

信义山证 汇通天下

证券研究报告

汽车

整装专题报告

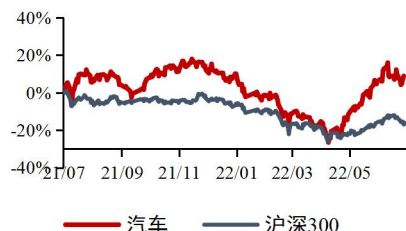
领先大市-A(维持)

中长上升周期或正开启

2022年7月18日

行业研究/行业中期策略

汽车板块近一年市场表现



相关报告:

分析师:

林帆

执业登记编码: S0760522030001

邮箱: linfan@sxzq.com

投资要点:

➤ 周期下行与疫情冲击的双重影响已基本结束，中长上升周期或正开启。全球及中国汽车行业于 2021 年开启上升周期，因疫情影响国内 4 月汽车产销量创近年新低，同比分别-46.1%和-47.6%，复苏趋势中断。在政府和企业齐心协力复工复产的努力下，国内汽车产销量于 5 月开始快速修复，当月同比分别-5.7%和-12.6%；中央、地方政府和各大车企力度空前的补贴刺激政策于 6 月开始实施，效果比较明显，当月汽车产销量同比分别+28.2%和+23.8%，乘用车产销量分别+43.6%和+41.2%，恢复的速度和强度超市场预期。我们判断国内汽车行业最坏的时候已经过去，2022 年全年产销量有望较去年略有正增长，汽车行业中长期周期性复苏趋势不会改变。

全球汽车周期与经济周期高度相关，从以往经验来看，下行周期一般为 2-3 年，上行周期一般持续 7-8 年。全球汽车行业自 2018 年开始下行，至今已超过 4 年，且 2020 年初爆发的新冠疫情加剧了下行幅度（同比-15.4%），从时间维度观察，即将进入中长期复苏周期的概率较大。

另一方面，随着疫情的缓解，制约汽车行业增长的供应链危机也正逐步好转，整车、芯片等核心零部件厂商开工率正快速上升；需求端，全球经济正走出低谷，且在“碳中和”大背景下政府政策的约束，对汽车特别是新能源汽车产销量的增长带来有利条件。

因此，全球汽车行业或正迎来中长上升周期，我们或正站在此轮上升周期的起点。

➤ 电动智能化仍是未来行业发展的主题，域控制器和线束将有较大空间。全球新能源汽车于 2021 年开始进入快速增长期，销量达到约 675 万辆，同比+108%；中国市场新能源汽车 2021 年销量达到 352.1 万辆，同比+157.6%。虽然近年新能源汽车增速迅猛，但是市场渗透率依然不高（2021 年全球约 8.4%，中国约 13.4%）。在各国政府政策的约束下，未来新能源汽车持续高速增长是大概率事件。

中国在新能源汽车领域的技术和销量优势（2021 年销量全球占比约 52.2%），将有利于中国汽车产量在全球占比的提升。中国电动智能化产业链有望迎来全球汽车周期回升、中国产汽车全球占比提升和新能源汽车渗透率快速上升的“三升”局面，投资的超额收益将会十分明显。

智能电动化产业链中，域控制器属于核心零部件，全球整车厂中特斯拉于 2012 年开始应用，国内整车厂中小鹏等于 2021 年才开始应用；据未来智库预测，域控制器 2025 年国内规模可达 1248 亿元，2030 年规模可达 2510



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

亿元，成长空间巨大。国内车用线束 2021 年规模约 650 亿元，但 80%左右份额均由外资巨头把控。随着新能源汽车技术的发展，价值量更大的 400V 和 800V 系统将会越来越多被应用，单车线束价值有望由目前的约 2500 元增加至 4500 元及以上。因此，国内线束厂商即将迎来国产替代加速和单车价值增加的“量价齐升”的良好局面。

➤ **投资建议：**周期下行与疫情影响的双重冲击已基本结束，行业正处于中长期上升周期的起点。全球汽车产销量复苏回升、中国汽车全球占比提升、新能源及智能化汽车渗透率的快速上升等众多利好因素叠加，汽车行业特别是电动智能化产业链有望迎来未来几年最好的黄金投资期。对于国内汽车产业而言，新能源汽车产业链在全球的领先优势及下半年中央、地方政府和车企补贴政策的助力下，行业景气度将会大幅好转。因此，我们维持行业“领先大市-A”的投资评级。

我们重点推荐复苏反弹周期中弹性最大的乘用车和商用车龙头企业长城汽车、中国重汽，电动智能化产业链细分领域零部件龙头企业德赛西威、卡倍亿。

➤ **风险提示：**疫情反复的影响超预期，上游原材料价格大幅波动超预期，全球地缘政治的影响。

目录

1. 双重冲击后行业迎来中长上升周期拐点.....	6
1.1 疫情冲击后月度销量迅速恢复.....	6
1.2 政策刺激下后市产销量增长或超预期.....	6
1.3 新能源汽车高增长韧性足.....	8
1.4 全球汽车行业中长上升周期或正开启.....	8
1.4.1 供给制约正逐步消除.....	9
1.4.2 需求将逐步好转.....	10
1.5 未来空间预测.....	11
2. 电动智能化仍是行业发展的主题.....	12
2.1 全球及中国新能源汽车增长展望.....	12
2.2 电动化与智能化的一体两面.....	15
2.3 域控制器和线束发展空间大.....	16
3. 投资建议.....	19
3.1 长城汽车.....	19
3.2 中国重汽.....	20
3.3 德赛西威.....	20
3.4 卡倍亿.....	21
4. 风险提示.....	22

图表目录

图 1： 中国汽车销量及增速（年度）	6
图 2： 近一年中国汽车销量及增速（月度）	6
图 3： 中国新能源汽车销量及增速（年度）	8
图 4： 中国与全球新能源汽车渗透率（年度）	8

图 5: 全球汽车产量 (万辆)	9
图 6: 中国汽车产量 (万辆)	9
图 7: 全球新冠确诊病例当日新增病例 (人)	10
图 8: 芯片对全球汽车产量的影响 (万辆)	10
图 9: 全球 GDP 增速及预测 (%)	10
图 10: 中国汽车排放标准施行及禁行时间.....	10
图 11: 中国主要工业品全球占比 (2021 年)	11
图 12: 中国汽车与新能源汽车全球占比 (2021 年)	11
图 13: 中国汽车产量全球占比 (1997-2021)	12
图 14: 中国汽车出口占国内产量比例 (1997-2021)	12
图 15: 中国汽车产量敏感性测算 (万辆)	12
图 16: 中国汽车产量增长空间敏感性测算 (2021 年为基数, 万辆)	12
图 17: 全球新能源汽车产量敏感性测算 (万辆)	13
图 18: 全球新能源汽车产量增长空间敏感性测算 (2021 年为基数, 万辆)	13
图 19: 全球消费者对新能源汽车的接受度.....	14
图 20: 全球消费者对纯电动&插混车接受度.....	14
图 21: 电动化与智能化双螺旋结构.....	15
图 22: 中国乘用车新四化指数.....	15
图 23: 中国乘用车电动化指数.....	15
图 24: 中国乘用车智能化指数.....	15
图 25: 未来几年全球及中国汽车产量、新能源汽车占比预测.....	16
图 26: 汽车电子电气架构发展趋势.....	17
图 27: 国内域控制器市场规模预测 (亿元)	17

图 28: 小鹏汽车各车型电子电气架构应用.....	18
图 29: 全球主要汽车线束厂商竞争格局 (2020 年)	18
图 30: 各电压系统汽车整车线束价值量对比 (元)	18
图 31: 公司最近四个季度净利润及增速.....	19
图 32: 公司最近一年销量及增速 (月度)	19
图 33: 公司最近四个季度净利润及增速.....	20
图 34: 重卡销量及增速 (月度)	20
图 35: 公司最近四个季度净利润及增速.....	21
图 36: 最近一年造车新势力 TOP5 销量 (辆)	21
图 37: 公司最近四个季度净利润及增速.....	22
图 38: 中国自主品牌乘用车市场占有率 (年度)	22
表 1: 2022 年中央及部分地方政府汽车补贴政策汇总.....	7
表 2: 全球部分国家及地区燃油车禁售时间表.....	13
表 3: 全球主要传统汽车企业电动化时间表.....	14
表 4: 重点覆盖公司迎来预测及估值.....	22

1. 双重冲击后行业迎来中长上升周期拐点

1.1 疫情冲击后月度销量迅速恢复

2022 年一季度，国内新冠疫情先后在长春、深圳、上海等汽车主要生产地蔓延，汽车供给受到严重冲击，始于 2021 年的汽车产销量复苏被中断。影响最为严重的 4 月份，国内汽车产销量仅为 120.5 万辆和 118.1 万辆，环比分别-46.2%和-47.1%，同比分别-46.1%和-47.6%，创近十年新低。

在政府和生产企业的齐心协力下，汽车产业在 5 月份得以快速复工复产，当月产销完成 192.6 万辆和 186.2 万辆，环比分别+59.7%和+57.6%，同比分别-5.7%和-12.6%，其中乘用车基本恢复至正常水平（同比分别+5.2%和-1.4%）。疫情的冲击导致今年 1-5 月汽车销量仅 955.5 万辆，同比-12.2%，远低于 2021 年的+3.8% 水平。

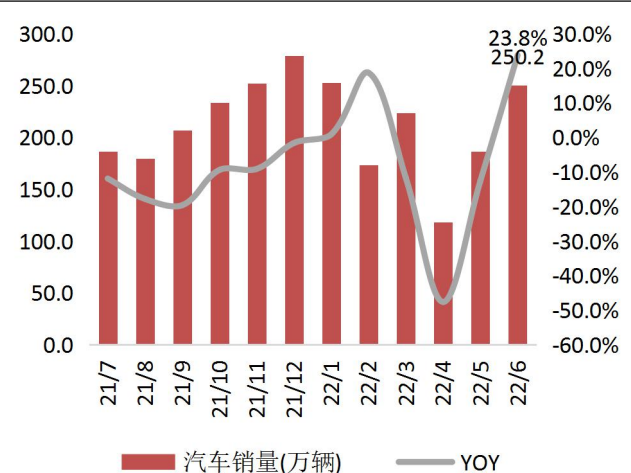
5 月底，中央、地方政府和各整车企业出台了一系列力度空前的补贴刺激政策，6 月汽车产销量实现了两成以上的正增长，当月产销分别完成 249.9 万辆和 250.2 万辆，环比分别+29.8%和+34.4%，同比分别+28.2%和+23.8%；特别是乘用车，产销实现了四成以上的超预期高增长。政策带来的刺激效应非常明显。我们判断 2022 年全年中国汽车产销量与 2021 年相比应略有正增长，汽车行业中长期周期性复苏趋势不会改变，我们目前或正处于该周期的起点。

图 1：中国汽车销量及增速（年度）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 2：近一年中国汽车销量及增速（月度）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

1.2 政策刺激下后市产销量增长或超预期

2022 年 5 月 23 日，国务院常务会决定实施 6 方面 33 项措施，其中与汽车行业相关的主要包括：1.对货车贷款，支持银行年内延期还本付息；汽车央企发放的 900 亿元货车贷款，要银企联动延期半年还本付

息；2.保障货运畅通，取消来自疫情低风险地区通行限制，一律取消不合理限高等规定和收费；3.阶段性减征部分乘用车购置税 600 亿元。

5 月 31 日，财政部、国家税务总局发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。

各地方政府和车企也相继出台了一系列促进汽车消费的补贴政策和优惠措施，刺激的力度空前！

在补贴政策和优惠措施形成的共力作用下，6 月汽车产销量回升幅度已超预期。根据前几轮购置税减半政策出台后车市发展的经验，越接近截止时间刺激效应越明显，因此今年第四季度汽车产销量大幅增长的概率仍较高，全年实现超预期增长的概率较大。

表 1：2022 年中央及部分地方政府汽车补贴政策汇总

发布部门	补贴金额	补贴时间	政策表述
财政部 税务总局	购置税 50% 征收	2022.6.1-12.31	2022.6.1-12.31，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。
北京市	≤1 万元	2022.6.1-12.31	6 月 2 日，北京市政府印发《北京市统筹疫情防控和稳定经济增长的实施方案》，对购置日期在 2022 年 6 月 1 日至 12 月 31 日期间内且单车价格（不含增值税）不超过 30 万元的 2.0 升及以下排量乘用车，减半征收车辆购置税。2022 年底前，对符合条件“以旧换新”购买新能源汽车的给予最高不超过 1 万元/台补贴。
上海市	1 万元	2022.6.1-12.31	《上海市促进汽车消费补贴实施细则》规定：6 月 1 日至 12 月 31 日，个人用户报废或者转让（不含变更登记）本人名下在上海注册登记的非营业性小客车，并且在上海市市场监督管理部门注册的汽车销售机构购买纯电动小客车新车，注册使用性质为非营运的，给予个人用户一次性 10000 元购车补贴。
天津市	≤5000 元	2022.4.27-8.31	2022 年 4 月 27 日至 2022 年 8 月 31 日内，持“62”开头银联卡，购买家用新车的个人消费者（燃油车或新能源汽车），在活动合作汽车销售企业购买“国六”标准燃油车或新能源汽车且为 7 座以下（含 7 座）家用新车的居民均可享受，单车最高补贴可达 4600 元。购买新能源车在以上基础上还有额外补贴，单车最高不超过 600 元。
山东省	≤7000 元	2022.5.23-6.30	5 月 22 日，山东省出台《山东省促进汽车消费的若干措施》，规定从政策发布之日起至 6 月 30 日，对在省内购置新能源乘用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，车价 10 万以下补贴 3000 元消费券，车价 10-20 万补贴 4000 元消费券，车价 20 万以上补贴 6000 元消费券；对在省内购置燃油乘用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，车价 10 万以下补贴 2000 元消费券，车价 10-20 万补贴 3000 元消费券，车价 20 万以上补贴 5000 元消费券；对在省内报废旧车、购置新车（二手车除外）的个人消费者，在上述标准基础上，每辆车再增加 1000 元消费券。
吉林省	≤7000 元	2022.5-2022.12	2022 年 5 月，吉林省政府印发了《稳定全省经济若干举措》。对在省内购置乘用车（二手车除外）并上牌的个人消费者，按照 5-10 万元、10-20 万元、20 万元以上三档给予补贴，其中对购置传统燃油乘用车的，按照三档分别给予不低于 2000 元、3000 元、5000 元标准的补贴；对购置新能源乘用车的，按照三档分别给予不低于 3000 元、4000 元、6000 元标准的补贴。对报废旧车并购置新车（包括传统燃油和新能源乘用车）的，在原补贴标准基础上再增加不低于 1000 元的补贴。
湖北省	≤8000 元	2022.6-2022.12	5 月 24 日，湖北出台《关于加快消费恢复提振若干措施》，其中提及 2022 年 6 月至 12 月湖北省内将开展“湖北消费·汽车焕新”活动，针对报废旧车并购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆；购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆。转出旧车并购买新能源汽车的补贴 5000 元/辆；购买燃油汽车的补贴 2000 元/辆。在补贴期限内，每位申请人只能享有 1 辆车的补贴。
广东省	≤1 万元	2022.5.1-6.30	以旧换新：报废旧车，购买新能源汽车的补贴 10000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 5000 元/辆；转出旧车，购买新能源汽车的补贴 8000 元/辆、购买燃油汽车的补贴 3000 元/辆。直购新车：2022 年 5 月 1 日至 6 月 30 日，对个人消费者在省内购买以旧换新推广车型范围内的新能源汽车新车，给予 8000 元/辆补贴，该补贴与以旧换新专项行动补贴不重复享受。
江西省	≤5 万元	2022.5.1-7.31	在江西省内汽车经销企业购买“国六”以上排放标准燃油汽车新车或新能源新车的个人消费者，在 2022 年 5 月 1 日至 7 月 31 日内取得购车发票，8 月 15 日 23:59 前办完江西车牌上牌手续并按要求上传相关报名资料，即可参与摇号抽奖活动。其中燃油汽车新车奖池 3600 万元：一等奖 200 名，每名奖补 5 万元；二等奖 500 名，每名奖补 2 万元；三等奖 2000 名，每名奖补 5000 元；四等奖 3000 名，每名奖补 2000 元。新能源新车奖池 1000 万元，共抽取 2000 名中奖者，每名奖补 5000 元。

发布部门	补贴金额	补贴时间	政策表述
青岛、长春、太原、晋中、沈阳、无锡、连云港、金华、义乌、温州、合肥、福州、泉州、郑州、安阳、深圳、中山、江门、珠海、海口、常州等城市	≤2.2 万元	2022.5-2022.12	其中补贴最高的广东省中山市政策：1.购买新车（传统燃油车补贴 1000-3000 元，新能源车 2000-12000 元）；2.以旧换新（换新能源车补贴 3000-13000 元）；3.以摩换汽（传统燃油车补贴 9000-13000 元，新能源车补贴 10000-22000 元）。

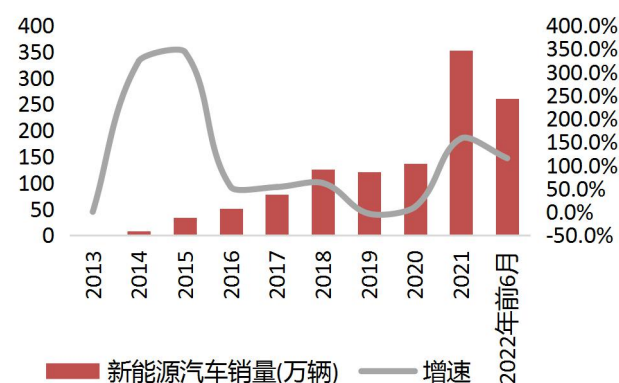
资料来源：盖世汽车网，易车网，山西证券研究所

1.3 新能源汽车高增长韧性足

全球新能源汽车在 2021 年进入实质性爆发阶段，销量达约 675 万辆，同比约+108%。而中国市场 2021 年新能源汽车销量达 352.1 万辆，同比+157.5%，占全球的比重达到 52.2%。今年 1-6 月，虽然疫情对汽车行业的影响严重，但是国内新能源汽车产销仍达到 266.1 万辆和 260.0 万辆，同比增长均超 1.2 倍，高增长的韧性十足！我们认为国内新能源汽车 2022 年全年产销超过 600 万辆的概率较大，行业已进入由终端需求驱动的爆发期，补贴政策的影响正在逐步隐退，高增长具有较强的韧性。

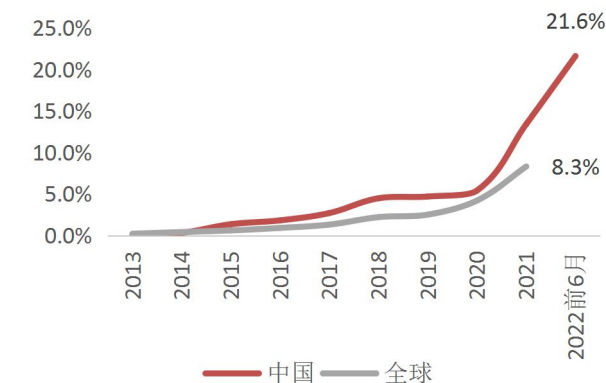
虽然新能源汽车产销量近几年持续高增长，但其渗透率仍不高（2021 年全球渗透率仅约 8.3%，2022 年上半年中国市场渗透率为 21.6%）。考虑全球渗透率仍较低，而我国新能源汽车在全球具有一定的领先性（销量&技术），国内未来几年新能源汽车产销的高成长应具有较强的持续性和确定性，因此该板块的估值将可以维持在较高水平，“估值陷阱”应不会发生。

图 3：中国新能源汽车销量及增速（年度）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

图 4：中国与全球新能源汽车渗透率（年度）



资料来源：中汽协，EV-Volumes，山西证券研究所

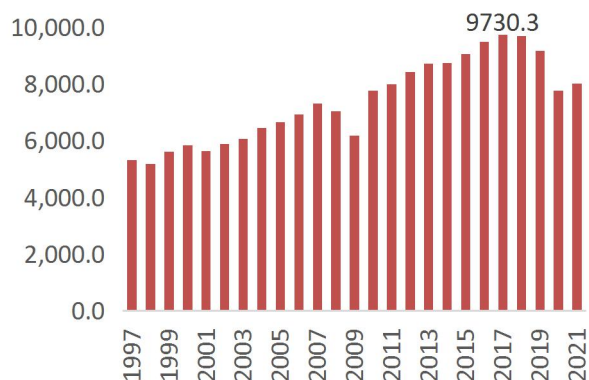
1.4 全球汽车行业中长上升周期或正开启

全球汽车周期与经济周期高度相关，一般 10 年左右一个周期。从前两轮发展规律来看，一个完整汽车周期中一般下降周期持续 2-3 年，上升周期持续 7-8 年。

上两轮周期中，由于汽车快速普及进入家庭及购置税减免、新能源汽车补贴等政策的影响，中国与全球汽车周期的相关性非常低；但是随着家庭汽车拥有率升高，产销数据绝对量已到高位，及经济进入中低速增长时期，中国汽车周期与全球的相关性会显著提高，甚至可能基本趋于一致。

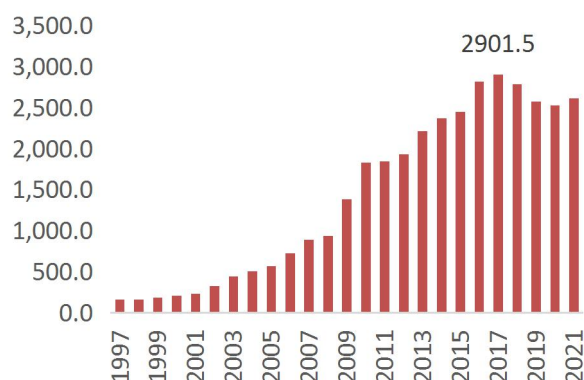
上轮全球汽车周期于 2017 年达到高点，自 2018 年开始回落至 2020 年基本见底，且因疫情的影响 2020 年回落幅度还较大（同比-15.4%，低于 2010 年产销量）。虽然 2022 年全球疫情仍不乐观，但我们认为最坏的时刻已经过去，始于 2021 年的中长期复苏大概率会延续。

图 5：全球汽车产量（万辆）



资料来源：Wind, OICA, 山西证券研究所

图 6：中国汽车产量（万辆）



资料来源：中汽协, 山西证券研究所

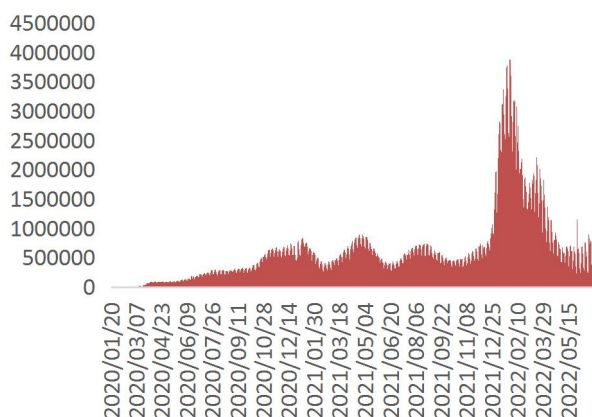
1.4.1 供给制约正逐步消除

我们判断因疫情影响的最坏时刻已经过去，汽车行业中长期复苏态势大概率会持续的主要原因之一是产业链的供给制约正逐步消除。

奥密克戎变异病毒大爆发后，全球疫情虽时有反复，但发展趋势已经大幅放缓，美国、欧盟、日本、韩国等发达经济体已基本解除对疫情的管制。疫情管制解除带来的社会复工率提升，对解决汽车产业链的产能瓶颈至关重要，特别是整车生产企业。

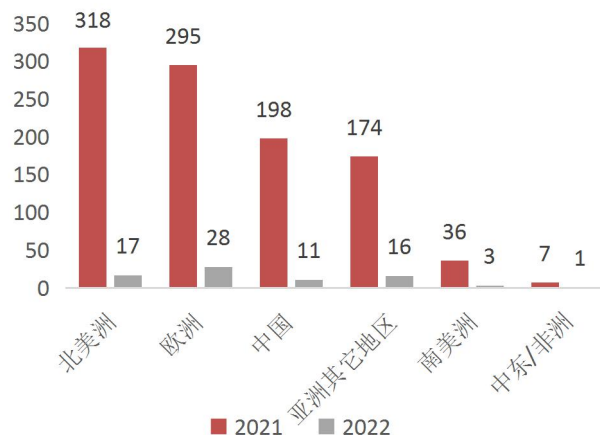
从产业链的核心零部件汽车芯片供应来看，由于代工企业复工率的提升及消费电子用芯片需求的下降，始于 2021 年初的供给紧缺状态今年也已大幅缓解，预计 2022 年下半年将基本达到供需平衡状态，将不再会成为制约供给的短板。根据 AFS 统计和预测，2021 年因为芯片短缺影响全球汽车产量超约 1000 万辆；而 2022 年，芯片短缺情况将会大幅缓解，影响产量不会超过 80 万辆，且进入下半年后基本会达到供需平衡，不再成为制约汽车生产的瓶颈。

图 7：全球新冠确诊病例当日新增病例（人）



资料来源：Wind，WHO，山西证券研究所

图 8：芯片对全球汽车产量的影响（万辆）



资料来源：盖世汽车网，AFS，山西证券研究所

1.4.2 需求将逐步好转

我们判断因疫情影响的最坏时刻已经过去，汽车行业中长期复苏态势大概率会持续的主要原因之二是随着疫情的缓解，人们经济和生活恢复正常，购车需求将会逐步好转。

根据国际货币基金组织最新预测，2022 年全球 GDP 增速约 2.9%（未来五年增速约 3.0%上下），远高于 2020-2021 年两年平均增速的 1.5%，经济扩张态势明显，这将有利于新购车需求的增长。

根据中国汽车排放法规强制禁行时间来看，车辆使用寿命周期约 15 年（欧洲情况与我国类似，美国情况不同）。基于此推算，2007 年购车高峰期所购车辆将于今年陆续进入报废年限，全球旧车换购需求理论上将有约 7300 万辆，中国旧车换购需求约有 900 万辆，并随时间的推移换购需求的基数越大。

图 9：全球 GDP 增速及预测（%）



资料来源：Wind，IMF，山西证券研究所

图 10：中国汽车排放标准施行及禁行时间



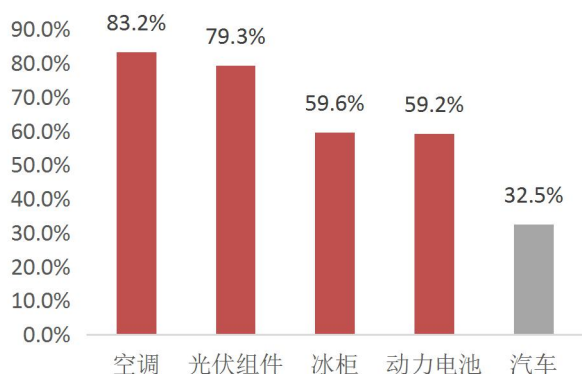
资料来源：生态环境部，北京市政府，山西证券研究所

1.5 未来空间预测

基于技术和产品竞争力的提升，在未来的上升周期中，中国产汽车占全球市场比例提升是大概率事件。如果参照其他成熟工业品如空调、冰柜、光伏及动力电池等情况，中国汽车产量在全球的市场份额从 2021 年的约 32.5% 提升至四成或以上，可能性还是比较大的，较目前尚有很大的发展空间。

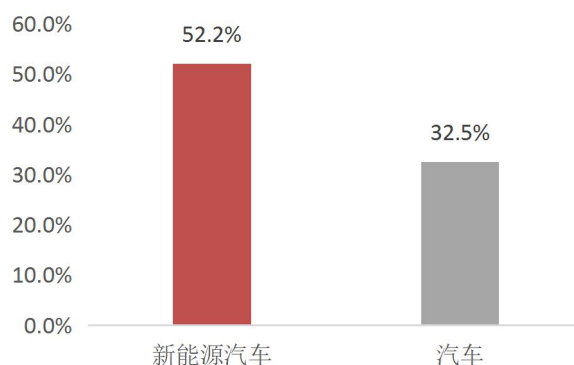
欧盟等主要发达经济体基本已经确定 2035 年市场禁售燃油车的时间表，预计其他主要经济体也会跟随，未来全球新能源汽车占比会快速提升。而中国在新能源汽车产品和技术方面处于全球领先水平，随着全球新能源汽车占比的提高，对中国产新能源汽车在全球比例的提升将非常有利。即使参考 2021 年的约 52.2% 市场份额（2021 年），未来提升空间也不小。

图 11：中国主要工业品全球占比（2021 年）



资料来源：Wind，中汽协，高工锂电，产业在线，
山西证券研究所

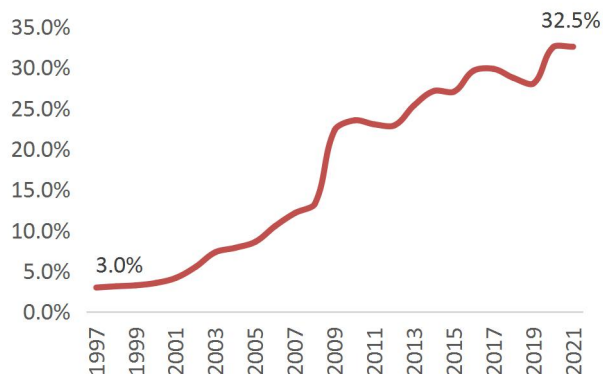
图 12：中国汽车与新能源汽车全球占比（2021 年）



资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

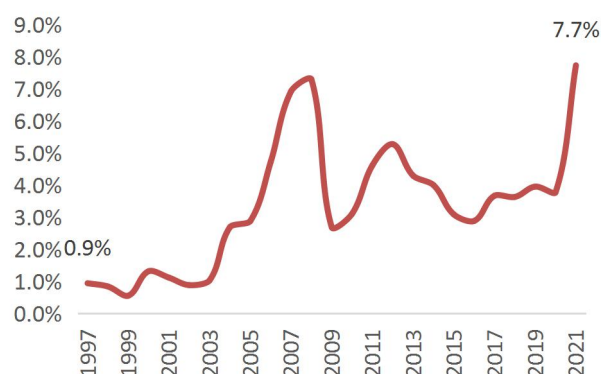
从过去 25 年的发展历程来看，中国汽车产量占全球的比例上升较快，从 1997 年的约 3.0% 增长至 32.5%，这与国民经济的快速发展、合资品牌车型的本土化策略及中国自主品牌车型的竞争力大幅提升不无关系。而近年来，随着技术和产品的积累，中国产汽车出口增速呈现较快增长。2021 年我国出口汽车 201.5 万辆，同比+111.7%，出口占比约 7.7%；2022 年 1-6 月，我国汽车出口 121.8 万辆，同比+47.1%，出口占比约 10.1%。未来在造车新势力及自主品牌竞争力持续上升、外资品牌更多产能转移至国内的情况下，我们预判出口占比继续提升应该没有悬念。中国产汽车出口的快速增长，出口占比的逐步增加，将有力的促进我国汽车产量在全球市场的占比。

图 13：中国汽车产量全球占比（1997-2021）



资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

图 14：中国汽车出口占国内产量比例（1997-2021）



资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

因疫情蔓延，2020 年全球汽车产量仅 7762.2 万辆，为近年最低。假设此波复苏全球汽车产量可恢复至 2017 年高点的 9730.3 万辆，中国产汽车全球占比上升至约 40%即 3892.1 万辆，则较 2021 年的 2608.2 万辆尚有约 49.2%的增长空间。这将打破人们认为中国汽车产销量增长空间不大、已经基本见顶的一般认知。

图 15：中国汽车产量敏感性测算（万辆）

中国占比 全球产量	40%	50%	60%	70%
7000	2800	3500	4200	4900
8000	3200	4000	4800	5600
9000	3600	4500	5400	6300
10000	4000	5000	6000	7000

资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

图 16：中国汽车产量增长空间敏感性测算（2021 年为基数，万辆）

中国占比 中国增长空间	40%	50%	60%	70%
7000	7%	34%	61%	88%
8000	23%	53%	84%	115%
9000	38%	73%	107%	142%
10000	53%	92%	130%	168%

资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

2. 电动智能化仍是行业发展的主题

2.1 全球及中国新能源汽车增长展望

2021 年全球新能源汽车销量约 675 万辆，渗透率约 8.3%。如全球汽车产量复苏可恢复至 2017 年高点的 9730.3 万辆，且假设新能源汽车渗透率上升至约 50%即 4865.2 万辆，则较 2021 年尚有 6.2 倍的增长空间。中国新能源汽车占全球比例如维持现有水平即约 50%，也即 2432.6 万辆，则较 2021 年的 352.1 万辆尚有 5.9 倍的增长空间。

图 17：全球新能源汽车产量敏感性测算（万辆）

渗透率 新能源汽车产量	10%	20%	30%	40%	50%
7000	700	1400	2100	2800	3500
8000	800	1600	2400	3200	4000
9000	900	1800	2700	3600	4500
10000	1000	2000	3000	4000	5000

资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

全球新能源汽车能快速普及的主要原因：

①全球政策约束对电动化的支持

“碳中和”的大背景下各个国家和地区政府制定了较为激进的汽车电动化时间表，对整车生产企业和汽车零部件产业链形成了较为严峻的政策约束，这将加速电动汽车的推广普及。

表 2：全球部分国家及地区燃油车禁售时间表

国家	禁售时间	主要表述/禁售范围
挪威	2025 年	2016 年 5 月，挪威四个主要执政党达成一致并提出了一项法令，2025 年禁止传统燃油车的销售。
荷兰	2030 年	荷兰政府 2021 年 10 月发布计划，所有汽车将在 2030 年实现零排放。届时，荷兰汽车市场只能买到纯电动汽车或燃料电池汽车等零排放汽车。2022 年 5 月 4 日阿姆斯特丹市议会表示，汽油版和柴油版的汽车和摩托车将从 2030 年起全面禁行。
印度	2030 年	其煤炭与矿产资源部部长曾宣布 2030 年不再出售燃油车的计划；能源部长宣布了一个新能源计划：到 2030 年，一辆烧油的汽车都不会在印度市场出售。
英国	2030 年	英国首相公开表示，计划将原定的燃油车“禁售令”提前 10 年至 2030 年开始实施。
以色列	2030 年	能源部部长表示，以色列将逐步过渡到电动汽车和(压缩)天然气卡车，从 2030 年开始，将绝对禁止进口会带来环境污染的燃油汽车。
中国（海南）	2030 年	《海南省清洁能源汽车发展规划》确定全岛私人领域新增和更换新能源汽车占比 100%。
欧盟	2035 年	欧洲议会通过该项立法。2035 年禁止在欧盟境内销售燃油车。
日本	2035 年	日本政府发布的《伴随 2050 年碳中和的绿色成长战略》政策，日本在 2035 年后所有销售的新车都要是电动化车辆，包含了纯电动汽车、插电式混合动力车、油电混合动力车、燃料电池车等在内。
韩国	2035 年	新当选总统尹锡悦提议 2035 年禁止销售内燃机汽车。
美国（加州）	2035 年	美国加州空气资源委员会（CARB）批准，到 2026 年 35% 的新乘用车销量必须使用电池或氢燃料，到 2030 年零排放汽车销量占到总销量的 68%，到 2035 年达到 100%。

资料来源：盖世汽车网，太平洋汽车网，百度，山西证券研究所

②政策约束下供给驱动需求

图 18：全球新能源汽车产量增长空间敏感性测算
（2021 年为基数，万辆）

渗透率 新能源汽车增长空间	10%	20%	30%	40%	50%
7000	4%	107%	211%	315%	419%
8000	19%	137%	256%	374%	493%
9000	33%	167%	300%	433%	567%
10000	48%	196%	344%	493%	641%

资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

在各国家和地区政府制定的激进汽车电动化政策约束下，各汽车企业不得不跟随政策确定电动化时间表，在供给驱动下消费者被动选择电动汽车产品也是重要驱动因素之一。

表 3：全球主要传统汽车企业电动化时间表

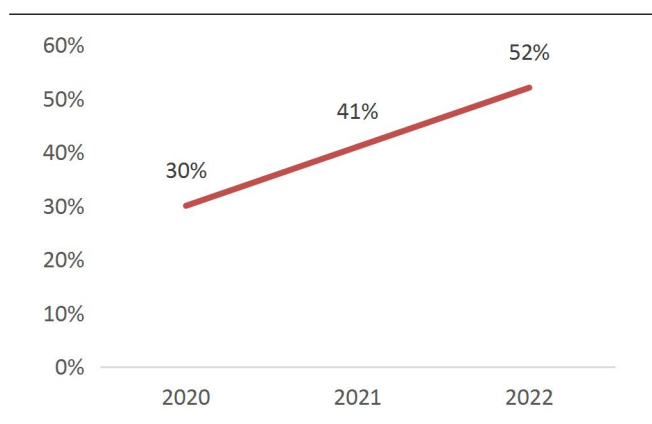
汽车企业	时间	主要表述
比亚迪	2022 年	比亚迪汽车官方正式宣布自 2022 年 3 月起停止燃油汽车的整车生产，未来将专注于纯电动和插电式混合动力汽车业务。
长安	2025 年	长安汽车宣布全新新能源战略—香格里拉计划。根据计划，长安将于 2025 年正式停止销售传统燃油车。
奥迪	2025 年	奥迪宣布 2025 年之前停止开发汽油和柴油发动机，2026 年以后投放市场的新款车将全部为纯电动汽车，2033 年将停止销售燃油车，但停售燃油车并不包括中国市场。
宝马	2030 年	宝马集团将于 2030 年开始在欧盟停止销售燃油车，其它地区如有需要，还会提供燃油车。
沃尔沃	2030 年	吉利集团决定旗下沃尔沃品牌将于 2030 年开始停止燃油车销售并全面主推新能源汽车。
丰田	2030 年	在中国、欧洲、北美地区实现 100%纯电动化，实现电动车年销量达到 350 万辆。
福特	2030 年	福特汽车将拆分电动车业务独立成一个品牌，计划于 2030 年在欧洲实现全面电动化，其它有需要的国家和地区依旧会提供燃油车。
大众	2035 年	大众汽车将会在 2035 年在欧盟市场停售燃油车，其它市场根据实际情况待定。
现代	2035 年	2035 年在欧盟等市场实现全面电动化，2040 年在韩国以外市场实现全面电动化。
本田	2040 年	本田将在 2030 年将纯电动、燃料电池车型销售比例提升到 40%，2035 年提高至 80%，2040 年达到 100%。

资料来源：盖世汽车网，太平洋汽车网，百度，山西证券研究所

③全球消费者对新能源汽车的购买意愿急升

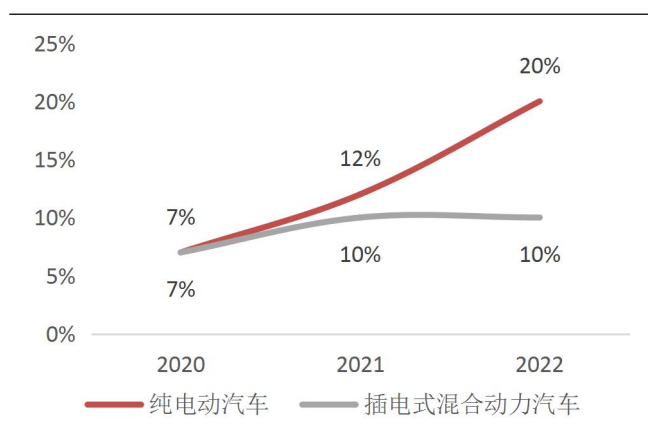
Mobility Consumer Index (MCI) 在 2022 年的对消费者购买电动车相关调查中，共对 18 个国家 13000 位民众进行了调查，有 52%的消费者愿意购买电动车和油电混合车款，创此项调查以来新高。其中意大利消费者愿意购买电动产品意愿比率最高（73%），第 2 和第 3 名为中国（69%）和韩国（63%），而澳大利亚（38%）和美国（29%）最低。（注：下图中新能源汽车包含纯电动、插电式混合动力和混合动力汽车。）

图 19：全球消费者对新能源汽车的接受度



资料来源：MCI，山西证券研究所

图 20：全球消费者对纯电动&插混车接受度



资料来源：MCI，山西证券研究所

2.2 电动化与智能化的一体两面

电动化与智能化往往相辅相成，相互促进。智能化的发展十分依赖电动化，因为智能化水平提升的同时也带来更大的能耗，对大容量高能量密度电池的需求越大，电动车携带大容量驱动用电池，因此具有天然优势。同时我们也看到，智能化程度越高，智能座舱以及智能驾驶带来的极致体验会带来电动车产品力相较于燃油车的进一步提升，反向促进电动化的渗透。（注：新四化指数指符合电动化、智能化、网联化中任一条件的所有车型销量在乘用车总体市场中所占的份额，去除百分号符号后得到。）

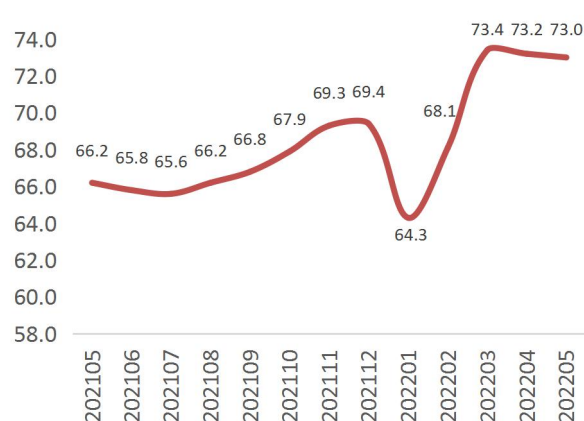
中国乘用车电动化和智能化水平全球领先，增速也较快，但总体仍处于相对不高的水平，特别是电动化，因此未来的增长空间仍然很大。（注：电动化、智能化指数分别指符合电动化、智能化条件的车型销量在乘用车总体市场中所占的份额，去除百分号符号后得到。）

图 21：电动化与智能化双螺旋结构



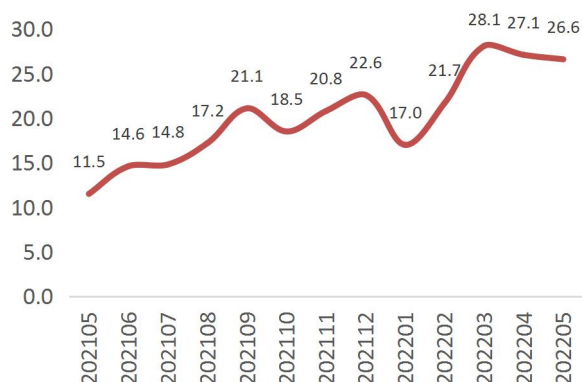
资料来源：百度百科，山西证券研究所

图 22：中国乘用车新四化指数



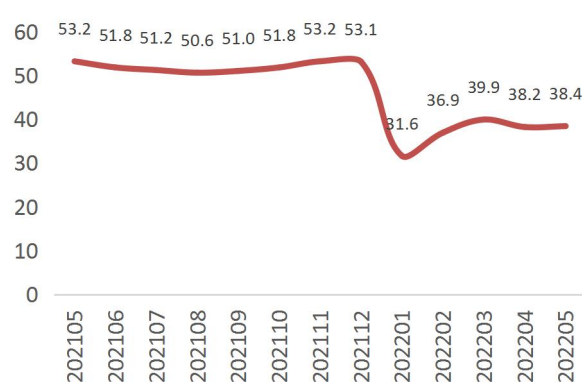
资料来源：中国汽车流通协会，山西证券研究所

图 23：中国乘用车电动化指数



资料来源：中国汽车流通协会，山西证券研究所

图 24：中国乘用车智能化指数



资料来源：中国汽车流通协会，山西证券研究所

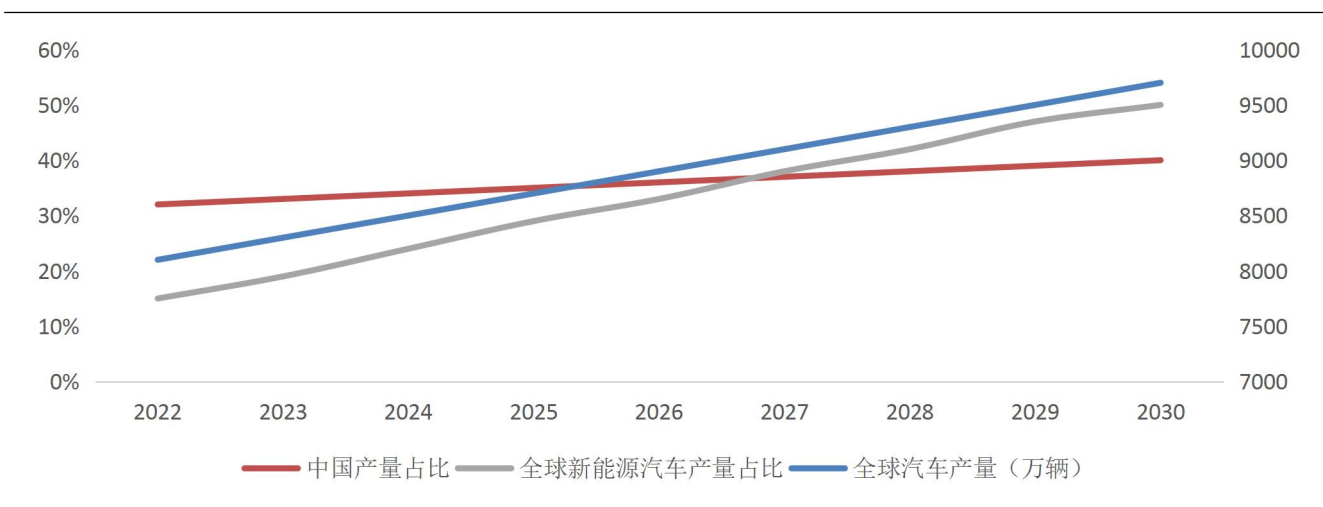
中国电动智能化汽车产业链正迎来黄金投资期

如果以下情景在此轮上升周期中发生：

- ①全球汽车产量从 2022 年约 8100 万辆上升至最高峰时的 9730 万辆，增幅约 20.1%；
- ②中国汽车产量全球占比从 2022 年的约 32% 上升至 40%，则增幅可以达约 50.2%；
- ③全球新能源汽车占比从 2022 年的约 15% 上升至 50%，则增幅可高达 305.4%。

则中国的电动智能汽车产业链有望迎来全球汽车产销量回升、中国汽车产销量全球占比提升和新能源汽车渗透率上升的“三升”局面，投资的超额收益或将非常明显。

图 25：未来几年全球及中国汽车产量、新能源汽车占比预测



资料来源：Wind，中汽协，山西证券研究所

2.3 域控制器和线束发展空间大

汽车智能化和信息化的发展带来整车更多 ECU 的使用，传统分布式电子电气架构（EEA）导致系统日益复杂几近上限，且难以快速迭代升级。为了解决分布式 EEA 的瓶颈，工程师把功能相似、分离的 ECU 功能集成整合到性能更强的处理器硬件平台上一域控制器（DCU）。每个功能域控制器一般由域主控处理器、操作系统和应用软件及算法等三部分组成。

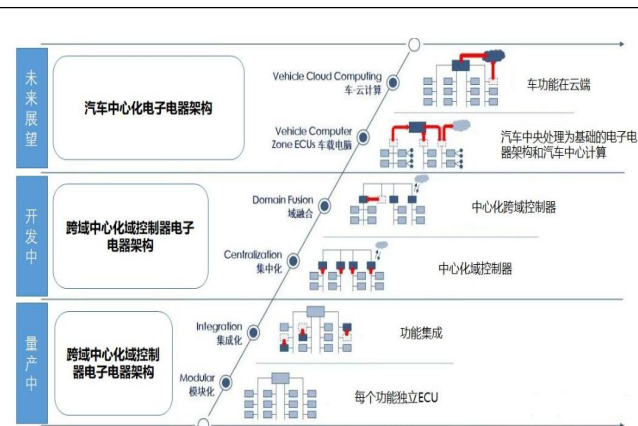
目前，业界一般按照博世公司给出的“五域”划分：即动力域（安全）、底盘域（车辆运动）、座舱域（娱乐信息）、自动驾驶域（辅助驾驶）和车身域（车身电子），对汽车整车进行功能域的电子架构布局。然而，特斯拉技术更为领先，2012 年推出的 Model S 就有较为明显的功能域划分，包括动力域、底盘域、车身域，ADAS 模块横跨了动力和底盘域；2017 年推出的 Model3 突破了功能域的框架，实现了中央计算+区域控制器框架，整车仅需要使用三个域控制器，集中度进一步增强。

国内汽车企业中，在域控制器应用方面造车新势力领先一步，三强中的小鹏汽车在电子电气架构方面

走得比较领先，随着车型从 G3、P7 和 P5，迭代到 G9 的 X-EEA3.0 电子电气架构，已经进入到中央集中式电子电气架构。小鹏 2021 年推出的 P7 车型搭载了第二代电子电气架构，具备混合式的特点：1）分层域控—功能域控制器（智驾域控制器、车身域控制器、动力域控制器等模块）与中央域控制器并存；2）跨域整合—域控制器覆盖多重功能，保留局部的传统 ECU；3）混合设计—传统的信号交互和服务交互成为并存设计。而小鹏 G9 车型即将于 2022 年内上市，采用中央超算（C-DCU）+区域控制（Z-DCU）的硬件架构，中央超算包含车控、智驾、座舱 3 个域控制器，区域控制器为左右域控制器，将更多控制件分区，根据就近配置的原则，分区接管相应功能。

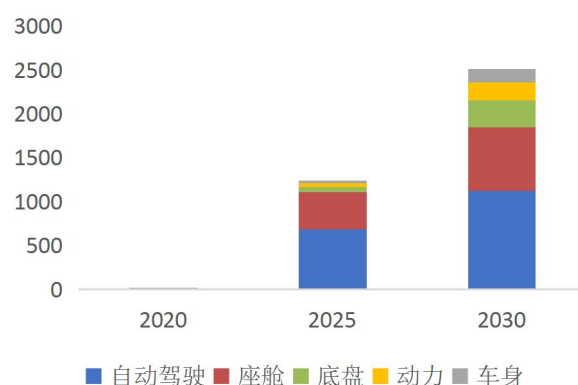
域控制器的应用由特斯拉引领，因具有汽车智能化发展的巨大优势引起各大车企的纷纷响应。国内新造车势力由小鹏汽车于 2021 年开始使用分域控制的集中式电子电气架构应用于产品，后续其他车企基本都会跟进，因此域控制器未来的发展前景非常巨大！根据未来智库的研究，国内域控制器于 2020 年前后开始起步，2021 年起小鹏、长城等部分车型开始上车应用，预计至 2025 年的规模将达到 1248 亿元左右，至 2030 年可达到约 2510 亿元，成长空间非常大。

图 26：汽车电子电气架构发展趋势



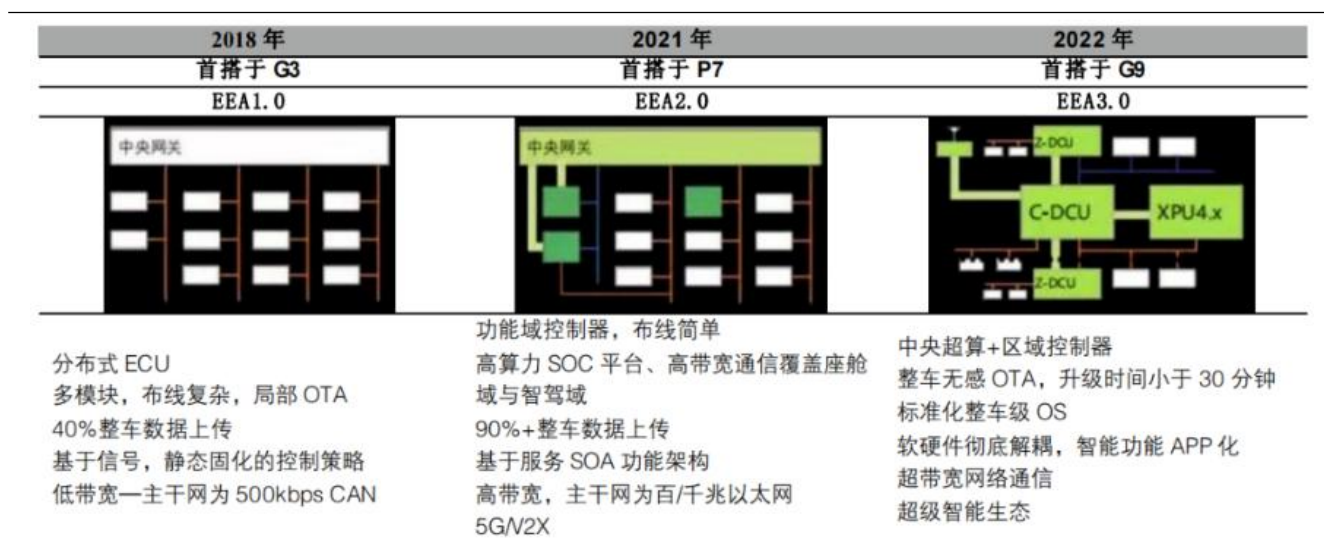
资料来源：博世，盖世汽车网，山西证券研究所

图 27：国内域控制器市场规模预测（亿元）



资料来源：未来智库，太平洋汽车网，山西证券研究所

图 28：小鹏汽车各车型电子电气架构应用



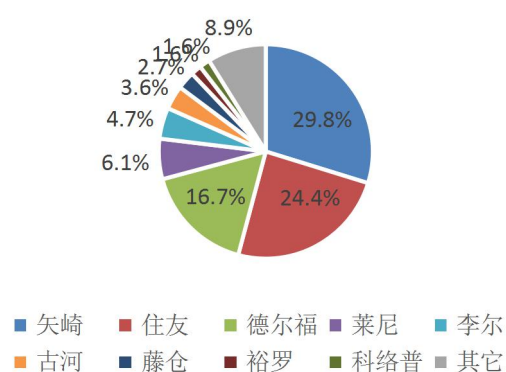
资料来源：小鹏汽车，山西证券研究所

传统汽油车绝大部分均用 12V 系统整车线束，单车平均价格约 2500 元，以 2021 年国内汽车产量 2608 万辆计算，总产值约 650 亿元。国内车用线束约 80% 左右的份额基本上都被外资巨头把控，国产厂商集中度较低，基本上也集中于配套国产品牌整车厂，产品也集中于低压线束。最近几年，国产替代有加速趋势，昆山沪光、中航光电等厂商不仅陆续进入合资车企的供应体系，而且产品也逐步进入高压系统线束领域。

随着电动智能化的发展，线束高压化发展趋势已定，如整车电压升级至 400V 系统，则单车线束平均价值有望上升至约 4500 元左右，增长幅度较大。

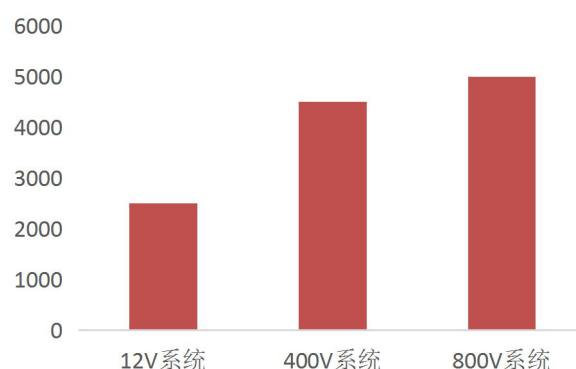
因此，未来几年，国产线束厂商有望迎来量价齐升的良好局面。

图 29：全球主要汽车线束厂商竞争格局（2020 年）



资料来源：华经产研，搜狐汽车，山西证券研究所

图 30：各电压系统汽车整车线束价值量对比（元）



资料来源：汽车电子世界，山西证券研究所

3. 投资建议

周期下行与疫情影响的双重冲击已基本结束，行业正处于中长期上升周期的起点。全球汽车产销量复苏回升、中国产汽车全球占比提升、新能源及智能化汽车渗透率的快速上升等众多利好因素叠加，汽车行业特别是电动智能化产业链有望迎来近几年最好的黄金投资期。对于国内汽车产业而言，新能源汽车产业链在全球的领先优势及下半年中央、地方政府和车企补贴政策的助力下，行业景气度将会大幅好转。因此，我们维持行业“领先大市-A”的投资评级。

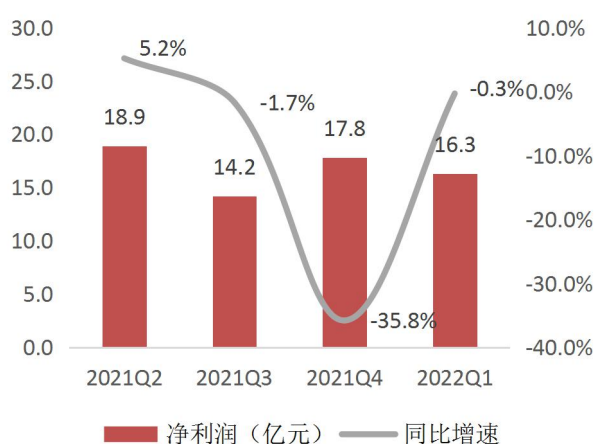
我们重点推荐复苏反弹周期中弹性最大的乘用车和商用车龙头企业**长城汽车**、**中国重汽**，电动智能化产业链细分领域零部件龙头企业**德赛西威**、**卡倍亿**。

3.1 长城汽车

主要推荐逻辑：

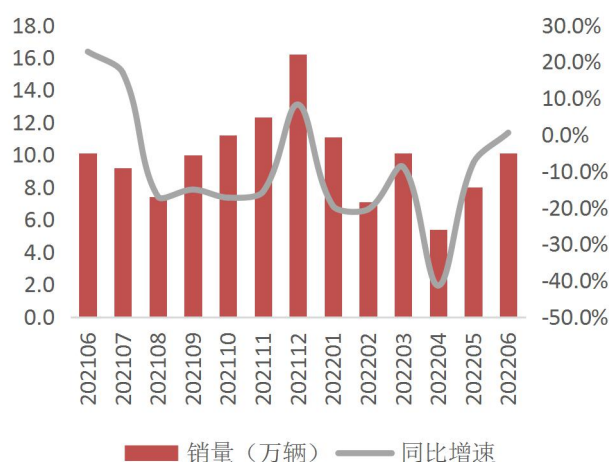
1. 优秀自主品牌乘用车龙头企业之一，SUV 车型常年稳居国内销量冠军，旗下绝大部分车型均可享受国家购置税减半优惠政策，下半年产销量的增长弹性有望带来全年业绩超预期；
2. 公司新能源车占比还较低（2022 年前 6 月为 12.3%），远低于行业的 21.6%，未来向上空间较大；
3. 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 77.5/108.0/129.1 亿元，同比增长 15.2%/39.4%/19.5%，对应 EPS 为 0.84/1.17/1.40 元，对应于 2022 年 7 月 15 日收盘价动态 PE 为 41.1/29.5/24.6 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。
4. 风险提示：疫情反复的影响超预期，新产品销量低于预期。

图 31：公司最近四个季度净利润及增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 32：公司最近一年销量及增速（月度）



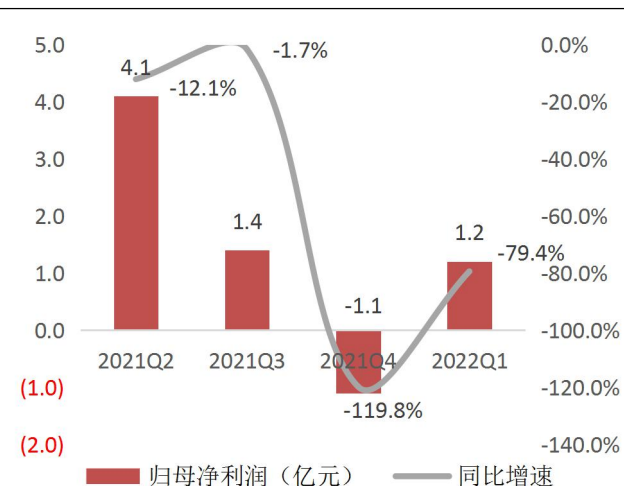
资料来源：公司公告，山西证券研究所

3.2 中国重汽

主要推荐逻辑：

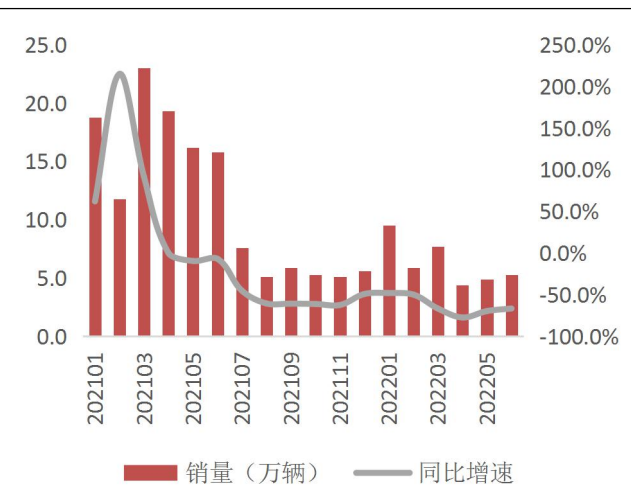
1. 由于国六排放标准于 2021 年 7 月 1 日实施，需求透支导致 7 月及以后的几个月销量大跌，去年下半年基数较低有利于今年同期同比增速的好转；
2. 公司今年前 6 个月重卡销量约 9.1 万辆，下滑幅度好于行业水平，市场份额已上升至约 24.1%，排名第一位；
3. 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 12.5/16.8/18.4 亿元，同比增长 20.1%/34.6%/9.8%，对应 EPS 1.06/1.43/1.57 元，对应于 2022 年 7 月 15 日收盘价动态 PE 为 12.2/9.0/8.2 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。
4. 风险提示：疫情反复的影响超预期，上游原材料价格大幅波动。

图 33：公司最近四个季度净利润及增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 34：重卡销量及增速（月度）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

3.3 德赛西威

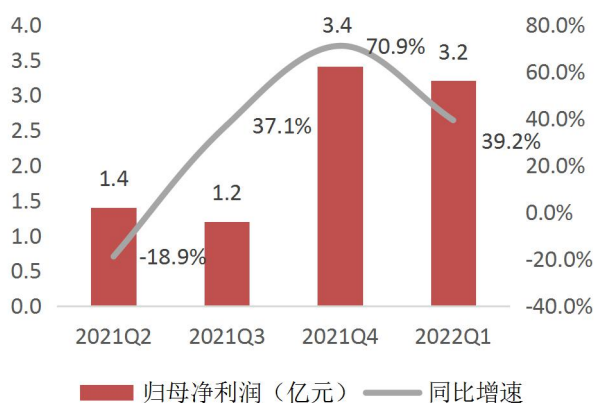
主要推荐逻辑：

1. 公司是智能座舱、域控制器龙头企业，依靠英伟达和高通两大芯片厂商，将充分受益于全球汽车进入智能化加速阶段；
2. 公司核心产品 IPU02 和 IPU03 配套小鹏汽车新车型，今明两年将进入集中交付期，有望拉动业绩实现高速增长；
3. 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 11.4/16.1/21.1 亿元，同比增长 36.4%/42.0%/30.7%，对应 EPS

为 2.05/2.90/3.80 元，对应于 2022 年 7 月 15 日收盘价动态 PE 为 80.1/56.6/43.2 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。

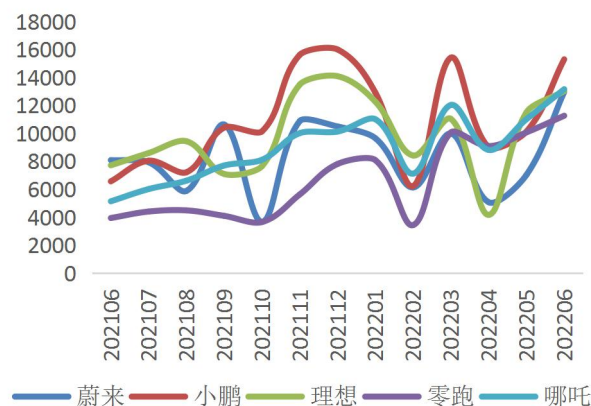
4. 风险提示：疫情反复的影响超预期，芯片短缺影响超预期，上游原材料价格大幅波动。

图 35：公司最近四个季度净利润及增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 36：最近一年造车新势力 TOP5 销量（辆）



资料来源：各公司公告，山西证券研究所

3.4 卡倍亿

主要推荐逻辑：

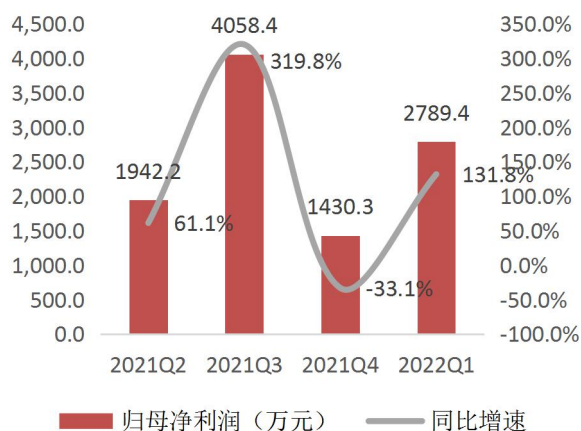
1. 电动与智能化汽车占比的提升，特别是 400V、800V 高压系统在电动智能车上的应用，单车线束价值量有望大幅提升；

2. 目前车用线束国产化率约 20%左右，未来国产替代尚有较大空间，线束用线缆也会跟随；

3. 预计公司 2022-2024 年归母净利润为 1.3/2.1/3.0 亿元，同比增长 51.0%/63.5%/41.5%，对应 EPS 为 2.36/3.86/5.46 元，对应于 2022 年 7 月 15 日收盘价动态 PE 为 31.2/19.1/13.5 倍。我们维持公司“买入-A”的投资评级。

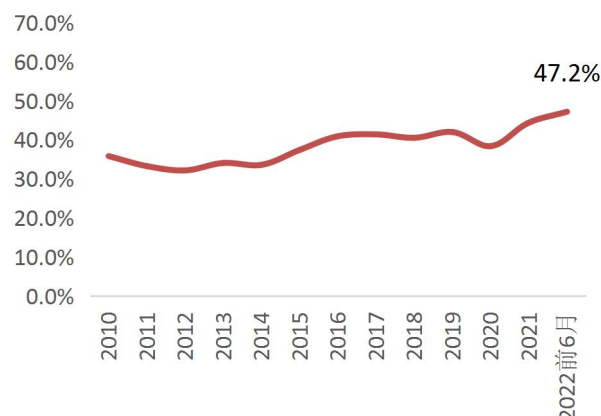
4. 风险提示：疫情反复的影响超预期，上游原材料价格大幅波动。

图 37：公司最近四个季度净利润及增速



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 38：中国自主品牌乘用车市场占有率（年度）



资料来源：中汽协，山西证券研究所

重点覆盖公司汇总：

表 4：重点覆盖公司迎来预测及估值

证券代码	公司名称	收盘价	EPS				PE				投资评级
		2022.7.15	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
601633.SH	长城汽车	34.50	0.73	0.84	1.17	1.40	47.3	41.1	29.5	24.6	买入-A
000951.SZ	中国重汽	12.91	0.88	1.06	1.43	1.57	14.7	12.2	9.0	8.2	买入-A
002920.SZ	德赛西威	164.19	1.50	2.05	2.90	3.80	109.5	80.1	56.6	43.2	买入-A
300863.SZ	卡倍亿	73.60	1.56	2.36	3.86	5.46	47.2	31.2	19.1	13.5	买入-A

资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 风险提示

疫情反复的影响超预期：全球疫情经历过奥秘克戎变异病毒后，传播趋势有所放缓，发达国家也相继放松了对疫情的管制，经济和生产生活也陆续恢复正常。国内在上半年经历了汽车产销重要城市疫情蔓延后，也慢慢恢复正常。但是进入三季度后，全球部分地区感染病例又有增加的趋势，国内也有部分城市疫情日趋严重。疫情的发展趋势可预测性不强，若下半年全球出现新的变异病毒导致传染性增强，导致新一波严重疫情的发生，将会对汽车生产和消费带来较严重的负面影响。

上游原材料价格大幅波动超预期：始于去年下半年的全球大宗商品涨价，近期有拐点向下的趋势，且短期内回落幅度还较大。若汽车用主要上游原材料钢铁、铜、橡胶、塑料等价格短期波动超预期，将加大对上市公司业绩预测准确性的难度。

全球地缘政治的影响：俄乌危机等地缘政治事件，是否会在其它地区出现，存在较大的不确定性；如

在发生类似风险，对全球汽车产业链供应或将带来较大风险。

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：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

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交给他人，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：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

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>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

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

