

制约行业盈利因素发生变化，预计下半年补库将促进盈利季度环比改善

——下半年乘用车及零部件行业投资策略



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **复盘 2020 年：疫情导致需求被抑制，下半年需求转好，行业整体表现向好。** 2020 年下半年随着疫情逐步得到控制，汽车销量同比增速由负转正，带动汽车指数上涨；整车及零部件公司发布三季报后，财务报表反映出大部分企业盈利能力提升，进一步刺激汽车股价走高。今年上半年行业主要受到大宗原材料价格上涨带来的成本压力及芯片供给短缺导致车企产销量下降，进而导致企业盈利受到影响。预计下半年制约行业发展的这两个因素均有望缓解，行业盈利有望季度环比改善。
- **制约行业盈利因素发生变化，预计下半年行业将迎来补库阶段。** 自 5 月中旬开始，大宗商品价格开始回落。预计缺芯危机最差时期已过，下半年有望逐月边际改善，下半年供需两端将逐渐平衡。若下半年芯片供给逐月缓解，预计车企将在下半年把上半年损失的产销量弥补回来。分别对车企、零部件、经销商库存进行分析，现阶段三者库存均处于较低或正常水平，下半年行业将迎来补库阶段。
- **预计下半年行业盈利将季度环比改善。** 即使上半年面临芯片短缺甚至产量削减，多家车企未下调全年销量目标。下半年缺芯缓解后，预计各车企为实现销量目标将持续发力，产销情况将明显改善。预计上半年因为芯片短缺影响产销量在 60 万辆左右，考虑历年来上、下半年行业销量比重，假设全年行业销量增速仍维持在 10% 左右，预计上半年损失销量在下半年通过补库存回补回来，则预计下半年行业销量比重提升至 56% 左右。乘用车销量提升产生规模效应降低成本，将促进行业的盈利提升。上半年由于汽车行业芯片短缺问题较严峻，很大程度上影响零部件及整车产量，也将拖累行业盈利。下半年随着芯片短缺情况逐步缓解，大宗原材料的价格趋稳，在补库存下，预计行业盈利将季度环比改善。

投资建议与投资标的

下半年在大宗原材料价格高位回落及芯片逐步缓解下，预计行业将迎来补库行情，行业整体有望迎来季度环比改善。建议关注几条主线：一是整车补库，长安汽车、吉利汽车、长城汽车、上汽集团；二是特斯拉产业链，新泉股份，拓普集团、华域汽车、银轮股份；三是受芯片短缺影响较大公司，精锻科技、克来机电、科博达；四是出口产业链公司，岱美股份、爱柯迪、福耀玻璃；五是汽车电子公司，华阳集团、伯特利、德赛西威等。

风险提示：宏观经济下行影响汽车需求、下半年芯片供给低于预期、原材料价格上涨超预期。

行业评级

看好 **中性** 看淡 (维持)

国家/地区

中国

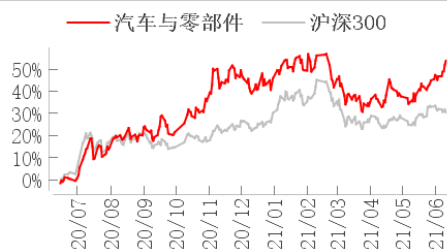
行业

汽车与零部件行业

报告发布日期

2021 年 06 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

姜雪晴

jiangxueqing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860512060001

相关报告

成本上升背景下，优质公司盈利能力仍实现改善：——一季度行业经营分析及投资策略	2021-05-11
华为智能汽车产品渗透率提升，产业链相关公司有望受益：——华为智能汽车系列报告之二	2021-04-20
原材料价格上涨背景下，部分优质公司抗成本风险能力提升：——原材料成本对零部件行业盈利影响分析之一	2021-03-14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1 复盘 2020 年：疫情导致需求被抑制，下半年需求转好，行业整体表现向好	5
2 制约行业盈利因素发生变化	8
2.1 大宗原材料价格高位回落	8
2.2 预计缺芯危机最差时期已过，下半年有望逐月边际改善	10
3 预计下半年行业将迎来补库阶段	12
3.1 上半年芯片短缺对乘用车行业销量影响分析	12
3.2 现阶段车企、零部件、经销商库存均处于较低或正常水平	12
4 预计下半年行业盈利将季度环比改善	15
4.1 芯片供给缓解后，预计上半年减产量将在下半年集中体现	15
4.2 预计行业及公司盈利有望季度环比改善	17
5 主要投资策略	20
6 主要风险	23

图表目录

图 1: 2020 年汽车行业的销量及盈利走势.....	5
图 2: 中国狭义乘用车销量及同比增速.....	6
图 3: 沪深 300 及汽车行业指数增幅.....	6
图 4: 申万汽车行业指数及沪深 300 指数的市盈率对比.....	7
图 5: 2020 年汽车行业单季毛利率变化.....	7
图 6: 上半年及下半年制约行业走势因素.....	8
图 7: 铜期货价格相对增速.....	9
图 8: 钢材价格综合指数相对增速.....	9
图 9: 冷轧板价格相对增速.....	9
图 10: 中国塑料价格指数相对增速.....	10
图 11: 铝期货价格相对增速.....	10
图 12: 2019-2021 年中国汽车产量.....	10
图 13: 上半年汽车芯片短缺原因及下半年供需趋势.....	11
图 14: 轿车行业库存率 (2018-2021 (1-4 月)).....	13
图 15: 轿车行业库存量 (2018-2021 (1-4 月)) (辆).....	13
图 16: 中国汽车零部件及配件制造存货量同比增速.....	14
图 17: 中国汽车经销商库存系数变化 (2018-2021.4).....	15
图 18: 中国汽车经销商库存预警指数变化 (2018-2021.4).....	15
图 19: 2020 年和 2021 年产销量受影响因素分析.....	16
图 20: 中国狭义乘用车上、下半年销量比重.....	17
图 21: 整车行业单季度利润总额及同比增速.....	17
图 22: 中国狭义乘用车单季度销量及同比增速.....	18
图 23: 整车行业单季度利润总额及同比增速.....	18
图 24: 上汽集团分季度归母净利润及同比增速.....	19
图 25: 长城汽车分季度归母净利润及同比增速.....	19
图 26: 华域汽车分季度归母净利润及同比增速.....	20
图 27: 岱美股份分季度归母净利润及同比增速.....	20
图 28: 福耀玻璃分季度归母净利润及同比增速.....	20
图 29: 爱柯迪分季度归母净利润及同比增速.....	20
图 30: 汽车零部件行业 PE.....	21
图 31: 汽车零部件行业 PB.....	21
图 32: 整车行业 PE (剔除比亚迪、北汽蓝谷、小康股份).....	22
图 33: 整车行业 PB (剔除比亚迪、北汽蓝谷、小康股份).....	22

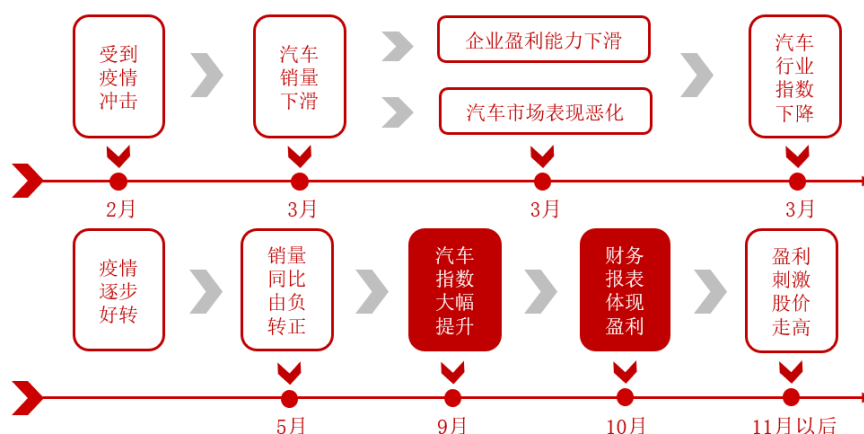
图 34：整车及零部件公司年初以来涨跌幅情况（1月1日至6月8日）	22
表 1：国内车企因芯片短缺减产、停产情况	12
表 2：国内多家车企暂不下调销售目标	17
表 3：主要公司估值表	23

1 复盘 2020 年：疫情导致需求被抑制，下半年需求转好，行业整体表现向好

2020 年初受疫情冲击，汽车行业销量明显下滑，导致整车及零部件公司的盈利能力下滑，毛利率和净利率走低，反映在股票市场上，汽车行业指数不断下降。

2020 年下半年，随着疫情逐步得到控制，市场呈现出明显好转。2020 年 5 月，汽车销量同比增速首次由负转正，带动汽车指数增长；2020 年 9 月汽车指数增幅较 2020 年初大幅提升，并超过沪深 300 指数的增幅，汽车市场已经表现出了明显的回暖；2020 年 10 月整车及零部件公司陆续发布三季报，财务报表反映出行业内大部分企业盈利能力提升，而市场表现方面，汽车行业及公司股价已经在 9 月提前反映；2020 年 11 月后由于财务报表验证行业盈利能力转好，进一步刺激汽车公司股价走高。

图 1：2020 年汽车行业的销量及盈利走势



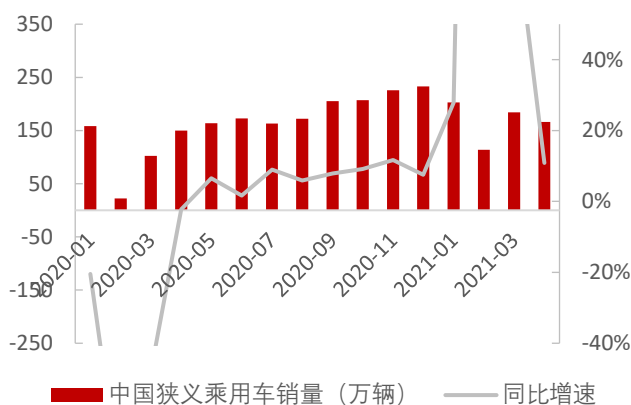
资料来源：Wind、东方证券研究所

具体分析 2020 年中国乘用车销量及对应股票市场指数的增幅，乘用车行业销量在三四季度后持续复苏，汽车行业指数从跑输转为大幅跑赢，三四季度行业汽车行业指数景气度明显回升。

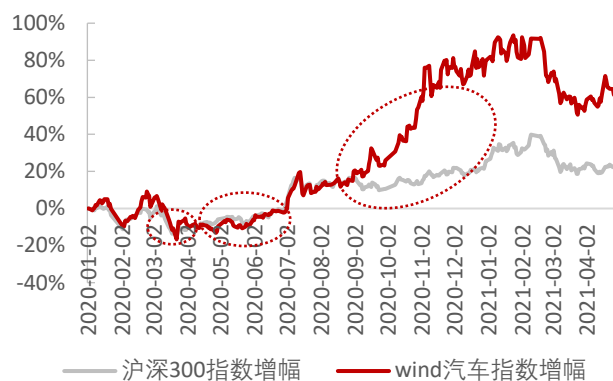
2020 年一季度，疫情爆发叠加春节假期因素影响导致乘用车的月均销量迅速下滑，销量同比增速明显下降。2020 年 2 月狭义乘用车销量 22.03 万辆，同比下降 81.62%，系疫情及 2 月初仍处于春节假期；3 月系疫情影响导致销量为 102.15 万辆，同比下降 48.11%，汽车行业受到明显冲击。从指数看，2 月初沪深 300 指数及 wind 中汽车指数在受到疫情冲击后增幅转负，随部分地区复工复产指数出现小幅回升，3 月份疫情持续加剧，导致指数再次走低并且下降程度超过 2 月，3 月 23 日为指数跌幅最大时点，汽车行业指数相比年初下降 16.65%，沪深 300 指数相对年初下降 14.98%。

2020 年二季度乘用车销量回升，4-6 月乘用车销量同比增速分别为-2.21%、6.52%、1.67%，单月同比增速在 5 月开始由负转正，销售市场回暖。沪深 300 与汽车行业指数也在逐步回升，6 月末沪深 300 指数相较年初微增 0.28%，汽车行业指数较年初略下滑 2.14%，疫情影响的逐步减退体现在了乘用车单月销量和行业指数上。

2020年三、四季度中，汽车月销量同比增速维持在5%-10%的范围内，相较二季度单月同比增速在5%以内，三四季度的单月销量出现了进一步的回暖。销量回暖带动汽车行业的市场表现增长，汽车行业指数大幅提升，7月末时汽车指数较年初提升10.52%，10月末汽车行业各企业发布三季报时，汽车行业指数较年初已经提升54.52%。随着三季报验证行业的盈利能力恢复，股价受到刺激进一步提升，至12月末开始受芯片供给影响，行业指数开始回调。

图 2：中国狭义乘用车销量及同比增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

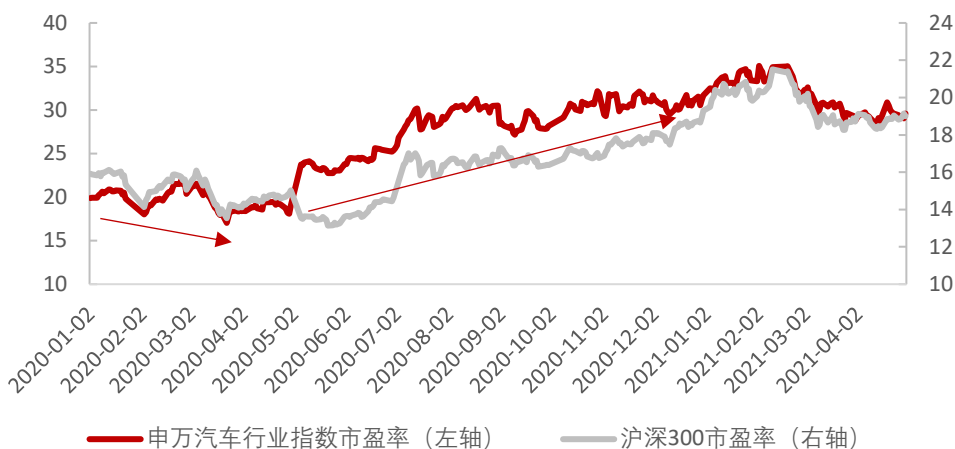
图 3：沪深 300 及汽车行业指数增幅


资料来源：Wind、东方证券研究所

从估值水平看，2020年上半年和下半年汽车行业的市盈率出现了较大程度的分化，上半年持续回落，下半年快速修复。

根据申万汽车行业指数的市盈率，2020年2月和3月汽车行业的市盈率出现了两波不同程度的下降，整体处于下滑态势，2020年3月汽车行业市盈率达到全年最低17.04倍，上半年汽车行业的平均市盈率为21.09倍。

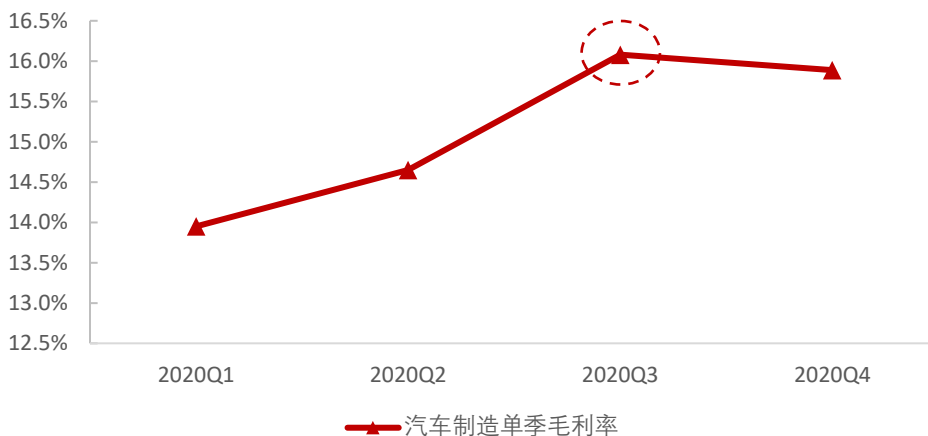
2020年5月初沪深300的市盈率仍处于下降态势，由于销量逐月回升，汽车指数的市盈率修复，5月初市盈率从19.02倍大幅提升至23.74倍，此阶段沪深300指数的市盈率仍然在下行，汽车行业和沪深300指数的市盈率出现较为明显的分化。此后汽车行业的估值水平相较上半年始终保持上行的趋势，2020年10月汽车行业的市盈率达31.96倍，10月发布三季报显示各企业毛利率、净利率等恢复，盈利能力提升。下半年行业的平均市盈率为29.13倍。

图 4：申万汽车行业指数及沪深 300 指数的市盈率对比


资料来源：Wind、东方证券研究所

从汽车行业当季毛利率看，2020 年前三季度行业毛利率持续向上，盈利能力稳步恢复。

具体看，一季度受疫情影响，汽车行业盈利能力下降，毛利率仅为 13.95%；二季度毛利率小幅提升并达到 14.65%，环比增长 0.7 个百分点，此时汽车行业的单季毛利率尚未完全恢复，毛利率同比提升幅度较小，但股票市场上汽车行业指数已经开始回升。2020 年三季度销量回升明显体现在毛利率中，行业盈利能力大幅转好，三季度毛利率 16.08%，较一季度大幅增长 2.13 个百分点，较二季度提升 1.43 个百分点，三季度的盈利转好已经提早反映在汽车行业的指数提升趋势中。四季度毛利率维持在 15.89% 的较高位置，进一步强化验证了行业盈利能力恢复的趋势。

图 5：2020 年汽车行业单季毛利率变化


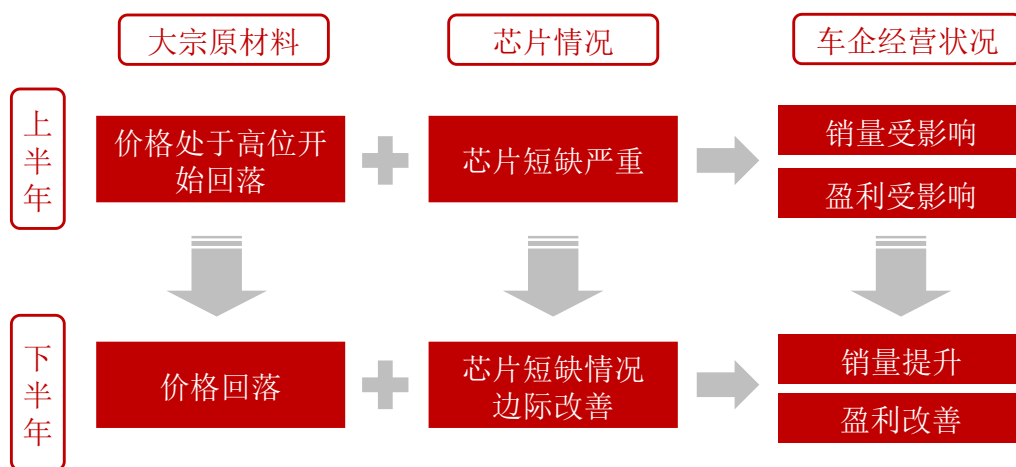
资料来源：Wind、东方证券研究所

2 制约行业盈利因素发生变化

行业上半年主要受到大宗原材料价格上涨带来的成本压力及芯片供给短缺导致车企产销量下降，进而导致企业盈利受到影响。

预计下半年制约行业发展的这两个因素均有望缓解，行业盈利有望季度环比改善。

图 6：上半年及下半年制约行业走势因素



资料来源：Wind、东方证券研究所

2.1 大宗原材料价格高位回落

2020 年汽车相关大宗商品价格整体呈上升趋势，冷轧板涨价幅度明显。以阴极铜、铝、钢、冷轧板及塑料 5 种汽车行业相关大宗商品为例，2020 年第一季度价格呈现下滑趋势，从 2020 年 4 月开始价格逐渐走高，冷轧板 2020 年 12 月价格与年初相比增长近 35%，其余大宗商品增长率为 10%-15%。

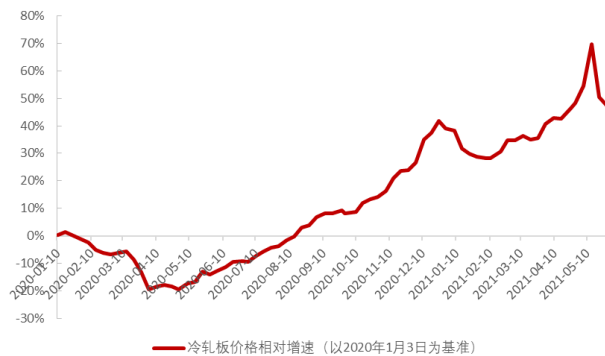
2020 年末至 2021 年 2 月初大宗商品价格有所回调，铝期货价格回落至 2020 年 1 月水平。后续由于全球经济复苏、大宗商品供需错配、宽松货币政策导致的流动性宽裕等一系列原因，大宗商品价格从 2021 年 2 月中旬开始大幅上涨，铜、钢、冷轧板最高价格相比 2020 年初上升超过 50%。总体来看，此轮大宗价格上涨是多因素交织的结果，具有阶段性、修复性的特征，大宗商品价格不具备长期上升的基础。自 5 月中旬开始，各大宗商品价格开始回落。

图 7：铜期货价格相对增速


资料来源：WIND、东方证券研究所

图 8：钢材价格综合指数相对增速


资料来源：WIND、东方证券研究所

图 9：冷轧板价格相对增速


资料来源：WIND、东方证券研究所

图 10：中国塑料价格指数相对增速


资料来源：WIND、东方证券研究所

图 11：铝期货价格相对增速


资料来源：WIND、东方证券研究所

2.2 预计缺芯危机最差时期已过，下半年有望逐月边际改善

由于新冠疫情冲击，2020年上半年汽车销量低迷，整车厂商对后续的汽车需求缺乏信心，普遍削减产销计划，芯片订单随之减少。与此同时疫情期间居家办公、远程上课兴起，导致手机、笔记本电脑、平板电脑等电子产品需求上升；同时出于供应链安全考虑，华为等手机厂商积极加大芯片等关键零部件的存货，这使得芯片厂商将产能从汽车芯片转移至消费电子芯片。

图 12：2019-2021 年中国汽车产量


资料来源：中汽协、东方证券研究所

2020年下半年起，全球新冠疫情得到有效控制，汽车销量快速回暖，需求端的复苏速度远超整车厂商预期，各大整车厂商开始恢复产能布局，汽车芯片需求集中爆发。而汽车芯片是精密、复杂的产业，从晶圆进厂到芯片制成需要上千道工序，交付周期至少需要6个月，因此大量囤积的芯片订

单给芯片厂商带来了巨大的压力，短期内汽车芯片供应难以满足。

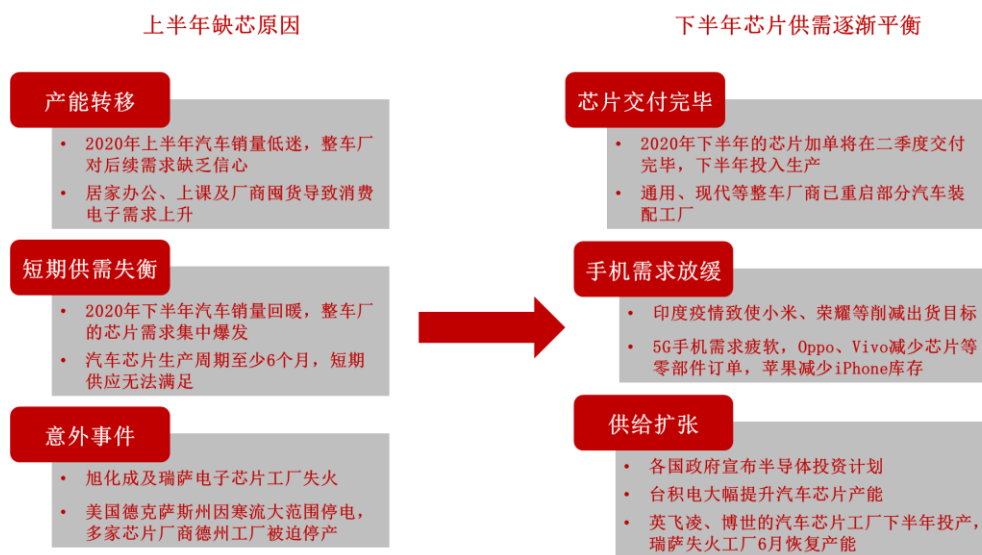
除了上述的原因，还有一些意外事件影响芯片生产。2020年10月，日本半导体公司旭化成旗下晶圆厂发生严重火灾，芯片产能半年内无法恢复；2021年2月，美国德克萨斯州因北极寒流大范围停电，三星、恩智浦、英飞凌等半导体龙头在德州的工厂被迫停产；2021年3月22日，日本半导体厂商瑞萨电子的那珂芯片工厂失火，该工厂三分之二的芯片产品为汽车芯片，加剧了上半年汽车缺芯的状况。

预计汽车缺芯危机已过最差时期，下半年供需两端将逐渐平衡，缺芯问题将逐月实现边际改善。

从需求端来看，汽车芯片的交货周期为半年，整车厂商在2020年下半年的集中加单预计在今年二季度交付完毕，并将在下半年投入生产，车企缺芯情况有望缓解。另一方面，手机厂商对芯片的需求有所放缓。受印度新冠疫情影响，小米、荣耀等手机厂商均削减了全年出货量目标；近期5G手机的市场需求出现疲态，Oppo、Vivo等厂商减少了芯片等零部件的订单，苹果预计将在本季减少300-400万iPhone库存。随着手机芯片需求下降，芯片厂商将有更多空间生产汽车芯片，预计汽车芯片的供应端将迅速恢复。

从供给端来看，各国政府积极出手寻找解决方案，欧盟、韩国、美国均宣布了半导体投资计划，美国还将邀请芯片制造商和整车企业召开会议，商议全球汽车芯片短缺问题，并建立芯片供应链的公开对话机制。半导体供应商积极扩张汽车芯片产能，台积电重新分配了芯片产能，2021年汽车MCU产量将同比上升60%，有利于缓解芯片短缺；英飞凌位于奥地利维拉赫的新芯片厂将于2021年夏末投产，并将在德国德累斯顿增设一家工厂；博世于2021年3月宣布新建车用芯片工厂，预计将于年末实现量产；瑞萨的失火工厂已经在4月复产，并将在6月中旬恢复全部产能。整车厂方面，通用汽车对芯片危机的消退表示乐观，相信能够实现2021年盈利目标，并计划在5月31日起重启多家汽车装配工厂，现代汽车也在5月27日重启了韩国牙山工厂。

图 13：上半年汽车芯片短缺原因及下半年供需趋势



资料来源：搜狐汽车、腾讯网、东方证券研究所

3 预计下半年行业将迎来补库阶段

3.1 上半年芯片短缺对乘用车行业销量影响分析

今年芯片短缺对国内车企一二季度的生产计划造成了严重的影响。媒体报道，上汽大众因芯片供应短缺，一季度部分车型出现阶段性停产；而一汽大众面临 ESP 芯片等多种芯片短缺，二季度原定生产 61 万辆汽车，现预计产量仅为 40 万辆，减产比例达 30% 左右。本田中国在华的两大合资公司东风本田、广汽本田拟作出休假调整，将原定下半年的休假提前至 5 月底。广汽丰田于 2021 年 1 月暂停了广州工厂的部分生产线。沃尔沃在 3 月份宣布，美国和中国的部分汽车厂将因全球芯片短缺进行调整或暂停生产。蔚来汽车合肥工厂因芯片短缺在 3 月 29 日停产 5 个工作日，蔚来董事长李斌表示因芯片短缺产能利用率仅有 75%。

根据 IHS Market 预测，芯片短缺将导致 2021 年一季度国内乘用车减产 25 万辆。2021 年一季度产量相比 2019 年一季度下降 27 万辆，与减产量基本一致。2021 年一季度国内狭义乘用车总产量为 495 万辆，以此测算减产比例约为 5.1%。二季度芯片短缺情况持续，大众汽车减产比例较大，我们估计国内车企总减产比例将上升至 6-7% 左右，二季度国内狭义乘用车有望减产 27-32 万辆左右。

综合分析，预计上半年由于芯片短缺造成行业减产约 60 万辆左右。若下半年芯片供给逐月缓解，则预计车企将在下半年把上半年损失的产销量弥补回来。

表 1：国内车企因芯片短缺减产、停产情况

车企	涉及工厂	详细情况
大众	上汽-大众	一季度部分车型阶段性停产
	一汽-大众	二季度预计减产 30%
本田	东风本田、广汽本田	5 月份进行休假调整
丰田	广汽丰田广州工厂	1 月 11 日暂停生产 4 天
沃尔沃	中美部分工厂	3 月份调整或暂停生产
蔚来汽车	合肥工厂	3 月 29 日起停产 5 个工作日

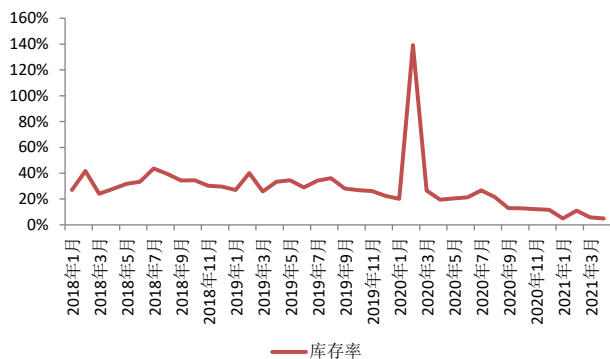
资料来源：搜狐汽车、腾讯网、汽车之家、东方证券研究所

3.2 现阶段车企、零部件、经销商库存均处于较低或正常水平

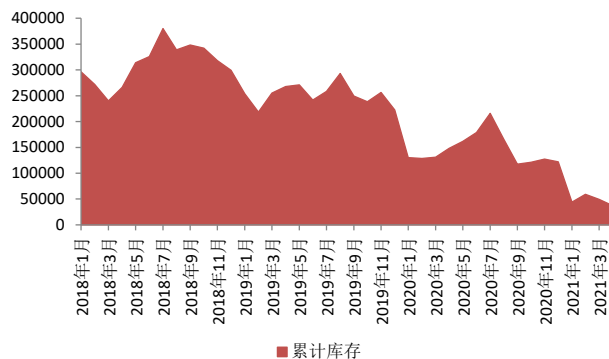
我们对轿车行业历史数据进行统计分析：2018 年以来，乘用车行业持续去库存，2018 年 7 月库存率达到了当年高点 43.8%，之后持续下降。

2020 年受疫情影响，2020 年 2 月库存率达到了 139.3%，之后随着疫情逐步控制，库存率逐月下降，2020 年 12 月库存率为 11.7%。今年 1-4 月受芯片短缺供给影响，车企库存持续下降，到今年 4 月库存率下降至 5% 左右。

现阶段，目前车企整体库存处于正常偏低水平。

图 14: 轿车行业库存率 (2018-2021 (1-4 月))


数据来源: 中汽协、东方证券研究所

图 15: 轿车行业库存量 (2018-2021 (1-4 月)) (辆)


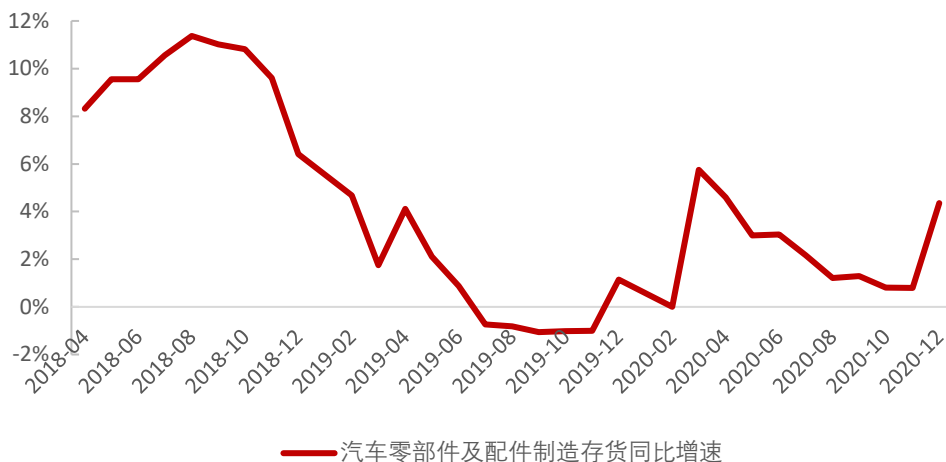
数据来源: 中汽协、东方证券研究所

2018 年由于汽车行业销量下滑，零部件需求下降，零部件及配件存货同比增速持续提升，各月增速均保持在 5% 以上的较高水平，2018 年 8 月最高达 11.37%。由于 2019 年 7 月是国五国六标准切换时间，因此更多车企开始加大促销力度，2018 年下半年开始，零部件及配件制造存货量同比增速开始下滑，零部件行业库存增速放缓，至 2019 年 7 月时同比增速由正转负，从 0.87% 下降至 -0.74%，此后在 2019 年下半年始终保持 0% 左右的较低位。

2020 年上半年由于疫情影响，汽车销量走低，零部件需求减少，零部件存货同比增速明显提升，至 2020 年 3 月同比增速提升至 5.75%，导致零部件存货量较大幅度提升；2020 年 4 月后由于疫情得到控制，汽车行业销量回暖，零部件需求持续提升，存货量同比增速逐渐走低，至 2020 年 10 月已经降至 0.81% 这一较低值，11-12 月由于大宗原材料涨价，部分零部件企业择时囤货，库存同比增速有所回升。

2021 年后由于汽车行业芯片短缺问题较为严重，部分汽车零部件企业的产量下降，零部件供给不足，同时消费端需求逐步回升，对汽车零部件的需求增长，供需关系紧张，预计零部件行业存货量及同比增速处于相对较低位置。

2021 年下半年随着疫情得到控制，疫苗推进范围扩大，汽车销量将不断提升，带动零部件需求提升；当前包括台积电等工厂已经在计划逐步扩产，加大芯片的生产力度并保障汽车行业芯片需求，三季度后芯片问题有望逐步得到缓解；车企将加大产销规模，零部件厂商订单增加，零部件行业将迎来补库存阶段。

图 16：中国汽车零部件及配件制造存货同比增速


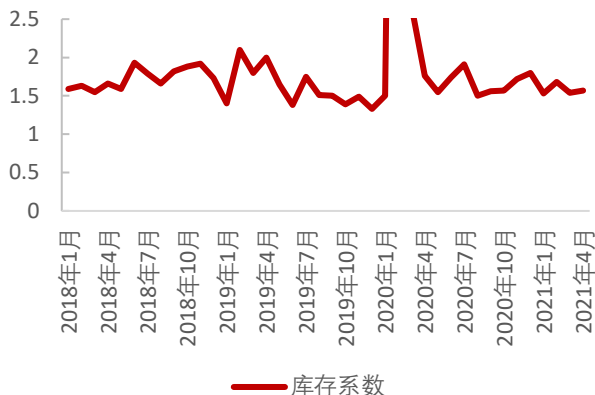
资料来源：Wind、东方证券研究所

上文中我们主要分析厂商、零部件库存情况，在此继续分析经销商库存情况。

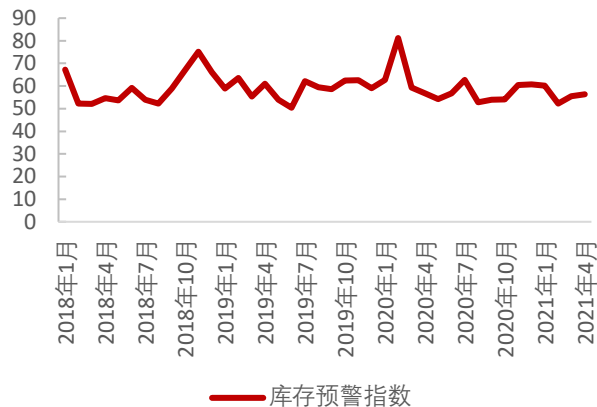
从库存系数看，2018-2021 年各年平均库存系数分别为 1.73、1.61、2.84、1.58，2021 年前 4 月平均经销商库存系数处于较低位置。具体来看，2020 年 2 月疫情爆发导致汽车销量显著下滑，经销商库存大幅提升，库存系数激增至 14.8，此后随着疫情情况逐步好转，汽车市场回暖销量提升，汽车经销商库存量减少，库存系数逐步回落，2020 年 3 月库存系数下降至 2.68，随后进一步下降，并维持在 1.5-2 之间。2021 年由于芯片短缺影响，汽车行业供给下降，同时随着疫苗的推进与防控力度的加大，汽车行业销量提升，供给和需求不平衡导致经销商库存量下降，库存系数从 2020 年 12 月的 1.8 下降至 2021 年 4 月的 1.57，下降 0.23，2021 年 4 月库存系数同比 2020 年与 2019 年 4 月分别下降 0.19、0.43。

从库存预警指数看，2018-2021 年平均库存预警指数分别为 59.35、58.94、59.65、56.05，当前经销商库存预警指数处于较低位。2020 年 2 月疫情使库存量明显提升，经销商库存预警指数提升至 81.2，成为 2018 年后单月库存预警指数最高值，疫情好转与汽车销量回升后，库存预警指数整体保持在 55-65 之间。2021 年由于芯片短缺叠加汽车销量增长，导致库存预警指数下降，2021 年 4 月经销商库存预警指数 56.4，同比 2020 年与 2019 年 4 月分别下降 0.4、4.6。

当前经销商库存处于较低位置，预计芯片短缺问题逐步缓解后，经销商进入补库阶段并加大库存量应对销量提升。

图 17：中国汽车经销商库存系数变化（2018-2021.4）


资料来源：Wind、东方证券研究所

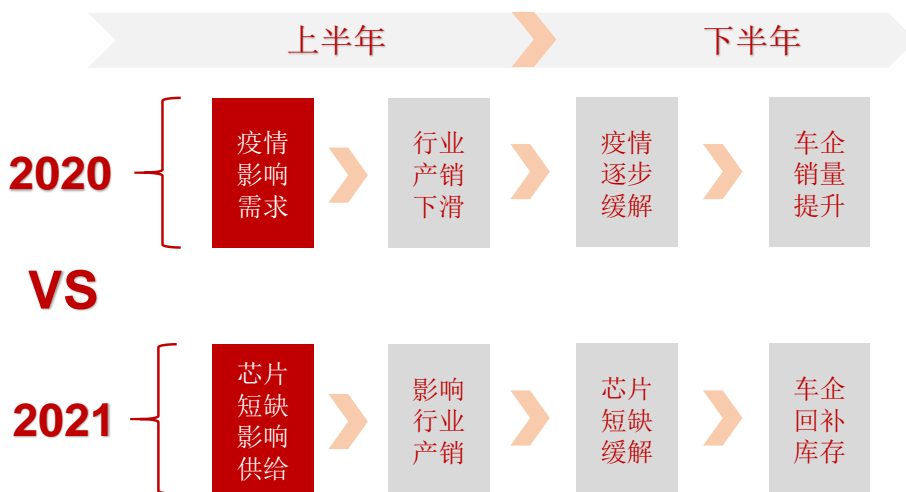
图 18：中国汽车经销商库存预警指数变化（2018-2021.4）


资料来源：Wind、东方证券研究所

4 预计下半年行业盈利将季度环比改善

4.1 芯片供给缓解后，预计上半年减产量将在下半年集中体现

2020 年和 2021 年汽车销量的波动分别受到需求和供给的因素导致。2020 年汽车行业的销量波动主要是需求端受疫情冲击影响，上半年疫情爆发导致整车需求大幅下降，行业的产销量受影响，下半年随着疫情逐步缓解，汽车行业回暖，车企的销量逐步提升。2021 年汽车行业主要是供给端芯片短缺影响导致，包括日本福岛市附近海域地震、瑞萨工厂发生火灾以及美国德州的暴风雪等突发情况影响当地芯片工厂产出，进而影响了行业芯片供给及整车的产出能力，导致上半年行业的产销量下滑，同时汽车行业的需求仍然保持较高景气度，下半年随着芯片短缺问题缓解，叠加较为旺盛的汽车产品需求，车企销量有望提升。

图 19：2020 年和 2021 年产销量受影响因素分析


资料来源：Wind、东方证券研究所

即使一二季度面临芯片短缺甚至产量削减，多家车企仍然对全年产销情况表示乐观，没有下调全年销量目标。下半年缺芯缓解后，预计各车企为实现销量目标将持续发力，产销情况明显改善。

尽管大众集团在全球的多家工厂以及国内的“南北大众”均在一二季度遭遇减产，德国大众集团仍然实现了 13.3% 的销售收入同比增长和 433% 的营业利润同比增长，其中中国作为其最大的单一市场，一季度销量同比上升 61.4%。大众集团乐观地上调了全年业绩目标，将营业利润率目标从 5.0-6.5% 上调至 5.5%-7%，其首席执行官赫伯特·迪斯认为，即使芯片短期的影响在第二季度会加剧，大众集团的运营情况仍然良好，2021 年全年的前景将有所改善。

一汽丰田总经理胡绍航在 2021 上海车展上提出了“必达 88 万辆，聚焦 90 万辆，挑战 92 万辆”的整体销量目标，较 2020 年全年 80 万的销量提高 15%。一季度一汽丰田总销量 21.7 万辆，完成 92 万销量目标的 23.6%，下半年一汽丰田将推出多款新车型，通过 TNGA 强化战略、皇冠品牌焕新战略、新能源战略强化产品布局，预计业绩将持续增加。

吉利汽车 2021 年 1-4 月销量达 43 万辆，完成年度目标的 29%。吉利汽车副总裁林杰表示，吉利对于完成 153 万辆的年度目标充满信心，不需要调整年度目标，下半年销量有望快速回升。

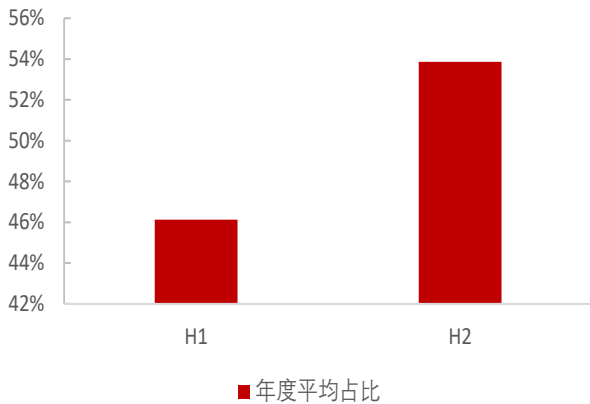
长城汽车在 2021 年股权激励计划中提出了 149 万辆的销量目标，同比 2020 年增速达 34.04%，比 2020 年股权激励计划中提出的 2021 年销量目标增长 28 万辆，销量目标较为激进。一季度长城汽车销量为 33.9 万辆，完成年度目标的 22.7%，预计长城汽车将在下半年全力推进产销，拉动全年业绩。

表 2：国内多家车企暂不下调销售目标

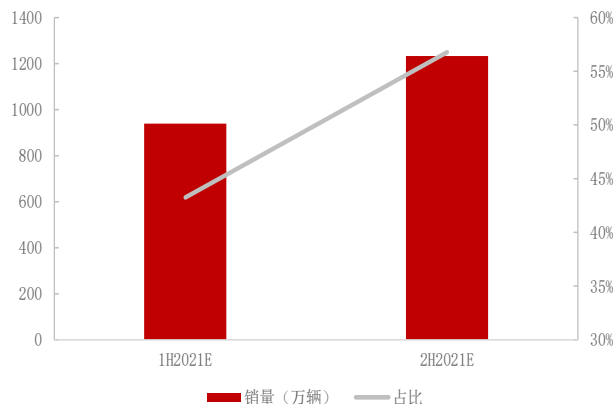
车企	日期	销售目标详细情况
大众	2021 年 5 月 6 日	中国市场一季度同比增长 61.4%，大众集团上调营业利润率目标
一汽丰田	2021 年 4 月 19 日	总经理胡绍航提出 2021 销售目标，对比 2020 年销量上升 15%
吉利	2021 年 6 月 1 日	吉利汽车副总裁林杰向记者表示，吉利对于完成 153 万辆的年度目标充满信心，不需要调整年度目标
长城	2021 年 5 月 25 日	发布 2021 年股权激励计划，销量目标增速达 34.04%

资料来源：搜狐汽车、腾讯网、公司公告、东方证券研究所

上文中，我们预计上半年因为芯片短缺影响供给产销量在 60 万辆左右，考虑历年来上、下半年行业销量比重 46%：54%，今年 1 季度狭义乘用车行业销量 500.85 万辆，假设全年行业销量增速仍维持在 10%左右，假设上半年损失销量在下半年通过补库存回补回来，则预计下半年行业销量在 1233 万辆左右，下半年比重提升至 56%左右。

图 20：中国狭义乘用车上、下半年销量比重


资料来源：中汽协、东方证券研究所

图 21：整车行业单季度利润总额及同比增速


资料来源：中汽协、东方证券研究所

4.2 预计行业及公司盈利有望季度环比改善

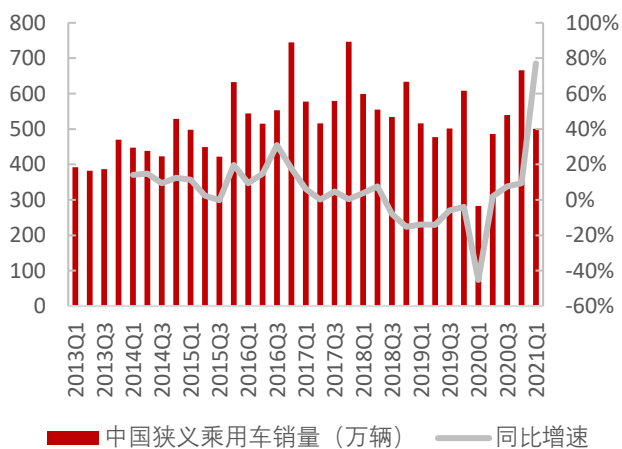
我国狭义乘用车销量与整车行业的盈利能力存在较强的相关性，乘用车销量提升能够产生规模效应降低成本，使整车行业的盈利性有较大程度提升。

从历史数据看，2017 年前三季度中国乘用车销量同比增速保持正值，分别为 6.17%、0.13%、4.78%，此阶段整车行业的单季利润总额同比增速在 5%以上，一季度增速达 16.39%，实现较快增长；2018 年三季度开始我国乘用车单季销量同比增速转负，从二季度的 7.54%下降至三季度-7.87%，销量下滑影响整车行业的盈利能力，三季度利润总额下跌 26.68%，为 2018 年中单季最大跌幅；2019

年单季销量同比增速均为负，销量下滑，单季度利润总额在一、二、四季度分别为-27.19%、-25.36%、-14.08%；2020年一季度疫情爆发导致销量明显下跌，一季度销量同比下跌45.21%，整车行业利润总额随之大幅下跌80.89%，二、三、四季度销量回升，同比增速分别为1.98%、7.58%、9.43%，整车行业单季利润总额同比增速也随之转正，各季度分别为22.41%、35.76%、9.93%。

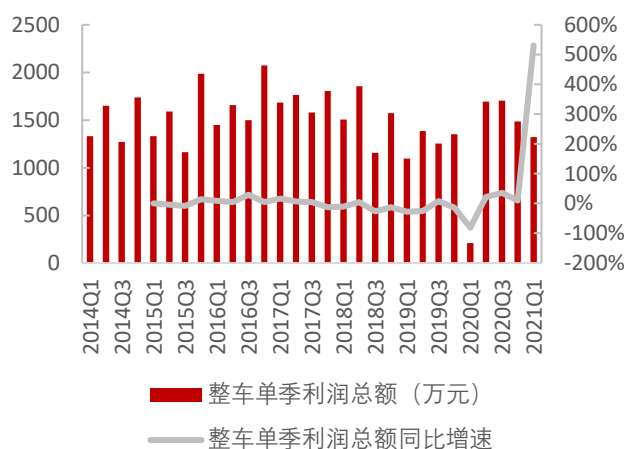
2021年一季度整车行业单季利润总额同比增长530.75%，同比2019年一季度增长20.53%。二季度由于汽车行业芯片短缺问题较严峻，很大程度上影响零部件及整车产量，预计也将影响行业盈利。2021年下半年随着芯片短缺情况逐步缓解，大宗原材料的价格趋稳，同时需求仍较为强劲，整车行业销量及盈利表现将会逐步恢复，预计乘用车行业盈利将季度环比改善。

图 22：中国狭义乘用车单季度销量及同比增速



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 23：整车行业单季度利润总额及同比增速



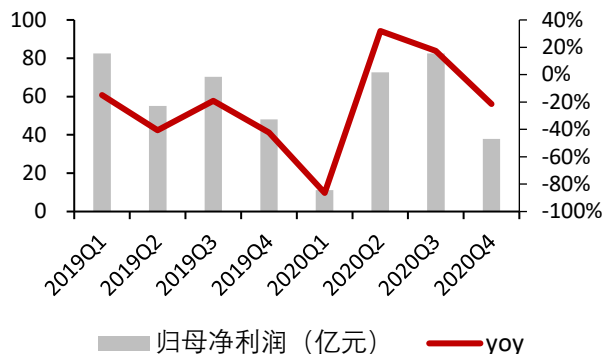
资料来源：Wind、东方证券研究所

由于疫情影响，2020Q1 乘用车销量下跌，整车企业业绩惨淡。但由于国内疫情得到快速控制，乘用车需求于 2020Q2 起迅速回暖，带动车企业绩明显回升，2020Q3-Q4 业绩同比大多实现增长。

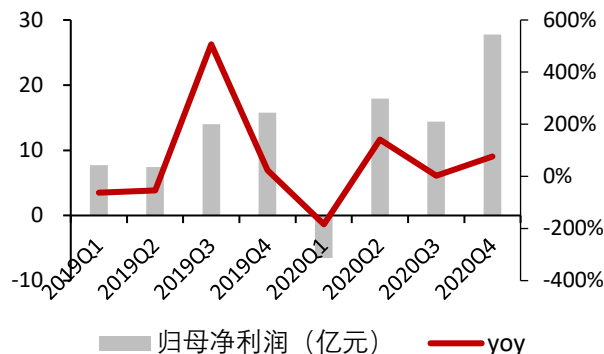
2020Q1 上汽集团业绩不佳，归母净利润仅为 11.21 亿元，同比大跌 86.4%。随着国内疫情得到良好控制，2020Q2 归母净利已恢复至正常水平 72.73 亿元，同比增长 31.9%，Q3 归母净利进一步增长至 82.54 亿元，同比增长 17.4%。

长城汽车受疫情冲击更为严重，2020Q1 首次出现亏损，归母净利润为-6.50 亿元。与上汽集团相似，长城汽车于 2020Q2 迅速复苏，归母净利 17.96 亿元，同比大幅增加 141.5%。2020Q3-Q4 增速有所放缓，但仍实现 2.9%和 75.7%的同比增速。

2021Q1-Q2 整车企业再次面临芯片短缺困境，多家国内车企被迫减产、停产，影响产销量。预计随着缺芯状况在下半年边际改善，整车企业产销情况将逐步好转，整车企业业绩将进一步释放。

图 24：上汽集团分季度归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 25：长城汽车分季度归母净利润及同比增速


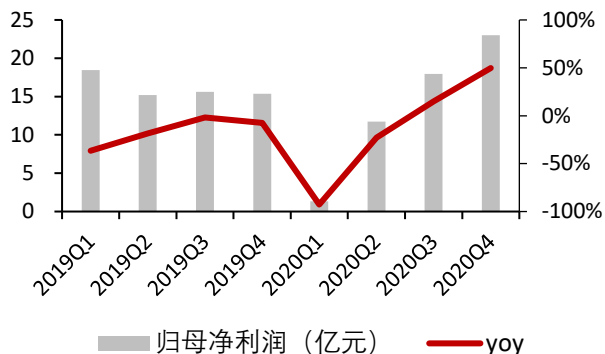
资料来源：Wind、东方证券研究所

2021Q1-Q2 与 2020 年较为类似，不同的是，2020 年上半年是需求受影响抑制了产销量规模，今年上半年是供给受影响，抑制了产销量。

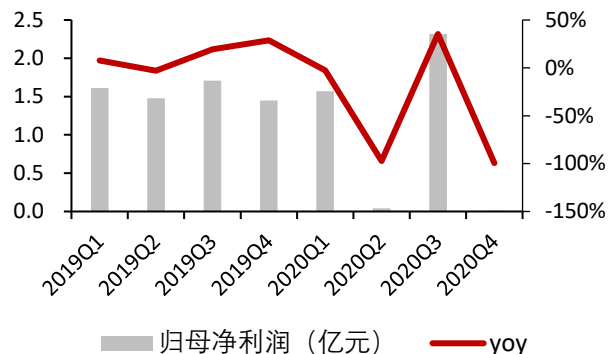
整车企业的缺芯减产传导至零部件公司，导致零部件公司订单量普遍下降。我们认为，下半年缺芯问题逐渐缓解，整车企业为实现全年业绩目标及回补汽车库存，将加快整车产销进度，届时零部件将迎来补库阶段。预计部分零部件公司将在 2021Q3-Q4 迎来订单高增，并存在业绩超预期可能。

华域汽车 2020Q1 归母净利润仅为 1.35 亿元，同比大幅下跌 92.7%。随着疫情得到有效控制，2020Q2 起公司归母净利润迅速回升，2020Q3 归母净利达 17.96 亿元，同比实现转负为正；2020Q4 归母净利达 23.01 亿元，同比大幅增长 49.8%。

岱美股份 2020Q2 业绩因海外疫情遭受重创，归母净利润仅 0.04 亿元，同比大幅下降 97.3%；2020Q3 因海外疫情逐步控制，订单回升，公司业绩迅速反弹，实现归母净利 2.32 亿元，同比增长 35.4%，超过 2019 年最高点。

图 26：华域汽车分季度归母净利润及同比增速


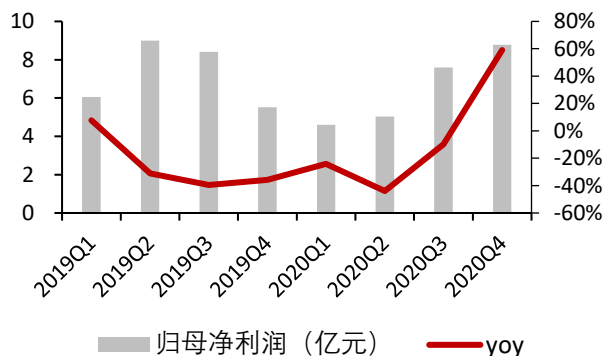
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 27：岱美股份分季度归母净利润及同比增速


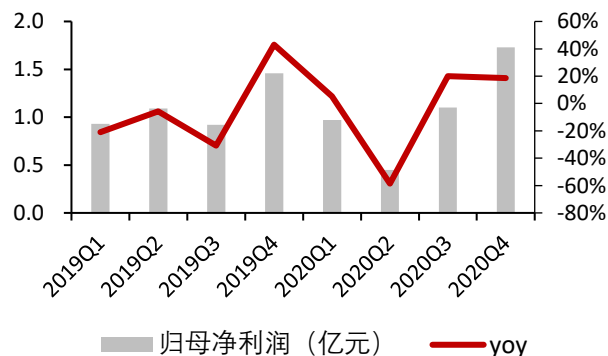
资料来源：Wind、东方证券研究所

福耀玻璃受疫情的影响较为明显，2020Q1-Q2 归母净利润分别为 4.60、5.04 亿元，同比分别下降 24.1%、44.0%。随着全球疫情逐步得到控制，公司盈利水平逐渐恢复，2020Q3 归母净利同比跌幅收窄至 9.8%，2020Q4 归母净利达 8.78 亿元，同比高涨 59.1%，已回到 2019 年最高水平。

爱柯迪于 2019Q4 达到 2019 年单季归母净利最高点 1.46 亿元，同比增长 43.14%，此后因疫情持续下滑，2020Q2 归母净利仅 0.45 亿元，同比下跌 58.6%。2020 年下半年爱柯迪稳步复苏，2020Q3 和 Q4 均实现近 20%的同比增速。

图 28：福耀玻璃分季度归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 29：爱柯迪分季度归母净利润及同比增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

5 主要投资策略

2018-2020 年零部件行业的估值水平经历了持续下滑，底部反转并上升的过程。

2018年后中国汽车行业景气度下降，整体销量下滑，导致零部件行业整体估值水平不断下降，2019年开始受益于汽车行业智能化、网联化等全新发展趋势，估值水平逐步提升，2020年汽车及零部件行业智能化转型升级加快，估值在下半年更加明显上升。从市盈率看，零部件行业市盈率在2018年初为23.12倍，此后不断下行并在2018年底时跌破13倍，2018年10月市盈率为近年来最低水平，仅12.35倍。2019年开始市盈率提升，2020年下半年PE提升至12月达29倍。从市净率看，2018年1月零部件行业市净率2.57倍，至2018年10月下降至最低为1.49倍，此后逐步回升，2020年12月市净率达到2.35倍。

2021年上半年由于芯片短缺情况严重，叠加大宗商品涨价等不利因素，汽车行业产量受到限制，零部件板块的估值出现大幅调整。2021年1月零部件行业市盈率为30倍左右，市净率为2.5倍左右，至6月份市盈率下降至24倍，市净率下降至2.30倍。

图 30：汽车零部件行业 PE

图 31：汽车零部件行业 PB


资料来源：Wind、东方证券研究所

资料来源：Wind、东方证券研究所

由于整车板块中比亚迪、北汽蓝谷、小康股份等在 2020-2021 年的部分时期股价出现大幅度波动，股价走势与整车行业整体走势相差较大，会较大程度影响行业整体估值水平，因此在分析过程中将其剔除，计算整车行业内其他企业整体市盈率及市净率。

从市盈率看，2018 年 1 月整车行业市盈率为 13.25 倍，此后持续下降，至 2018 年 12 月达到 2018 年后的最低水平，仅为 9.54 倍，2020 年市盈率有更加明显提升，至 12 月已经达到 25.38 倍。从市净率看，2018 年初市净率 1.74 倍，2019 年市净率仍然在 1.10 左右震荡，2020 年后市净率有明显提升，从 1 月的 1.12 倍提升至 12 月的 1.7 倍。

2021 年后芯片短缺及原材料涨价对整车厂产生了较为直接的影响，导致车企的产量和销量回落，股价出现调整，2021 年 1 月初整车行业的市盈率为 26.61 倍，市净率为 1.87 倍，至 2021 年 6 月市盈率下降至 19.02 倍，市净率下降至 1.73 倍，估值水平均出现了较大幅度调整，当前整车行业的市盈率水平与 2020 年 3 月份较为接近。

图 32：整车行业 PE（剔除比亚迪、北汽蓝谷、小康股份）



图 33：整车行业 PB（剔除比亚迪、北汽蓝谷、小康股份）



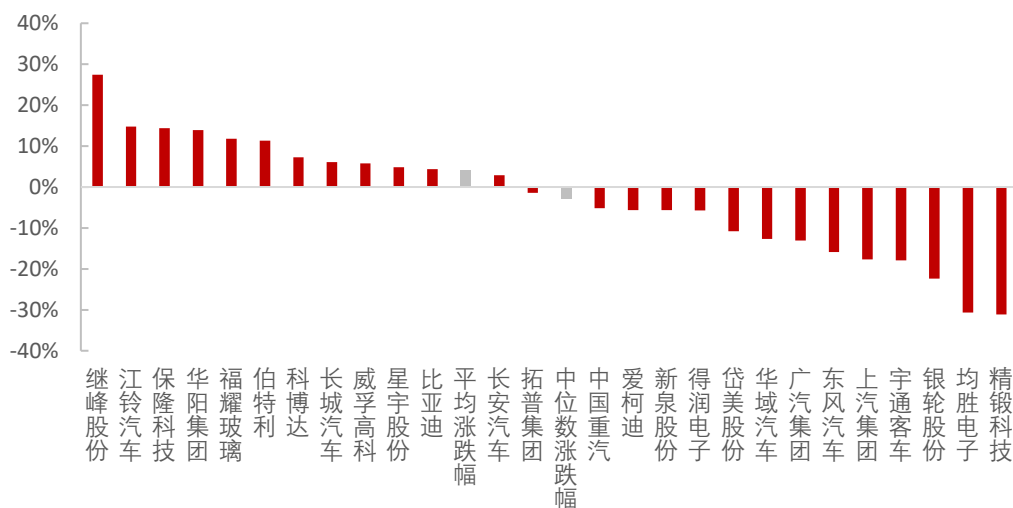
资料来源：Wind、东方证券研究所

资料来源：Wind、东方证券研究所

截止 2021 年 6 月 8 日，汽车行业各企业年初以来平均涨跌幅为 3.96%，中位数涨跌幅为-2.81%，上证指数年初至今上涨 3.08%，深证指数年初至今上涨 1.70%。年初至今主要的整车及零部件公司都出现不同程度下跌，跌幅明显比全行业平均水平及上证、深证指数更高。

整车企业中广汽集团、东风汽车、上汽集团、宇通客车跌幅居前，年初至今下跌幅度分别为-13.09%、-15.86%、-17.68%、-17.92%，零部件公司中银轮股份、均胜电子、精锻科技跌幅居前，年初至今下跌幅度分别为-22.41%、-30.68%、-31.12%，跌幅较高系受到芯片短缺及原材料价格上涨等因素影响。

图 34：整车及零部件公司年初以来涨跌幅情况（1 月 1 日至 6 月 8 日）



资料来源：Wind、东方证券研究所

从投资策略上看,下半年在大宗原材料价格高位回落及芯片逐步缓解下,预计行业将迎来补库行情,行业整体有望迎来季度环比改善。

建议关注几条主线:一是,整车关注:长安汽车(000625,买入)、吉利汽车(00175,买入)、上汽集团(600104,买入)、长城汽车(601633,未评级);二是,关注特斯拉产业链公司,如新泉股份(603179,买入)、华域汽车(600741,买入)、拓普集团(601689,买入)、银轮股份(002126,买入);三是,芯片短缺受影响较大的公司,如精锻科技(300258,买入)、克来机电(603960,买入)、科博达(603786,未评级);四是,出口产业链公司,如岱美股份(603730,买入)、爱柯迪(600933,买入)、福耀玻璃(600660,未评级);五是,汽车电子公司,如华阳集团(002906,买入)、伯特利(603596,买入)、德赛西威(002920,买入)。

表 3: 主要公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价(06-11)	EPS				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600104.SH	上汽集团	19.91	2.19	1.75	2.24	2.61	10.88	13.98	8.87	7.64
600741.SH	华域汽车	25.29	2.05	1.71	2.20	2.51	12.68	16.82	11.52	10.09
002906.SZ	华阳集团	30.48	0.16	0.38	0.60	0.86	75.45	70.45	50.88	35.63
601799.SH	星宇股份	209.77	2.86	4.20	5.27	6.57	33.21	47.75	39.81	31.93
603730.SH	岱美股份	20.26	1.08	0.68	1.01	1.23	28.00	42.08	20.04	16.48
600660.SH	福耀玻璃	57.99	1.11	1.00	1.50	1.86	21.60	48.22	38.73	31.22
002920.SZ	德赛西威	108.25	0.53	0.94	1.38	1.79	57.10	89.31	78.41	60.60
603179.SH	新泉股份	34.50	0.50	0.70	1.07	1.49	37.97	48.61	32.36	23.15
601238.SH	广汽集团	12.03	0.64	0.58	0.81	1.05	18.29	23.06	14.80	11.43
601689.SH	拓普集团	39.63	0.41	0.57	1.09	1.40	42.10	67.42	36.24	28.26
603788.SH	宁波高发	13.53	0.80	0.80	0.96	1.16	20.69	17.31	14.09	11.66
000338.SZ	潍柴动力	17.20	1.15	1.16	1.25	1.42	13.84	13.61	13.72	12.14
002074.SZ	国轩高科	36.00	0.04	0.12	0.40	0.64	363.55	334.70	90.51	56.50
300258.SZ	精锻科技	12.31	0.36	0.32	0.53	0.66	31.01	49.96	23.07	18.56
002050.SZ	三花智控	21.68	0.40	0.41	0.54	0.65	43.80	60.55	39.98	33.43
600114.SH	东睦股份	8.09	0.50	0.14	0.49	0.66	17.19	54.95	16.57	12.22
603997.SH	继峰股份	9.53	0.29	-0.25	0.51	0.67	27.72	-29.82	18.83	14.22
600699.SH	均胜电子	17.41	0.69	0.45	0.83	1.14	26.05	56.31	20.90	15.24
002126.SZ	银轮股份	10.46	0.40	0.41	0.56	0.69	20.17	33.92	18.73	15.10
300750.SZ	宁德时代	451.98	1.96	2.40	4.24	6.16	54.35	146.49	106.55	73.32
002594.SZ	比亚迪	227.02	0.56	1.48	1.84	2.47	84.48	131.29	123.44	91.73
000625.SZ	长安汽车	23.29	-0.49	0.61	0.89	1.06	-20.61	35.80	25.96	21.58
000550.SZ	江铃汽车	23.37	0.17	0.64	1.39	2.05	80.59	32.35	16.84	11.39
600933.SH	爱柯迪	14.71	0.51	0.50	0.66	0.84	27.29	31.50	22.33	17.60
603306.SH	华懋科技	30.20	0.77	0.65	0.94	1.17	18.03	35.29	32.00	25.72
603035.SH	常熟汽饰	15.74	0.77	1.05	1.24	1.60	16.88	12.80	12.72	9.84
603596.SH	伯特利	35.95	0.98	1.13	1.41	1.76	22.90	30.30	25.43	20.38
603786.SH	科博达	72.80	1.19	1.29	1.65	2.16	43.94	52.57	44.01	33.65
603960.SH	克来机电	31.93	0.38	0.50	0.68	0.99	84.08	94.83	46.77	32.34
601633.SH	长城汽车	44.30	0.49	0.58	1.01	1.30	18.06	64.69	43.78	34.21

资料来源: Wind 一致预期, 东方证券研究所(注: 吉利汽车收盘价已按人民币换算)

6 主要风险

宏观经济下行影响汽车需求。若宏观经济低于预期, 消费者推迟购车, 则将影响乘用车需求, 进而影响行业整体盈利能力。

下半年芯片供给低于预期。若下半年芯片供给低于预期, 则将影响行业产销量规模, 进而影响行业及公司盈利。

原材料价格上涨超预期。若原材料价格上涨超预期, 则将影响行业及相关公司盈利增长。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华域汽车(600741)股票达到相关上市公司已发行股份 1% 以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn