



增持

汽车行业 2016 年中期投资策略

公司名称	股票代码	目标价 (人民币)	评级
建议重点关注企业			
京威股份	002662.CH	21.60	买入
万里扬	002434.CH	15.00	买入
宁波华翔	002048.CH	27.90	买入
东风汽车	600006.CH	12.00	买入
宇通客车	600066.CH	26.60	买入
海源机械	002529.CH	31.10	买入
万安科技	002590.CH	41.60	买入
松芝股份	002454.CH	23.50	买入
方正电机	002196.CH	45.20	买入
上汽集团	600104.CH	29.20	买入
江铃汽车	000550.CH	25.60	谨慎买入
中通客车	000957.CH	45.60	谨慎买入
双林股份	300100.CH	48.00	谨慎买入
长城汽车	601633.CH	9.80	谨慎买入
江淮汽车	600418.CH	14.20	谨慎买入
长安汽车	000625.CH	13.70	谨慎买入
一汽轿车	000800.CH	10.30	持有
悦达投资	600805.CH	7.90	持有
广汽集团	601238.CH	22.30	持有
中国重汽	000951.CH	9.30	持有

新能源汽车牛市继续，智能汽车风口再起

在小排量乘用车购置税减半政策刺激下，2016年上半年汽车行业景气度回升明显，1-5月汽车销量同比增长7.0%，其中新能源汽车销量同比增长134.1%。2016年上半年智能汽车是最大的风口，新能源汽车一直处于牛市行情，两个指数均大幅跑赢汽车行业及沪深300指数。我们认为2016年下半年行业景气度有望持续：1) 新能源汽车牛市行情也将持续，建议重点关注电动物流车产业链及其上游的三元电池材料；2) 智能汽车有望风口再起，首选前期龙头或新出现优质标的；3) 低估值高增长标的将在年底及来年弥足珍贵，建议提前储备相关品种。

主要观点

- **新能源汽车产销翻倍增长，板块牛市继续。**2015年6月股灾后，在新能源汽车产销数据连创新高的刺激下，新能源汽车板块迎来持续性上涨行情，而在2016年初“骗补核查”、“补贴标准或再下降”等利空消息出来后，产销数据仍有翻倍增长，板块行情继续创新高，尤其是电池材料产业链。我们认为，新能源汽车板块仍处于牛市行情，并有望在下半年持续，建议关注电动物流车产业链及其上游三元电池材料，及前期涨幅较小的标的，尤其是具有安全边际的低估值标的。
- **智能汽车风口有望再起，关注前期龙头和新出现优质标的。**我们坚持智能汽车是今年最大的投资风口的观点。单车智能与车联网是智能汽车的两个发展方向。其中，单车智能是无人驾驶技术的基础，是实现无人驾驶终极形态的根本路径，车联网、智能交通系统为智能汽车提供了智能化的基础设施、道路及网络环境，助力无人驾驶技术的发展与普及，是未来交通的发展方向，智慧城市的重要组成部分。标的选择上应侧重无人驾驶及驾驶员辅助方向，车联网方向尚需时日等待。
- **低估值高增长标的在来年弥足珍贵。**在小排量汽车购置税减半政策刺激下，2016年汽车行业业绩增长确定性高，尤其是受益于原材料价格下降的零部件企业，而本次减税政策截至2016年底，即使2017年该政策能延续，相应的刺激需求释放的效果也会下降，行业销量、收入及利润增速下行是大概率的事件。估值相对较低，且能取得长期较高增长的公司较为稀缺，相应投资价值将会凸显，建议关注消费升级、排放升级、进口替代及出口四大方向的具有持续增长能力公司，我们重点推荐万里扬，并建议关注银轮股份。

评级面临的主要风险

- 1) 整体经济下行，汽车消费不足；2) 国家产业政策变化；3) 消费者偏好发生较大变化。

重点推荐

- **电动物流车方向：**我们重点推荐京威股份、东风汽车，并建议关注金龙汽车、江淮汽车、诺德股份、胜利精密、沧州明珠等。东风汽车是国内电动物流车龙头企业，京威股份参股的深圳五洲龙和江苏卡威均有电动物流车业务。
- **智能汽车方向：**我们重点推荐万安科技，建议关注中鼎股份、亚太股份、欧菲光、均胜电子。
- **低估值高增长：**我们重点推荐万里扬，公司即将收购奇瑞变速器业务，未来其自动变速器业务有望取得持续增长，并建议关注银轮股份。

资料来源：万得，中银证券

以2016年6月27日当地货币收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

彭勇*

(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514060001

*朱朋、魏敏为本报告重要贡献者

目录

政策刺激带来行业景气度持续回升.....	3
下半年增长确定性高，最大亮点仍在新能源汽车.....	9
新能源汽车牛市继续，关注物流车产业链.....	13
智能汽车有望风云再起.....	19
重点公司推荐.....	23
风险提示.....	25
研究报告中所提及的有关上市公司.....	26

政策刺激带来行业景气度持续回升

行业景气度回升明显

在 2015 年 7 月行业销量同比增速触底后，汽车行业景气度开始回升。2016 年 1-5 月汽车行业累计销量 1,075.5 万辆，同比增长 7.0%，其中乘用车销量 925.8 万辆，同比增长 7.8%；商用车销量 149.7 万辆，同比增长 2.3%。

图表 1. 2016 年汽车行业景气度回升



资料来源：中汽协

在 2015 年 10 月 1 日开始实施的 1.6 升及以下排量乘用车购置税减半政策的刺激下，行业景气度回升明显，2015 年第四季度销量出现大幅增长，2016 年上半年延续增长趋势。

图表 2. 政策实施后，刺激行业回升力度 (月度销量同比增幅)



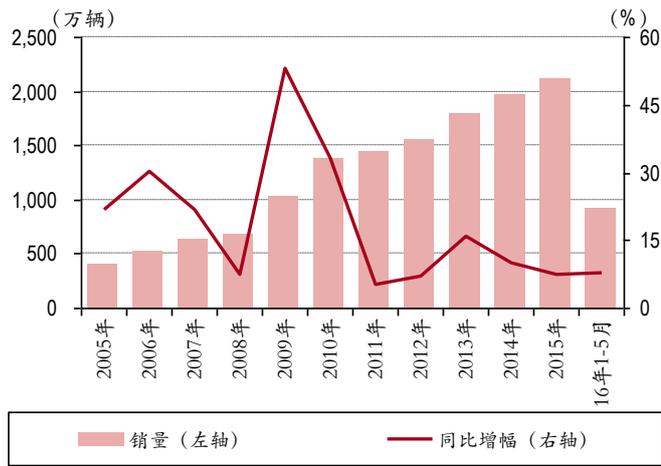
资料来源：中汽协，中银证券

注：考虑到春节影响，1-2 月数据均为合并计算

乘用车景气度仍高于商用车

2016 年仍是表现为“乘强商弱”，乘用车保有量仍有较大增长空间，在减税政策刺激下，需求释放较好；商用车保有量已经较高，主要靠更新需求释放，加之 2015 年 1 月 1 日全面实施国四，部分客户提前购买，导致基数较低，2016 年 1-5 月销量同比也有所增长，尤其是中重卡。

图表 3. 乘用车保持较高景气度



资料来源: 中汽协

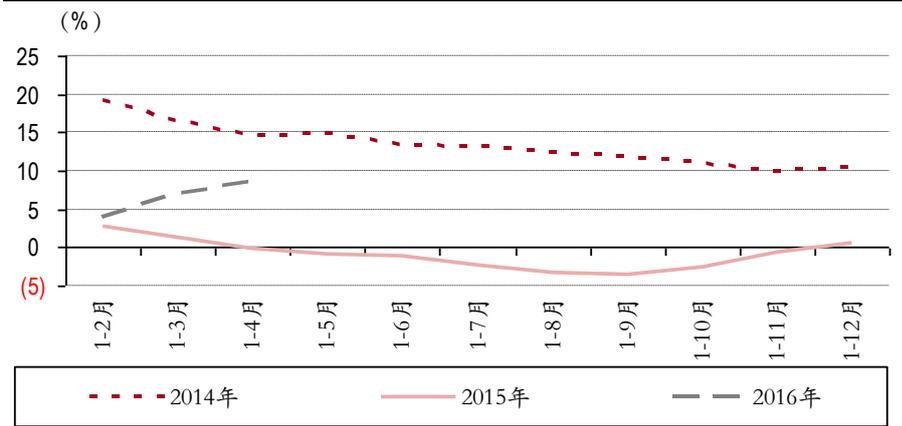
图表 4. 商用车销量触底回升



资料来源: 中汽协

在销量持续增长带动下,2016年1-4月汽车工业重点企业累计实现营业收入1.1万亿元,同比增长8.6%,从2015年第四季度开始收入增速逐渐上移。

图表 5. 汽车工业重点企业营业收入同比增幅



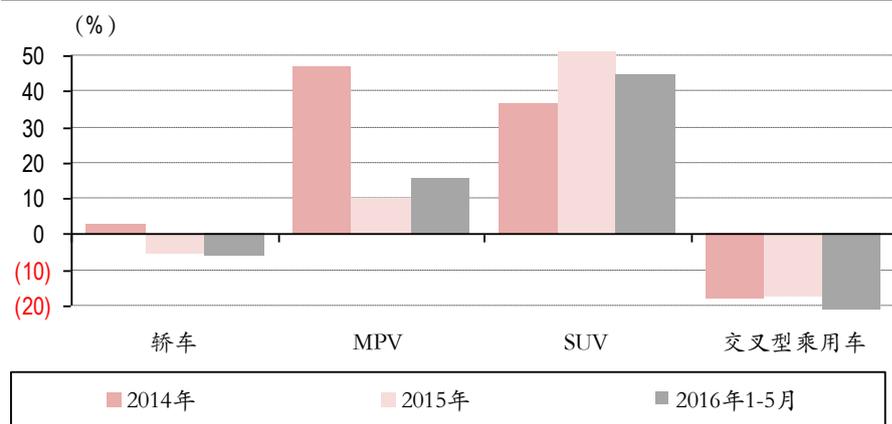
资料来源: 中汽协

SUV 车型仍是增长动力, 自主品牌市场份额提升明显

乘用车中 SUV 和 MPV 销量继续保持增长, 行业增量主要依靠 SUV, 轿车和交叉型乘用车延续 2015 年以来的销量下滑局面。

2016年1-5月SUV销量321.8万辆,同比增长45.0%,已占狭义乘用车总销量的36.2%。

图表 6. SUV 是乘用车增长动力 (分车型销量同比增幅)



资料来源: 中汽协

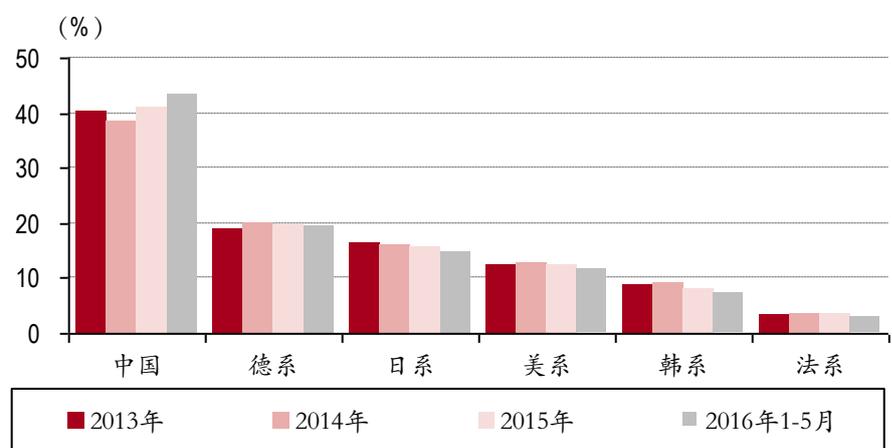
图表 7. SUV 销量已占狭义乘用车总销量的 36%



资料来源: 中汽协, 中银证券

凭借 SUV 车型销量大幅增长, 2016 年 1-5 月自主品牌市占率恢复至近 5 年的新高, 达到 43.4%。除自主品牌和德系市占率有所提升外, 美系、日系、韩系和法系均有所下滑。

图表 8. 依靠 SUV 车型销量增长, 自主品牌市占率继续提升



资料来源: 中汽协

重卡行业复苏明显，公交客车推动客车行业处在较好年景

正如我们在 2016 年度策略中分析预测，2016 年重卡行业迎来复苏，同期基数较低和更新需求释放是增长的主因。

2016 年 1-5 月重卡和中卡销量分别同比增长 14.6% 和 11.7%，明显好于商用车及卡车整体销量增速，也好于我们的预期。

按照中汽协数据，2016 年 1-5 月客车行业销量同比下滑 10.3%，其中大、中、轻型客车销量依次同比增长 7.8%、21.3%、-17.3%。工信部为了遏制微型面包车大型化趋势，加严相关车型技术要求，对车长 4.8 米左右的日系轻客影响较大，导致销量大幅下滑，而价值量大盈利能力强的大中客销量增长较好，行业景气度较 2015 年进一步好转。

按照中客网数据（统计口径与中汽协有差异，尤其是在轻客上），2016 年 1-5 月客车行业销量同比增长 16.4%，其中大、中、轻客销量依次同比增长-5.0%、45%、13.9%。

图表 9. 中轻型公交客车是 2016 年 1-5 月客车销量增长主力

(辆)	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比(%)	销量	增幅(%)	销量	增幅(%)	销量	增幅(%)
座位客车	14,243	7.5	13,398	6.4	26,997	(2.8)	54,638	1.9
校车	189	(66.1)	2,455	10.5	5,875	(6.8)	8,519	(6.2)
公交客车	9,975	(15.8)	16,329	122.9	4,166	46.1	30,470	38.3
卧铺与其它	53	(30.3)	391	19.9	6,734	346.0	7,178	275.4
合计	24,460	(5.0)	32,573	45.0	43,772	13.9	100,805	16.4

资料来源：中客网，中银证券

由于 2016 年新能源客车补贴调整较大，尤其是 2015 年销量主力 6-8 米下降幅度较大，而 8 米以上调整幅度较小，客车企业加大 8-10 米新能源客车推广力度，促使 2016 年 1-5 月中型公交客车销量大幅增长。

图表 10. 2016 年新能源客车补贴 (150 ≤ R < 250)

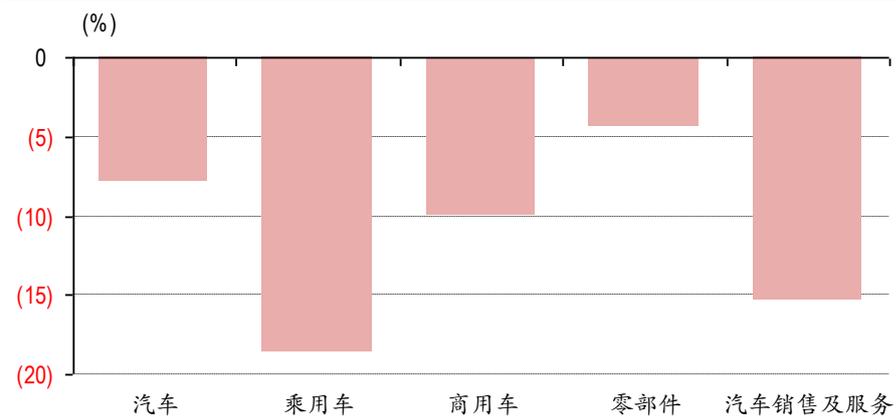
单位载质量能量消耗量 (E _{kg} , Wh/km·kg)	6 ≤ L < 8	8 ≤ L < 10	10 ≤ L < 12
2016 年补贴 (E _{kg} < 0.25)	21	33.6	42
相比于 2015 年的补贴降幅(%)	30	16	16

资料来源：中银证券

新能源汽车和智能汽车表现较好

在行业产销规模超 2,000 万辆及行业增幅下降的新常态下，以原有标准划分的细分板块（乘用车、商用车、零部件、汽车销售及服务）在 2016 年上半年表现一般，均无板块性机会，而智能汽车和新能源汽车两大新兴板块表现强劲。

图表 11. 汽车行业分板块指数表现

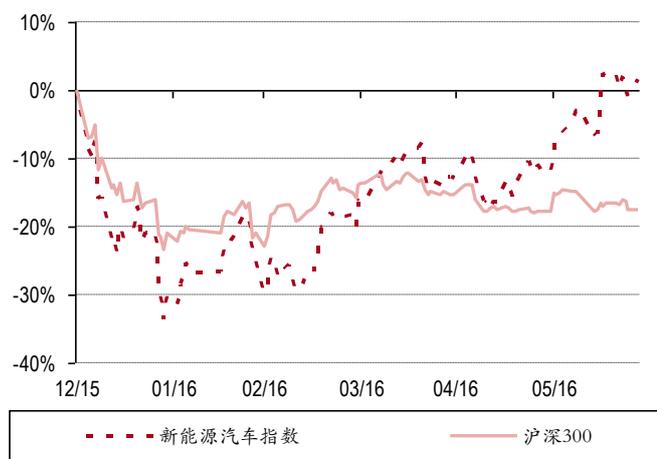


资料来源：万得

2016 年上半年新能源汽车表现更为稳定持续,从3月中下旬开始的反弹并持续创新高,而智能汽车在3-4月表现强劲,部分龙头标的股价翻倍。

新能源汽车涨幅较高的大多集中在锂电池产业链,新能源整车板块表现较为一般(仅中通客车一枝独秀),而智能汽车表现最好的是汽车零部件企业。

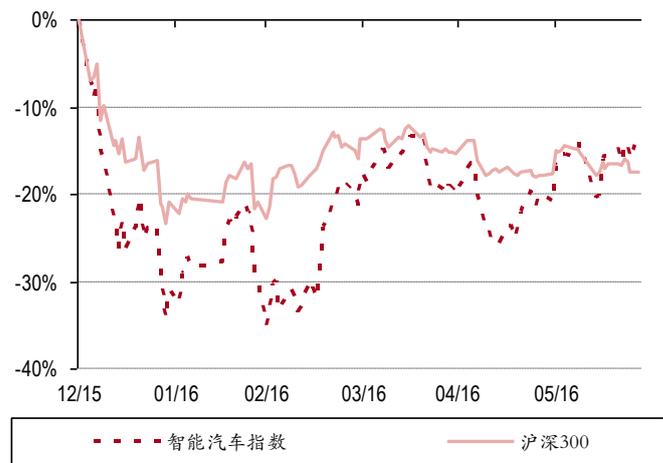
图表 12. 新能源汽车指数大幅跑赢沪深 300



资料来源：万得

注：对应 2016 年 6 月 27 日收盘价

图表 13. 智能汽车阶段性表现强劲



资料来源：万得

注：对应 2016 年 6 月 27 日收盘价

我们在 2016 年度策略《智能汽车将是最大风口》里面重点推荐的万安科技、双林股份、宁波华翔、中通客车均有较好表现,均在汽车行业上市公司涨幅前 10 名以内,另外我们重点推荐的方正电机也表现不错。

图表 14. 汽车行业 2016 年上半年涨幅前 20 名上市公司

代码	名称	涨跌幅(%)	子板块	备注
603701.CH	德宏股份	330.1	零部件	次新股
300507.CH	苏奥传感	294.9	零部件	传感器、次新股
603377.CH	东方时尚	99.5	汽车销售及服务	次新股
002537.CH	海立美达	90.4	零部件	并购重组, 区块链
000957.CH	中通客车	72.3	商用车	新能源汽车
000980.CH	金马股份	69.7	零部件	新能源汽车、并购重组
300258.CH	精锻科技	42.2	零部件	新能源汽车、智能汽车
300432.CH	富临精工	38.5	零部件	并购重组、锂电池
300100.CH	双林股份	37.6	零部件	新能源汽车、智能汽车
002048.CH	宁波华翔	32.8	零部件	并购重组、特斯拉
002590.CH	万安科技	27.7	零部件	智能汽车、新能源汽车
600699.CH	均胜电子	24.0	零部件	并购重组、智能汽车、特斯拉
601799.CH	星宇股份	23.0	零部件	智能汽车
002265.CH	西仪股份	22.1	零部件	并购重组
603788.CH	宁波高发	18.8	零部件	并购重组、智能汽车
002196.CH	方正电机	18.6	零部件	新能源汽车
601689.CH	拓普集团	18.0	零部件	智能汽车
603306.CH	华懋科技	15.6	零部件	高送转
002684.CH	猛狮科技	13.4	零部件	锂电池
603023.CH	威帝股份	10.1	零部件	智能汽车

资料来源: 万得, 中银证券

注: 对应 2016 年 6 月 27 日收盘价

下半年增长确定性高，最大亮点仍在新能源汽车

在小排量乘用车购置税减半政策的刺激下，加上商用车更新需求释放，2016年下半年汽车行业将继续保持较高的景气度。

我们预计2016年汽车行业销量有望达到2,665万辆，同比增长8.4%，其中乘用车销量2,310万辆，同比增长9.2%；商用车销量355万辆，同比增长2.9%。

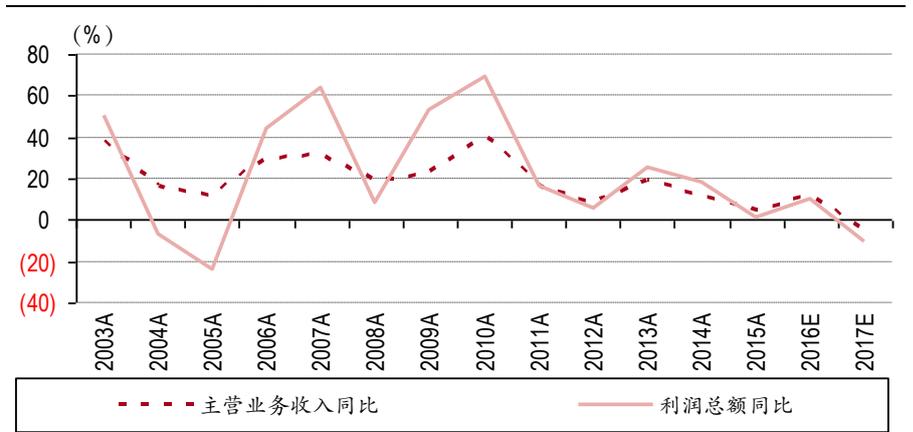
图表 15. 预计 2016 年乘用车销量增长提速，商用车迎来反弹

(万辆)	2013	2014	2015	2016E	2017E
汽车总计	2,198	2,349	2,460	2,665	2,641
同比(%)	13.9	6.9	4.7	8.4	(0.9)
其中：乘用车	1,793	1,970	2,115	2,310	2,295
同比(%)	15.7	9.9	7.3	9.2	(0.6)
商用车	406	379	345	355	346
同比(%)	6.4	(6.5)	(9.0)	2.9	(2.5)

资料来源：中汽协，中银证券

2016年1-4月汽车工业重点工业集团营业收入同比增长8.6%，在行业销量接近两位数增长的情况，预计汽车行业营收和利润均有望实现两位数的增长。

图表 16. 2016 年是好年景，汽车行业营收及利润均有望实现两位数增长



资料来源：中汽协，中银证券

低库存政策刺激，乘用车增长确定性高

在2015年4季度行业回暖后，整车企业为了完成年度目标，年底加大批发量，导致2016年初经销商库存较高，经过整车企业控制及去库存后，经销商库存已处于较低水平。中国汽车流通协会对外发布2016年5月份汽车经销商综合库存系数为1.38，经销商库存水平低于警戒线。较低的库存将有助于2016年下半年乘用车销量的增长。

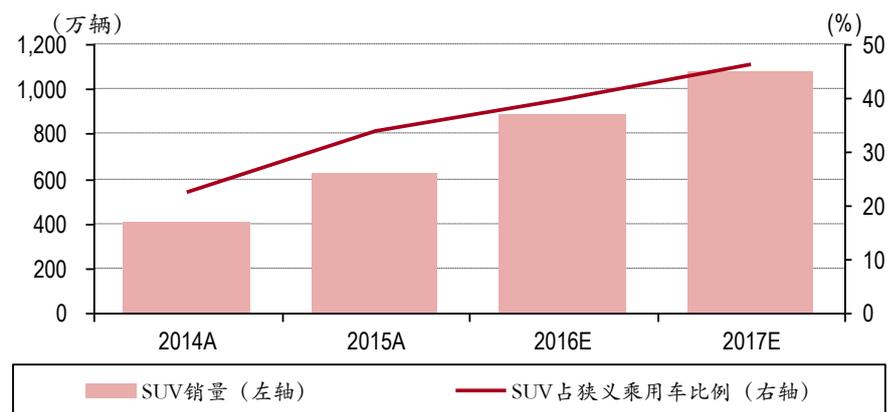
图表 17. 最新的 5 月库存低于警戒线



资料来源：中国汽车流通协会

2016 年上半年 SUV 销量继续保持高速增长, 增幅超出我们预期, 消费者对 SUV 偏好的趋势未变, 预计 SUV 销量占狭义乘用车比例超过 50%; 同时, MPV 销量也略微好于我们预期, 而轿车和交叉型乘用车销量低于我们预期。

图表 18. SUV 销量占狭义乘用车比例继续上升, 并有望超 50%



资料来源：中汽协, 中银证券

我们略微调整了一下 2016 年销量预测, 预计乘用车销量达 2,310 辆, 同比增长 9.2%, 其中轿车 1,108 辆, 同比下滑 5.5%; MPV 242 辆, 同比增长 14.9%; SUV 885 辆同比增长 42.3%; 交叉型乘用车 75 万辆, 同比下滑 31.8%。

图表 19. 乘用车分车型销量预测

(万辆)	2013	2014	2015	2016E	2017E
乘用车总计	1,793	1,970	2,115	2,310	2,398
同比(%)	15.7	9.9	7.3	9.2	3.8
其中: 轿车	1,201	1,238	1172.0	1108.0	1010.0
同比(%)	11.8	3.1	(5.3)	(5.5)	(8.8)
MPV	131	191	210.7	242.0	248.0
同比(%)	164.5	46.7	10.1	14.9	2.5
SUV	299	408	622.0	885.0	1080.0
同比(%)	49.4	36.4	52.5	42.3	22.0
交叉型乘用车	163	133	109.9	75.0	60.0
同比(%)	(28.0)	(18.1)	(17.5)	(31.8)	(20.0)

资料来源：中汽协, 中银证券

中重卡触底反弹已确认

2016年1-5月中重卡销量反弹是商用车销量恢复正增长的动力，预计有望延续到年底，中重卡景气度回升幅度略微高于我们预期，但轻卡却出现意料之外的下滑，轻卡销量下滑或因国四轻卡价格提高较大，导致部分客户转向微卡及低速货车。

我们预计2016年中重卡销量有望达到62万辆水平，较2015年增长12.7%，中卡销量和微卡销量有不错增长，轻卡销量或略有下滑。

图表 20. 2016年中重卡迎来反弹，轻卡不太乐观

(万辆)	2013	2014	2015	2016E	2017E
卡车总计	350	318	286	301	291
同比(%)	15.7	(8.9)	(10.2)	5.2	(3.5)
其中：重卡	77	74	55	62	57
同比(%)	21.7	(3.9)	(26.1)	12.7	(8.1)
中卡	29	25	20	22	19
同比(%)	(1.2)	(13.6)	(19.3)	10.0	(13.6)
轻卡	191	166	156	152	159
同比(%)	3.6	(12.9)	(6.2)	(2.6)	4.6
微卡	53	53	55	65	56
同比(%)	(1.5)	0.5	3.8	18.2	(14.6)

资料来源：中汽协，中银证券

上半年客车表现超出预期，下半年还看新能源

在经历三年的低速增长（2012-2014年客车销量依次增长5.6%、-0.6%、2.7%）情况下，2015年客车行业取得13.8%的增长，2016年1-5月延续2015年趋势，销量同比增长16.4%，超出我们预期，中轻型公交客车和轻型专用客车贡献了主要增量。相关增量车型大多是新能源车型，其中轻型专用客车主要是用于城市物流的纯电动车。

我们认为，8-10米纯电动客车补贴额度下降幅度相对较小，以及电动专用车补贴额度相对来说较高，并且均有较大需求，2016年下半年中型新能源公交客车和轻型电动物流客车增长趋势有望持续，客车行业增长趋势有望保持。

我们预计2016年客车销量有望达到36.9万辆，同比增长24.5%，其中公交客车和其它客车（专用客车）将贡献绝大部分增量。

图表 21. 客车销量预测（中客网统计口径）

(辆)	2013	2014	2015	2016E	2017E
座位客车	142,001	147,349	160,162	169,000	153,000
校车	28,429	24,663	24,740	23,100	25,000
公交客车	79,984	84,291	100,688	131,000	118,000
其它	3,059	3,956	10,520	45,600	59,500
合计	253,473	260,259	296,110	368,700	355,500

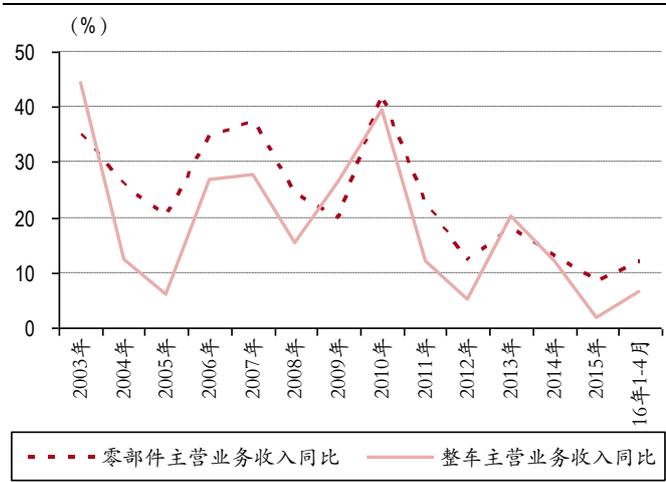
资料来源：中客网，中银证券

行业上升周期，零部件企业营收及利润均有望较快增长

2016年上半年整车企业正在控制库存，并向经销商“输血”，收入及利润增长较零部件企业略有逊色，2016年1-4月零部件企业营业收入同比增长12.1%，利润总额同比增长21.0%，远好于整车企业平均水平。

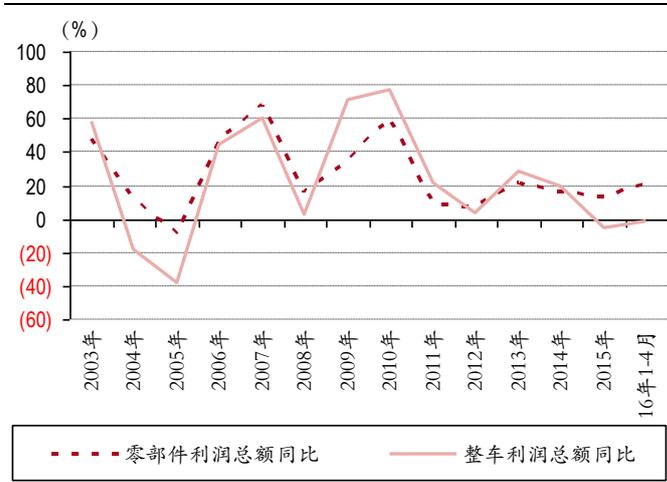
依靠原材料价格一直处于低位，下游整车销售情况较好，预计零部件企业营收及利润保持两位数增长的概率较高，这种趋势有望持续到2017年第一季度。

图表 22. 零部件与整车主营业务收入同比增幅对比



资料来源：国家统计局

图表 23. 零部件与整车利润总额同比变化对比

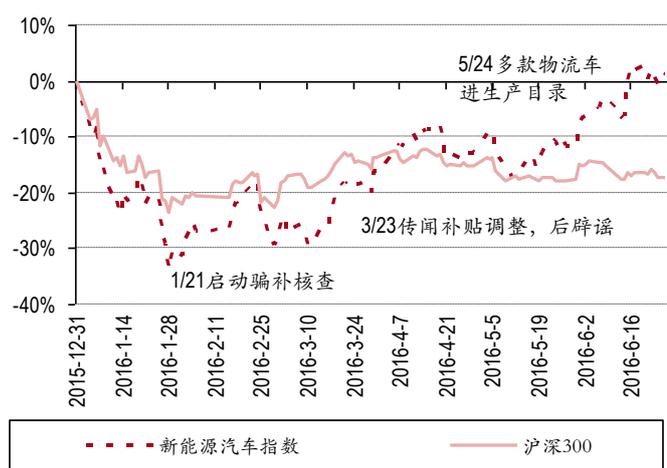


资料来源：国家统计局

新能源汽车牛市继续，关注物流车产业链

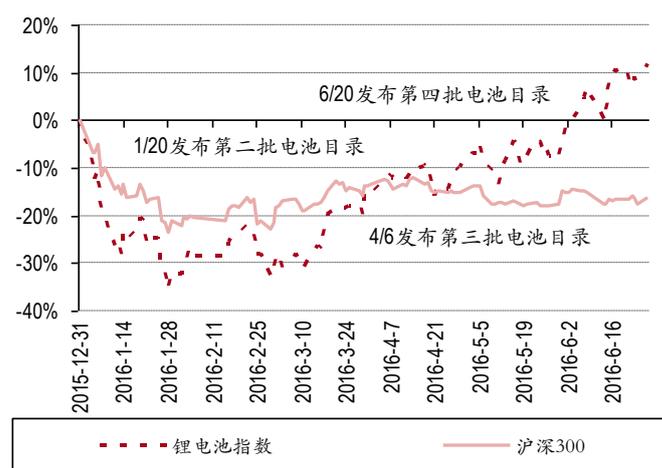
2015年6月股灾后，在新能源汽车产销数据连创新高的刺激下，新能源汽车板块迎来持续性上涨行情，而在2016年初“骗补核查”、“补贴标准或再下降”、等利空信息下，产销数据仍有翻倍增长，板块行情继续创新高，尤其是电池材料产业链。截至6月下旬，新能源汽车指数跑赢沪深300指数19个百分点，锂电池指数跑赢沪深300指数28个百分点，新能源汽车板块仍处于牛市行情。

图表 24. 新能源汽车指数跑赢沪深300指数19个百分点



资料来源：万得

图表 25. 锂电池指数跑赢沪深300指数28个百分点



资料来源：万得

中汽协数据显示，2016年1-5月新能源汽车生产13.2万辆，销售12.6万辆，比上年同期分别增长131.4%和134.1%。其中纯电动汽车产销分别完成9.9万辆和9.2万辆，比上年同期分别增长175.1%和176.2%；插电式混合动力汽车产销分别完成3.3万辆和3.4万辆，比上年同期分别增长55.8%和65.0%。

我们预计2016年新能源汽车销量有望达到60万辆，其中乘用车42万辆，商用车（含电动物流车）18万辆，其中新能源乘用车、电动物流车有望翻倍增长。

补贴政策调整，物流车相对受益

2015年4月国家发布了2016-2020年新能源汽车购置补贴政策，但2015年第四季度纯电动客车等集中上量，导致2016年1月国家启动补贴核查，以及后续可能调整补贴政策。根据传闻中的补贴调整政策来看，6-8米纯电动客车补贴调整幅度可能较大，销量预计也将大幅下降。而乘用车和专用车补贴调整相对较小，预计产销将保持快速增长。

1) 乘用车补贴2016年基本保持现有水平，小型电动车经济性更好。

我们可以按照不同级别的乘用车进行基本测算。首先以A00级纯电动轿车为例，最高速度100km/h，续航里程150km以上，电池电量约20kWh，电池成本约3.6万元，电机电控成本约1万元，三电总体成本约5万元，国家补贴4.5万元，基本可以覆盖增加成本，满足代步需求，且经济性较好。如果是A级电动乘用车，电池装电量约45kWh，电池成本约8万元，电机电控约2-3万元，国家补贴加1:1地补才勉强覆盖三电成本。电动车型越大，经济性相对越差。从2015年全年数据来看，纯电动乘用车的主力车型为A00级车，全年产量占比高达63%，A0级及以下车型占比高达82%，小型化趋势明显。

图表 26. 2016 年新能源乘用车补贴

车型类别	续航里程(公里)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
纯电动乘用车	80=<R<150 (2013-2015 年)	3.15	-	-	-	-	-
	100=<R<150 (2016-2020 年)	-	2.5	2	2	1.5	1.5
	150=<R<250	4.5	4.5	3.6	3.6	2.7	2.7
	R>=250	5.4	5.5	4.4	4.4	3.3	3.3
插电式混合动力乘用车 (含增程式)	R>=50	3.15	3	2.4	2.4	1.8	1.8

资料来源：工信部、中银证券

2) 新能源客车 2016 年补贴标准变化较大，6-8 米客车补助有较大下降。

图表 27. 2016 年新能源客车补贴

车辆类型	单位载质量 能量消耗量 (E_{kg} , Wh/km·kg)	标准车 (10 米 < 车长 ≤ 12 米) 纯电动续航里程 R (等速法、公里)					
		6 ≤ R	20 ≤ R	50 ≤ R	100 ≤ R	150 ≤ R	R ≥
		< 20	< 50	< 100	< 150	< 250	250
纯电动客车	$E_{kg} < 0.25$	22	26	30	35	42	50
	$0.25 \leq E_{kg} < 0.35$	20	24	28	32	38	46
	$0.35 \leq E_{kg} < 0.5$	18	22	24	28	34	42
	$0.5 \leq E_{kg} < 0.6$	16	18	20	25	30	36
	$0.6 \leq E_{kg} < 0.7$	12	14	16	20	24	30
插电式混合动力客车 (含增程式)		/	/	20	23		25

资料来源：工信部、中银证券

上述补助标准以 10-12 米客车为标准车给予补助，其他长度纯电动客车补助标准按照上表单位载质量能量消耗量和纯电动续航里程划分，插电式混合动力客车 (含增程式) 补助标准按照上表纯电动续航里程划分。其中，6 米及以下客车按照标准车 0.2 倍给予补助；6 米 < 车长 ≤ 8 米客车按照标准车 0.5 倍给予补助；8 米 < 车长 ≤ 10 米客车按照标准车 0.8 倍给予补助；12 米以上、双层客车按照标准车 1.2 倍给予补助。

6-8 米纯电动客车补贴降幅较大，加上传闻补贴会进一步下降，因此套利空间进一步缩小。但 8 米以上的电动客车需求依然存在，各地公交的新能源化替代将会催生大量刚性需求。

3) 专用车补贴降幅较小，整体经济性良好。

2016 年纯电动、插电式混合动力 (含增程式) 等专用车、货车推广应用补助标准按电池容量每千瓦时补助 1,800 元，并将根据产品类别、性能指标等进一步细化补贴标准。

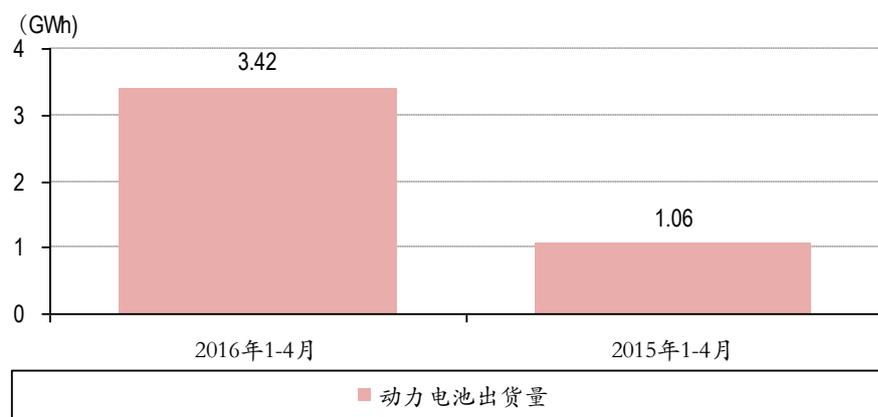
以微型面包车改装物流车为例，装 30 度电池，电池成本约 5.4 万元块，加上电机电控约 1 万元，三电整体成本不到 6.4 万元，扣除不用装发动机和变速箱的 1 万元，也就是说整体的成本增加也就是 5.4 万左右，正好可以被每度电 1,800 元补贴覆盖。加上一定数额的地补，整体经济性良好。

新能源产销翻倍增长，带动电池产业链量价齐飞

新能源乘用车销量相对乘用车企业总销量来说，占比较低，销量翻倍对乘用车企业的利润边际作用较小，因此市场火力较为集中于电动物流车领域以及相关三元电池、电机产业链。自 2016 年 5 月底，电动物流车进入工信部 285 批产品公告后，相关标的短期迅速爆发。

据第一电动研究院数据梳理，2016 年 1-4 月动力电池出货量达 3.42Gwh，较之去年同期 1.06wh 的出货量增长 2.38 倍。其中磷酸铁锂电池出货量达 2.6Gwh，占比高达 75%，较之去年同期增长超过 2 倍。而三元材料电池出货量不足 1Gwh，占比达 23%，但与去年同期相比增幅达 3.47 倍。

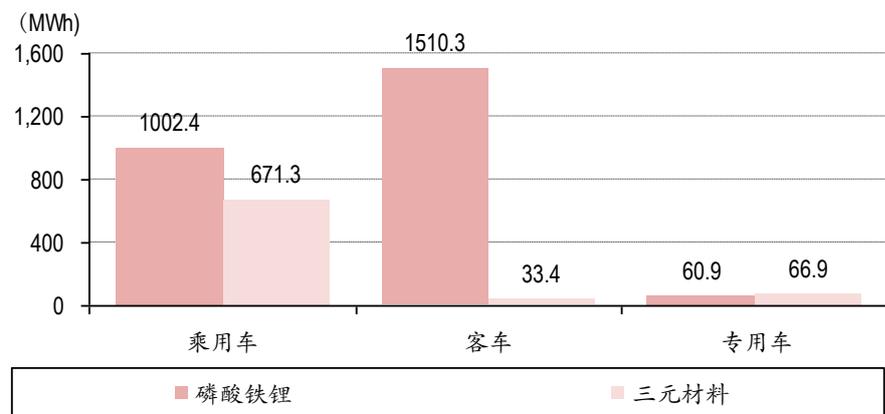
图表 28. 动力电池出货量同比高速增长



资料来源：第一电动车网

从电池需求的角度来看，新能源汽车产销超过翻倍增长，加上部分上年 4 季度电动车补装，电池产业高速发展，推动电池材料上游量价齐涨，相关股票也屡创新高。

图表 29. 不同车型的动力电池出货量



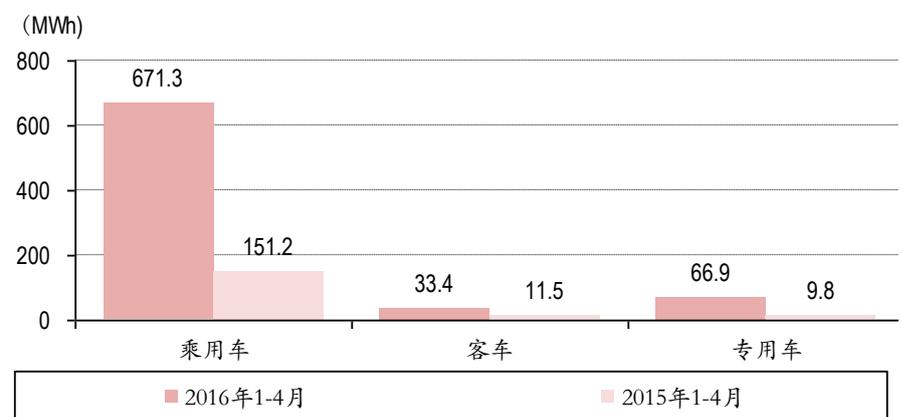
资料来源：第一电动车网

三元电池份额提升，建议关注隔膜及铜箔

国家目前暂停三元电池在客车领域使用，但客车原本使用三元电池的基数较低，影响有限，且待相关法规完善后，也有望解禁。在乘用车及专用车领域，三元材料具有较高的能量密度，发展前景看好。乘用车领域三元份额快速上升，大厂一般使用品质较高的三元电池，高端产品短期不会供过于求。专用车领域，物流车等对电池要求相对较低，国内二三线电池厂商配套机会较大。

要满足动力电池系统总质量占整车整备质量比例不超过 25% 等技术要求，能量密度更高的三元电池渗透率有望进一步提升。工信部 285 批目录中，103 款电动物流车车型中，71 款采用三元材料路线，22 款采用磷酸铁锂路线，三元占比为 69%，与 2015 年电动专用车中三元占比 62% 有较大提升。2015 年电动物流车预计年销量 8-10 万辆，以单车平均装 40kwh 电池及三元电池渗透率 70% 计算，电动物流车的三元电池需求量达 2.3-2.8GWh，与 2015 年 1.1GWh 相比有望实现翻倍增长。

图表 31. 三元电池出货量同比高速增长



资料来源：第一电动车网

前三批共有 25 家电池企业入围，加上第四批电池目录 31 家，以及第五批的潜在入围标的，电池目录引起的稀缺性将逐渐消失。2016 年全年动力电池需求约 25-30Gwh，前三批目录企业电池产能基本可以满足需求，正极、负极、电解液价格也基本稳定，但湿法隔膜和铜箔相对较为稀缺，存在投资机会，建议关注沧州明珠、胜利精密和诺德股份。

锂电池隔膜总体供应过剩，但湿法隔膜供应不足。磷酸铁锂电池主要使用干法隔膜，目前国内企业基本可以完成进口替代，但过剩产能导致行业竞争加剧。三元电池以湿法隔膜为主，市场占有率提升推动湿法隔膜需求快速增长。但 2015 年湿法隔膜出货量仅占总隔膜产量的 25%，结构性供需失衡仍将存在。建议关注沧州明珠和胜利精密。

沧州明珠是国内锂电池隔膜龙头企业，2016 年初顺利投产 2,500 万平米湿法锂电隔膜产能，并计划将募集资金用于年产 10,500 万平方米湿法锂电池隔膜项目。胜利精密控股子公司苏州捷力是国内湿法隔膜领域领先的生产制造商，已实现与 ATL、LG、三星等一线厂商的稳定批量供货。公司现有湿法隔膜产线 2 条，年产能 7,000-8,000 万平方米。今年将新增 4 条湿法产线，预计新增年产能可达 1.5 亿平方米。

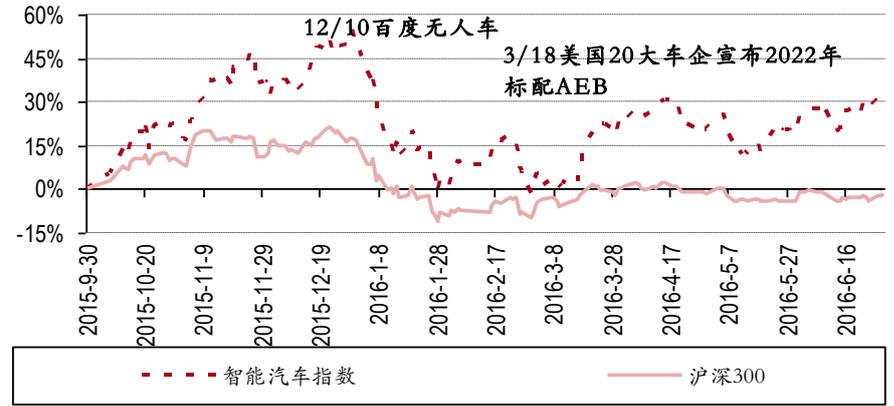
铜箔供需失衡，量价齐飞提升盈利水平。锂电铜箔作为负极材料载体及负极集流体，是锂电池的重要材料，约占锂电池材料成本的8%。近年来随着我国新能源汽车产业的蓬勃发展，对锂电池用电解铜箔需求量急剧攀升，2015年锂电池铜箔消费量增加40%以上，已达30,000吨/年，预计到2020年，新能源汽车产量将达到200万辆，消耗电解铜箔量为10万吨/年左右，年增速高达30%以上。国内动力电池出货量逐年飞速上升，但锂电铜箔产能提升缓慢，供需关系即将迎来转折点，未来有望量价齐飞，带动企业盈利能力快速上升。

建议关注诺德股份，电子铜箔产能2.7万吨，锂电铜箔市场占有率近30%，计划投资扩产锂电铜箔产能4.0万吨，未来量价齐飞带来巨大业绩弹性。

智能汽车有望风云再起

从2015年12月初和2016年3月底开始,智能汽车在A股市场刮起来两次风潮,相关标的均有上佳表现,龙头标的万安科技和亚太股份均有翻倍行情。

图表 32. 智能汽车指数显著跑赢沪深 300 指数

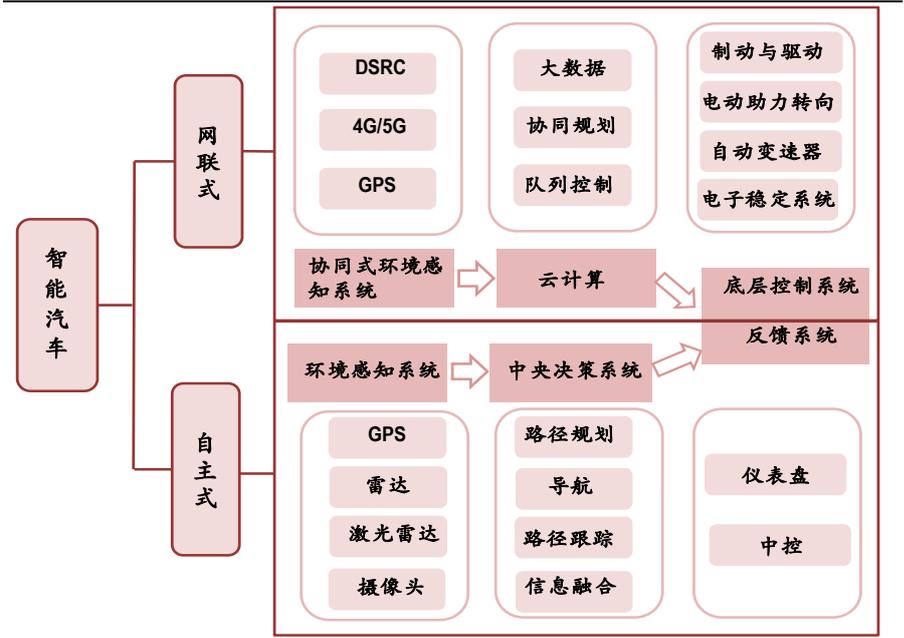


资料来源: 万得, 中银证券

随着经济的发展,车辆的增多造成了严重的污染、拥堵与交通安全问题。电子、智能、通信等技术飞速发展,并不断向汽车行业渗透,自动驾驶成为“互联网+”浪潮的下一个风口,是提高道路使用效率、保证驾驶安全及降低能源消耗的必由之路,也是汽车发展的终极方向。自动驾驶的实现需要感知、决策和执行系统的协调配合,互联网企业、零部件企业与整车厂纷纷布局发力,竞相抢占。随着自动驾驶技术逐步成熟以及硬件系统成本急速下降,消费者对汽车智能化的需求也日益强烈,产业爆发在即。

智能汽车是指汽车像人一样具有环境感知与决策控制能力,能够自动分析车辆行驶的安全及危险状态,并使车辆按照人的意愿到达目的地,实现人、车、路等智能信息交换,最终实现无人驾驶。其实现形式包括通过先进传感器如雷达、摄像头、控制器、执行器等车载装置的自主式途径与通信互联等信息终端装置的互联途径。智能部件与车联网是实现无人驾驶的基础设施,同时人类对汽车信息、娱乐、导航功能提出了更高的要求,未来汽车发展的必由途径应是集娱乐性、舒适性、安全性于一体的智能汽车。

图表 33. 智能汽车路径实现图



资料来源：2015 汽车产业国际投资论坛，中银证券

按照美国高速公路安全局分类，无人驾驶分为五个阶段：手动驾驶、驾驶辅助、半自动驾驶、高度自动驾驶和完全自动化驾驶。当前驾驶辅助与半自动驾驶技术的部分功能主要在中高端车上搭载，高度自动驾驶技术则主要处于试验阶段。随着谷歌、百度等越来越多的实验性自动驾驶汽车取得成功，沃尔沃、特斯拉、奔驰等具有半自动驾驶功能的汽车也已经上路，技术领域突破迅速。国内车企如北汽集团、上汽集团等大型车企也纷纷涉足无人驾驶，与互联网企业或科研机构展开合作，进行无人驾驶的自主研发。在今年的 CES 展和北京车展中，全球整车厂、汽车零部件巨头、互联网企业等依托各自优势集中展现其在智能网联汽车领域的研发成果，无人驾驶相关技术的发展将成为未来五至十年内车企新的增长点。

图表 34. 无人驾驶实现层次图

功能等级	功能介绍	功能具体模块
Level0 手动驾驶	由驾驶员完全控制汽车的原始底层结构	-
Level1 驾驶辅助 (ADAS)	汽车具有一个或多个提示预警功能，甚至简单的自动控制功能	LDWS 车道偏离警告、TLR 交通信号灯识别、NV 夜视系统、DDD 驾驶员疲劳探测、FCWS 正面碰撞警告、BLIS 盲点探测、ALC 自适应灯光控制、TWC 实时交通系统、ISA 电子警察系统、AVM 全景驾驶辅助、TPMS 胎压监测、HUD 抬头显示
Level2 半自动驾驶 (PA)	具有至少两个原始控制功能融合在一起，全不需要驾驶员对这些功能进行控制	ABS 防抱死系统、AP 自动泊车系统、AEB 紧急自动刹车、ELA 紧急车道辅助、ESP 车身稳定系统、EBD 电子制动力分配、电子差速锁止、BAS 制动辅助系统、全自动泊车系统、智能车速辅助、后向驾驶辅助、TCS/ASR 牵引力控制系统、LDWS 车道辅助转向、VCS 车联网、ACC 自适应巡航、LCA 车道保持与跟踪、CAS 预碰撞系统、EVW 电动汽车报警、PPS 行人保护系统、转向及穿行辅助、HDC 下坡控制系统
Level3 高度自动驾驶 (HA)	在特定交通环境下驾驶员不用控制汽车，如 Google 无人驾驶汽车	编队行驶、主动避碰、主动超车、主动变道、车辆交汇、汇入/离开车流、全局/局部路径规划
Level4 完全自动化 (FA)	汽车完全取代人甚至超越人，将全程检测交通环境，实现所有的驾驶目标，驾驶员只需提供目的地或输入导航信息，理论上说任何人都都不需要对车辆进行干预	全路况、全天候、无人介入驾驶

资料来源：NHTSA，中银证券

智能刹车系统等主动安全技术能有效的保障汽车行驶安全和预防事故发生，各国纷纷出台安全法规及政策促进汽车辅助驾驶系统的搭载。2016年3月，大众、通用和丰田等二十家车企在美国相关部门机构的推动下签订协议，计划到2022年将自动紧急刹车AEB（Automatic Emergency Braking Systems）系统作为标准配置。AEB系统是利用雷达传感等技术自动测算安全距离，通过警报提示和自动制动的方式避免追尾等事故的发生，是智能驾驶的重要基础技术。我国尚未将AEB作为强制性标准，在国内AEB系统仅用于少数豪华或进口车辆上，但随着人们对主动安全需求的提升，未来我国也可能将AEB作为强制性安装要求，其在未来必将具有广阔的市场前景。

奥巴马政府与联合国相继宣布将制定一系列政策规范保障自动驾驶，英国等主要发达国家也采取多种措施支持企业开展无人驾驶汽车的研究和测试。中国制造2025规划提出，逐步实现车辆信息化、智能化，2020年掌握智能辅助驾驶总体与各项关键技术，初步建立智能网络汽车体系，到2025年掌握自动驾驶总体及各项关键技术，建立完善的智能网联汽车体系，智能网联汽车在“十三五”期间将迎来重大利好的前景逐渐清晰。未来在政策和行业层面将出现更多的利好，在辅助驾驶、无人驾驶方面相关法律法规也会逐步出台与完善，推动智能汽车产业规范发展，加速形成可行的商业模式，实现规模化生产和应用。

图表 35. 智能驾驶相关法规与标准

地区	机构	规定
美国	NHTSA	2011年将车辆安全评分中列入前撞预警FCW
		自2018年开始，五星安全标准必须配备自动紧急制动AEB 占据美国汽车市场份额99%以上的20家车企宣布2022年起乘用车标配AEB
欧洲	NCAP	2013年11月，大型商用车强制安装AEB
		2014年起，乘用车要获得五星评分必须有至少一项主动安全技术，包括AEB、ACC、LDW、LKA等
澳大利亚	A-NCAP	2012年起强制要求新车安装AEB
日本	MLIT	2014年将AEB纳入安全评分系统2016年起强制要求新车安装AEB
中国	C-NCAP	拟于2018年在安全评分体系中加入FCW、AEB、LDW、PDS等

资料来源：百度资料，中银证券

智能汽车是集环境感知、规划决策、多等级辅助驾驶等功能于一体的综合系统，集中运用了计算机、传感、模式识别、通讯信息及自动控制等多种技术，产业链涉及的领域广泛，产业未来的增长空间巨大，规模可达万亿级别。今年产业界会持续不断推出新的无人驾驶车型、重量级的核心部件，重大展览会有持续刺激点出现，一级市场投资也会大幅增多，智能汽车全年不缺催化事件。智能汽车的相关产业链机会是率先布局的绝佳选择并值得长期持续关注。

我们坚持智能汽车是今年最大的投资风口的观点，建议关注行业龙头标的及新出现的优质标的。单车智能与车联网是智能汽车的两个发展方向。其中，单车智能是无人驾驶技术的基础，是实现无人驾驶终极形态的根本路径，车联网、智能交通系统为智能汽车提供了智能化的基础设施、道路及网络环境，助力无人驾驶技术的发展与普及，是未来交通的发展方向，智慧城市的重要组成部分。标的选择上应侧重无人驾驶及驾驶员辅助方向，车联网方向尚需要时日等待，重点推荐万安科技，建议关注中鼎股份、亚太股份、欧菲光、均胜电子等。

图表 36. 涉足无人驾驶主要上市公司梳理

证券代码	证券名称	主要产品与布局领域
002590.CH	万安科技	主营汽车制动系统，拓展电控制动系统，与瀚德设立合资公司布局 EMB 技术，参股飞驰镁物布局车联网
002284.CH	亚太股份	主营乘用车制动系统，参股前向启创布局 ADAS 系统，参股钛马信息布局车联网
002456.CH	欧菲光	主营触摸屏、摄像头模组与指纹模组，从汽车摄像头与中控切入汽车电子，拓展 ADAS 系统解决方案领域；参股华东电汽、南京天擎，布局汽车电子
600699.CH	均胜电子	主营汽车电子、内外饰功能件、工业自动化及机器人；收购主营安全气囊与主动安全产品的 KSS 和主营车载导航系统的 TS 公司，布局智能驾驶和车联网
000882.CH	中鼎股份	主营汽车橡胶配件，收购德国 AMK，切入特斯拉供应链，布局电机电池控制系统、驾驶辅助和底盘电子控制系统
601689.CH	拓普集团	主营汽车减震器与内饰功能件，增发建设汽车智能刹车系统项目、汽车电子真空泵项目
002448.CH	中原内配	主营气缸套以及轴瓦，参股灵动飞扬布局 ADAS 系统
601799.CH	星宇股份	主营 ADB 智能大灯系统、LED 车灯产品
600718.CH	东软集团	主营系统集成、软件产品销售、软件定制，2004 年成立汽车电子研发中心，技术积累深厚，包含车载娱乐、汽车导航、Telematics/LBS、汽车辅助驾驶、车载通信等业务
603788.CH	宁波高发	主营变速操纵器及软轴、汽车拉索；参股购雪利曼电子及雪利曼软件，转型汽车电子业务
002488.CH	金固股份	主营钢制车轮；先后参股上海语境、车友网、苏州智华，进军车联网及智能驾驶领域
300100.CH	双林股份	主营汽车配件销售，自有资金 1 亿元用于投资自动驾驶项目

资料来源：中银证券

重点公司推荐

- **京威股份：内外饰件等主业夯实，新能源汽车助力大跨越。**京威股份是国内中高档乘用车外饰件行业的龙头企业。公司拟收购江苏卡威 35% 股权，加上此前收购深圳五洲龙 48% 股权，认购长春新能源 20% 股权，控股股东中环投资收购德国斯图加特电动车有限公司 75% 股权，新能源汽车产业布局更加完善。五洲龙在新能源客车领域技术和市场优势突出，江苏卡威在新能源专用车等领域有较强的产品和市场优势，并有望在新能源乘用车领域有所作为。公司通过收购整合，有望合力快速发展。此外，公司先后收购宁波福尔达 100% 股权、吉林华翼 100% 股权、无锡星亿 48% 股权等，内外饰件等主业夯实，未来有望继续快速发展。我们预计京威股份 2016-2018 年每股收益分别为 0.97 元、1.08 元和 1.19 元，给予公司 20 倍 2017 年市盈率，合理目标价为 21.60 元，维持**买入**评级。
- **万里扬：收奇瑞 CVT 完善变速箱布局，百亿蓝海待爆发。**万里扬是国内中轻卡变速器龙头企业，主要为福田汽车、东风汽车等配套变速箱，是全球商用车变速器产销量最大的供应商。公司完成收购吉利乘用车手动变速箱业务，拟增发收购奇瑞变速箱业务。收购完成后，公司将在乘用车变速箱领域形成完整布局。奇瑞传统 CVT 及新能源混动 CVT 技术领先，国内自动变速箱需求旺盛但供给极为匮乏，公司作为独立供应商有望获得大量订单，市场前景极为广阔。公司在中轻卡变速器领域具有极强的规模、技术、成本等优势，商用车变速器有望稳定贡献收益。公司收购金兴内饰，通过管理改善及成本控制等有效手段，内饰业务有望扭亏为盈，并成为新的业绩增长点。我们预计公司 2016-2018 年考虑收购增发后摊薄的备考每股收益分别为 0.39 元、0.49 元和 0.63 元，合理目标价 15.00 元，维持**买入**评级。
- **宁波华翔：新材料和汽车电子助力大跨越。**宁波华翔是国内领先的汽车内外饰件和金属件零部件供应商，近年来通过收购整合，逐步拓展了碳纤维和自然纤维新材料、汽车电子等新业务，是国内较早开展碳纤维应用的企业，并已有碳纤维零件样品和电动车等潜在客户。在车用自然纤维领域是全球第二家、国内唯一一家供应商，全球市场份额达 30%，拥有奔驰宝马奥迪等优质客户。在汽车电子领域，收购德国 HELBAKO 并在国内成立汽车电子合资公司，产品技术含量和附加值高，汽车电子宁波生产基地已进行试生产，预计很快量产并贡献业绩。在桃木内饰领域，收购德国 HIB Trim，成为全球第二大桃木内饰件供应商，市场份额超过 30%。我们预计公司 2016-2018 年每股收益分别为 1.08 元、1.47 元和 1.80 元，考虑到宁波华翔汽车电子、自然纤维和碳纤维新材料、胡桃木内饰等业务的成长性及发展前景，合理目标价 27.90 元，维持**买入**评级。
- **东风汽车：新能源订单纷至沓来，电动物流车首选标的。**购置补贴加上多地政策支持，电动物流车市场 2016 年有望爆发。公司纯电动物流车市场竞争力突出，2015 年纯电动专用车销量国内第一。2015 年至今已获得多家客户大单，电动物流车、纯电动客车等累计意向订单已超过 2.4 万辆。新能源产品利润率高于公司传统业务，未来订单交付将推动公司业绩爆发。本部轻卡业务有望逐步扭亏并贡献利润，合资公司东风康明斯柴油发动机业务也有望回暖，推动公司业绩提升。此外公司拟向控股股东东风汽车有限公司出售郑州日产汽车有限公司 51% 股权，剥离亏损资产将有利于改善公司业绩。我们预计 2016-2018 年公司每股收益分别为 0.28 元、0.36 元和 0.49 元，合理目标价 12.00 元，维持**买入**评级。

- **海源机械：国内碳纤维车身制造领域领路人。**海源机械是国内机电液一体化装备及轻量化节能制品供应商，董事长及实际控制人李良光先生是享受国务院津贴的专家。公司拟募集资金6.0亿元投入碳纤维车身制造领域：1) 新能源汽车碳纤维车身部件生产工艺技术及生产线装备的研发及产业化项目；2) 新能源汽车碳纤维车身部件生产示范项目。碳纤维汽车部件减重效果最优，安全性高，尚有一定的降本空间，发展前景远大，尤其是新能源汽车领域。公司已掌握碳纤维车身件快速成型工艺及装备的核心技术，有望成为全球第二家推出碳纤维模压生产线供应商。通过在碳纤维车身制造领域业务拓展，公司有望取得持久成长动力。我们预计2016-2018年公司每股收益分别为0.13元、0.40元和0.60元，合理目标价31.10元，维持**买入**评级。

图表 37. 主要汽车上市公司盈利预测及投资评级

公司名称	股票代码	每股收益(元)		市盈率(倍)		目标价 (人民币)	投资评级
		2016E	2017E	2016E	2017E		
京威股份	002662.CH	0.97	1.08	15.4	13.8	21.60	买入
万里扬	002434.CH	0.39	0.49	28.1	22.3	15.00	买入
宁波华翔	002048.CH	1.08	1.47	21.3	15.6	27.90	买入
东风汽车	600006.CH	0.28	0.36	32.0	24.9	12.00	买入
宇通客车	600066.CH	1.78	1.94	11.1	10.2	26.60	买入
海源机械	002529.CH	0.13	0.40	154.5	50.2	31.10	买入
万安科技	002590.CH	0.35	0.57	90.7	55.7	41.60	买入
松芝股份	002454.CH	0.94	1.14	18.4	15.2	23.50	买入
方正电机	002196.CH	0.75	1.02	48.3	35.5	45.20	买入
上汽集团	600104.CH	2.92	3.20	6.9	6.3	29.20	买入
江铃汽车	000550.CH	2.66	3.16	9.1	7.6	25.60	谨慎买入
中通客车	000957.CH	1.89	2.10	22.3	20.0	45.60	谨慎买入
双林股份	300100.CH	1.02	1.27	42.2	33.9	48.00	谨慎买入
长城汽车	601633.CH	1.01	1.00	8.4	8.5	9.80	谨慎买入
江淮汽车	600418.CH	0.75	0.87	16.2	14.0	15.00	谨慎买入
长安汽车	000625.CH	2.29	2.10	6.2	6.8	13.70	谨慎买入
一汽轿车	000800.CH	0.10	0.18	108.7	60.4	10.30	持有
悦达投资	600805.CH	0.18	0.15	48.4	58.1	7.90	持有
广汽集团	601238.CH	1.15	1.70	20.2	13.7	22.30	持有
中国重汽	000951.CH	0.44	0.47	21.6	20.2	9.30	持有

资料来源：中银证券

注：对应2016年6月27日收盘价

风险提示

- 1) 整体经济下行，汽车消费不足；
- 2) 国家产业政策变化；
- 3) 消费者偏好发生较大变化。

中银国际证券汽车研究团队 2016 年度重点报告

- 汽车行业跟踪报告：电动物物流车纳入工信部目录，产业爆发在即（2016.6.17）
- 东风汽车跟踪报告：新能源订单纷至沓来，电动物物流车首选标的（2016.6.8）
- 京威股份跟踪报告：内外饰件等主业夯实，新能源汽车助力大跨越（2016.6.8）
- 汽车行业跟踪报告：低估值高增长标的投资机会凸显（2016.5.31）
- 万里扬深度报告：收奇瑞 CVT 完善变速箱布局，百亿蓝海待爆发（2016.5.24）
- 汽车行业 2016 年一季报分析：阳春三月，行业回暖（2016.5.4）
- 汽车行业 2015 年报分析：政策救市，V 形反转（2016.5.4）
- 行业跟踪报告：聚焦 CES 展——智能汽车强势来袭（2016.1.11）
- 汽车行业 2016 年度投资策略：智能汽车将是最大风口（2015.12.29）