



开源证券

从稀缺性角度把握本轮汽车向上三大周期

——汽车行业2022年度投资策略

邓健全（分析师）

证书编号：S0790521040001

邮箱：dengjianquan@kysec.cn

2021年11月26日

1. 三重周期共振，看好电动智能化变革及自主品牌全球扩张带来的机遇

汽车行业因全球产业发展重心的相对迁移以及电动化、智能化变革焕发新机，结构性的此起彼伏影响着行业既得利益者与新进入者之间的格局，新旧交替行业变革为自主品牌整车厂及零部件供应商提供机遇。我们认为目前汽车行业三重向上大周期共振，高景气度有望延续：**第一重周期**，行业竞争走向有序带动新能源汽车渗透率继续提速；**第二重周期**，自主品牌车企借助电动智能化前瞻布局，国内份额逐步提升；**第三重周期**，国内自主品牌车企调整作战模式海外市场加快发力，在部分新兴市场有所突破，全球市场份额有望继续提升，零部件供应商通过海外投资设厂、全球范围内收购兼并等方式海外扩张，亦取得显著成效。

2. 缺芯问题曙光初现，新一轮补库存周期或将来临

2020年底，大众缺芯停产的消息传出后，汽车行业缺芯的问题开始暴露。芯片短缺问题在21Q2持续发酵，2021年3月-8月，国内乘用车销量持续环比下滑。AFS预测2021年全球汽车或将减产1100.2万辆，其中中国减产量将达到202.9万辆。供应端紧张情况下，汽车行业被迫去库存，目前国内市场库存水平已处于历史低位，未来库存回补有望带动上游零部件供应商业绩加速修复。

3. 投资建议：稀缺性是把握这一轮向上大周期的核心要素

三重周期共振，行业高景气度有望持续，三大具备较强确定性的趋势奠定了本轮汽车行业向上大周期的基调，我们认为具备稀缺性竞争力的公司在本轮向上大周期中有望充分受益。整车厂方面，受益标的包括：比亚迪、长城汽车；零部件方面，受益标的包括：福耀玻璃、星宇股份、伯特利、万里扬、文灿股份、天润工业、科博达、阿尔特。

4. 风险提示：宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、电动化及智能化推进不及预期、海外市场业务开拓不及预期

目录

CONTENTS

1

长期：汽车行业三重向上周期共振，高景气度有望延续

2

稀缺性是把握这一轮向上大周期的核心要素

3

中短期：缺芯问题曙光初现，汽车新一轮补库存周期或将来临

4

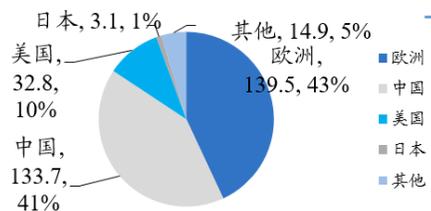
投资建议及风险提示

◆ 政策推动全球新能源市场高增长，中国和欧洲电动化进度领先

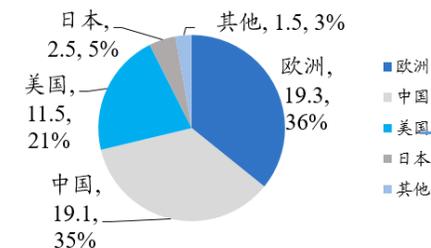
新能源汽车的发展和全球范围内能源革命密切相关，随着各国节能减排监管政策的趋严，美国、欧洲、中国等地区相继推出相关政策推进新能源汽车快速发展以及相关配套基础设施建设体系的完善。相关补贴以及减排的政策推动，全球新能源汽车销量持续增长，其中中国和欧洲进度较快。

图1：2015-2020年全球新能源汽车销量CAGR42.9%，中国CAGR47.6%（单位：万辆）

2020年新能源汽车销量结构



2015年新能源汽车销量结构

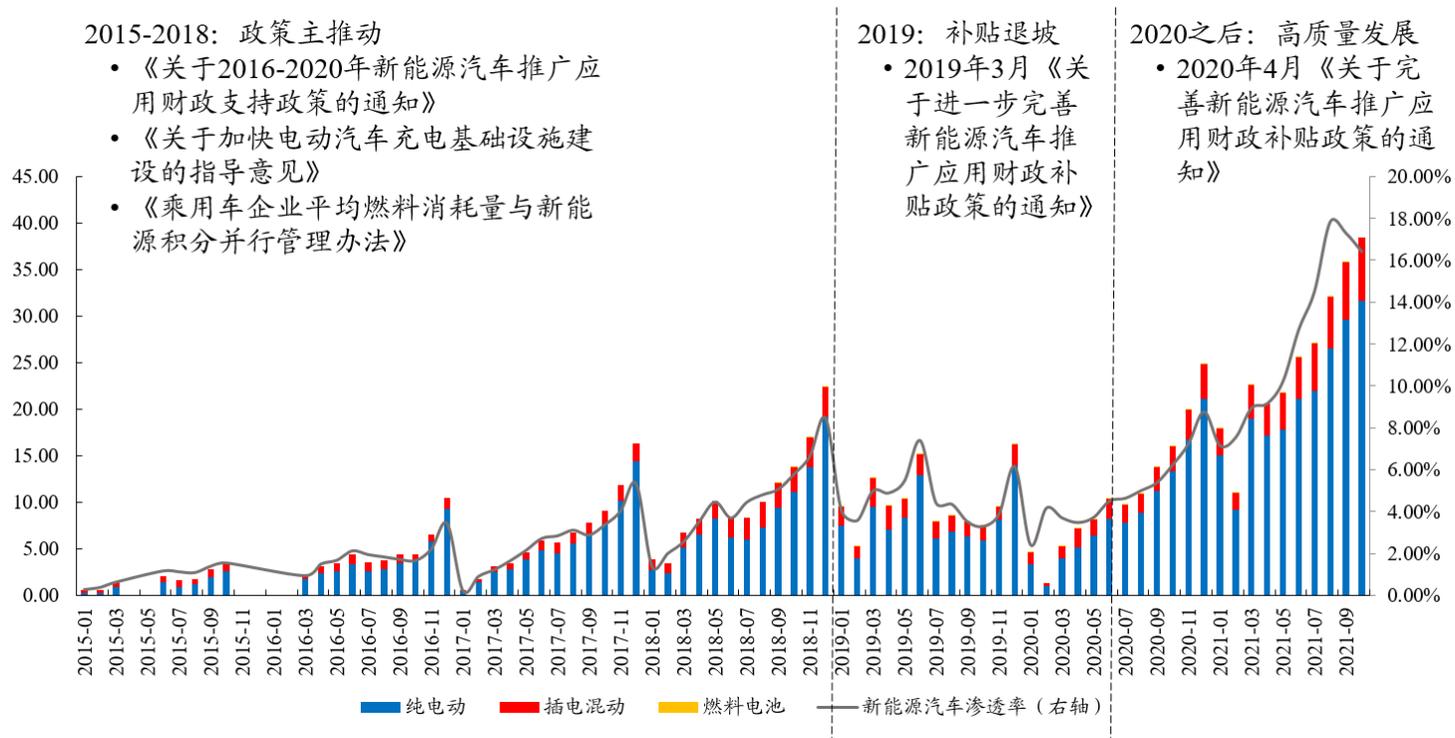


数据来源：EV sales、中汽协、Wind、开源证券研究所

◆ 早期新能源汽车市场政策推动为主，2019-2020年经历一波行业大洗牌

我国新能源汽车发展的早期以政策推动为主，2015-2018年间政府推出财政补贴、充电基础设施建设以及车企双积分考核管理多项政策，国内新能源汽车市场规模开启四年的快速增长，新能源汽车渗透率从最初的1.3%左右提升到2018年4.5%。2019年由于新能源汽车财政补贴加速退坡，新能源汽车产销量同比出现下滑，而其后疫情影响、汽车芯片供应紧张等加剧了部分造车新势力的经营困境，多家企业陷入现金流危机不得不倒闭或进入破产重整，如拜腾、赛麟、博郡等。

图2：2021年来新能源汽车渗透率加速提升



数据来源：EV sales、中汽协、Wind、开源证券研究所

1.1 新能源渗透率提升大周期

◆ 2021年新能源汽车恢复强劲增长势头，未来有望步入高质量发展的全新时期。

新一轮新能源渗透率提升的周期，我们认为有以下特点：

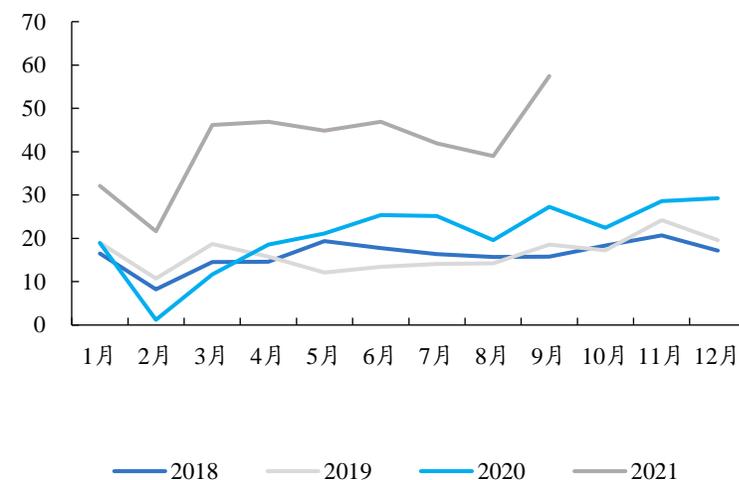
- (1) 行业经历洗牌，竞争逐渐走向有序，前期补贴政策优厚引起新势力造车车企大量涌现，如自然界优胜劣汰的机制一样，补贴退坡等冲击淘汰掉部分实力较弱的车企重塑行业格局。
- (2) 各车企加快推出有竞争力的新能源车型，行业竞争更加充分，早期竞争力差的车型逐渐被市场认知，特斯拉的引入一定程度上也加剧了国内竞争，自主品牌和新势力各显神通，行业加速迭代良性发展。
- (3) 混动市场开启百花齐放的高增长时期，《节能与新能源技术路线图2.0》强调混动节能车（不属于新能源汽车）和插电混动车（属于新能源汽车）战略地位，自主品牌加快推出新一代混动系统，混动市场有望进入黄金十年。

表1: 各车企加快推出新车型，新能源汽车销量TOP 10历年格局发生较大变化（标红部分为相比上一年新增TOP 10车型，单位：辆）

	2020年	2019年	2018年	2017年
1	特斯拉(Model 3) 137,459	北汽EU系列 111,125	北汽新能源EC系列 90,637	北汽新能源EC系列 78,079
2	宏光MINI 112,758	比亚迪元EV 61,551	奇瑞eQ电动车 46,967	知豆D2 42,342
3	欧拉R1 46,774	宝骏新能源 48,098	秦 Pro DM 45,054	宋 DM 1.5T 29,366
4	埃安(Aion S) 45,626	奇瑞eQ 39,401	比亚迪e5 43,902	奇瑞珊电动车 25,140
5	全新秦EV 41,219	比亚迪唐DM 34,084	江淮IEV 42,024	帝豪EV 23,225
6	奇瑞eQ 38,249	比亚迪e5 32,929	江铃E200S 39,883	江淮IEV 23,153
7	理想ONE 32,624	埃安(Aion S) 32,493	宋 DM 1.5T 37,352	比亚迪e5 22,423
8	比亚迪汉EV 28,772	荣威Ei5 30,546	唐混动 35,289	奔奔EV 21,047
9	蔚来ES6 27,945	欧拉R1 28,498	元EV 33,915	比亚迪秦 19,701
10	宝马5系PHEV 23,433	帝豪EV 28,447	荣威i6 LOT EDU 33,347	荣威RX5 1.5T EDU 19,509

数据来源：乘联会、开源证券研究所

图3: 2021年以来，普通混动车型销量大幅增长（千辆）

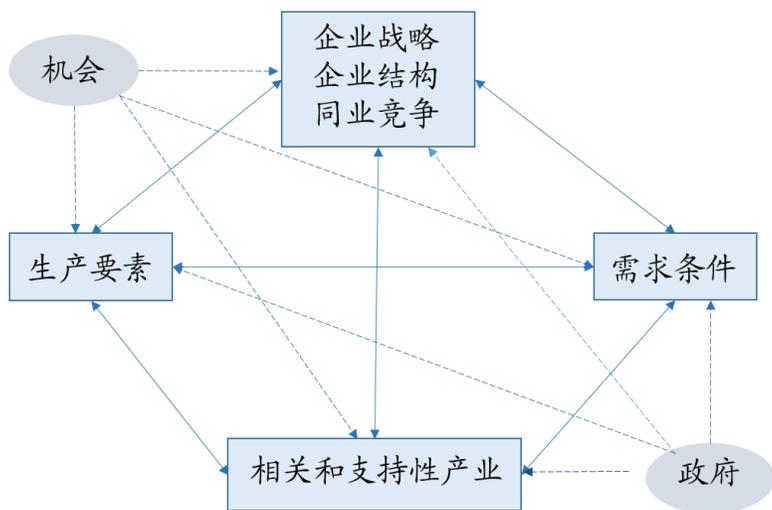


数据来源：中汽协、开源证券研究所

1.2 自主品牌向上大周期

- ◆ 自主品牌车企崛起的背后，从大背景来看，其实是全球汽车市场区域需求结构的变化以及全球范围内汽车产业发展重心的迁移。参考迈克尔·波特关于产业竞争优势的“钻石模型”，需求空间大、汽配相关产业链竞争力增强以及工程师红利等因素是国内汽车产业竞争优势的核心来源，正是全球范围内产业竞争优势的相对变化导致了汽车产业发展重心的转移，带动了本轮自主品牌崛起的大周期。
- ◆ 从汽车市场需求来看，我国人民生活水平的提高直接带动了汽车消费，2000-2019年（剔除受疫情影响的2020年），中国汽车销量CAGR达14.14%，其他新兴市场如巴西、泰国销量CAGR分别为3.82%、3.01%。
- ◆ 从相关和支持性产业来看，需求市场的高增长引起国内汽配产业以及跨国汽车零部件公司雨后春笋般的兴起，国内汽配零部件产业链竞争力大幅提升。

图4：“钻石模型”分析框架中，需求条件、相关及支持性产业是重要因素



资料来源：《中国汽车产业成长战略》

表2：国内汽配零部件产业竞争力逐步提升（排名指Autonews全球零部件百强供应商排名）

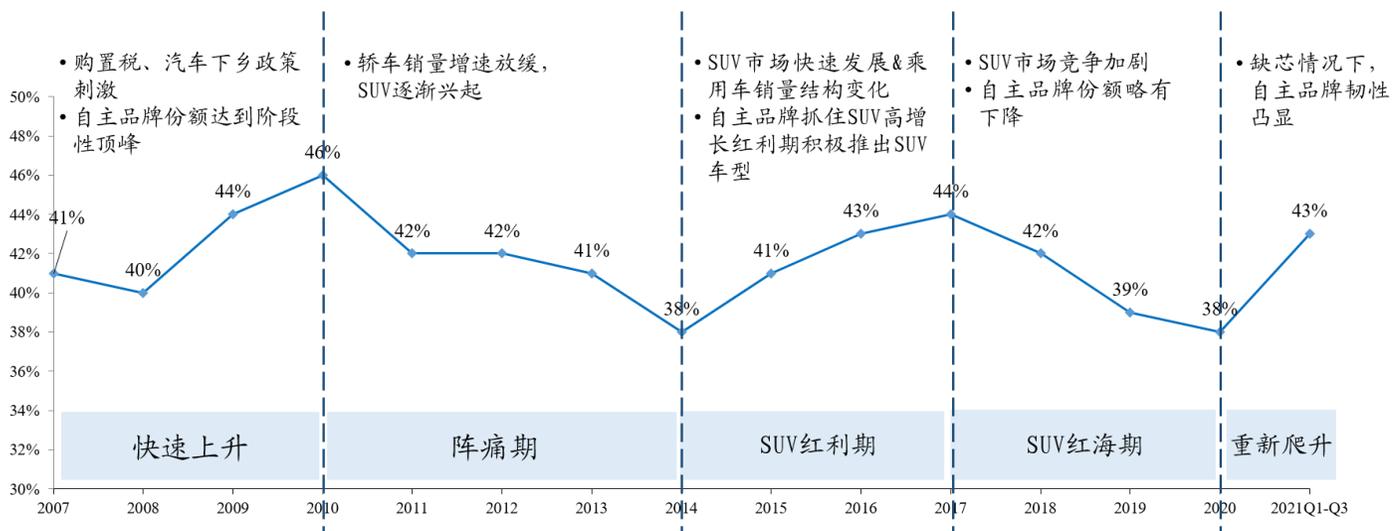
2012		2014		2017		2020		2021	
公司	排名	公司	排名	公司	排名	公司	排名	公司	排名
中信戴卡	97	中信戴卡	83	延锋	14	延锋	19	延锋	17
		德昌电机	98	中信戴卡	71	均胜汽车安全系统	39	海纳川	42
				德昌电机	81	海纳川	57	均胜汽车安全系统	48
				敏实集团	93	中信戴卡	66	中信戴卡	58
						德昌电机	79	德昌电机	74
						敏实集团	86	敏实集团	79
						五菱工业	90	五菱工业	81
						安徽中鼎密封件	98	安徽中鼎密封件	87
								惠州德赛西威	97

资料来源：Autonews、开源证券研究所

1.2 自主品牌向上大周期

- ◆ 在全球汽车产业发展相对重心迁移的大背景下，汽车相关消费刺激政策和SUV市场的兴起相继助推了自主品牌份额提升，电动化+智能化变革有望为自主品牌带来发展新契机。
- 汽车下乡等消费刺激政策以及SUV市场兴起是2008-2010年以及2014-2017年两轮自主品牌份额提升的契机。
- 电动化、智能化变革为自主品牌带来新机遇，看好新赛道下自主品牌产品力、品牌力、市场份额的提升。

图5: 2021年行业缺芯状况下，自主品牌韧性凸显市占率有所提升



数据来源: 德勤、中汽协、开源证券研究所

图6: 国内自主品牌纷纷向高端化发力

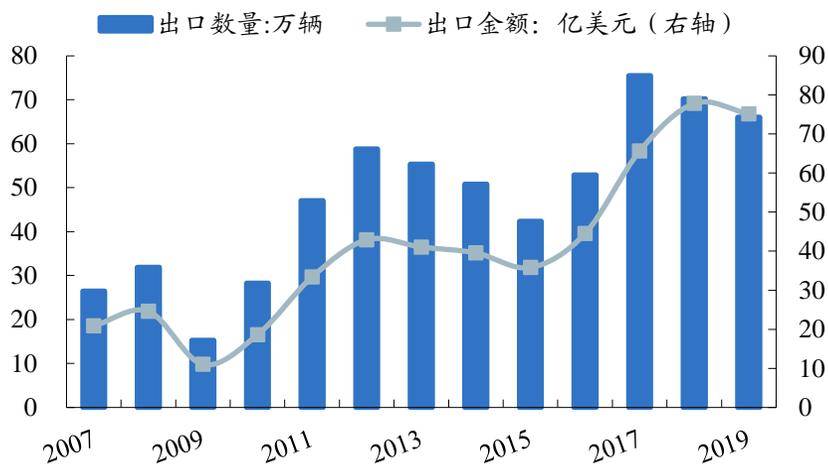


资料来源: 各公司官网、开源证券研究所

◆ 整车厂调整作战模式，开启新一轮出海征程

- 早期自主品牌车企出海东南亚以整车出口销售以及出口散件当地组装模式（CKD）为主，相比日系全产业链布局竞争力较弱，海外业务发展颇为曲折。
- 意识到原有CKD和整车出口模式弊端，多个自主品牌车企开始探索新的出海路径，采取当地建厂、研发生产一体化产业链建设、海外收购车企品牌等方式，开启新一轮出海征程。

图7：国内汽车出口数量曲折上行



数据来源：中国汽车工业年鉴、开源证券研究所（注：统计口径原因，出口数量同乘联会不完全一致）

表3：自主车企在海外一些市场如俄罗斯、澳大利亚、南非规模快速扩张

公司	海外市场布局
长城汽车	以中东欧、亚太、非洲市场为主，2004年进入俄罗斯市场， 2019-2020年两年斩获中国汽车品牌在俄销量冠军，2018年位列南非中国品牌销量第一 。目前累计海外销售70多万辆，销售网络分布海外60多个国家。
吉利汽车	在中国、美国、英国、瑞典、比利时、白俄、马来西亚建有世界一流的现代化汽车整车和动力总成制造工厂，海外销售市场以中东、南美、东欧市场为主；集团旗下拥有沃尔沃汽车（总部位于瑞典）、宝腾汽车（马来西亚）、路特斯汽车（英国）、伦敦电动汽车（英国）等海外汽车品牌。
奇瑞汽车	中国第一家向全球市场出口整车、CKD零部件、发动机、制造技术和设备的乘用车公司，截至2020年连续18年位居中国品牌乘用车出口第一 。主要海外市场为拉美、非洲、中东以及俄罗斯，2012年，奇瑞与捷豹路虎汽车共同投资成立奇瑞捷豹路虎汽车有限公司。目前海外累计销售180万辆，汽车出口80多个国家和地区。
上汽集团	连续多年蝉联海外销量冠军 ，主要海外市场包括欧洲、澳新、中东、南美、印度等地，上汽名爵是海外市场销售主力品牌。 2020年MG为中国出口单一品牌第一，且在澳大利亚、智利、埃及等国家夺得中国乘用车品牌销量第一 。
比亚迪	欧洲市场纯电动大巴份额超过20%， 是首个进入欧、美、日韩等国发达市场的中国汽车品牌 ，已在海外包括美国、巴西、法国、匈牙利、英国等地设立工厂。目前公司电动车销往全球50多个国家。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

◆ 国内制造业成本优势突出，绑定整车厂加速零部件厂商出海

针对国内汽车零部件供应商全球份额提升的大周期，我们主要有3个观点：

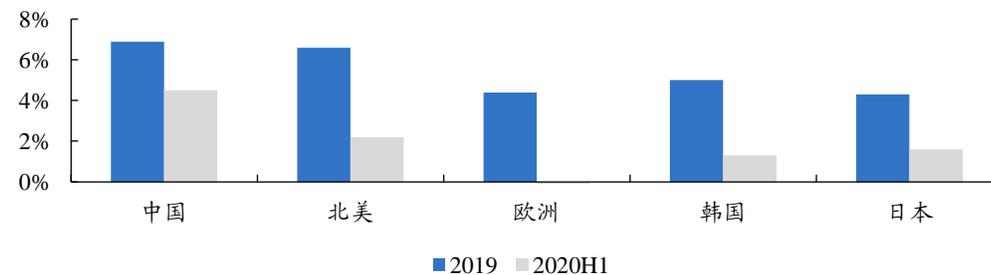
- (1) 下游车企的零部件采购降本需求是核心驱动因素，国内汽车零部件厂商具备成本优势，同时积极布局海外市场，便于切入海外车企供应体系；
- (2) 自主品牌车企出海或将进一步带动国产汽车零部件供应商海外布局生产基地，成为自主零部件供应商海外份额提升的催化剂；
- (3) 国内庞大的市场需求孕育出实力雄厚的零部件龙头供应商，这些本土成长的供应商可通过海外并购提升全球份额。

表4: 中信戴卡、福耀玻璃等公司海外布局多个生产基地

公司	海外市场布局
延锋汽车饰件系统有限公司（产品主要包括汽车内外饰、座椅、座舱电子产品等，华域汽车子公司）	在全球拥有9家研发基地，240余家制造基地，4200多个研发团队，超过5.5万名员工，海外业务销售额占比25%左右。公司门内板份额全球第一。
中信戴卡（全球最大的铝车轮和铝制底盘零部件供应商）	在全球拥有25家生产基地，其中海外生产基地7家（美国2家、捷克1家、德国4家），全球员工总数8000多人，其中海外员工3000多人。公司铝车轮产销量连续11年全球第一。
海纳川（综合型汽车零部件公司）	在全球拥有十多家海外工厂，在欧洲、北美、亚太建立了研发中心，全球员工超过2.7万人，同麦格纳、李尔、海拉、海斯坦普合作。
福耀玻璃（全球汽车玻璃龙头）	汽车玻璃产品全球份额约25%，在美国、德国、美国三地设立研发机构，在日本、韩国、德国、美国等海外市场共设立6个商务机构，海外拥有4个汽车玻璃工厂，分别位于俄罗斯、德国、美国密歇根州及俄亥俄州。

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

图8: 中国汽车零部件供应商盈利能力保持领先



数据来源：罗兰贝格、开源证券研究所

表5: 近年来国内汽车零部件供应商多次进行海外收购

企业	时间	并购详情
潍柴动力	2019年12月	战略收购德国ARADEX
宏发股份	2019年12月	向海拉控股购买其持有海拉（厦门）汽车电子有限公司100%股权，向海拉电气购买其所有继电器业务涉及的存货和生产设备资产
继峰股份	2019年4月	收购宁波继峰投资有限公司100%股权，以通过后者间接持有格拉默84.23%股权
德赛西威	2019年3月	收购德国知名天线技术公司ATBB
福耀玻璃	2019年2月	收购德国SAM公司，后者主要业务为生产和销售铝亮饰条
保隆科技	2018年8月	全资收购德国PRETTL集团旗下的PEX，以及该集团原本持有的德国TESONA的51%股权，以推进公司汽车传感器业务全球化布局与发展
均胜电子	2018年4月	收购日本高田资产除硝酸铵气体发生器业务以外的主要资产
郑煤机	2017年12月	收购博世电机业务

资料来源：盖世汽车、汽车之家、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

长期：汽车行业三重向上周期共振，高景气度有望延续

2

稀缺性是把握这一轮向上大周期的核心要素

3

中短期：缺芯问题曙光初现，汽车新一轮补库存周期或将来临

4

投资建议及风险提示

◆ 稀缺性是什么？

我们认为稀缺性需要从需求和供给两个方面着手，以一个产品为例，**需求端来看**，稀缺性的前提是产品性能满足消费者的核心需求，**供给端来看**，这个产品的性能是独一无二的/领先相关竞品的。对于一家公司，竞争力的稀缺性首先要满足行业发展的核心需求，其次这种竞争力需要有一定壁垒或者说是难以复制的，所谓稀缺性就是一家公司在行业发展的特定阶段所具备的领先对手的核心能力。

◆ 稀缺性来自于哪里？

- 对于萌芽期/成长期的行业来说，市场处于产品渗透率快速提升且行业供应商较少的蓝海阶段，公司的稀缺性可来自技术优势；
 - 对于成熟期的行业来说，行业发展相对稳定且市场供应商较多、竞争较为充分（假设暂不考虑某些垄断性行业，以汽车和零部件行业为分析对象），公司的稀缺性可来自于性价比优势。
 - 行业内的技术迭代更新或会催生新的细分市场、带来新的增长机会，从而实现穿越多条S型曲线的发展，公司亦可以通过持续拓展产品品类实现跨越S型曲线的增长。
- ◆ 如何把握稀缺性的投资机遇？（1）识别行业发展对于公司的核心能力要求；（2）分析公司所具备核心能力的护城河。

- ◆ 产业链一体化是汽车整车与零部件行业核心竞争力之一。汽车产业链相对较长，其主要由三大部分构成，以汽车整车制造业为核心，向上可延伸至汽车零部件设计与制造业，向下可延伸至服务贸易领域，包括汽车销售、维修、金融等服务。
- ◆ 对于汽车零部件企业而言，常常将产业链布局重心放在上游原材料的生产与加工，这类汽车零部件供应商往往通过产业链一体化布局，降低直接材料成本占总成本比例，提高产品自制率，使公司产品毛利率处于行业领先地位，增强公司产品成本优势。
- ◆ 对于整车厂而言，产业链布局同样重要，电动化、智能化大趋势下，整车厂对三电系统和智能化系统的布局格外重视，以动力电池为例，诸多整车厂如长城汽车、比亚迪、广汽集团纷纷自主或合作研发动力电池产品。对于整车厂而言，产业链一体化布局不仅仅能够实现降本增效，更能提升自身在产业链中话语权，增强供应链稳定性，打造核心竞争力。

图9：新能源汽车产业链可分为上中下游三大部分



资料来源：前瞻网

2.1 从产业链一体化的稀缺性看待比亚迪的投资机会

◆ 比亚迪是全球范围内少有的同时掌握车规级 IGBT 芯片、SiC 全产业链核心技术、三电技术、太阳能和储能解决方案的整车企业。比亚迪于2020年3月成立弗迪电池、弗迪视觉、弗迪科技、弗迪动力、弗迪模具五家子公司，目前已经实现了动力电池、车规级半导体、电驱动系统统、电动车平台、热管理系统、照明系统、电池管理系统等领域的自供，而比亚迪刀片电池及车规级半导体产品正加速外供进程，有望贡献业绩增量。

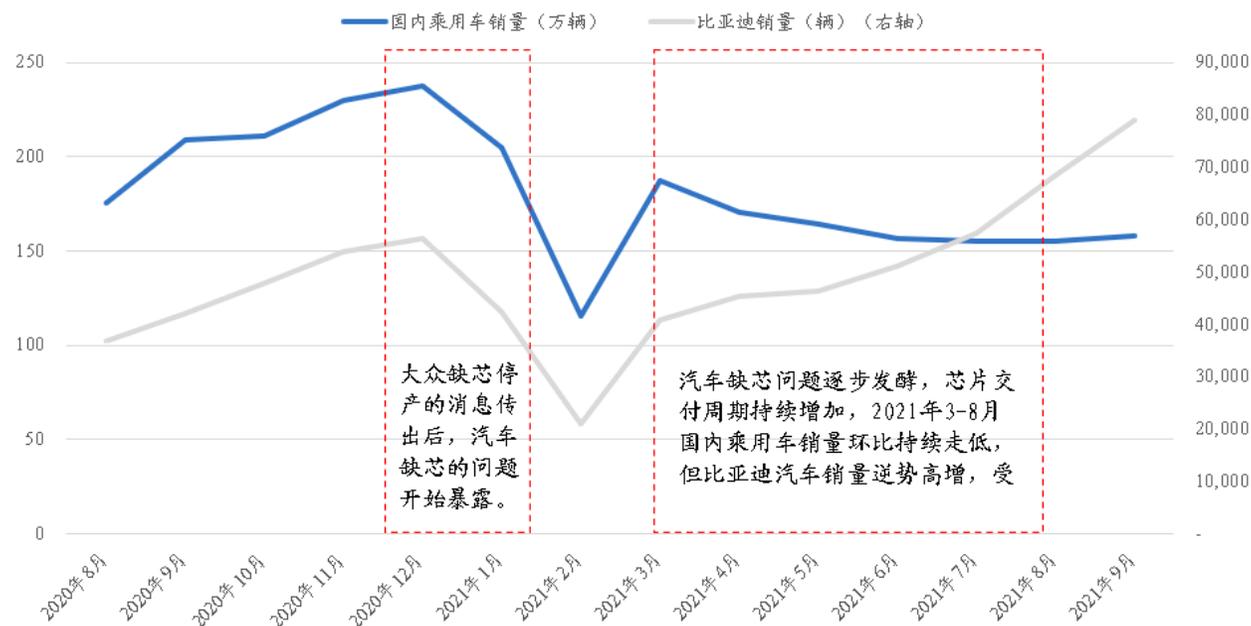
表6: 2021年行业缺芯状况下，自主品牌韧性凸显市占率有所提升

	弗迪模具	弗迪动力	弗迪电池	弗迪科技	弗迪视觉
成立时间			2019年12月		
简介	弗迪模具前身是比亚迪汽车模具中心，已有近20年模具研发，制造的历史与技术经验，拥有世界一流的数控加工设备及专业的汽车自车身及零部件焊接生产线。	弗迪动力于2019年挂牌成立，原隶属于比亚迪集团旗下动力总成事业部，自2003年起，一直致力于动力总成及新能源整体解决方案的开发。	弗迪电池有限公司（原比亚迪第二事业部）成立于1998年，从事二次充电电池业务二十余年，掌握了电池全产业链核心技术。	弗迪科技有限公司由比亚迪原十五部(汽车电子)+原十六部(非标零部件)组成，负责集团三大领域（乘用车、商用车及轨道交通）相关产品的研发与生产。	弗迪视觉有限公司专注于车用照明及信号系统相关产品，特别是LED——新一代半导体车用照明产品的研发与制造，现已开发50余款车型共计600余款车灯及后视镜，被誉为“中国灯厂”。
主要产品	车型模具、检具的研发与制造	插电式混合动力总成系统、发动机、变速器等	动力电池、太阳能电池、各类3C类锂电池等	驾驶提供整体解决方案，专注汽车电子及底盘产品的研发设计	车载照明系统等
客户	比亚迪、丰田、日产、马自达、铃木、本田、大众、福特等	比亚迪、长安汽车、丰田汽车等	比亚迪、一汽集团、丰田、北京现代等	目前主要为比亚迪	目前主要为比亚迪

资料来源：比亚迪官网、开源证券研究所

- ◆ **纯电专属平台e平台3.0，三电系统全覆盖。** 比亚迪于2021年9月发布e平台3.0，e平台3.0有效解决新能源汽车在安全和低温续航方面等痛点，大幅提升智能驾驶体验。
- **动力电池领域：** 2020年3月，公司正式推出刀片电池，其创新了结构设计。据中国汽车动力电池产业创新联盟，比亚迪2020年国内动力电池装机量市占率为14.9%，2021年1-9月市占率为16.0%。目前比亚迪正加速动力电池产能扩充，加快外供步伐。
- **电驱动领域：** 在e2.0平台推出驱动电机三合一、高压控制器三合一后，e平台3.0推出八合一电驱动总成，这套八合一电驱动总成综合效率超过89%，有效降低电力传递的损耗，带来更好的经济性。
- **电控领域：** e平台3.0采用全新一代SiC电控，整个电控系统功率密度提升近3倍，电控最高效率达99.7%。
- **比亚迪半导体即将分拆上市。** 比亚迪半导体有限公司是比亚迪旗下的独立子公司，2021年6月，比亚迪半导体的创业板IPO申请正式获得受理，即将在深交所创业板分拆上市。
- **车规级IGBT、MCU实现自供+外供。**
- ◆ **我们认为比亚迪的稀缺性在于产业链一体化方面的杰出表现。** 比亚迪坚持自主研发，将多项核心技术掌握在自己手中，三电系统、车规级半导体、动力系统均有布局，产品自供能力强，供应链稳定，能够在行业性危机来临之时保障企业自身平稳度过。

图10：缺芯危机之下，比亚迪汽车销量稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

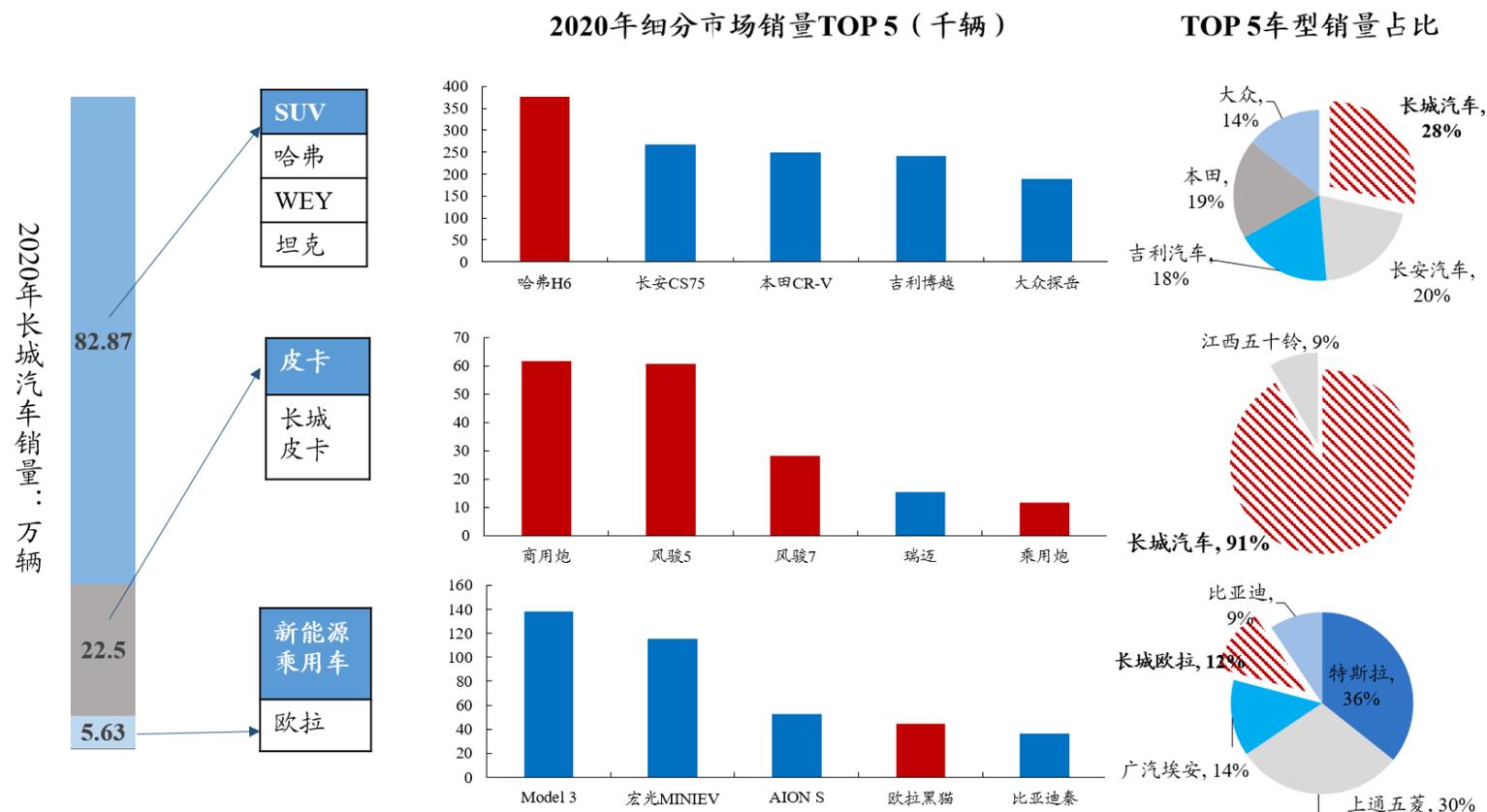
2.2 从产品力的稀缺性看待长城汽车的投资机会

◆ 从消费品投资逻辑看，好的消费品企业应具备三力：产品、品牌以及渠道。从消费品三力的角度看待汽车行业，由于互联网技术的发展，渠道的重要性发生一定程度地弱化，传统车企巨头如大众、通用、宝马、丰田等相比起步较晚的国内自主车企造车实力更雄厚、经验更丰富，相对而言更具品牌优势，自主车企突围的优势之一在于对产品力的把控。

◆ 为何我们看好自主品牌的产品力？一方面自主车企本土成长，对于国内市场需求把握更加快速精准，如2011年前后国内SUV市场高速增长刚刚开启的时候，长城汽车、长安汽车等自主车企及时把握需求变化推出多款SUV车型；另一方面，电动化智能化浪潮之下，车企面临赛道切换的机遇，自主车企由于规模较小转型包袱也较小，在本轮电动化智能化机遇中的表现亮眼，如比亚迪、长城汽车等。

◆ 自主车企中，长城汽车的产品力更是得到了充分验证，我们认为长城汽车具备本轮自主品牌崛起机遇所要求的核心竞争力，是具备稀缺产品力的优质车企。

图11：新能源汽车产业链可分为上中下游三大部分



数据来源：公司年报、公司公告、中汽协、开源证券研究所

2.2 从产品力的稀缺性看待长城汽车的投资机会

◆ 我们主要从市场需求洞察、产品快速迭代两个角度谈谈长城汽车产品力稀缺性的来源。

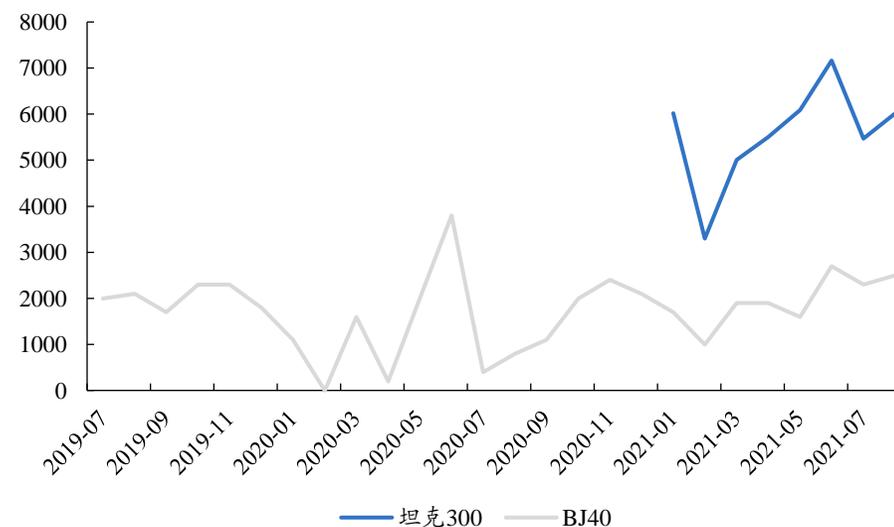
► 对国内消费者需求的洞察方面：以长城汽车热销车型坦克300为例，2020年12月坦克300正式上市，2021年1季度坦克300交付超过1.4万辆。由于销量的强势表现，坦克品牌从WEY中独立，成为长城汽车旗下主打越野市场的SUV独立品牌。“坦克现象”是长城汽车市场需求洞察力的集中体现，坦克300之前国内硬派越野市场相当小众，以国外进口越野车型为主，价格高昂，本土越野车型主要有BJ40。坦克300上市之后，凭借较BJ40更强悍的动力性能以及远低于进口车型的价格快速引起国内SUV市场的硬派越野新潮流，挖掘出越野细分市场下的消费者潜在需求。

图12：坦克300越野车中性价比较高

	坦克300 2021款 越野版2.0T挑 战者	BJ40 2021款 2.0D 自动四驱刀锋 英雄侠客型	Jeep牧马人 2021款 Sahara 两门版
级别	紧凑型SUV	紧凑型SUV	中型SUV
厂商指导价	19.58万	19.49万	43.99万
长宽高 (mm)	4760×1930× 1927	4630×1925× 1871	4334×1894× 1839
轴距 (mm)	2750	2745	2459
发动机	2.0T 227马力 L4	2.0T 163马力 L4	2.0T 266马力 L4
变速箱	8挡手自一体	8挡手自一体	8挡手自一体
最大功率 (kW)	167	120	195.4
最大扭矩 (N·m)	387	380	400

数据来源：汽车之家、开源证券研究所

图13：坦克300越野车中性价比较高



数据来源：长城汽车微信公众号、搜狐汽车、开源证券研究所

2.2 从产品力的稀缺性看待长城汽车的投资机会

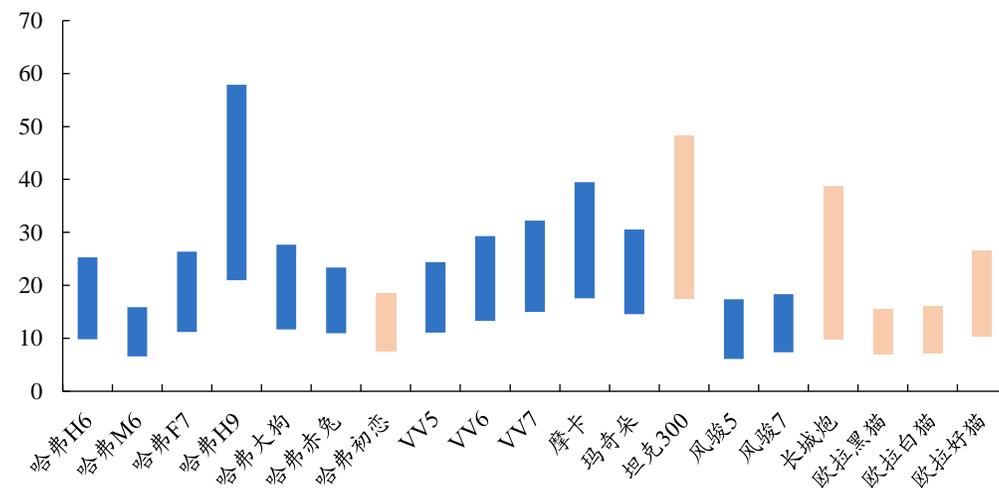
- ◆ 长城汽车依靠敏锐的市场洞察力挖掘多元化细分市场的需求。梳理长城汽车近两年推出的新车型，坦克300主打硬派越野、铁汉柔情，客户群体多为中青年男性，长城炮主要满足车主的自驾游、户外露营需求，欧拉好猫主攻女性车主市场、主要满足城市代步需求，哈弗初恋定位则是“年轻人第一台车”、整体风格青春洋溢，不仅各个新车型之间定位错开，而且和原有哈弗H6、哈弗M6、WEY VV7等车型定位相差较大。公司通过敏锐的洞察力挖掘多元化的细分市场的需求，致力于突破增量市场，助力公司销量再上新台阶。

图14：坦克300、长城炮、欧拉好猫、哈弗初恋等车型定位清晰



资料来源：长城汽车官网、开源证券研究所

图15：坦克300、哈弗初恋等多款车型定位清晰、价格带错开（万元）



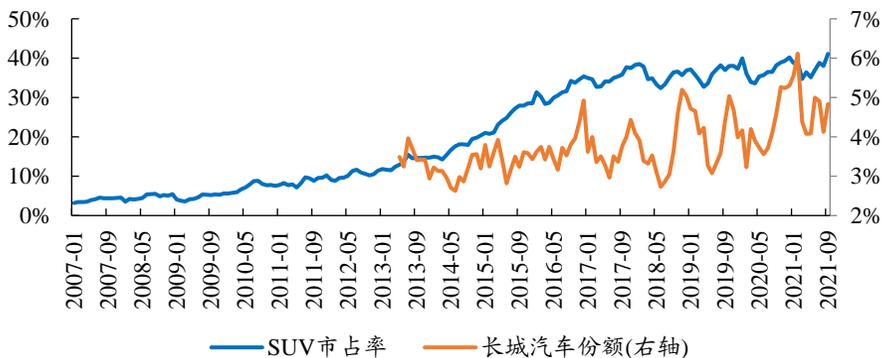
数据来源：汽车之家、开源证券研究所

2.2 从产品力的稀缺性看待长城汽车的投资机会

◆从产品快速迭代的能力上看

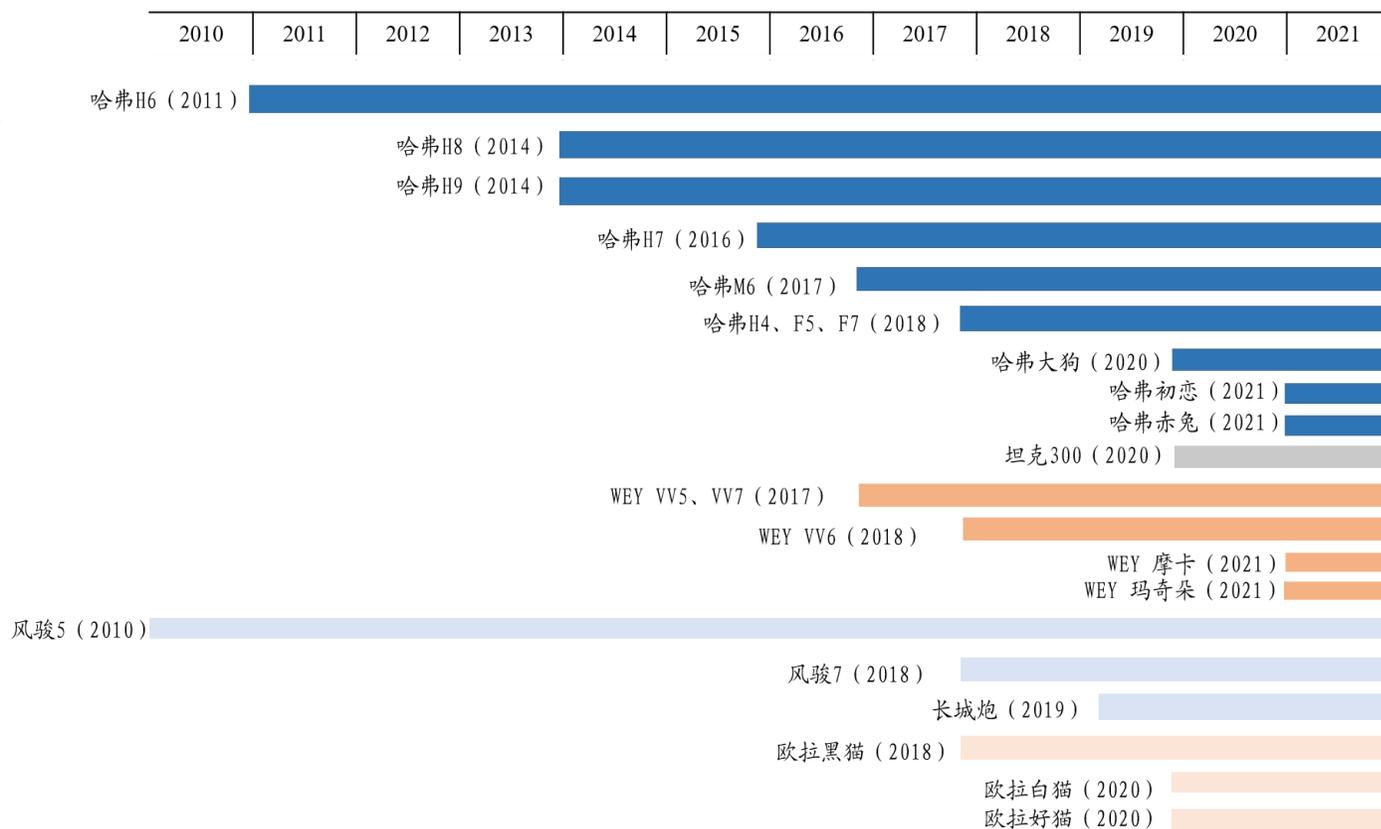
在国内SUV发展的早期，公司较早意识到市场对于SUV的需求率先推出哈弗H6，奠定了公司在SUV市场的优势地位。公司凭借持续的推陈出新以及车型的更新换代保持竞争力，陆续推出了哈弗M6（2017）、哈弗F7（2018）等热销车型，市场份额持续提升。2020年下半年，公司发布“柠檬+坦克+咖啡”三大技术平台，搭载新一代技术平台的车型第三代哈弗H6、哈弗大狗、哈弗初恋、坦克300、WEY摩卡接连上市，推动公司进入新一轮产品向上周期。

图16: 2014年来长城汽车市场份额逐步提高



数据来源: Wind、开源证券研究所

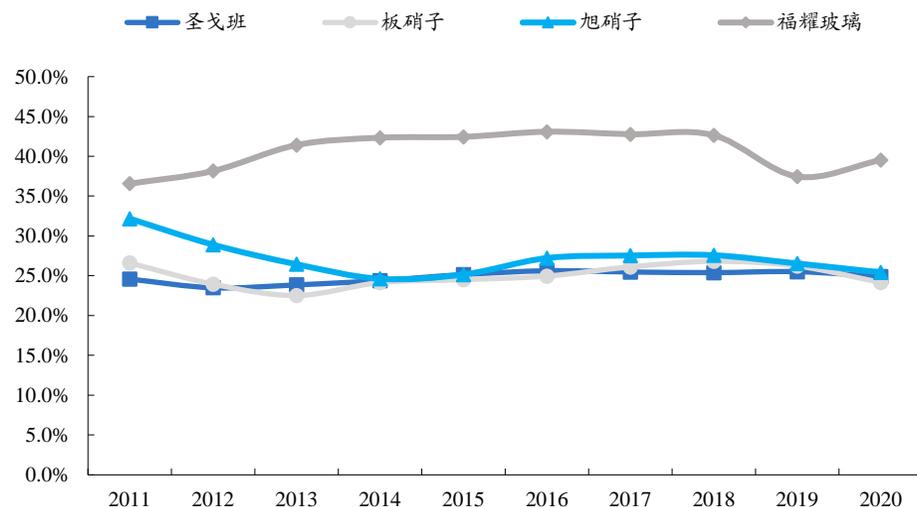
图17: 公司有望迎来新一轮产品强周期



资料来源: 长城汽车年报、汽车之家、开源证券研究所

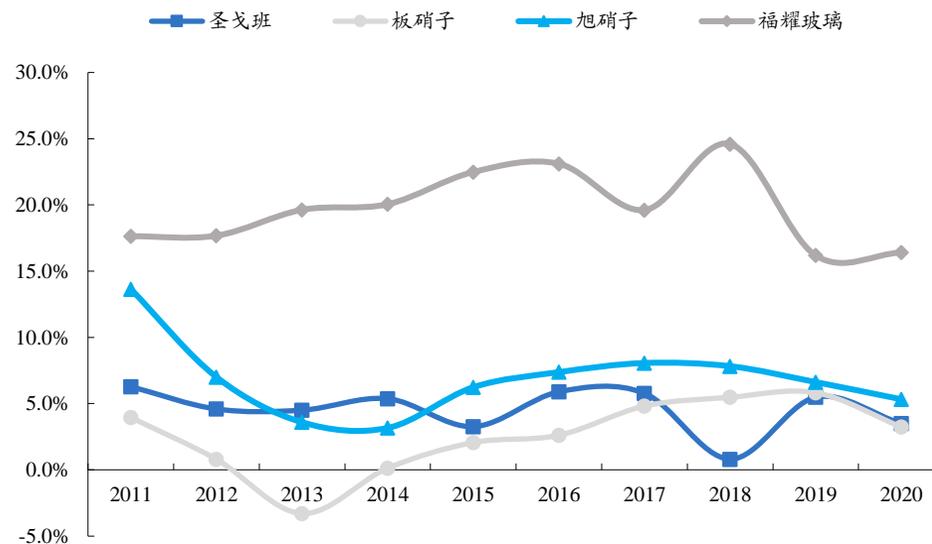
- ◆ 我们认为福耀玻璃的稀缺性在于其在汽车玻璃领域的全球寡头地位，实现深度国产替代后，在“走出去”的过程中，依然表现出强大的竞争力。我们归纳福耀玻璃的性价比优势来自于以下四个方面：
 - 精益管理：相较于竞争对手圣戈班、板硝子、旭硝子，福耀玻璃的毛利率最高，费用率最低。
 - 聚焦主业：圣戈班、板硝子营收结构中建筑玻璃占比较大。福耀玻璃作为后发追赶者，专注主业使得其能够弯道超车。
 - 适时扩张：福耀玻璃在圣戈班退出中国市场后及时地把握了国内汽车快速普及的红利期，大举扩张产能，在具备较高的资金与技术壁垒的汽车玻璃行业建立起先发优势，使竞争对手难以追赶。
 - 垂直一体化整合：福耀玻璃通过产业链垂直布局，抵御原材料涨价冲击。产业链垂直整合之下，公司2021年前三季度毛利率为40.5%，较2020年全年+1.0pcts，较2019年全年+3.1pcts，经营韧性逐步展现，将成本优势发挥到极致。

图18: 福耀玻璃毛利率(%)领先竞争对手



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

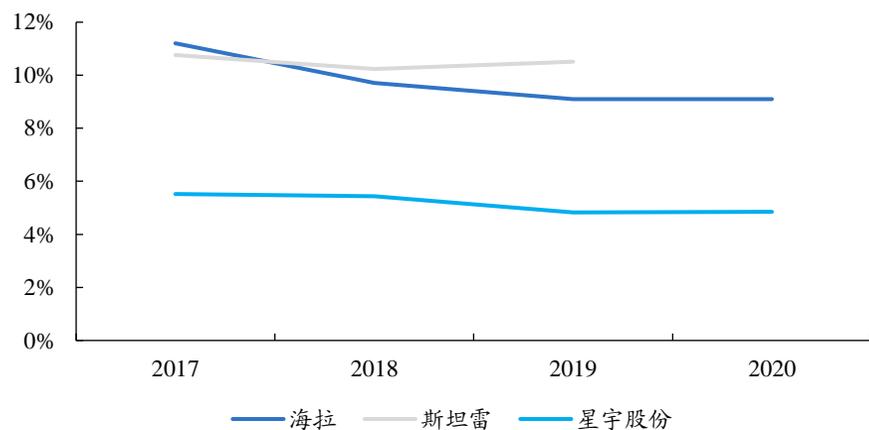
图19: 福耀玻璃营业利润率(%)领先竞争对手



数据来源：各公司年报、开源证券研究所

- ◆ 星宇股份作为自主车灯的领导者，稀缺性在于其凭借性价比优势成功突围外资巨头，成为德系、日系等主流合资品牌的前后大灯供应商。我们认为公司竞争的优势在于**成本、技术及快速响应综合带来的性价比优势**。
- **成本方面**：公司成本管控能力占优、管理费用低于外资车灯巨头，产品较外资车灯巨头、自主车灯品牌均具备较高性价比。
- **技术方面**：相比其他内资车灯厂商，公司持续的研发投入带来了一定的技术优势，所设实验室获国家部委以及多家知名车企认可。
- **快速响应能力**：公司作为内资企业，研发机构均设在国内。信息延迟低，研发链条短，使星宇股份响应客户需求能力与速度均优于对手。

图20：星宇股份销售及管理费用控制得当



数据来源：各公司年报、开源证券研究所（注：不包含研发费用、财务费用）

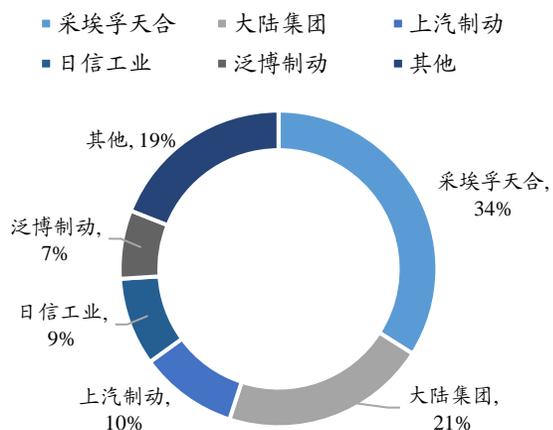
表7：2016年以来公司技术研发成果丰富

时间	技术成果
2016	公司第一代 ADB 前照灯研发成功；首次推出夜间辅助驾驶解决方案（NADS）
2017	第二代 ADB 前照灯研发成功；辅助远光（蓝转白激光）前照灯研发成功；第二代 OLED 后组合灯研发成功
2018	像素式前照灯研发成功；NDAS 智能前照灯研发成功；LIN/CAN 控制 RGB 氛围灯研发成功
2019	尾灯的高精度尺寸控制技术研发成功；贯穿式尾灯焊接及尺寸控制技术研发成功；电容式、电感式、红外式等感应式室内灯研发成功
2020	前照灯 ADB 投影灯模组应用；OLED 技术在后组合灯中应用；第二代大众语音交互式酷炫氛围灯、激光辅助远光灯量产；手势识别室内灯、像素式前灯模块研发成功

数据来源：公司年报、开源证券研究所

- ◆ 我们认为伯特利的稀缺性在于公司深耕制动系统十余年，紧跟制动系统发展趋势，驻车制动EPB和行车制动WCBS产品均是国内首家实现量产的企业，其产品和技术、成本、产品协同三方面体现性价比优势，未来市占率有望进一步提升。

图21：2020年国内EPB市场主要由外资品牌主导



数据来源：Marklines、开源证券研究所

表8：伯特利是中国品牌首家 One-Box 集成式EHB产品量产企业

公司	产品	量产时间及产能规划	响应速度	配备车型	特点
博世	iBooster	南京工厂 2019 年产能达到 40 万套，预计 2024 年达到 320 万套的产能	150 毫秒	特斯拉全系列、蔚来、小鹏、理想、通用凯迪拉克 CT6、雪佛兰 Bolt 和 Volt、本田 CR-V、比亚迪 e6	iBooster 的量产价格约为 2000 元
Two-Box 路线	日立 (东机特工)	E-ACT 2009 年实现量产	120-150 毫秒	除丰田外，大部分日系混动或纯电车都采用 E-ACT	可同时用在混动和电动车上。可以回收几乎 99% 的刹车摩擦能量。电子驻车制动系统 (EPB) 作为冗余。
华域汽车	Ebooster	2020 年实现小批量供货		北汽新能源小批量供货	三重冗余备份、可调的踏板感、快速的响应速度和较高的能量回收率
伯特利	WCBS	2021 年实现量产。已建成产能 30 万套/年，预计 2025 年达到 60 万套/年。	136 毫秒	2021 年将将有四个以上车型批量生产	集成伯特利双控 EPB，为纯电动汽车节省 P 档锁止机构，双控 EPB 作为冗余
博世	IPB	2020 年苏州工厂实现量产	150 毫秒	凯迪拉克、本田 Legend (L3)、比亚迪汉等	IPB 可取代二代 iBooster 应用于 L2 级自动驾驶汽车；IPB+RBU 双重冗余，可应用于 L4 级自动驾驶
One-Box 路线	大陆 MK C1	2016 年实现量产，2021 年 7 月在中国投产	150 毫秒	沃尔沃 XC60、沃尔沃 S90、奥迪 E-Tron 全线、宝马新 X5、X7 等	MK C1 打破了博世 iBooster 统治地位
采埃孚天合	IBC	2018 年实现量产		雪佛兰 Tahoe、Suburban、GMC Yukon 和凯迪拉克 Escalade 等	支持所有类型的传动结构，可为混动车和电动车集成再生型制动技术
亚太股份	IEHB	一代 IEHB 于 2017 年测试，二代 IEHB 目前正在长安汽车测试			可应用 60-130KM/h 的 L3 级别自动驾驶
拓普集团	IBS	2022 年实现量产，规划产能 150 万套	150 毫秒	在比亚迪、吉利汽车等车型上搭载路试	完成第二代带能量回收功能的 IBS 研发

数据来源：九章智驾、盖世汽车、开源证券研究所

◆我们认为万里扬的性价比竞争优势来自于技术路线、产品迭代升级两个方面：

➤（1）技术路线方面：目前乘用车自动变速器主要有AT、DCT、CVT三种，其中AT主要由爱信、采埃孚等外资企业供应，AT研发难度大、成本高，我国企业与外资企业的技术差距较大。自主车企主要将研发重心投入到DCT中，因此CVT则变成第三方供应商突破外资企业围困、同时获得自主车企青睐的突破口。万里扬在乘用车变速器领域的布局以CVT产品为核心，拥有自主CVT研发、生产制造能力，这一战略定位助力公司获得技术路线优势。

➤（2）产品迭代升级方面：公司根据市场需求不断完善CVT产品体系，形成“预研一代、开发一代、生产一代、储备一代”的产品体系，不断推出适用于不同动力的各种车型的CVT产品。万里扬凭借产品不断迭代升级、良好的成本费用管控能力带来的性价比优势，在核心客户吉利、奇瑞中的渗透率不断提升。

表9：乘用车变速箱主要由外资企业占据

变速器供应商	AT					DCT			CVT					
	爱信	现代派沃泰	盛瑞传动	采埃孚	双林股份	自产	格特拉克	杭州依维柯	自产	万里扬	邦奇	加特可	丰田汽车零部件	本田汽车零部件
上汽	√					√			√					
一汽	√			√		√							√	
广汽	√							√			√		√	√
长安汽车	√					√	√				√	√		
吉利汽车	√				√	√	√		√	√				
奇瑞汽车			√				√		√					
长城汽车		√		√		√	√							
比亚迪		√				√			√					
东风汽车	√						√				√	√		√
北汽	√										√			
华晨	√			√										

资料来源：头豹研究院、开源证券研究所

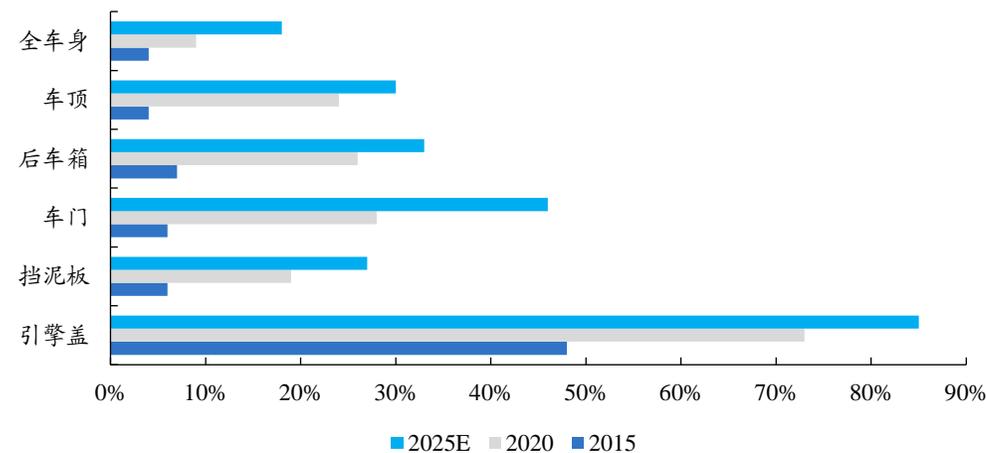
◆目前铝压铸件在动力系统中的渗透率较高，车身结构件和底盘轻量化零部件是铝合金压铸行业中的蓝海市场。

◆在国内，文灿股份在大型一体压铸车身结构件领域具备较为丰富的技术储备，在同行中步伐领先，有望在行业空间扩容、格局尚未成型的萌芽期凭借技术稀缺性，奠定先发优势并建立起护城河。

◆我们认为文灿股份在技术上的稀缺性主要来自于三个方面：

- （1）早期学习引进国外先进技术：公司在发展过程系统地在国外学习引进先进的压铸企业管理与铸造工艺技术。早期奔驰尝试采用铝压铸车身结构件，文灿国内技术领先，成功实现了对奔驰车身结构件的供货。
- （2）中期与客户同步开发积累丰富经验：公司凭借技术和经验优势，参与到奔驰、大众、特斯拉、蔚来产品的前期设计，协助其进行产品结构、性能、成本等方面的改良，在此过程中积累起丰富的开发设计经验。
- （3）后期积极的资本开支巩固领先优势：2016-2019年公司处于投入期，资本开支合计达17.9亿，公司收购百炼集团并加大国内产能的扩充力度。2021年公司重点布局大吨位压铸机设备，于5月公司向力劲订购包括2台6000T在内的7台大型压铸机，用于大型一体化车身结构件产品的研发和制造，积极的资本开支进一步巩固公司在一体压铸领域的领先优势。

图22：铝合金压铸件在汽车主要部件的渗透率有望提升



数据来源：Ducker Worldwide、文灿股份招股说明书、开源证券研究所

2.4 从技术先发优势的稀缺性寻找投资机会——天润工业

◆空气悬架减振、节能效果好，伴随汽车电动化智能化变革以及空悬系统/零部件国产化降本推进，空悬有望成为下一代乘用车升级的重要方向。空气悬架系统技术壁垒较高，国内供应商较少，天润工业旗下天润智控空悬团队技术积淀深厚、具备稀缺性全系统供货能力，有望凭借技术先发优势进入空悬发展的快车道。

◆天润工业空气悬架技术方面的稀缺性主要在于空悬全系统供货能力，尤其是电控单元的供应能力铸就了公司空悬技术的先发优势。

表10: 包含电控系统在内的空气悬架全系统供应商较少

公司	电控系统供应能力	空悬业务进度
天润工业	截至2021H1，已完成2款乘用车电控空悬系统的装车与调试（一款MPV、一款SUV）	供应CDC减振器、均衡梁等部件，正在组建导向臂、空气弹簧装配线，具备电控单元供应能力
中鼎股份	暂未拿到国内车型空悬电控系统定点	主要供应空气供给单元产品，正在布局空气弹簧部件以及电控单元等
保隆科技	2018年组建ECAS主动悬架系统（电控系统）的研发团队，暂未拿到国内车型空悬电控系统定点	供应空气弹簧、减振器、储气罐等部件，正在布局电控单元等
大陆集团	具备电控系统供应能力	全球领先空气悬架集成系统供应商，逐步从空气弹簧拓展空悬集成系统供应
威巴克	具备电控系统供应能力	空气弹簧领域生产经验丰富，为卡车、客车、乘用车提供空悬集成系统
威伯科	具备电控系统供应能力	供气模块和控制技术全球领先，主要供应的空气悬架产品包括：空压机、电子控制单元、气动阀以及它们的集成产品

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

图23: 国内车型搭载的空气悬架多采购自海外供应商



资料来源：汽车之家、开源证券研究所

◆天润工业空气悬架领域的技术先发优势——ECAS电控系统方面的开发实力，主要来自于公司空悬技术团队——张广世博士团队长期的电控空悬项目开发经验积累。我们认为天润工业在空气悬架技术先发优势方面的稀缺性来自于以下三点：

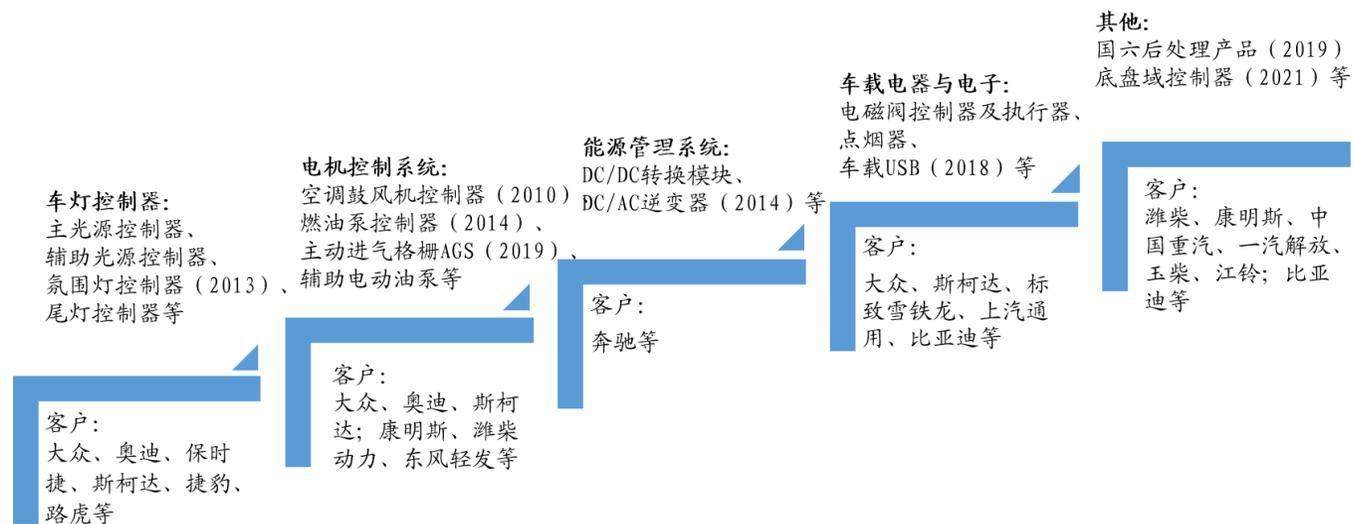
- （1）公司空气悬架技术总工程师——张博士为同济大学车辆工程专家，主攻空气悬架领域研发，专业知识背景深厚。早期国内空气悬架需求较少、市场空间尚未打开导致相关领域不是行业发展热点，相关人才较为欠缺。此外电控系统技术壁垒高，技术培育需要较长时间，张博士及团队是国内较早进行空悬开发的一批人，争取到了足够的时间建立技术先发优势，且短期内较难被竞争对手复制。
- （2）在加入天润智控之前，张博士团队曾经成立青岛浩釜铭车辆科技有限公司，主营汽车智能空气悬架项目开发，积累了丰富的实践经验和数据资源。
- （3）天润工业资金实力雄厚，引进进口检测设备，空悬系统及零部件检测验证能力先进。

◆科博达为汽车照明控制领域的隐形冠军，我们认为其稀缺性在于业务拓展能力，持续的产品品类拓展不断为公司贡献增量业绩、提供增长动力。

◆综合来看，以下三点因素铸就了公司优秀的业务拓展能力：

- （1）不同种类电控系统产品在开发生产方面具备一定共通性，灯控主业优势赋予公司在不同品类业务间的拓展迁移能力。
- （2）公司持续进行新项目、新技术的前瞻性研发投入，不断丰富技术储备，便于后续拓展业务领域。
- （3）绑定核心客户深化合作，更快了解下游客户需求、参与客户新产品开发，近水楼台先得月。

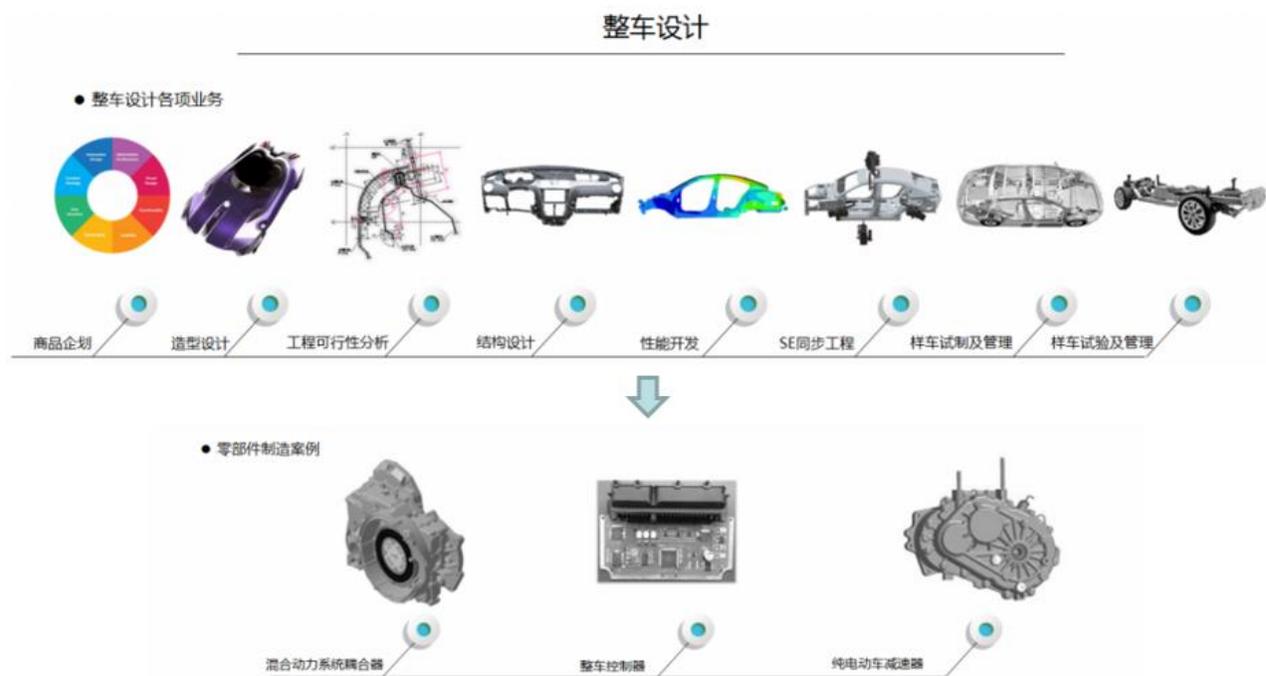
图24：科博达产品品类持续拓展（括号内时间为开始供应时间）



资料来源：科博达公告、开源证券研究所

- ◆ 阿尔特在整车研发的优势基础上，向下延伸产业至动力总成相关核心零部件制造业务，实现业务多元化以及培育新的增长动力。
- ◆ 我们认为阿尔特具备如下竞争优势：
 - (1) 具备核心零部件制造能力的技术积累：公司多年来深耕新能源汽车和燃油汽车整车研发，并基于对行业和客户充分了解的先发优势，业务类型进行相关延伸，逐步强化了在核心零部件制造领域的技术积累。
 - (2) 公司设计业务与核心零部件业务可共享资源平台：公司设计业务客户与核心零部件业务客户高度重合，优质的整车研发服务能够为零部件制造业务实现优势导流，因此制造业务和设计业务是在共享资源平台，形成优势互补、相互促进的关系。
 - (3) 培育出公司新的增长动力：公司在整车设计业务上进行纵向延伸，能够培育出公司新的增长动力，开启公司第二成长曲线。目前零部件业务在手订单饱满，成为公司新的增长动力。

图25：公司在整车设计研发基础上拓展了零部件制造业务



资料来源：阿尔特招股说明书

目录

CONTENTS

1

长期：汽车行业三重向上周期共振，高景气度有望延续

2

稀缺性是把握这一轮向上大周期的核心要素

3

中短期：缺芯问题曙光初现，汽车新一轮补库存周期或将来临

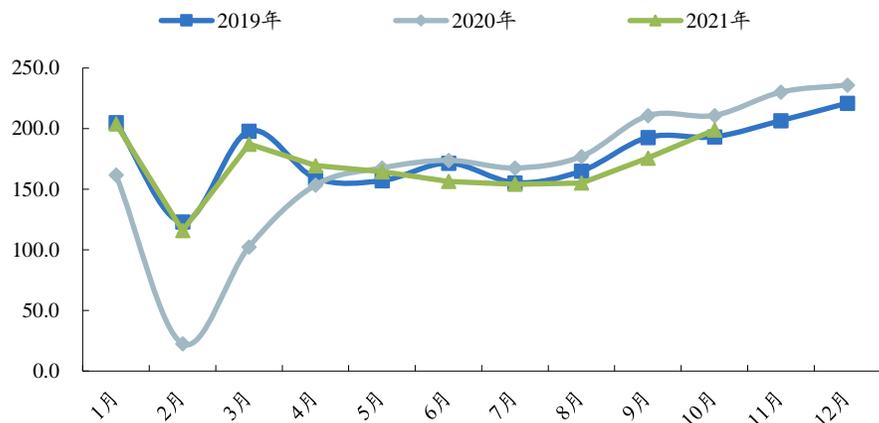
4

投资建议及风险提示

3.1 缺芯致2021年汽车市场产销受明显影响

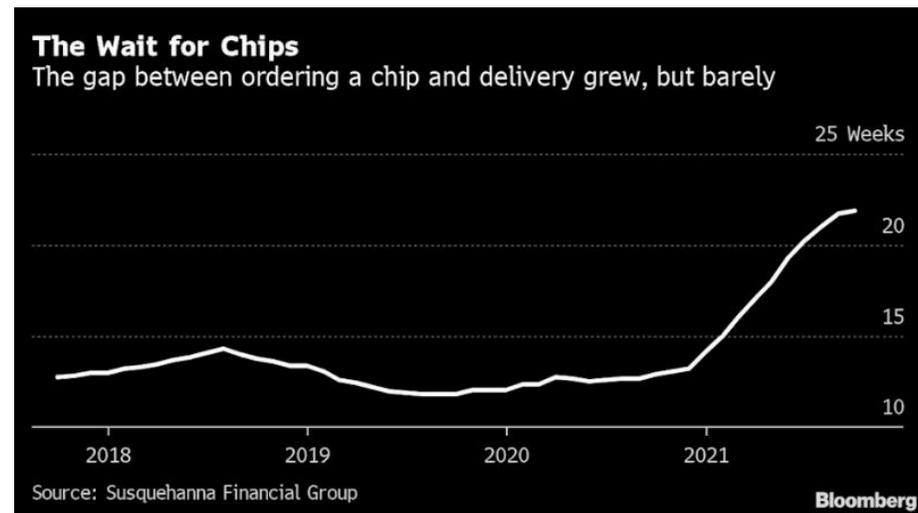
- ◆ 缺芯致2021年汽车市场产销受明显影响。2020年底，大众缺芯停产的消息传出后，汽车行业缺芯的问题开始暴露。分月份来看，芯片短缺问题在2021Q2开始发酵，2021年3月-8月，乘用车销量持续环比下滑，2021年9月国内乘用车销量为175万辆，环比+12.8%，自3月份以来首次实现环比正增长。
- ◆ 市场分析机构Susquehanna Financial Group最新研究显示，2021年10月份的芯片交付周期(从订购到交货时间差)较9月增加了1天，达到21.9周，意味着全球芯片短缺问题延续，但具体来看，2021年6/7/8/9/10月份的芯片交付周期分别环比增加10/8/6/5/1天，环比增加天数逐渐减少，我们认为至暗时刻已过，芯片短缺问题曙光初现。

图26: 2021年9月国内乘用车销量环比+12.8%，自3月份以来首次实现环比正增长（万辆）



数据来源: Wind、开源证券研究所

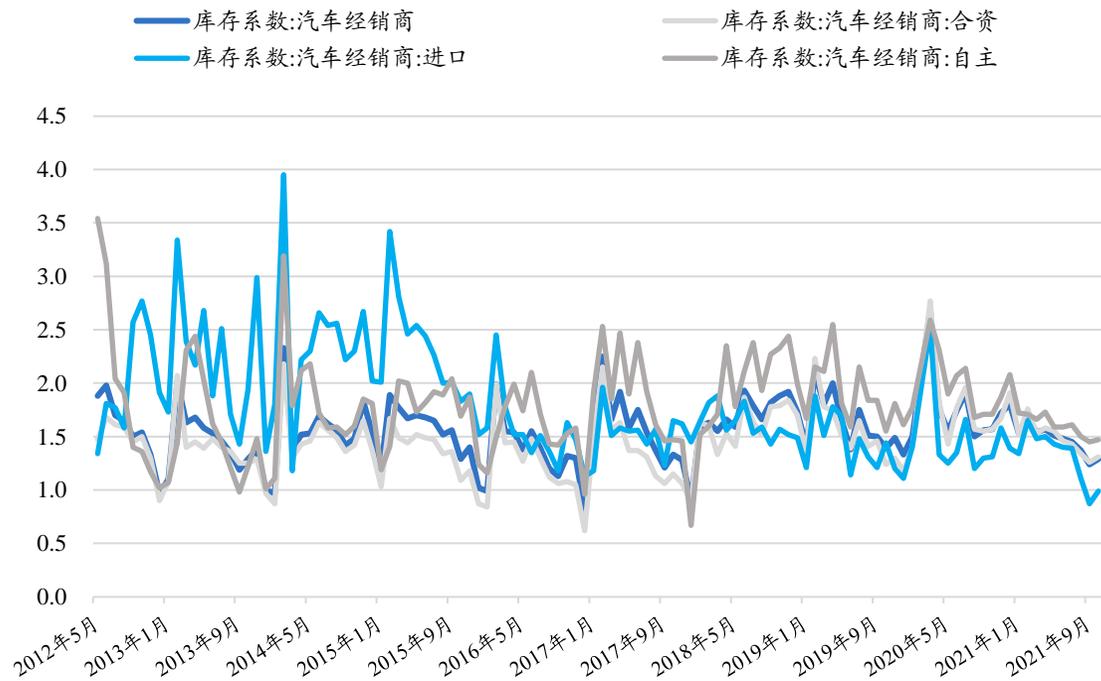
图27: 芯片交付周期从2021年起快速增加，于10月份达到21.9周



资料来源: Susquehanna Financial Group、Bloomberg、开源证券研究所

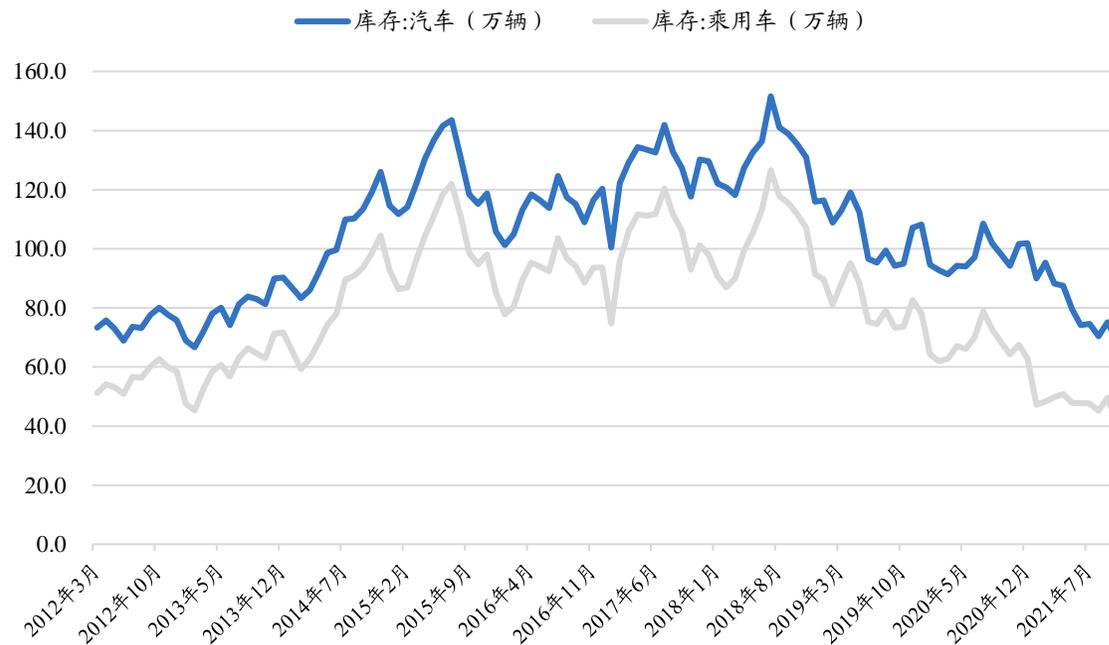
◆ 缺芯致汽车行业被迫去库存，目前国内汽车市场库存水平较低，2021年10月汽车经销商库存系数为1.29，位于历史较低水平；国内汽车企业库存量为69.5万辆，同样位于历史较低水平。2021年1-10月的渠道库存相对减少89万辆，上游生产端短期内芯片短缺影响整车生产节奏的问题逐步显现，尤其是第三季度正值备货高峰阶段，芯片短缺尤为严重，行业被迫去库存。随着芯片供给端逐步缓解，渠道存在较强的补库动力，有望推动汽车产销逐步恢复。

图28：2021年10月汽车经销商库存系数为1.29，处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

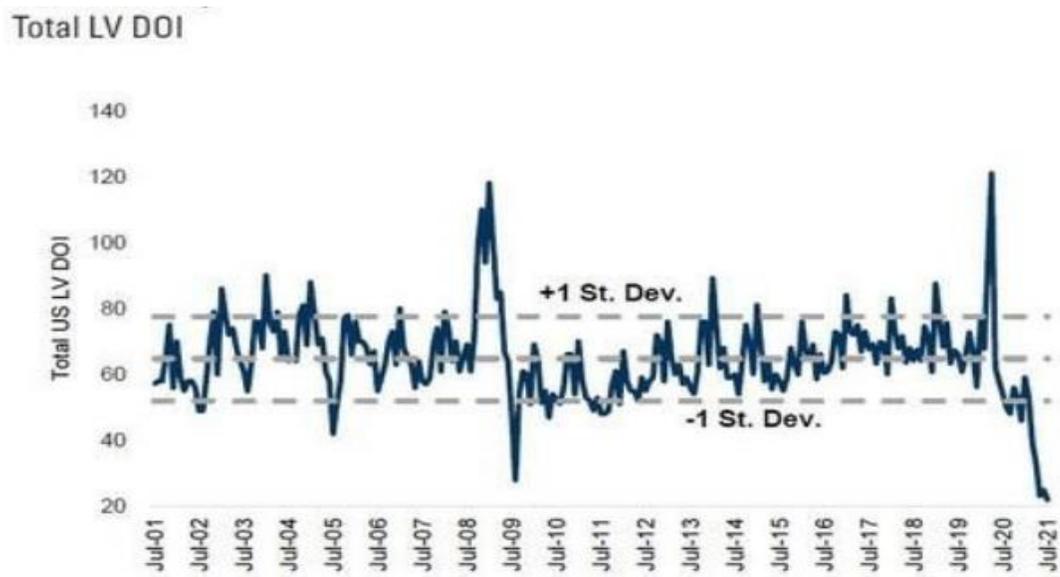
图29：2021年10月国内汽车企业库存量为69.4万辆，处于历史较低水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

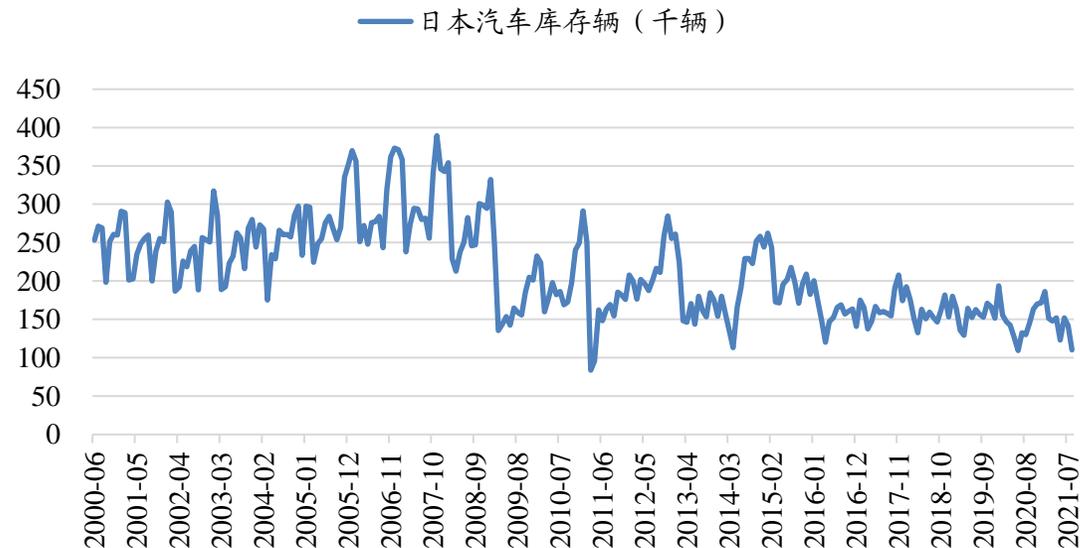
- ◆ 放眼海外，日本、美国汽车库存水平同样处于历史低位。据Autodata，美国汽车经销商的库存继续从6月的130万辆下降到7月份100万辆，而2020年同期库存为250万辆。此外美国汽车行业2021年7月的存货平均周转天数（DOI）达到了创纪录的22天，而2021年6月为25天，2020年7月为53天；日本2021年8月汽车库存为11万辆，同样处于历史低位。

图30：美国汽车行业2021年7月的存货平均周转天数（DOI）为22天



数据来源：Autodata、搜狐汽车

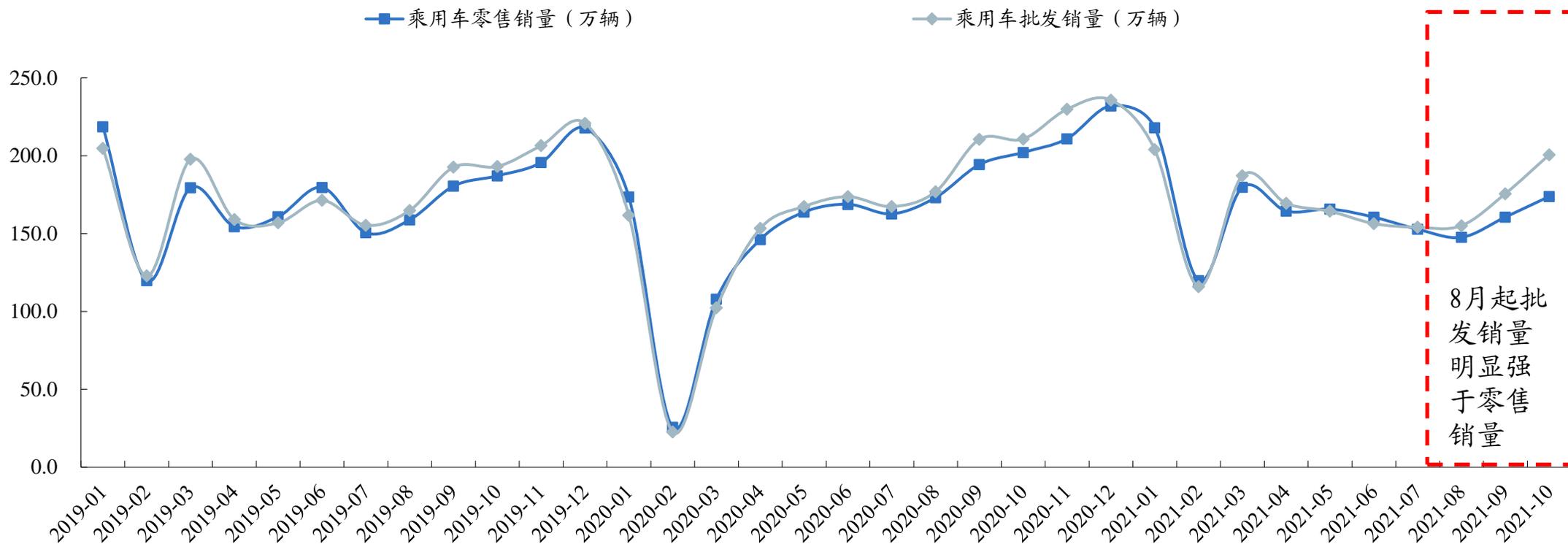
图31：日本汽车库存量处于历史低位



数据来源：Wind、日本自动车工业协会、开源证券研究所

中短期来看，芯片供给端的逐步改善叠加补库存预期，国内汽车市场有望持续回暖。9月及10月的乘用车批发销量大幅走强或是芯片供给缓解和库存改善的信号。

图32：9月和10月的乘用车批发销量大幅走强或是芯片供给缓解和库存改善的信号



数据来源：Marklines、Auto Forecast Solutions、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

长期：汽车行业三重向上周期共振，高景气度有望延续

2

稀缺性是把握这一轮向上大周期的核心要素

3

中短期：缺芯问题曙光初现，汽车新一轮补库存周期或将来临

4

投资建议及风险提示

- ◆ **从中短期来看**，由于芯片供给受限经销商被迫去库存，2021年Q3库存水平已处于历史低位。伴随缺芯问题缓解，行业新一轮补库存周期或将开启，2021年9月-10月乘用车批发销量大幅增长已释放出积极信号，行业上游优质汽车零部件供应商在本补库存周期中或具备较大业绩弹性。
- ◆ **从长期来看**，全球汽车产业发展重心迁移的大背景下，电动化智能化加速发展为自主品牌提供新机遇，汽车行业新能源渗透率提升周期、自主品牌向上周期、自主品牌整车厂/零部件供应商全球份额提升周期三重周期共振，行业高景气度有望持续，三大具备较强确定性的趋势奠定了本轮汽车行业向上大周期的基调，落实到投资方面，我们认为稀缺性是把握本轮向上大周期的核心要素。
- ◆ **整车厂方面，受益标的包括比亚迪、长城汽车。**（1）比亚迪：新能源汽车龙头企业，掌控三电核心技术自供能力，产业链一体化稀缺性铸就护城河。（2）长城汽车：产品力自主品牌中领先、打造多个细分车型市场销量冠军，市场需求洞察+坚持过度研发+组织架构灵活构筑竞争优势。
- ◆ **从性价比的稀缺性来看，受益标的包括福耀玻璃、星宇股份、伯特利以及万里扬。**（1）福耀玻璃：全球汽车玻璃行业龙头，通过精益管理、垂直一体化整合等方式提升产品性价比，实现汽车玻璃行业深度国产替代。（2）星宇股份：凭借性价比优势成为国内自主品牌车灯厂商中少数切入主流合资车企的供应商，从小灯到大灯、从低端车到高端车、从自主品牌到合资品牌，升级路径清晰。（3）伯特利：EPB及线控制动领域国内领先，EPB和WCBS产品凭借性价比优势逐步实现国产替代并成功突围合资品牌。（4）万里扬：国内变速器龙头企业，凭借技术迭代升级及成本优势带来的性价比稀缺性，不断获得我国自主车企的认可。
- ◆ **从技术先发优势的稀缺性来看，受益标的包括文灿股份、天润工业。**（1）文灿股份：国内较早切入铝合金车身结构件的压铸企业，早期学习引进国外先进的高真空压铸技术，使得公司在材料、模具、工艺、设备等方面均积累了一定的经验，奠定了先发优势。（2）天润工业：具备稀缺性电控系统供应能力的空悬供应商，公司合作方张博士团队较早进入电控空气悬架领域，专业知识背景深厚且具备丰富空悬项目开发经验。
- ◆ **从业务拓展能力的稀缺性来看，受益标的包括科博达、阿尔特。**（1）科博达：国内少数几家进入国际知名整车厂商全球配套体系并实现同步开发的中国本土汽车电子供应商，产品从车灯控制器拓展到空调鼓风机控制器、底盘域控制器等。（2）阿尔特：国内首家A股上市的独立汽车设计公司，整车业务导流，公司业务拓展至动力总成等相关核心零部件制造业务。

表11: 受益标的盈利预测及估值

公司代码	公司简称	当日股价		EPS (元/股)			PE (倍)			评级
		2021/11/26	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002594.SZ	比亚迪	297.66	1.47	1.53	3.15	4.10	202.49	194.55	94.50	买入
601633.SH	长城汽车	58.95	0.59	0.77	0.99	1.33	99.92	76.56	59.55	买入
600660.SH	福耀玻璃	46.15	1.04	1.50	1.89	2.28	44.38	30.77	24.42	买入
601799.SH	星宇股份	220.50	4.20	4.66	6.25	7.56	52.51	47.32	35.28	买入
603596.SH	伯特利	69.12	1.13	1.35	1.79	2.16	61.17	51.20	38.61	买入
002434.SZ	万里扬	14.68	0.47	0.55	0.68	0.89	31.23	26.69	21.59	买入
603348.SH	文灿股份	47.38	0.36	0.48	1.17	1.93	131.61	98.71	40.50	买入
002283.SZ	天润工业	10.94	0.45	0.53	0.62	0.79	24.31	20.64	17.65	买入
603786.SH	科博达	88.57	1.29	1.06	1.54	2.01	68.85	83.56	57.51	买入
300825.SZ	阿尔特	34.40	0.39	0.84	1.20	1.64	88.87	40.95	28.67	买入

数据来源: Wind、开源证券研究所 (注: 收盘日期为2021/11/26, 公司盈利预测采用开源证券研究所预测数据)

风险提示: 宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、电动化及智能化推进不及预期、海外市场业务开拓不及预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5% ~ 20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券