汽车

汽车行业 2020 年中期投资策略

报告原因：投资策略

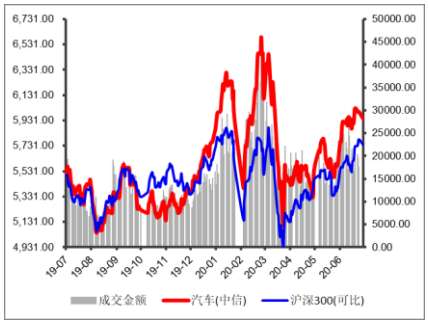
行业逐步回暖，聚焦新能源优质产业链

看好

2020 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

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

市场回顾：年初至 2020 年 6 月 29 日，汽车行业上涨 1.26%，在中信一级 29 个行业中位列 16，领先沪深 300，三级子行业涨跌幅、估值均显著分化。

行业回顾&预判：2020 年一季度，疫情因素影响下，行业下行压力加大，汽车产销同比大幅下降，库存压力显著增加，行业收入端承压，上市公司盈利能力整体下降。后续，随着防控情况持续好转，复工复产情况良好，叠加政策面中央及地方政府一系列利好政策的拉动，一定程度刺激购车需求释放，利好产销恢复。短期看，宏观经济承压，叠加国内外疫情防控情况的不确定性仍然较强，**行业依然承压，但汽车行业产销整体逐步恢复的趋势不会改变**。长期看，**国内汽车市场仍具增量空间，未来汽车行业的主要趋势是消费结构的持续优化、国产化替代，以及电动化、智能化、网联化、共享化，结构性机会仍然存在**。

乘用车市场逐步回暖，关注细分市场结构性投资机会。乘用车产销回升趋势较为明显，2020 下半年，随着政策端逐步发力，叠加防控形势好转，乘用车市场有望逐步回升，后续看好豪华车、日德系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、车型完善、爆款频出的整车制造商，以及进入优质产业链的零部件龙头供应商。

需求稳定增量，重卡有望维持高景气度。一是重卡保有量的整体提升增加了换车基数；二是房地产和基建有望为重卡行业提供稳健的增量支撑，为工程类重卡提供增量；三是超载治理加码，货运需求提升，有望提升重卡需求总量；四是国三淘汰，国六推进，刺激需求释放，推进技术提升。预计 2020 年重型货车有望维持高景气度，具备渠道优势、市占率维持高位的重卡龙头和盈利能力稳定，且布局高端产能的上游零部件供应商有望受益。

新能源长期确定性强，关注优质产业链。新能源汽车产业是国家战略性新兴产业之一，而补贴政策、双积分政策、限行限购等相关政策的推进，从消费端和制造端双向推动新能源汽车需求增长。汽车智能化、共享汽车、分时租赁普及程度的提高，进一步扩大了新能源汽车的需求边际，新能源汽车是行业长期发展方向，并逐步由政策驱动向市场驱动过度。目前，国内外整车厂纷纷加码布局新能源汽车，行业竞争逐步加剧，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，建议从特斯拉、大众 MEB 平台为代表的优质产业链入手，自上而下寻找优质标的。

投资建议：2020 年下半年，汽车行业选股建议关注三条主线：一是市占率持续领先、销售渠道完善的乘用车、重卡整车龙头；二是附加值高、有望实现海外替代的零部件行业龙头供应商；三是聚焦新能源汽车，从优质产业链入手，自上而下寻找优质标的，建议关注特斯拉产业链、大众 MEB 平台。**建议关注：**上汽集团、长安汽车、华域汽车、潍柴动力、三花智控、中国重汽、星宇股份。

风险提示：国内经济增长恢复低于预期；汽车销量不及预期；上游原材料价格大幅波动；海外疫情持续蔓延。

目录

一、市场回顾 6

（一）行情：汽车行业领先大盘，细分行业分化显著 6

（二）估值：估值持续分化，细分板块多数位于估值高位 7

二、行业回顾：行业逐步回暖，长期趋势不变 8

（一）行业运行状况：产销逐步修复，商用车表现优于乘用车 8

（二）政策基本面：新能源政策调整，地方促销费政策频出 10

1、新能源政策调整 10

2、地方与企业促进消费政策 12

（三）行业预判 14

三、乘用车：短期承压，关注细分市场结构性投资机会 15

四、商用车：重型货车高速增长，全年有望维持高位 19

五、新能源汽车：长期确定性强，关注优质产业链 22

（一）产销增速转负，短期产销承压 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，关注特斯拉产业链、MEB 平台 24

1、特斯拉产业链：凝聚上海优势资源 25

2、大众 MEB 平台：传统车企转型重任 28

六、行业评级及投资策略 31

（一）行业评级 31

（二）投资策略 31

（三）标的推荐 31

1、上汽集团（600104.SH）：大市值整车龙头，优质资产有望借势提升市占率 31

2、长安汽车（000625. SZ）：积极突破新兴产业，自主合资共同发力 32

3、华域汽车（600741.SH）：业务结构优化，技术优势扩大 32

4、潍柴动力（000338.SZ）：重卡发动机龙头，产品结构持续优化 33

5、三花智控（002050.SZ）：深耕热管理领域，优质客户护航 33
6、中国重汽（000951.SZ）：积极布局智能驾驶，海内外业务并举 33
7、星宇股份（601799.SH）：国内车灯龙头，优质客户护航 34
七、风险提示 34

图表目录

图 1：中信一级行业 2020 前半年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 6 月 29 日） 6
图 2：子行业（中信三级）2020 前半年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 6 月 29 日） 6
图 3：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况 7
图 4：汽车及细分行业 PB(LF)情况 7
图 5：汽车及细分行业 PE(TTM)情况 7
图 6：汽车及细分行业 PB(LF)情况 7
图 7：汽车月度产销情况（万辆，%） 8
图 8：经销商库存预警指数 9
图 9：汽车月产销情况（万辆，%） 9
图 10：我国民用汽车千人保有量逐年增长（辆，%） 14
图 11：2018 年各省民用汽车千人保有量对比（辆） 14
图 12：2018 年以来乘用车月产销情况 15
图 13：乘用车分车型增量拆分（万辆） 16
图 14：乘用车各车型月销量同比对比（%） 16
图 15：乘用车各车型销售份额变化情况 16
图 16：豪华车销量增速持续领先乘用车（%） 17
图 17：2019 年“BBA”销量情况 17
图 18：乘用车分车系增量拆分（万辆） 18

图 19：乘用车各车系月销量同比对比（%） 18
图 20：重型货车年销量情况（万辆，%） 19
图 21：重型货车月销量情况（万辆，%） 19
图 22：重卡主要下游需求 20
图 23：房地产行业投资总额持续提升 20
图 24：物流总额持续提升 20
图 25：公路货运量情况 20
图 26：2013-2018 年部分地区新能源汽车销量持续高速增长（百万辆） 23
图 27：新能源汽车年产销情况（万辆，%） 23
图 28：新能源汽车月产销情况（辆，%） 23
图 29：新能源汽车需求因素 24
图 30：智能汽车为汽车增加了诸多附加功能 24
图 31：MODEL3 中国销量与纯电动汽车市场占比（单位：辆） 26
图 32：纯电动车型 2020 年销售前 15 名 26
图 33：大众集团电动车销量、渗透率 28
图 34：大众 MEB 平台与 MQB 对比 29
图 35：MEB 平台电池供应商份额 29
表 1：汽车分车型销量拆分表 9
表 2：2019/2020 年新能源乘用车补贴调整一览 11
表 3：2020 上半年提振汽车行业的政策信息汇总 12
表 4：乘用车各车型销售情况 16
表 5：乘用车各车型销售情况 18
表 6：国六排放标准实施时间表 21

表 7：国内部分厂家技术路线 21

表 9：25-35 万纯电动汽车整理 27

表 10：特斯拉产业链上市公司梳理 27

表 11：大众 MEB 在国内主要供应商 30

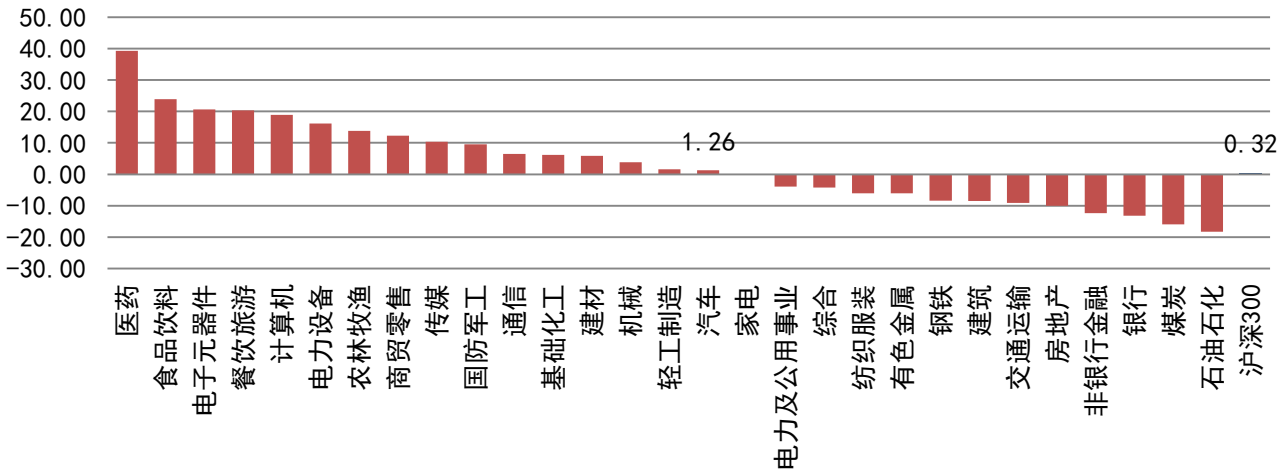
表 12：公司盈利预测、估值及投资评级 34

一、市场回顾

（一）行情：汽车行业领先大盘，细分行业分化显著

回顾 2020 年初至 6 月 29 日的行情：二级市场表现弱于 2019 年同期，沪深 300 涨跌幅为 0.32%，落后于去年同期 26.75pct；中信一级 29 个行业涨跌不一，其中医药行业以 32.32%的涨幅领涨，石油石化行业以 18.23%的跌幅领跌；汽车行业领先于大盘，涨幅为 1.26%，位于第 16 位。

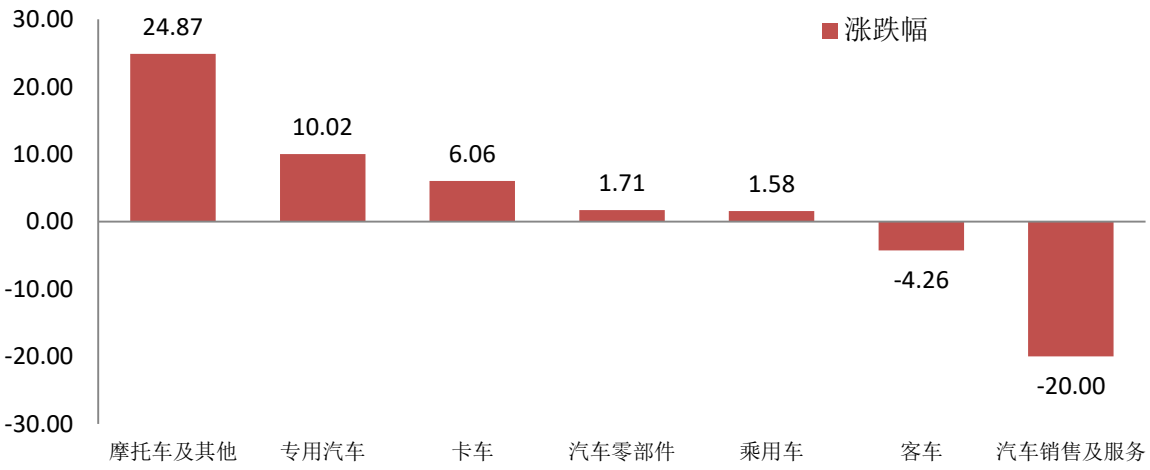
图 1：中信一级行业 2020 前半年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 6 月 29 日）



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）差异较大，其中摩托车及其他板块以 24.87%的涨幅领涨，汽车销售及服务板块以 20.00%的跌幅领跌。

图 2：子行业（中信三级）2020 前半年涨跌幅（单位：%，数据截至 2020 年 6 月 29 日）



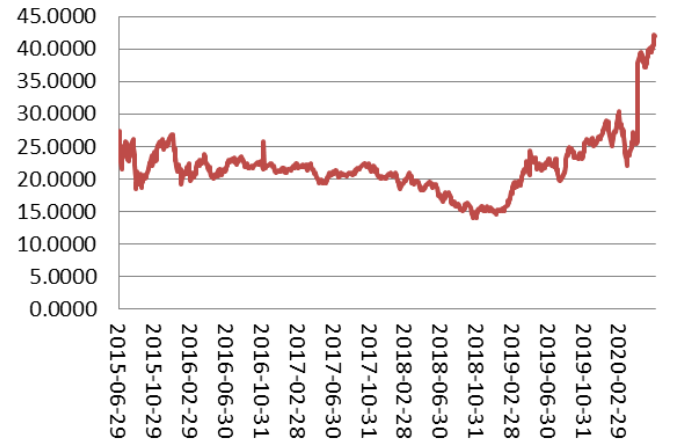
资料来源：wind，山西证券研究所

从个股来看，2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 29 日，汽车板块涨幅领先的 5 只个股分别为艾可蓝、云内动力、阿尔特、奥特佳、模塑科技，涨幅分别为 192.23%、111.33%、109.95%、108.43%、85.75%，分别领先汽车板块涨幅 190.97 pct、110.08pct、108.70 pct、107.17pct、84.50pct。

（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 位于历史低位。就细分行业而言，卡车板块 PE 位于历史低位，PB 位于历史中低位，其他细分板块 PE 均位于历史高位。

图 3：行业近 5 年 PE(TTM)变化情况



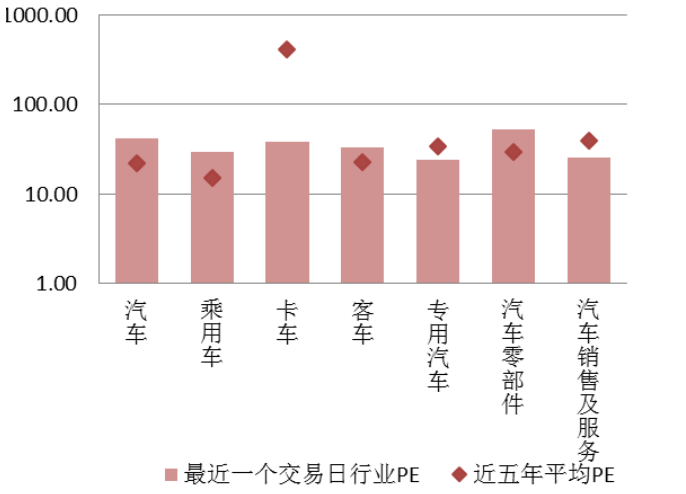
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：汽车及细分行业 PB(LF)情况



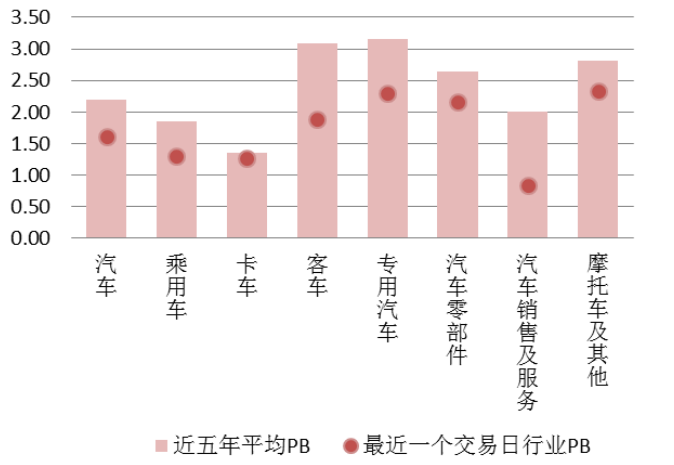
资料来源：wind，山西证券研究所

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



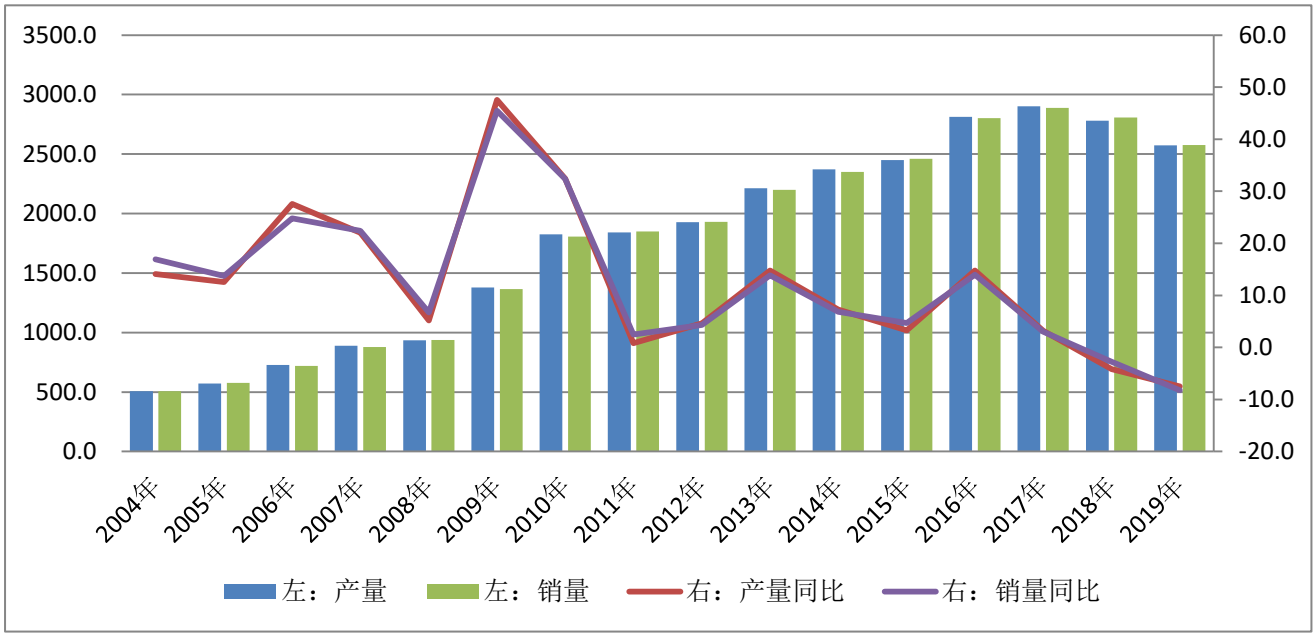
资料来源：wind，山西证券研究所

二、行业回顾：行业逐步回暖，长期趋势不变

（一）行业运行状况：产销逐步修复，商用车表现优于乘用车

回顾 2019 年行业情况，受宏观经济承压、消费者信心不足、贸易摩擦、行业政策环境等一系列因素影响，汽车行业整体承压，但下半年汽车市场整体呈修复趋势。一方面，**2019 年汽车产销维持负增长，且降幅较 2018 年扩大**，2019 年，汽车产销量分别为 2572.1 万辆和 2576.9 万辆，同比分别下降 7.5%和 8.2%，**但下半年月产销同比显著修复**，截止 2019 年 12 月，月产量同比由 1 月的-12.02%回升至 8.09%，月销量同比降幅由 1 月的 15.73%收窄至 0.12%。另一方面，**汽车库存情况较 2018 年显著好转**，但截止 2019 年末，汽车经销商库存预警指数仍然位于枯荣线以上，**库存整体仍有修复空间**。

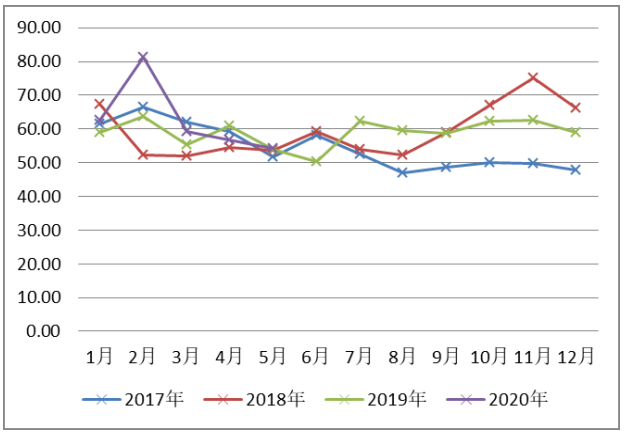
图 7：汽车月度产销情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

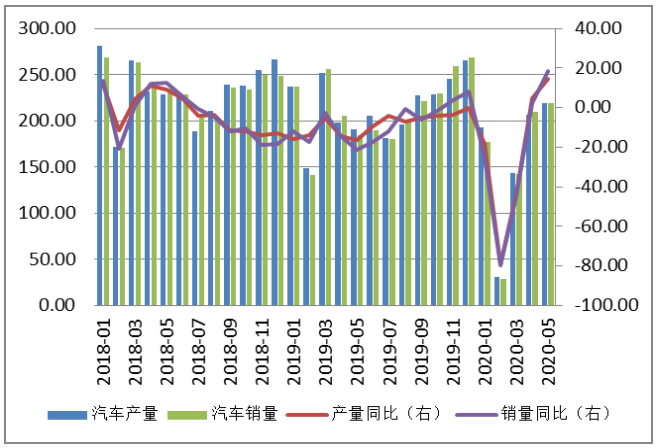
2020 年，随着新冠肺炎疫情爆发，一方面，消费者购车需求大幅下降，汽车产销同比大幅下降，库存压力显著加大，2 月产销同比跌至今年月产销同比低谷，经销商库存预警指数也达行业历史峰值；另一方面，疫情导致汽车产业大面积停工停产，而此次疫情爆发较为严重的湖北、广东、浙江等地均处于我国汽车重要集群中心，汽车产业链条长的特点加大了疫情对行业的下行压力，疫情对汽车企业产生较大负面影响，从一季度上市公司财务数据来看，行业收入端承压，营收同比大幅下滑，盈利能力整体下降。后续，随着防控情况持续好转，复工复产逐步推进，叠加政策面中央及地方政府一系列利好政策的拉动，一定程度刺激购车需求释放，汽车产销和库存情况均显著好转，5 月产销同比转正。

图 8：经销商库存预警指数



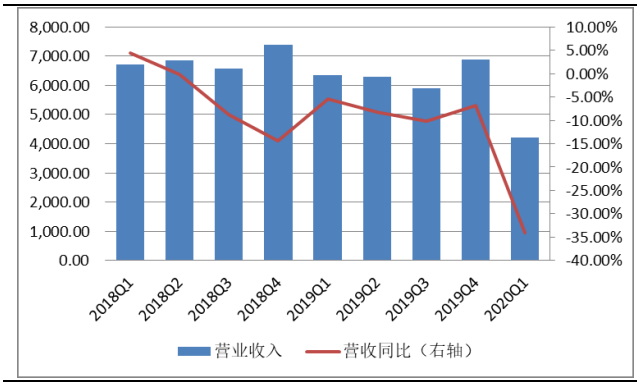
资料来源：wind，山西证券研究所

图 9：汽车月产销情况（万辆，%）



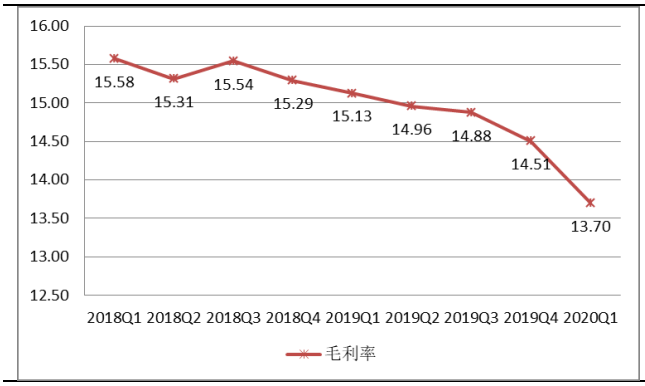
资料来源：wind，山西证券研究所

图 10：汽车板块（中信）单季度营收情况（亿元，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：汽车板块（中信）单季度毛利率情况（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

分车型看，2019 年，商用车月销量同比增速持续领先乘用车，乘用车和商用车年销量同比降幅均较 2018 年有所扩大，细分市场来看，仅重型货车年销量维持同比增长。2020 年，受疫情因素影响，2 月份商用车和乘用车销量均同比大幅下滑，后续随着疫情防控形势好转，增速均有所好转，受下游需求影响，商用车，尤其是重型货车受疫情因素的负面影响程度显著小于其他细分市场。2020 年 1-5 月，乘用车、商用车累计销量分别为 608.30 万辆、184.79 万辆，同比分别下降 27.55%、0.97%，主要受益于重型货车销量的高速增长（同比增速 16.67%），货车累计销量同比增长 0.36%。

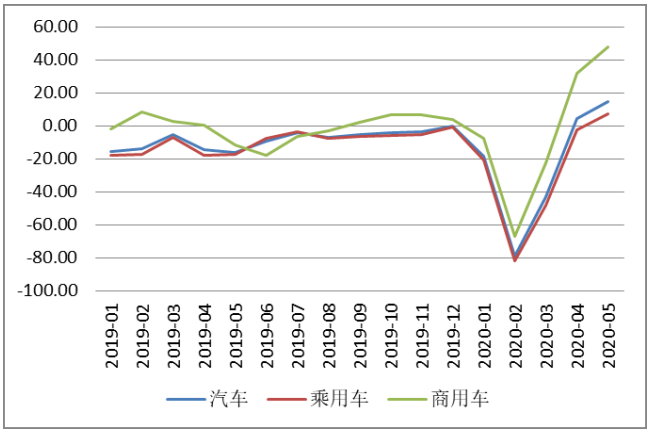
表 1：汽车分车型销量拆分表

	销量（万辆）			同比增速（%）		
	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月
汽车	2803.89	2575.45	793.09	-3.12	-8.15	-22.72
乘用车	2367.15	2143.29	608.30	-4.33	-9.46	-27.55
轿车	1151.62	1028.74	284.42	-2.80	-10.67	-30.47
SUV	996.90	936.25	284.06	-2.87	-6.08	-20.37
MPV	172.82	138.35	27.80	-17.15	-19.94	-51.44

微面	45.82	39.95	12.02	-16.24	-12.80	-27.49
商用车	436.74	432.16	184.79	4.05	-1.05	-0.97
货车	387.63	385.01	170.55	5.48	-0.68	0.36
重型货车	114.80	117.40	64.46	3.24	2.27	16.67
中型货车	17.78	13.91	6.06	-27.94	-21.73	-2.40
轻型货车	189.05	188.35	76.32	8.63	-0.37	-7.69
微型货车	66.00	65.34	23.71	14.60	-1.01	-8.08
客车	49.11	47.15	14.24	-5.99	-3.99	-14.51
重型客车	7.75	7.38	1.64	-14.13	-4.75	-34.81
中型客车	7.35	6.62	1.31	-12.29	-9.85	-37.19
轻型客车	34.02	33.15	11.29	-2.36	-2.55	-6.35

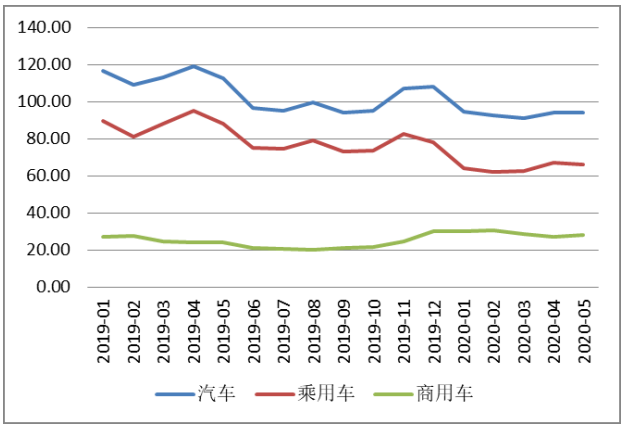
资料来源：wind，山西证券研究所

图 12：商用车及乘用车月销量同比增速对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：商用车及乘用车库存情况对比（万辆）



资料来源：wind，山西证券研究所

（二）政策基本面：新能源政策调整，地方促销费政策频出

往年，我国汽车消费占国内社会消费品零售总额比例维持在 10%左右，但 2020 年由于疫情影响，年初这一比例有所下降，为了稳定消费，从中央到地方，政策均有所调整，具体来看主要分为两个方面：**一是**整体上鼓励汽车消费，延长新能源汽车补贴、免征新能源汽车购置；**二是**地方出台通过购置补贴、金融优惠、降价促销、增加号牌、等方式刺激汽车整体消费。

1、新能源政策调整

新能源补贴与免征购置税延长至 2022 年底。2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%，而公共交通等领域新能源汽车则在 2020 年不退坡，2021 年、2022 年分别较上年补贴退坡 10%、20%。过渡期为 3 个月，过渡期不退破，但仍有 30 万元门槛。

整体退坡，续航门槛提升至 300km。纯电动车补贴下调幅度为 10%，插电混动下调幅度为 15%，同时

取消 300km 以下续航纯电动车的补贴。经计算，下调后，300-400km 续航的纯电动车辆补贴幅度为 1.62 万元，400km 以上续航车辆补贴为 2.25 万元。插电混动型车下降至 0.425 万-0.85 万元不等。对于主流品牌电动车，此次补贴下调幅度不大，企业通过降低成本也可以承担。对于能量密度要求，从 120-140Wh/kg 提高至了 125-140Wh/kg，变化不大，不会产生影响。

超过 30 万元电动车将不享受补贴，并鼓励换电技术。最新的新能源补贴政策特别设定了超过 30 万元车辆将不享受政府补贴，同时鼓励换电技术，使用换电技术车辆没有 30 万元门槛。30 万元以下是主流电动车的售价，对于绝大多数国产电动车辆没有影响。影响较大的为特斯拉 Model 3，此前标准续航版定价为 32.38 万元，此政策施行后将无法享受补贴，但按照往年 Model 3 的降价频率，预计未来会将标准续航版 Model 3 的售价控制在此区间范围内，对于特斯拉相关生产企业，或许会有放量增长的空间。对于蔚来汽车，由于政策鼓励换电技术，ES6 与 ES8 仍可享受补贴政策。

表 2：2019/2020 年新能源乘用车补贴调整一览

类型		指标		2019 年	2020 年	备注
纯电动乘用车	纯电动续航 R（工况法、公里）	250≤R＜300		1.8 万元	0	1、补贴金额退坡 10% 2、300 公里以下取消补贴
		300≤R＜400			1.62 万元	
		R≥400		2.5 万元	2.25 万元	
	电池系统能量密度及对应补贴系数（Wh/kg）	125（含）-140		0.8 倍	0.8 倍	电池系统能量密度门槛、分档及系数未作调整
		145（含）-160		0.9 倍	0.9 倍	
		≥160		1 倍	1 倍	
	按整车能耗较限行门槛提升程度及对应补贴系数	较 2018 年能耗门槛提高 10%（含）-20%		0.8 倍	/	2020 年补贴政策在电耗门槛上改用 2021 年拟实施的双积分门槛，或在 2109 年基础上加严约 5%
		较 2018 年能耗门槛提高 20%（含）-35%		1 倍		
		较 2018 年能耗门槛提高 35%以上		1.1 倍		
		较新能耗门槛提高 0%（含）-10%		/	0.8 倍	
		较新能耗门槛提高 10%（含）-25%			1 倍	
		较新能耗门槛提高 35%以上			1.1 倍	
	单位电池电量补贴上限（元/kWh）			550/kWh	500/kWh	电池电量金额上限退坡 10%
插电式混动（含增程式）乘用车	纯电动续航在 50-80 公里之间	B 状态燃料消耗量相比标准限值的比例	55%（含）-60%	0.5 万元	0.425 万元	1、延续 2019 年技术标准，未作调整 2、补贴金额退坡 15%
			<55%	1 万元	0.85 万元	
	纯电动续航不低于 80 公里	A 状态百公里耗电量应满足纯电动乘用车 2019 年门槛要求		1 万元	0.85 万元	

数据来源：中汽研，山西证券研究所

新能源乘用车单次申报清算车辆数量应达到 10000 辆。政策设定了车辆销售数量限制，意味着一些造车新势力如天际汽车、拜腾汽车等将有较大的销售压力。

非私人用户将不能享受足额补贴。政策对于非私人购买用于营运的新能源乘用车，将按照补贴金额的 0.7 倍给予补贴，将会影响专供营运市场的部分生产企业。

2、地方与企业促进消费政策

为积极响应政府刺激汽车消费的政策，众多方政府与车企相继推出了刺激汽车消费、利好行业发展的相关政策与措施。

地方政策方面，如北京市政府出台国三机动车提前报废单车补助 4000-22000 元的政策、上广深放宽汽车摇号和竞拍指标。企业方面，如广汽集团在政府补贴基础上对不同车型再加码补贴 8000-36000 元，涵盖广汽旗下所有品牌各主要车型。

表 3：2020 上半年提振汽车行业的政策信息汇总

时间	来源	政策	汽车行业相关要点
2020.2.3	佛山市人民政府网站	佛山市促进汽车市场消费升级若干措施（试行）	鼓励“国六”标准排量汽车消费。对消费者在我市注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车给予资金补助，推动汽车消费。补助资金由市、区两级按财政分成比例承担。推动汽车更新换代。佛山号牌车主凭旧车售卖发票或汽车报废注册证明购买新车，每辆给予 3000 元补助。鼓励汽车集体采购。对同一消费者一次性购买 5 台及以上的大、中、重型客运、载货汽车（车辆单价不少于 50 万元），每辆车给予 5000 元补助。鼓励消费者购买新车，每辆给予 2000 元补助。不予重复补助。
2020.2.21	广东省政府	《广东省进一步稳定和促进就业若干政策措施》	推动有条件的地市出台老旧汽车报废更新补贴政策，鼓励广州、深圳进一步放宽汽车摇号和竞拍指标。
2020.3.1	长沙、株洲、湘潭	关于出台促进吉利地产车在长株潭消费升级鼓励措施	消费者购买湘潭本土生产的两款吉利汽车可获得 3000 元购置补贴。长沙市在指定经销商购买部分车企生产的车辆，并在长沙上牌的，可获得裸车价款的 3%一次性补贴，每台车最高补贴不超过 3000 元。
2020.3.11	珠海市	《珠海市人民政府关于有效降低疫情影响促进经济平稳运行的实施意见》	对在珠海注册登记的汽车销售企业购买“国六”标准排量汽车的消费者给予补助，对符合规定的车展布展企业、车展汽车销售企业，给予场地、宣传投入补助和销售奖励。简化汽车登记、二手车交易手续，优化汽车金融服务。
2020.3.25	杭州市	《杭州市小客车总量调控管理规定》	2020 年一次性增加的 2 万个小客车指标，按 3:1 的比例通过个人阶梯摇号和县(市)个人指标摇号的方式进行配置，即个人阶梯摇号 15000 个、县(市)个人指标摇号 5000 个。将于 2020 年 5 月 29 日组织一次个人阶梯摇号，完成 15000 个指标的配置。新增的 5000 个县(市)指标将在 2020 年 5 月 18、19 日举行的第十次小客车县(市)指标摇号活动中与原定指标配额合并投放。
2020.3.26	南昌市	《南昌市战疫情促消费若干措施》	最大限度降低疫情影响，促进消费市场快速恢复增长。措施提出，引导汽车消费升级，对疫情期间在南昌市范围内购买新车(含乘用车和商用车)，按 1000 元/辆标准给予购车人补贴。
2020.3.27	宁波市	《关于推进工业达产扩能稳增长的若干意见》	9 月 30 日前，鼓励本地乘用车生产企业对消费者进行让利销售，消费者购买本地生产、销售的乘用车，并在本地上牌的，给予每辆车一次性让利 5000 元，每家企业限让利销售 6000 辆。
2020.3.29	长春市	《关于做好近期商贸领域促消费工作的指导意见》	鼓励购买新车，购买长春市生产并在省内销售落籍的汽车，每辆给予购车价格 3%的一次性补助，最高不超过 4000 元。吉林省号牌车主凭 2020 年 3 月 20-6 月 30 日旧车售卖发票或汽车报废注销证明，购买长春市生产并在省内销售落籍的新车给予一次性补助，最高不超过 5000 元。对一次性购买长春市生产并在省内销售落籍的新车 5 辆及以上的（车辆单价不低于 20 万元），给予一次性补助，每辆

			最高不超过 6000 元。以上政策不叠加使用，政策举措截至 2020 年 6 月 30 日。
2020.3.31	北京	北京市进一步促进高排放老旧机动车淘汰更新方案(2020-2021 年)	在报废补助上，2020 年 4 月 1 日-12 月 31 日，微型载客汽车补助为 4000 元/车，小型载客汽车补助为 1 万元/车，中型载客汽车补助为 7000 元/车，大型载客汽车补助为 2.2 万元/车，载货汽车补助为 1.4 万元/车。在转出补助上，2020 年 4 月 1 日-12 月 31 日，微型载客汽车补助为 2000 元/车，小型载客汽车补助为 5000 元/车，中型载客汽车补助为 3500 元/车，大型载客汽车补助为 1.1 万元/车，载货汽车补助为 7000 元/车。
2020.4.24	上海	关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施	今年内增加 4 万个非营业性客车牌照供应额度；对本市消费者报废或转出国四以下排放标准汽车，并且新购置国六排放标准汽车的给予 4 千元补助；对消费者使用新能源汽车过程中发生的充电费用给予 5 千元补贴;扩大新能源汽车应用规模；完善充(换)电基础设施配套；营造智能汽车消费环境。
2020.5.21	天津市	天津市促进汽车消费的若干措施	新增小客车个人增量指标（2020 年内新增小客车个人增量指标配置额度 35000 个）。推动京津冀同城便利化。放宽个人增量指标申请资格。放宽企业增量指标申请资格。完善小客车限购限行措施。鼓励新能源汽车消费。推进淘汰报废老旧柴油货车。畅通二手车流通交易。推动汽车配套设施建设。加大金融服务支持力度。鼓励企业促销。
2020.5.28	天津市	陕西省促进市场消费积极应对新冠肺炎疫情影响的若干措施	鼓励购买新能源汽车。；鼓励汽车淘汰更新升级；促进二手车便利交易；鼓励农村车辆消费升级；放宽汽车限行规定；支持汽车企业提高产销率；加强汽车消费金融支持；优化汽车流通网点；加大汽车消费基础设施建设。加快推进城市便利加油站建设；规范汽车消费市场秩序。
2020.6.1	北京市	《北京市小客车数量调控暂行规定（修订草案征求意见稿）》、《〈北京市小客车数量调控暂行规定〉实施细则（修订征求意见稿）》、《关于一次性增发新能源小客车指标配置方案（征求意见稿）》	优先照顾“无车家庭”；摇号积分规则、配额比例均向“无车家庭”倾斜；今年向“无车家庭”一次性增发 2 万个新能源指标；“一人多车”逐渐取缔根据拟出台的办法，北京市拟增加对个人申请更新指标数量的限制；年度指标配额数量暂不做调整。
2020.6.7	深圳市	《深圳市应对新冠肺炎疫情影响促进新能源汽车推广应用若干措施》	放宽个人新能源小汽车增量指标申请条件；对新购新能源小汽车的个人消费者给予综合使用财政补贴，其中新购纯电动高级型或经济型乘用车补贴 2 万元/车，新购插电式混合动力高级型乘用车补贴 1 万元/车；对将原有深圳市牌照燃油小汽车（或新能源小汽车）旧车置换更新为新能源小汽车的个人消费者给予财政补贴，其中置换更新为纯电动高级型或插电式混合动力高级型乘用车补贴 2 万元/车，置换更新为纯电动经济型乘用车补贴 1 万元/车；扩大个人增购新能源小汽车车型范围；加大新能源汽车停车优惠力度。执行期 2020 年 6 月 7 日-2020 年 12 月 31 日。
2020.6.18	吉林省	《关于新一轮促消费扩内需的若干政策举措》	着力扩大汽车消费，更好的落实好国家新能源汽车购置补贴、全面取消二手车限迁以及对二手车经销企业销售旧车减按销售额 0.5%征收增值税政策，鼓励金融机构执行个人汽车消费信贷最低首付比例，并且适当降低个人汽车消费贷款利率。

资料来源：公开信息整理，山西证券研究所

年初以来的政策多为刺激汽车整体消费，部分地区略偏向于新能源汽车，主要目的对冲疫情影响，目前已取得较好成效，并将持续带来一段时间利好，在补贴退出前或将带来一定的抢装高峰。

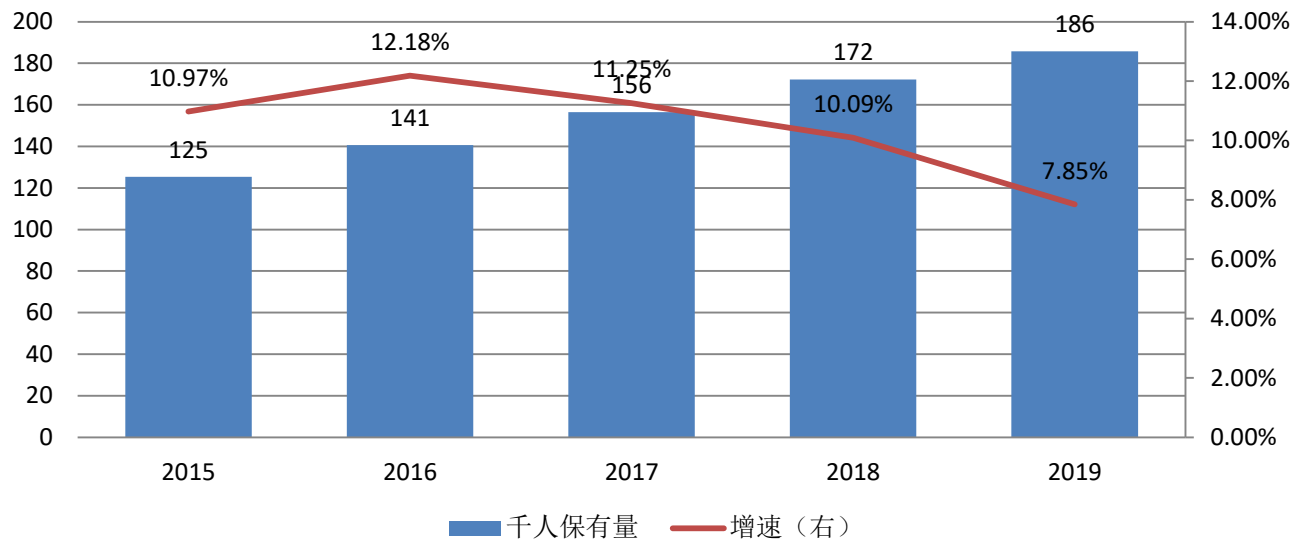
鉴于近期汽车消费已恢复，新补贴政策出台或将更关注于消费结构调整，例如鼓励新能源汽车消费。6 月 1 日，北京市宣布将考虑新增加的 2 万个新能源车指标，并调整汽车摇号的积分规则、指标配额等方面，向“无车家庭”倾斜。

我们认为，**下半年推出更多利好燃油车的可能性较小，整体重心或将放置于调整汽车消费结构方向，例如鼓励消费新能源汽车，摇号偏向于家庭等等**。

（三）行业预判

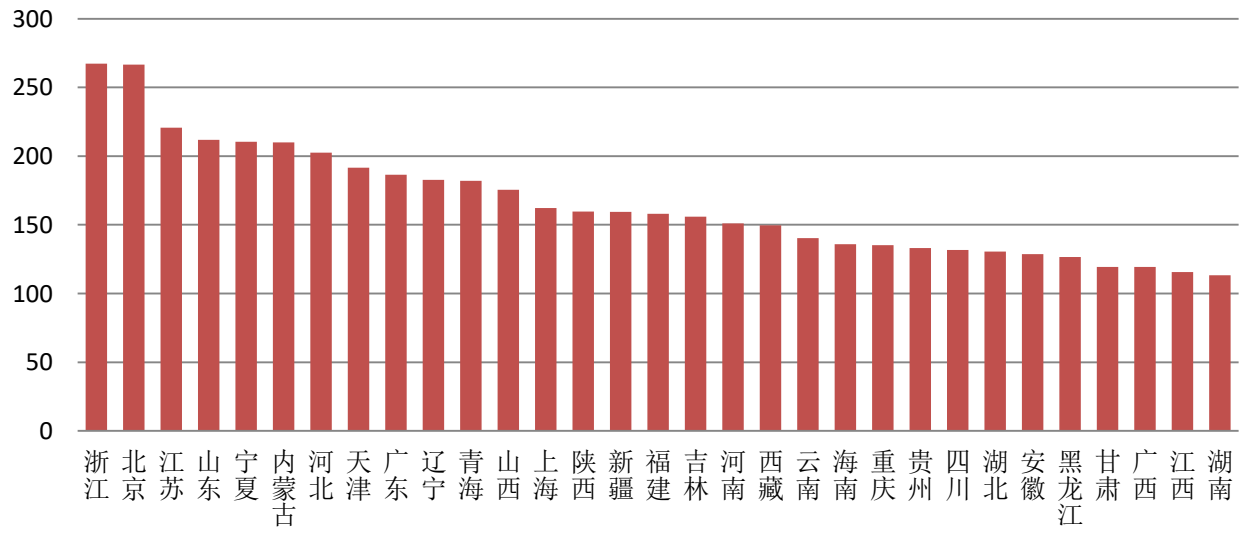
短期看，**一是**疫情爆发前国内汽车市场销量底部回升趋势较为明显，**二是**海外疫情尚未得到有效控制，可能会对汽车产业链产生一定程度负面影响，而国内部分地区疫情近期出现小幅度反复，后续仍然存在因疫情导致汽车消费迟滞的可能性，**三是**宏观层面压力仍存，汽车产销依然承压。整体而言，宏观经济承压，叠加国内外疫情防控情况的不确定性仍然较强，2020 年下半年汽车行业依然存在一定程度的下行压力，但汽车行业产销整体修复趋势不会改变。

图 10：我国民用汽车千人保有量逐年增长（辆，%）



资料来源：公安部，国家统计局，wind，山西证券研究所

图 11：2018 年各省民用汽车千人保有量对比（辆）



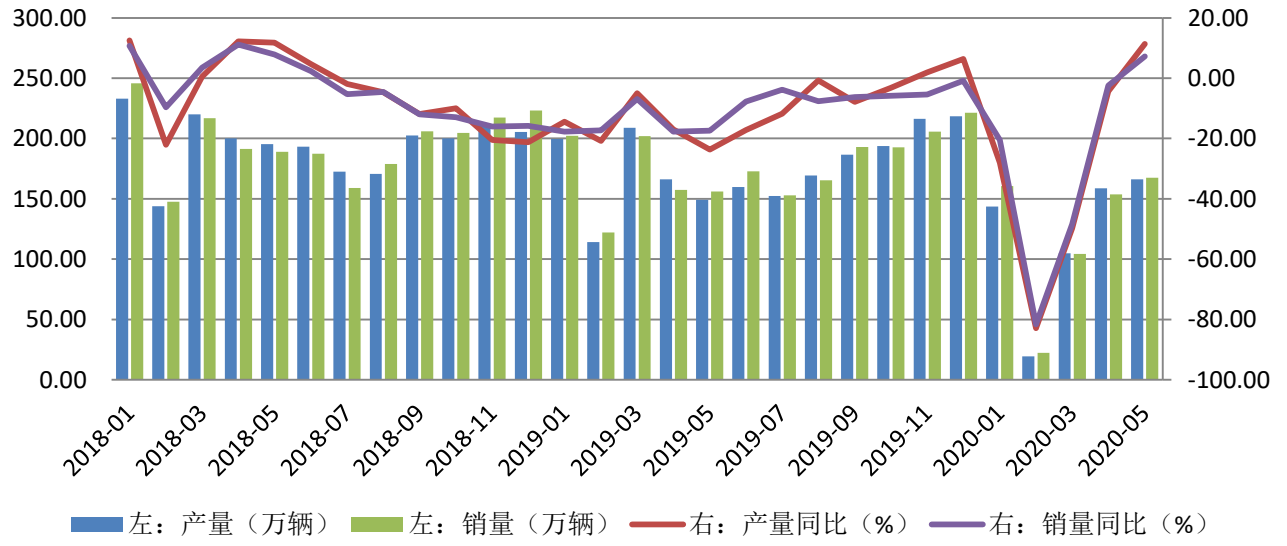
资料来源：国家统计局，wind，山西证券研究所

长期看，一方面，我国汽车保有量逐年提升，但同发达国家仍然存在一定差距，另一方面，不同地区的千人保有量水平存在较大差距，同时三四线城市千人保有量水平也有较大的提升空间。我们认为，**国内汽车市场仍然具有增量空间，随着政策环境优化、经济情况改善，结构性机会仍然存在，且三四线城市和中西部地区将提供未来汽车市场的主要增长点，但是增速放缓的趋势将继续延续。**此外，**未来汽车市场的主要趋势是消费结构的持续优化、国产化替代，以及电动化、智能化、网联化、共享化发展趋势，行业结构性机会仍然存在。**

三、乘用车：市场逐步回暖，关注细分市场结构性投资机会

2020 年一季度，受疫情因素影响，年后复工推迟，乘用车购车需求显著下滑，产销量大幅下降，汽车产销同比在 2 月达近年来最低点（同比降幅分别为 82.88%、81.66%），二季度随着疫情防控形势好转，叠加政策刺激，购车需求一定程度释放，乘用车产销显著好转，5 月，乘用车产销同比分别为 11.32%、7.21%，同比增速均转正，2020 年 1-5 月，乘用车累计产销量分别为 592.76 万辆、608.30 万辆，同比分别下降 29.24%、27.55%，降幅分别将 2019 年同期扩大 13.66pct、12.32pct。

图 12：2018 年以来乘用车月产销情况

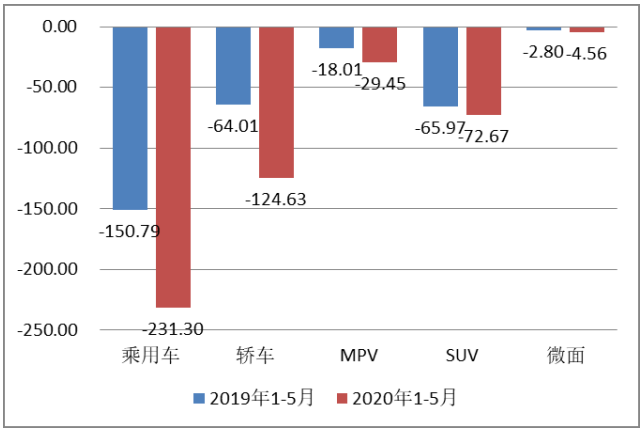


资料来源：wind，山西证券研究所

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 同比表现仍然显著优于其他车型，且销售份额进一步增长，2020 年 4 月 SUV 月销量同比率先转正。过去自主品牌将 SUV 作为突破市场的主要路径，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，SUV 车型在用户认可度、技术积累、性能优越性

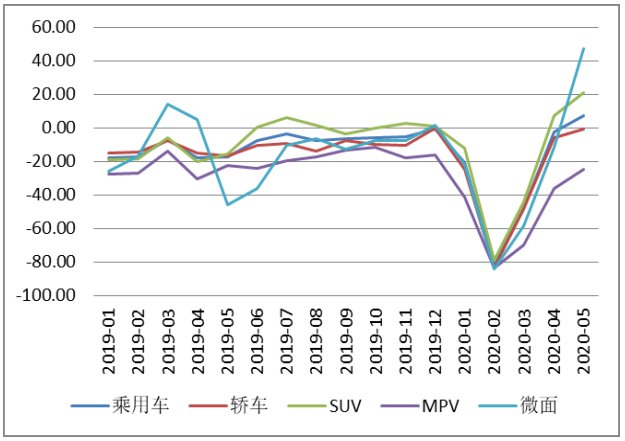
方面均有明显提升，增加了 SUV 在市场中的竞争优势，叠加国内消费者本身对 SUV 车型具有较高的偏好性，后续 SUV 车型仍然具有一定的趋势性机会。然而，随着 SUV 销售份额的持续提升，目前 SUV 销售份额已达 40%以上，后续增长空间有限。因此，我们认为，SUV 和轿车占据国内乘用车主要份额的情况不会改变，但 SUV 趋向于以稳定的增量缓慢稳定增长。

图 13：乘用车分车型增量拆分（万辆）



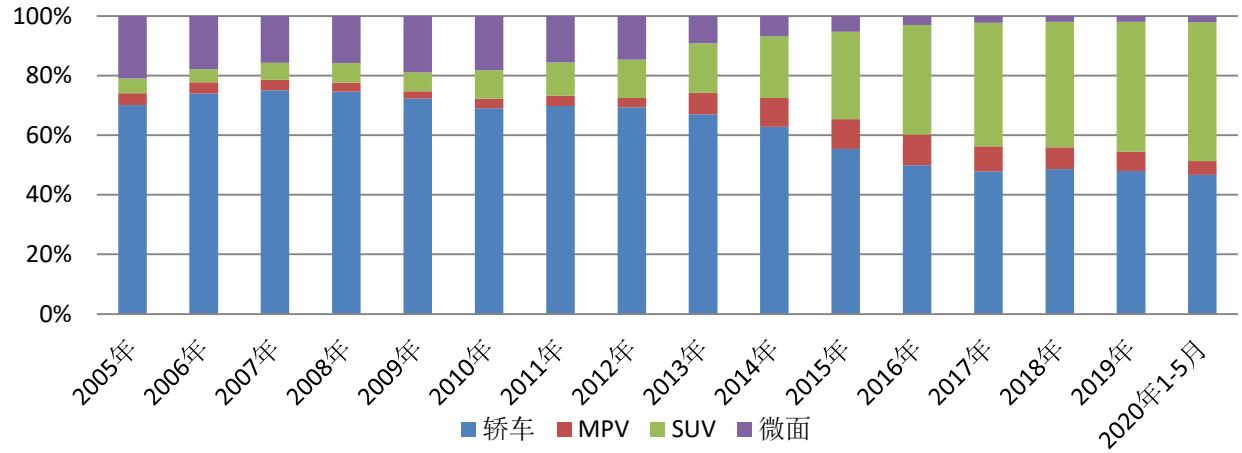
资料来源：wind，山西证券研究所

图 14：乘用车各车型月销量同比对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 15：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

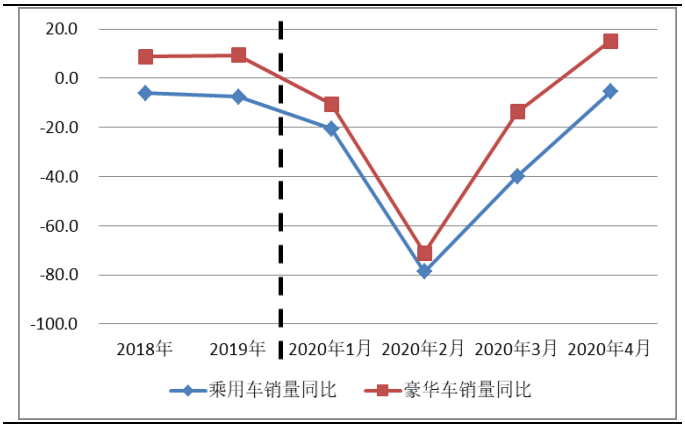
表 4：乘用车各车型销售情况

	销量（万辆）			销量同比			销售份额		
	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月
乘用车	2367.15	2143.29	608.30	-4.33%	-9.46%	-27.55%	100.00%	100.00%	100.00%
轿车	1151.62	1028.74	284.42	-2.80%	-10.67%	-30.47%	48.65%	48.00%	46.76%
MPV	172.82	138.35	27.80	-17.15%	-19.94%	-51.44%	7.30%	6.45%	4.57%
SUV	996.90	936.25	284.06	-2.87%	-6.08%	-20.37%	42.11%	43.68%	46.70%
微面	45.82	39.95	12.02	-16.24%	-12.80%	-27.49%	1.94%	1.86%	1.98%

资料来源：wind，山西证券研究所

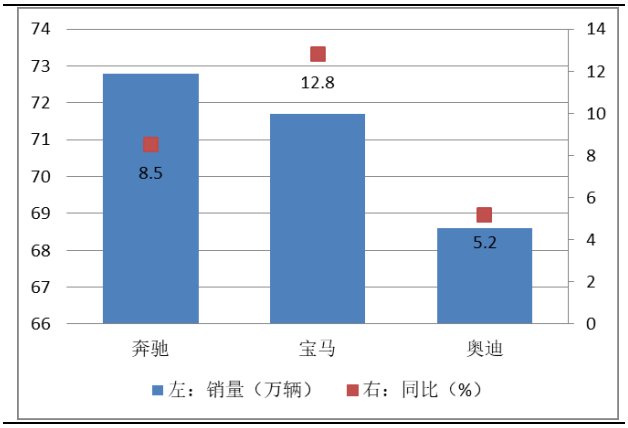
产品多元+购车门槛下降，豪华车表现亮眼。2018-2019 年，国内豪华车销量逆市增长，销量同比维持较高速增长，2020 年疫情爆发后，豪华车销量同比降幅持续低于乘用车，4 月豪华车零售同比增速达 16%，率先回暖，“BBA”三大品牌稳居国内豪华车第一梯队，在豪华车市场占比超过七成，销量表现也持续领先国内豪华车市场。目前，**一是**豪华车品牌纷纷布局新能源领域，并加大对细分市场的差异化产品投放及布局，豪华车产品矩阵多元化发展，能够满足更多的消费者购车需求；**二是**汽车金融规模扩大，豪华车品牌推出入门级车型，叠加减税政策逐步发力，导致豪华品牌购车门槛降低；**三是** 80/90 后逐步成为主流购车人群，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高；**四是**以“BBA”为代表的一线豪华车品牌不断完善在国内的网络布局，且渠道逐步下沉，低线渗透+高线扩张，为豪华车市场拓宽了销售边际，提升了增量空间。因此，我们认为，**豪华车有望持续领跑乘用车市场，维持领先地位**。

图 16：豪华车销量增速持续领先乘用车（%）



资料来源：2020 豪华车市场洞察，乘联会，山西证券研究所

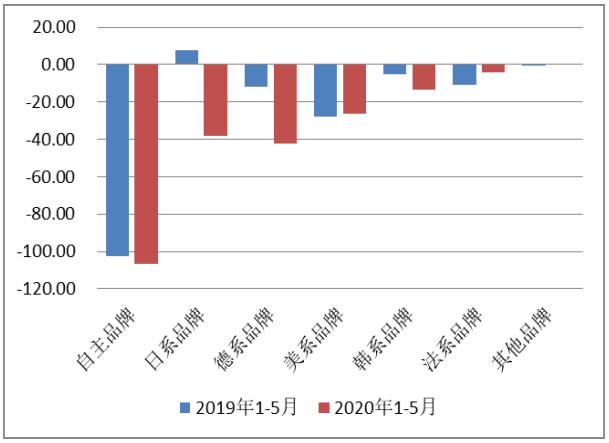
图 17：2019 年“BBA”销量情况



资料来源：2020 豪华车市场洞察，山西证券研究所

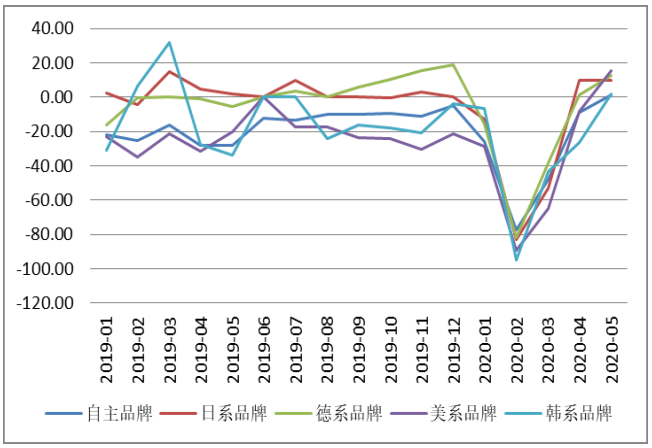
自主品牌销售份额下降，日德系品牌增速率先回暖。2019 年，乘用车销量持续同比负增长，日系品牌乘用车销量表现持续领先乘用车，德系品牌乘用车销量表现整体优于乘用车，自主品牌乘用车表现整理落后于乘用车整体。2020 年，疫情爆发期间，消费者购车以满足出行需求为主，购车需求偏向中低端车型，而中低端市场是自主品牌的主战场，进而为自主品牌乘用车销售份额带来短期提升，当月自主品牌乘用车销量同比领先其他车系乘用车，后续随着疫情防控形势好转，自主品牌乘用车销售份额回落，而日德系品牌乘用车销量同比于 2020 年 4 月率先转正，2020 年 1-5 月累计销售份额均较 2019 年有所提升。2020 年 1-5 月，自主品牌、日系品牌、德系品牌乘用车销售份额分别为 37.29%、23.06%、25.16%，分别较 2019 年-3.94pct、+2.50pct、+1.58pct。

图 18：乘用车分车系增量拆分（万辆）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 19：乘用车各车系月销量同比对比（%）



资料来源：wind，山西证券研究所

表 5：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 1-5 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月	2018 年	2019 年	2020 年 1-5 月
自主品牌	998.74	839.90	226.90	-8.14%	-15.90%	-32.00%	42.19%	41.23%	37.29%
日系品牌	444.01	418.75	140.30	5.59%	-5.69%	-21.47%	18.76%	20.56%	23.06%
德系品牌	507.82	480.34	153.10	4.71%	-5.41%	-21.70%	21.45%	23.58%	25.16%
美系品牌	247.79	174.13	54.00	-18.48%	-29.73%	-32.53%	10.47%	8.55%	8.88%
韩系品牌	118.05	92.58	25.00	3.14%	-21.58%	-35.20%	4.99%	4.54%	4.11%
法系品牌	30.7	12.21	1.9	-32.65%	-60.23%	-68.90%	1.30%	0.60%	0.31%
其他品牌	20.05	19.1	7.2	13.15%	-4.74%	2.86%	0.85%	0.94%	1.18%

资料来源：wind，山西证券研究所

日系品牌：一方面，相同排量的汽车油耗与汽车的重量有很大关系，一般情况下，日系车车身材料较薄，车辆的整备质量较低，叠加日系车发动机性能整体较为优越，节油性表现突出；另一方面，日系车本身高质量、品类多、降价空间小等特点导致日系车在保值率和性价比上具有优势。此外，丰田、本田为代表的日系品牌积极在华投放车型，并加大在汽车新四化领域的布局及研发投入，后续仍然具有一定增长动力。因此，我们认为**日系车领跑市场的情况有望延续**。

德系品牌：德系品牌乘用车在国内的销售份额持续维持增长，其销量贡献主要有二，一是豪华车一线品牌“BBA”，豪华车销售表现良好，叠加国内消费者对“BBA”品牌认可度高，销售份额持续向头部集中，后续有望持续贡献增量，二是大众，大众近年来投放了多款产品，合资品牌上汽大众、一汽大众销售份额持续领先，并持续加大在新能源、汽车智能化领域的布局，后续随着 MEB 平台车型放量，新能源车型有望为大众品牌带来持续增量。我们认为，**传统能源和新能源产品共同发力下，德系品牌有望维持其领先地位**

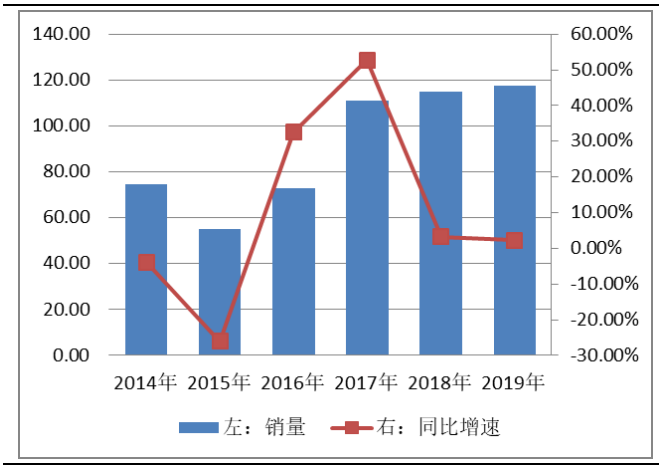
整体来看，乘用车产销回升趋势较为明显，2020 年下半年，随着政策端逐步发力，叠加防控形势好转，有望助力乘用车市场逐步回升，后续看好豪华车、日德系品牌乘用车细分市场，以及轿车、SUV 等细分市场的结构性机会，建议关注具有优质品牌、车型完善、爆款频出的整车制造商，以及进入优质产业链的零部件龙头供应商。

四、商用车：重型货车高速增长，全年有望维持高位

重型货车保有量整体提升，增加换车基数。回顾重型货车销量情况，2017 年以来，重型货车年销量均超过 110 万辆，销量维持高位运行，重型货车周期弱化，且整体提升了国内重型货车保有量。重型货车的购车需求主要由两部分组成，一是换车需求，二是增量需求，而换车需求具备周期性，近年来重卡保有量的整体提升，增加了重卡的换车基数。

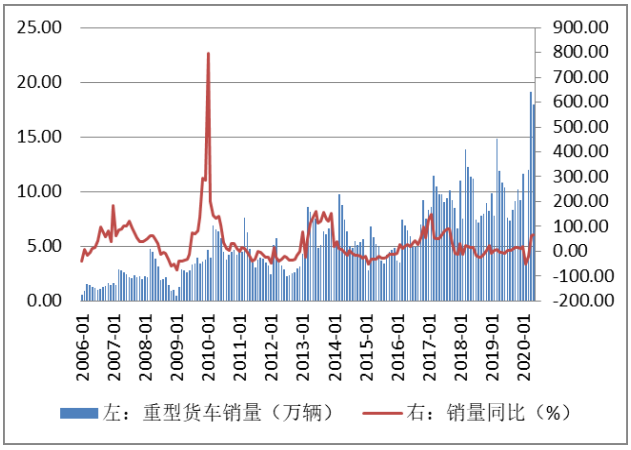
2020 年高景气度基调基本确定。2020 年一季度，重型货车受疫情影响销量同比大幅下滑，但销量同比降幅显著小于其他细分市场，4 月，随着复工复产逐步推进，重型货车月销量同比率先转正，且实现同比高速增长，4、5 月，重型货车月销量同比分别为 60.96%、65.56%，2020 年 1-5 月，重型货车实现累计销量 64.46 万辆，同比增长 16.67%，2020 年重型货车行业高景气度基调基本确定，行业有望继续维持高位运行。

图 20：重型货车年销量情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

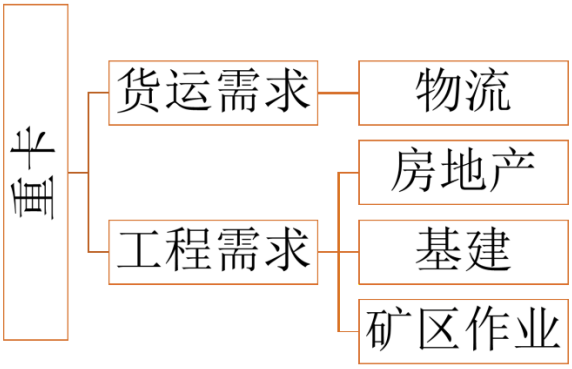
图 21：重型货车月销量情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

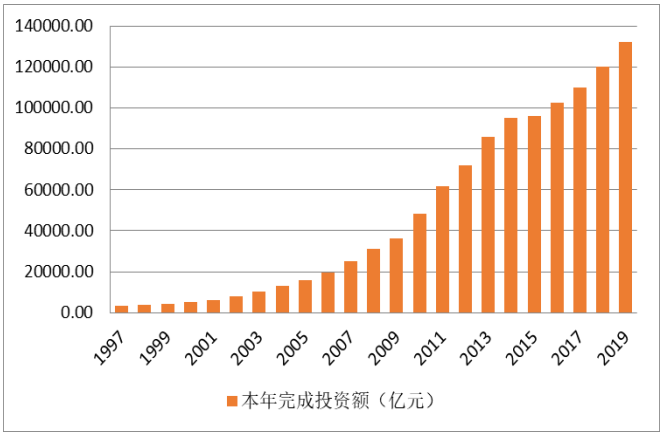
房地产+基建需求，为工程类重卡提供增量。近年来，房地产行业、基建投资总量较高，并有望维持稳定增长。此外，《政府工作报告》提出，今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例。房地产叠加基建，有望为重卡行业提供稳健的增量支撑，进而为工程类重卡提供一定增量。

图 22：重卡主要下游需求



资料来源：公开资料，山西证券研究所

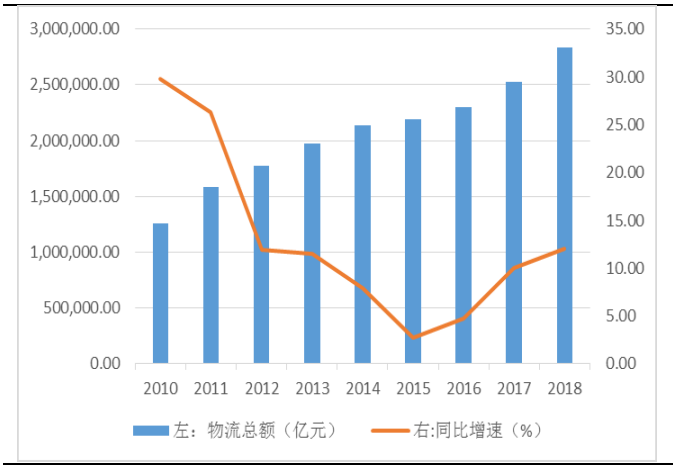
图 23：房地产行业投资总额持续提升



资料来源：公开资料，山西证券研究所

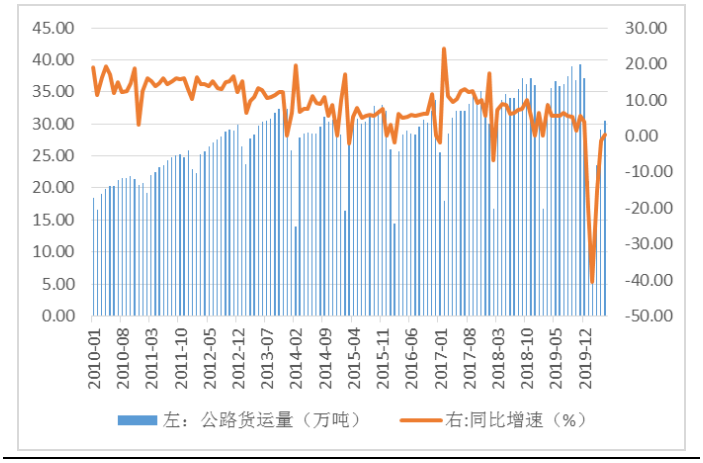
超载治理加码，货运需求提升，有望提升重卡需求总量。2016 年 9 月 21 日，《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》、《超限运输车辆行驶公路管理规定》、《车辆运输车治理工作方案》（以下简称 9.21 新政）三道政令开始实施，超载治理尤其是长途货运，取得了较为显著的成效。2019 年 5 月 21 日，国务院办公厅印发《深化收费公路制度改革取消高速公路省界收费站实施方案》，其中规定，修订《收费公路车辆通行费车型分类》标准，调整货车通行费计费方式，从 2020 年 1 月 1 日起统一按车（轴）型收费，确保不增加货车通行费总体负担，同步实施封闭式高速公路收费站入口不停车称重检测。**按轴收费叠加不停车称重，有望加大超载治理的执行效率和深度**，进一步提升治理成效，相应地，**超载治理会降低单车运量，进而带动物流货车需求量增加。同时，近年来物流总额持续提升，货运需求持续提升。**因此，我们认为，**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。**

图 24：物流总额持续提升



资料来源：公开资料，山西证券研究所

图 25：公路货运量情况



资料来源：公开资料，山西证券研究所

国三淘汰，国六推进，刺激需求释放，推进技术整体提升。2018 年国务印发的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》提出，“2020 年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车 100 万辆以上”，**随着国三车逐步淘汰，有望从政策端刺激换车需求释放**。同年，生态环境部和国家市场监督管理总局联合发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，第六阶段排放标准设置了国六 a 和国六 b 两个排放限值方案，并采用分步实施的方式。**随着政策落地，有望刺激相关车型需求释放，而具备国六整车生产能力的制造商有望进一步扩大优势，提升市占率**。

表 6：国六排放标准实施时间表

排放标准阶段	车辆类型		实施时间
国六 a	轻型汽车	所有车辆	2020 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气汽车	2019 年 7 月 1 日
		城市车辆	2020 年 7 月 1 日
		所有车辆	2021 年 7 月 1 日
国六 b	轻型汽车	所有车辆	2023 年 7 月 1 日
	重型汽车	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日

注：重型车辆指装用压燃式、气体燃料点燃式发动机的 M2、M3、N1、N2 和 N3 类及总质量大于 3500kg 的 M1 类汽车

资料来源：相关标准，山西证券研究所

表 7：国内部分厂家技术路线

厂家	发动机系列	技术路线
华源莱动	A20、A15、A22	电控 WGT 增压中冷+旁通阀 EGR+CDPF+SCR
中国重汽	MC13 系列	直列六缸、水冷、四冲程、增压中冷、高压共轨
	MT13 系列	直列六缸、水冷、四冲程、增压中冷、CFV 连续流燃气供给、冷却 EGR、三元催化
潍柴动力	WP4.6N 系列	四气门、高压共轨、增压中冷、EGR+DPF+DOC+SCR
	WP4.6NNG 系列	ER+EGR+TWC
	WP7 系列	CR+EGR+DOC+DPF+SCR
	WP10H 系列	VNT+EGR+DOC+DPF+SCR、CR+DOC+DPF+HiSCR，CR+EGR+DOC+DPF+HiSCR
	WP12 系列	CR+DOC+DPF+Hi_SCR
云内动力	德威 D25、D40、D45 系列	电控共轨系统 HEGR+DOC+DPF+SCR+ASC
玉柴	K11 外其他系列	EGR+DOC+DPF+SCR
	K11 系列	DOC+DPF+SCR+ASC
康明斯	ISD4、ISB6、ISD7、ISL8.9	DOC+DPF+SCR
江西五十铃	JE493、JE4D28	DOC+DPF+SCR+ASC

资料来源：公开资料整理，各公司官网，山西证券研究所

标准趋严，关注具备配套能力的零部件供应商。自 2001 年开始实施国一阶段排放标准以来，我国排放标准经过了 5 次升级，国六排放标准更为严格，相应地对整车的技术要求也更高。一方面，随着国六排放标准落地，发动机作为国六实行技术路径推进的主要载体，整车对国六发动机的配套需求大幅提升，而国六发动机技术壁垒高，单车价值量和成本均有所提升，具备配套能力的发动机供应商有望依托自身产品优势抢占订单、优化产品结构，**建议关注具备国六发动机生产配套能力的零部件制造商**。另一方面，对于国六排放标准中对排放限值的高标准，单一的技术路径或净化装置难以满足排放限值要求，且通过多种技术路径结合的方式能更好地平衡装置转化效率、减排效果、设计及生产成本，实际应用中需对多种技术路径进行组合，目前可根据 EGR 和 SCR 利用率将国六技术路线分为无 EGR+高 SCR、低/中 EGR+SCR、高 EGR+无 SCR3 种，由于不同马力发动机应对的工况、市场需求均有差异，不同发动机偏向的技术路径也存在显著差异，**建议聚焦 EGR 阀、发动机控制器 ECU、催化剂等技术壁垒高的细分领域，关注技术储备充分、具有一定客户基础的细分行业龙头**。

整体而言，目前重型货车 2020 年高景气度基调确定性较高，而政策需求双重驱动，重型货车仍然具有一定的增量空间，国六逐步推进有望带动产业链技术性能整体提升。我们认为，**2020 年重型货车有望维持高位运行，建议关注具备渠道优势、市占率维持高位的重卡龙头和盈利能力稳定，且布局高端产能的上游零部件供应商。**

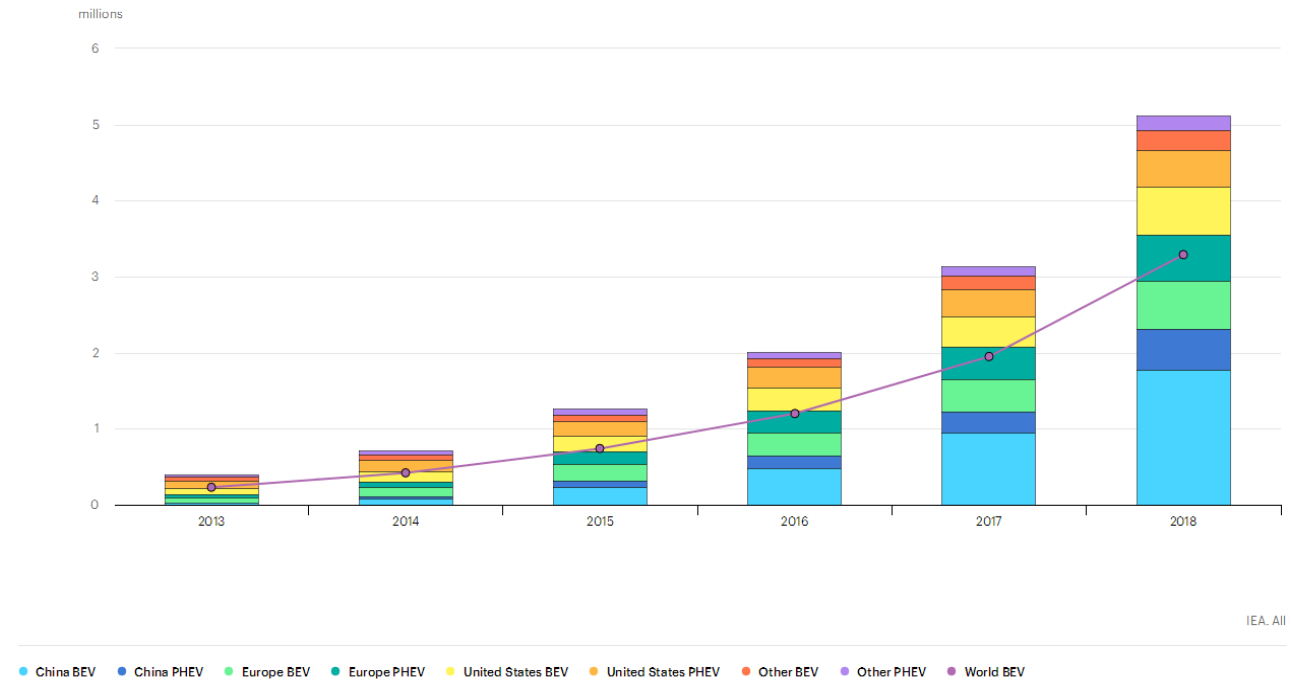
五、新能源汽车：长期确定性强，关注优质产业链

（一）产销增速转负，短期产销承压

2013-2018 年，全球新能源汽车销量持续高速增长，我国作为全球最大的新能源汽车销售市场，新能源汽车持续高速增长。

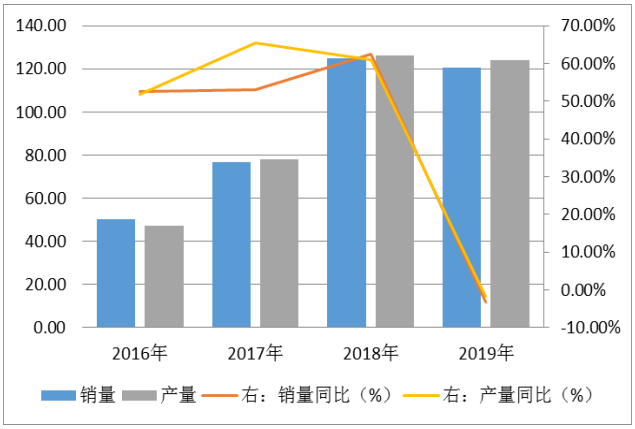
2019 年下半年，随着当年新能源汽车补贴政策落地，新能源汽车月产销同比增速转负，且持续同比负增长，全年新能源汽车产销量分别为 120.61 万辆、123.99 万辆，同比分别下降 3.30%、1.59%。2020 年，疫情因素加大新能源汽车的下行压力，目前随着疫情防控形势好转，叠加政策环境优化，新能源汽车产销有所修复，但产销降幅表现仍然弱于汽车市场。

图 26：2013-2018 年部分地区新能源汽车销量持续高速增长（百万辆）



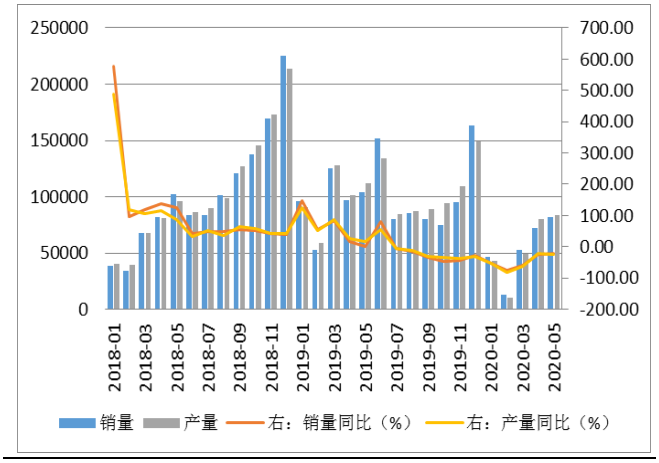
图片来源：IEA

图 27：新能源汽车年产销情况（万辆，%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 28：新能源汽车月产销情况（辆，%）



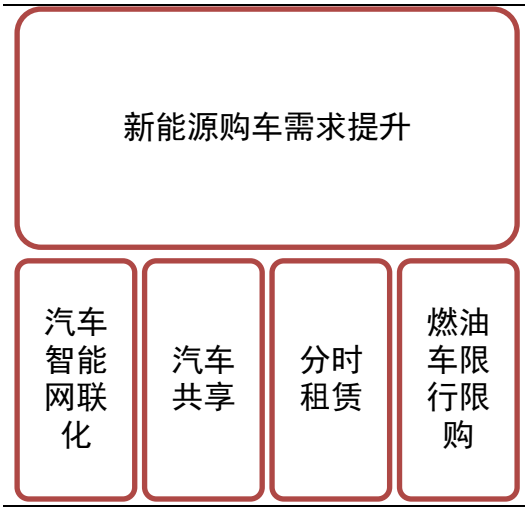
资料来源：wind，山西证券研究所

（二）长期趋势不变，政策驱动逐步向市场驱动过渡

政策+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的推进，从消费端和制造端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

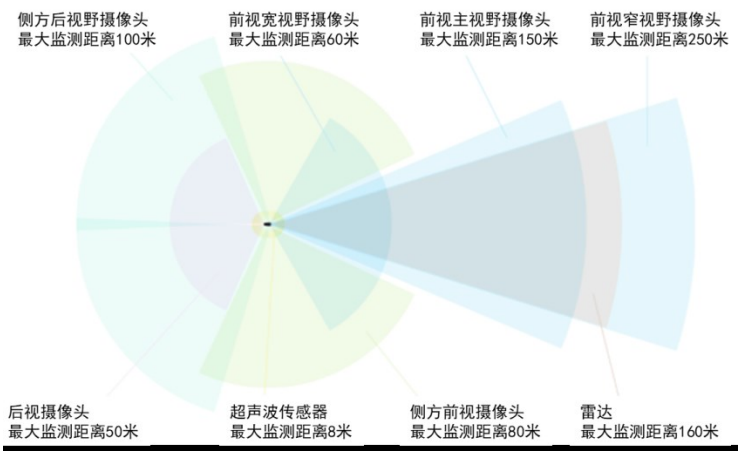
展反向促进新能源汽车需求提升；另一方面，共享汽车、分时租赁普及程度的提高，扩大了新能源汽车的需求边际。

图 29：新能源汽车需求因素



资料来源：山西证券研究所

图 30：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，新能源汽车油耗低、动力系统占用空间小，但是依然存在续航偏低、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唐、广汽 AionS 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，关注特斯拉产业链、MEB 平台

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 8：国内外车企新能源汽车发展战略汇总

品牌	战略规划
奔驰	2025 年推出 10 款电动车型，销量将会占据奔驰整体销量的 15-25%。
宝马	2020 年所有车系都具备电动选项，2025 年之前将电动车及插电式混合动力车的销量比例提升至 15-25%。
奥迪	成立“EQ”新能源子品牌，2022 年前规划 30 款新车。
沃尔沃	2019 年全系车型在中普及电气化，2025 年售出 100 万辆新能源汽车。
大众	2025 年集团旗下各品牌将推出 80 余款全新电动车，2030 年集团旗下覆盖全球各级别市场的 300 余款车型均将推出至少一款电动版本。在中国市场 2020 年实现在华销售新能源汽车 40 万辆，2025 年实现 150 万辆目标。
福特	2020 年全球新能源汽车销量占总销量的 10-25%。2025 年以前为中国消费者提供全面的电气化解决方案。
通用	2020 年至少推出 10 款新能源车型，2025 年别克、雪佛兰和凯迪拉克旗下将令全部产品在华实现不同程度的电气化。
丰田	2020 年实现 3 万辆以上的氢燃料电池车销售，2050 年消除发动机车型，混合动力汽车和插电式混合动力汽车车型占总销量七成，燃料电池车和纯电动汽车占三成。
日产	2020 年日产销售车辆的 20%均将为零排放汽车。
上汽集团	未来将推出 30 款新能源产品，其中纯电动汽车 13 款，插电式混合动力汽车 17 款，预计到 2020 年新能源汽车目标年销量将突破 60 万辆，其中自主品牌新能源汽车销量达到 20 万辆。
东风汽车	到 2020 年在新能源汽车市场的占有率要达到 15%-18%，销量目标要达到 30 万辆。
广汽集团	“1 个研发平台”，“5 大核心技术”（电池系统、电机系统、电控系统、机电耦合系统和系统集成等），“3 大产品系列”（以纯电驱动和混合动力车型产品作为重点发展方向，形成混动、增程、纯电动三大系列产品）。到 2020 年广汽集团自主与合资新能源汽车产能规模突破 20 万辆。
长安汽车	2020 年完成三大新能源车专用平台的打造，2025 年开始全面停止销售传统意义的燃油车，实现全谱系产品的电气化，计划推出多种形态的纯电动车 21 款，插电式混合动力车 12 款。
吉利汽车	到 2020 年，吉利汽车将提前全面实现第四阶段企业平均 5.0L/百公里燃油消耗限值、让消费者实现用传统汽车的成本购买插电式混动汽车的梦想、实现新能源汽车销量占吉利整体销量 90%以上等五项目标。
北汽新能源	“5”指年产销达到 50 万辆；“6”是指年营业收入达到 600 亿元；“1”是指企业实现上市，市值达到 1000 亿元；“5”是指实施五大战略，包括品质增长、创新发展、服务转型、互联网+、开放合作。
比亚迪	七大常规领域（城市公交、出租车、道路客运、城市商品物流、城市建筑物流、环卫车、私家车）、四大特殊领域（仓储、矿山、机场、港口）全国范围内大力推广新能源汽车。

资料来源：公开资料，山西证券研究所

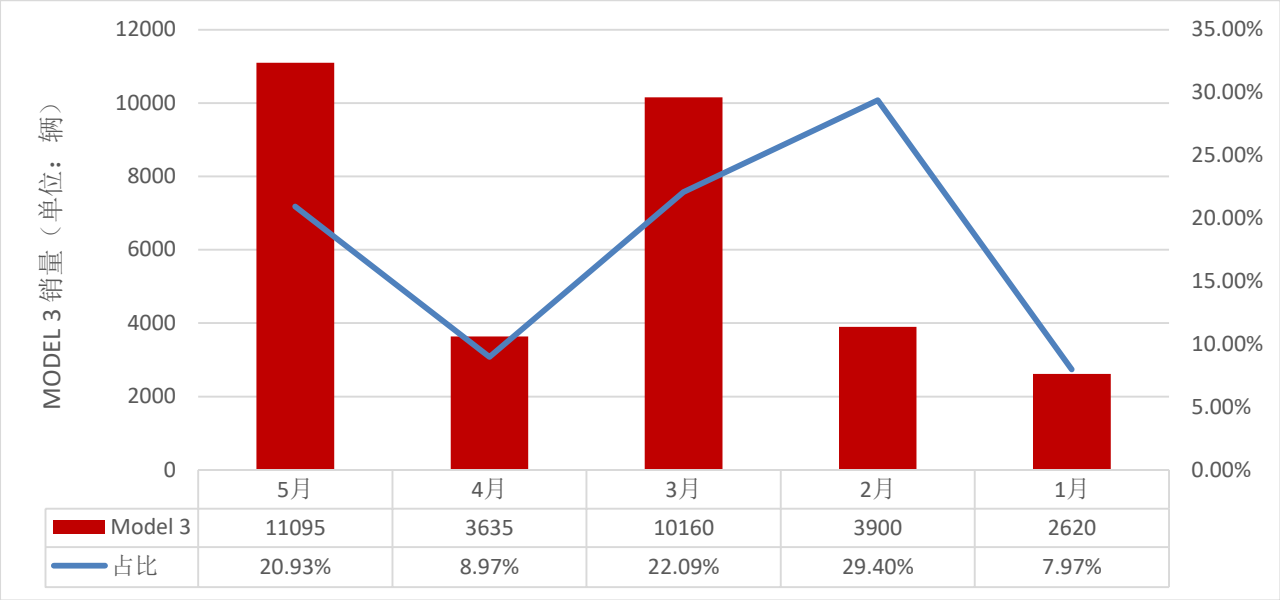
1、特斯拉产业链：凝聚上海优势资源

随着近几年新能源汽车质量与续航的不断提升，纯电动汽车也逐渐被消费者所接纳。作为其中的代表车企特斯拉选择在中国建厂，也证明了特斯拉对中国市场的认可与重视。同时随着特斯拉的不断降价，从 2018 年底高配刚引进时候的 60 万左右，降价到如今标准续航版补贴前仅需 29.18 万元，购车门槛的下降，

进一步带动了销量的提升。

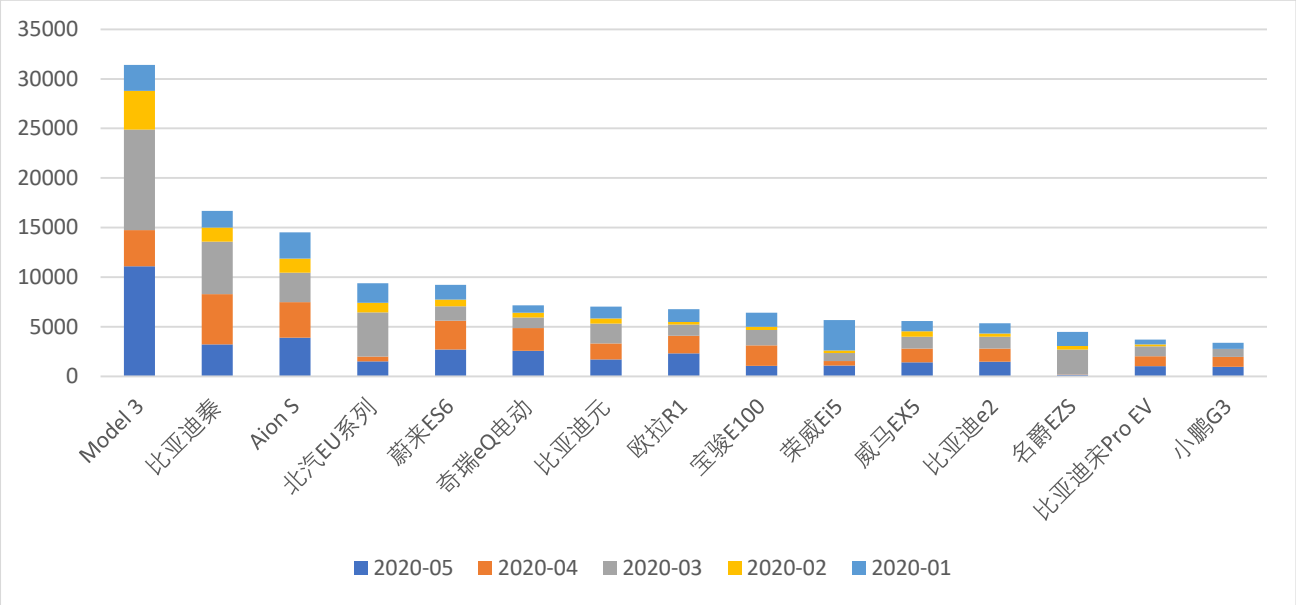
根据乘联会数据，5 月国产特斯拉 Model3 销售 11095 辆，环比增长 205%，重回新能源销量榜首，在纯电动汽车销售中占比高达 20.93%。

图 31：Model3 中国销量与纯电动汽车市场占比（单位：辆）



资料来源：乘联会，山西证券研究所

图 32：纯电动车型 2020 年销售前 15 名



资料来源：乘联会，山西证券研究所

此外，较小的竞争也促使 Model3 在国内的销量不断提升。相较于竞争较激烈的 10-20 万价位，特斯拉 Model3 所处的 25-35 万竞争相对较小，对于一、二线城市中预算较为充足的消费者来说是比较理想的选择。

表 9：25-35 万纯电动汽车整理

品牌	型号	车型	指导价（万）	续航（km）
特斯拉	Model3	中型轿车	29.18	445
比亚迪	唐 EV	中型 SUV	25.99-32.79	500
蔚来	ES6	中型 SUV	35.80	420
上汽	荣威	中型 SUV	26.88-30.88	370
宝马	I3	小型车	30.58-33.98	340
比亚迪	汉 EV	中型车	24-30	600
小鹏	P7	中型车	25.49-34.99	552
爱驰	爱驰 U5	中型 SUV	19.79-29.21	503

资料来源：第一电动网，山西证券研究所

由于汽车产业链多数零部件运输成本较高，国内采购更有优势，因此，特斯拉在国内的畅销也会带动相关产业链的销售提升。目前，多家国内企业已进入特斯拉供应链，零部件已滑盖动力电池、车身、底盘、内饰、电驱、中控、热管理系统等。

表 10：特斯拉产业链上市公司梳理

车身		内饰		中控系统		锂电池组		电池管理系统	
车门	宜安科技	遮阳板	岱美股份	系统总成	特斯拉	电池PACK	先导智能	电池管理系统（BMS）	特斯拉
车身模具	天汽模	座椅	华域汽车	视觉运算芯片	英特尔		五矿资本		
减震	文灿股份	玻璃	福耀玻璃				赣锋锂业		
铝镁合金压铸件	广东鸿图	内饰板	易德龙	中控屏	莱宝高科	正极材料	杉杉股份	集成电路	英博尔
	京威股份		日盈电子		晶瑞股份		天齐锂业		德州仪器
汽车外饰件	京威股份	噪声处理	拓普集团		天华超净		洛阳铜业	接触器	得润电子
座椅侧围、保险杠	华域汽车	安全气囊	均胜电子	中控屏模组	长信科技		寒锐钴业		泰科电子
		方向盘	云海金属		京东方		格林美	冷却液	新疆天业
车身冲压件	华达科技		均胜电子	仪表	科森科技	负极材料	中国宝安		东华科技
	威唐工业	安全带	海利得	天线	大富科技		杉杉股份	PCB板	沪电股份
底盘		铝饰条	宁波华翔	地图	四维图新		天齐锂业		世运电路
电助力转向	安洁科技	保险杠	模塑科技	通信运营商	中国联通		赣锋锂业		生益科技
	百达精工		华域汽车		中国移动		亿纬锂能		金安国纪
制动系统	京山轻机	充电		自动驾驶系统	联创电子	隔膜	航天彩虹		华正新材
底盘结构件	拓普集团	高压电缆	宏发股份		均胜电子		恩杰股份	FPC柔性电路板	东山精密
胎压监测	保隆科技	充电线	智慧能源	空调系统	三花智控	电解液	新宙邦		超华科技
轮胎橡胶	海利得	充电枪	长盈精密		银轮股份		长园集团		景旺电子
电驱动系统		充电桩	中国联通	逆变器	东睦股份	电池连接件	长盈精密	传感器原件	均胜电子
电机	中科三环		众业达				诺德股份		
	横店东磁		许继电气			盖板	科达利	传感器组件	安洁科技
	东睦股份		国电南瑞			保护壳	旭升股份		
	格林美		上海普天				常铝股份	散热器	东山精密
	河北宣工		万马股份			电池整体	宁德时代		超华科技
电机驱动模块	旭升股份		科士达						景旺电子
			中恒电气等						常铝股份

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

目前，特斯拉整车核心成本仍为动力电池，目前电池供应商为松下、LG、宁德时代。宁德时代 NCM811 布局领先，能量密度接近松下 NCA，可为高端系列提供电池供应。同时，宁德时代磷酸铁锂 CTP 方案可以降低车辆电池成本，对于标准续航版 Model3 更有优势。根据现有披露信息，宁德时代将在今年下半年正式向特斯拉供货。

此外，还有部分众多高单车价值的核心零部件供应商。华域汽车为特斯拉提供内饰、座椅、保险杠等产品的供应，整车配套价值预计 9000 元左右。拓普集团为其提供内饰与悬挂部分，单车价值约为 5000 元，均胜电子为其提供方向盘、安全气囊等汽车安全系统产品，单车价值量约在 2000~3000 元。热管理核心零部件供应商三花智控 2000 元以上。宁波华翔为其配套了后视镜、通风管等，单车价值约为 3000 元。

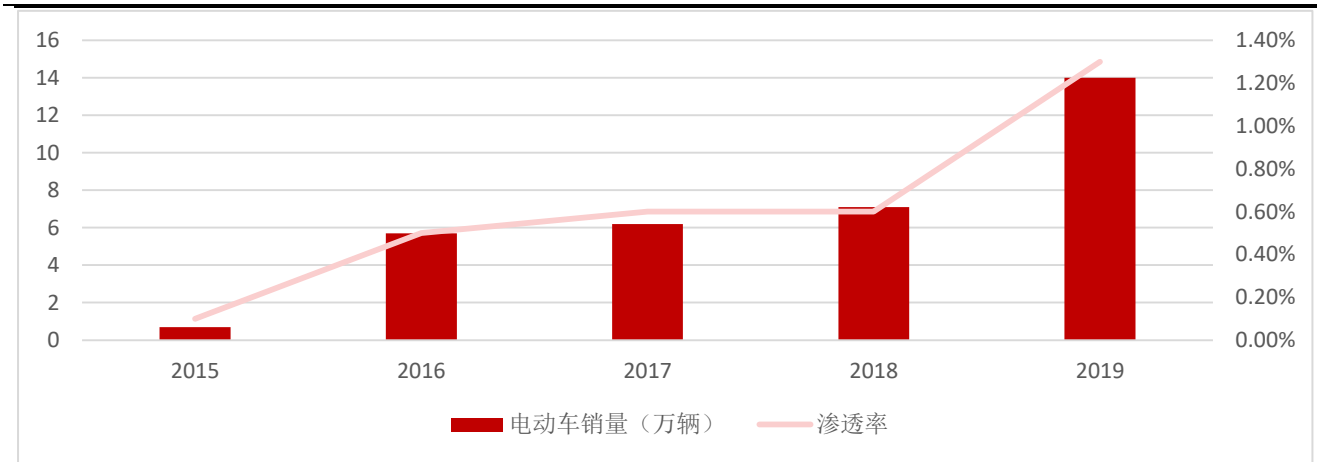
特斯拉未来将推出 SUV 车型 ModelY 来完善车型销售结构。目前上海工厂已开建，以 Model3 的工厂建设速度预估 2020 年底可以建成。届时或将使用更高比例的国产供应商提供的零部件，对于上海地区汽车零部件供应企业或将迎来良好的发展机遇。

2、大众 MEB 平台：传统车企转型重任

2019 年大众集团在全世界汽车销量占比 12%，但在电动车领域仅占比 1.3%。2019 年一汽大众、上汽大众的企业平均燃料消耗积分分别为-549439/-191300，在电动化趋势越来越明显的当下，以及为了满足国内新能源积分要求，大众选择开发全新的电动化 MEB 平台来加速开发未来纯电动车。

在其规划中，到 2023 年前，将在中国市场推出 10 款基于 MEB 平台的电动车。并计划于 2025 年实现全球年销售 100 万辆电动车。当前规划的车型有 I.D.3、I.D.4、I.D.CROZZ、I.D.BUZZ 和 I.D.VIZZION，其中包括轿车、SUV 甚至厢式车。I.D.3、I.D.4 将在今年于一汽大众佛山工厂、上汽大众安亭工厂生产，每个工厂年产能可达 30 万辆/年。

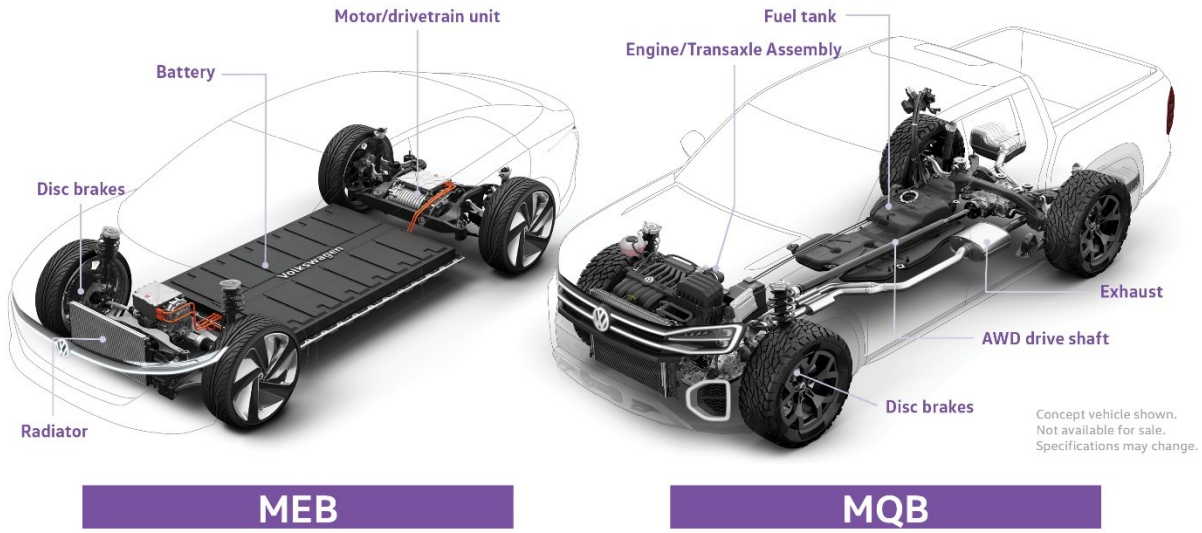
图 33：大众集团电动车销量、渗透率



资料来源：大众年报，山西证券研究所

使用 MEB 平台有以下几个优势：**一是**并非油改电，而是为纯电车量身定做，可以实现比同级别更好的舒适性；**二是**电动模块化平台，扩展性强，可以生产小型轿车、SUV、货车；**三是**电池组具有扩展性，可根据需要匹配不同的续航里程；**四是**大幅度缩减新车研发周期，降低研发成本；**五是**更好的现实车联网自动驾驶等。

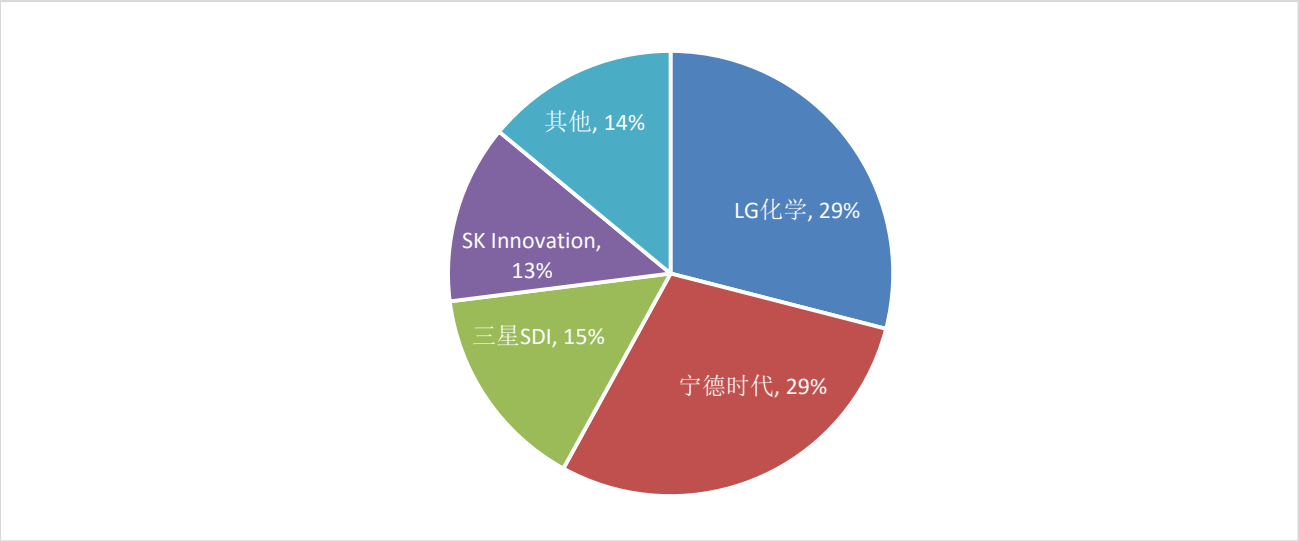
图 34：大众 MEB 平台与 MQB 对比



资料来源：大众官网，山西证券研究所

大众首款纯电动 ID.3 或将于今年三季度开始交付，由 MEB 车型所催生出的订单也将逐步放量。对于 MEB 产业链将迎来发展机遇。

图 35：MEB 平台电池供应商份额



资料来源：三个司机，山西证券研究所

动力电池仍为电动汽车最为核心的零部件，成本占比在 40%左右，目前主要供应商为 LG、三星与宁德时代，其中，LG 化学和宁德时代各占 29%，共同占比一半以上。三星 SDI 为 15%，SKInnovation 为 13%。今年 5 月大众投资国轩高科，并成为国轩高科二点第一大股东，持股比达到 26.47%，预计未来将逐渐成为大众在国内电池的主要供应商。

表 11：大众 MEB 在国内主要供应商

	供应商
电芯	宁德时代、国轩高科
BMS	均胜电子
电机电控	华域汽车
三电客体	爱柯迪、凌云股份
高低压线束	科博达、得润电子
继电器	宏发股份
NVH	中鼎股份、凯众股份
齿轮轴承	精锻科技
氛围灯	科博达
门板	常熟汽饰
内外饰	一汽富维
管路	凌云股份
水冷版	三花智控
冷凝器	松芝股份
薄膜电容	法拉电子
座舱	德赛西威

资料来源：公开新闻整理，山西证券研究所

此外，单车高价值的核心供应商还有华域汽车、一汽富维、均胜电子、三花智控等。

一汽富维为 MEB 提供内饰，单车配套 14000-15000 元，华域汽车为 MEB 车型提供空调压缩机、电动转向器、电池托盘等，单车价值 10000 元以上。均胜电子为 MEB 车型提供产品包括 BMS、HML 开关、安全带、安全气囊、方向盘、充电装置等，单车价值 5000 元左右。三花智控为 MEB 提供电子膨胀阀，水冷板，单车价值 1000 以上。

基于大众品牌多年的口碑，定制化的电动车设计优势，MEB 平台的车辆将有实力获得比同价位燃油车更好的舒适度，即将发售的 ID.3 或将成为 20-30 万元中有力的竞争对手，从而带动 MEB 国内产业链的快速发展。

六、行业评级及投资策略

（一）行业评级

宏观承压叠加疫情因素，汽车行业依然承压，但汽车行业产销整体修复趋势不会改变。目前来看，乘用车市场消费结构持续优化，重卡行业有望维持高景气度，政策端发力一定程度刺激汽车购车需求释放，叠加汽车行业整体向智能化、电动化、共享化、网联化转型，研发投入加大，新兴产业崛起，行业空间大幅提升，产业链不乏结构性投资机会，维持行业评级为“看好”。

（二）投资策略

综上所述，我们认为 2020 下半年，汽车行业选股应该遵循三条主线：

- 一是**市占率持续领先、销售渠道完善的乘用车、重卡整车龙头**：

①国内汽车行业已经趋于成熟化，行业需求空间有限，优质资产有望借力做大；

②技术积累雄厚，车型布局较广，产业链更为布局完善，业绩弹性强，竞争优势。

- 二是**附加值高、有望实现海外替代的零部件行业龙头供应商**：

①技术优势领先，议价能力较强，有望实现海外替代；

②行业升级空间较大，单车价值量有进一步拉升的空间，为零部件龙头供应商提供了更大的发展空间。

- 三是**聚焦新能源汽车，从优质产业链入手，自上而下寻找优质标的，建议关注特斯拉产业链、大众 MEB 平台**：

①利好政策多；

②产业潜在需求大、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、上汽集团（600104.SH）：大市值整车龙头，优质资产有望借势提升市占率

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 8265.60 亿元，同比下降 6.88%；归母净利润 256.03 亿元，同比下降 28.90%。2020 年一季度，公司实现营业收入 1012.50 亿元，同比下降 48.35%；归母净利润 11.21 亿

元，同比下降 86.42%。

投资逻辑：上汽集团作为传统汽车龙头，在平台、资金、管理、布局等方面均积累了一定优势，业绩规模遥遥领先，市场认可度较高，车型覆盖广、产业链布局充分，在新能源汽车、智能网联汽车、移动出行服务等核心技术关键领域进行了全面布局，并努力将创新技术优势向海外溢出实现差异化竞争，整体安全边际较高。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.97、2.13 元/股，对应 PE 分别为 9.25、8.56 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、长安汽车（000625.SZ）：积极突破新兴产业，自主合资共同发力

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 705.95 亿元，同比增长 6.48%；归母净利润-26.47 亿元，同比下降 488.81%。2020 年一季度，公司实现营业收入 115.64 亿元，同比下降 27.76%；归母净利润 6.31 亿元，同比增长 130.10%。

投资逻辑：长安汽车持续打造经典车型，并扎实推进新能源“香格里拉”和智能化“北斗天枢”计划，积极突破智能化技术、新能源技术，出让持续亏损的长安 PSA，优化内部资产，自主合资共同发力，业绩后续可期。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 0.68、0.73 元/股，对应 PE 分别为 16.70、15.54 倍，首次评级为“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、华域汽车（600741.SH）：业务结构优化，技术优势扩大

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 1440.24 亿元，同比下降 8.36%；归母净利润 64.63 亿元，同比下降 19.48%。2020 年一季度，公司实现营业收入 239.73 亿元，同比下降 32.60%；归母净利润 1.35 亿元，同比下降 92.70%。

投资逻辑：公司坚持“零级化、中性化、国际化”战略导向，扩大业务布局，调整并优化业务结构；公司具备优质的客户储备，持续高研发投入，围绕汽车电动化、智能网联化等变革趋势，加快推进新兴业务发展，持续扩大技术优势，后续随着研发成果逐步转换，公司有望进一步提升技术有优势及盈利能力。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.85、1.94 元/股，对应 PE 分别为 11.25、10.73 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：原材料价格大幅上涨，汽车行业景气度不及预期，下游客户拓展不及预期。

4、潍柴动力（000338.SZ）：重卡发动机龙头，产品结构持续优化

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 1743.64 亿元，同比增长 9.48%；归母净利润 91.05 亿元，同比增长 5.17%。2020 年一季度，公司实现营业收入 389.99 亿元，同比下降 13.74%；归母净利润 20.64 亿元，同比下降 20.34%。

投资逻辑：公司重卡发动机市占率在行业内维持领先地位，并持续高研发投入，依托自身产品布局和行业发展趋势布局大数据、智能驾驶、车联网、氢燃料电池等新兴产业，随着研发成果逐步转换，公司有望进一步提升技术优势，进而优化产品结构，提升产品的平均价值量，巩固自身龙头地位。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.25、1.28 元/股，对应 PE 分别为 10.82、10.55 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素：重卡销量不及预期；海外疫情持续蔓延；宏观经济持续下行。

5、三花智控（002050.SZ）：深耕热管理领域，优质客户护航

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 112.87 亿元，同比增长 4.17%；归母净利润 14.21 亿元，同比增长 9.97%。2020 年一季度，公司实现营业收入 24.84 亿元，同比下降 10.70%；归母净利润 2.11 亿元，同比下降 18.29%。

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，业绩确定性高。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 0.46、0.72 元/股，对应 PE 分别为 47.20、30.35 倍，上调评级为“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。

6、中国重汽（000951.SZ）：积极布局智能驾驶，海内外业务并举

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 398.43 亿元，同比下降 1.33%；归母净利润 12.23 亿元，同比增长 35.16%。2020 年一季度，公司实现营业收入 82.10 亿元，同比下降 28.76%；归母净利润 2.63 亿元，同比增长 15.46%。

投资逻辑：重卡销量自 2017 年以来持续维持高位，下游需求稳固，2020 年重卡有望维持高景气度，公司重卡产品在国内市场持续占据较高份额，有望受益；公司积极推进海外业务，连续多年保持国内重卡出口行业首位，布局智能驾驶老用户，持续优化产品性能，有望依托优质产品进一步提升公司销售份额。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 1.82、2.24 元/股，对应 PE 分别为 12.86、12.52 倍，首次评级为“增持”。

风险因素：重卡行业景气度不及预期，公司产品销量不及预期。

7、星宇股份（601799.SH）：国内车灯龙头，优质客户护航

业绩回顾：2019 年，公司实现营业收入 60.92 亿元，同比提升 20.06%；归母净利润 7.90 亿元，同比增长 29.38%。2020 年一季度，公司实现营业收入 12.58 亿元，同比下降 11.67%；归母净利润 1.60 亿元，同比下降 6.38%。

投资逻辑：公司作为国内车灯行业龙头，产品线齐全，叠加公司技术能力持续提升，产品优势领先。公司客户覆盖国内外汽车整车制造商，产能持续扩大，叠加车灯行业在技术引领下附加价值持续提升，同时受益于进口替代，公司产品市占率和产品单车价值量有望进一步提升，进而提升公司盈利空间。

盈利预测及投资建议：预测公司在 2020 年、2021 年，每股收益分别为 3.11、3.91 元/股，对应 PE 分别为 39.24、31.20 倍，下调公司评级为“增持”。

风险因素：汽车行业景气度不及预期，公司下游客户销量增速不及预期。

表 12：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
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
600104. SH	上汽集团	17. 98	2. 19	1. 97	2. 13	8. 30	9. 25	8. 56	买入
000625. SZ	长安汽车	11. 19	-0. 55	0. 68	0. 73	-20. 56	16. 70	15. 54	买入
600741. SH	华域汽车	20. 25	2. 05	1. 85	1. 94	10. 16	11. 25	10. 73	买入
000338. SZ	潍柴动力	13. 51	1. 15	1. 25	1. 28	11. 80	10. 82	10. 55	买入
002050. SZ	三花智控	21. 58	0. 40	0. 46	0. 72	55. 30	47. 20	30. 35	买入
000951. SZ	中国重汽	29. 15	1. 82	2. 24	2. 30	15. 77	12. 86	12. 52	增持
601799. SH	星宇股份	122. 77	2. 86	3. 11	3. 91	42. 67	39. 24	31. 20	增持

注：基于 2020 年 6 月 29 日收盘价

数据来源：Wind，山西证券研究所

七、风险提示

1）国内经济增长恢复低于预期；

2）汽车销量不及预期；

3）上游原材料价格大幅波动；

4）海外新冠肺炎疫情持续蔓延。

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。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，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本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所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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