

评级：看好

岳清慧

汽车首席分析师

SAC 执证编号：S0110521050003

yueqinghui@sczq.com.cn

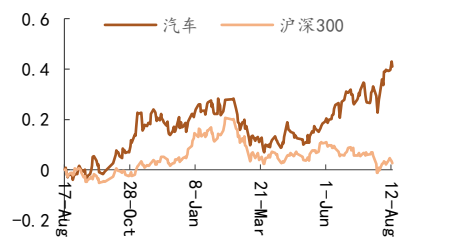
陈逸同

研究助理

SAC 执证编号：

chenyitong@sczq.com.cn

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

- 中国7月乘用车同比增速企稳，美国公布2030年新能车目标
- 汽车行业周报：Model3起步价下调、电动车三包政策明确，电动车加速主流化
- 汽车行业周报：7月乘用车零售预计小幅下行，下半年商务部全链条促进汽车消费

核心观点

- **疫情+缺芯影响，本轮库存周期中补库引而未发：**汽车行业本轮库存周期始于2019年4季度。2020年1季度疫情导致行业对需求判断悲观，未能进行大幅主动补库，2020年4季度至今缺芯影响逐步发酵，行业丧失被动补库能力。从数据看，本轮库存周期中汽车产成品本货值以及乘用车累库数量均未站稳历史新高，在中国乘用车市场仍未见顶的预期下，我们认为产业链仍有动力积极累库，库存经3年盘整有望突破向上。
- **需求端韧性较强，新能源+出口同步发力：**年内上险月度数据位于过去6年波动区间内，仍处于复苏阶段。前7月上险累计增长27.3%，预计全年逐步回落至10%-15%区间。我们认为如下因素将在下半年形成边际支撑：1) 国内方面地方置换补贴政策的推动，新能源汽车下乡政策的落地均将带来边际增量；2) 出口方面，今年1-7月我国乘用车出口累计出口达75.4万(扣除特斯拉)，同比增长96.4%，占到整体批发量的6.5%，海外市场的开拓将打开需求天花板。
- **供给端缺芯逐步缓解：**主机厂方面，近一个季度大众汽车、本田汽车、福特汽车和上汽集团均表示3季度缺芯状况将有所缓解。供应链方面，2季度瑞萨的生产商内部库存和渠道库存同步环比走高、英飞凌库存深度已环比回升至2020年下半年水平、恩智浦库存深度环比走平。我们认为随着主要车用半导体厂商库存深度的逐步恢复，结合渠道囤货在政府监管下的降温(市场监管总局8月3日表态严查囤货居奇)，国内汽车芯片供应链在3季度环比改善的概率较大。
- **趋势性补库即将开启：**今年1-7月上汽、长城、比亚迪目标完成率低于50%，上半年自主品牌经销商中有32%的目标完成率在40%以下，行业在缺芯问题缓解后补库意愿仍强。由于7月份渠道库存下降超过10万，我们假设最早于4季度开启补库，基于此测算：1) 基准条件下，假设4Q21/2022年分别补库10万/40万(对应4Q21/2022年的库存系数为1.6/1.6)，则2021/2022批售同比增速能达10%/11%；2) 若2021年补库进度低于预期(4Q21净补库为0)，则2022年行业批发同比增速有望达14%(对应2022年库存系数1.8)；3) 若2021年行业补库进度高于预期(4Q21净补库为60万)，则2021年行业批发增速有望达13%(对应2021年库存系数1.8)。综上，此轮补库大概率能够在一年周期内大幅提振行业批售，当下时点配置行业性价比很高。
- **投资建议：**我们认为需求端的韧性及供给端缺芯改善趋势均支持行业开启补库，同时2020年至今疫情和缺芯因素的压制为本轮补库储备了充足的空间。1、整车方面建议关注产品向上周期的长安汽车、比亚迪、长城汽车以及补库空间较大的上汽集团。2、零部件方面聚焦增量部件供应商，建议关注：伯特利(EPB+线控制动)、拓普集团，科博达(车身控制器)、星宇股份(智能车灯)、德赛西威(智能座舱系统)等。
- **风险提示：**缺芯缓解进度不及预期，汽车行业复苏不及预期，汽车智能化产业进程不及预期，新能源汽车产业发展不及预期。

目录

1、本轮库存周期：行业屡受干扰，未能形成趋势性补库阶段	1
1.1 库存绝对值：存货价值和乘用车累库量均未站稳新高	1
1.2 库存系数：常规波动区间为 1.3-1.9，与美国市场接近	2
2、需求：国内零售韧性较强，下半年多重因素支撑向好	3
2.1 总体：零售韧性仍强，复苏趋势延续	3
2.2 结构趋势：厂商集中度下降，经济增长较快地区销量贡献大	5
2.3 下半年边际增量-结构性因素：新能源维持强势，本土车企出口进度加速	6
2.4 下半年边际增量-政策因素：地方置换政策、新能源下乡政策助力	9
3、供给：政企共同发力，3 季度缺芯有望缓解	10
3.2 主机厂：3 季度积极展望频出，国内企业排产计划已开始走高	10
3.3 芯片供应链：芯片商 2Q21 库存环比回升，渠道商囤货受监管部门严查	11
4、补库：趋势性补库即将开启，一年维度看布局正在当下	13
4.1 量：行业冲量动力足，基准假设下 2021/2022 批售增速 10%/11%	13
4.2 价：上半年部分海外车企享受量价齐升，关注国内终端折扣走势	15

插图目录

图 1 当前汽车行业处于 2005 年以来的第 5 轮库存周期	1
图 2 本轮库存周期中我国汽车产成品存货价值未能站稳新高	2
图 3 我国乘用车渠道库存的累库进度从 2019 年便已基本停止	2
图 4 中国乘用车库存系数	3
图 5 美国轻型车销量及库存系数	3
图 6 上险数月度同比走势	4
图 7 上险数累计同比走势	4
图 8 上险数月度数值走势	4
图 9 国内车企市场份额及变化趋势	5
图 10 新能源+中高端燃油车占比提升趋势延续	5
图 11 整体上半年经济增长较好的地区贡献了较多的汽车消费增量	6
图 12 2021 年上半年新能源消费中私人占比达 77%	7
图 13 2019 年以来 A00 级别小型电动车消费复苏	7
图 14 纯电动车销量累计增速	7
图 15 混动车销量累计增速	7
图 16 我国车企出口占比持续走高	8
图 17 部分自主车企海外销量持续高增	8
图 18 部分自主品牌 8 月排产计划环比增长	11
图 19 2Q21 瑞萨的生产商内部库存及销售渠道库存均实现环比（汽车芯片）	12
图 20 恩智浦渠道库存月数环比平稳（各类芯片）	12
图 21 英飞凌渠道库存月度环比走高（各类芯片）	12
图 22 2021 上半年经销商目标完成率	13
图 23 核心自主车企及日企受到缺芯影响较小	15
图 24 2021 上半年多家主机厂税前利润已攀升至近年高点	16
图 25 2021 上半年多家主机厂利润率已攀升至近年高点	16

图 26 当前全球主要车市并未恢复到 16-18 年间高点.....16  
图 27 1H2021 终端价格回升及销售结构改善在 EBIT 同比增加数值中的占比.....17  
图 28 美国新车价格指数创下历史新高.....17  
图 29 渠道库存变化对乘用车终端优惠指数有一定的领先性.....17

### 表格目录

表 1 全球新能源车渗透率对比.....7  
表 2 多地已经逐步落地了新能源车下乡活动.....9  
表 3 地方置换补贴政策汇总.....9  
表 4 多家主机厂针对缺芯问题发声.....10  
表 5 2021 年前 7 月主机厂目标完成率.....13  
表 6 我们基准模型下 2021/2022 年批发量同比分别为 10.4%/11.3%.....14  
表 7 2021 年批发量对于 4Q21 补库量的敏感性分析.....14  
表 8 2022 年批发量同比增速对于补库量的敏感性分析(横轴为 2022 年全年补库数量,纵轴为 4Q21 补库数量,单位万).....14  
表 9 2022 年加权库存系数对于补库量的敏感性分析(横轴为 2022 年全年补库数量,纵轴为 4Q21 补库数量,单位万).....15

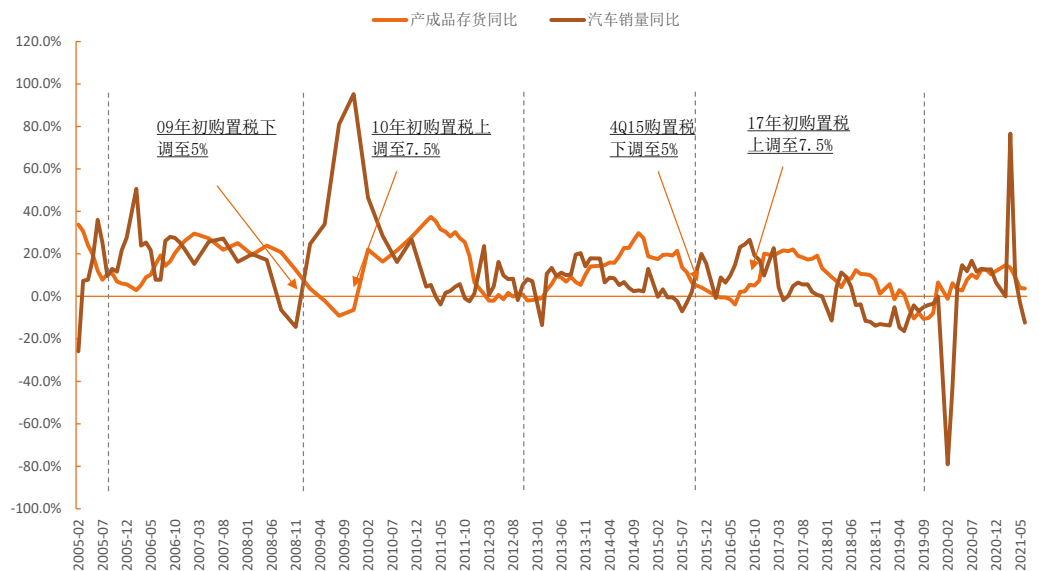
## 1、本轮库存周期：行业屡受干扰，未能形成趋势性补库阶段

### 1.1 库存绝对值：存货价值和乘用车累库量均未站稳新高

当前汽车行业处于 2019 年 4 季度开始的库存周期中。结合汽车产成品存货和销量同比增速来看，我国汽车市场在过去 15 年里曾存在与宏观经济相关的 3-4 年库存周期。其中 2009、2015 年两次库存周期底部伴随着国家推出刺激政策而形成，待产业链补库开始后政府逐步回调购置税税率。

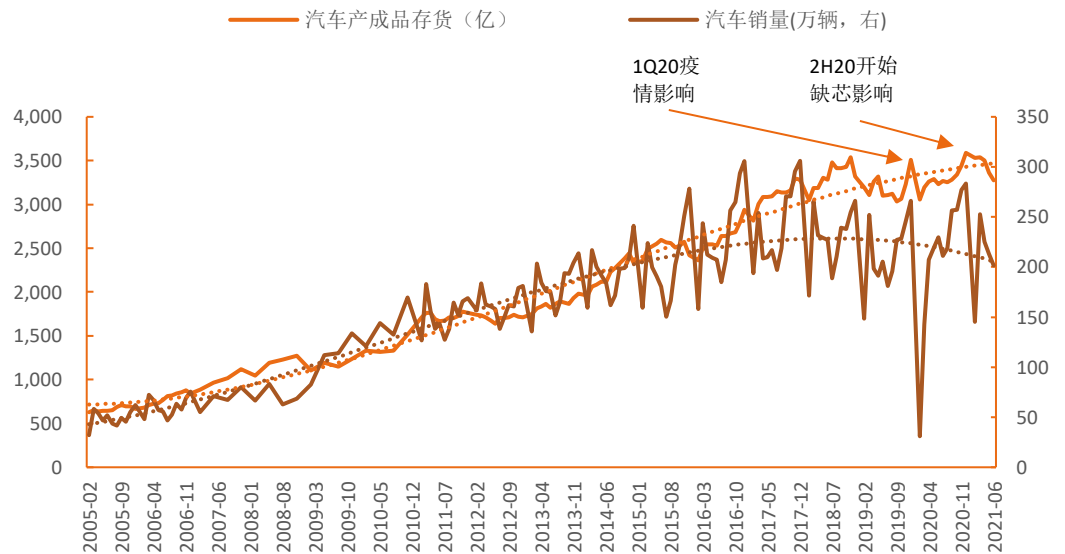
本轮库存周期与之前几轮有一定差异：1)我国乘用车市场于 2018 年经历首次下滑，行业整体的预期可能偏保守；2)本轮补库周期在 2020 年 1 季度受到疫情影响，在 2020 年下半年至今受到缺芯压制。反应到数据上，我国汽车产成品库存未能发生累库，表现在存货价值上为没有站稳新高。

图 1 当前汽车行业处于 2005 年以来的第 5 轮库存周期



资料来源：Wind，中汽协，首创证券

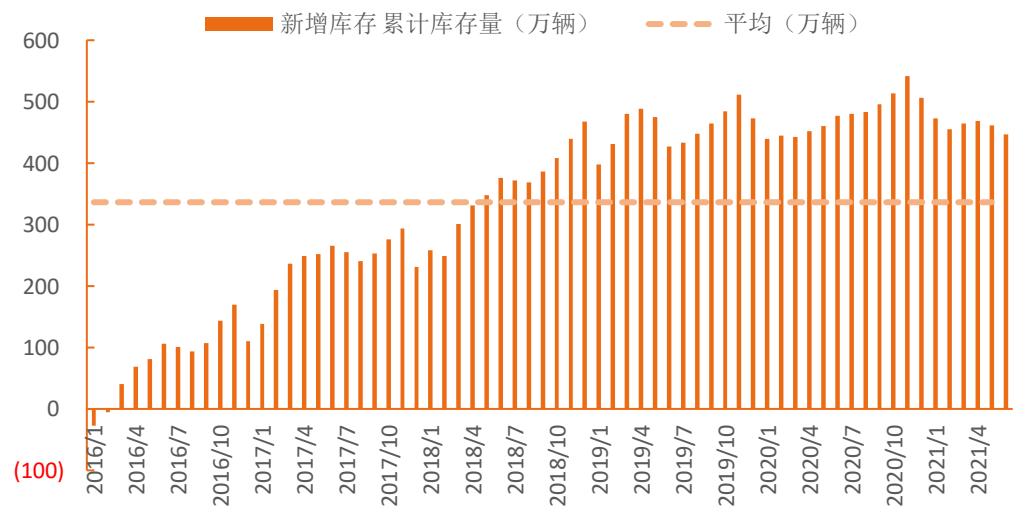
图 2 本轮库存周期中我国汽车产成品存货价值未能站稳新高



资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

从乘用车看: 2019 年至今行业累库已停滞, 显示行业开始应对中期调整趋势。我们从 2016 年 1 月份开始计算行业整体的渠道库存累库趋势 (仅参考走势), 结果显示行业累库进度在 2019 年年初便已经停滞, 显示行业在面临景气度下行时已经开始采取应对措施。

图 3 我国乘用车渠道库存的累库进度从 2019 年便已基本停止

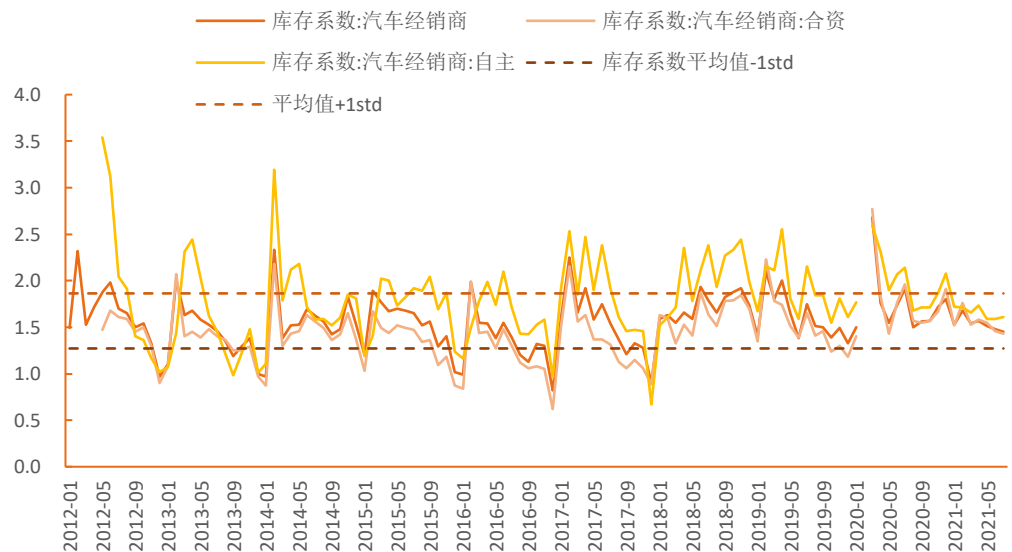


资料来源: Wind, 中汽协, 上险数, 海关总署, 首创证券

## 1.2 库存系数: 常规波动区间为 1.3-1.9, 与美国市场接近

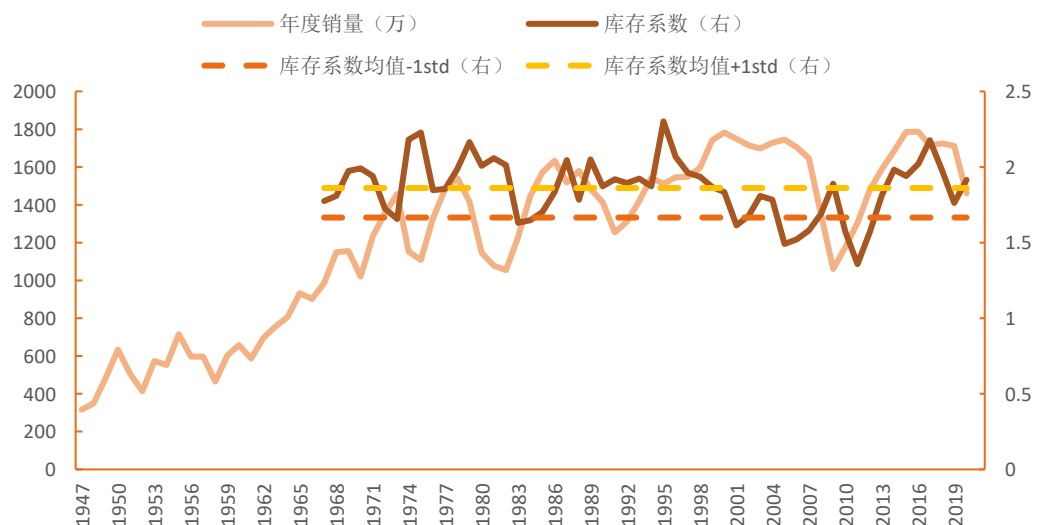
中国乘用车库存系数波动区间与美国接近。我国乘用车月度库存系数 $\pm 1$ 倍标准差区间为 1.3-1.9, 美国车市的库存系数中枢在 1.4-2.5 之间 (月度加权平均),  $\pm 1$ 倍标准差区间为 1.7-1.9。总体上我国库存系数波动区间与成熟市场接近。

图 4 中国乘用车库存系数



资料来源: Wind, 汽车流通协会, 首创证券

图 5 美国轻型车销量及库存系数



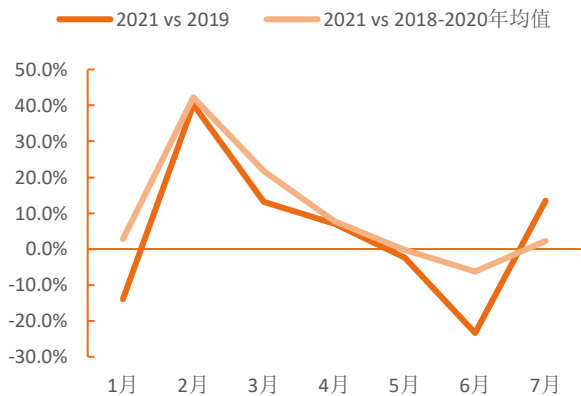
资料来源: Wind, 首创证券

## 2、需求：国内零售韧性强，下半年多重因素支撑向好

### 2.1 总体：零售韧性仍强，复苏趋势延续

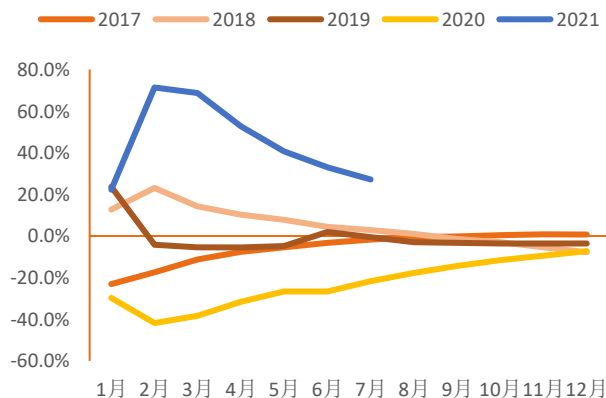
零售累计同比增速位于近年高位。以上险数近似代表本土零售，1) 月度同比看，由于 2020 年疫情干扰，选取 2019 年及 2018-2020 年均值两个基期进行观察。其中以 3 年均值为基期的同比数值波动较小，4M21-7M21 的同比数值已进入小幅波动区间(-6%至+8%)；2) 累计同比看，在 2020 年上半年低基数效应下 2021 年至今上险数累计同比增速位于近年高位区间，2021 年前 7 月累计分别同比+27.3%。下半年开始基数效应逐步消退，全年上险的累计增速预计向常规波动区间靠拢。

图 6 上险数月度同比走势



资料来源: Wind, 上险数, 首创证券

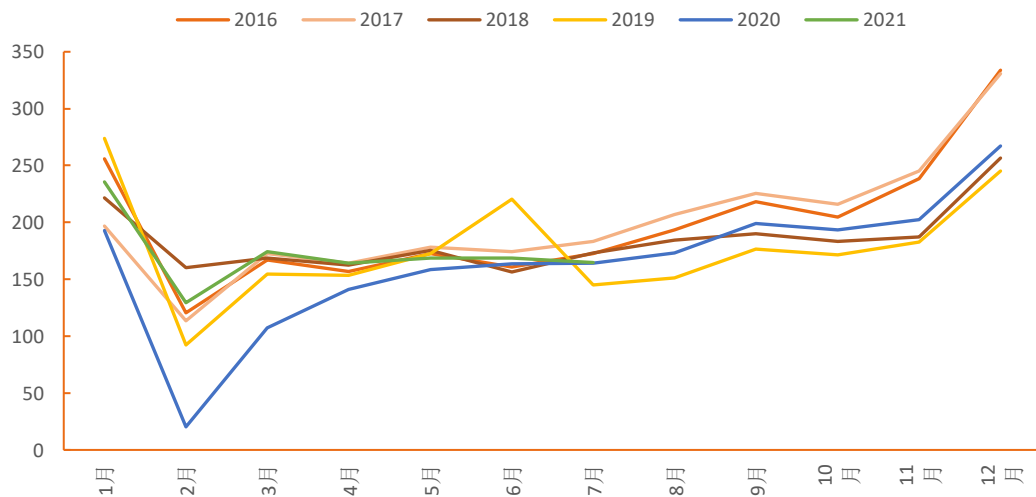
图 7 上险数累计同比走势



资料来源: Wind, 上险数, 首创证券

零售量在近 6 年销量区间中波动。今年前 7 个月的月度上险数处于近 6 年的波动区间之内, 总体仍处于恢复阶段。

图 8 上险数月度数值走势



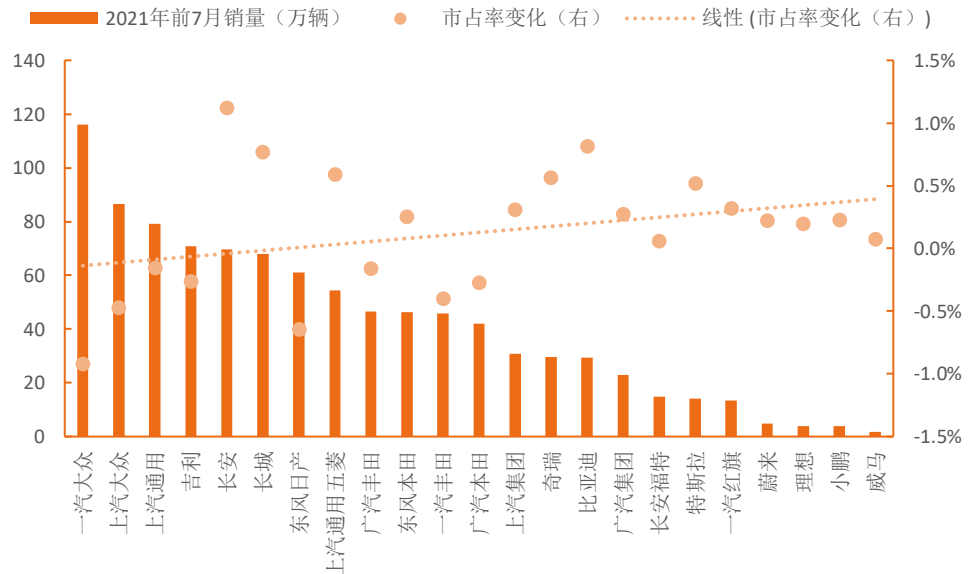
资料来源: Wind, 上险数, 首创证券



## 2.2 结构趋势：厂商集中度下降，经济增长较快地区销量贡献大

头部车企份额下滑，市场集中度下降。1) 头部车企份额下滑，2021年前7月份额前5名的车企中一汽大众(#1)、上汽大众(#2)、上汽通用(#3)、吉利汽车(#4)市场份额均有所下滑；2) 从市占率变化线性拟合结果看(斜率为正)，市场份额有分散的趋势，以特斯拉和本土造车新势力为代表的新兴造车企业占比有所提升。

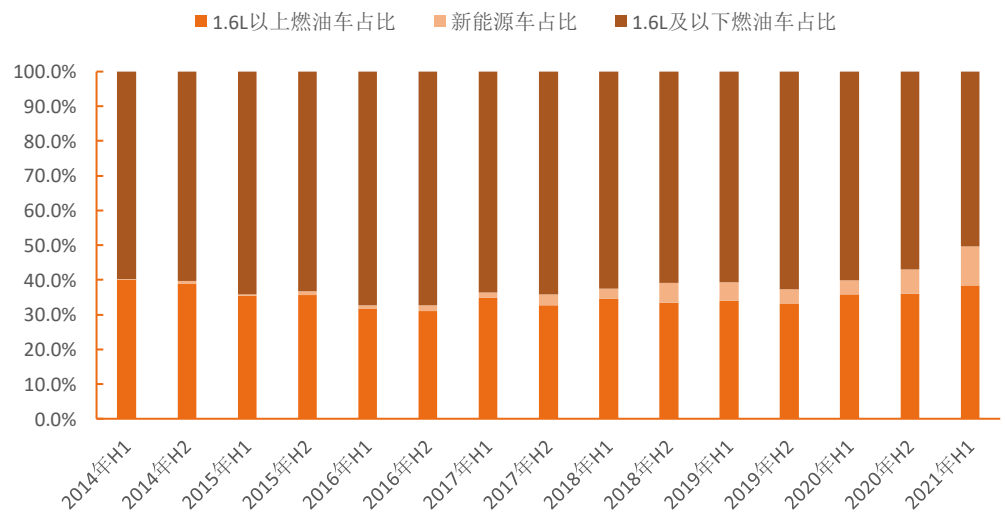
图 9 国内车企市场份额及变化趋势



资料来源: Wind, 上险数, 首创证券

新能源+中高端燃油车占比提升趋势延续。1) 新能源车延续了从2020年上半年以来的市占率扩张趋势，预计下半年新能源仍将贡献显著增量。2) 中高端燃油车占比提升趋势延续。1.6L以上中高端燃油车占比从2019年下半年至今保持份额扩张趋势，显示消费者购置中高配及豪华品牌车辆占比提升。

图 10 新能源+中高端燃油车占比提升趋势延续

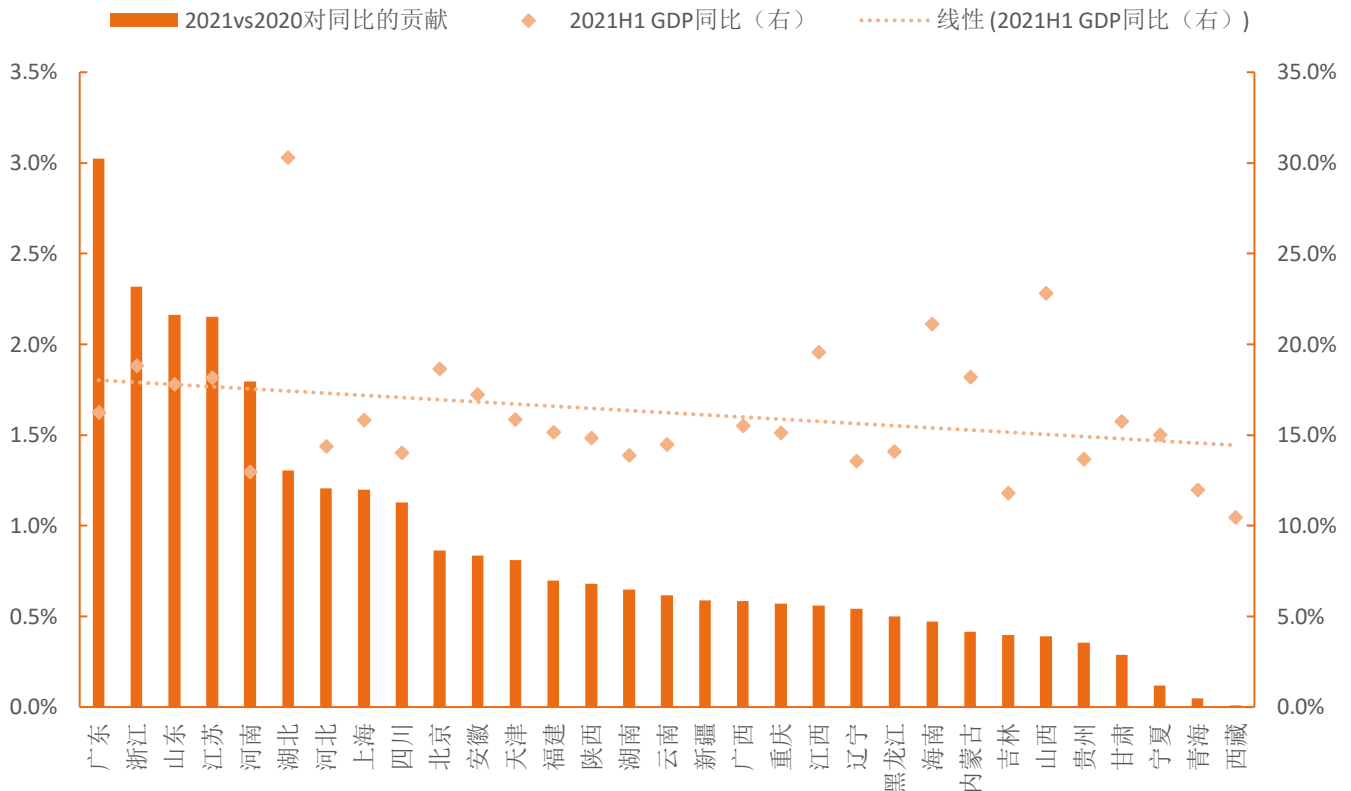


资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券



经济增长较快地区拉动汽车销售。从分区域数据看，2021年至今广东、浙江、山东等经济高速恢复地区贡献了最大的增量，整体上经济增速较快的区域对车市复苏的带动效应较强。

图 11 整体上半年经济增长较好的地区贡献了较多的汽车消费增量



资料来源: Wind, 上险数, 首创证券

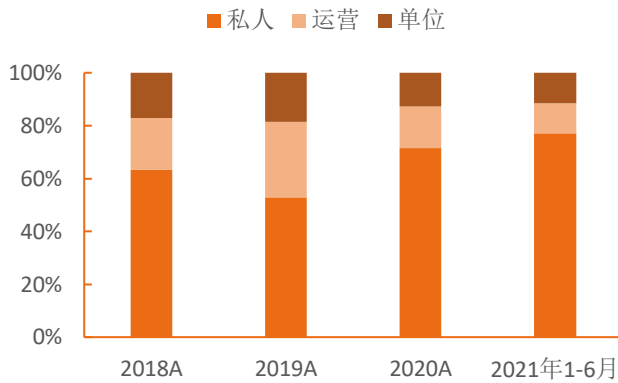
注: 销量按 1-7 月累计值计算, GDP 取 2021 年上半年不变价 GDP 增速

## 2.3 下半年边际增量-结构性因素: 新能源维持强势, 本土车企出口进度加速

### 私人消费者驱动新能源消费, 市场渗透率创新高

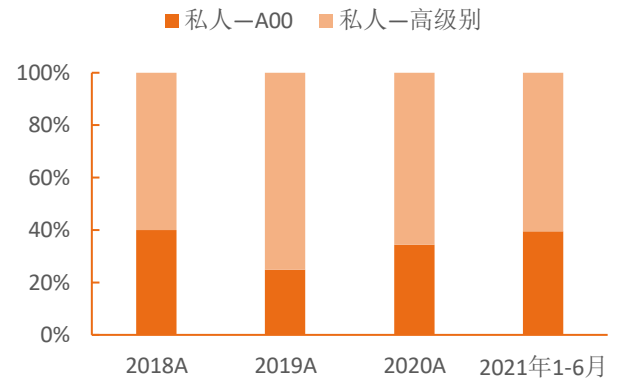
新能源消费受私人消费者驱动。2021 年上半年我国新能源车中私人消费占比达到 77%，创下近 4 年新高。主要面向个人的 A00 级别车占比由 2019 年低点的 25% 提升至 2021 年上半年的 40%。

图 12 2021 年上半年新能源消费中私人占比达 77%



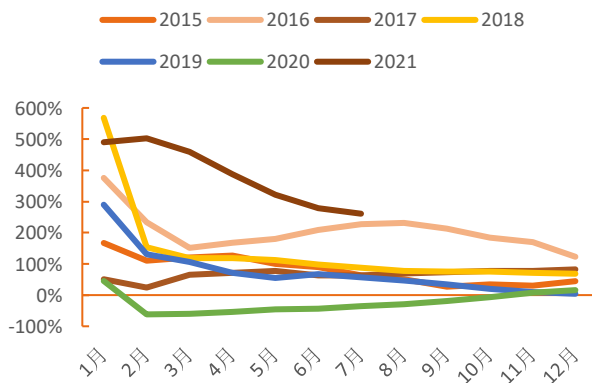
资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

图 13 2019 年以来 A00 级别小型电动车消费复苏



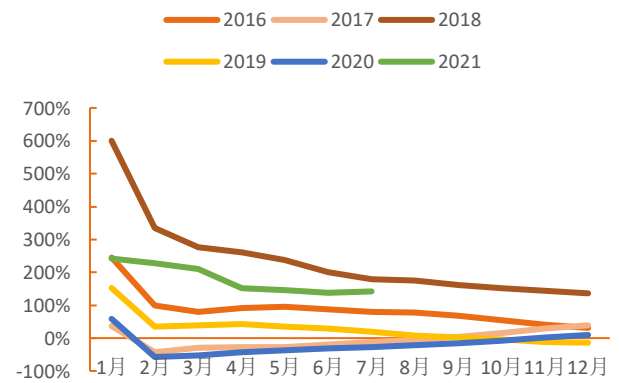
资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

图 14 纯电动车销量累计增速



资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

图 15 混动车销量累计增速



资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

**新能源渗透率创新高。**国际对比来看, 2021H1 我国新能源车渗透率已达到 10%, 低于欧洲部分国家, 远高于美国、日本。新能源车对整体车市的提振作用将逐步显著。

表 1 全球新能源车渗透率对比

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
中国	1%	2%	4%	4%	5%	10%
美国	1%	1%	2%	2%	2%	3%
德国	1%	1%	2%	3%	14%	22%
法国	1%	2%	2%	3%	9%	12%
英国	1%	2%	2%	3%	9%	13%
瑞典	3%	5%	7%	10%	28%	35%
挪威	22%	30%	39%	44%	61%	68%
日本	0%	1%	1%	1%	1%	1%
韩国	0%	1%	3%	2%	3%	6%

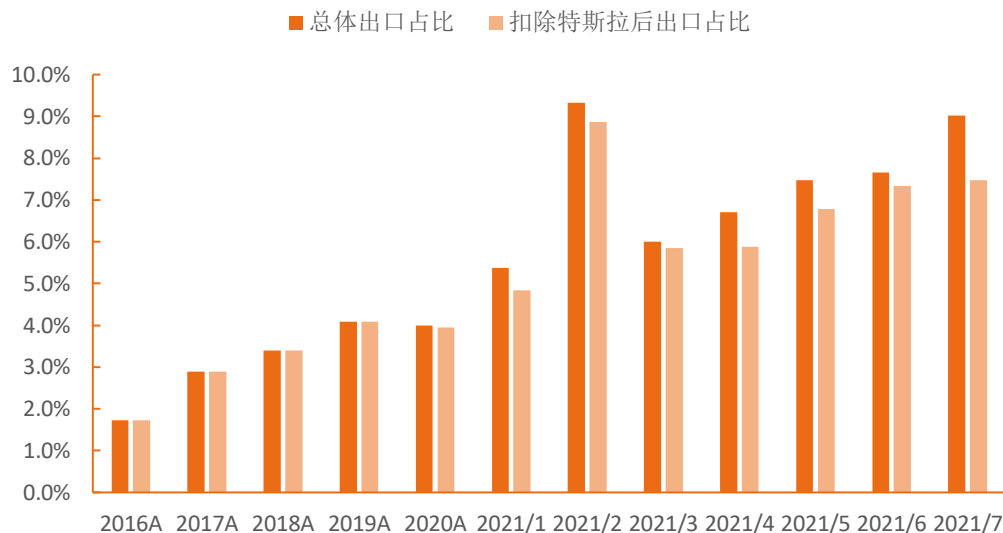
资料来源: Wind, 乘联会, 首创证券

出口占比显著增长，有望打开车企市场空间天花板

7月我国汽车出口量达17.4万，其中乘用车出口14.0万，均创历史新高。乘用车方面，今年1-7月扣除特斯拉影响后（特斯拉出口约7.4万）累计出口达75.4万，同比+96.4%，占到整体批发量的6.5%。

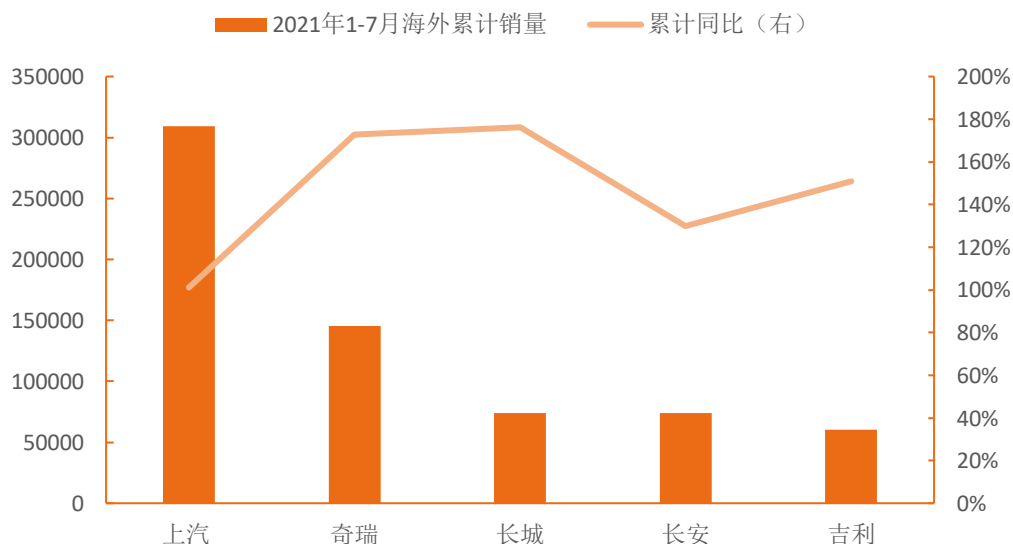
本土车企方面，今年前7个月累计出口/海外销售领先企业有：上汽（海外销售30.9万）、奇瑞（出口14.5万）、长城（海外销售7.4万）、长安（海外销售7.4万）、吉利（出口6万），率先开拓海外市场的企业有望率先打开市场空间天花板。

图 16 我国车企出口占比持续走高



资料来源：Wind，中汽协，海关总署，首创证券

图 17 部分自主车企海外销量持续高增



资料来源：Wind，各公司公告，各公司官方公众号，首创证券

## 2.4 下半年边际增量-政策因素：地方置换政策、新能源下乡政策助力

新能源汽车下乡活动推进中，预计能够提供显著增量。2020年8月开始的新能源汽车下乡活动在2020年通过5场活动便实现了20万辆销售（中汽协数据）。2021年新能源下乡已于4月29日正式启动，同比来看今年活动时间更长、覆盖区域更广，预计下半年能够提供显著增量。

表 2 多地已经逐步落地了新能源车下乡活动

日期	举办地	活动概况
4月29日	江苏溧阳	4月29日，“绿色、低碳、智能、安全——一步跨入‘新’时代，助力全面推进乡村振兴”2021年新能源汽车下乡活动启动仪式（江苏溧阳站）暨江苏省新能源汽车推广应用系列活动在溧阳市拉开帷幕。活动期间，溧阳市人民广场上还举办了新能源汽车下乡展、公共领域新能源汽车展和国网综合展览，参展品牌包括理想、蔚来、极狐、上汽大通、荣威、名爵、欧拉、起亚等三十余个，展品囊括了乘用车、商用车、专用车、新能源汽车零部件等多个品类，活动现场成交34台。
5月1日	湖北襄阳	2021年5月1日—5月5日，襄阳国际车展暨襄阳首届汽车文化节在襄阳西汽车客运站成功举办。结合国家工信部、农业部、商务部和国家能源局等四部门2021年新能源汽车下乡活动要求，襄阳市经信局联合襄阳市公交集团专门设置了新能源汽车下乡展区，组织东风股份、东风日产、神龙公司、中车九州等襄阳新能源汽车企业参加车展，开展产销对接，新能源汽车销售超过100台。
5月14日	山东青岛	2021年5月12日，由市工业和信息化局、市商务局、市农业农村局、市发展改革委联合举办的青岛市2021年新能源汽车下乡活动启动仪式在青岛国际会展中心举行。
6月11日	重庆	2021年6月11日，2021年新能源汽车下乡活动重庆站正式启动。在重庆市国际会展中心设立新能源汽车下乡车型展，组织了14家汽车企业16个品牌59款车型积极参与，并在万州、涪陵、黔江、铜梁等县区举办专场巡展。活动吸引了广大消费者纷纷前往现场驾乘体验、选车购车。
6月25日	江苏南京	6月25日，2021年新能源汽车下乡活动江苏南京站正式启动，共39个品牌积极参与。江苏省目标实现车辆销售、充电设施、交通法规、金融服务、维修保养、视频直播“六位一体”同步下乡，陆续走进江苏省3个设区市、3个县级城市、3个重点乡镇，并举办新能源汽车进机关、进园区、进高校等一系列推广活动
7月24日	江西鹰潭	今年6月起，由江西省工业和信息化厅、江西省农业农村厅、江西省商务厅、江西省能源局等部门联合组织，江西省汽车工业协会承办的，以“绿色、低碳、智能、安全——一步跨入‘新’时代，助力全面推进乡村振兴”为主题的2021年江西省新能源汽车下乡活动，先后在萍乡、南昌、鹰潭三城开展。
7月30日	广西南宁	7月30日，广西首届新能源汽车下乡活动启动仪式在南宁华南城会展中心隆重举行。多款新能源汽车、充电桩、电池等品牌产品亮相。2021年，自治区政府决定实施新能源汽车下乡三年行动计划，明确到2023年底，全区新增新能源汽车28.2万辆以上，新增充电桩8万个以上，在广西提前两年实现国家规划要求的增量汽车电动化率达到20%的目标。

资料来源：Wind，首创证券整理

多地置换补贴政策正在施行。推行置换着眼于加速汽车流通，置换车辆主要出口为二手车/报废车，具体来看：1) 1H21国内二手车交易量超840万辆（占同期新车销售65%），同比+52.9%，仍远低于美国水平（2020年美国二手车交易量为新车的2.4倍）。二手车市场的发展一方面将加速车辆置换者对新车的购置，另一方面将加速我国用车人口的提升；2) 2021年上半年我国报废机动车回收量达130.5万辆（占保有量的0.4%），同比+41.3%。根据商务部的数据，2015-2020年我国报废汽车回收率在0.7%-1.0%间波动，远低于美、日、欧等发达国家的5%-8%的水平，仍有很大提升空间。2009年我国车市正式突破千万量级，随着这部分车型逐步达到生命周期末期及国内车辆报废政策的完善，车辆更新需求将在近年开始加速释放。

当前正在推行置换补贴的广东、上海、北京在今年前7个月合计销量占到全国市场17%，发达地区置换补贴政策对车市能够产生积极影响。

表 3 地方置换补贴政策汇总

省市	地方政策	政策时效	政策范围	补贴标准
广东省	广东省发展和改革委员会发布了《广东省2021年汽车以旧换新专项行动公告》，计划安排8亿元补贴资金，大力支持开展汽车以	2021/7/1-2021/12/31	持有广东号牌的个人消费者报废或转出本人名下老旧汽车，在省内购买以旧换新推广车型范围内的新车，并在省内完成机动车注册登记的，可申请补贴。	报废旧车，购买新能源车的在使用环节补贴资金10000元/辆、购买燃油车的补贴5000元/辆；转出旧车，购买新能源车的在使用环节补贴资金8000元/辆、购买燃油车的补贴3000元/辆。

旧换新专项行动。

上海市	上海市发布最新《本市老旧汽车报废更新补贴实施细则》	2021/1/1-2021/12/31	个人消费者报废或转出在本市注册登记的国四及以下排放标准的燃油汽车，同时在本市注册登记的汽车销售企业购买符合要求的国六及以上排放标准燃油新车，可申请补贴。	对符合上述申领条件的车辆，经车辆产权人申请并通过审核后，可以享受每辆车2800元的补贴。
北京市	北京市正式发布《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)》。	2021/1/1-2021/12/31	报废或转出本市的高排放老旧机动车可享受政府补助。有强制报废期限的车辆需提前1年及以上进行解体报废方可享受政府补助。	1) 报废高排放老旧载客汽车补助标准：微型/小型/中型/大型分别补贴3200/8000/5600/17600/11200元。 2) 转出高排放老旧载客汽车补助标准：微型/小型/中型/大型分别补贴1600/4000/2800/8800/5600元。报废奖励可以直接冲抵车款
郑州市	7月29日，据郑州市财政局、郑州市公安局、郑州市商务局等五个部门联合印发的《郑州市车辆受损报废的车主购置新车补贴办法》	-	在本次水灾中受损报废的郑州本地牌照（豫A和豫V）民用汽车	据《补贴办法》，符合资格的车主在报废受损车辆后购置新能源汽车时，除可享受每辆车基础补贴5000元外，还可以根据受损报废车辆的行驶年限获得差异化补贴： 行驶0-3年（含3年）车辆，补贴为10000元； 行驶3-6年（含6年）车辆，补贴为8000元； 行驶6年以上车辆，补贴为5000元。

资料来源：Wind，首创证券整理

### 3、供给：政企共同发力，3季度缺芯有望缓解

#### 3.2 主机厂：3季度积极展望频出，国内企业排产计划已开始走高

部分大型主机厂对下半年缺芯改善预期乐观。近一个季度多家大型主机厂对下半年芯片供应趋势发声，其中大众汽车、本田汽车、福特汽车和上汽集团均表示3季度缺芯状况将有所缓解，虽然主机厂普遍判断汽车芯片供应紧平衡将持续，但边际向好的趋势逐步得到确认。

表 4 多家主机厂针对缺芯问题发声

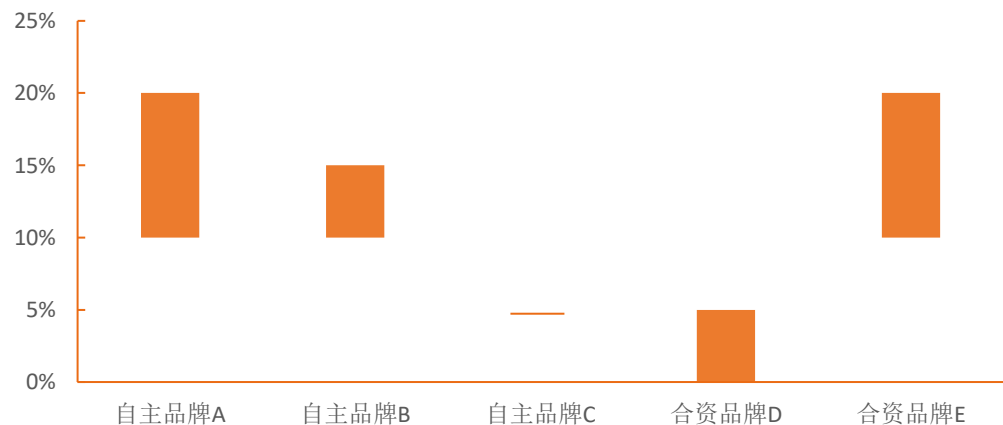
公司	时间	缺芯判断	对三季度/下半年判断
大众	2021.6	大众汽车一位董事会成员对德国《商报》（Handelsblatt）表示，该公司预计到第三季度，全球半导体供应短缺情况将有所缓解，但从长期来看，供应瓶颈仍将持续。	正面
本田	2021.8	“在我们的实际生产中，约有17-18万辆新车受到芯片供给的影响。至于芯片短缺将持续到什么时候，我们基本上想在下半年挽回，正因为此，本田对这一财年的销量预期进行了15万辆的下调，这也是考虑到芯片的影响将在4-6月达到高峰，7-9月将有所缓解。”	正面
福特	2021.6	福斯董事会采购主管Murat Aksel曾表示，预期芯片供应短缺的问题将在第三季度获得缓解，但是长期供应瓶颈仍将继续存在，因为建立新的产能需要长达2年的时间。长远来看，全球芯片仍将出现10%供给缺口。	正面
上汽集团	2021.8	公司应对芯片短缺已取得实际效果。随着近期国内芯片短缺逐步缓解，公司将加快生产节奏，全力推动批售回补。	正面
梅赛德斯	2021.7	戴姆勒此前表示，全球半导体短缺将影响梅赛德斯奔驰的增长，该公司预计芯片供应不足的局面将持续到下半年，继续抑制其增长。戴姆勒CEO康林松（Ola Kallenius）表示：“当前整个行业都在苦苦挣扎，汽车的交付时间变长了，不幸的是，我们的客户也受到了影响。我们正在竭尽所能，将影响降至最低。”	中性
宝马	2021.8	宝马财务董事尼古拉斯·彼得表示：“宝马预计下半年的产量依然会受芯片短缺影响，预计2021年会少生产、销售7万到9万辆汽车。”	中性

马自达	2021.5	而面对 2022 年 3 月期财年（2021 年 4 月-2022 年 3 月）的销量预期，该公司保守地估计将有 10 万辆的减产体量是因芯片不足，如若采购与库存管理较为出色，相关影响或将降低至 7 万辆。但是，马自达此前也预估 4 月新车将因芯片减产 1.4 万辆，5 月则至少减产 1 万辆。	负面
沃尔沃	2021.6	沃尔沃预计 2021 年下半年会受到芯片短缺的影响而导致业绩情况不容乐观。	负面
通用	2021.6	6 月 16 日，通用汽车首席财务官 Paul Jacobson 表示，该公司预计芯片短缺持续和通货膨胀加剧将使其下半年的支出增加 30 亿美元。其中原因包括第三季度将遭受的零部件短缺超过预期，商品价格上涨，后者将迫使通用的支出较上半年多 20 亿美元。	负面
日产	2021.6	日产因芯片而减产的新车在 4-9 月将达到 50 万辆左右	负面

资料来源：Wind，首创证券整理

国内车企 8 月排产有望环比上升。目前国内多家主机厂的 8 月排产呈现出积极态势，8 月排产预期环比增长中枢为+10%。

图 18 部分自主品牌 8 月排产计划环比增长



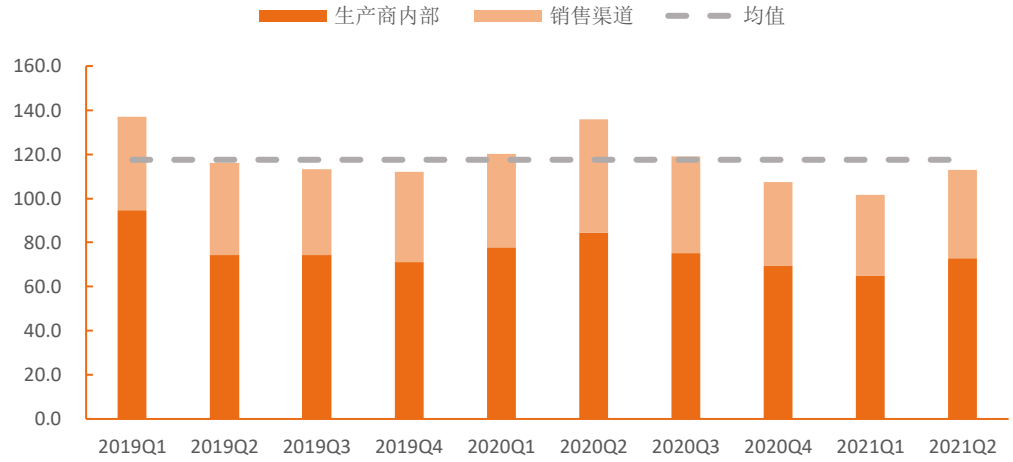
资料来源：Wind，首创证券整理

### 3.3 芯片供应链：芯片商 2Q21 库存环比回升，渠道商囤货受监管部门严查

主要车用半导体生产厂商 2Q21 库存环比企稳回升。2 季度部分主要车用半导体厂商瑞萨、英飞凌、恩智浦等库存深度已经呈现环比企稳走高态势，具体来看：瑞萨的生产商内部库存和渠道库存同步环比走高，英飞凌库存深度已环比回升至 2020 年下半年水平，恩智浦库存深度则实现了环比走平。

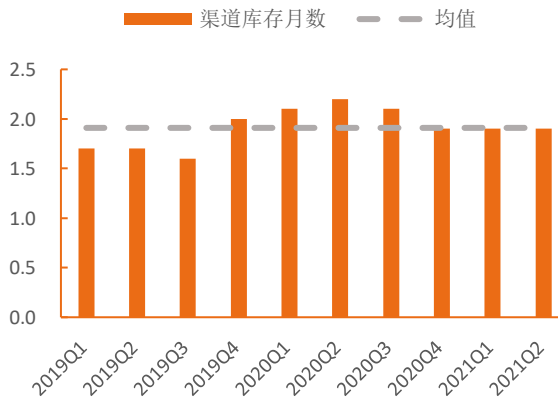
我们认为随着主要车用半导体厂商库存深度的逐步恢复，结合渠道商囤货在政府监管下的降温（市场监管总局 8 月 3 日表态严查囤货居奇），国内汽车芯片供应链在 3 季度环比改善的概率较大。

图 19 2Q21 瑞萨的生产商内部库存及销售渠道库存均实现环比（汽车芯片）



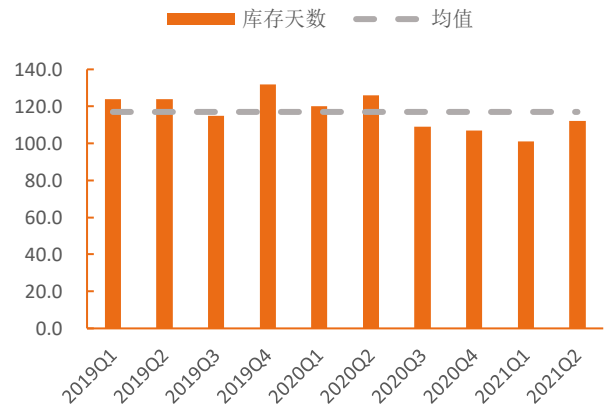
资料来源: Wind, 瑞萨, 首创证券

图 20 恩智浦渠道库存月数环比平稳（各类芯片）



资料来源: Wind, 恩智浦, 首创证券

图 21 英飞凌渠道库存月度环比走高（各类芯片）



资料来源: Wind, 英飞凌, 首创证券



## 4、补库：趋势性补库即将开启，一年维度看布局正在当下

### 4.1 量：行业冲量动力足，基准假设下 2021/2022 批售增速 10%/11%

主机厂与经销商的目标完成率分化严重，落后主体补库预期强烈。1) 主机厂方面，前 7 个月长安汽车目标完成率超过 60%，上汽、长城、比亚迪等完成率低于 50%；2) 经销商方面，中国汽车流通协会调查显示上半年完成 50%+ 销量目标的经销商占比为 34.1%。其中自主品牌两极分化较为严重，完成率超过 50% 的占比达到 38.6%，但另外有 31.8% 的经销商目标完成率仅为 40% 以下，下半年存在较大的冲量空间。

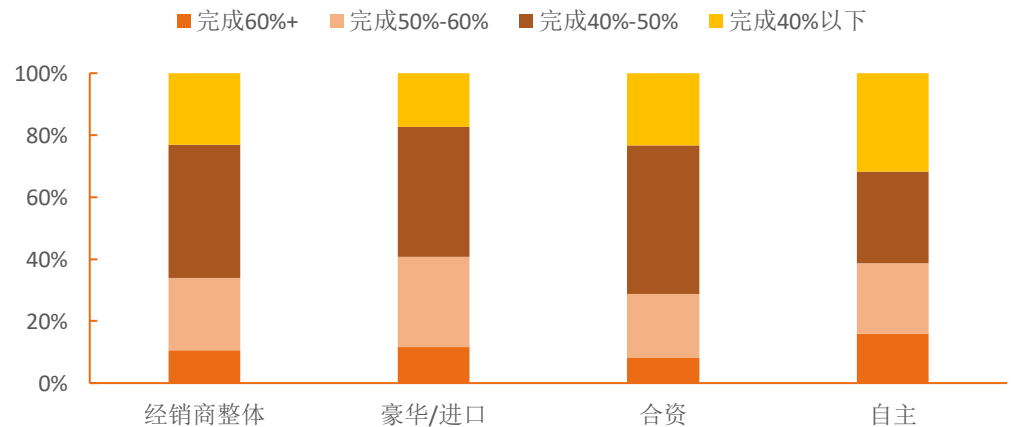
表 5 2021 年前 7 月主机厂目标完成率

	2021 年销量目标 (万)	2021 年 1-7 月销量 (万)	2021 年 1-7 月销量占比
长安汽车	220	138	63%
吉利汽车	132	73	55%
广汽集团	225	121	54%
东风汽车	385	191	50%
一汽集团	400	220	55%
长城汽车	149	71	48%
上汽集团	617	265	43%
比亚迪	80	30	38%

资料来源：Wind，中汽协，首创证券

注：长城汽车销量目标取股权激励考核下限

图 22 2021 上半年经销商目标完成率



资料来源：Wind，首创证券

销量预测：基准情况下我们假设 4Q21 净补库 10 万，2022 年净补库 40 万，对应于 2021 年/2022 年批发量同比增速 10.4%/11.3%。

基于批发+进口-零售-出口=净库存的关系，我们做出如下核心假设来推算批发量：

1) 零售：考虑到 2020 年下半年国内乘用车需求回暖，假设国内终端实际需求在 3Q21/4Q21 分别同比持平/-2.0%；假设 2021 年我国乘用车需求增速与经济发展同步，给予 5% 增速。

2) 净库存：7 月份我国乘用车库存净下降 13 万，进一步考虑缺芯改善不确定性，我们假设行业从 4Q21 开始实现净补库。假设 4Q21/2022 年分别净补库 10 万/40 万（对

应于 4Q21/2022 年的库存系数水平为 1.6/1.6)，该假设下行业整体库存深度在缺芯影响峰值过去后实现温和企稳回升。

表 6 我们基准模型下 2021/2022 年批发量同比分别为 10.4%/11.3%

	2021E				2021E	2022E
	1Q	2Q	3QE	4QE		
实际需求 (万)	550	516	542	661	2270	2383
yoy	71.8%	11.4%	0.0%	-2.0%	10.4%	5.0%
缺芯当期影响 (负值为减少实际 上险, 正值为增加实际上险, 万)	-10	-15	3	13	-9	27
上险数 (万)	540	502	545	675	2261	2410
yoy	68.6%	8.3%	1.5%	1.7%	14.0%	6.6%
出口-进口 (万)	10	6	-5	-1	10	14
库存变化 (万)	-42	-16	0	10	-48	40
批发 (万)	507	492	540	684	2223	2475
yoy	76.6%	-1.1%	-1.9%	0.8%	10.4%	11.3%
库存系数	1.6	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源: Wind, 中汽协, 上险数, 海关总署, 首创证券

一年周期看, 次轮补库将为行业带来高确定性增量。

基于补库开始节点进行敏感性分析, 在库存系数低于 1.9 的制约下 (常规波动区间):  
 1) 若 2021 年补库进度低于预期 (4Q21 补库为 0), 我们预计 2022 年行业批发同比增速最高可达 14%;  
 2) 若 2021 年行业补库进度高于预期 (4Q21 补库 60 万), 则 2021 年批发增速可达 13%。

可以看到, 2021 和 2022 年批量增速间存在一定相互制约关系, 但从一年维度看补库能够为行业带来高确定性增量。

表 7 2021 年批发量对于 4Q21 补库量的敏感性分析

4Q21 补库数量 (万)	2021 批发量同比增速	4Q21 库存系数
0	9.9%	1.5
10	10.4%	1.6
20	10.9%	1.6
30	11.4%	1.7
40	11.9%	1.7
50	12.4%	1.8
60	12.9%	1.8

资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

表 8 2022 年批发量同比增速对于补库量的敏感性分析 (横轴为 2022 年全年补库数量, 纵轴为 4Q21 补库数量, 单位万)

	0	10	20	30	40	50	60	70	80
0	10.0%	10.4%	10.9%	11.3%	11.8%	12.2%	12.7%	13.1%	13.6%
10	9.5%	9.9%	10.4%	10.8%	11.3%	11.7%	12.2%	12.6%	13.1%
20	9.0%	9.4%	9.9%	10.3%	10.8%	11.2%	11.7%	12.1%	12.6%
30	8.5%	9.0%	9.4%	9.8%	10.3%	10.7%	11.2%	11.6%	12.1%

40	8.0%	8.5%	8.9%	9.4%	9.8%	10.2%	10.7%	11.1%	11.6%
50	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%	9.3%	9.8%	10.2%	10.6%	11.1%
60	7.1%	7.5%	8.0%	8.4%	8.8%	9.3%	9.7%	10.2%	10.6%

资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

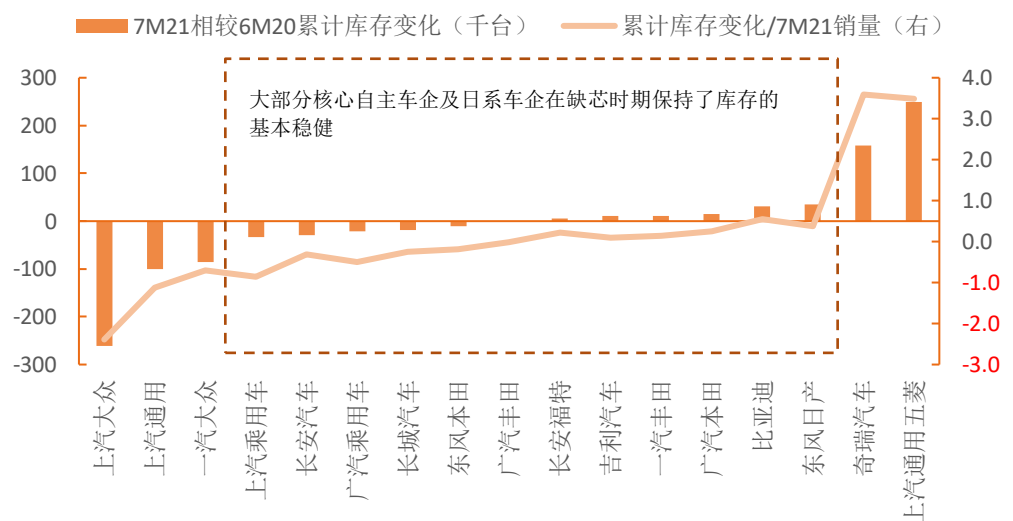
表 9 2022 年加权库存系数对于补库量的敏感性分析 (横轴为 2022 年全年补库数量, 纵轴为 4Q21 补库数量, 单位万)

	0	10	20	30	40	50	60	70	80
0	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
10	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8
20	1.5	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9
30	1.5	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9
40	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0
50	1.6	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
60	1.7	1.7	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1

资料来源: Wind, 中汽协, 首创证券

德系、美系在过去 1 年中库存下滑显著, 库存回补空间最大。取过去一年时间来观察国内主要主机厂在缺芯时间段受到的影响。从累计库存变化看, 南北大众、上汽通用受到较大的影响, 大部分的自主车企及日系车企库存存在 1 个月销量以内波动。

图 23 核心自主车企及日企受到缺芯影响较小



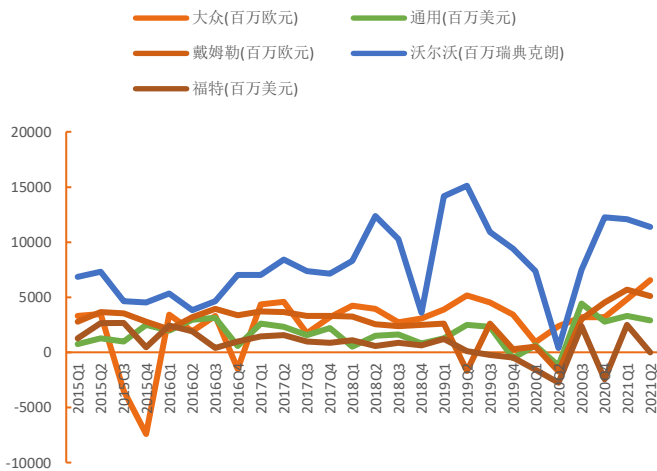
资料来源: Wind, 中汽协, 上险数, 海关总署, 首创证券

注: 月度库存变化计算方法为批发-上险-出口

## 4.2 价: 上半年部分海外车企享受量价齐升, 关注国内终端折扣走势

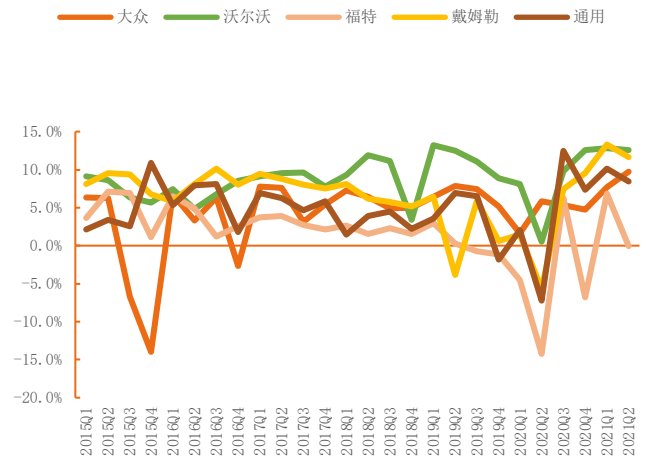
缺芯环境下, 多家国际主机厂上半年业绩回升至近年高位。多家国际主机厂 2021 年上半年利润率攀升至近年高位。相应的, 美国、欧洲、日本和中国等全球核心市场销量距离 2016-2018 年的高位仍有约 20% 差距。

图 24 2021 上半年多家主机厂税前利润已攀升至近年高点



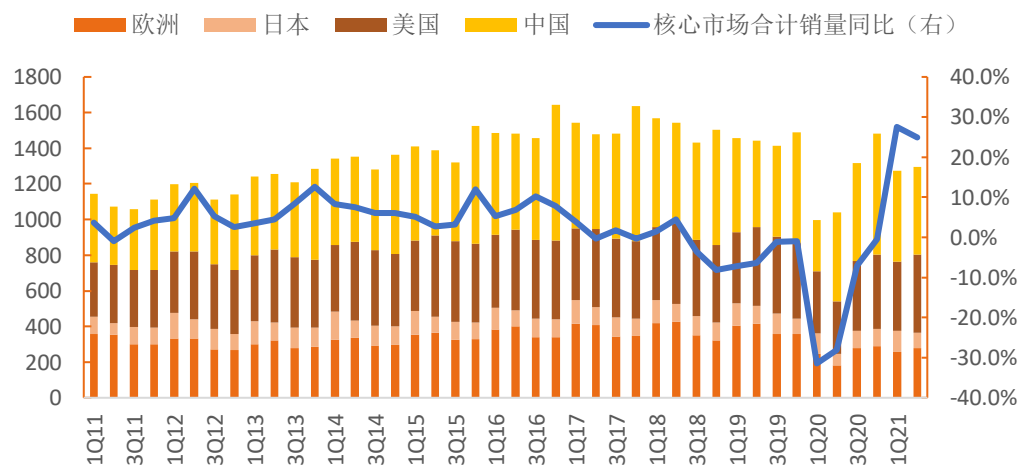
资料来源: Wind, 各公司官网, 首创证券

图 25 2021 上半年多家主机厂利润率已攀升至近年高点



资料来源: Wind, 各公司官网, 首创证券

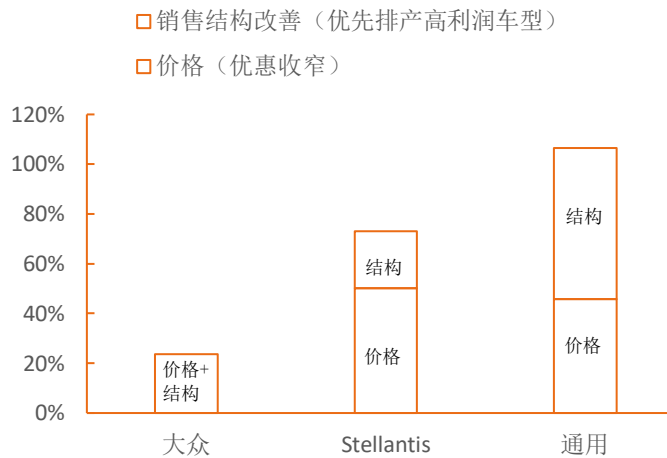
图 26 当前全球主要车市并未恢复到 16-18 年间高点



资料来源: Wind, 各公司官网, 首创证券

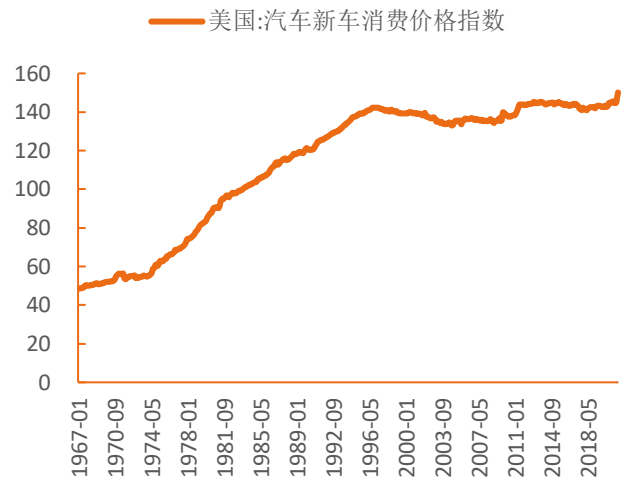
**销量结构优化+价格因素是利润率超常规冲高的主因。**我们认为主机厂利润率的迅速冲高跟缺芯有着紧密的联系,从部分主机厂的拆分来看:1)缺芯带来的供应紧缺给予了主机厂车型排产上的自主权,主机厂优先供应高毛利车型,带来了车型结构优化;2)供应紧张为终端折扣回收提供了可能性。美国新车价格指数综合性地体现了以上两个因素(高单价×低折扣),该指数在5月、6月连续创下历史新高,突破了1996年至今维持了25年的平台。

图 27 1H2021 终端价格回升及销售结构改善在 EBIT 同比增加数值中的占比



资料来源: Wind, 各公司官网, 首创证券

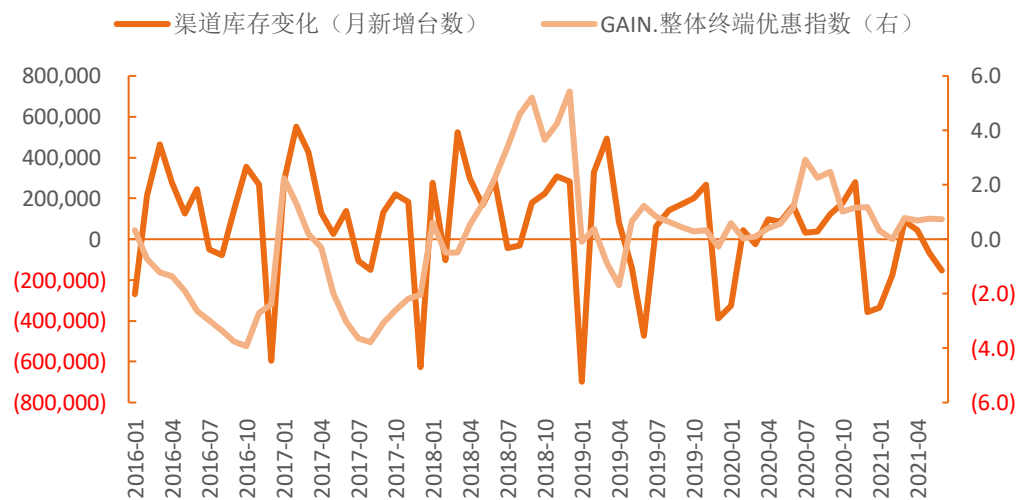
图 28 美国新车价格指数创下历史新高



资料来源: Wind, 各公司官网, 首创证券

国内终端优惠指数低位盘整, 利好拥有差异化产品及强供应链的厂商。我国乘用车渠道库存变化与终端优惠指数有一定的正相关关系, 2020 年 10 月开始的渠道库存下行趋势压制了终端优惠走高。我们预计拥有差异化产品线 (补库初期能够维持价格) 及强供应链 (补库初期迅速放销量) 的厂商将在补库进程中能够享受超越行业的利润。

图 29 渠道库存变化对乘用车终端优惠指数有一定的领先性



资料来源: Wind, 中汽协, 乘联会, 海关总署, 汽车流通协会, 首创证券

## 分析师简介

岳清慧，毕业于厦门大学，曾就职于国金证券、方正证券，曾获得新财富汽车第三、第四。2021年5月加入首创证券，负责汽车行业研究。

陈逸同，毕业于上海交通大学，曾就职于民生证券。2021年7月加入首创证券。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b>		
投资评级分为股票评级和行业评级	<b>股票投资评级</b>	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b>	<b>行业投资评级</b>	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	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

