

行业研究

2021年光大汽车时钟怎么转？

——汽车行业 2021年春季投资策略

要点

2020年下半年汽车板块超额收益源于疫情后行业二次复苏的确认：光大汽车时钟对本轮汽车周期三次配置时间的预测全部兑现，2020年下半年板块超额收益源于疫情后汽车复苏的二次确认。复苏期为汽车板块40个月左右周期级别的估值修复窗口。

2021乘用车销量增速约4.9%-9.5%，乐观假设下利润弹性约32%，行业进入补库周期，补库周期对应经济“先复苏、后通胀”阶段：乐观假设下乘用车行业2021销量增速约9.5%，利润弹性约32%，其中自主品牌、美系和日系对行业需求拉动较大。预计芯片对国内乘用车增速负向影响1.3个百分点，需求中枢驱动行业增长2.5个百分点，汽车行业补库周期和新能源汽车成为驱动2021年乘用车增速的主要动力，合计贡献8.3个百分点正向拉动。

2022以电动车为载体的智能网联技术将开启行业第三轮朱格拉周期：类似2011年SUV渗透率至10%左右后驱动汽车行业第二产能周期开启，预计2022行业再次进入去库阶段，届时电动车渗透率至10%左右，以电动车为载体的智能网联技术有望成为行业下一轮朱格拉周期的重要抓手，并开启行业第三产能周期。

汽车补库周期板块估值难提升，业绩为王，零部件板块或成为最优配置主线：乘用车板块经过复苏期估值修复充分，较零部件板块溢价明显，与此同时乘用车利润增速低于零部件，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

零部件板块特征决定了容易受大小盘风格因子错杀，留下“遗珠之憾”：零部件板块市值普遍偏小，投资者结构变化导致更易受大小盘风格因子错杀，估值合理且海外业务占比大的中小市值公司有望成为板块内新的配置方向。

2021年5月前后板块或震荡加剧：预计4月后乘用车增速边际走弱，本轮补库周期和第三产能周期错配，预计行业补库周期的幅度和持续性较弱，叠加月度销量增速高频数据的边际变化，业绩预期的上修或下修易造成汽车板块震荡加剧。

投资建议：乘用车板块推荐吉利汽车、广汽集团（2238.HK）、长安汽车和特斯拉；零部件板块推荐被错杀的细分行业龙头中鼎股份。

风险分析：房地产对消费挤压及芯片断供导致汽车销量不及预期；原材料成本超预期上行导致汽车行业毛利率低预期等。

汽车和汽车零部件
买入（维持）

作者

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

分析师：倪昱婧

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

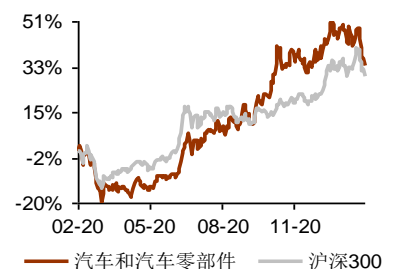
分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

复苏延续、春节错位，产销同比大增——2021年1月汽车销量跟踪报告（2021-02-09）

汽车行业大规模普及期第三库存周期研究——疫情后光大汽车时钟2020年板块配置节奏观点更新（2020-05-09）

如何把握新一轮汽车周期的配置性机会——汽车股周期轮回启示录系列三（2019-11-07）

汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益——汽车时钟五问五答板块配置节奏（2019-04-08）

光大汽车时钟解构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列二（2019-03-11）

站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一（2018-12-21）

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(市场货币)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000887.SZ	中鼎股份	9.80	0.49	0.40	0.59	20	25	17	买入
2238.HK	广汽集团	7.20	0.65	0.74	0.95	9	8	6	买入
0175.HK	吉利汽车	25.20	0.90	0.74	0.99	23	28	21	买入
000625.SZ	长安汽车	18.15	-0.55	0.64	0.91	NA	28	20	买入
TSLA.O	特斯拉	675.50	0.03	2.24	3.41	22,517	302	198	买入
002594.SZ	比亚迪	197.27	0.59	1.61	2.23	334	123	88	增持
2333.HK	长城汽车	22.55	0.49	0.48	0.80	38	39	24	增持
600104.SH	上汽集团	21.25	2.19	1.96	2.32	10	11	9	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-02-26；汇率按1HKD=0.83449CNY换算；特斯拉EPS为美元

投资聚焦

我们区别于市场的观点

中汽协预测 2021 年乘用车市场销量增速 7.5%，我们对 2021 年乘用车销量增速做了不同驱动力的拆分，预计乘用车行业增速大约 4.9%-9.5%。其中自主品牌、美系和日系对行业需求拉动较大。乐观假设下行业增速大约 9.5%，预计芯片对国内乘用车增速负向影响 1.3 个百分点，行业潜在需求中枢驱动行业增长 2.5 个百分点，汽车行业补库周期和新能源汽车成为驱动 2021 年乘用车增速的主要动力，合计对行业贡献 8.3 个百分点正向拉动。

我们运用库存周期系统判断 2021 年行业进入补库周期，该阶段对应经济“先复苏、后通胀”的阶段。补库周期内零部件板块将成为最优配置主线，但零部件板块投资者结构的变化以及市值的分布令其对大小盘风格因子更为敏感。经过 2020 年汽车板块估值系统性修复，零部件板块中存在一些细分领域龙头公司被错杀。2021 年国内海外汽车需求共振恢复，中小市值零部件龙头中，海外业务占比较高的企业有望成为新的配置方向。

我们用朱格拉周期的视角判断行业的产能周期，预计 2022 行业再次进入去库阶段，届时电动车渗透率至 10% 左右，以电动车为载体的智能网联技术有望成为行业下一轮朱格拉周期的重要抓手，并开启行业第三产能周期。本轮补库周期和产能周期的错配或导致补库周期对行业的驱动力减弱。预计 2021 年 4 月后行业的月度增速开始边际走弱，补库周期业绩为王，预计板块将开始震荡加剧。

投资观点

基于对行业进入主动补库阶段的判断，我们认为汽车板块估值将难以继续提升，景气度由下游向上游传递的过程中零部件板块开始受益。同时大小盘风格因子令零部件板块的估值对乘用车折价，而零部件行业业绩增速好于乘用车。

主动补库期市场焦点从“预计业绩拐点”到拐点确立并开始逐季兑现阶段，业绩为王。预计零部件板块将成为最优配置主线，其中一些中小市值细分行业龙头有望成为新的配置方向。推荐海外收入占比高，未来两年业绩高增长的中鼎股份。

对于乘用车板块和大市值零部件龙头，估值在复苏阶段已充分修复，在 4 月后会面临业绩和估值的再次匹配，期间或震荡加剧，其中我们推荐估值相对合理，车型周期较强的吉利汽车、广汽集团（2238.HK）、长安汽车和特斯拉。

目 录

1、光大汽车时钟历史观点有效性回溯.....	6
2、2020 年汽车股发生了什么?	7
2.1、2H2020 行业复苏的二次确认驱动板块估值修复	7
2.2、补库周期内零部件板块为配置主线	8
3、2021 年汽车行业进入补库周期.....	9
3.1、乘用车行业 2021 年增速约 4.9%-9.5%	9
3.2、通胀预期会加速汽车行业开启补库周期	9
3.3、汽车库存周期领先工业行业约 5-8 个月.....	10
3.4、汽车补库周期对应经济“先复苏、后通胀”	10
4、2022 年将开启行业新一轮朱格拉周期	11
4.1、中国汽车行业经历了两轮朱格拉周期.....	11
4.2、2022 电动智能网联技术将开启新一轮朱格拉周期.....	12
5、投资建议.....	13
5.1、本轮补库周期行业利润弹性测算	13
5.2、补库周期内估值较难提升，业绩为王.....	13
5.3、本轮补库周期零部件板块有望成为最优配置主线	14
5.4、大小盘风格下谁是零部件的“遗珠之憾”	15
5.5、2021 年 5 月前后板块或震荡加剧	16
6、风险分析.....	17

图目录

图 1: 光大汽车时钟对本轮汽车周期内板块超额收益有较强的预测性	6
图 2: 2020 年三季报前后出现第三次配置机会的判断兑现, 但“零部件或成为配置主线”的判断目前仍未被证实	7
图 3: 乘用车行业 2019 年 Q4 确认复苏, 疫情后于 2020 年下半年二次确认复苏	7
图 4: 汽车板块复苏阶段估值均发生确定性扩张	8
图 5: 2020 年下半年板块超额收益源于疫情后行业复苏的二次确认	8
图 6: 2012-2015 补库周期中零部件为汽车配置主线	8
图 7: 2015-2019 补库周期中零部件为汽车配置主线之一	8
图 8: 乐观假设下自主品牌对乘用车 2021 行业增速拉动力较强	9
图 9: 乐观假设下新能源车和补库周期成为 2021 年行业增长的主要驱动力	9
图 10: PPI 加速汽车行业进入补库周期	9
图 11: PPI 上行会加速汽车行业进入补库周期	9
图 12: 工业行业复苏概率显著增加	10
图 13: 历史上三轮汽车周期进入补库阶段均对应了经济“先复苏、后通胀”	10
图 14: 中国汽车行业经历过两轮朱格拉周期	11
图 15: 亚洲汽车行业产能周期依次由日本转移到韩国, 再到中国	11
图 16: 产能周期和库存周期错配下导致上一轮去库周期内“去库存”升级为“去产能”	12
图 17: 预计 2022 电动车渗透率至 10%	12
图 18: 电动车为载体的智能网联技术有望开启新一轮朱格拉周期	12
图 19: 2021 年汽车行业利润弹性约 32%	13
图 20: 复苏期内估值确定性修复, 补库周期估值震荡或收缩	13
图 21: 复苏期利润拐点确立, 补库周期利润增幅和持续性兑现	13
图 22: 2012-2015 补库周期内零部件成为最优配置主线	14
图 23: 2015-2019 补库周期内零部件成为配置主线之一	14
图 24: 本轮复苏期内乘用车估值修复充分, 较零部件大幅溢价	14
图 25: 自上一轮补库周期开始零部件业绩增速好于乘用车	14
图 26: 历史上汽车补库周期内零部件小盘股占优, 上一轮去库周期内大盘股持续占优	15
图 27: 零部件板块定价权的再平衡加剧了零部件板块大小盘风格分化	15
图 28: 零部件板块前 20 大市值公司普遍小于乘用车, 受大小盘风格影响较大	16
图 29: 北美汽车需求 2020 受疫情影响, 2021 有望恢复	16
图 30: 欧洲汽车需求 2020 受疫情影响, 2021 有望恢复	16
图 31: 预计乘用车行业销量增速 5 月边际走弱明显	17
图 32: 本轮补库周期和第三产能周期错配, 行业乐观假设下补库周期正向拉动 4.6 个百分点存在不及预期风险	17
图 33: 本轮补库周期和第三产能周期错配下预计主动补库持续性较弱	17

表目录

表 1：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 18

1、光大汽车时钟历史观点有效性回溯

光大汽车团队于 2018 年 12 月 21 日以来发布了板块配置节奏系列报告，我们用库存周期的系统来构建汽车时钟的描述体系。于 2018 年底判断行业 2019 年一季度复苏期末到，并于 2019 年 3 月 10 日判断春躁行情转为趋势行情存隐忧，在 2019 年二、三季度会迎来板块更好的配置时机。

我们于 2019 年 11 月 6 日发布报告《**如何把握新一轮汽车周期的配置性机会**》中首次将 A 股汽车行业评级上调至“买入”，判断：2019 年 11 月披露的 10 月销量数据大概率确认 9 月为新一轮汽车周期拐点，2019 年 11 月至 2020 年二季度行业销量增速有望加速上行，建议积极把握新一轮汽车周期复苏时区板块估值修复性机会。而 2019 年 11 月 6 日开始汽车板块相对上证指数产生趋势性的超额收益。

我们于 2020 年 5 月 9 日发布报告《**汽车行业大规模普及期第三库存周期研究**》中判断：本轮周期内汽车板块有三次配置机会，5 月板块或将继续上行，带来复苏期内二次拐点下的交易性机会，2020 年三季报后零部件板块或成为配置主线。

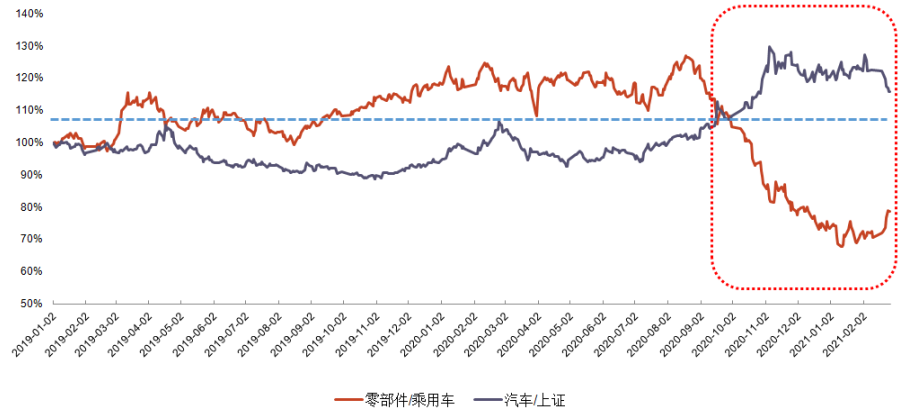
图 1：光大汽车时钟对本轮汽车周期内板块超额收益有较强的预测性



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

我们对本轮汽车周期内存在三次配置机会以及具体配置时间的判断源于对汽车库存周期系统的研究，然而板块第三次配置机会中对“零部件或成为配置主线”的判断目前仍未被证实。事实上，2020 年板块三季报前后，乘用车在汽车板块内产生了显著的超额收益，并驱动了本轮汽车周期内的第三次配置机会，零部件跑输申万汽车指数。这是否意味着光大汽车时钟运转的内核需要修正？该问题的解答有赖于如何看待本轮汽车周期的特殊性以及汽车板块 2020 年四季度的超额收益归因分析。

图 2：2020 年三季报前后出现第三次配置机会的判断兑现，但“零部件或成为配置主线”的判断目前仍未被证实



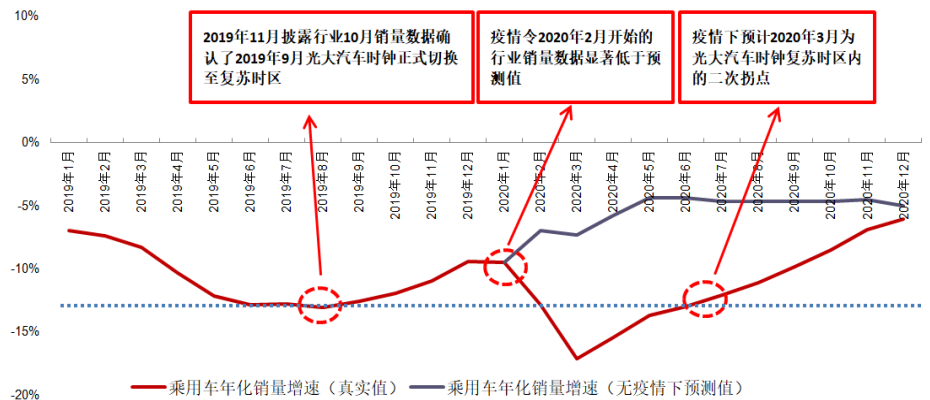
资料来源：Wind, 光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

2、2020 年汽车股发生了什么？

2.1、2H2020 行业复苏的二次确认驱动板块估值修复

汽车行业景气度变化受自身库存周期驱动，2019 年四季度汽车行业确认进入本轮周期复苏，而疫情令 2020 年春节后复苏中断。通过疫情的逐步控制，乘用车于 2020 年下半年再次确认复苏并持续至今。

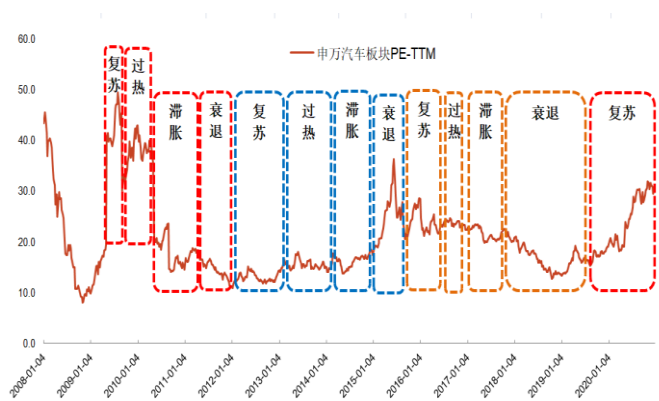
图 3：乘用车行业 2019 年 Q4 确认复苏，疫情后于 2020 年下半年二次确认复苏



资料来源：Wind, 光大证券研究所（2019 年 9 月和 2020 年 7 月分别确认了本轮汽车周期复苏）

我们在光大汽车时钟系列报告中一直强调，行业复苏期为 40 个月左右周期级别下汽车板块确定的估值扩张阶段，历史上几轮周期板块的估值水平都发生确定性的修复，并带来板块性配置机会。我们于 2019 年 11 月和 2020 年 5 月发布了光大汽车时钟系列报告，并判断板块将形成重要配置机会，正是基于光大汽车时钟的后台数据库发出确定性复苏信号。

图 4：汽车板块复苏阶段估值均发生确定性扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

图 5：2020 年下半年板块超额收益源于疫情后行业复苏的二次确认



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

2.2、补库周期内零部件板块为配置主线

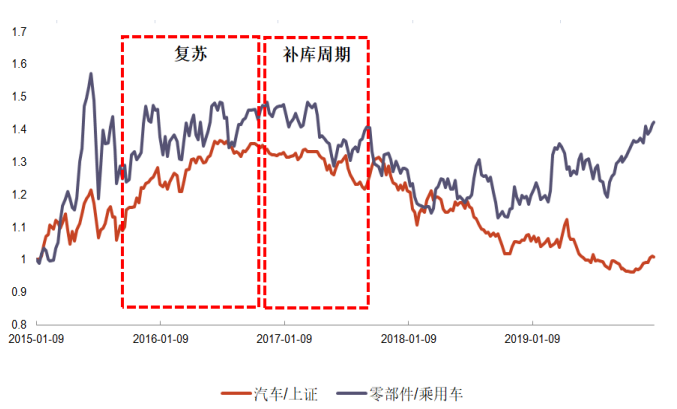
在 2012-2015 年的汽车周期中，复苏期内乘用车板块显著跑赢零部件板块，但随着行业景气度的持续上行，补库周期开启后零部件在汽车板块内部成为最优配置，汽车板块内发生了“先乘用车、后零部件”的子行业轮动。我们认为这主要源于补库周期下乘用车的需求开始向其上游的零部件行业传递，而 2015-2019 年我们发现这种汽车板块内的子行业轮动效应不明显，零部件板块为配置主线之一。历史上两轮汽车周期在补库期内零部件都为汽车板块配置主线。

图 6：2012-2015 补库周期中零部件为汽车配置主线



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2015 年 12 月 31 日）

图 7：2015-2019 补库周期中零部件为汽车配置主线之一



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2019 年 12 月 31 日）

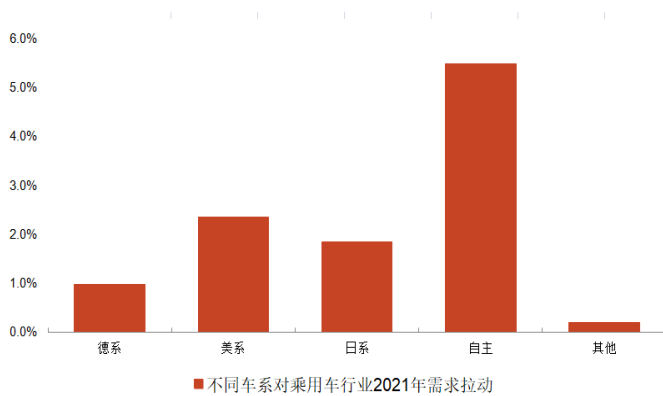
3、2021 年汽车行业进入补库周期

3.1、 乘用车行业 2021 年增速约 4.9%-9.5%

乐观假设下我们预计乘用车 2021 年销量增速大约 9.5%，其中自主品牌、美系和日系对行业需求拉动力较大。按照不同驱动力拆分，芯片对国内乘用车增速负向影响 1.3 个百分点，行业潜在需求中枢驱动行业增长 2.5 个百分点，新能源汽车驱动 2021 年乘用车增长 3.7 个百分点，补库周期驱动行业 4.6 个百分点。

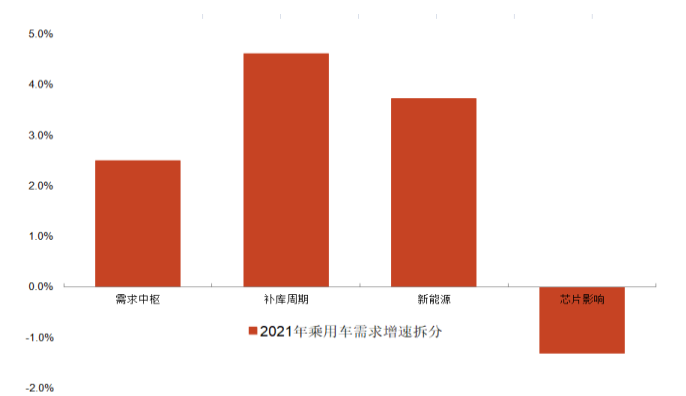
主动补库周期强度及持续性具一定不确定性，悲观假设下补库周期无法开启，则乘用车 2021 年行业增速为 4.9%。预计最终行业增速在 4.9%-9.5%。

图 8：乐观假设下自主品牌对乘用车 2021 行业增速拉动力较强



资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

图 9：乐观假设下新能源车和补库周期成为 2021 年行业增长的主要驱动力

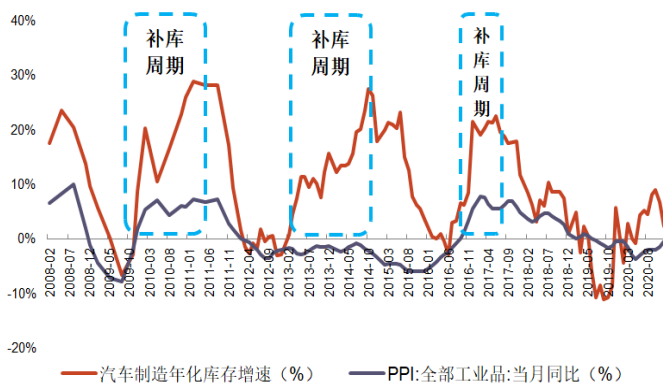


资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

3.2、 通胀预期会加速汽车行业开启补库周期

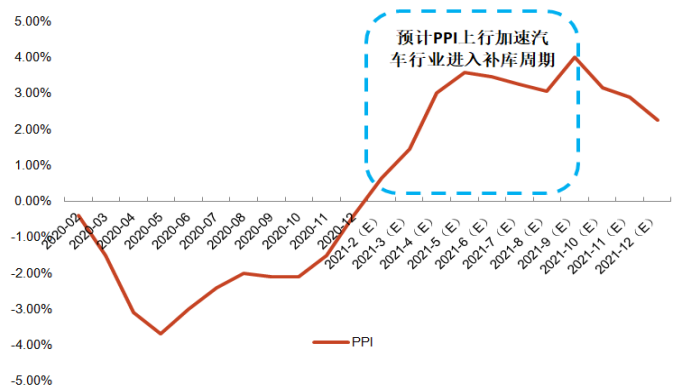
历史上三轮汽车周期中，PPI 的上行均加速了汽车补库周期的开启。2020 年乘用车行业下滑 6%，行业经过复苏期后拐点确立，需求端开始于 2021 年产生约 10%增量，在全球朱格拉周期启动预期下，中国 PPI 预计开始转正并持续上行，将加速汽车行业由复苏期进入补库周期。

图 10：PPI 加速汽车行业进入补库周期



资料来源：Wind, 光大证券研究所 (时间截止于 2020 年 12 月)

图 11：PPI 上行会加速汽车行业进入补库周期

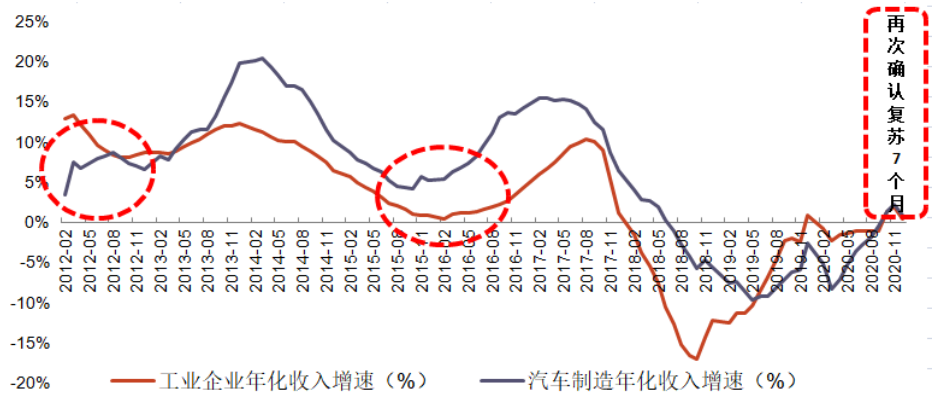


资料来源：Wind 预测均值 (预测截止时间为 2021 年 2 月 26 日)

3.3、 汽车库存周期领先工业行业约 5-8 个月

汽车作为工业行业的重要构成项,其库存周期和宏观经济的波动有着紧密关联。同时,乘用车作为工业的下游行业,库存周期具领先性。历史上看汽车行业约领先工业 5-8 个月进入复苏。2020 年下半年乘用车行业已经再次确认复苏,截至 2021 年 1 月光大汽车时钟已在复苏期持续 7 个月,经济持续复苏的概率显著增加。

图 12: 工业行业复苏概率显著增加

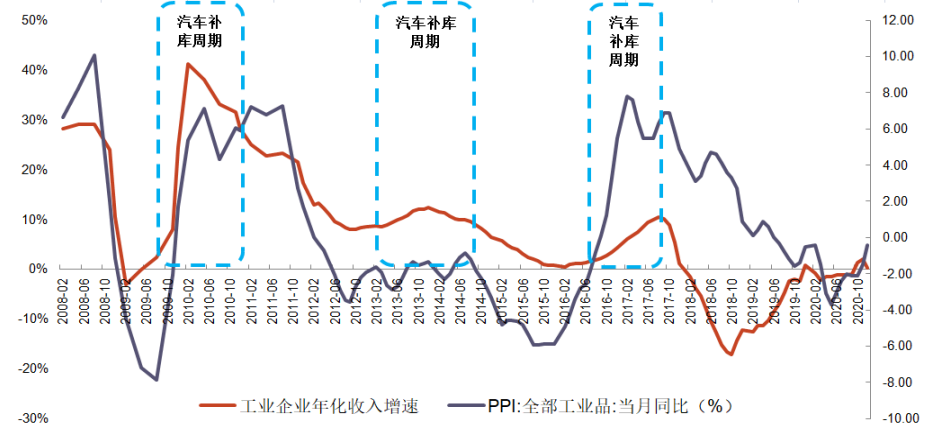


资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截止于 2020 年 12 月)

3.4、 汽车补库周期对应经济“先复苏、后通胀”

历史上三轮汽车周期上看,汽车行业的复苏领先经济行业复苏 5-8 个月,之后工业行业进入复苏期, PPI 上行加速汽车正式进入补库周期。汽车补库期内均对应了经济“先复苏,后通胀”的阶段。2020 年光大汽车时钟经过疫情后复苏时区的二次确认,已经持续运转 7 个月,即将在 2021 正式切换至补库周期。

图 13: 历史上三轮汽车周期进入补库阶段均对应了经济“先复苏、后通胀”



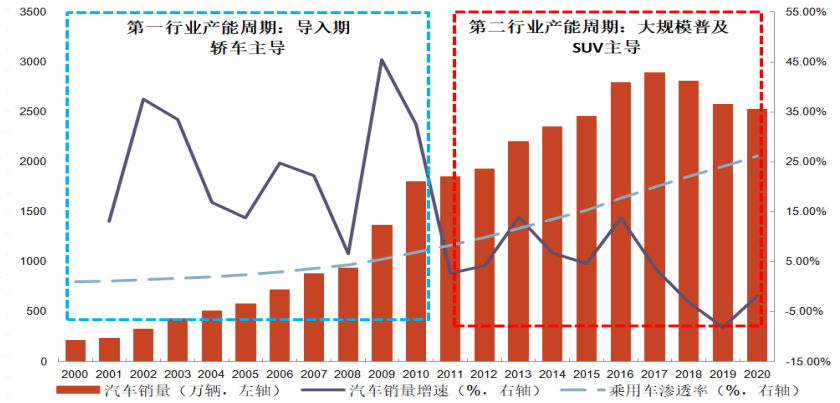
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截止于 2020 年 12 月)

4、2022 年将开启行业新一轮朱格拉周期

4.1、 中国汽车行业经历了两轮朱格拉周期

中国加入 WTO 至今，经历过两轮完整的朱格拉周期，每一轮产能周期由三个库存周期形成。预计 2019—2022 为第二产能周期内第三库存周期，本轮库存周期结束后，中国将进入汽车行业成熟期，行业长期潜在复合增速中枢将回落至 1%—2%。

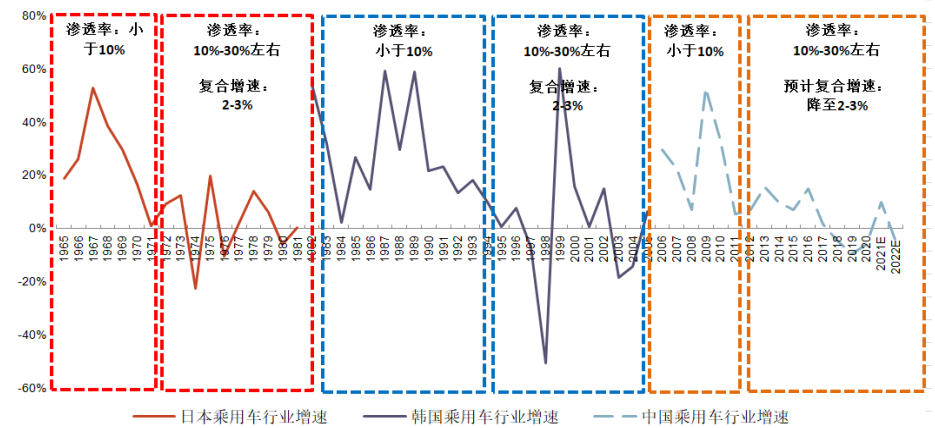
图 14：中国汽车行业经历过两轮朱格拉周期



资料来源：Wind, 光大证券研究所

汽车行业产能周期在亚洲依次由日本、韩国再到中国转移，预计本轮汽车库存周期结束后，增速中枢回落至 2% 左右。

图 15：亚洲汽车行业产能周期依次由日本转移到韩国，再到中国

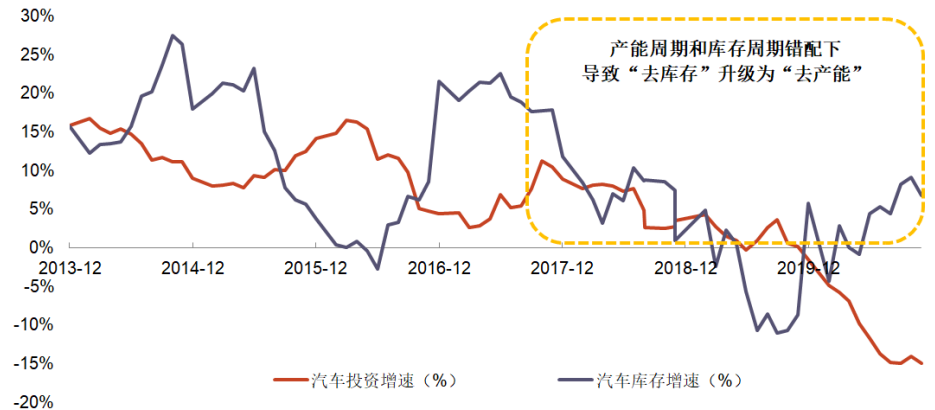


资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

4.2、 2022 电动智能网联技术将开启新一轮朱格拉周期

汽车作为制造业，其投资增速往往和行业库存周期反向进行，但由于第二产能周期下第三库存周期补库期和下一轮朱格拉周期错配，导致行业在上一轮去库阶段，固定资产投资难以开启，汽车行业在过去一轮去库周期中“去库存”升级为“去产能”。

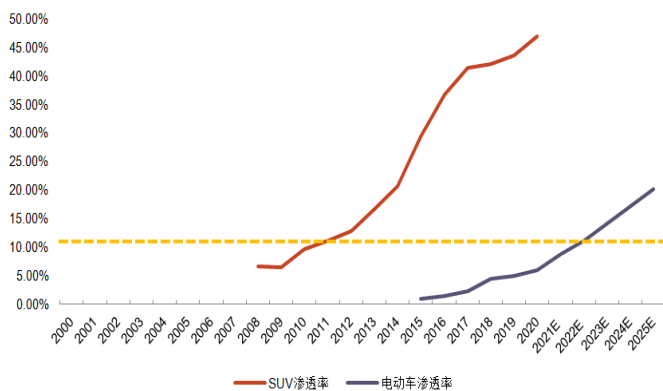
图 16: 产能周期和库存周期错配下导致上一轮去库周期内“去库存”升级为“去产能”



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (时间截止于 2020 年 12 月)

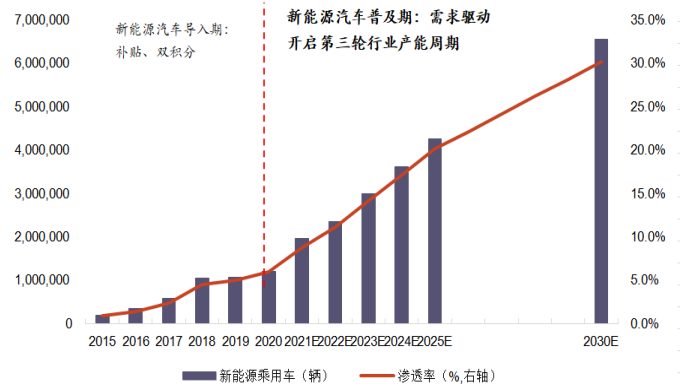
类似 2011 年 SUV 渗透率至 10% 左右后驱动汽车行业第二产能周期开启，预计 2022 行业再次进入去库阶段，届时电动车渗透率至 10% 左右，以电动车为载体的智能网联技术有望成为行业下一轮朱格拉周期的重要抓手，并开启行业第三产能周期。

图 17: 预计 2022 电动车渗透率至 10%



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 (预计 2022 年电动车渗透率约 10%, 和 2011 年 SUV 的渗透率相当)

图 18: 电动车为载体的智能网联技术有望开启新一轮朱格拉周期



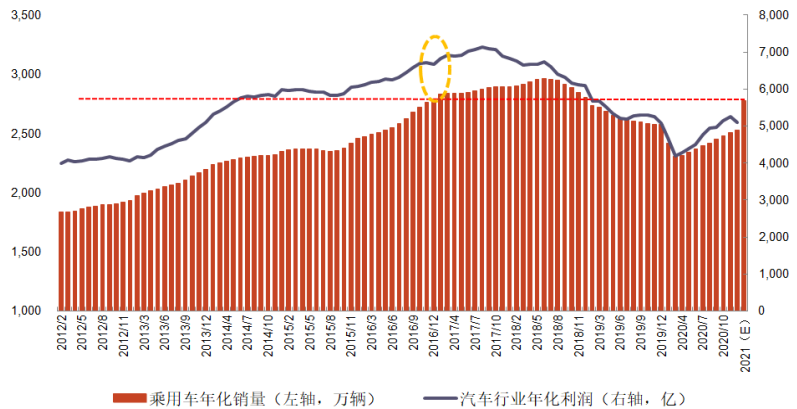
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

5、投资建议

5.1、本轮补库周期行业利润弹性测算

乐观假设下预计 2021 年乘用车行业增速约 9.5%，我们参考历史上同等销量规模下补库周期内的利润规模，则乐观预测下 2021 年汽车行业利润弹性约 32%。

图 19：2021 年汽车行业利润弹性约 32%



资料来源：Wind, 光大证券研究所预测（乐观假设下 2021 年乘用车销量规模和 2016 年 11 月相当）

5.2、补库周期内估值较难提升，业绩为王

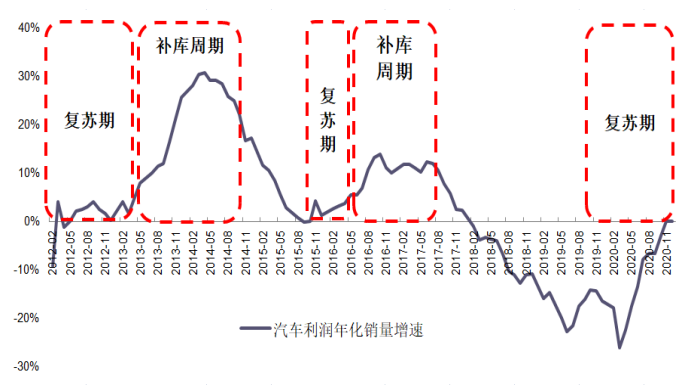
预计汽车行业即将确认进入补库周期，补库周期不同于复苏期，行业的估值经过复苏阶段修复后难以继续提升，同时由于汽车行业主线从“拐点下预期业绩改善”切换到利润增速和持续性开始逐季兑现。汽车板块估值在业绩的不断上修或下修中开始震荡或者收缩，补库周期内板块业绩为王。

图 20：复苏期内估值确定性修复，补库周期估值震荡或收缩



资料来源：Wind, 光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

图 21：复苏期利润拐点确立，补库周期利润增幅和持续性兑现



资料来源：Wind, 光大证券研究所（时间截止于 2020 年 12 月）

5.3、 本轮补库周期零部件板块有望成为最优配置主线

在 2012-2015 年的汽车周期中，行业复苏阶段乘用车板块显著跑赢零部件，但随着行业景气度的持续上行，补库周期开启后零部件在汽车板块内部成为最优配置，汽车板块内发生了“先乘用车、后零部件”的子行业轮动。2015-2019 年的汽车周期中零部件板块为补库周期内行业配置主线之一。

图 22：2012-2015 补库周期内零部件成为最优配置主线



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2015 年 12 月 31 日）

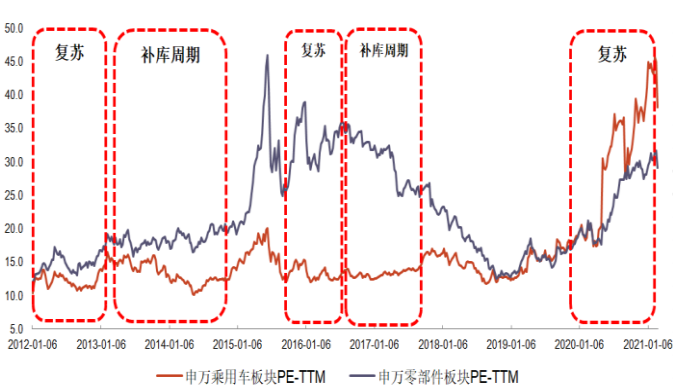
图 23：2015-2019 补库周期内零部件成为配置主线之一



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2019 年 12 月 31 日）

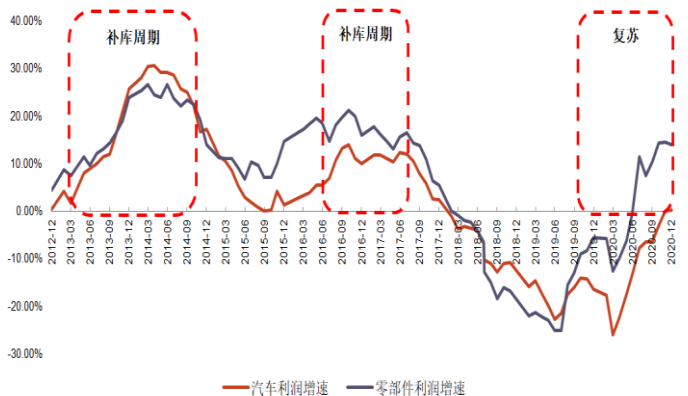
本轮周期于 2H2022 复苏二次确认，期间乘用车板块估值充分修复。截至目前，乘用车板块较零部件板块估值溢价明显，且已在板块内部产生显著超额收益，与此同时乘用车利润增速低于零部件，预计随着汽车行业景气度持续上行，补库周期开启后板块估值开始震荡或收缩，业绩为王。汽车板块内大概率发生子行业轮动，零部件板块有望成为最优配置。

图 24：本轮复苏期内乘用车估值修复充分，较零部件大幅溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 26 日）

图 25：自上一轮补库周期开始零部件业绩增速好于乘用车

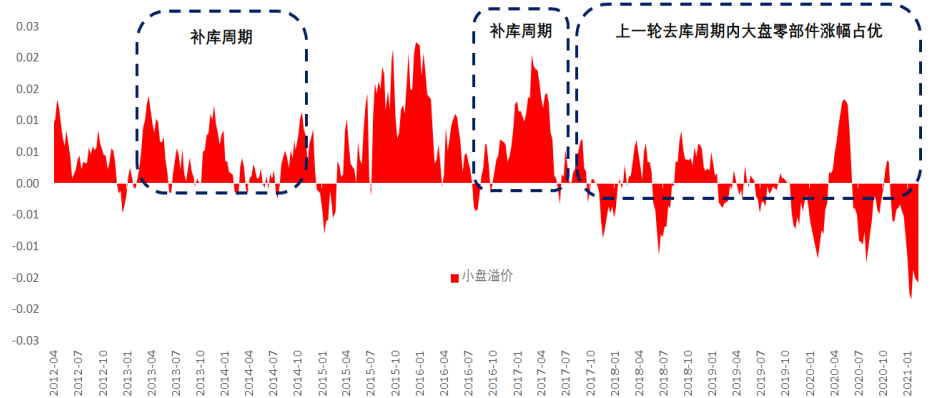


资料来源：Wind，光大证券研究所

5.4、大小盘风格下谁是零部件的“遗珠之憾”

汽车股在第二产能周期第一和第二库存周期内，零部件小盘股涨幅占优。第二库存周期去库期开启以来，零部件板块大盘股涨幅占优，大小盘风格因子对零部件板块造成较大影响。

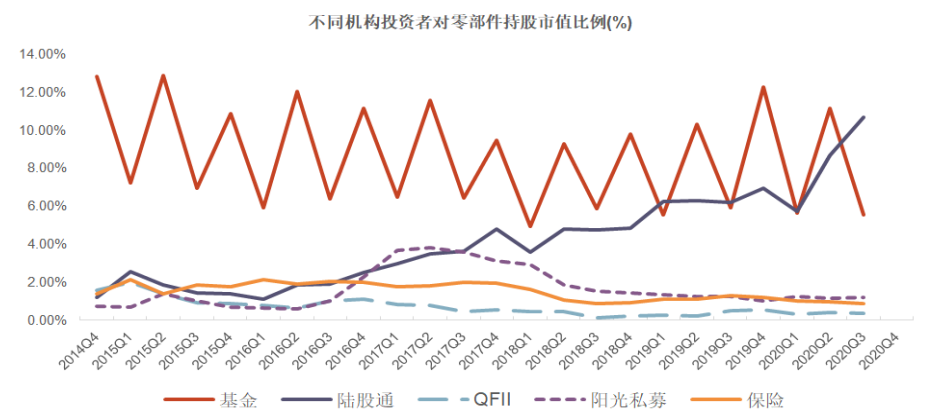
图 26：历史上汽车补库周期内零部件小盘股占优，上一轮去库周期内大盘股持续占优



资料来源：Wind，光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 18 日）

我们认为这种大小盘风格因子对板块的影响和零部件定价权的再平衡有关。零部件板块中陆港通机构投资者重仓比例显著提升，基金和陆港通共同主导零部件板块估值，而通过观察陆港通投资者的持仓情况，我们发现其主要配置风格为大市值龙头公司。

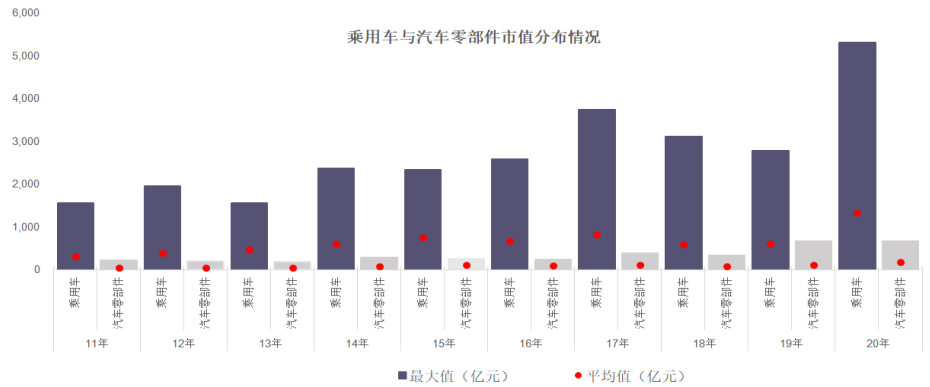
图 27：零部件板块定价权的再平衡加剧了零部件板块大小盘风格分化



资料来源：Wind，光大证券研究所

汽车零部件板块市值天然小于乘用车，零部件板块内市值排名 20 后的公司数量众多，普遍市值偏小。因此在投资者结构变化造成的大盘股风格占优下，零部件板块较之于乘用车更容易被风格因子错杀，留下“遗珠之憾”。

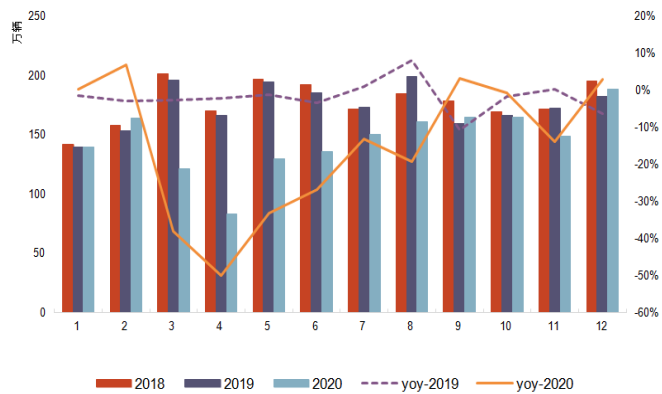
图 28：零部件板块前 20 大市值公司普遍小于乘用车，受大小盘风格影响较大



资料来源：Wind, 光大证券研究所（时间截止于 2021 年 2 月 19 日，板块市值统计时间为每一年最后一个交易日）

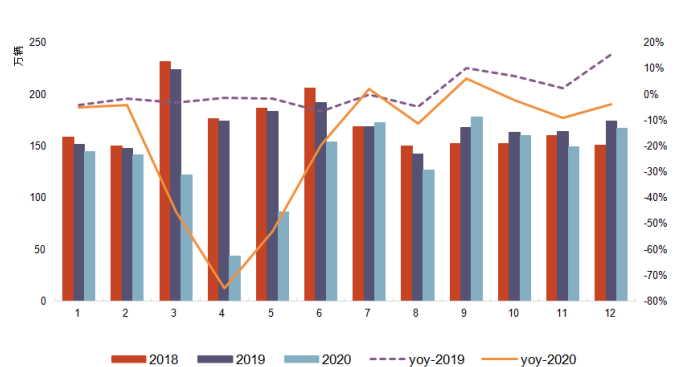
2021 年中国汽车行业进入补库周期，海外疫情后北美和欧洲汽车需求有望恢复，国内外汽车景气度共振上行。本轮补库周期内零部件板块有望成为最优配置，被大小盘风格因子错杀的公司中我们看好估值合理、且海外收入占比高的公司，推荐中鼎股份。

图 29：北美汽车需求 2020 受疫情影响，2021 有望恢复



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 30：欧洲汽车需求 2020 受疫情影响，2021 有望恢复



资料来源：Wind, 光大证券研究所

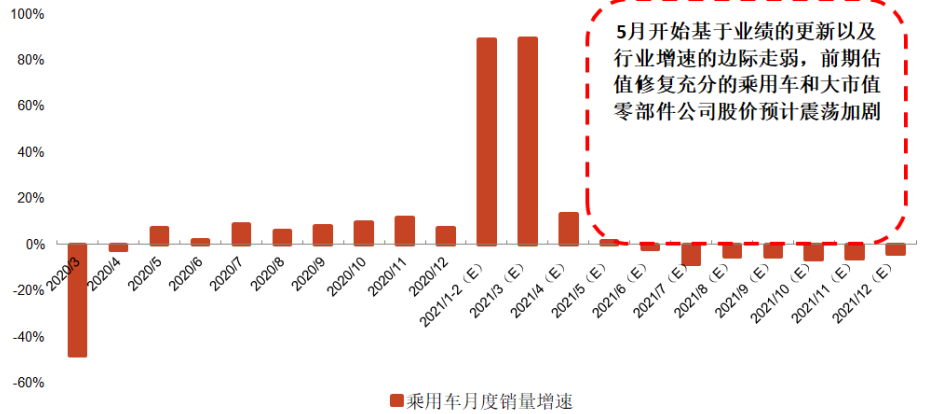
5.5、2021 年 5 月前后板块或震荡加剧

我们判断 2021 年光大汽车时钟正式切换至补库阶段，汽车板块进入从“利润拐点确立，预期改善”切换到实质的业绩兑现、以及业绩和估值的反复匹配阶段。前期估值修复充分的乘用车和大市值零部件龙头在 3-4 月年报一季报期将迎来补库周期内第一次业绩和估值的再次匹配。

同时，乘用车行业销量增速预计 4 月后开始边际走弱，且本轮补库周期和第三产能周期错配下，预计行业补库周期的幅度和持续性较弱，叠加月度销量增速高频数据的边际变化，业绩预期的上修或下修易造成汽车板块震荡加剧。对于乘用车板块和大市值零部件龙头，估值在复苏阶段已充分修复，震荡中我们推荐估

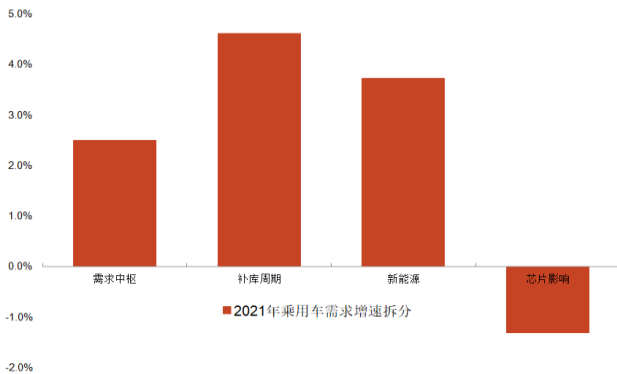
值相对合理，车型周期较强的吉利汽车、广汽集团（2238.HK）、长安汽车和特斯拉。

图 31：预计乘用车行业销量增速 5 月边际走弱明显



资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

图 32：本轮补库周期和第三产能周期错配，行业乐观假设下补库周期正向拉动 4.6 个百分点存在不及预期风险



资料来源：Wind, 光大证券研究所预测

图 33：本轮补库周期和第三产能周期错配下预计主动补库持续性较弱

序号	周期起始时间	复苏期 (月)	补库周期 (月)	衰退期 (月)	完整周期
1	2009.04-2012.01	5	18	11	34
2	2012.02-2015.09	11	22	11	44
3	2015.10-2019.08	9	12	26	47
	均值	8.3	17.3	16.0	41.7
4	2019.09-?	16			

资料来源：Wind, 光大证券研究所

6、风险分析

经营风险

房地产对消费挤压效应超预期，消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险；原材料成本超预期上升，令行业毛利率低预期恢复。

市场风险

补库周期内业绩为王，部分高估值公司业绩存不及预期风险。

其他风险

全球芯片紧缺对国内汽车行业供给约束超预期，导致销量不及预期。

表 1: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (市场货币)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
000887.SZ	中鼎股份	9.80	0.49	0.40	0.59	20	25	17	1.3	1.3	1.2	买入	维持
2238.HK	广汽集团	7.20	0.65	0.74	0.95	9	8	6	34.1	0.9	0.8	买入	维持
0175.HK	吉利汽车	25.20	0.90	0.74	0.99	23	28	21	17.1	3.9	3.6	买入	维持
000625.SZ	长安汽车	18.15	-0.55	0.64	0.91	NA	28	20	2.0	1.8	1.7	买入	维持
TSLA.O	特斯拉	675.50	0.03	2.24	3.41	22,517	302	198	89.8	34.2	35.8	买入	维持
002594.SZ	比亚迪	197.27	0.59	1.61	2.23	334	123	88	9.5	8.8	8.1	增持	维持
2333.HK	长城汽车	22.55	0.49	0.48	0.80	38	39	24	11.7	3.6	3.4	增持	维持
600104.SH	上汽集团	21.25	2.19	1.96	2.32	10	11	9	1.0	0.9	0.9	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-02-26; 汇率按 1HKD=0.83449CNY 换算; 特斯拉 EPS 为美元

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------