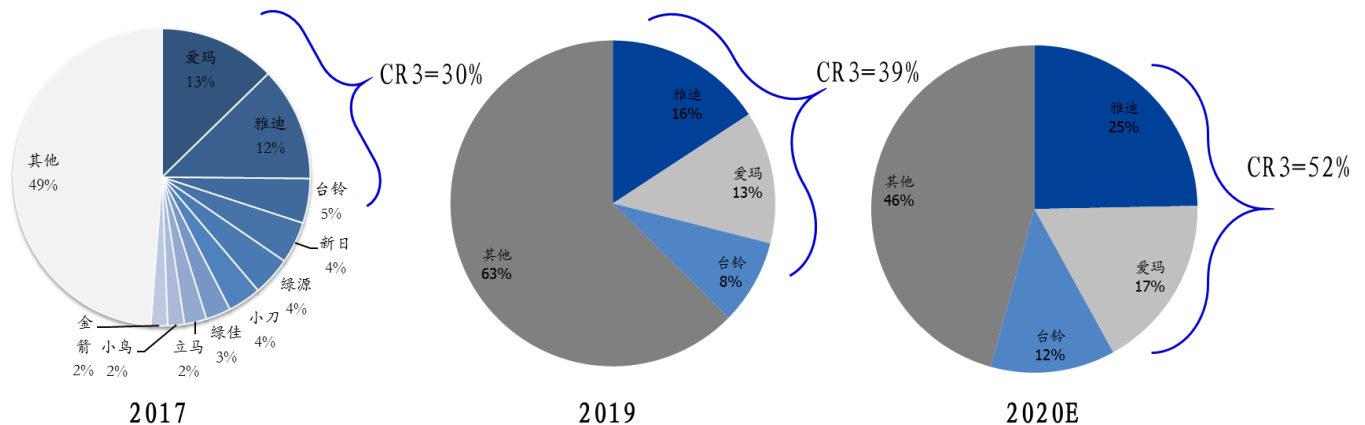
资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

## 4.2 行业格局优化，锂电&智能推动价格带提升

从品牌销量上看，行业集中度提升，2017-2020行业CR3由30%提升至52%。

- 从行业格局来看，爱玛&雅迪凭借规模优势，牢牢占据第一梯队。后续品牌包括新日、绿源、小刀、绿佳、立马、金箭、小鸟等。行业第二梯队格局相对分散，除了头部分新日、绿源、台铃外，其余百万销量以下整车厂，在全国范围的品牌影响力上并没有明显的优势，未来公司通过技术创新、产品升级更新和销售网络，提供差异化的产品，相互竞争的重心。
- 2020年行业龙头已公布销量：雅迪1000万辆，爱玛700万辆，台铃500万辆计，以行业销量4000-4100万辆计算，预计行业CR3已经超过50%，龙头市占率提升明显。

图表 66: 行业龙头市占率迅速提升



资料来源：前瞻产业研究院，电动车观察网，公司公告，国盛证券研究所

受新国标电动自行车小于55kg的要求，未来新国标执行区域，锂电替代铅酸预计成为趋势。通过重量能量密度可知，锂电池通常为200~260Wh/Kg，而铅酸电池只有50~70Wh/Kg，约为锂电池的1/3。而从成本角度看，目前铅酸电池的成本在0.3-0.4元/Wh，锰酸锂成本在0.45元/Wh，磷酸铁锂电池成本在0.5-0.6元/Wh。一般而言，电动两轮的单车带电量在1.0-1.2 kWh，对应的锰酸锂/铅酸电池成本分别为450/350元，两者价格已经较为接近，而锂电重量优势明显。

图表 67: 假定带电量为1.0 kWh，各类型电池重量及成本测算

参数	单位	三元镍钴锰	磷酸铁锂	锰酸锂	铅酸电池
能量密度	Wh/kg	200-300	170-190	100-120	50-70
额定电压	V	3.7	3.2	3.8	2
循环次数	次	800-1500	1500-4000	500-1000	300-350
记忆效应	-	无	无	无	有
环保程度	-	镍钴放射性	无毒	无毒	重金属污染
回收价值	-	无回收价值	无回收价值	无回收价值	能以旧换新，购买价的25%左右
使用温度	℃	-20至55	-20至75	-20至50	-20至60
价格	元/Wh	0.7-0.8	0.5-0.6	0.45	0.3-0.4
使用寿命	5-6年	5-6年	5-6年	5-6年	2-3年
电池重量	kg	3.3-5.0	5.3-5.9	8.3-10.0	12.3-20.0
电池价格	元	700-800	500-600	450	300-400

资料来源：起点研究院，电动车商情，国盛证券研究所

与锂电化升级相对应，行业龙头在 2019-2020 年纷纷推出智能化车型，进一步拉开与尾部品牌的差距。2019 年底以来，雅迪、爱玛、小牛、九号分别推出或升级智能电动车系统，并开始逐步标配智能解锁、GPS 定位、手机 APP、OTA 更新等互联网公司，进一步拉开与尾部品牌的体验差距。

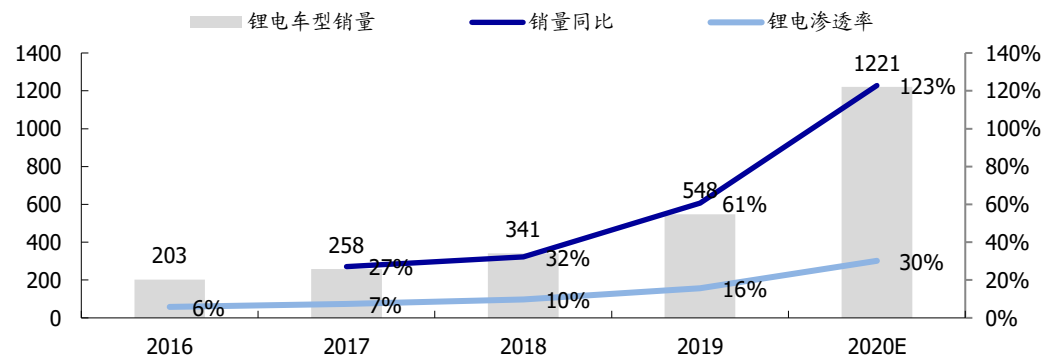
图表 68: 龙头公司智能系统统计

公司	智能系统名称	发布时间	主要功能
九号	RideyGo	2020 年 2 月	感应解锁、智能龙头锁、乘坐感应、驻车感应和助力推行
雅迪	冠智系列	2020 年 12 月	中控大脑、GPS 定位、CAN+4G 通讯、小迪 App 管家等
小牛	小牛电动智能系统	与品牌同时发布	智能中央控制器、OTA 无线升级、大数据优化骑行体、小牛电动 App、智能安防、车辆健康报告
爱玛	爱玛出行智能系统	2019 年 12 月	爱玛智能出行系统 APP、智能化配置、精准定位、电子围栏

资料来源: 各公司官网, 国盛证券研究所

受益于电池成本的快速下探+新国标的执行，2020 年锂电车型销量同比+123%，渗透率已经达到 30%。根据起点研究院（SPIR）调研统计，2020 年中国锂电电动两轮车（含电动自行车、电动摩托车和电动助力车等）销量为 1221 万辆，同比增长 123%。

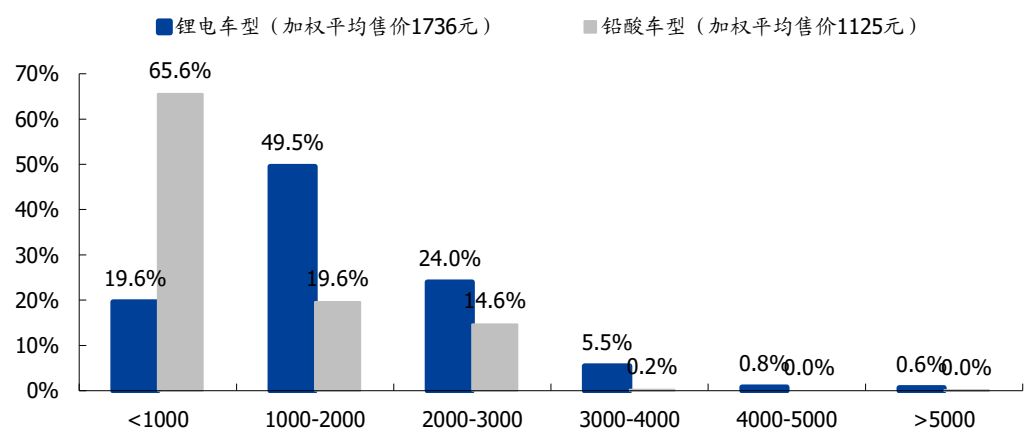
图表 69: 锂电车型销量及锂电渗透率（万辆）



资料来源: 起点研究, 国盛证券研究所

从价格看，根据天猫成交数据，目前锂电/铅酸销售均价分别为 1736/1125 元，产品升级趋势明显。我们统计了天猫平台售价 500 元以上两轮电动车的当月成交数据，并以当月成交数据加权计算平均售价。从统计结果来看，目前铅酸车型 66% 的销量仍集中在 1000 以下，而 1000-2000/2000-3000 元区间内的销量占比分别为 20%/15%。与之对应，锂电车型约 50% 的销量集中在 1000-2000 元区间，且 6% 的车型售价在 3000-4000 元区间。锂电化带来的产品升级趋势明显。

图表 70: 各价格带铅酸/锂电车型天猫销量占比



资料来源: 天猫, 国盛证券研究所, 注: 数据采用截止 2021 年 3 月 15 日的月成交数据

## 五、投资建议

目前板块前期原材料涨价、芯片断供等不利因素已接近充分反应，我们预计 Q2 为行业业绩低谷，下半年销量预期改善，有望带动板块估值回暖。长期来看，目前下游购车需求依然旺盛，顺周期下，行业业绩仍处上升轨道，头部公司仍将持续受益。

- **整车：**2021 为自主品牌车型大年，头部车企的品牌力持续提升，车型质量/密度均已远超同行。龙头公司的资金与研发优势，将在车型端得以印证。短期来看，受芯片扰动影响，预计行业 Q2 批发销量有所承压，但需求向好的趋势下，行业 2021H2 的销量表现有望超市场预期，带动盈利能力全面反弹。推荐 2021 年车型强势、市占率提升确定性强的自主龙头：长城汽车、长安汽车、吉利汽车。建议关注：北汽蓝谷。
- **零部件：**1) 看好压铸、内饰等领域，国内供应商的成本优势明显，车企降本压力下，有望持续受益国产化率提升，推荐：爱柯迪，建议关注：文灿股份、福耀玻璃；2) 看好智能化带来的增量配置，华为入局的影响下，智能座舱、激光雷达等领域的渗透将显著提速，建议关注：华阳集团、德赛西威、伯特利。
- **电动两轮：**行业受益于新国标政策的执行，2021-2022 年有望迎来景气度高峰，同时 Q2 有望迎来销量旺季。目前头部公司纷纷推出新一代旗舰车型，较原有车型在智能化、锂电化方面提升显著。2019 年起行业集中度已开始迅速提升，龙头公司有望迎来从销量到业绩的全面增长。推荐：小牛电动、建议关注：雅迪控股。

图表 71：重点公司估值表

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000625.SZ	长安汽车	买入	0.62	0.92	1.05	1.13	35.3	25.6	22.5	20.9
601633.SH	长城汽车	买入	0.58	1.02	1.28	1.46	64.7	37.8	30.2	26.4
0175.HK	吉利汽车	买入	0.56	0.99	1.15	1.28	40.6	18.7	16.1	14.5
600933.SH	爱柯迪	买入	0.49	0.63	0.74	0.83	31.5	22.2	18.9	16.9
603348.SH	文灿股份	-	0.36	1.27	1.81	2.3	82.4	23.4	16.4	12.9
000887.SZ	中鼎股份	-	0.41	0.65	0.83	0.96	27.4	17.3	13.5	11.7
1585.HK	雅迪控股	-	0.33	0.45	0.63	0.77	42.2	32.6	23.2	19.1
NIU.O	小牛电动	买入	1.13	2.14	3.4	5.08	81.1	50.8	32.0	21.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所，注：文灿股份、中鼎股份、雅迪控股为万德一致预期，估值基于 6 月 4 日各公司市值

## 风险提示

行业销量受疫情、供应链短缺影响或不及预期，新车发布不及预期。宏观经济增速换挡以及外部环境不确定性或影响居民整体消费能力，而汽车作为消费占比最大的细分领域，终端零售销量或受到一定抑制不及预期。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com