

## 产业变革升级，新趋势酝酿新机会

### ——汽车行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2021年06月22日

#### 行业核心观点:

下半年汽车缺芯有望逐渐缓解，随着行业的持续复苏，行业业绩有望维持高增长，产业变革升级带来的新趋势有望重塑行业竞争格局，自主零部件获得较好的发展机遇，建议关注强一线自主乘用车及前瞻性“新四化”赛道的优质零部件公司。

#### 投资要点:

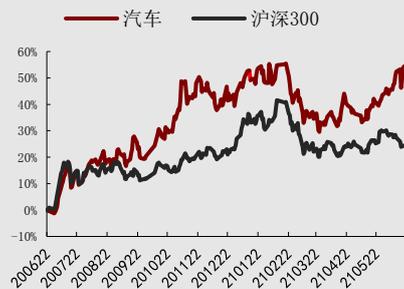
**乘用车持续复苏，行业盈利良好:** 乘用车受“缺芯”影响，二季度增速趋缓，而终端消费需求依然保持强劲，随着全球芯片产能向汽车产业倾斜及国产芯片制造商产能的替代，预计下半年“缺芯”有望逐步缓解，预计全年乘用车销量 2,219.5 万辆，同比增长 10.0% 左右，依然保持较高增速，其中自主品牌市场份额再次提升，强一线自主乘用车有望迎来销量与业绩的双提升。国六标准扰动及订单需求下滑导致重卡有所承压，轻卡受合规化趋势及城市物流配送需求旺盛的影响，有望维持高景气周期，总体来看，2021 年汽车总销量有望超预期，而原材料价格的上涨对行业业绩影响有限，随着销量的提升，行业盈利恢复良好。

**把握变革升级，新趋势酝酿新机会:** “电动化、轻量化、智能化、网联化”是汽车产业发展的主要方向，1) 电动化大趋势下，新能源汽车渗透率提速，受补贴政策影响减弱、供给优化及市场自发需求向好的影响，2021 年新能源汽车总销量有望超出年初预期，有望达到 247.3 万辆，同比增长 80.9%，目前市场处于多元竞争状况，但自主品牌具有领先优势，从双积分考核情况来看，大部分车企存在油耗压力，政策托底“十四五”新能源乘用车销量高增长有保障；2) 轻量化方面，铝合金渗透率正当时，底盘与车身轻量化成长空间广阔，预计未来 5 年传统/新能源乘用车轻量化底盘市场 CAGR 分别为 25.6%/40.1%，其中新能源汽车轻量化市场增长潜力更大；3) 智能网联汽车加速渗透，2020 年国内搭载 L2 级自动驾驶的乘用车装配率相比去年提升 11pct，且根据车企发布的新品规划来看，搭载 L3 级以上的自动驾驶硬件已提前预装，智能网联汽车的发展为汽车软、硬件带来巨大的增量市场，建议把握前瞻性布局的优质零部件公司。

**投资策略及个股推荐:** 下半年汽车行业仍以结构性机会为主，需要把握细分高景气领域，建议围绕两方面选股：(1)、整车板块，一线自主乘用车及轻卡优质标的；(2)、细分领域优质零部件供应商，产业升级新趋势带来新的高成长机遇，前瞻性布局增量市场的优质零部件公司具有较高的投资价值，推荐关注上汽集团 (600104)、广汽集团 (601238)、银轮股份 (002126)、保隆科技 (603197)、伯特利 (603596)、艾可蓝 (300816)。

**风险因素:** 汽车销量不及预期，新能源汽车销量不及预期，芯片供应不及预期，原材料价格大幅上涨。

#### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

#### 相关研究

华为鸿蒙 2.0 发布, 智能网联汽车乘势发展  
美国将推出电车税收减免新法案, 关注电动车产业链

拜登宣传电车扶持计划, 关注电动车产业链

分析师: 周春林

执业证书编号: S0270518070001

电话: 021-60883486

邮箱: zhoucl@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 2021 年上半年行情回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 汽车行业指数表现分化.....	4
1.2 估值有所回落，整体依然存在提升空间.....	5
1.3 机构持仓环比下降，建议超配汽车行业.....	6
<b>2 2021 年下半年展望：乘用车持续复苏，行业盈利良好</b> .....	<b>7</b>
2.1 “缺芯”有望缓解，总销量有望超预期.....	7
2.2 轻卡合规化促进销量增长，重卡增速趋缓.....	9
2.3 原材料涨价影响有限，盈利增速保持较高水平.....	10
<b>3 投资策略：把握变革升级，新趋势酝酿新机会</b> .....	<b>13</b>
3.1 电动化大趋势，渗透率提速.....	13
3.2 轻量化有利于节能减排，铝合金应用有望成为重点.....	15
3.3 智能化、网联化加速渗透，行业成长空间广阔.....	18
3.4 产业升级重构价值链，建议把握新增量市场.....	20
3.5 投资策略及个股推荐.....	22
<b>4 风险提示</b> .....	<b>24</b>
图表 1: 年初至今汽车行业指数涨幅位列申万 28 个行业中第 16 位.....	4
图表 2: 汽车细分行业指数涨跌幅 (%).....	4
图表 3: 汽车主题板块指数涨跌幅 (%).....	4
图表 4: 汽车行业 PE 估值回落.....	5
图表 5: 汽车行业 PB 估值依然不高.....	5
图表 6: 汽车细分行业 PE 估值.....	5
图表 7: 汽车细分行业 PB 估值.....	5
图表 8: 21Q1 公募对汽车行业的持仓市值占比位列行业排名第 14 位.....	6
图表 9: 21Q1 公募对汽车行业持仓比例环比下降.....	6
图表 10: 21Q1 公募对汽车行业持仓明显低配.....	6
图表 11: 2018-2021 年狭义乘用车零售销量 (辆/月).....	8
图表 12: 2018-2021 年狭义乘用车批发销量 (辆/月).....	8
图表 13: 国内汽车/乘用车销量 (万辆).....	8
图表 14: 国内汽车/乘用车销量同比.....	8
图表 15: 各系列销量份额.....	9
图表 16: 各系列销量增速.....	9
图表 17: 2018-2021 年重卡销量 (万辆).....	9
图表 18: 2018-2021 年重卡月销量 (辆).....	9
图表 19: 2018-2021 年轻卡销量 (万辆).....	10
图表 20: 2018-2021 年轻卡月销量 (辆).....	10
图表 21: 热轧普通钢材与铝 A00 价格(元/吨).....	11
图表 22: 2008-2021 零部件上市公司行业毛利率 (%).....	11
图表 23: 2019-2021Q1 汽车行业季度营收合计 (亿元).....	12
图表 24: 2019-2021Q1 季度归母净利润合计 (亿元).....	12
图表 25: 汽车行业收入增速 (%).....	12
图表 26: 汽车行业归母净利润增速 (%).....	12
图表 27: 新能源汽车销量 (万辆/月).....	13

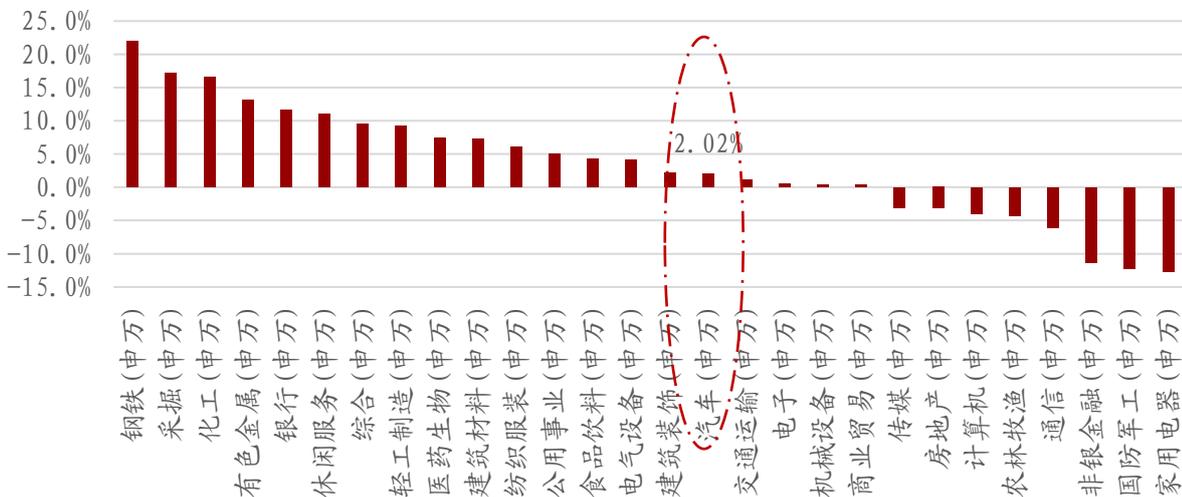
图表 28: 新能源汽车渗透率持续提升 (%) .....	13
图表 29: 纯电动乘用车销量结构 .....	14
图表 30: 国内新能源乘用车市场各系列销量占比 .....	14
图表 31: 2017-2020 年国内乘用车双积分考核情况 .....	14
图表 32: 新能源汽车整车轻量化系数降低要求最高 .....	15
图表 33: 荣威 Marvel X 底盘使用较多的铝合金 .....	16
图表 34: Model 3 车身材料分布 .....	16
图表 35: 传统乘用车铝合金底盘零部件渗透率 .....	17
图表 36: 传统乘用车铝合金底盘市场空间 (亿元) .....	17
图表 37: 国内新能源乘用车产量预测 (万辆) .....	18
图表 38: 新能源乘用车铝合金底盘市场空间 (亿元) .....	18
图表 39: 新能源车轻量化市场增长潜力更大 .....	18
图表 40: 国内智能网联汽车发展规划 .....	19
图表 41: 近年来国内 L2 级别乘用车装配率 .....	20
图表 42: 全球自动驾驶汽车产量预测 (万辆) .....	20
图表 43: 全球汽车软件与硬件内容结构占比 .....	21
图表 44: 汽车软件及其细分市场规 模 (亿美元) .....	21
图表 45: 汽车零部件升级变化 .....	22

# 1 2021 年上半年行情回顾

## 1.1 汽车行业指数表现分化

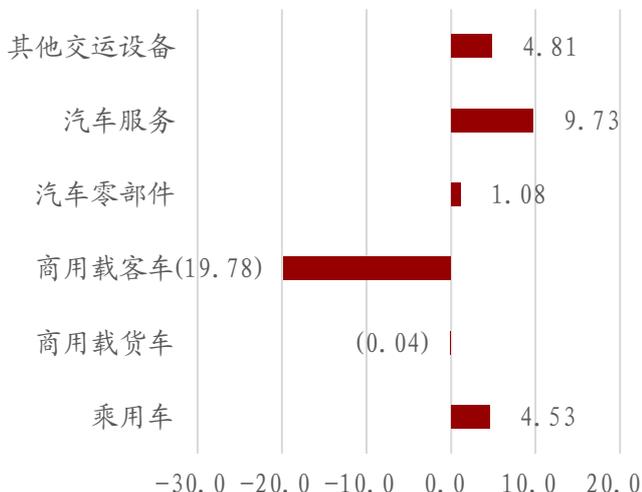
2021年上半年国内经济增长良好及汽车产销持续复苏，汽车行业指数表现相对较好。年初至6月8日，汽车（申万）行业指数上涨2.02%，跑赢沪深300指数1.62pct，涨幅位列申万28个一级行业中第16位，其中涨幅靠前的行业分别为钢铁（22.03%）、采掘（17.19%）、化工（16.57%）、有色金属（13.17%）和银行（11.68%）。从汽车行业细分板块指数行情来看，各细分板块指数分化较大，其中乘用车、汽车服务等相对表现较好，如乘用车指数上涨4.53%、汽车服务指数上涨9.73%等，汽车零部件上涨1.08%表现居中，而商用载客车指数、商用载货指数分别下跌19.78%和0.04%，表现落后沪深300指数。从汽车主题板块行情来看，板块主题表现高涨，其中新能源汽车、锂电池、汽车后市场等行业指数均有较大涨幅，年初至6月8日涨幅分别为8.30%、18.20%和15.13%。

图表1: 年初至今汽车行业指数涨幅位列申万 28 个行业中第 16 位



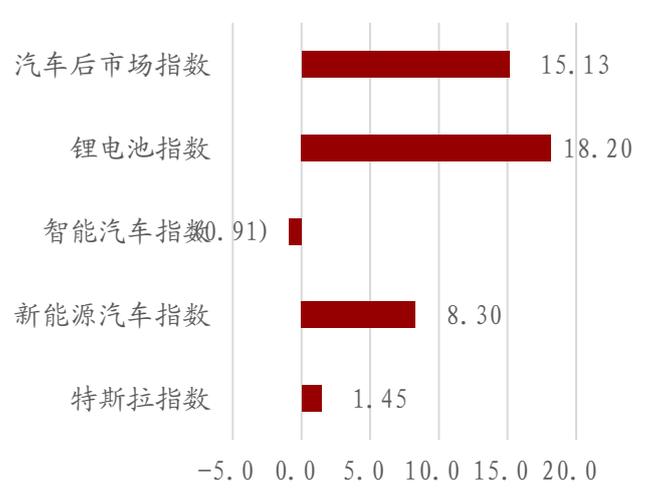
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表2: 汽车细分行业指数涨跌幅 (%)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表3: 汽车主题板块指数涨跌幅 (%)

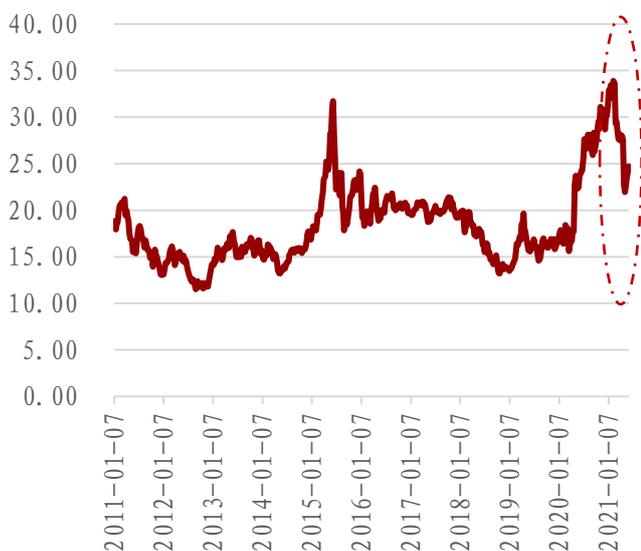


资料来源: WIND, 万联证券研究所

## 1.2 估值有所回落，整体依然存在提升空间

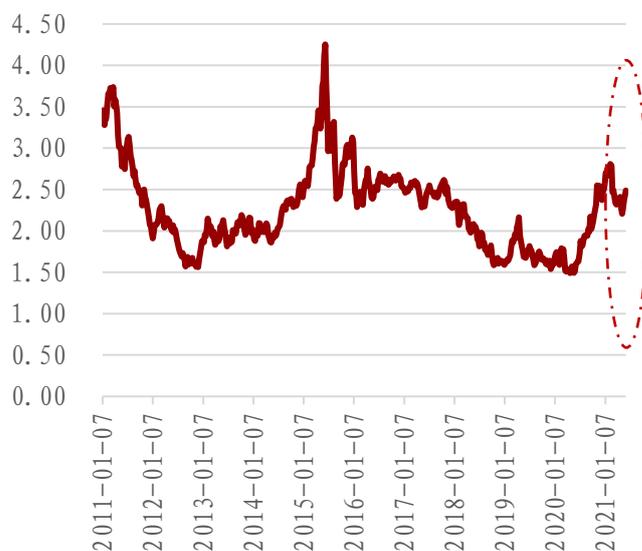
PE估值回落，PB估值依然偏低。从估值情况来看，年初至6月初汽车行业PE估值明显回落，年初行业PE估值31.1倍，至6月初行业PE估值下降至24.7倍，PE估值依然高于行业历史PE均值18.5倍，位于行业历史PE估值区间59%的分位水平；而行业PB估值依然不高，6月初行业PB估值2.5倍，仅略高于历史PB均值2.3倍。展望下半年，我们认为随着汽车产销量的上行，行业整体估值依然有提升空间，但细分板块估值分化会相对加剧。

图表4: 汽车行业 PE 估值回落



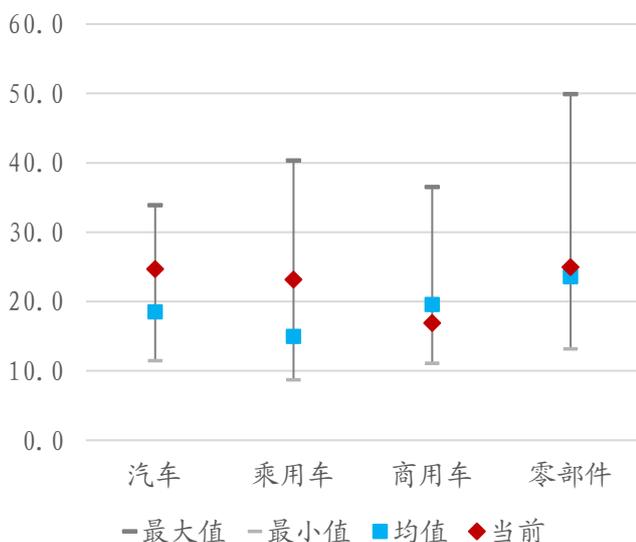
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表5: 汽车行业 PB 估值依然不高



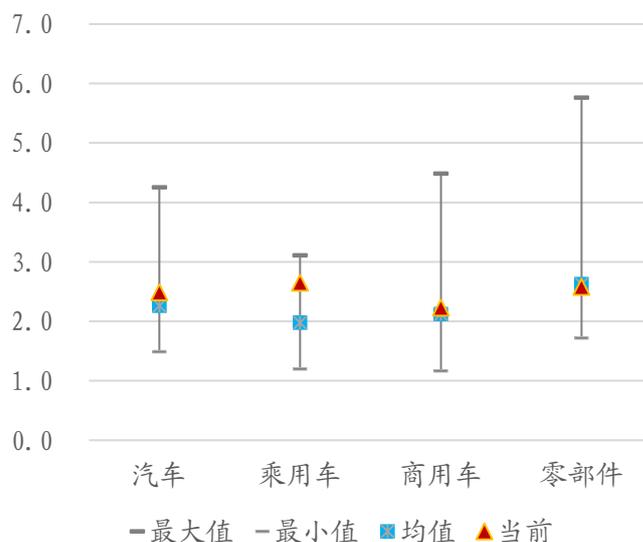
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表6: 汽车细分行业 PE 估值



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表7: 汽车细分行业 PB 估值

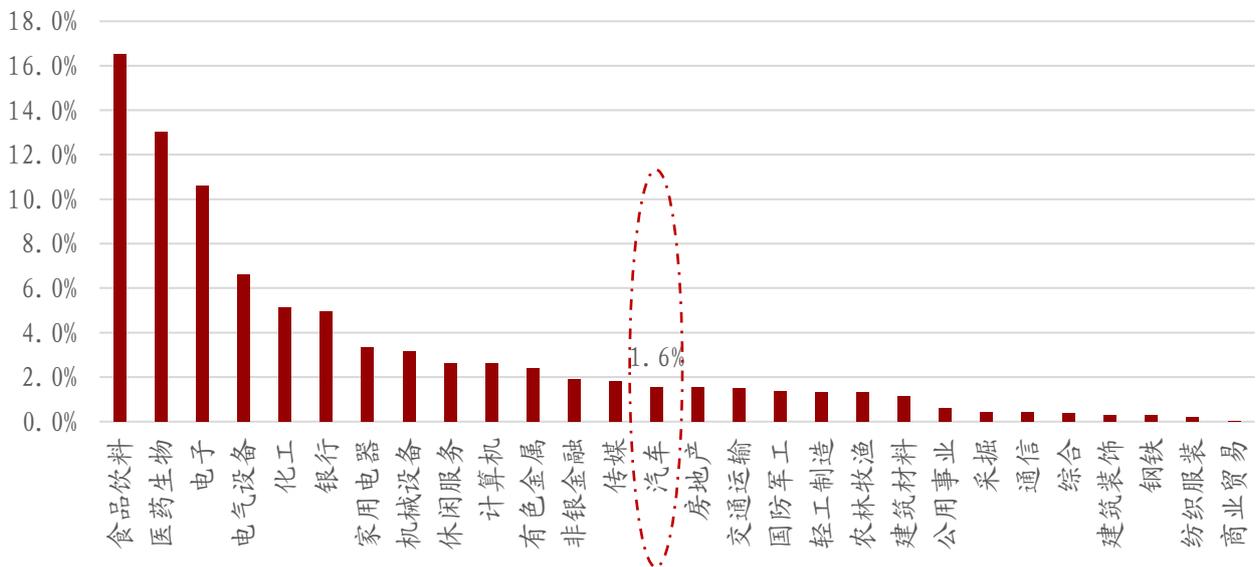


资料来源: WIND, 万联证券研究所

汽车零部件板块估值性价比较高。从细分行业PE估值情况来看，乘用车板块估值偏高，目前PE估值为23.2倍，明显高于其历史PE均值15.0倍的水平，而商用车板块估值下降较多，目前PE估值17.6倍，已降至其历史PE均值16.9倍之下，零部件板块估值为25.0倍，仅略高于其历史PE均值23.6倍的水平。从细分行业PB估值情况来看，除乘用车PB估值较高之外，其他均处于历史均值附近，其中乘用车PB估值为2.7倍，明显高于其历史均值2.0倍的水平，而商用车、零部件板块PB估值分别为2.2倍和2.6倍，接近于其历史PB均值2.1倍和2.6倍的水平。从估值角度来看，我们认为零部件板块的性价比较高，随着汽车电动化、智能化的变革重塑，相应的汽车零部件估值将会迎来较大的提升空间。

### 1.3 机构持仓环比下降，建议超配汽车行业

图表8: 21Q1 公募对汽车行业的持仓市值占比位列行业排名第 14 位



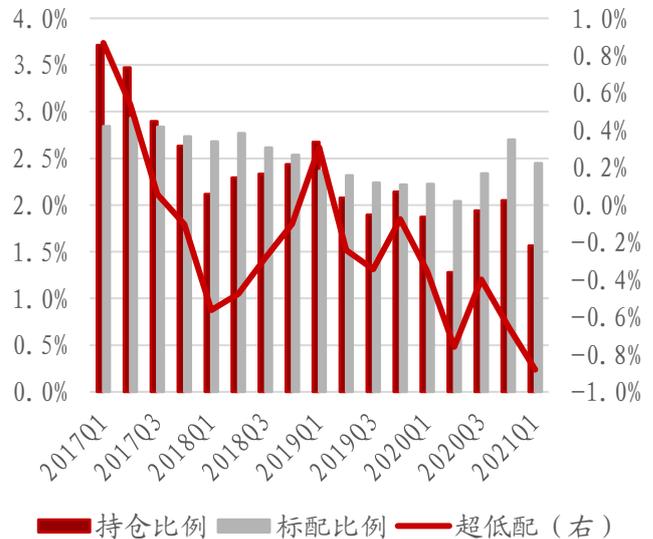
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表9: 21Q1 公募对汽车行业持仓比例环比下降



资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表10: 21Q1 公募对汽车行业持仓明显低配



资料来源: WIND, 万联证券研究所

**2021Q1公募基金对汽车行业的持仓环比下降，处于明显低配。**2021年第一季度末，公募基金对汽车行业的持仓总市值为390.2亿元，持仓市值占比1.56%，环比去年四季度末下降0.49个百分点，预计主要由于“缺芯”影响及原材料价格上涨的担忧导致减仓。我们按汽车行业流通市值占比衡量超低配情况来看，2021年第一季度公募基金对汽车行业处于明显的低配状态，低配比例约0.9个百分点，创近年来的历史新低。从公募机构对行业配置横向对比来看，汽车行业的配置比例位列申万28个一级行业中第14位，排名相比去年四季度保持不变，而配置相对靠前的热门行业主要是食品饮料（16.5%）、医药生物（13.0%）、电子（10.6%）和电气设备（6.6%）等。

**个股相对集中，看好乘用车及优质零部件。**从公募基金对汽车行业个股持仓偏好情况来看，对一线乘用车及细分行业高景气、业绩稳健增长的优质零部件相对看好，如福耀玻璃、比亚迪、中国重汽、潍柴动力、星宇股份等持仓配置较多，其中公募基金对福耀玻璃重仓占汽车行业的比重高达19.9%。我们认为，随着下半年“缺芯”逐渐缓解、乘用车销量持续回升及新能源汽车的高增长，预计行业投资机会将明显增长，因此依然建议重点超配汽车行业。

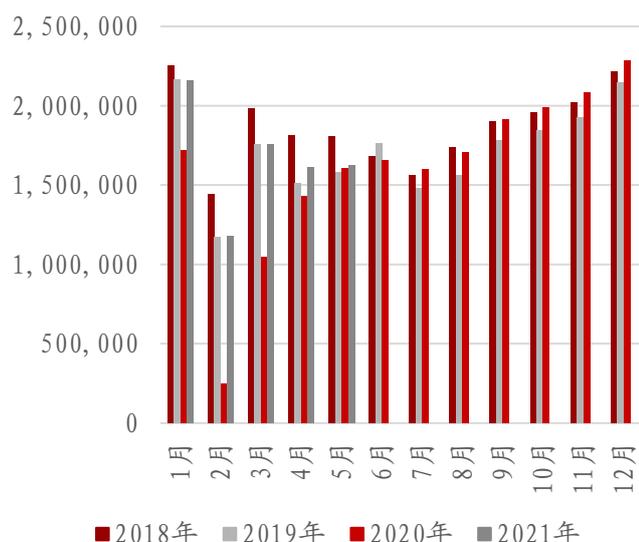
## 2 2021年下半年展望：乘用车持续复苏，行业盈利良好

### 2.1 “缺芯”有望缓解，总销量有望超预期

**“缺芯”制约汽车产量，预计有望逐步缓解。**2021年1-5月汽车销量1,087.5万辆，同比增长36.6%，一方面在去年疫情的低基数效应下，销量增速较高，另一方面，主要受“缺芯”影响，汽车销量增速趋缓，其中5月汽车销量212.8万辆，同比增长-3.1%。自去年四季度以来，全球汽车芯片产能紧缺，影响部分车企供给，尤其是紧缺最为严重的MCU芯片，直接限制车企产量，根据IHS Markit预计，2021年第一季度将有近100万辆汽车被迫推迟生产。芯片产能紧缺，主要是去年受疫情影响，芯片厂商大幅减产及生产线转移至利润更高的消费级芯片上，而去年四季度全球汽车复苏超出预期，各大车企迅速扩产，导致芯片供需明显错配，叠加今年以来芯片制造巨头接连遭遇不测，如美国半导体重镇得克萨斯州遭遇罕见暴雪大面积停电、日本瑞萨突发大火等导致工厂直接停产等。由于芯片从设计到生产周期较长，短期内芯片紧缺难以解决，但随着全球芯片产能向汽车产业倾斜及国产芯片制造商产能的替代，预计下半年汽车“缺芯”有望逐步缓解。

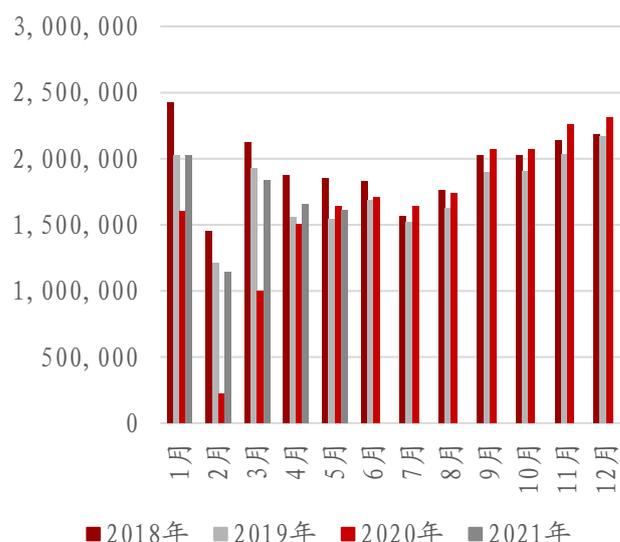
**从需求情况来看，终端消费需求依然乐观。**2021年1-5月乘用车零售销量836.6万辆，同比增长38.2%，销量超过2019年同期水平，表明终端消费需求恢复相对较好，其中5月乘用车零售销量162.6万辆，同比增长1.1%，而5月乘用车生产量、批发销量分别为156.5万辆、161.1万辆，同比增长分别为-3.3%、-1.8%，均表现下滑，在芯片紧缺最为严重的二季度及传统消费淡季，销量依然保持正增长且批发销量大于生产的倒挂现象，进一步表明国内乘用车终端消费潜力较好。随着下半年芯片产能缓解、新车供给的进一步增加，预计汽车总销量有望保持较高水平，全年汽车总销量有望达到2,733.6万辆，同比增长8.0%左右，其中乘用车销量2,219.5万辆，同比增长10.0%左右。

图表11: 2018-2021年狭义乘用车零售销量(辆/月)



资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

图表12: 2018-2021年狭义乘用车批发销量(辆/月)



资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

图表13: 国内汽车/乘用车销量(万辆)



资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

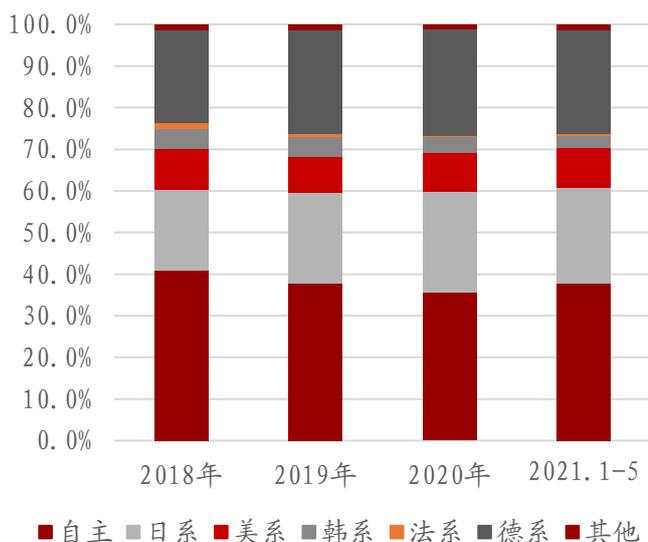
图表14: 国内汽车/乘用车销量同比



资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

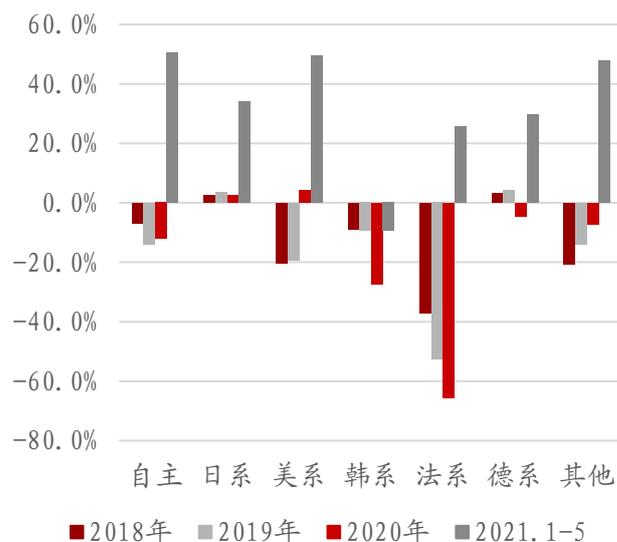
从各大车企产销情况来看, 自主品牌恢复较为迅速, 市场份额有所提升。2021年1-5月自主/德系/美系/日系销量增速分别为50.4%/29.7%/49.6%/33.9%, 其中自主品牌增速领先, 市场份额相对去年全年相应提升2.1个百分点至37.8%, 而日系、德系相对去年全年分别下降1.2个百分点和0.5个百分点, 美系略微提升0.3个百分点。历经2年自主品牌市场份额下滑之后, 自主品牌今年以来表现逆袭, 预计主要是在电动智能化大浪潮趋势下, 自主品牌凭借本土电动、智能产品特点抢占市场先机, 可从今年上海车展中自主车型表现比合资车型火热中可进一步印证, 因此我们依然建议关注强一线自主品牌的投资机会。

图表15: 各系别销量份额



资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

图表16: 各系别销量增速



资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

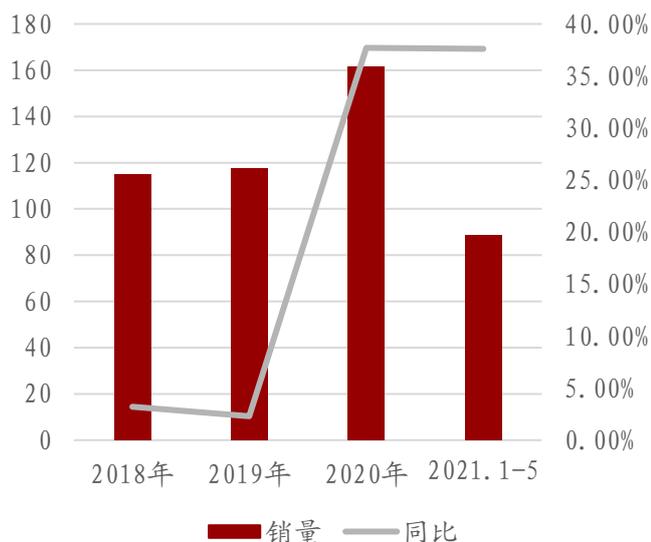
## 2.2 轻卡合规化促进销量增长, 重卡增速趋缓

**上半年货车延续高增长。**2021年1-5月, 货车销量223.2万辆, 同比增长30.9%, 其中重卡、轻卡分别销量88.7万辆和101.1万辆, 同比分别为37.6%和32.5%, 货车高景气延续的主要原因在于: 1) 国三燃油车加速淘汰, 置换需求上升; 2) 地方超载整顿趋严, 货车运力下降导致新增需求量提升; 3) 国内经济恢复明显, 基建、房地产投资增速回升, 物流需求保持旺盛促进货车需求增加; 4) 2021年7月1日全国范围内将全面实施重型柴油车国六排放标准, 预计部分国五车型存在抢装。

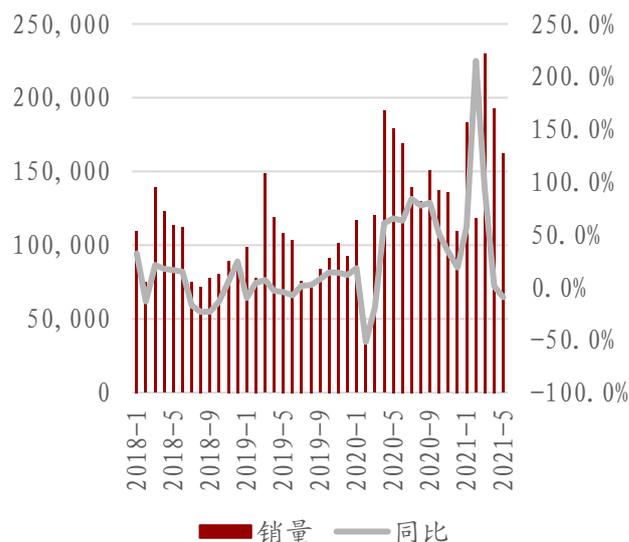
从单月销量情况来看, 重卡销量增速开始放缓, 2021年4、5月重卡销量增速分别为1.0%、-9.5%, 相比一季度增速明显放缓, 传统开工淡季导致订单及需求量持续下滑, 且行业库存保持较高水平, 另外存在国六标准的扰动因素, 预计下半年重卡销量有所承压, 全年重卡销量预计140万辆左右, 同比增长约-13%。轻卡方面, “大吨小标”持续治理之后, 蓝牌轻卡合规化趋势明显, 国内经济恢复良好, 城市物流配送需求旺盛保障轻卡需求稳定, 蓝牌轻卡合规化之后, 轻卡运力明显下降, 进一步提升轻卡需求量及保有量中枢, 2020年尽管受疫情影响, 但在合规整治后的轻卡销量依然维持219.7万辆的水平, 同比增长16.6%。我们认为轻卡在政策驱动下有望复制重卡的高景气周期, 预计2021年轻卡销量有望达到241.6万辆, 同比增长约10%, 另外国六标准下, 轻卡竞争格局将进一步优化, 轻卡产品实力较强的头部企业将直接受益, 因此建议关注轻卡合规化带来的趋势性机会。

图表17: 2018-2021年重卡销量(万辆)

图表18: 2018-2021年重卡月销量(辆)

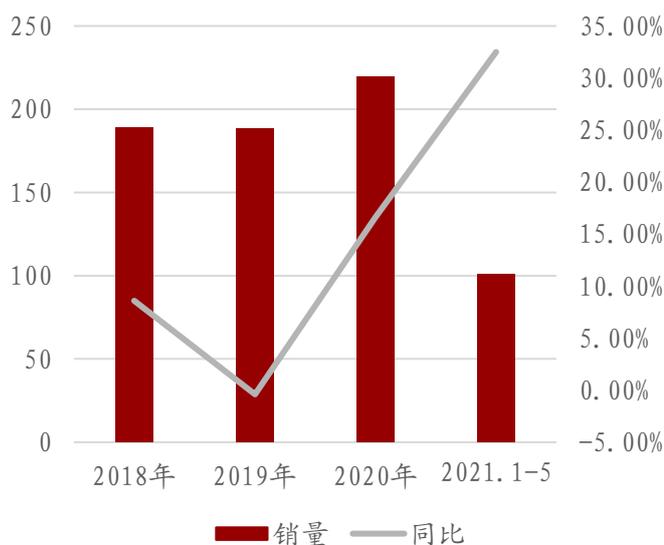


资料来源：中汽协，万联证券研究所



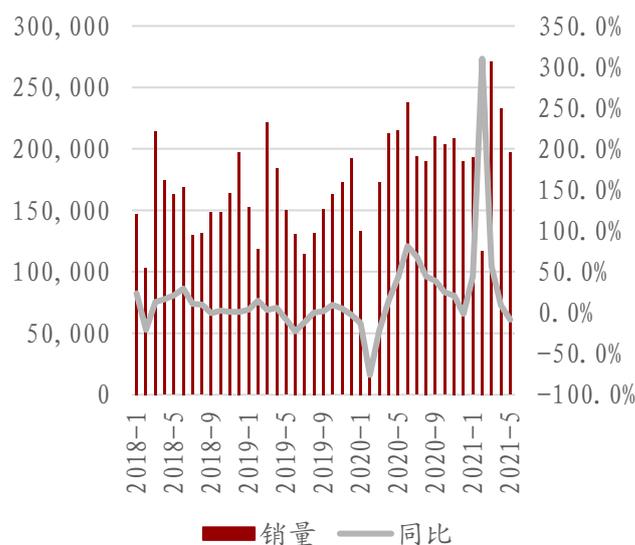
资料来源：中汽协，万联证券研究所

图表19: 2018-2021 年轻卡销量 (万辆)



资料来源：中汽协，万联证券研究所

图表20: 2018-2021 年轻卡月销量 (辆)



资料来源：中汽协，万联证券研究所

### 2.3 原材料涨价影响有限，盈利增速保持较高水平

整车厂对汽车供应链要求较高，一般相同零部件有数家供应商，且在产业链中保持较高的定价主动权，可通过上下游价格的调整来转移原材料价格的波动，因此原材料价格的上涨对整车厂的盈利影响不明显。而对于零部件厂商来说，由于价格谈判间隔较长，具有一定的时滞性，因此原材料价格的上涨一定程度上影响规模不大、议价能力不强的中小零部件厂商的毛利率，但根据零部件上市公司的历史数据来看，其影响的程度也相对有限。

我们统计了2008年-2021年以来申万汽车行业零部件毛利率情况，根据长江有色铝A00均价及钢材热轧普通薄板现货价格来分析钢、铝等涨价对零部件行业毛利率的影响，如下：

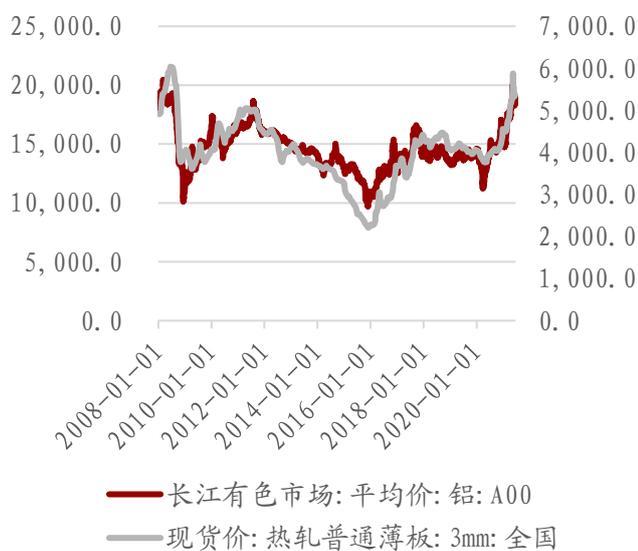
1) 2008Q4-2010Q2期间钢、铝价格基本处于上涨趋势，其中热轧钢材由最低3,609元/吨涨至最高5,055元/吨，涨幅高达71.4%，铝A00价格由最低10,120元/吨涨至最高17,380元/吨，涨幅高达71.7%，但期间零部件行业的毛利率并不是单边下行，甚至2009年Q1-2009Q4期间零部件行业毛利率上涨，由18.8%上涨至22.0%，主要由于期间汽车产销量大幅上涨所致。

2) 2016Q1-2017Q4期间钢、铝价格基本处于上涨趋势，其中热轧钢材由最低2,272元/吨上涨至最高4,387元/吨，涨幅93.1%，铝A00由最低10,720元/吨上涨至最高16,260元/吨，涨幅51.7%，但期间零部件行业毛利率由2016Q1的19.82%上涨至2017Q4的21.01%，同样由于期间乘用车实施购置税优惠，导致产销量高增长所致。

3) 2020Q2-2021Q2期间钢、铝价格基本处于上涨趋势，其中热轧钢材由最低3,756元/吨上涨至最高5,876元/吨，涨幅56.4%，铝A00由最低11,560元/吨上涨至最高19,810元/吨，涨幅71.4%，但期间零部件行业毛利率保持在18.5%-18.8%之间平稳波动，钢、铝价格的上涨对零部件行业毛利率并不显著，预计主要由于期间汽车销量的温和复苏有关。

由此可知，在行业景气度上行过程中，原材料价格的上涨对零部件行业的毛利率影响不大，而根据我们预计下半年国内汽车行业依然处于持续复苏状态，因此，期间原材料价格的上涨对行业盈利影响相对有限。

图表21: 热轧普通钢材与铝 A00 价格(元/吨)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

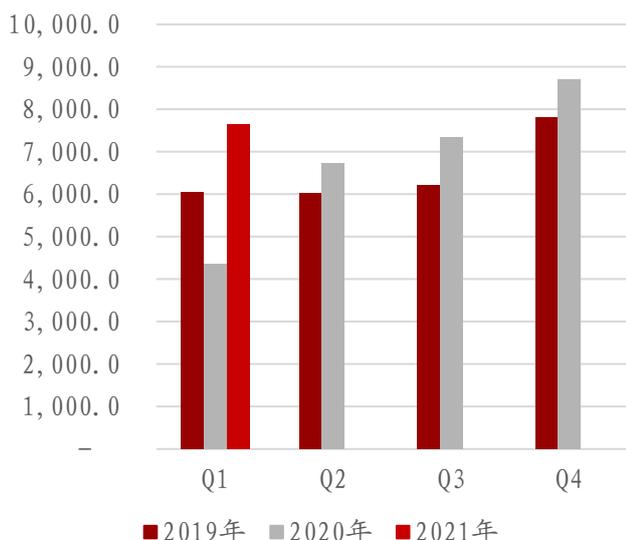
图表22: 2008-2021 零部件上市公司行业毛利率 (%)



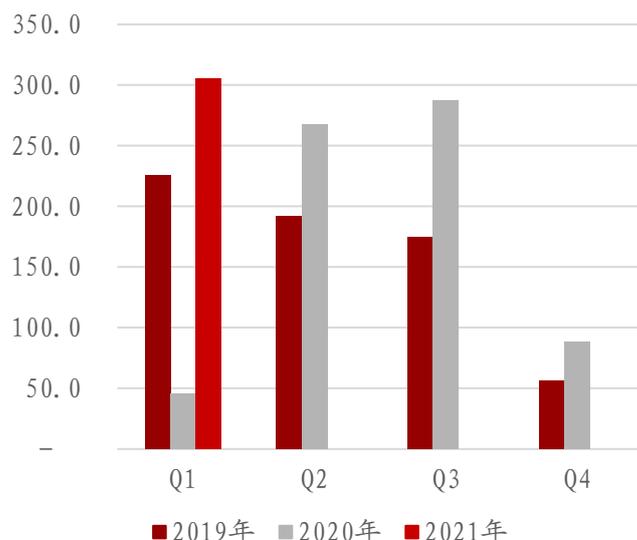
资料来源: WIND, 万联证券研究所

从盈利情况来看，汽车行业盈利恢复良好。我们根据WIND申万汽车行业分类统计，2020年汽车行业实现营业总合计27,258.4亿元，同比增长-1.89%，归属于上市公司股东的净利润合计696.29亿元，同比增长-1.35%。2021年一季度，汽车行业实现营业总收入合计7,637.2亿元，同比增长69.7%，归属于上市公司股东的净利润305亿元，同比增长515.1%，主要是受去年疫情低基数影响，实际上2021年一季度营收和净利润均较2019年一季度具有明显的增长，即表明行业复苏较为明显。

图表23: 2019-2021Q1 汽车行业季度营收合计 (亿元)



图表24: 2019-2021Q1 季度归母净利润合计 (亿元)



资料来源: WIND, 万联证券研究所

资料来源: WIND, 万联证券研究所

具体到细分板块来看, 2021年一季度乘用车、货车及零部件板块表现较好。2021年一季度, 乘用车/货车/客车/零部件板块营收同比分别为81.8%/99.3%/21.1%/50.1%, 主要是受去年疫情低基数及乘用车、货车等良好增长所致, 归属于上市公司股东的净利润同比分别为18,065.1%/ 11,532.2%/ 54.5%/ 151.5%, 其中净利润同比大幅高于营收主要是去年部分上市公司亏损较为严重而今年一季度扭亏为盈所致。

图表25: 汽车行业收入增速 (%)

板块	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
汽车行业	-33.1	5.7	14.2	4.2	69.7
整车	-39.7	10.5	11.9	2.3	81.9
乘用车	-40.6	8.3	9.9	0.2	81.8
商用载货车	-31.6	49.3	65.7	35.1	99.3
商用载客车	-38.4	-29.0	-33.2	-6.9	21.1
汽车零部件	-20.7	1.0	20.4	7.6	50.1

资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表26: 汽车行业归母净利润增速 (%)

板块	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
汽车行业	-81.2	30.1	58.8	20.7	515.1
整车	-105.6	61.5	77.8	-12.3	3,502.6
乘用车	-101.7	62.2	87.7	-14.0	18,065.1
商用载货车	-102.5	114.8	187.8	51.7	11,532.2
商用载客车	-249.5	-36.4	-60.0	-37.7	54.5
汽车零部件	-51.1	-10.4	34.8	91.5	151.5

资料来源: WIND, 万联证券研究所

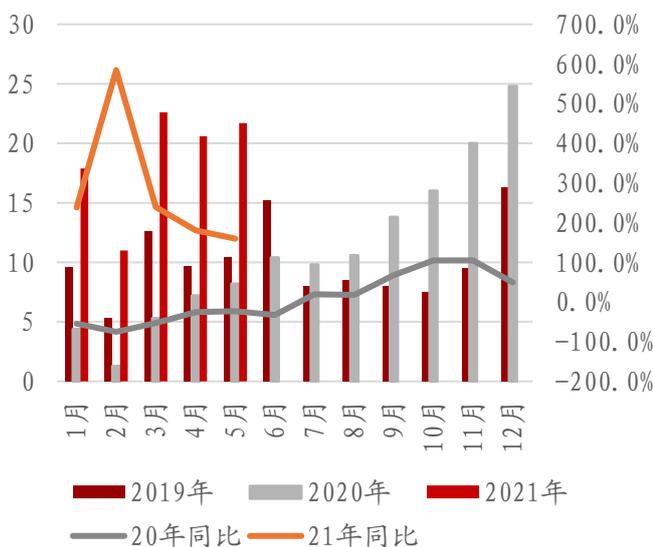
### 3 投资策略：把握变革升级，新趋势酝酿新机会

“电动化、轻量化、智能化、网联化”是汽车产业发展的主要方向。传统燃油车向新能源汽车的转变是能源革命的体现及低碳化发展的必然，当前新能源汽车加速渗透，围绕新能源汽车产业链及相关配套基础设施基本形成，同时，在新能源汽车的基础上，智能化、网联化特点更加鲜明，全球迎来电动智能网联大时代。另外，无论传统燃油车及新能源汽车均需要轻量化技术进行节能减排，尤其是新能源汽车，其轻量化能够大幅提升续航里程，应用将更加广泛。

#### 3.1 电动化大趋势，渗透率提速

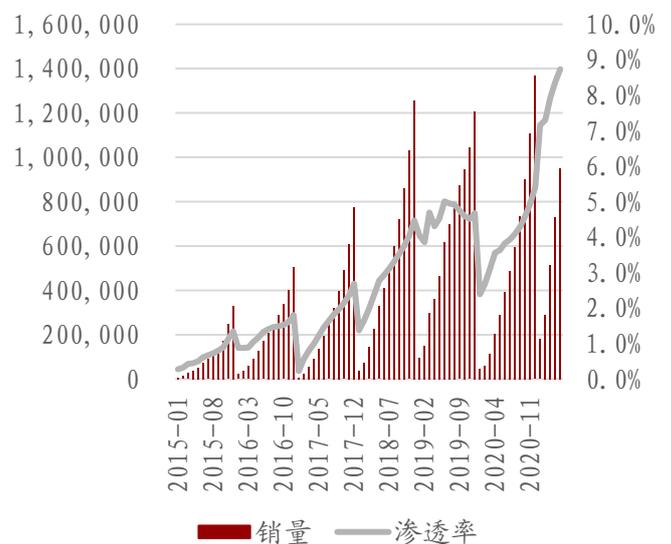
新能源汽车总销量有望超预期，其中新能源乘用车贡献主要增量。根据中汽协数据，2021年1-5月新能源汽车产销量分别为96.7万辆和95.0万辆，同比分别为224.0%和224.2%，市场渗透率进一步提升至8.7%，1-5月的总销量已达到去年全年的69.5%，除了去年低基数影响之外，更多的是今年补贴退坡影响减弱及市场自发需求的向好，在自主、合资品牌新能源车产品力持续提升背景下，消费者对新能源车更加认可，其中新能源乘用车贡献绝大部分增量，1-5月新能源乘用车销量89.8万辆，同比增长240.5%，新能源商用车5.2万辆，同比增长76.5%。在双积分政策及产品供给持续发力趋势下，预计全年新能源汽车销量有望超出年初预期，销量预计有望达到247.3万辆，同比增长80.9%，其中下半年销量预计达到132.7万辆，同比增长36.2%。

图表27: 新能源汽车销量 (万辆/月)



资料来源：中汽协，万联证券研究所

图表28: 新能源汽车渗透率持续提升 (%)

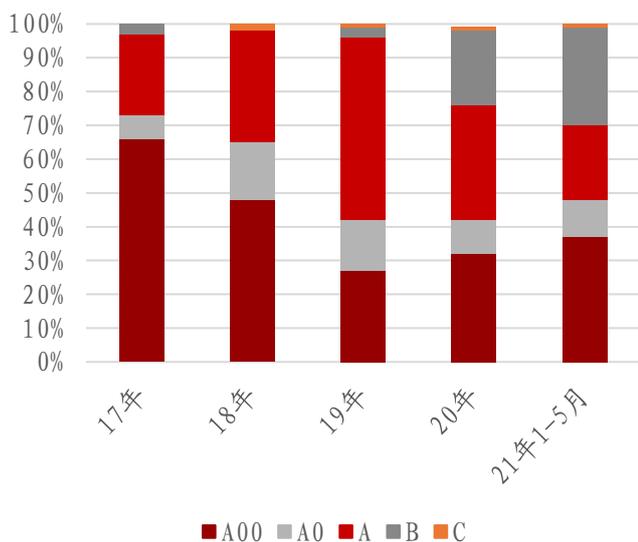


资料来源：中汽协，万联证券研究所

中大型与紧凑型占比提升，自主、外资、合资、新造车势力多元化竞争。从销量结构上来看，纯电动乘用车中大型与紧凑型增长表现良好，其中A00级明显恢复，2021年1-5月A00级乘用车销量占比提升至37%，相比去年全年提升5个百分点，B级销量占比分别为29%，相比去年全年分别提升7个百分点，而A0/A/C级占比分别为11%/22%/2%，其

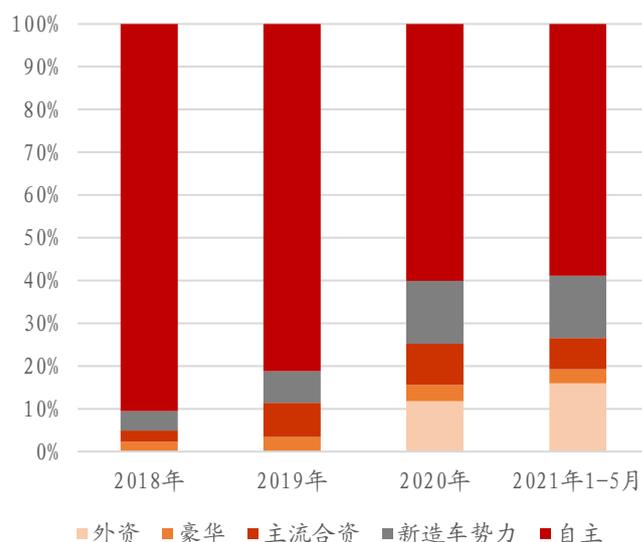
中A级占比相比去年下降12个百分点。从各系列销量情况来看，自主品牌占据国内新能源乘用车主要市场，2021年1-5月自主品牌乘用车销量占比58.9%，新造车势力销量占比14.6%，而主流合资销量占比仅7.3%，自主暂时领先合资品牌，但随着外资、合资及新造车势力车型供给的增加，预计竞争加剧。外资品牌中特斯拉表现优秀，国内销量12.9万辆，销量占比15.1%，国内新造车势力同样表现亮眼，市场份额高达14.6%。

图表29: 纯电动乘用车销量结构



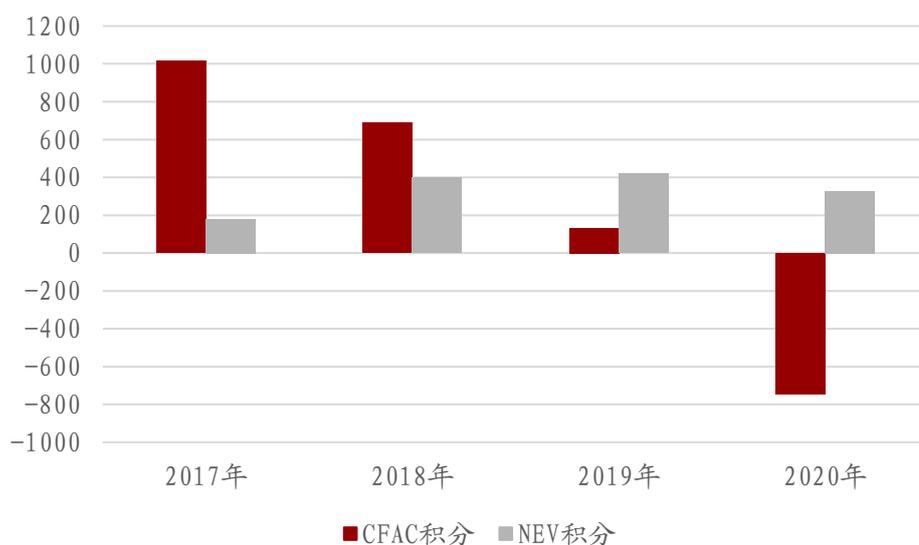
资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

图表30: 国内新能源乘用车市场各系列销量占比



资料来源: 乘联会, 万联证券研究所

图表31: 2017-2020年国内乘用车双积分考核情况



资料来源: 工信部, 万联证券研究所

积分考核压力较大，政策托底“十四五”新能源乘用车销量高增长有保障。从2020年乘用车“双积分”考核情况来看，大部分车企并未达标，行业整体“双积分”压力较大，2020年国内乘用车企平均燃油消耗积分（CFAC积分）为-744.8万分，新能源汽车

积分为326.9万分，“双积分”缺口高达417.9万分，由于实际降低燃油消耗的能力有限，因此需要大力推广新能源乘用车，按双积分政策要求，2021年至2023年新能源汽车积分比例考核要求分别为14%、16%、18%，政策托底之下新能源乘用车高增长有较大的保障。

### 3.2 轻量化有利于节能减排，铝合金应用有望成为重点

**轻量化有利于降低汽车整备质量，减少燃油消耗。**汽车的轻量化，主要是在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整备质量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。根据研究数据表明，若汽车整车质量减少10%，燃油效率可提高6%-8%，汽车整备质量每减少100公斤，百公里油耗可降低0.3L-0.6L，因此汽车轻量化对整车燃油经济性大有裨益。

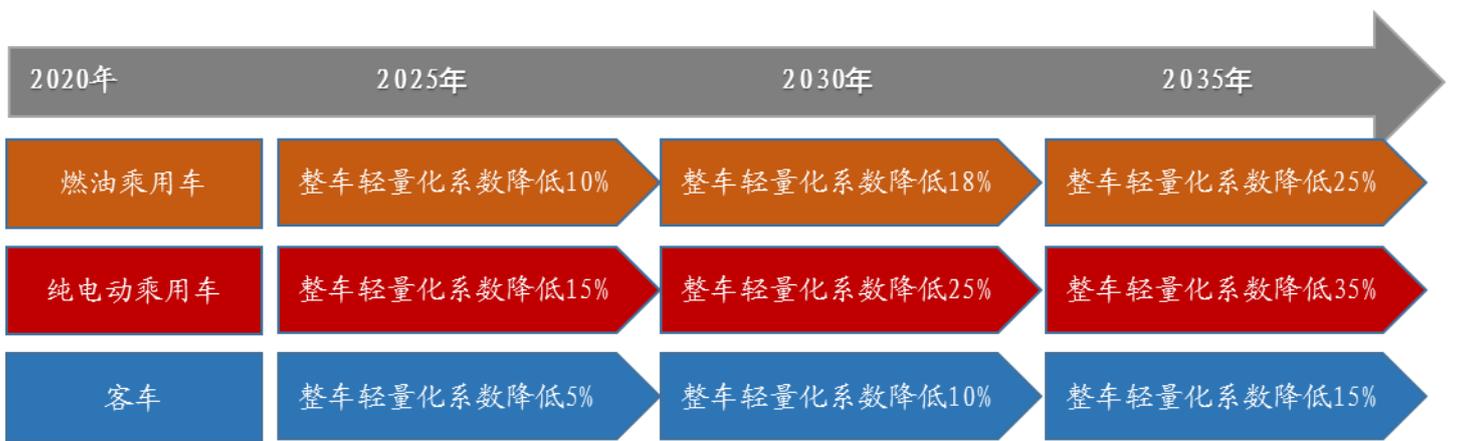
根据相关研究，国产乘用车油耗与整备质量关系公式大约：

$$\text{油耗 (L/100KM)} = 0.051 \times \text{整备质量 (kg)} + 2.36$$

即国产乘用车每降低100kg，平均油耗可降低0.5L/100km

**轻量化能够一定程度上增加新能源车续航里程，新能源车对轻量化要求更高。**近年来，全球新能源处于快速发展阶段，然而电动车续航里程焦虑依然是制约其大范围推广的因素之一，尤其对于出租车、私家车而言，必备的一定续航里程将成为用户考量购买新能源车的底线。有研究表明，新能源汽车每减重10%，续航里程可提升5%-6%，因此对于新能源车而言，整备质量的降低尤为重要。实际上，相比燃油车，新能源汽车的三电系统会导致整车重量增加，进而增加新能源汽车行驶时电耗，减少续航里程，同时新能源汽车轻量化系数要比传统燃油车高1.5-4.0倍，而系数越大，表明整车轻量化程度越低，所以新能源汽车对于轻量化的需求更为迫切。根据《节能与新能源汽车技术路线图2.0》规划，到2030年燃油乘用车整车轻量化系数降低18%，纯电动乘用车整车轻量化系数降低25%。

图表32：新能源汽车整车轻量化系数降低要求最高

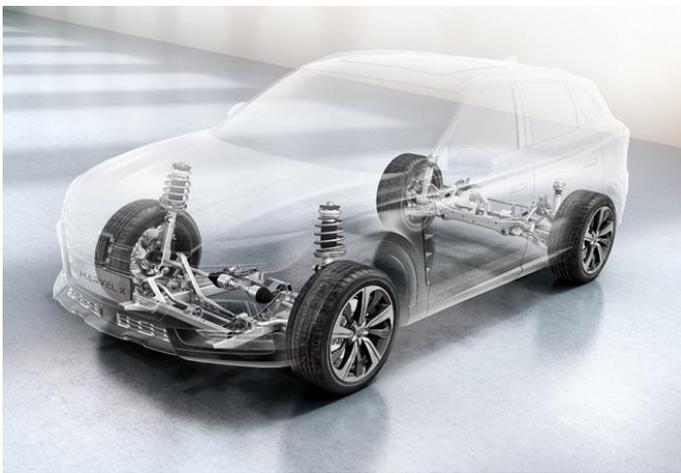


资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，万联证券研究所

实现汽车轻量化，近期以完善高强度钢应用为体系重点，中期以形成轻质合金应用体

系为方向，远期形成多材料混合应用体系为目标。根据技术路线图显示，至2020-2030年，国内高强度钢在汽车应用比例至少达到50%以上，超高强度钢，轻质镁、铝合金及碳纤维单车应用量会相应增加。目前，由于国内汽车大部分以经济型为主，使用的轻质材料为高强度钢为主，如上汽大众途昂高强度钢的使用比例超过80%，JEEP大指挥官高强度钢的使用比例为76%，长城WEY VV7高强度钢使用比例达到75%，大部分车企现阶段轻量化的重点在**高强钢和超高强度钢**的应用体系，包括关键技术、相关标准的建立、钢的轻量化应用数据库体系等，而随着新能源汽车的发展及汽车的消费升级趋势，**铝合金**或成为下一个五年轻量化的重点，包括高强度铝合金的开发、材料特性研究及应用，实际上全铝车身已开始应用，如奥迪A8L、捷豹XEL、福特F-150及新能源车企包括特斯拉Model S/X及蔚来ES8等，经济型汽车的底盘及车身上应用的铝合金也相较以往明显增加，如上汽荣威的Marvel X与特斯拉Model 3，单车质量分别为1,800kg和1,700kg，两者的底盘和车身部件均采用了30%以上的铝合金。

图表33: 荣威 Marvel X 底盘使用较多的铝合金



资料来源: 搜狐汽车, 万联证券研究所

图表34: Model 3 车身材料分布



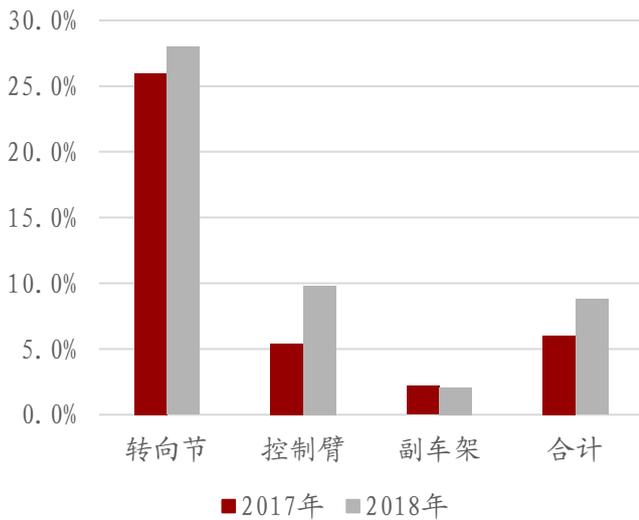
资料来源: 搜狐汽车, 万联证券研究所

**铝合金有望成为下一个五年汽车轻量化应用的风口。**近年来，由于国内汽车以经济型为主，使用的轻量化材质主要是高强度钢，但随着新能源汽车的发展和消费升级，铝合金有望成为下一个五年汽车轻量化的重点。其中底盘铝合金应用的主要领域包括悬架系统的铝合金控制臂、铝合金副车架，转向系统的铝合金转向节、铝合金转向系统壳体及支架，制动系统的铸铝制动钳，行驶系统的铝制车轮等。车身主要是由钢铝混合或全铝车身替代传统钢制。

**铝合金轻量化产品渗透率持续提升，行业成长空间广阔。**1) **底盘轻量化市场**，根据华经情报产业调研数据，2018年铝合金材料在国产车底盘控制臂、副车架、转向节等零部件上的综合渗透率达到8.8%左右，相比上年提升约2.8%，按行业发展经验，新技术、新材料在渗透率达到5%或10%后将会呈现快速增长，2019年国内铝制控制臂、副车架、转向节、制动钳等渗透率预计分别为10%、3%、30%、6%，假设油耗压力背景下，钢制副车架等产品有望加快升级为铝制，2025年铝制控制臂渗透率达到40%、铝制副车架达到20%、铝制转向节达到80%、铝制制动钳渗透率达到20%，则预计2025年乘用车

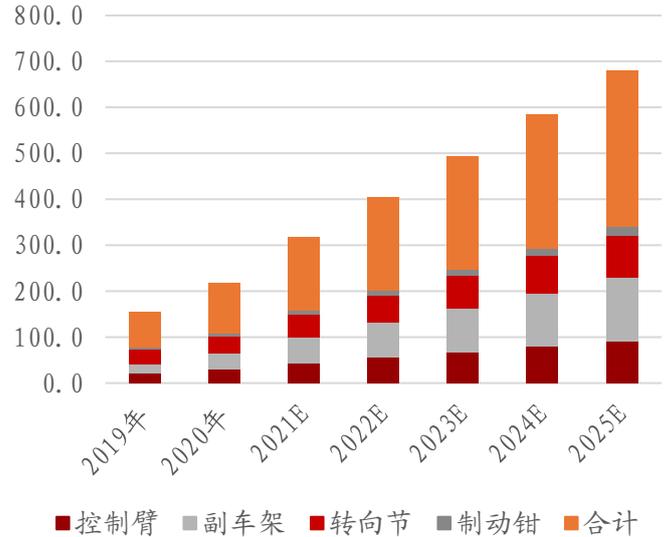
车铝合金底盘市场空间将达到340亿元,2020-2025年复合增速为25.6%,其中控制臂、副车架、转向节、制动钳市场空间分别为91.9亿元、137.8亿元、91.9亿元、18.4亿元,年均复合增速分别为25.3%、31.8%、19.3%、22.7%。2) 车身轻量化,2019年铝车身渗透率约9%,预计2025年上升至18%,按单车价值量约30,000元,则2025年铝合金车身市场规模有望达到1,317.3亿元,年均复合增速15.9%。

图表35: 传统乘用车铝合金底盘零部件渗透率



资料来源: 华经情报网, 万联证券研究所

图表36: 传统乘用车铝合金底盘市场空间 (亿元)



资料来源: 华经情报网, 万联证券研究所

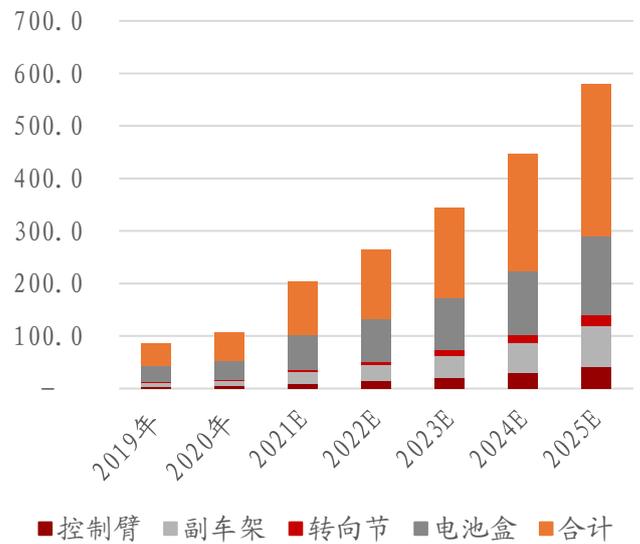
**新能源汽车轻量化市场空间增长潜力更大, 其中电池盒为全新增量。**由于新能源汽车的三电系统相对传统燃油车更重, 为降低电耗、增加续航里程、综合提升整车性能, 新能源车对轻量化提出更高要求, 2019年国内畅销新能源车型均开始采用轻量化底盘方案, 如广汽AionS、上汽Marvel X等转向节、控制臂、副车架均使用铝合金材, 另外, 新能源车的电池包需要电池盒进行加固和保护, 相当于电池PACK的“骨架”, 起到支撑、抗机械冲击、机械振动和环境保护(防水防尘)的作用, 且电池盒结构主要是采用铝压铸材料来实现, 单车价值预计在3,000元左右, 为全新增量。根据主流车型测算, 2019年新能源车底盘控制臂、副车架、转向节等渗透率分别为27%、25%和18%, 随着新能源市场规模的扩大、轻量化工艺的改进, 预计2025年铝合金控制臂、副车架、转向节等渗透率有望达到80%、50%和80%, 其中控制臂、转向节等单车价值量较低、工艺相对简单, 因此渗透率相对更高, 铝合金电池盒维持100%渗透率, 若2020年新能源乘用车产量达到550万辆, 按此预计2025年新能源乘用车底盘轻量化市场空间有望约为290.5亿元, 2020-2025年复合增速为40.1%, 其中铝合金控制臂、副车架、转向节和电池盒市场空间分别为41.4亿元、77.7亿元、20.7亿元和150.7亿元, 2020-2025年复合增速分别为56.4%、48.4%、63.9%和32.5%。而新能源汽车车身轻量化铝合金渗透率相对燃油车更高, 预计渗透率将由14%提升至2025年的27%, 车身轻量化铝合金市场空间有望达到445.5亿元, 年复合增速为49.1%。

图表37: 国内新能源乘用车产量预计 (万辆)



资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

图表38: 新能源乘用车铝合金底盘市场空间 (亿元)



资料来源: 中汽协, 万联证券研究所

图表39: 新能源车轻量化市场增长潜力更大

	2020年	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
新能源车							
控制臂	4.4	9.8	14.6	21.0	29.7	41.4	56.4%
副车架	10.8	22.0	30.6	42.1	57.3	77.7	48.4%
转向节	1.7	4.3	6.7	10.0	14.5	20.7	63.9%
电池盒	36.8	65.3	80.4	99.0	121.9	150.7	32.5%
合计	53.8	101.4	132.3	172.2	223.5	290.5	40.1%
传统乘用车							
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	CAGR
控制臂	29.7	43.1	55.0	66.9	79.2	91.9	25.3%
副车架	34.6	56.0	75.8	95.9	116.6	137.8	31.8%
转向节	37.9	50.3	60.4	70.6	81.1	91.9	19.3%
制动钳	6.6	9.2	11.4	13.7	16.0	18.4	22.7%
合计	108.9	158.7	202.7	247.1	292.9	339.9	25.6%

资料来源: 华经情报网, 中汽协, 万联证券研究所

### 3.3 智能化、网联化加速渗透, 行业成长空间广阔

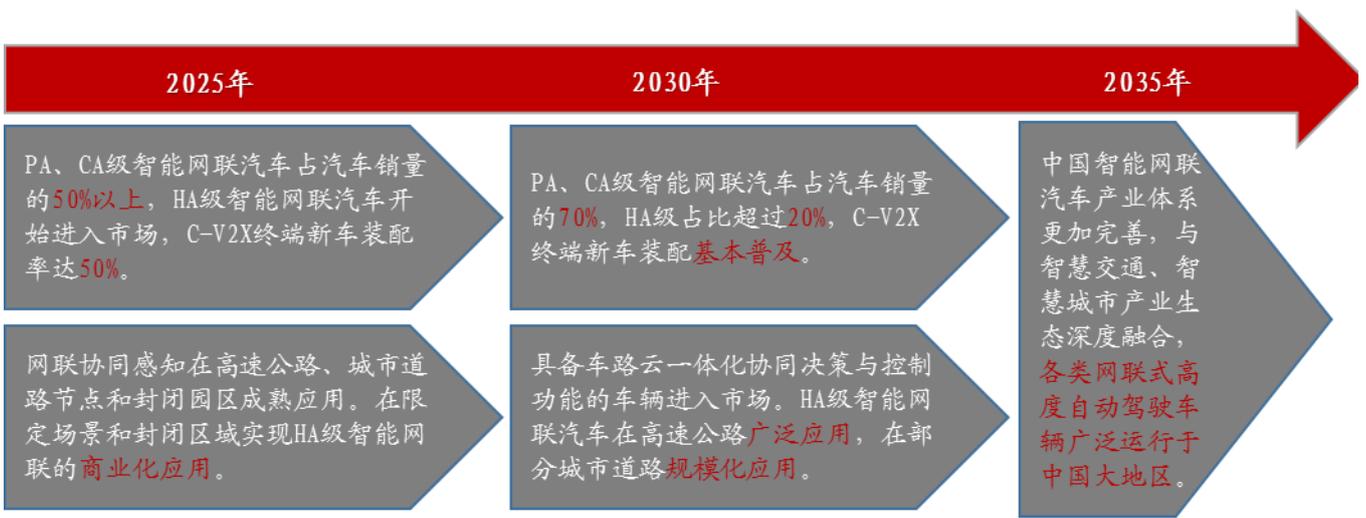
随着电子化、信息化与汽车的深度融合, 汽车正在从传统的交通运输工具转变为新型的智能出行载体, 汽车智能化和网联化已经成为产业发展的新方向。智能网联汽车包括汽车两大主流技术发展路线, 即智能汽车和车联网。智能汽车主要是解决单车智能化问题, 主要是通过搭载先进的电控系统, 采用AI、信息通信、大数据、云计算等新技术实现汽车半自动或全自动驾驶功能; 车联网有助于将单车智能化提升至智能交

通的层次，主要是借助全新的信息和通信技术，实现车内、车与X（车、路、人、云等）连接的网络体系，提高车辆的智能化和自动化，从而打造全新的交通服务模式，提升交通效率，改善驾乘体验，为用户提供更安全、更便捷的综合服务，车联网的特点是网络化、智能互联、协同感知与控制。可以看出二者相辅相成，不可分割，因此将车联网和智能汽车的集合体称为智能网联汽车。

**智能网联汽车渗透率持续提升，行业发展前景广阔。**国内将车辆智能化分为5个等级，分别为辅助驾驶（DA）、部分自动驾驶（PA）、有条件自动驾驶（CA）、高度自动驾驶（HA）和完全自动驾驶（FA），基本对应的世界流行的美国机动车工程师学会（SAE）L1-L5的分级标准。近年来，智能汽车渗透率持续提升，2020年，国内搭载L2级自动驾驶的乘用车装配率高达16.1%，相比上年提升10.9pct。从近期车企发布的新品规划来看，搭载L3级以上的自动驾驶硬件已提前预装，如蔚来ET7，配备了33个高性能感知硬件，其中包括11个800万像素高清摄像头、1个超远距离高精度激光雷达、5个毫米波雷达、12个超声波雷达、2个高精度定位单元、1个车路协同感知和1个增强主驾感知，超算平台配备四颗英伟达NVIDIA Drive Orin芯片，算力高达1,016 TOPS；上汽“智己”汽车，基于支持多Orin芯片（500-1000Tops）的可拓展式IPD智慧驾驶中心、视觉为主兼容激光雷达软硬件架构冗余方案，首款量产车型即标配15个高清视觉摄像头、5个毫米波雷达，以及12个超声波雷达的视觉感知解决方案，实现“城市智慧领航+高速智慧领航+厘米级高精度定点自动泊车”。

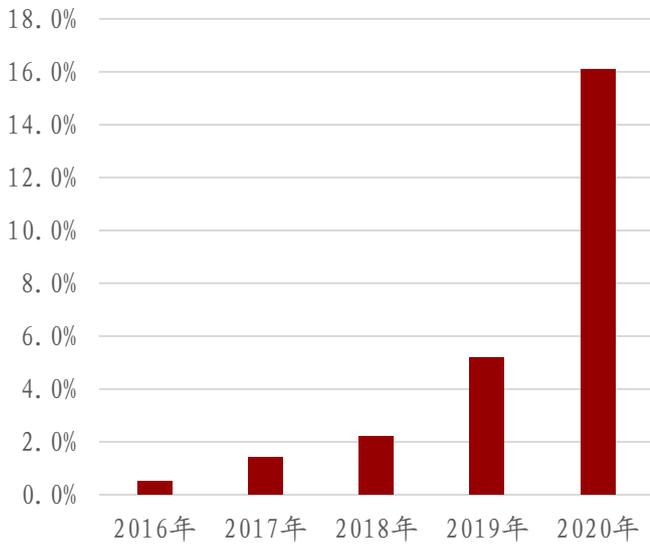
智能网联汽车渗透率仍有较大的提升空间，根据汽车技术路线图规划，2025年国内PA、CA级智能网联汽车有望达到汽车销量的50%以上，C-V2X终端新车装配率达到50%，HA级智能网联汽车有望在限定场景和封闭区域实现商业化应用；2030年，PA、CA级智能网联汽车占比有望达到70%，HA级占比超过20%，C-V2X终端装配率基本普及。根据IDC对全球自动驾驶汽车预测，2020至2024年全球自动驾驶汽车均复合增长率（CAGR）有望达到18.3%至2024年出货量高达5,000多万辆，其中L1和L2级自动驾驶在2024年的市场份额预计分别为64.4%和34.0%。行业规模有望突破千亿，根据中商产业研究院数据，2016-2019年国内智能驾驶行业规模由490亿元增长至1,226亿元，CAGR达到35.8%，预计2020年国内智能驾驶行业规模超过1,700亿元。

图表40: 国内智能网联汽车发展规划



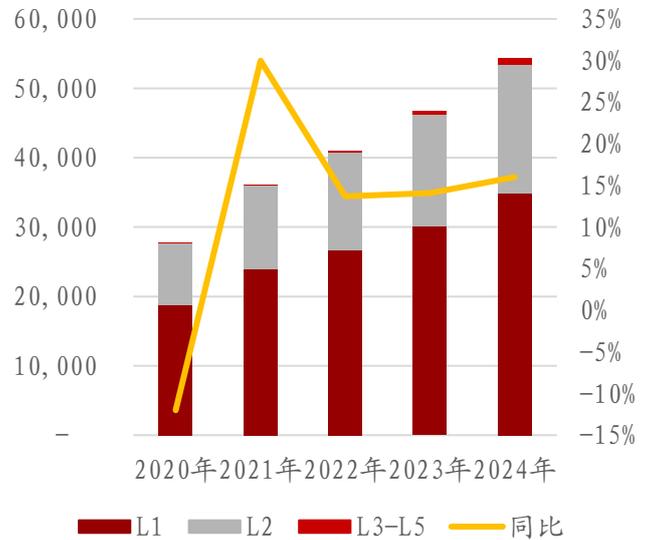
资料来源：《节能与新能源汽车技术路线图2.0》，万联证券研究所

图表41: 近年来国内 L2 级别乘用车装配率



资料来源: 佐思, 万联证券研究所

图表42: 全球自动驾驶汽车产量预测 (万辆)



资料来源: IDC, 万联证券研究所

### 3.4 产业升级重构价值链, 建议把握新增量市场

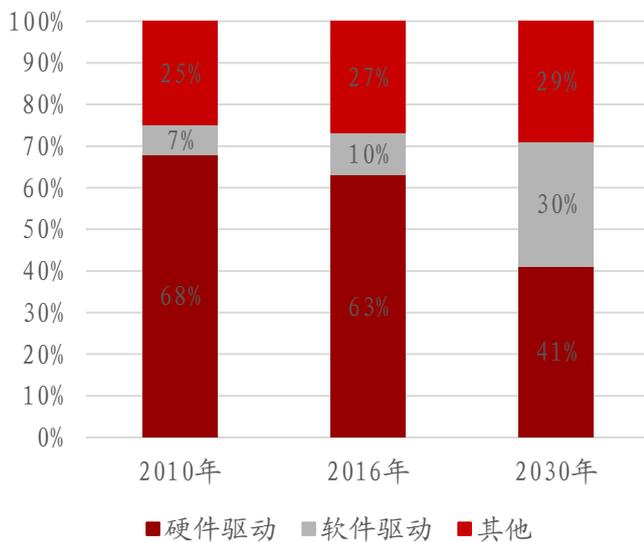
**软件深度参与汽车产业链, 软件定义汽车时代到来。**由于技术的进步革新, 汽车经历了由机械定义汽车-电器定义汽车-电子定义汽车的过程, 而随着汽车“电动化、智能化、网联化”的发展, 汽车将步入“软件定义汽车”的时代。“软件定义汽车”(Software Defined Vehicles, SDV), 即软件在汽车中扮演的角色越来越重要, 根据华为CTO蔡建永演讲所述, “软件将深度参与到汽车的定义、开发、验证、销售、服务等过程中, 并不断改变和优化各个过程, 实现体验持续优化、过程持续优化、价值持续创造”。

**软件定义汽车时代, 汽车产业面临全面的重构。**首先, 商业模式上会产生改变, 传统车企不再以单纯的卖车为主, 而可以卖车、软件和后续的服务赚钱; 其次, 产业的供应链关系发生变化, 如在传统封闭式的汽车产业链中, 汽车整车制造商只负责整个产业价值链最大的环节即整车研发制造, 主机厂、一级供应商和二级供应商呈线性关系, 但在软件定义汽车时代, 汽车整车制造商在整车产业扮演的角色越来越模糊, 有实力的OEMs会从汽车全生命周期出发, 将其服务覆盖整个产业链条, 主机厂与供应商呈现网状关系; 最后, 产业的核心竞争要素发生变化, 传统车企的核心竞争要素为发动机、变速箱和底盘, 电动车中最为核心的三大件为电池、电机、电控, 而进入智能网联时代, 软件+个性化服务在汽车产业中的核心地位提升, 硬件、软件和服务将成为车企核心的竞争要素。

**软件: 智能网联汽车的发展给汽车软件带来巨大的增量。**智能网联汽车发展与软件息息相关, 预计未来汽车90%的创新来自于软件, 且随着汽车智能化、网联化的发展, 汽车软件与硬件产品结构正发生重大变化, 汽车软件驱动占比会明显提升, 根据麦肯锡数据, 汽车软件驱动占比从2010年的7%增长至2016年的10%, 预计到2030年软件驱动的占比将会达到30%。对于汽车软件市场方面, 预计2030年全球市场达到840亿美元,

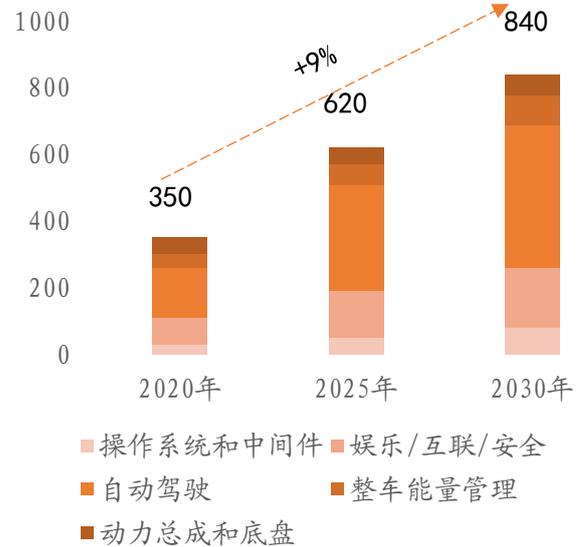
年复合增长率9%，其中按软件功能划分，自动驾驶软件占比最大，预计为430亿美元，年复合增速+11%，其次为信息娱乐、网联及安全类，预计为180亿美元，年复合增速+8%，其他如操纵系统/中间软件80元美元(+10%)，整车能量管理90元美元(+8%)和动力总成和底盘年复合增长率+2%。

图表43: 全球汽车软件与硬件内容结构占比



资料来源: 麦肯锡, 万联证券研究所

图表44: 汽车软件及其细分市场规模(亿美元)



资料来源: 麦肯锡, 万联证券研究所

**硬件: 电动化、智能化、网联化对汽车硬件带来较大的变化, 其中:**

- 1)、自动驾驶新增部件, 如传感器、域控制器、AI芯片、智能驾驶座舱等, 传感器端的摄像头、毫米波雷达及激光雷达将大范围融合应用, 决策端AI芯片应用大幅提升算力、域控制器开始普及, 智能驾驶座舱中大屏多屏互动、一体化智能中控、AR-HUD等, 价值量高、差异化明显、安全性能大幅提升, 用户个性体验科技感舒适感倍增。
- 2)、底盘系统向轻量化、电控或线控化升级。底盘由机械向电子化驱动控制转变, 如制动系统由机械向电控最终向线控系统转变, 传统系统由手动挡到自动挡到电子档, 行驶系统由机械车桥到电驱动桥, 操纵更为方便快捷, 底盘电子化产品结构升级, 价值量明显提升。
- 3)、传统动力系统向电动化转变。发动机、变速箱、传统热管理部件将被电池、电机、电控和新能源热管理部件等替代。
- 4)、车身及内饰件, 总体变化不大, 主要是向轻量化、自动化升级, 如车身向轻量化发展, 超高强度钢铝混合或全铝车身; 内饰件随着智能化发展, 成为智能座舱的一部分, 引入更多的交互或智能控制功能, 如智能灯光、电动座椅等。

图表45: 汽车零部件升级变化

分类		传统汽车	电动智能网联汽车
增量	摄像头	少	多, ¥1,200 元以上
	毫米波雷达	无	有, ¥2,000 元
	超声波雷达	少	¥1,000 元
	激光雷达	无	L3 级以上, ¥8,000 元以上
	高精度地图	无	L3 级以上, ¥5,000 元以上
	AI 芯片	无	有, ¥2,000 元
	软件系统	¥800-2,000 元	¥5,000 元以上
	域控制器	无	车身域控制器、自动驾驶控制器、座舱域控制器, ¥15,000 元
	车联网	车机互联, ¥2,000 以内	C-V2X, ¥5,000 以上
变量	转向	机械或液压电控制向, ¥1,000-2,000	线控转向, ¥4,000 元
	制动	机械或液压电控制动, ¥1,500-2,000	线控制动, ¥2,500 元
	座舱	传统座舱, ¥2,000 元以内	智能座舱: ¥6,000-15,000 元
	动力总成	发动机、变速箱及其总成, ¥30,000 元	电池、电机和电控, ¥60,000 元
通用	车身及结构件	高强度钢为主	全铝或钢铝混合
	内饰	塑料、皮革、铝饰件等	塑料、皮革、铝饰件等

资料来源: 汽车之家, 搜狐, 万联证券研究所

### 3.5 投资策略及个股推荐

**投资策略:** 我们认为下半年汽车行业仍以结构性机会为主, 需要把握细分高景气领域, 重点选择个股。核心观点主要如下: (1)、乘用车行业持续复苏, 上半年缺芯影响乘用车供给, 随着芯片产能缓解、新车供给的进一步增加, 预计乘用车销量2,219.5万辆, 同比增长10.0%左右, 其中自主品牌凭借本土电动、智能特点率先复苏, 优质自主品牌有望迎来销量与业绩的持续提升; (2)、行业业绩持续向好, 原材料价格的上涨对汽车行业盈利影响并不显著, 其中在行业景气度上行过程中, 即使原材料价格上涨零部件公司的毛利率依然有望提升, 在去年疫情低基数及行业持续回暖背景下, 下半年汽车行业业绩有望维持高增长。(3)、估值有所回落, 且机构持仓偏低, 上半年行业PE估值有所回落, 目前行业整体估值不高, 由于缺芯及原材料价格上涨的担忧, 2021年一季度公募机构对汽车行业的配置明显偏低, 预计随着行业的回暖、电动智能化加速发展, 机构有望加大汽车行业配置, 市场资金入场也将进一步提升行业风险偏好。

投资方面, 建议围绕两方面选股: (1)、整车板块, 一线自主乘用车及轻卡优质标的, 乘用车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业绩的大幅提升；轻卡在政策驱动下有望复制重卡高景气周期，国六标准之下轻卡竞争格局优化，品牌、成本优势明显的轻卡企业有望脱颖而出。(2)、细分领域优质零部件供应商，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，尤其是在电动智能化产业变革之际，国内零部件在部分领域已取得了较大的进步，整车产销复苏有望带动零部件公司业绩回升，同时产业升级新趋势带来新的高成长机遇，前瞻性布局增量市场的优质零部件公司具有较高的投资价值，建议选择电动化、轻量化、智能化、网联化高景气赛道的优质零部件公司，个股方面，推荐关注上汽集团（600104）、广汽集团（601238）、银轮股份（002126）、保隆科技（603197）、伯特利（603596）、艾可蓝（300816）。

### 重点个股推荐

#### 上汽集团（600104）

国内乘用车龙头企业，合资自主两翼齐飞，随着乘用车行业的回暖，销量有望持续提升，其中合资品牌上汽通用重回高增长，上汽大众在SUV更新换代下，销量有望明显回升，豪车品牌上汽奥迪预计2022年初量产，将极大的提升上汽大众盈利能力。自主乘用车盈利暂时性承压，随着销量的好转预计有望扭亏。公司一直走在汽车“新四化”前列，新能源方面，上汽大众MEB开启国产新周期，五菱宏光MiniEV持续热销，高端电动品牌智己汽车有望后期发力；在智能网联方面，掌握全球领先的智能驾驶技术，基本实现AI Parking和AI Pilot功能，且落地5G自动驾驶重卡及港口集装智能运输项目。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.12元、2.52元和2.88元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为10.05倍、8.44倍和7.38倍，维持“增持”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，芯片供应不及预期，自主品牌亏损加大

#### 广汽集团（601238）

合资企业广本、广丰表现稳健，短期随着行业的复苏销量将保持高速增长，中长期随着产能的逐步释放市占率有望进一步提升，且日系盈利较好，将极大的贡献集团投资收益。自主品牌广汽传祺经过两年调整有望蓄势发力，全新GPMA平台推出重磅新换款车型，预计自主销量有望明显回升。广汽新能源独立运营，埃安销量逐步攀升且持续性较强，广汽新能源价值有望重估。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.73元、0.86元和1.01元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为16.33倍、13.88倍和11.82倍，维持“买入”评级。

风险提示：汽车销量不及预期，自主品牌亏损加大，广汽新能源发展不及预期

#### 银轮股份（002126）

公司国内汽车热管理优质供应商，深耕汽车热管理领域十几年，具备电池深冷器、电池冷却板、电机冷却器PTC加热器、热泵空调系统等核心产品，客户覆盖通用、沃尔沃、福特、宁德时代、吉利、广汽、比亚迪、宇通、威马、江铃、特斯拉等，新能源热管理订单较为充裕，在手订单预估能为公司新增年销售收入近15亿元，随着全球新能源车的快速发展，热管理将有望贡献公司业绩的主要增量。另外，国六排放标准执行，公司尾气后处理产品EGR、SCR等将充分受益，公司尾气后处理业务营收和毛利率均处于上升通道，预计随着重型柴油车国六标准的全面执行，柴油车尾气后业务有望再上台阶。我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.53元、0.68元和0.88元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为20.34倍、15.66倍和12.16倍，维持“增持”评级。

风险提示：汽车热管理业务拓展不及预期，尾气处理业务发展不及预期

**保隆科技 (603197)**

公司为TPMS龙头企业，短期海内外汽车市场的回暖及保富电子资产整合开始发挥效果，有望带动公司TPMS业绩的回升，长期TPMS竞争格局重塑，将进一步提升公司全球市场份额。ADAS方面，掌握摄像头、毫米波雷达等ADAS传感器，摄像头、360环视系统已开始批量生产，毫米波雷达、动态视觉传感器等处于市场验证阶段后期有望推出市场，随着自动驾驶的普及，公司传感器业务有望保持高速增长；另外，公司液压成形技术领先，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，预计轻量化结构件有望放量。我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.24元、1.68元和2.06元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为27.39倍、20.28倍和16.51倍，维持“买入”评级。

风险提示：传感器业务发展不及预期，轻量化结构件业务拓展不及预期，TPMS业绩下滑。

**伯特利 (603596)**

公司深耕汽车制动领域，掌握ABS、EPB、ESC等多种电控产品且市占率位于国内自主前列，线控制动（WCBS）也有望年底投产，作为自动驾驶执行机构的标配，将直接受益于汽车自动驾驶发展。另外轻量化铸铝转向节获北美通用等知名主机厂订单，后期有望在全球市场大规模拓展。我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.41元、1.74元和2.11元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为26.66倍、21.61倍和17.80倍，维持“增持”评级。

风险提示：电控业务拓展不及预期，线控业务发展不及预期，铸铝零部件业务发展不及预期

**艾可蓝 (300816)**

公司是国内少有的专业从事发动机尾气后处理产品的研发与产业化的自主品牌企业，主要产品包括SCR、DPF、TWC等，复盘国四、国五排放标准升级，公司业绩增长良好，明年全面执行国六标准，公司将深度受益。国六尾气后处理市场规模整体可达1,000亿元左右，空间相对国五具有大幅度提升，公司在国六尾气处理系统方面成本优势明显、产品质量可靠、售后服务较快，一定程度上能够实现进口替代，预计后期市场份额有望稳步提升。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.29元、3.19元和4.24元，结合2021年6月21日收盘价对应的PE分别为35.59倍、25.55倍和19.24倍，维持“增持”评级。

风险提示：国六尾气处理业务拓展不及预期

**4 风险提示**

汽车销量不及预期，新能源汽车销量不及预期，芯片供应不及预期，原材料价格大幅上涨

汽车行业推荐上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2021年06月21日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		20A	21E	22E			20A	21E	22E		
600104.SH	上汽集团	1.75	2.12	2.52	22.96	21.26	12.16	10.05	8.44	0.93	增持
601238.SH	广汽集团	0.58	0.73	0.86	7.97	11.90	20.65	16.33	13.88	1.49	买入
002126.SZ	银轮股份	0.41	0.53	0.68	5.10	10.70	26.36	20.34	15.66	2.10	增持
603197.SH	保隆科技	0.89	1.24	1.68	10.27	34.03	38.39	27.39	20.28	3.31	买入
603596.SH	伯特利	1.13	1.41	1.74	6.80	37.50	33.20	26.66	21.61	5.52	增持
300816.SZ	艾可蓝	1.57	2.29	3.19	9.72	81.62	52.07	35.59	25.55	8.40	增持

资料来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 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