

汽车

汽车行业 2021 年中期投资策略

维持评级

报告原因：投资策略

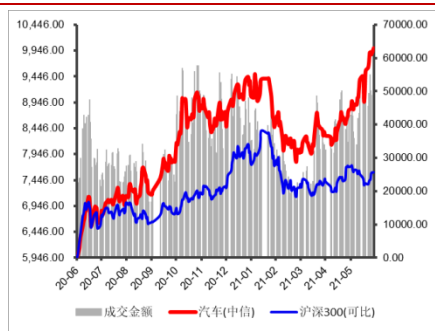
自主品牌崛起，新能源汽车市场前景广阔

看好

2021 年 6 月 30 日

行业研究/投资策略

汽车行业近一年市场表现



分析师：张 湃

执业登记编码：S0760519110002

电 话：0351-8686797

邮 箱：zhangpai@sxzq.com

分析师：李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电 话：010-83496304

邮 箱：lizhaoqi@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国
际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

行业回顾&预判：2021 上半年，汽车消费总体保持稳定，企业盈利能力整体修复，叠加上年同期产销低基数，累计销量及汽车类商品累计零售额均同比高速增长。短期来看芯片供应问题，以及原材料价格大幅上涨，汽车行业仍然面临业绩下行压力，但是经济持续稳定恢复，企业生产经营延续稳步扩张态势，行业仍有增长空间，**2021 年下半年行业整体向好的趋势不变。**

1) 乘用车下半年整体向好的大趋势不变，自主品牌乘用车和电动车有望维持高速增长。2) 客车需求整体下行，随着新能源技术逐步推进，以及房车市场逐步壮大，公路客车的新能源化和新兴市场有望为客车市场提供增量。3) 全年来看重型货车有望继续维持高位运行，但受排放法规影响，重型货车需求主要集中在上半年释放，下半年销量可能会一定程度收窄。

SUV 份额持续提升，自主品牌乘用车逐步布局高端化。2021 年初以来，乘用车累计产销持续同比高速增长，但增幅收窄。分车型看，SUV 是贡献乘用车销量主要增量的车型，同比表现整体优于其他车型，销售份额自 2010 年以来持续提升。分车系看，自主品牌乘用车累计销量增速领先行业，且高端化趋势明显，具备优质品牌，并积极布局优质赛道的自主品牌整车制造商，有望依托自身优质车型，继续抢占市场份额。此外，豪华车依然表现亮眼，产品多元化发展，汽车市场消费升级特征明显，叠加购车门槛下降，豪华车有望维持领先地位。整体来看，后续看好豪华车、高端化趋势下的自主品牌乘用车细分市场，以及轿车、SUV 等细分市场的结构性机会，建议关注具有优质品牌、外观设计新颖、车型矩阵完善，并积极布局汽车智能化、电动化领域的整车制造商。

新能源汽车渗透率逐步提升，关注核心零部件和电池产业链。2021 年 1-5 月，新能源汽车产销分别达到 96.7 万辆和 95.0 万辆，同比均增长 2.2 倍，新能源汽车渗透率为 9.4%，成为支撑乘用车与零部件企业需求及业绩增长的核心动力。长期来看，政策端“碳达峰”、“碳中和”、“燃油车限牌限行”明确了未来新能源汽车将逐步替代燃油车，产品端智能化网联、自动驾驶、快响应性能为新能源车注入更多优势，过去续航与安全问题随着电池与快充技术提升得到改善。目前国产新能源车性价比与燃油车逐渐持平，市场前景更加广阔，预计壁垒较高的电池核心零部件如高镍正极、负极、薄膜龙头凭借规模效应与本土优势获得高速发展机会。

投资建议：乘用车市场消费结构持续优化，自主品牌逐步崛起，豪华车持续领跑市场，新能源汽车渗透率稳步提升，不乏结构性投资机会，维持行业“看好”评级。行业选股建议关注**2 条主线：**一是具有优质品牌、布局优质赛道的整车龙头；二是聚焦新能源汽车及汽车智能化，重点关注核心零部件与电池产业链。建议关注：广汽集团、长城汽车、比亚迪、三花智控、当升科技、法拉电子。

风险提示：宏观经济下行；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；行业政策大幅调整；海外疫情防控形势持续恶化。



目录

一、市场回顾	7
(一) 行情：汽车行业领先大盘，细分行业分化明显	7
(二) 估值：估值持续分化，细分板块多数位于估值高位	8
二、行业回顾&预判：行业平稳运行，长期趋势向好	9
(一) 行业运行状况：行业整体回暖，商乘销量表现分化	9
(二) 政策基本面：碳中和政策间接确立新能源逐步替代燃油车基调	11
1、碳达峰碳中和	11
2、汽车下乡	14
(三) 行业预判	17
三、乘用车：自主品牌崛起，关注优质整车龙头	17
(一) SUV 领跑行业，销售份额持续增长	18
(二) 自主品牌崛起，逐步布局高端化	19
(三) 豪华车表现亮眼，市占率有望进一步提升	21
四、新能源汽车：渗透率逐步提升，市场前景广阔	22
(一) 品质逐步提升，销量持续增长	22
(二) 长期趋势不变，政策驱动逐步向市场驱动过渡	23
(三) 行业竞争加剧，关注核心零部件与电池产业链	24
1、国际传统车企纷纷推出新能源车型	26
2、核心电池企业：产业逐步集中，增长更为稳定	28
五、行业评级及投资策略	33
(一) 行业评级	33
(二) 投资策略	33
(三) 标的推荐	33
1、广汽集团 (601238.SH)：合资自主并进，优质车型频出	33
2、长城汽车 (601633.SH)：新车发布频繁，销量增幅长期领先行业	34
3、比亚迪 (002594.SZ)：新能源汽车领跑者，积极布局核心技术	34



4、三花智控（002050.SZ）：深耕热管理领域，优质客户护航.....	34
5、当升科技（002594.SZ）：高镍产品稳定供货，持续引领行业发展.....	35
6、法拉电子（600563.SH）：薄膜电容龙头，新能源推动成长.....	35
六、风险提示.....	36

图表目录

图 1：中信一级行业 2021 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2021 年 6 月 28 日）	7
图 2：子行业（中信三级）2021 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2021 年 6 月 28 日）	7
图 3：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况.....	8
图 4：汽车及细分行业 PB(LF)情况	8
图 5：汽车及细分行业 PE(TTM)情况.....	9
图 6：汽车及细分行业 PB(LF)情况	9
图 7：汽车年产销情况（万辆，%）	9
图 8：汽车月产销情况（万辆，%）	9
图 9：汽车产业景气指数（ACI）：先行合成指数.....	10
图 10：汽车类商品零售额及限额以上企业商品零售总额累计同比（%）	10
图 11：三年同期销量对比（万辆）	11
图 12：汽车销量增量拆分（万辆）	11
图 13：2020 年 1 月至今各车型月销量同比对比（%）	11
图 14：2020 年 1 月至今各车型累计销量同比对比（%）	11
图 15：全球分地区碳排放结构（2019 年）	12
图 16：全球及我国碳排放量	12
图 17：我国碳排放量年度同比增速（%）	12
图 18：我国对外原油依存度（%）	12
图 19：我国各部门燃料燃烧碳排放量占比（2018 年）	13
图 20：我国交通运输部门燃料燃烧产生碳排放量（百万吨，%）	13
图 21：我国民用汽车千人保有量（辆，%）	13
图 22：分行业减排路径	13

图 23：2019 年各省民用汽车千人保有量对比（辆）	13
图 24：乘用车月产销情况（万辆，%）	18
图 25：乘用车累计产销情况（万辆，%）	18
图 26：乘用车年度分车型销量增量拆分（万辆）	18
图 27：乘用车分车型累计销量增量拆分（万辆）	18
图 28：乘用车各车型销售份额变化情况	19
图 29：乘用车年度分车系销量份额（%）	20
图 30：乘用车分车系累计销量增量拆分（万辆）	20
图 31：豪华车单月零售及增速情况（辆.%）	21
图 32：豪华车单月零售及增速情况（辆.%）	21
图 33：豪华车单月零售份额（%）	22
图 34：豪华车年度零售份额（%）	22
图 35：零售端年度贷款购车数量逐年提升（万辆）	22
图 36：汽车类消费品零售额累计值 VS 社零总额累计值增速对比（亿元，%）	22
图 37：新能源汽车月产销情况（辆，%）	23
图 38：新能源汽车累计产销情况（辆，%）	23
图 39：我国新能源汽车年产销量情况（万辆，%）	23
图 40：新能源汽车需求因素	24
图 41：智能汽车为汽车增加了诸多附加功能	24
图 42：全球新能源车销量占比	26
图 43：主要国家新能源车年度份额变化	27
图 44：主要车企年度份额变化	27
图 45：2020 年中国三元正极材料市占率情况	29
图 46：2020 年中国高镍三元材料分型号占比	29

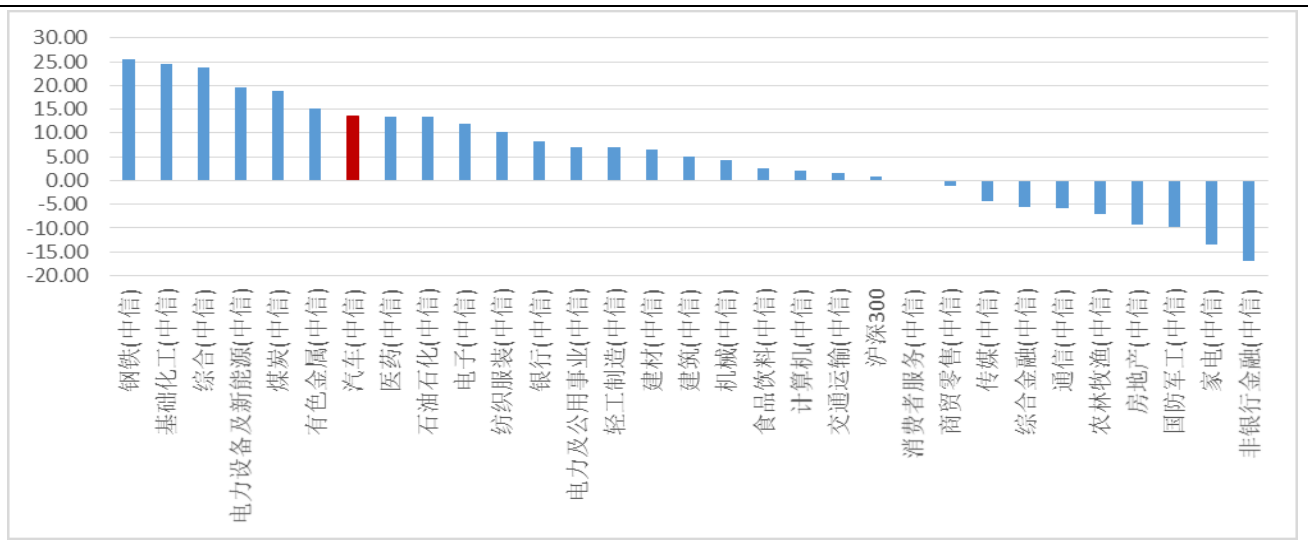
图 47：2020 年中国锂电磷酸铁锂材料产量 TOP10	30
图 48：2020 年国内主要负极厂家产量占比（%）	31
图 49：2020 年国内六氟磷酸锂产能统计（吨/年）	31
图 50：2020 年中国隔膜产量 TOP10 企业占比情况	32
图 51：2020 年中国隔膜产量 TOP10 企业产品结构	32
表 1：2021 上半年涨跌排名前五的个股明细（%）	8
表 2：汽车分车型销量拆分表	10
表 3：各省市 2021 年政府工作报告关于汽车消费内容汇总.....	14
表 4：各省市 2021 年政府工作报告关于汽车行业内容汇总.....	14
表 5：近期汽车行业相关重要政策梳理	15
表 6：乘用车各车型销售情况	19
表 7：2020 年 SUV 车型零售累计销量排名	20
表 8：乘用车各车系销售情况	20
表 9：国内外车企新能源汽车发展战略汇总	25
表 10：中国磷酸铁锂材料企业现有及规划新增产能统计	30
表 11：公司盈利预测、估值及投资评级.....	36

一、市场回顾

(一) 行情：汽车行业领先大盘，细分行业分化明显

回顾 2021 年初至 6 月 28 日的行情：二级市场表现落后于 2020 年同期，沪深 300 涨跌幅为 0.78%，涨幅落后于去年同期 0.26pct；中信一级 30 个行业涨跌不一，其中钢铁行业以 25.47% 的涨幅领涨，非银行金融行业以 -16.82% 的跌幅领跌；汽车行业领先于大盘，涨幅为 13.51%，位于第 7 位，领先于去年同期 11.34pct。

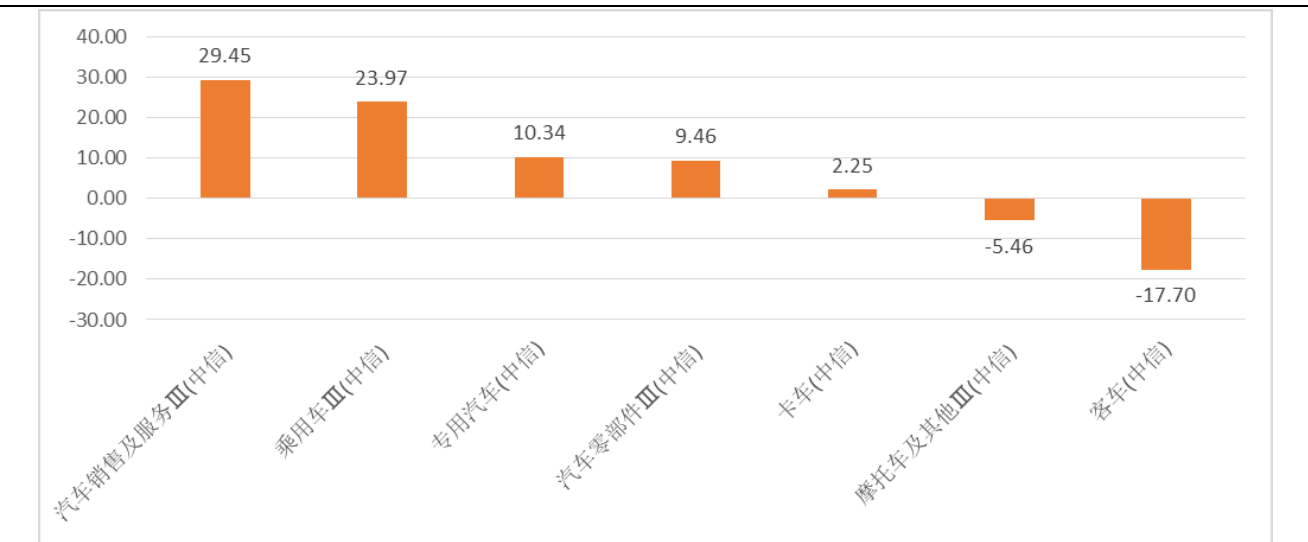
图 1：中信一级行业 2021 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2021 年 6 月 28 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

从细分行业看，汽车行业 7 个子行业（中信三级）中，摩托车及其他板块和客车板块下跌，跌幅分别为 17.70%、5.46%，其余板块不同程度上涨，其中汽车销售及服务板块以 29.45% 的涨幅领涨。

图 2：子行业（中信三级）2021 上半年涨跌幅（单位：% ，数据截至 2021 年 6 月 28 日）



资料来源：wind，山西证券研究所

从个股来看，2021年1月1日至2020年6月28日，剔除B股，汽车板块涨幅领先的5只个股分别为*ST众泰、小康股份、英利汽车、ST八菱、大东方，分别领先汽车板块涨幅415.38 pct、325.54 pct、244.54 pct、154.74 pct、103.89pct；跌幅领先的5只个股分别为华安鑫创、致远新能、中国铁物、东箭科技、恒帅股份，分别落后汽车板块60.80pct、49.17pct、49.08pct、48.80pct、46.80pct。

表 1：2021 上半年涨跌排名前五的个股明细（%）

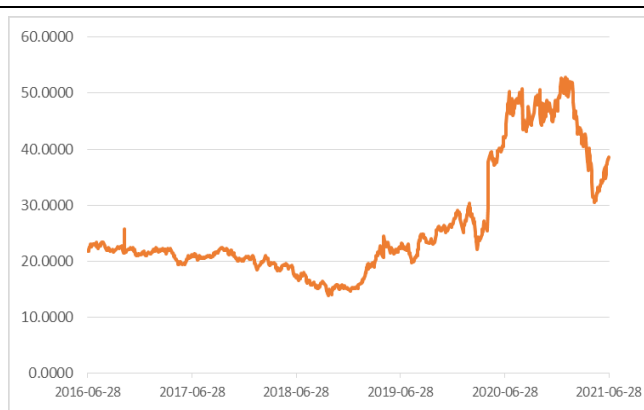
涨幅排名前五的个股				跌幅排名前五的个股			
代码	简称	涨跌幅	所属行业	代码	简称	涨跌幅	所属行业
000980.SZ	*ST 众泰	428.89	汽车零部件Ⅲ	300928.SZ	华安鑫创	-47.29	汽车零部件Ⅲ
601127.SH	小康股份	339.05	乘用车Ⅲ	300985.SZ	致远新能	-35.66	汽车零部件Ⅲ
601279.SH	英利汽车	258.05	汽车零部件Ⅲ	000927.SZ	中国铁物	-35.57	乘用车Ⅲ
002592.SZ	ST 八菱	134.93	汽车零部件Ⅲ	300978.SZ	东箭科技	-35.28	汽车零部件Ⅲ
600327.SH	大东方	117.41	汽车销售及服务Ⅲ	300969.SZ	恒帅股份	-33.29	汽车零部件Ⅲ

资料来源：wind，山西证券研究所

（二）估值：估值持续分化，细分板块多数位于估值高位

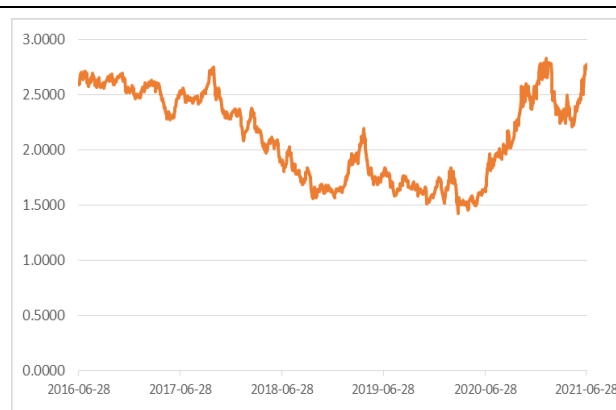
对比行业估值近五年的历史数据：就汽车行业（中信）的估值情况而言，汽车行业 PE 位于历史高位，PB 位于中高位。就细分行业而言，卡车、摩托车及其他、汽车销售及服务 PE 位于历史低位，其他细分板块 PE 位于历史高位。汽车销售及服务、客车、摩托车及其他板块的 PB 位于历史中低位，其他细分板块 PB 位于历史中高位。

图 3：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况



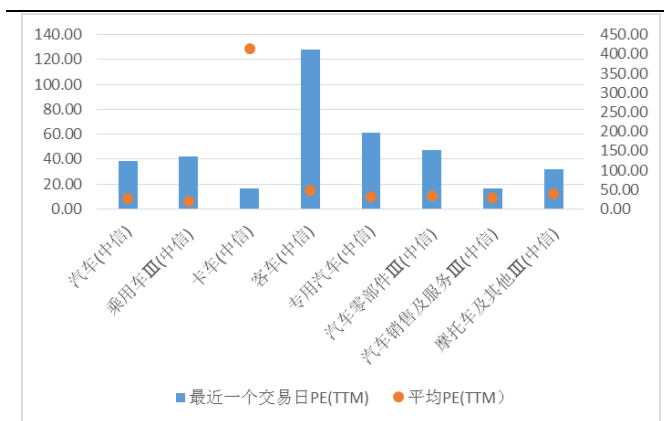
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：汽车及细分行业 PB(LF)情况



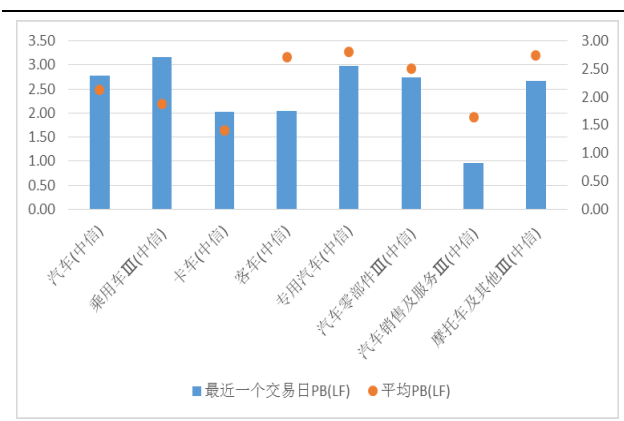
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：汽车及细分行业 PE(TTM)情况



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：汽车及细分行业 PB(LF)情况



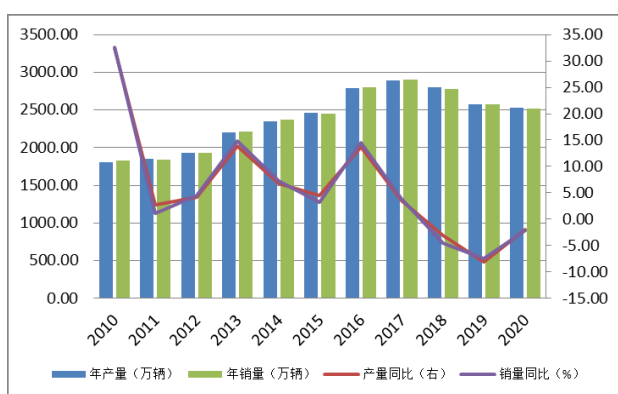
资料来源：wind，山西证券研究所

二、行业回顾&预判：行业平稳运行，长期趋势向好

（一）行业运行状况：行业整体回暖，商乘销量表现分化

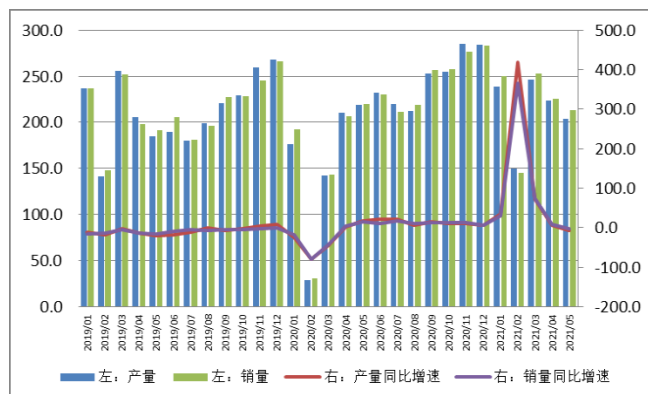
2020Q2 后行业整体回暖，下行压力仍然存在。2020Q1，受新冠肺炎疫情疫情影响，全国汽车产业链受到巨大冲击，一季度国内汽车产销量大幅下降，且于 2 月跌至低谷。后续，随着国内疫情防控形势逐步好转，复工复产稳步推进，叠加国家和地方政府一系列与汽车相关促销费政策发布落地，市场需求稳步释放，国内汽车市场逐步修复，产销整体回暖。2021 年初至今，汽车消费总体保持稳定，企业盈利能力整体修复，叠加上年同期产销低基数，2021 年 1-5 月，汽车合计产销量分别为 1062.7 万辆、1086.3 万辆，同比分别增长 36.89%、36.97%，产销规模分别是 2019 年同期的 1.04 倍、1.06 倍，汽车类商品累计零售额为 18014 亿元，同比增长 38.7%。然而，一是疫情背景下的低基数影响逐步趋弱，二是 2020 年底开始芯片供应问题对企业生产的影响逐步加剧，以及原材料价格大幅上涨，汽车行业仍然面临业绩下行压力，二季度以来汽车产销规模逐步收窄，5 月月产销同比转负。

图 7：汽车年产销情况（万辆，%）



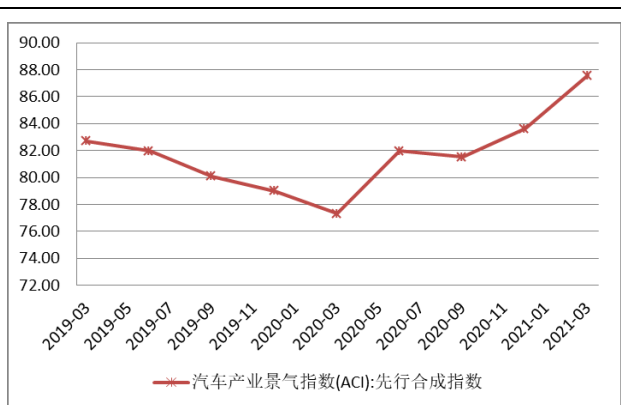
资料来源：wind，山西证券研究所

图 8：汽车月产销情况（万辆，%）



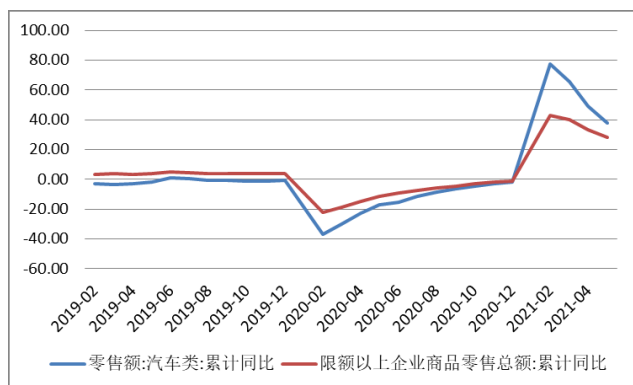
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：汽车产业景气指数（ACI）：先行合成指数



资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：汽车类商品零售额及限额以上企业商品零售总额累计同比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

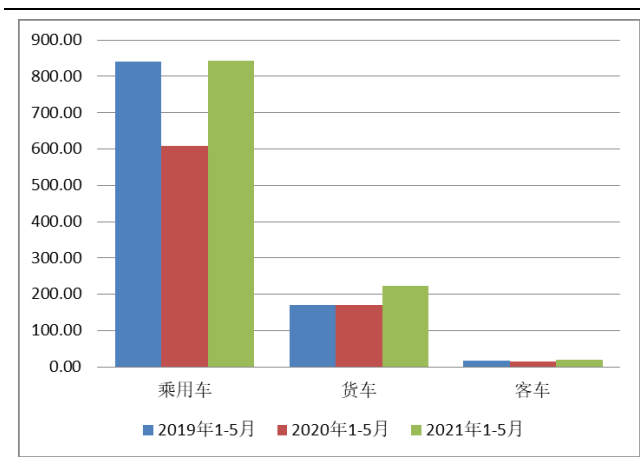
分车型看：疫情环境下货车市场表现较好，目前乘用车、货车、客车销售规模均超过 2019 年同期水平。2020Q1 随着疫情爆发，乘用车、货车、客车销量均显著下滑，之后月销量同比分别于 2020 年 5 月、4 月、4 月实现转正，累计销量同比分别于 2021 年 1 月、2020 年 5 月、2021 年 1 月实现转正，且至今累计销量同比均维持正增长，而 2021 年 1-5 月，乘用车、货车、客车累计销量均超过 2019 年同期水平，但是由于疫情环境下的低基数逐步消退，叠加前述行业面临下行压力，累计产销同比均呈收窄态势。

表 2：汽车分车型销量拆分表

	销量（万辆）			同比增速（%）		
	2019 年	2020 年	2021 年 1-5 月	2019 年	2020 年	2021 年 1-5 月
汽车	2575.4	2526.8	1086.3	-8.1	-1.9	37.0
乘用车	2143.3	2013.6	842.5	-9.5	-6.1	38.5
轿车	1028.7	925.2	390.8	-10.7	-10.1	37.4
SUV	936.2	944.3	398.3	-6.1	0.9	40.2
MPV	138.3	105.4	38.8	-19.9	-23.8	39.7
微面	40.0	38.8	14.5	-12.8	-2.9	21.0
商用车	432.2	513.1	243.8	-1.0	18.7	31.9
货车	385.0	468.3	223.2	-0.7	21.6	30.9
重型货车	117.4	161.7	88.7	2.3	37.7	37.6
中型货车	13.9	16.1	9.3	-21.7	16.0	52.9
轻型货车	188.4	219.7	101.1	-0.4	16.6	32.5
微型货车	65.3	70.8	24.2	-1.0	8.4	1.9
客车	47.2	44.8	20.6	-4.0	-4.9	44.5
重型客车	7.4	5.7	1.6	-4.7	-23.2	-1.9
中型客车	6.6	4.7	1.5	-9.9	-28.5	18.0
轻型客车	33.1	34.4	17.4	-2.5	3.9	54.3

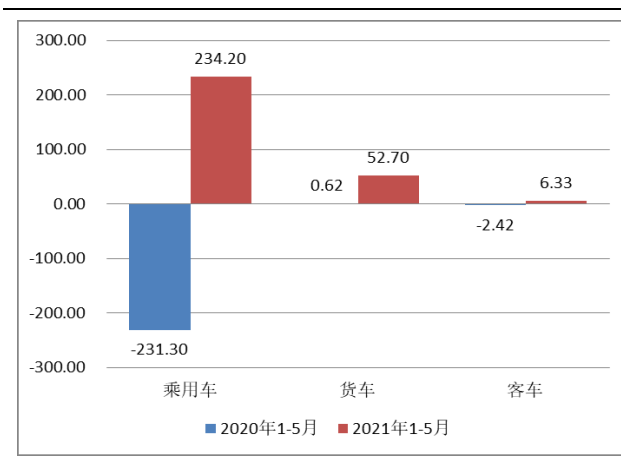
资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 11：三年同期销量对比（万辆）



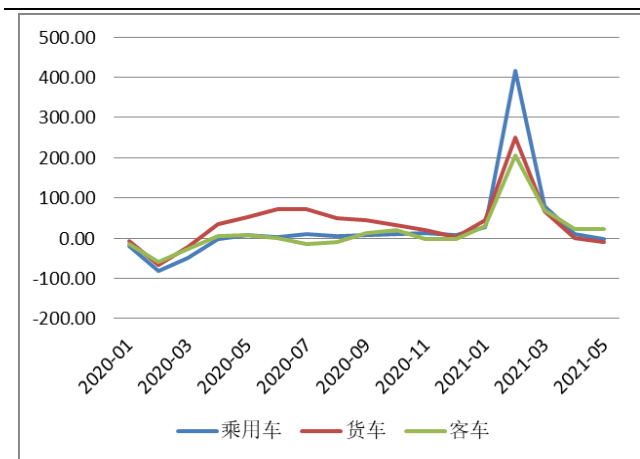
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 12：汽车销量增量拆分（万辆）



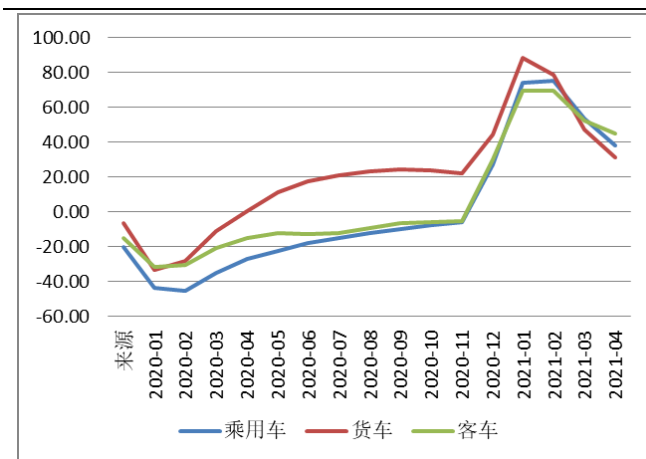
资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 13：2020 年 1 月至今各车型月销量同比对比（%）



资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

图 14：2020 年 1 月至今各车型累计销量同比对比（%）



资料来源：中汽协，wind，山西证券研究所

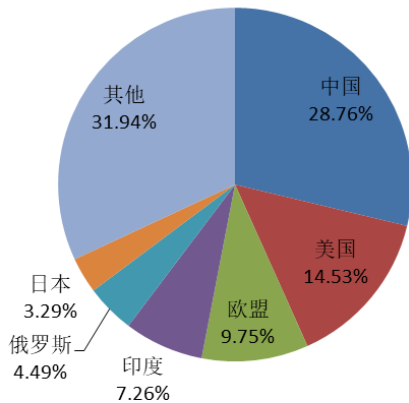
（二）政策基本面：碳中和政策间接确立新能源逐步替代燃油车基调

去年的汽车消费激励措施已较好的将汽车市场恢复到往年水平，今年各地汽车消费补贴减少，汽车优惠政策数量较往年有所下降，但随着自主品牌燃油车与电动车品质的不断提升，预计未来增长重心将逐步由政策驱动转向市场驱动方向转变，政策更多的扶持均衡发展，例如鼓励三四线城市汽车消费与新能源汽车消费，摇号偏向于家庭首辆购买等。

1、碳达峰碳中和

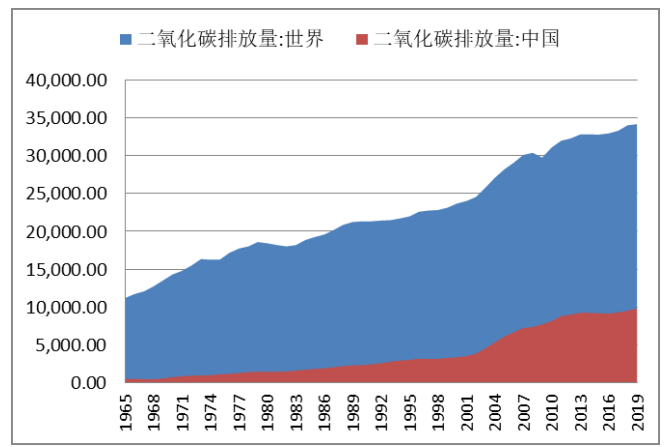
我国作为全球碳排放量占比最高的国家，明确了碳中和时间表。根据相关数据，我国 2019 年碳排放量为 9825.80 百万吨，占全球碳排放总量的 28.76%，是全球碳排放量占比最高的国家。2020 年，中国在联合国大会上承诺，二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。

图 15：全球分地区碳排放结构（2019 年）



资料来源：BP, wind, 山西证券研究所

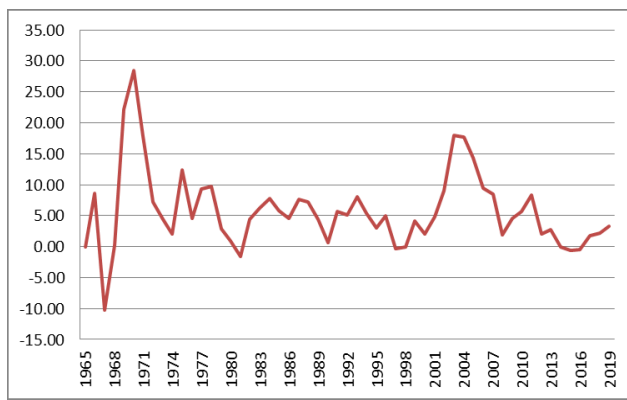
图 16：全球及我国碳排放量



资料来源：BP, wind, 山西证券研究所

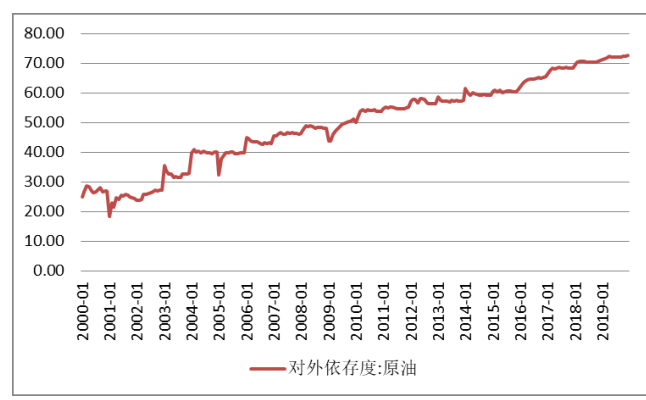
我国“碳中和”过渡期较短，面临压力与挑战。根据世界资源研究所（WRI）数据，在 2010 年之前已有 49 个国家实现“碳达峰”，占当时全球排放量的 36%。然而，我国目前仍未实现“碳达峰”，且近几年全国碳排放量仍然在增长。与世界主要碳排放国家的历史进程相比，我国实现“碳中和”目标的过渡期压缩至三十年，远低于多数国家，面临巨大的压力与挑战。

图 17：我国碳排放量年度同比增速（%）



资料来源：BP, wind, 山西证券研究所

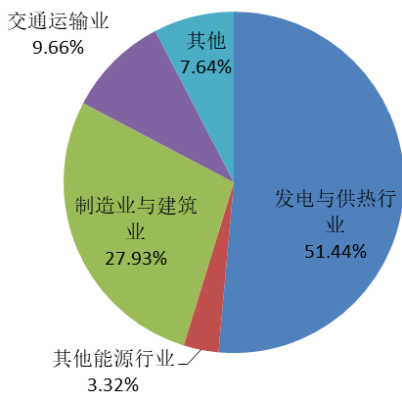
图 18：我国对外原油依存度（%）



资料来源：wind, 山西证券研究所

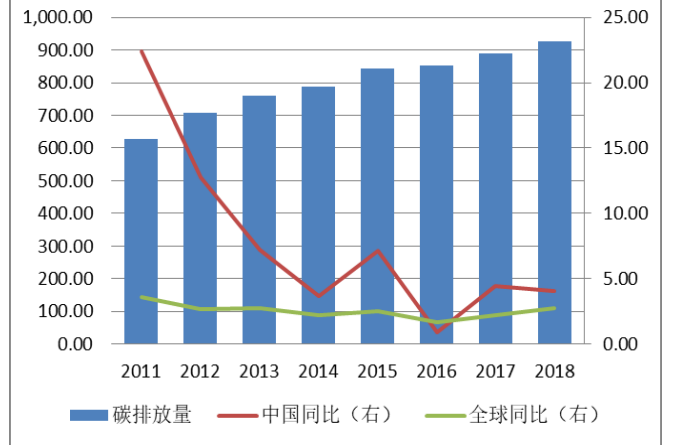
交通运输部门碳排放量较高，且逐年增长。2018 年，我国交通运输业燃料燃烧产生的二氧化碳排放量为 924.96 百万吨，占全国燃料燃烧产生的二氧化碳排放总量的 9.66%，同时，根据 IEA 数据计算，我国交通运输行业二氧化碳排放量仍在逐年增长，2010-2018 年行业碳排放量复合增速达 7.63%，显著高于全球交通运输行业同期碳排放量的复合增速 2.54%。较高基数与持续碳排放增长的双重压力下，交通运输行业的减排对实现“碳中和”具有重要意义。

图 19：我国各部门燃料燃烧碳排放量占比（2018年）



资料来源：IEA, wind, 山西证券研究所

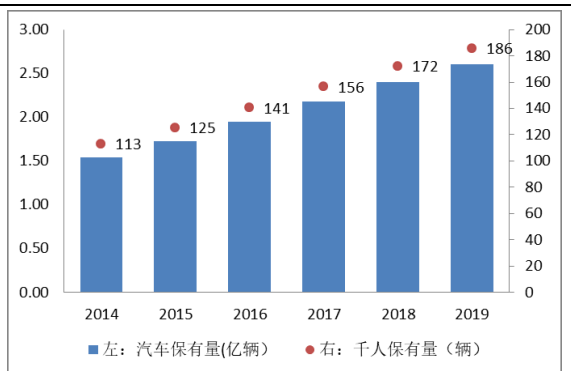
图 20：我国交通运输部门燃料燃烧产生碳排放量（百万吨，%）



资料来源：IEA, wind, 山西证券研究所

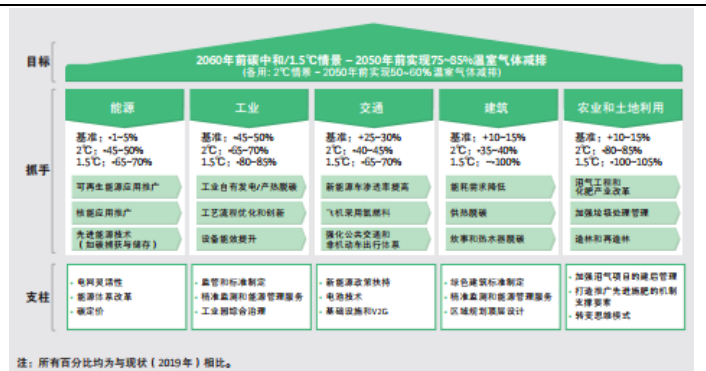
新能源汽车是实现“碳中和”的重要环节。汽车是目前道路交通最主要的运输工具，同时，我国目前汽车千人保有量为 186 辆，日本为 591 辆，美国为 910 辆，中国同发达国家仍然存在一定差距，三四线城市随着经济的回暖、城市化建设的逐步完善，预计购车需求还将逐步增加，因此，汽车的新能源化是推动交通运输行业实现“碳中和”的重要举措。

图 21：我国民用汽车千人保有量（辆，%）



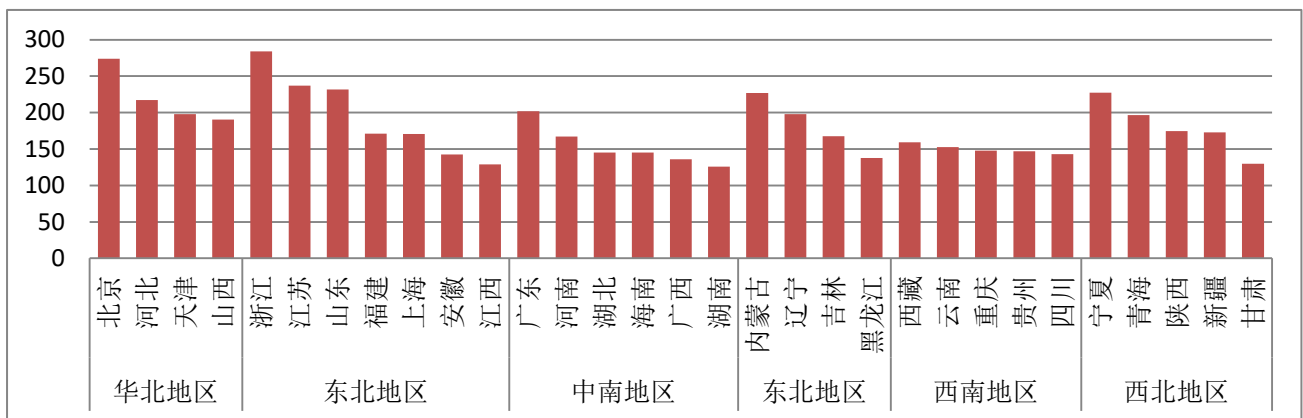
资料来源：wind, 山西证券研究所

图 22：分行业减排路径



资料来源：BCG《中国气候路径报告》

图 23：2019 年各省民用汽车千人保有量对比（辆）



资料来源：国家统计局, wind, 山西证券研究所

2、汽车下乡

3月31日下午消息，工信部网站发布《关于开展2021年新能源汽车下乡活动的通知》，工信部、农业农村部、商务部、国家能源局决定联合组织开展新一轮新能源汽车下乡活动。在山西、吉林、河南、湖北、湖南、广西、重庆、山东、江苏、海南、四川和青岛等地，选择三四线城市、县区举办若干场专场、巡展、企业活动。鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充换电基础设施建设。

表3：各省市2021年政府工作报告关于汽车消费内容汇总

省市	汽车消费相关政策
山西	开展新一轮汽车下乡，做好二手车出口试点工作。推进“公转铁”，淘汰国二及以下营运类柴油货车，城市公交、出租、环卫等新增和更新车辆全部采用新能源车。
吉林	启动新一轮汽车下乡和家电以旧换新等活动，释放大额消费潜能。
安徽	推动汽车、家电等实物消费升级，扩大信息消费规模，培育康养家政托育等服务消费。
福建	稳定和扩大大宗消费、重点消费，支持新能源汽车消费。
江西	开展新一轮汽车下乡、家电以旧换新，建设一批县乡消费综合体和服务中心。加快充电桩、换电站等建设，促进新能源汽车消费。加快发展宜春二手车出口业务。
山东	分类制定扶持政策，促进汽车、家电消费升级。
河南	发挥耐用消费品的带动作用，完善落实新能源汽车购置、家电更新等政策，促进商品消费潜力释放。
湖北	开展新一轮汽车、家电下乡和以旧换新。
湖南	全面促进消费。促进汽车和家电家具家装消费。
广东	重视乡村消费需求，充分挖掘县乡消费潜力。推动汽车以旧换新，促进家电更新消费。
广西	促进汽车、食品、家电、家具家居、石油及其制品类等重点商品消费。
海南	推广清洁能源汽车2.5万辆。
四川	挖掘县乡消费潜力，开展新一轮汽车下乡，促进家电家具以旧换新、更新换代。
甘肃	加快完善再生资源回收利用网络，促进机动车、家电、电子产品消费更新换代。
青海	促进汽车消费升级，加快充电桩等设施建设。
宁夏	落实新一轮汽车下乡和以旧换新补贴政策
新疆	实施汽车消费专项奖励，鼓励新能源汽车消费，持续扩大汽车消费。

资料来源：我的钢铁，山西证券研究所

表4：各省市2021年政府工作报告关于汽车行业内容汇总

省市	汽车行业相关政策
天津	发展壮大汽车等优势产业。大力发展智能制造，建设数字车间、智能工厂100家。增强产业链供应链自主可控能力，着力打造集成电路、车联网等10大产业链。发展壮大动力电池等国家级先进制造产业集群。加快中科曙光基地二期、一汽丰田、恒大新能源汽车等项目建设。
山西	智能网联新能源汽车产业围绕纯电动、氢燃料、甲醇、燃气等方向，构建“零部件-系统总成-整车”产业链，加快新能源汽车规模化量产，支持太原、晋中、长治、运城等地集群发展
内蒙古	推进新能源汽车等装备制造业的发展。发展氢能经济，建设鄂尔多斯、乌海燃料电池汽车示范城市。
吉林	汽车产业要锚定万亿级目标开新局。全力支持一汽建设世界一流企业，加快发展红旗、解放、奔腾等自主品牌，推动汽车电动化、智能化、网联化、共享化发展，深化“六个回归”。省属口径汽车产值新增300亿元

	以上。以全球视野建设长春国际汽车城。开工建设一汽奥迪新能源汽车项目。支持辽源建设新能源汽车产业配套基地。建设东北亚汽车产业研究院。
上海	推动集成电路、新能源汽车、高端装备等先进制造业集聚发展。
江苏	加快 5G 通信网络和车联网先导区建设
安徽	加快大众汽车安徽制造基地、蔚来汽车中国总部建设，扩大新能源汽车和智能网联汽车先发优势。
福建	加快建设先进制造业强省。实施产业链提升工程，增强集成电路、新能源汽车、储能等重点产业链韧性和竞争力。
江西	实施新一轮新兴产业倍增计划，建成巴斯巴新能源汽车核心零部件、丰达兴线路板制造、通瑞锂电池隔膜新材料等项目。
山东	支持燃料电池技术创新中心建设。
河南	突出抓好航空港实验区新兴产业培育，加快新能源汽车等项目建设。
湖北	加快打造汽车、大健康、现代化工等万亿级产业集群。支持武汉、襄阳创建国家级车联网先导区。
湖南	培育智能网联汽车等未来产业。推进大众电动汽车、三一智联重卡、华菱涟钢薄板深加工等项目建设。
广东	加快现代汽车氢燃料电池等项目建设。
广西	在汽车、装备制造等领域培育壮大一批外贸龙头企业。打好汽车、机械、电子信息、智能制造等重要产业关键核心技术攻坚战。
海南	推动海口新能源汽车产业集群建设。启动建设世界新能源汽车体验中心。
四川	围绕成渝地区汽车、智能制造、电子信息、能源化工等优势产业加强配套协作，辐射带动成德绵眉乐雅广西攀、成遂南达、攀乐宜泸二大经济带加快发展。
西藏	扩大应用新能源汽车，推广绿色建筑建材和绿色建造。
陕西	倡导绿色生活方式，推广新能源汽车、绿色建材等产品

资料来源：我的钢铁，山西证券研究所

中国电动车百人会发布的《中小城市与农村电动汽车发展研究报告》显示，中小城市居民购车预算普遍在 8 万元左右，农村在 5 万元左右。据报告不完全统计，截止 2020 年 9 月，市售 313 款纯电动乘用车中，售价 10 万元以下的车型占比仅为 24%，低于 7 万元的产品占比仅为 14%。而物美价廉始终是攻占农村市场的首要因素。

对于农村消费者有以下几个特征：**一是**该地区汽车消费刚需特征更为明显，公共交通不发达，但公路等基础设施建设加快等使其为满足代步等需求购入汽车；**二是**更加注重性价比，价格敏感度相对较高，经济节约、实用、质量等为主要考虑因素；**三是**对外资与合资品牌偏好不明显，对自主品牌的认可度相对更高。因此，已经推出价格低廉的新能源车企有望打开汽车下乡市场，对于大多数车企来说，推出低价新能源车型或将影响自己原有品牌价值，利润也相对较低，企业也无暇顾及较小的乡村市场。但随着新能源技术的逐渐成熟，乡村基础设施的跟进，企业通过成立新品牌来投放乡村市场，并通过交易新能源积分将获得一部分收益，并成为新的增长点。

表 5：近期汽车行业相关重要政策梳理

时间	发布部门	政策	汽车行业相关要点
2021 年 1 月 5 日	商务部	关于提振大宗消费重点消费促进	为贯彻国务院常务会议部署，进一步促进大宗消费、重点消费，更大释放农村消费潜力，现就有关事项通知如下。有关事项共五个方面，包括：一、稳定和

		释放农村消费潜力若干措施的通知	扩大汽车消费，二、促进家电家具家装消费，三、提振餐饮消费，四、补齐农村消费短板弱项，五、强化政策保障。
2021年2月22日	工业和信息化部装备工业一司	《乘用车燃料消耗量限值》强制性国家标准发布	2月22日，工业和信息化部网站公布“《乘用车燃料消耗量限值》强制性国家标准发布”。该标准规定了燃油汽油或柴油燃料、最大设计总质量不超过3500kg的M1类车辆今后一个时期的燃料消耗量限值要求，是我国汽车节能管理的重要支撑标准之一。
2021年3月31日	工业和信息化部办公厅、农业农村部办公厅、商务部办公厅、国家能源局综合司	关于开展2021年新能源汽车下乡活动的通知	<p>通知称，为贯彻落实国务院常务会议部署，深入实施《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，稳定增加汽车消费，促进农村地区新能源汽车推广应用，引导农村居民绿色出行，助力全面推进乡村振兴，支撑碳达峰、碳中和目标实现，工业和信息化部、农业农村部、商务部、国家能源局决定联合组织开展新一轮新能源汽车下乡活动。</p> <p>活动时间 2021年3月—2021年12月</p> <p>列入附件《参与活动企业及车型》有：</p> <p>比亚迪股份有限公司（S2、E1、E2、E3、全新元 EV360、元 EV535、全新秦 EV）</p> <p>上汽通用五菱汽车股份有限公司（宏光 MINI EV、宝骏 E100、宝骏 E200、五菱荣光电动车、新宝骏 E300、新宝骏 E300Plus）</p> <p>上海汽车集团股份有限公司（上汽荣威 Ei5、科莱威）</p> <p>长城汽车股份有限公司（欧拉 IQ、欧拉 R1、欧拉白猫）</p> <p>安徽江淮汽车集团股份有限公司（江淮 1EV6E）</p> <p>奇瑞汽车股份有限公司（小蚂蚁 EQ1、开瑞 K60EV、开瑞优优 EV、开瑞优劲 EV）</p> <p>重庆长安汽车股份有限公司（奔奔 E-star、欧尚 A600EV、欧尚尼欧、长安睿行 EM80、长安之星 9EV、长安跨越 X1EV、长安跨越 V5EV、CS15 E-pro）</p> <p>浙江吉利控股集团有限公司（枫叶 30X、帝豪 EV500、帝豪 Gse、帝豪 EV Pro、吉利远程 E5L）</p> <p>威马汽车科技集团有限公司（威尔马斯特 EX5）</p> <p>浙江合众新能源汽车有限公司（哪吒 N01）</p> <p>北京新能源汽车股份有限公司（北汽新能源 EC3）</p> <p>东风汽车集团有限公司（风神 E70、启辰 D60EV、风行 S50EV、菱智 M5EV）</p> <p>浙江零跑科技有限公司（T03）</p> <p>国机智骏汽车有限公司（国机智骏 GC1）</p> <p>云度新能源汽车股份有限公司（云度 π1、云度 π3）</p> <p>江西江铃集团新能源汽车有限公司（新能源 EV3）</p> <p>江苏吉麦新能源有限公司（凌宝 BOX）</p> <p>华晨汽车集团控股有限公司（新海狮 EV、好运一号 EV、T50EV）</p>
2021年5月21日	国务院办公厅	国务院办公厅转发国家发展改革委等部门关于推动城市停车设施发展意见的通知	《意见》确定的主要目标是：到2025年，全国大中小城市基本建成配建停车设施为主、路外公共停车设施为辅、路内停车为补充的城市停车系统，社会资本广泛参与，信息技术与停车产业深度融合，停车资源高效利用，城市停车规范有序，依法治理、社会共治局面基本形成，居住社区、医院、学校、交通枢纽等重点区域停车需求基本得到满足。到2035年，布局合理、供给充足、智能高效、便捷可及的城市停车系统全面建成，为现代城市发展提供有力支撑。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

（三）行业预判

整体而言，一方面，经济持续稳定恢复，企业生产经营延续稳步扩张态势，支撑购车需求释放；另一方面，我国汽车保有量同发达国家仍然存在一定差距，限购城市购车需求无法得到释放，不同地区的千人保有量水平存在较大差距，三四线城市随着经济的回暖、城市化建设的逐步完善，预计购车需求将逐步增加，**行业整体向好**。然而，短期来看，芯片供应问题对企业生产的影响逐步加剧，以及原材料价格大幅上涨，**汽车行业仍然面临业绩下行压力，预计随着芯片问题逐步解决，压力逐步缓解**。

就乘用车而言，一是新车型投放速度加快，有望带动购车需求释放；二是自主品牌价格与品质逐步提升，提高换车性价比；三是汽车下乡政策逐步发力，有望带动下沉市场需求释放；四是随着技术逐步积累，电动化、智能化为汽车增加了更多的商品属性，有望整体提升乘用车市场的需求边际。整体而言，**乘用车下半年整体向好的大趋势不变，自主品牌乘用车和电动车有望维持高速增长**。

就客车而言，一是高铁及私家车普及，叠加疫情环境下居民更倾向于选择非公共交通出行，**客车整体需求边际下行**；二是全球疫情形势仍然复杂，世界经济恢复仍不平衡，对客车海外市场形成较大的下行压力；三是2015-2017年新能源公交提前消费，公交电动化对客车带来的增量有限，但是电动化不可逆转，随着新能源技术逐步推进，以及房车市场逐步壮大，**公路客车的新能源化和新兴市场有望为客车市场提供增量**。

就货车而言，一是保有量提升换车基数，二是房地产及基建有望工程类重卡提供持续增量，三是超载治理背景下，货运总量有望持续提升，叠加单车运量下降，有望进一步拉升物流货车需求总量，**全年来看重型货车有望继续维持高位运行**。但是重型柴油车国六排放法规将从本年7月1日期全面强制实施，叠加上半年企业终端促销及销售渠道铺货力度加大，重型货车需求主要集中在上半年释放，下半年销量可能会一定程度收窄。

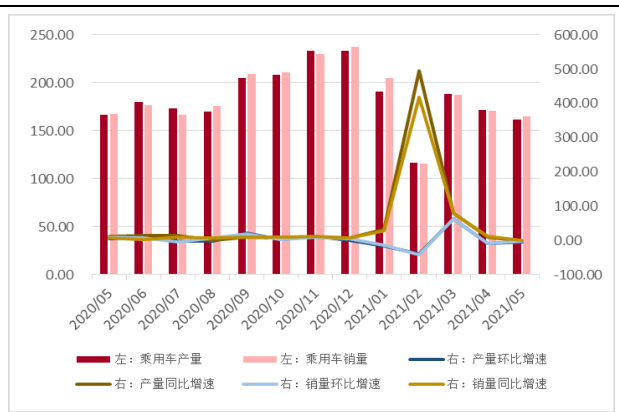
因此，我们认为，短期来看芯片供应等问题给行业带来一定下行压力，但是**2021年下半年行业整体向好的趋势不变**，考虑市场供给及政策基本面等因素，应将关注度重点放在新能源汽车市场。

三、乘用车：自主品牌崛起，关注优质整车龙头

乘用车累计产销持续同比高速增长，但增幅收窄。2021年以来，我国经济形势持续稳步恢复，企业生产经营活动总体延续稳步扩张态势，汽车消费总体保持稳定，累计产销量同比依然呈现高速增长态势，月产销量、累计产销量较2019年同期均增长。然而，随着疫情背景下的低基数影响明显趋弱，以及芯片供应问题影响，月产销同比转负，累计产销量同比增速持续收窄。2021年5月，乘用车产销量分别为161.66万辆、164.60万辆，同比分别下降2.63%、1.65%，同比增速较上月分别下降10.58pct、12.58pct，月产销量分

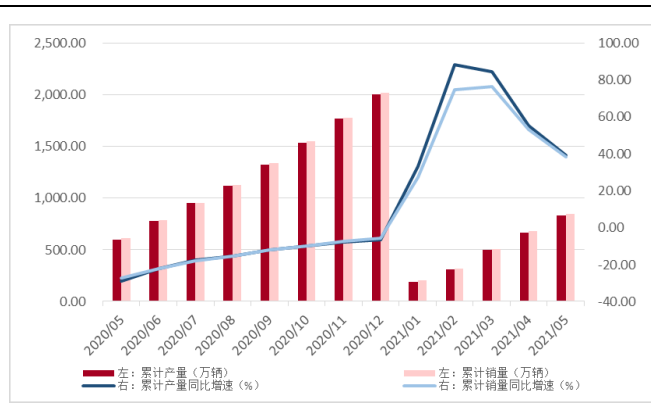
别是 2019 年同期的 108.40%、105.44%；2021 年 1-5 月，乘用车累计产销量分别为 828.50 万辆、843.74 万辆，同比分别增长 39.12%、38.12%，累计产销量分别是 2019 年同期的 98.87%、100.46%。

图 24：乘用车月产销情况（万辆，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 25：乘用车累计产销情况（万辆，%）

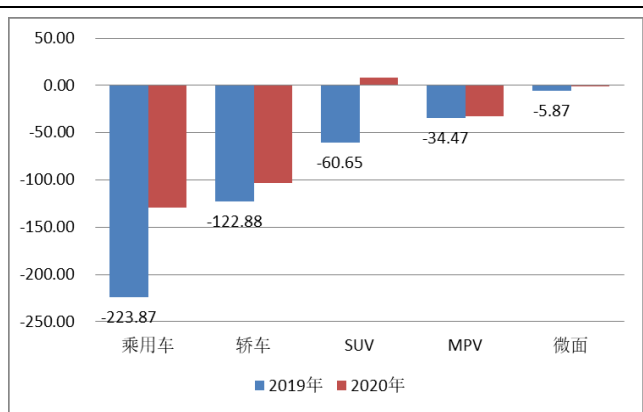


数据来源：wind，山西证券研究所

（一）SUV 领跑行业，销售份额持续增长

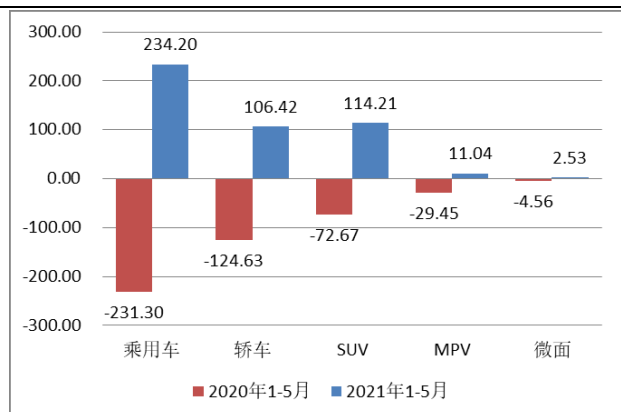
分车型看：SUV 领跑市场，销售份额持续增长。2018 年以前，运动型多用途乘用车(SUV)贡献了乘用车销量的主要增量，2018 年开始基本乘用车（轿车）、多功能乘用车(MPV)、运动型多用途乘用车(SUV)、交叉型乘用车（微面）年销量同比均下滑，但 SUV 作为贡献乘用车销量主要增量的车型，同比表现整体优于其他车型，销售份额自 2010 年以来持续提升。过去，国内各大整车厂在 SUV 车型开发及技术研发层面投入了大量的资源，随着开发经验及相关技术的持续积累，SUV 车型用户认可度、性能优越性均有明显提升，叠加国内消费者本身对 SUV 车型具有较高的偏好性，我们认为后续 SUV 车型仍然具有一定的趋势性机会。然而，目前 SUV 销售份额已达 40%以上，后续增长空间有限。因此，我们认为，SUV 和轿车占据国内乘用车主要份额的情况不会改变，但 SUV 趋向于以稳定的增量低速增长。

图 26：乘用车年度分车型销量增量拆分（万辆）



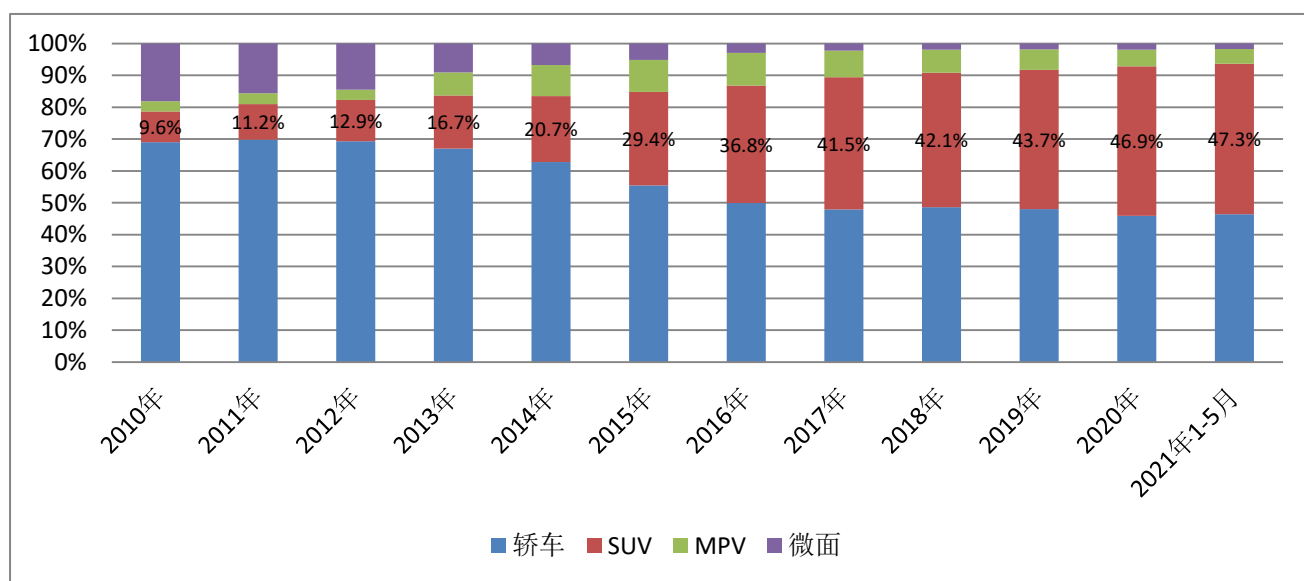
资料来源：wind，山西证券研究所

图 27：乘用车分车型累计销量增量拆分（万辆）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：乘用车各车型销售份额变化情况



资料来源：wind，山西证券研究所

表 6：乘用车各车型销售情况

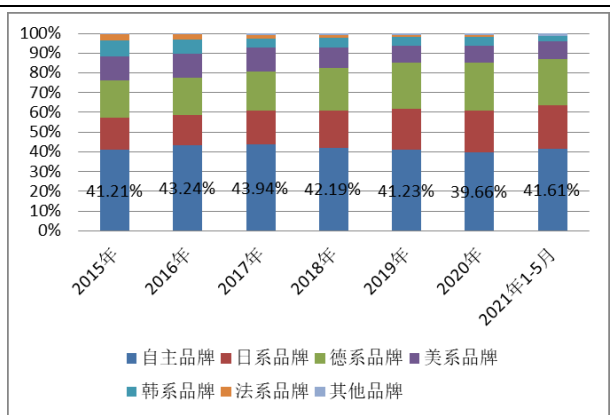
	销量（万辆）			销量同比			销售份额		
	2018年	2019年	2020年 1-11月	2018年	2019年	2020年 1-11月	2018年	2019年	2020年 1-11月
乘用车	2,143.29	2,013.61	842.50	-9.46%	-6.05%	38.50%	100.00%	100.00%	100.00%
轿车	1,028.74	925.17	390.84	-10.67%	-10.07%	37.42%	48.00%	45.95%	46.39%
MPV	936.25	944.25	398.27	-6.08%	0.86%	40.21%	43.68%	46.89%	47.27%
SUV	138.35	105.38	38.85	-19.94%	-23.83%	39.71%	6.45%	5.23%	4.61%
微面	39.95	38.80	14.55	-12.80%	-2.88%	21.03%	1.86%	1.93%	1.73%

资料来源：wind，山西证券研究所

（二）自主品牌崛起，逐步布局高端化

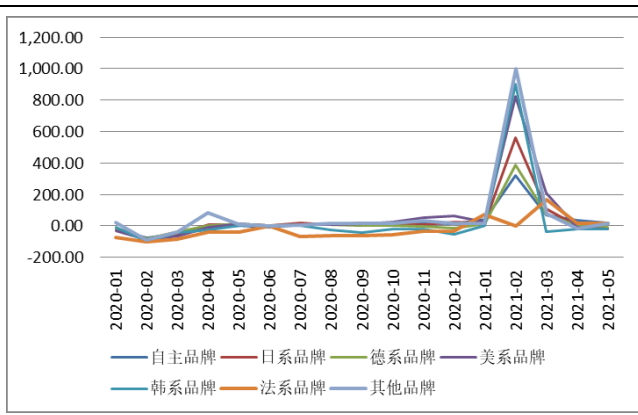
自主品牌累计销量高速增长，市占率维持高位。从销量表现来看，2020Q3 以来，自主品牌乘用车月销量持续同比增长，截止 2021 年 5 月，自主品牌乘用车年度累计销量达 250.6 万辆，同比增长 54.52%，仅次于低基数的法系品牌乘用车，同时 SUV 作为自主品牌主战场，2020 年 SUV 销量排名前十的车型，自主品牌占到 5 位，其中哈弗 H6、长安 CS75 分别位列第一、第二位。从销售份额来看，2015 年以来，除 2020 年以外，年度销售份额均维持在 40%以上，2021 年 1-5 月，自主品牌乘用车销量份额达 41.61%，较 2019 年度销售份额提升 1.95pct。

图 29：乘用车年度分车系销量份额（%）



资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

图 30：乘用车分车系累计销量增量拆分（万辆）



资料来源：wind，中汽协，山西证券研究所

表 7：2020 年 SUV 车型零售累计销量排名

排名	车型	2020 年零售销量（辆）	2019 年零售累计销量（辆）	同比	是否自主品牌
1	哈弗 H6	364352	363920	0.1%	是
2	长安 CS75	262111	188736	38.9%	是
3	本田 CR-V	243037	211216	15.1%	否
4	吉利博越	210352	186078	13.0%	是
5	大众途观	187542	249457	-24.8%	否
6	大众探岳	186229	167749	11.0%	否
7	比亚迪宋	179022	109938	62.8%	是
8	丰田 RAV4	173383	125169	38.5%	否
9	日产奇骏	169582	212629	-20.2%	否
10	荣威 RX5	166511	159089	4.7%	是

资料来源：车家号，汽车之家

表 8：乘用车各车系销售情况

	销量（万辆）			销量同比			销售份额		
	2019 年	2020 年	2021 年 1-5 月	2019 年	2020 年	2021 年 1-5 月	2019 年	2020 年	2021 年 1-5 月
自主品牌	839.9	773.9	350.6	-15.90%	-7.86%	54.52%	41.23%	39.66%	41.61%
日系品牌	418.75	413.27	184.1	-5.69%	-1.31%	31.22%	20.56%	21.18%	21.85%
德系品牌	480.34	473.18	196.7	-5.41%	-1.49%	28.48%	23.58%	24.25%	23.35%
美系品牌	174.13	168.25	75.6	-29.73%	-3.38%	40.00%	8.55%	8.62%	8.97%
韩系品牌	92.58	92.16	23	-21.58%	-0.45%	-8.00%	4.54%	4.72%	2.73%
法系品牌	12.21	11.05	3.3	-60.23%	-9.50%	73.68%	0.60%	0.57%	0.39%
其他品牌	19.1	19.47	9.2	-4.74%	1.94%	27.78%	0.94%	1.00%	1.09%

资料来源：wind，山西证券研究所

自主品牌高端化趋势明显，有望带动自主品牌量价齐升。一是 SUV 是自主品牌的主战场，自主品牌通过以 SUV 为主的“爆款”和“高性价比”积累了一定的购买人群，市场认可度明显提升，技术积累显著增加；二是自主品牌价格中枢整体提升，造型个性化特征显著，高端化趋势明显，汽车消费市场消费升级及自主品牌乘用车多元化发展背景下，能够满足更多的消费者购车需求；三是越来越多的自主品牌开始布局

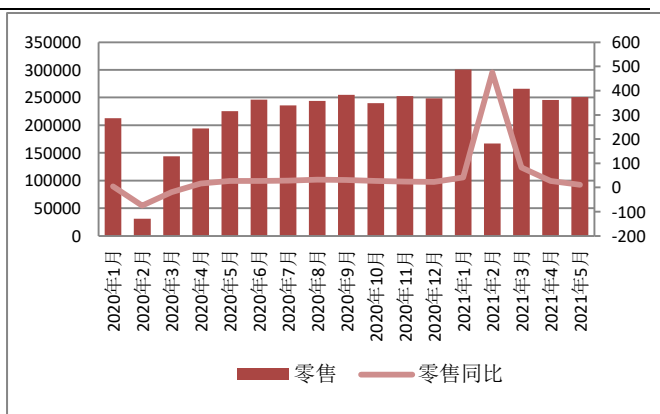
汽车智能化、电动化领域，而汽车的智能化和电动化不仅是行业的发展方向，也是国家重要的政策导向之一，一方面相较而言新能源汽车门槛低于传统动力汽车，更易于实现弯道超车，另一方面汽车自动驾驶对数据具有较强的依赖性，自主品牌在本地数据采集上具有一定优势，自主品牌有望依托汽车的智能网联化以及新能源化浪潮，进一步提升自主品牌认知度、可靠性，进而实现市占率的进一步提升。后续，随着消费升级，具备优质品牌，并积极布局优质赛道的自主品牌整车制造商，有望依托自身优质车型，继续抢占市场份额。

（三）豪华车表现亮眼，市占率有望进一步提升

豪华车销量领先，市占率呈增长态势。2020年疫情爆发后，一方面，豪华车销量同比降幅持续低于乘用车，4月豪华车零售同比增速达15.9%，率先回暖，后续2020年5至2021年4月豪华车单月零售同比均超过25%，5月同比增速虽有收窄，但是仍然领先行业；另一方面，豪华车月销量份额均超过12%，持续维持较高市占率，并持续呈增长态势。

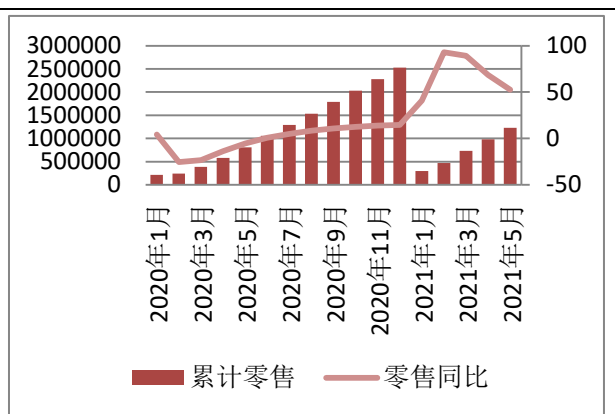
产品多元、消费偏好，叠加购车门槛下降，豪华车有望维持领先地位。目前，一是豪华车品牌纷纷布局新能源领域，并加大对细分市场的差异化产品投放及布局，**豪华车产品矩阵多元化发展，能够满足更多的消费者购车需求**；二是汽车金融规模扩大，豪华车品牌推入门级车型，豪华车品牌价格区间整体下探，导致**豪华品牌购车门槛降低**；三是80/90后逐步成为主流购车人群，女性消费在购车决策中所占比重也持续走高，购车人群对个性化和品牌化需求整体提升，**国内消费者对豪华车的整体偏好性较强**；四是从**2021年1-5月汽车消费零售额情况来看**，社会消费品零售总额累计值为174318.5亿元，同比增长25.70%，其中除汽车以外的消费品零售额、汽车类消费品零售额累计同比分别增长24.40%、40.19%，汽车类消费品销售额累计值在零售总额中的占比达10.33%，同期汽车累计销量、乘用车累计销量同比增速分别为36.97%、38.12%，表现出明显的消费升级趋势。因此，我们认为，**豪华车有望持续领跑乘用车市场。**

图 31：豪华车单月零售及增速情况（辆。%）



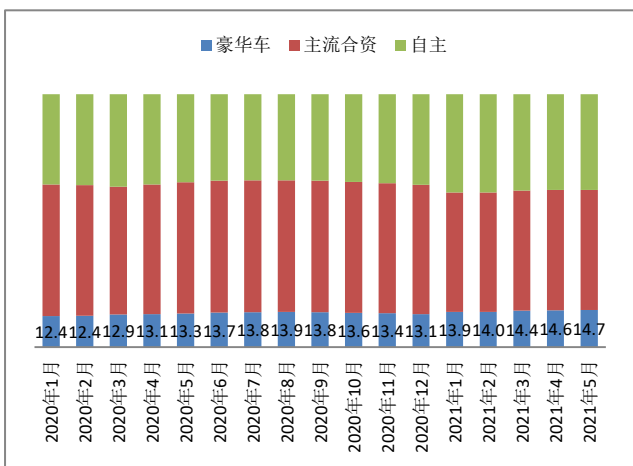
资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 32：豪华车单月零售及增速情况（辆。%）



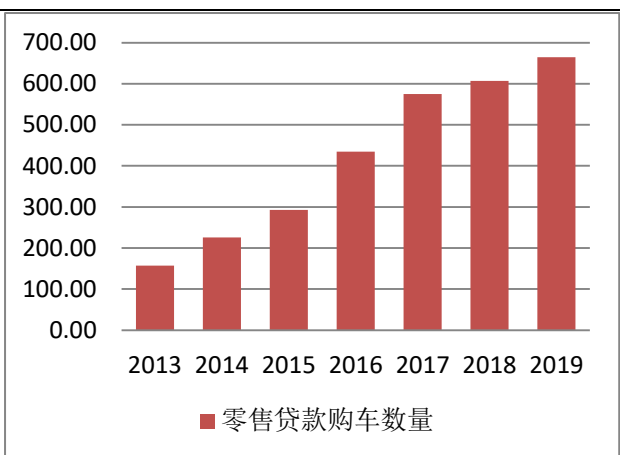
资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 33：豪华车单月零售份额（%）



资料来源：乘联会，山西证券研究所

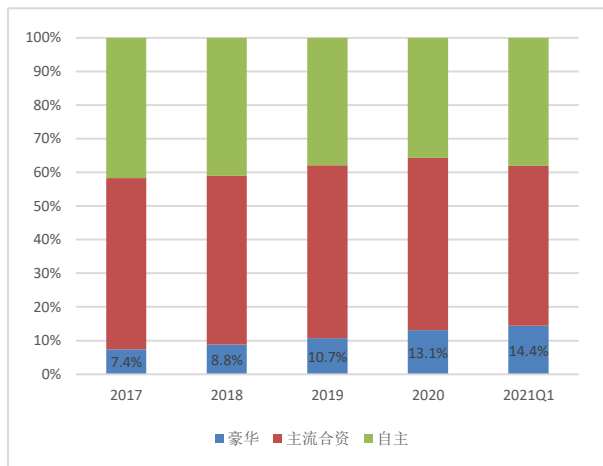
图 35：零售端年度贷款购车数量逐年提升（万辆）



资料来源：wind，中国银行协会，山西证券研究所

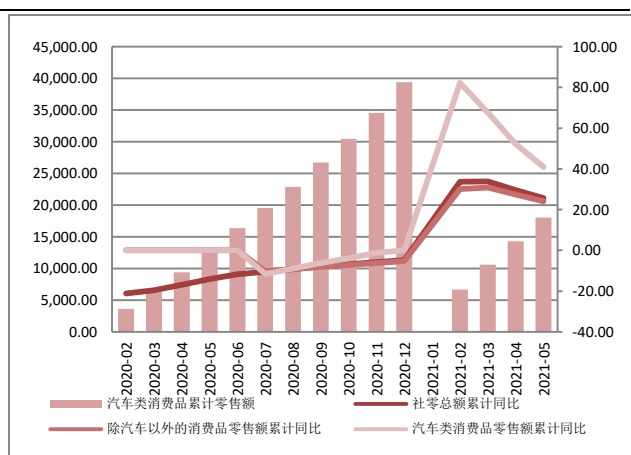
整体来看，乘用车市场虽然面临一定下行压力，但是下半年整体向好的大趋势不变，后续看好豪华车、高端化趋势下的自主品牌乘用车细分市场，以及轿车、SUV 等细分市场的结构性机会，建议关注具有优质品牌、外观设计新颖、车型矩阵完善，并积极布局汽车智能化、电动化领域的整车制造商。

图 34：豪华车年度零售份额（%）



资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 36：汽车类消费品零售额累计值 VS 社零总额累计值增速对比（亿元，%）



资料来源：wind，国家统计局，山西证券研究所

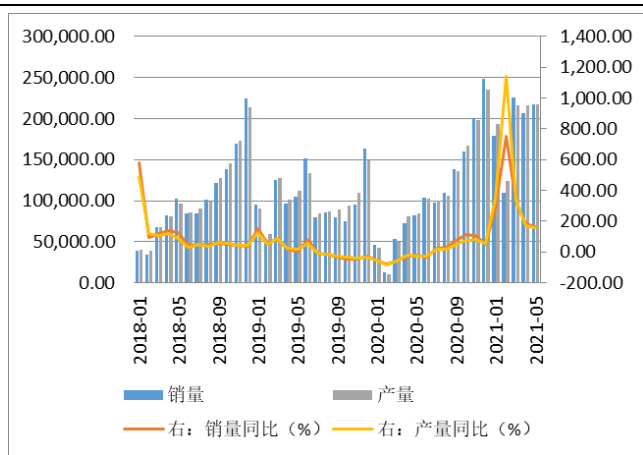
四、新能源汽车：渗透率逐步提升，市场前景广阔

（一）品质逐步提升，销量持续增长

品质逐步提升，新能源汽车销量屡创新高。近几年，伴随着新能源电池技术与新能源车品质的逐步提升，新能源汽车销量不断创造新高，2021 年 1-5 月，新能源汽车产销双双超过 90 万辆，分别达到 96.7 万辆和 95.0 万辆，同比均增长 2.2 倍，新能源汽车渗透率为 9.4%，成为支撑乘用车与零部件企业需求及业绩增

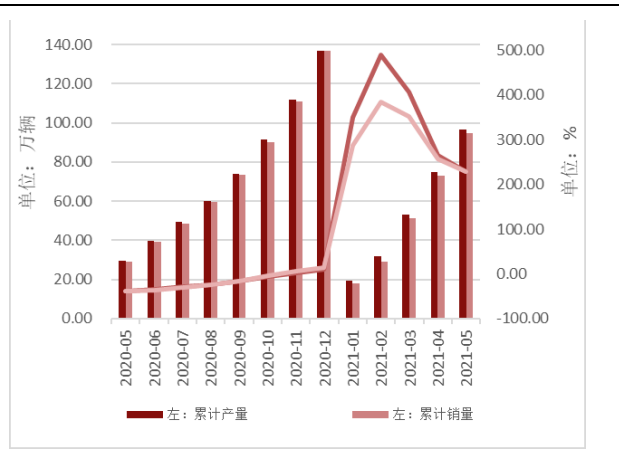
长的核心动力。2021年1-5月，在新能源汽车主要品种中，与上年同期相比，纯电动汽车和插电式混合动力汽车产销继续保持高速增长，其中纯电动汽车产销分别为81.8万辆和79.4万辆，同比分别增长2.6倍与2.5倍；插电式混合动力汽车产销分别完成14.9万辆和15.6万辆，同比分别增长1.1倍和1.3倍；燃料电池汽车产销分别完成188辆和207辆，同比分别下降47.3%和44.1%。

图 37：新能源汽车月产销情况（辆，%）



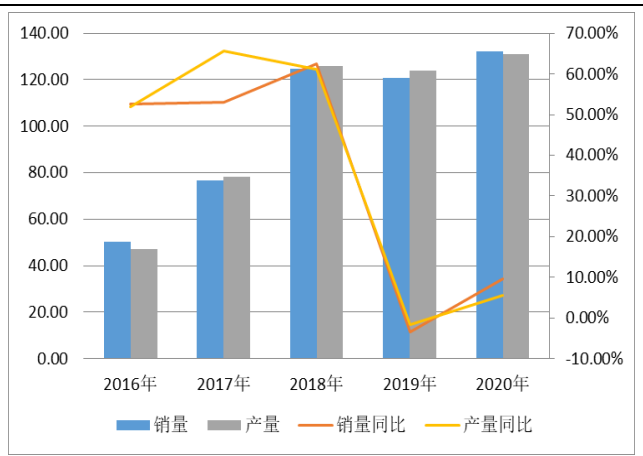
资料来源：wind，山西证券研究所

图 38：新能源汽车累计产销情况（辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 39：我国新能源汽车年产销量情况（万辆，%）



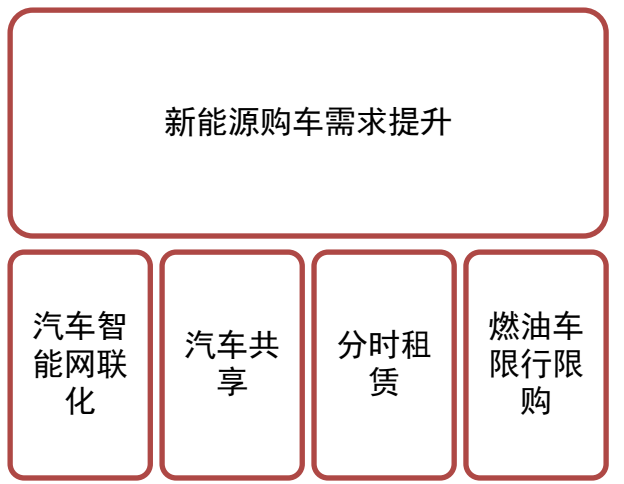
资料来源：wind，山西证券研究所

（二）长期趋势不变，政策驱动逐步向市场驱动过渡

战略+需求，新能源汽车长期趋势明确。政策层面来看：一方面，新能源汽车产业作为国家战略性新兴产业之一，其作为我国汽车产业重要发展方向之一的趋势不变；另一方面，补贴政策、双积分政策、限行限购等相关政策逐步推进，国家明确碳中和时间表，从消费者和制造者两个层面双向推动新能源汽车需求增长。**需求层面来看：**一方面，智能汽车融合了运用信息分析、互联网、大数据、云计算、人工智能等新技术，显著提升了汽车的附加价值，而新能源汽车因其能够快速响应指令的优势，成为了布局汽车智能化

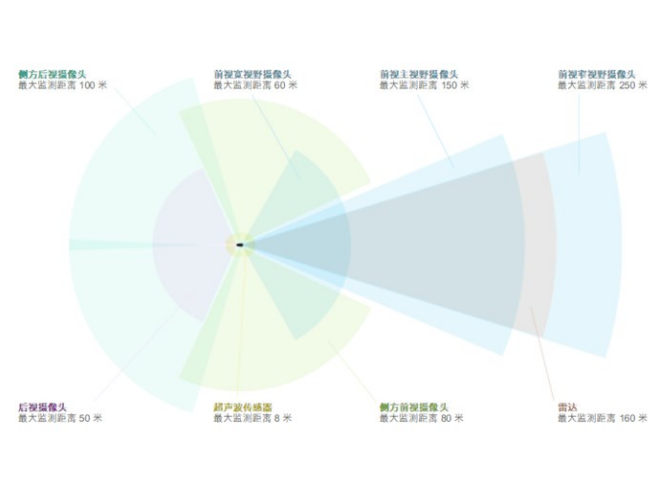
的重要一环，汽车智能化发展反向促进新能源汽车需求提升；另一方面，共享汽车、分时租赁普及程度的提高，扩大了新能源汽车的需求边际。

图 40：新能源汽车需求因素



资料来源：山西证券研究所

图 41：智能汽车为汽车增加了诸多附加功能



数据来源：Tesla 中国官网，山西证券研究所

补贴政策调整缓解下行压力，政策驱动逐步向市场驱动过渡。一方面，随着安全标准、基础设施建设、后处理、相关标准逐步发布，新能源政策体系逐步完善，为行业长续发展营造了优质的政策环境。另一方面，2017 年以来，新能源汽车补贴逐步退坡，新能源汽车整车制造商成本压力逐步加大，而补贴额度与续航里程、能量密度挂钩，导向行业“提质降本”，虽然目前延长了新能源汽车的补贴期限，一定程度缓解了新能源汽车的下行压力，但是“低补贴”、“补贴退坡”导向新能源汽车由政策驱动向市场驱动过渡。

市场驱动整车性能提升，关注核心零部件。随着新能源汽车向市场驱动转换，新能源汽车产品的竞争将不再局限于与新能源车型竞争，而是与传统汽车共同竞争。一方面，目前来看，新能源汽车使用成本低、动力系统占用空间小，但是依然存在里程焦虑的问题，而新能源汽车自燃事故加大了消费者对新能源汽车安全问题的担忧，提升产品性能，降低造车成本，将是新能源汽车在中低价位领域竞争的关键。另一方面，新能源汽车具备快速响应指令的能力，而其动力系统特性为新能源汽车内外饰设计提供了更多可能性，近年来不乏像比亚迪汉、蔚来 ES6、小鹏 P7、广汽 Aion V 等优质新能源车型，符合消费者购车理念及个性化需求的优质车型有望催生“爆款”车型，进而为品牌快速打开市场，提升认可度。在此情况下，建议关注技术壁垒高、对整车性能提升有较大影响，且具备成本压缩空间的核心零部件，如动力电池、电控系统。

（三）行业竞争加剧，关注核心零部件与电池产业链

国内外整车厂积极布局，行业竞争加剧。目前来看，国内外整车厂纷纷布局新能源汽车，造车新势力、合资品牌也纷纷推出自己的新能源汽车。产品谱系多元、行业竞争加剧是新能源汽车行业的发展趋势，而此次疫情爆发则加速了行业洗牌速度，预计整车及其上游零部件供应商的落后产能将逐步出清，建议从优

质产业链入手，自上而下寻找优质标的。

表 9：国内外车企新能源汽车发展战略汇总

品牌	战略规划
奔驰	2022 年推出 10 款电车型，2030 年电动汽车销量占集团总销量一半以上。根据“雄心 2039”计划，在 2039 年实现“碳中和”的乘用车产品阵营。
宝马	2023 年前，宝马计划在中国推出 12 款纯电动 BMW 和 MINI 车型，覆盖所有主流细分市场，预计纯电动汽车将占公司在中国总销量的 25%。到 2030 年，单车全生命周期平均二氧化碳排放量较 2019 年降低至少三分之一，到 2030 年销售超过 700 万辆纯电动汽车。
奥迪	奥迪最后一款内燃机车型将是 SUV Q 系列，该款车型将于 2026 年推出，且仅销售至 2030 年代初，电动汽车比例在 2030 年达到 70%。
沃尔沃	到 2025 年，纯电动汽车占其全球销量的 50%，而混合动力汽车占其全球销量的 50%，2030 年所有车型都将为纯电动汽车。
大众	到 2030 年，在中国和美国，纯电动汽车的销售份额将上升到 50%，在欧洲至少有 70% 的销量来自是纯电动汽车。于 2035 前停止在欧洲销售传统燃油车，转而全部生产、销售纯电动汽车。2050 年之前实现完全碳中和。
福特	2030 年电动汽车占总销量的 40%，且在欧洲只销售电动汽车，北美 33.3% 的皮卡，70% 的箱式货运车 VAN 为电动车。
通用	到 2025 年在全球范围内发布 30 款新电动汽车，全球纯电动车销量预计超过 100 万辆。到 2035 年停止生产所有以柴油和汽油为动力的汽车、卡车和 SUV，并将其全部新车转向电动汽车。
丰田	到 2025 年，丰田旗下所有产品将实现全面电气化，不再提供只配备传统发动机的车型。到 2030 年，丰田在全球范围电动化汽车年销量将超过 800 万辆，其中氢燃料电池车型和纯电动车达到 200 万辆。
日产	2025 年在中国导入 9 款新能源汽车。在 2030 年代初期，实现核心市场新车型 100% 的电动化。到 2050 年整个集团的企业运营和产品生命周期实现碳中和。
MINI	2025 年推出最后一款内燃机车型，到 2027 年，一半的 Mini 车销量来自纯电动汽车，从 2030 年开始只销售纯电动汽车。
捷豹路虎	捷豹路虎设定了到 2025 年成为零排放汽车品牌，到 2039 年实现碳中和的目标。到 2025 年，捷豹品牌将全部采用电池电动，路虎将电动车型的数量扩大到 60%。
现代	2030 年，现代汽车计划在中国推出 13 款新能源车型，2030 年总计发布 21 款现代和起亚品牌的电动汽车。
上汽集团	计划在 2025 年前投放近百款新能源产品，包括近 60 款自主新能源车型，插电混动产品将不少于 20 款，氢燃料电池产品有 10 款。
东风汽车	“十四五”期间将累计投放 20 款以上全新车型，其中超过 50% 是新能源车型。到 2025 年，新能源汽车销量达到 100 万。
广汽集团	到 2025 年，广汽集团计划实现全集团新能源汽车销量占比 20%，混动化车型占比超 20%；自主品牌全面实现电气化，新能源汽车占比超 36%，强混占比超 15%。到 2035 年，广汽集团力争全面实现电气化转型，实现汽车产销 500 万辆，其中节能汽车和新能源汽车各占一半。
长安汽车	2021 年后未来五年将陆续推出 26 款全新智能电动汽车。将携手华为、宁德时代，共同打造国际一流的智能电动网联汽车平台。
吉利汽车	到 2025 年，几何品牌将推出十余款全新纯电车型，覆盖轿车、SUV 及 MPV 多个品类。

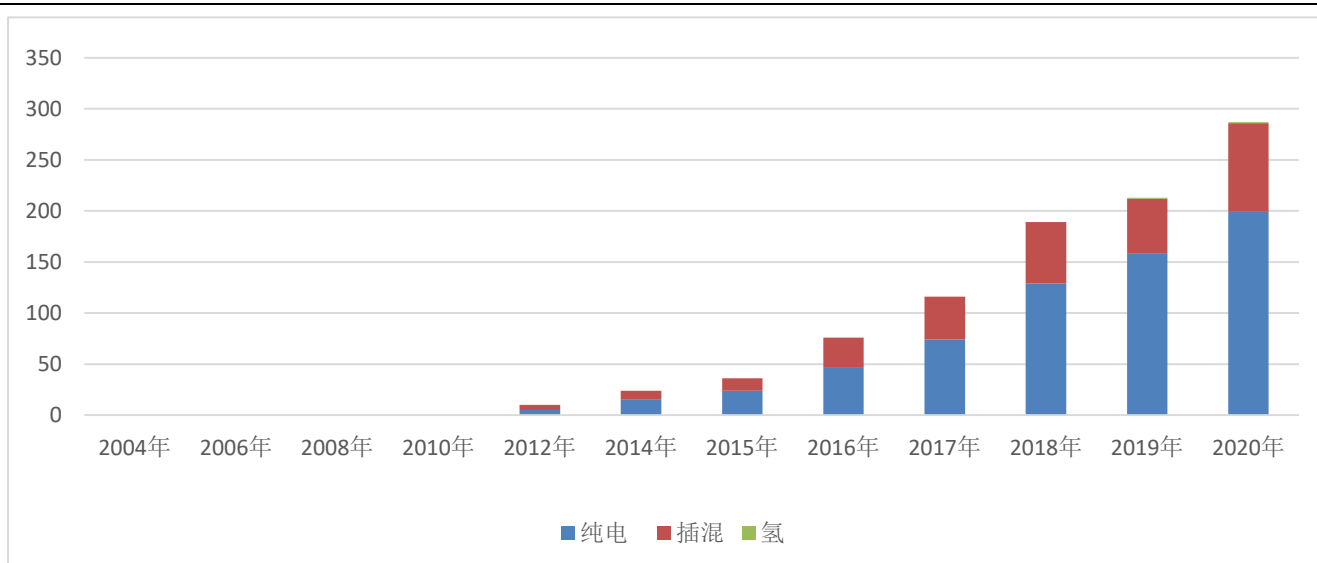
北汽新能源	2029 发展计划包括 1 个目标、2 大路径、3 大举措以及 4 大体系。1 个目标为坚持“一个卫蓝梦，两个世界级”的企业愿景。2 大路径为打造行业命运共同体以及全面参与国际竞争。3 大举措包含构建数字化研发能力，丰富电动化与智能网联化深度融合的新能源汽车产品型谱以及打造 AI 工厂，实现 C2M 的个性化生产。4 大体系上，北汽新能源计划全面布局，形成涵盖锂电池-固态电池-燃料电池的“三位一体”能源驱动系统；构建车-路-云大数据管理中心；构建新型“融合式”全生命周期客户服务体系以及智慧能源生态体系。
比亚迪	2023 年推出 5 款纯电动车型。2020 年，推动公交车和出租车的全面电动化，2025 年，推动城市物流等卡车的全面电动化，2030 年，力推私家车领域的全面电动化。
长城汽车	电动车品牌欧拉将于 2023 年实现全球 100 万辆的产销规模。2025 年前推出超过 50 款新能源车，届时长城新能源车型的销量占比将达到 80%。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

1、国际传统车企纷纷推出新能源车型

2020 年全球广义新能源乘用车销量达到 516 万台，同比增速达到 17%；其中插混、纯电动、燃料电池的狭义新能源车销量达到 286 万台，同比增长 36%。中国新能源乘用车 2020 年销量约占全球的 41%。受益于高额补贴，2020 年欧洲新能源销量提升较大。

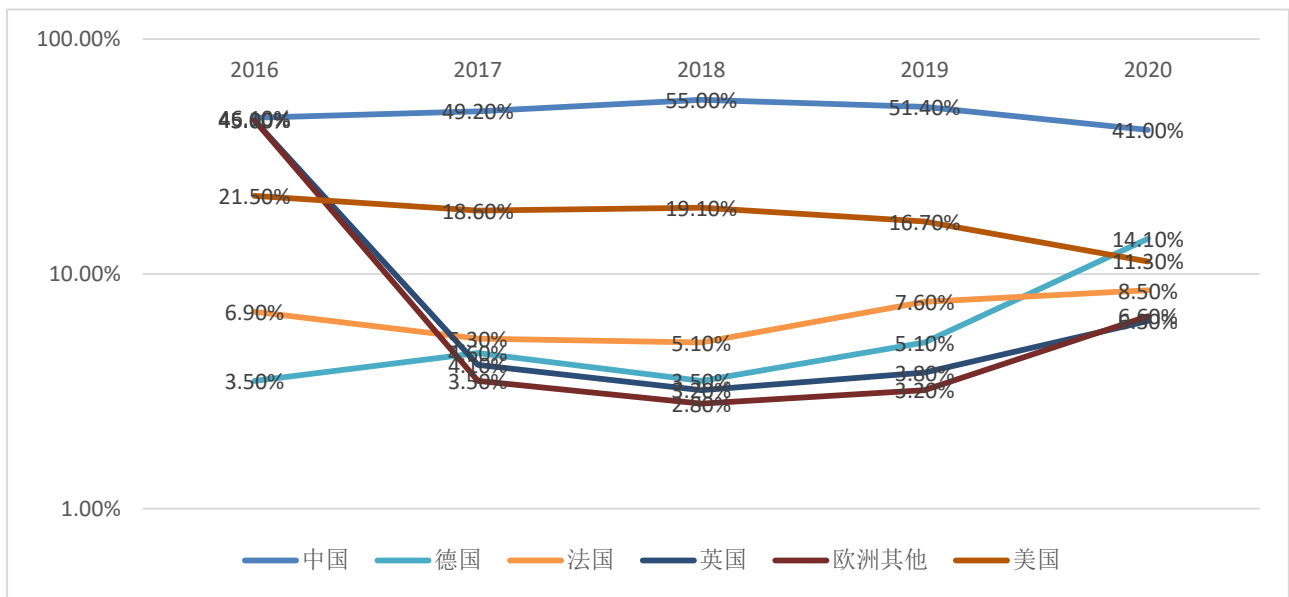
图 42：全球新能源车销量占比



数据来源：乘联会，山西证券研究所

政策+供给+品质，助力销量提升。高速增长一方面源自于各国政策的大力支持，例如欧洲、美国、中国、日本等主要地区均推出了优惠购车措施，特别是欧洲地区，通过大幅度提高补贴金额使得新能源汽车销量大幅度增加。另一方面，传统车企近两年来开始发力推出新能源车型，使用全新的品牌以及搭建全新的平台，同时不断提升车辆续航与快充速度，在智能化与性能方面超过了传统燃油车型，已基本满足日常出行需求，销量也随之增加。

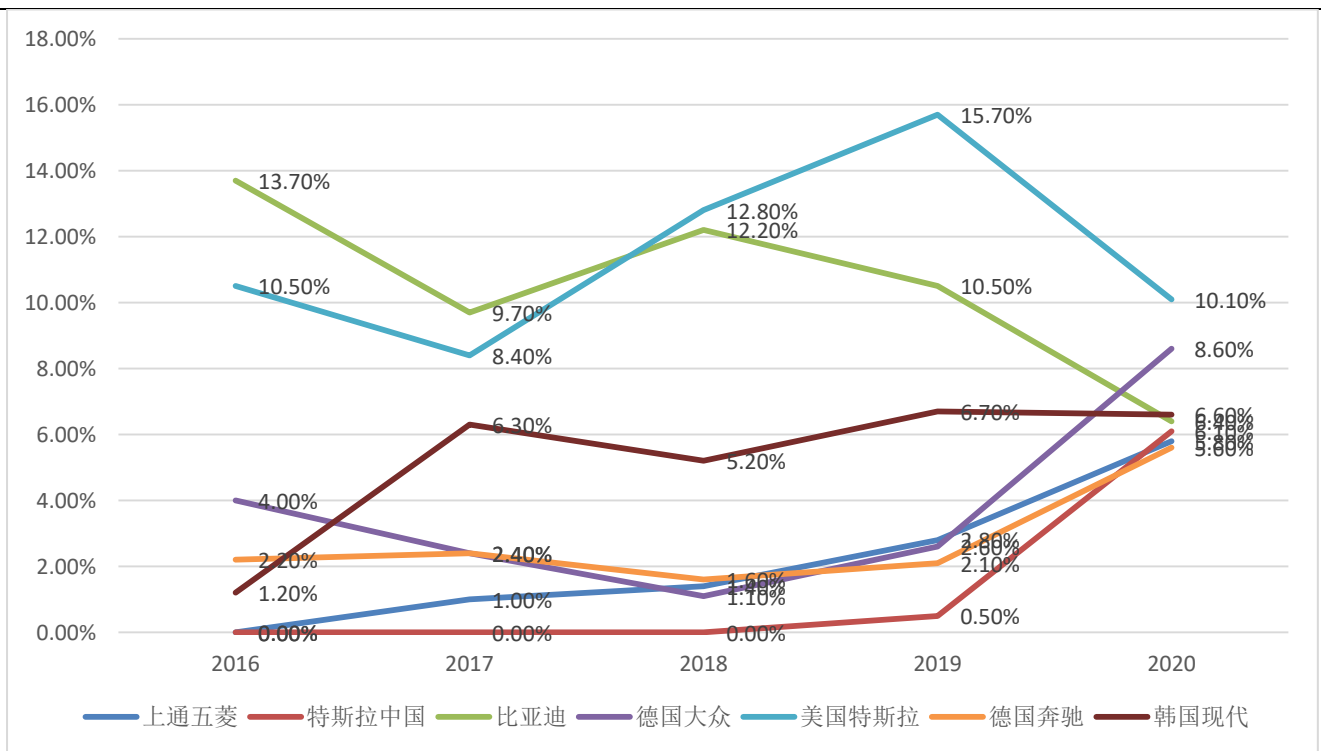
图 43：主要国家新能源车年度份额变化



资料来源：乘联会，山西证券研究所

车企方面，德国大众 ID 系列、特斯拉 Model 3 在欧美市场表现突出，中国市场特斯拉 Model 3，五菱 Mini EV 增长较快。针对以上车型，具有全球供货能力的中国核心零部件企业或将因此收益。

图 44：主要车企年度份额变化



资料来源：乘联会，山西证券研究所

2、核心电池企业：产业逐步集中，增长更为稳定

目前新能源汽车市场已形成初步的规模，各家车企均已推出自己的新能源车型。但目前更新周期下，爆款欠缺，各家实力相对均衡，关注上游核心电池产业，增长更为稳定。

关注点一：高壁垒领域核心企业

行业壁垒：负极、隔膜行业的进入壁垒相对较高

国内 CNT 导电浆料、负极的市场集中度最高。市场集中度是行业技术壁垒、资金壁垒、盈利能力的充分反映。根据各细分行业全国排名前 5 厂商的市场占有率来看，细分行业市场集中度由高到低依次为：CNT 导电浆料、负极、电解液、隔膜、铜箔、正极，其中正极行业的竞争格局最为分散。

资金壁垒：隔膜、负极资金壁垒高

隔膜、负极是典型的重资产行业，资金壁垒高。以样本公司在建项目的预计固定资产周转率指标来看，电解液、CNT 导电浆料、三元正极、铜箔的固定资产周转率大于 2，隔膜、负极的固定资产周转率小于 2。隔膜与负极相对其他子行业而言是典型的重资产行业，新建隔膜、负极项目所需固定资产投资额大，新进入者需要有充足的资金启动新项目，因此隔膜、负极行业资金壁垒高。

技术壁垒：负极、隔膜、CNT 导电浆料技术壁垒相对较高

负极、隔膜、CNT 导电浆料技术壁垒相对较高。负极、隔膜、CNT 导电浆料的制造成本占比相对较高，正极、电解液、铜箔等直接材料成本占比高，营业成本受原材料价格波动大，厂商较难控制营业成本，多数充当“加工商”角色，因此从技术角度看，进入壁垒相对较低。负极、隔膜的关键制备步骤多。从各原材料生产工艺对比来看，人造石墨、隔膜、铜箔、CNT 导电浆料的关键生产工序较多。而正极材料、电解液的生产步骤相对较少，关键步骤需要控制的工艺参数较少。

关注点二：占比突出的电池核心供应商

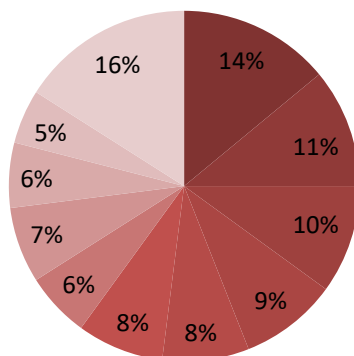
三元正极材料市场

我国三元材料的竞争较为激烈，2020 年行业 CR5 约为 52%，头部大型厂商之间的份额差距较小。其中，容百科技排名第一，2020 年市占率为 14%；天津巴莫排名第二，2020 年市占率为 11%；长远锂科排名第三，2020 年市占率为 10%。

目前，三元材料正在向中镍高压、高镍演进，技术路径尚未定型且下游需求的成长性高，导致行业的集中度相对分散。

图 45：2020 年中国三元正极材料市占率情况

■ 容百科技 ■ 天津巴莫 ■ 长远锂科 ■ 当升科技 ■ 湖南杉杉 ■ 新乡天力
■ 厦门钨业 ■ 贵州振华 ■ 南通瑞翔 ■ 优美科 ■ 其他

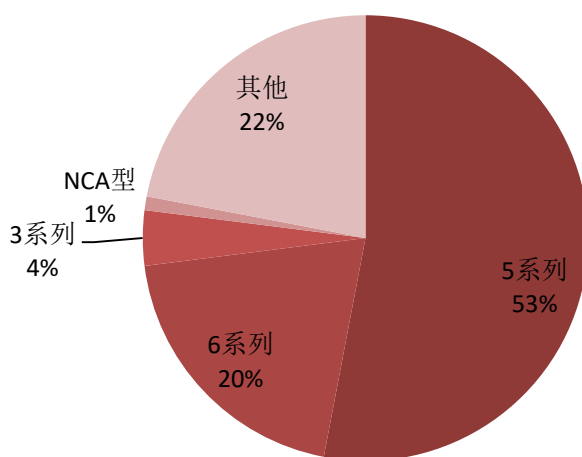


资料来源：前瞻产业研究院

从三元正极材料产品型号结构来看，2020 年三元材料市场仍以 5 系及以下型号为主，但 5 系及以下材料占比同比下降 9 个百分点；高镍 8 系材料占比同比提升 9 个百分点。

分型号来看，2020 年国内高镍三元材料市场基本被容百锂电与天津巴莫垄断，两家合计市占率超过 85%。其中，5 系列高镍三元材料占比 53%，6 系列高镍三元材料占比 20%，3 系列高镍三元材料占比 4%，NCA 型占比 1%。

图 46：2020 年中国高镍三元材料分型号占比



资料来源：前瞻产业研究院

磷酸铁锂市场现状

中国电池工业协会大数据中心统计，2020 年中国锂电磷酸铁锂材料产量约 14.3 万吨，同比增长 60.7%。

其中，排名前十企业的产量合计占 2020 年中国磷酸铁锂材料产量的 99%。

图 47：2020 年中国锂电磷酸铁锂材料产量 TOP10



数据来源：中国电池工业协会大数据中心

具体来看，磷酸铁锂材料产量主要被德方纳米、湖南裕能、国轩高科、贝特瑞、湖北万润 5 家企业垄断，这 5 家企业产量合计占 2020 年中国磷酸铁锂材料产量的 76%，较 2019 年前五企业的产量合计占比提升 13 个百分点，磷酸铁锂材料企业产量集中度进一步提升。

产能方面，截至 2020 年年底，中国磷酸铁锂材料生产企业拥有的产能合计超 25 万吨。另外，据统计的磷酸铁锂材料生产企业扩产计划来看，在未来 2-3 年内中国磷酸铁锂材料将新增产能超 33 万吨。

表 10：中国磷酸铁锂材料企业现有及规划新增产能统计

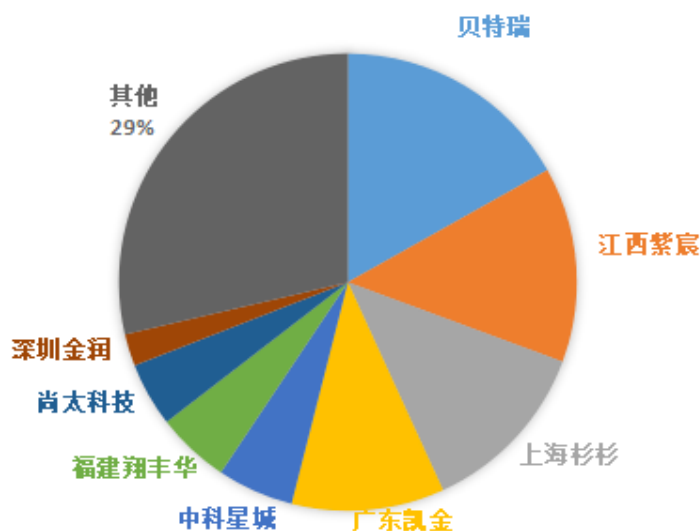
序号	生产企业	2020 年底产能 (万吨/年)	规划新增产能 (万吨/年)	投产时间
1	国轩高科	4	-	-
2	德方纳米	3.5	8	2021-2023 年
3	贝特瑞	2.8	3.5	2021 年
4	湖南裕能	5	2	2021 年
5	湖北万润	3	5	2021-2022 年
6	重庆特瑞	1.5	1.5-2.5	2021-2022 年
7	北大先行	1.4	-	-
8	比亚迪	1	-	-
9	安达科技	1	2	2021-2022 年
10	江西金锂	0.6	1.2	2021 年
11	山东丰元	0.5	0.5	2021 年
12	斯特兰	0.2	3	2021-2022 年
13	江西升华	0.2	5	2021-2023 年
14	山东鑫动能	0.5	2.5	2021 年
15	江西智锂	0.5	0.5	2021 年
合计		25.7		

数据来源：中国电池工业协会大数据中心

负极材料市场现状

2020年中国负极材料产量超过46万吨，环比增长28%。负极企业贝特瑞产销继续领跑全球，紫宸产量在长期合作的大客户加持下再创新高，杉杉在年底发力，全年出货量接近6万，凯金8月以后在C公司力挺下也迈过5万门槛，中科星城和翔丰华不相上下，金润也在今年突破万吨大关。

图 48：2020 年国内主要负极厂家产量占比（%）

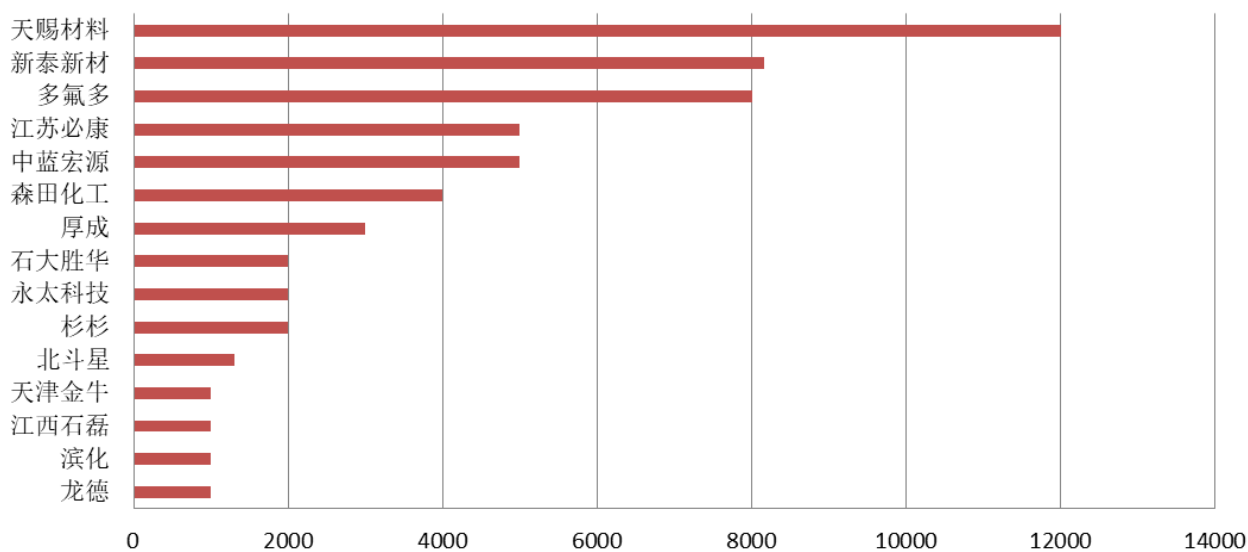


资料来源：鑫椏资讯

电解液市场现状

根据高工锂电数据显示，2020年中国电解液市场出货25万吨，其中动力电池应用占比35%，为电解液最大应用领域。

图 49：2020 年国内六氟磷酸锂产能统计（吨/年）

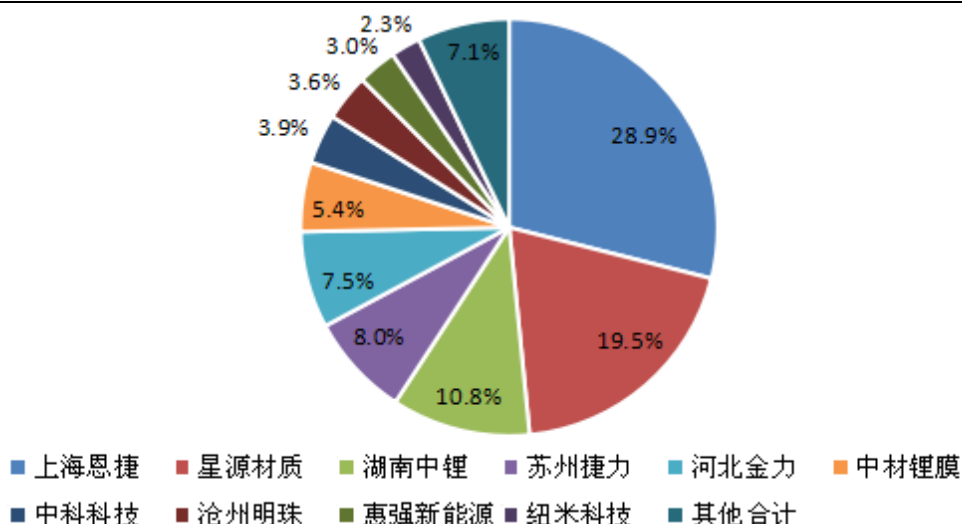


资料来源：前瞻产业研究院

隔膜材料市场现状

2020 年中国隔膜产量约 30.6 亿平米，同比增长 23.2%。其中，排名前十企业的隔膜产量合计占 2020 年中国隔膜总产量的 93%。前三企业的产量合计占比达 59%，企业产量集中度较高。

图 50：2020 年中国隔膜产量 TOP10 企业占比情况

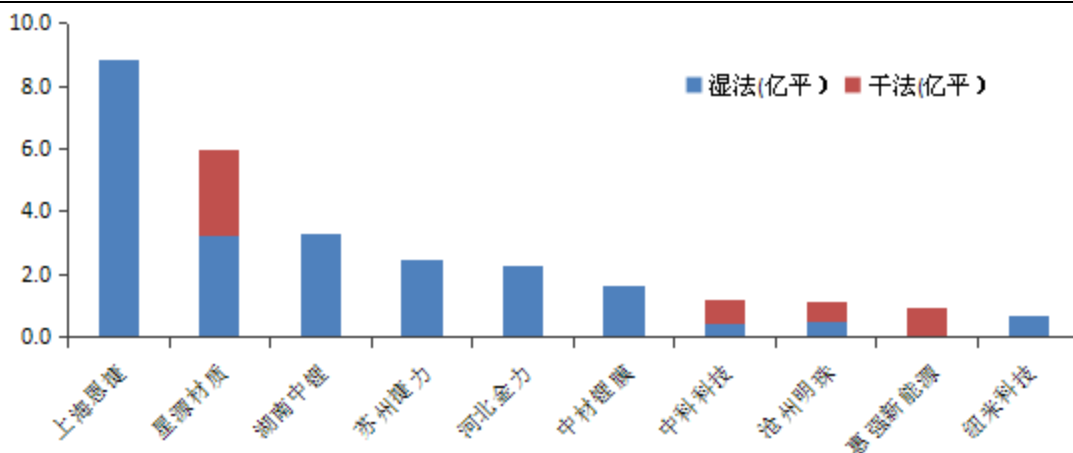


数据来源：中国电池工业协会大数据中心

从产品结构来看，2020 年湿法隔膜产量约 24.6 亿平米，同比增长 27.1%，占隔膜总产量的 81%；干法隔膜产量约 6.0 亿平米，同比增长 9.4%，占隔膜总产量的 19%。

具体来看，前十企业中多数企业以湿法隔膜为主，其中上海恩捷、湖南中锂、苏州捷力、河北金力、中材锂膜、纽米科技 6 家企业产品全部为湿法隔膜；星源材质、中科科技、沧州明珠 3 家企业同时生产干、湿法隔膜产品；只有惠强新能源 1 家企业产品为干法隔膜。

图 51：2020 年中国隔膜产量 TOP10 企业产品结构



数据来源：中国电池工业协会大数据中心

五、行业评级及投资策略

（一）行业评级

国民经济持续稳定恢复，企业生产经营活动总体延续稳步扩张态势，虽然汽车行业仍然面临下行压力，但是 2021 年下半年行业整体向好的趋势不变。同时，乘用车市场消费结构持续优化，自主品牌逐步崛起，豪华车持续领跑市场，新能源汽车渗透率稳步提升，不乏结构性投资机会，维持行业“看好”评级。

（二）投资策略

综上所述，我们认为 2021 年下半年，汽车行业选股建议关注 2 条主线：

➤ 一是**具有优质品牌、布局优质赛道的整车龙头**：

- ①国内汽车行业已经趋于成熟化，行业需求空间有限，行业竞争持续加剧，优质资产有望借力做大；
- ②汽车下乡政策逐步发力，有望带动下沉市场需求释放；
- ③电动化、智能化为汽车增加了更多的商品属性，有望整体提升乘用车市场的需求边际。

➤ 二是**聚焦新能源汽车及汽车智能化，重点关注核心零部件与电池产业链**：

- ①利好政策多；
- ②产业潜在需求大，市场前景广阔，业绩爆发力强；
- ③产业链部分关键节点技术壁垒高、突破难度大，技术领先的供应商有望依托产业快速发展扩大规模；
- ④优质车型示范效应下，有望加速电动车普及、动力电池为核心的新能源汽车成本下降、相关零部件国产化进程，进而带动产业链受益。

（三）标的推荐

1、广汽集团（601238.SH）：合资自主并进，优质车型频出

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 631.57 亿元，同比增长 5.78%；归母净利润 59.66 亿元，同比下降 9.84%。2021 年一季度，公司实现营业收入 160.24 亿元，同比增长 47.31%；归母净利润 23.66 亿元，同比增长 1896.65%。

投资逻辑：广汽集团作为国内头部乘用车整车制造商之一，乘用车产品覆盖轿车、SUV、MPV，旗下囊括广本、广丰、广汽埃安、广汽乘用车等优质合资、自主品牌，并积极布局新能源汽车领域，产品矩阵完善，合资自主并进，优质车型频出，业绩安全边际较高，增长确定性强。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 0.81、0.96 元/股，对应 PE 分别

为 16.37、13.86 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，销量不及预期。

2、长城汽车（601633.SH）：新车发布频繁，销量增幅长期领先行业

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 1033.08 亿元，同比增长 7.38%；归母净利润 53.62 亿元，同比增长 19.25%。2021 年一季度，公司实现营业收入 311.17 亿元，同比增长 150.62%；归母净利润 16.39 亿元，同比增长 352.17%。

投资逻辑：长城汽车旗下拥有哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉四个品牌，销量增幅稳定，长期领先行业，新车发布频繁，品牌认可度显著提升，出现“爆款”车的可能性较大。同时，公司持续高研发投入，积极布局汽车智能化、电动化优质赛道，打造了“柠檬”、“坦克”、“咖啡智能”三大技术品牌，形成了以“自动驾驶、智能座舱、高效燃油、新能源”相互融合的技术生态。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 0.95、1.22 元/股，对应 PE 分别为 46.65、36.28 倍，上调评级为“买入”。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，新车销量不及预期。

3、比亚迪（002594.SZ）：新能源汽车领跑者，积极布局核心技术

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 1565.97 亿元，同比增长 22.59%；归母净利润 42.34 亿元，同比增长 162.27%。2021 年一季度，公司实现营业收入 409.92 亿元，同比增长 108.31%；归母净利润 2.37 亿元，同比增长 110.73%。

投资逻辑：公司作为新能源汽车整车制造商，从技术到市场均展现出较强的实力，近年来新推出的车型在产品力与品质上逐步提升。同时，公司积极布局新能源汽车核心技术，拥有电池、电机、电控及整车核心技术，以及双模技术和双向逆变技术，有望助力公司产品力持续提升。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 2.21、2.76 元/股，对应 PE 分别为 119.65、91.78 倍，维持公司“增持”评级。

风险因素：新能源汽车销量不及预期；行业政策大幅调整。

4、三花智控（002050.SZ）：深耕热管理领域，优质客户护航

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 121.10 亿元，同比增长 7.29%；归母净利润 14.62 亿元，同比增长 2.88%。2021 年一季度，公司实现营业收入 34.08 亿元，同比增长 37.22%；归母净利润 3.6 亿元，同比增长 70.36%。

投资逻辑：公司是全球最大的制冷控制元器件和全球领先的汽车空调及热管理系统控制部件制造商，

是全球众多知名车企和电器厂家的战略合作伙伴。公司专注于新能源汽车空调及热管理系统的深入研究，由零部件切入并逐渐向组件和子系统发展，下游覆盖法雷奥、马勒、大众、奔驰、宝马、沃尔沃、通用、吉利、比亚迪、上汽等优质客户。特别是公司目前绑定特斯拉、小鹏、蔚来等潜力较大的爆款车型，随着特斯拉销量的增加、国内小鹏、蔚来等造车新势力的持续发展以及丰田日系客户订单的落地，公司未来有望持续高速增长。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 0.60、0.76 元/股，对应 PE 分别为 40.21、31.58 倍，维持评级为“买入”。

风险因素：产业链竞争加剧；政策的不确定性；扩产进展缓慢。

5、当升科技（002594.SZ）：高镍产品稳定供货，持续引领行业发展

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 31.83 亿元，同比增长 39.36%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 284.12%。2021 年一季度，公司实现营业收入 12.64 亿元，同比增长 203.94%；归母净利润 1.49 亿元，同比增长 353.48%。

投资逻辑：公司高镍产品稳定供货，绑定国内外优质客户，产能不断扩张。公司与 LG 化学、SKI、索尼等合作稳定，长寿命 NCM811 产品目前已实现批量供货，月出口规模达百吨以上；此外，公司产能不断扩张，截止 2021 年底，公司预计建成产能 4.4 万吨，长远预计公司 2025 年产能将达到 18 万吨。研发方面，公司 NCMA 高镍四元材料目前已送样国际主流电池生产商，公司第二代固态锂电及其关键材料已完成开发。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 1.40、1.94 元/股，对应 PE 分别为 41.86、30.20 倍，上调评级为“买入”。

风险因素：供应链企业不稳定，政策的不确定性。

6、法拉电子（600563.SH）：薄膜电容龙头，新能源推动成长

业绩回顾：2020 年，公司实现营业收入 18.91 亿元，同比增长 12.51%；归母净利润 5.56 亿元，同比增长 21.85%。2021 年一季度，公司实现营业收入 5.81 亿元，同比增长 67.96%；归母净利润 1.65 亿元，同比增长 78.08%。

投资逻辑：公司是国内薄膜电容龙头，跻身国际一流薄膜电容企业，相较竞争者毛利率与费用率均表现更佳。随着光伏、风电、新能源汽车、储能等下游需求的不断增涨，以及本土化优势、规模效应等，预计公司业绩也将同步提升。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2021 年、2022 年，每股收益分别为 3.01、3.57 元/股，对应 PE 分别为 52.81、44.50 倍，首次评级为“增持”。

风险因素：政策的不确定性。

表 11：公司盈利预测、估值及投资评级

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE			评级
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
601238.SH	广汽集团	13.32	0.58	0.81	0.96	23.11	16.37	13.86	买入
601633.SH	长城汽车	44.32	0.58	0.95	1.22	76.03	46.65	36.28	买入
002594.SZ	比亚迪	253.63	1.48	2.12	2.76	171.38	119.65	91.78	增持
002050.SZ	三花智控	24.09	0.40	0.60	0.76	59.17	40.21	31.58	买入
300073.SZ	当升科技	58.45	0.85	1.40	1.94	68.89	41.86	30.20	买入
600563.SH	法拉电子	159	2.47	3.01	3.57	64.39	52.81	44.50	增持

注：基于 2021 年 6 月 28 日收盘价

六、风险提示

- 1) 宏观经济下行；
- 2) 汽车销量不及预期；
- 3) 上游原材料价格大幅波动；
- 4) 行业政策大幅调整；
- 5) 海外疫情防控形势持续恶化。

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。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。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

