

缺芯致 Q2 销量下滑，行业复苏延迟但不会缺席

——汽车行业半年报业绩综述

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021 年 9 月 9 日

证券分析师

 郑连声
 022-28451904
 zhengls@bhzq.com

子行业评级

整车	中性
汽车零部件	中性
汽车经销服务	中性
新能源汽车	看好

重点品种推荐

上汽集团	增持
广汽集团	增持
长安汽车	增持
华域汽车	增持
新坐标	增持
宁德时代	增持
璞泰来	增持
恩捷股份	增持
先导智能	增持
比亚迪	增持
宇通客车	增持

投资要点：

● 缺芯致 Q2 销量下滑，复苏延迟

1) H1 汽车销量 1289.10 万辆，同比增长 25.60%，其中，Q2 汽车/乘用车销量 639.48/491.92 万辆，同比下降 2.57%/1.09%，再度转负，主要是行业缺芯拖累所致。H1 新能源汽车销量 120.57 万辆，同比大增 206.96%，其中，Q2 销量 67.93 万辆，同比大增 164.15%，高景气持续。2) 6/7 月末主机厂乘用车库存降至 47.7/47.6 万辆，6/7 月经销商库存系数降至 1.48/1.45，行业库存降至历史低位，亟待补库。3) 成本端，主要原材料价格震荡上行，行业成本压力较大。

● 汽车行业：Q2 收入与净利润较快增长，盈利能力有所下降

1) H1 行业实现营收 1.85 万亿元，同比增长 34.77%，其中，Q2 营收 9481.91 亿元，同环比增长 14.13%/5.54%。H1 行业净利润 803.71 亿元，同比增长 82.17%，其中，Q2 净利润 403.01 亿元，同环比增长 11.98%/0.58%。行业营收与净利润均实现连续第 5 个季度正增长，主要是自主品牌在电动智能化攻势下持续快速增长、海外业务收入快速增长以及行业降本增效所致。2) H1 行业毛利率/净利率为 12.27%/4.35%，同比变动-0.26/+1.13pct，其中，Q2 毛利率/净利率为 12.09%/4.25%，同比下降 0.37/0.08pct，环比下降 0.38/0.21pct，盈利能力下降主要是原材料及运费等涨价所致。3) H1 行业资本性支出 707.75 亿元，同比增长 28.36%，其中，Q2 为 374.82 亿元，同环比增长 41.62%/12.58%，行业投资扩建相比 2019/2020 年明显加快。在双碳大背景下，国内汽车产业积极向电动智能及轻量化方向转型，投资持续加大。

● 细分板块：乘用车与零部件表现较好

1) 乘用车：Q2 营收 3245.88 亿元，同环比变动+7.54%/-1.74%；Q2 为 149.03 亿元，同环比增长 7.38%/9.86%，增长稳健。Q2 毛利率/净利率为 12.41%/4.59%，同比变动+0.68/-0.01pct，环比提升 0.76/0.48pct，板块盈利能力稳中有升。2) 商用车：Q2 营收 1029.18 亿元，同环下降 2.90%/3.11%，系受到 Q2 重卡为代表的货车销量下降拖累；Q2 净利润 27.45 亿元，同环比下降 39.89%/23.40%。Q2 毛利率/净利率 9.91%/2.67%，同比下降 2.65/1.64pct，环比变动+0.36/-0.71pct，板块盈利能力下降。3) 零部件：Q2 营收 2956.31 亿元，同环比增长 19.08%/1.88%；Q2 净利润 192.11 亿元，同环比变动+32.91%/-4.57%。Q2 毛利率/净利率 18.07%/6.50%，同比变动-0.16/+0.68pct，环比下降 0.62/0.44pct。板块公司依靠积极开拓市场与降本增效实现净利润快速增长，盈利能力基本保持稳定。4) 经销服务：剔除物产中大后，Q2 板块营收同环比变动+1.88%/-1.30%，净利润同环比下降

21.67%/11.72%，主要与合资品牌销量降幅较大有关；Q2 板块净利率同环比下降 0.63/0.25pct。剔除物产中大后，Q2 板块存货相比年初下降 22.25%，环比 Q1 末下降 13.29%，渠道库存明显下降。

● 基金持仓：Q2 基金大幅增持汽车股

Q2 基金大幅增持汽车股，持有汽车股票数量由 Q1 的 85 支大幅提升至 196 支，配置比例由 Q1 的 1.86% 升至 2.82%，增幅在中万一级行业中位于第 4 位。个股配置方面，基金持有的前五大重仓股占汽车行业持股总市值的比例由 46.24% 上升至 47.39%，头部持仓集中度上升。其中，比亚迪以 268.18 亿元的持股总市值升至第一，占汽车行业持股总市值的 17.23%，相比 Q1 末的 65.24 亿元持股总市值大幅提升。

● 行业表现及估值

今年以来，汽车板块跑赢大盘 25.09 个百分点，截止 9 月 6 日收盘行业 TTM 市盈率为 30 倍，其中，乘用车/商用车/零部件板块分别为 39/20/27 倍。在电动智能化领域具备较为明显领先优势的自主车企产销快速增长，股价表现强势，成为行业跑赢大盘的主因。后续随着汽车芯片供应逐步改善，车市复苏可期，其中，行业电动智能化高景气度持续，汽车板块未来仍具备不错的结构性投资机会。

● 行业投资策略

1) 行业中报披露完毕，整体受缺芯及原材料涨价的影响较大，但我们坚信，在全球疫情缓和后，缺芯问题终将解决，汽车芯片供应终将改善。因此，在未来芯片供应边际改善预期以及政府支持汽车消费的背景下，汽车产销有望逐步复苏，预计四季度实现较为明显的改善。内部结构上，我们认为，乘用车板块的品牌与格局将持续优化，建议关注强产品力与新车周期共振的自主产业链，以及后续行业补库复苏逻辑下的优质合资品牌产业链，尤其是补库与出口复苏共振下的优质零部件的投资机会，如上汽集团（600104）、广汽集团（601238）、长安汽车（000625），以及优质零部件标的华域汽车（600741）、新坐标（603040）。

2) 新能源汽车方面，政策支持仍处于“蜜月期”，同时国内车企电动化转型积极，在良性市场竞争下国内电动车市场有望培育出真正具备竞争力的优质公司，从而助力我国产业链做大做强，预计今年我国新能源汽车销量将继续快速增长，产业链高景气度持续。同时，全球新能源汽车市场将在中国、欧洲、美国主导下持续快速发展（其中，美国政策边际改善预期强）。因此，沿着全球化供应链主线，我们看好：①国内进入并绑定特斯拉、大众等国际车企以及造车新势力供应链的公司，如拓普集团（601689）、旭升股份（603305）、三花智控（002050）、宁德时代（300750）、中鼎股份（000887）、华域汽车（600741）、银轮股份（002126）、文灿股份（603348）；②进入宁德时代和 LG 化学等动力电池龙头供应链的企业，如先导智能（300450）、璞泰来（603659）、恩捷股份（002812）；③有望在激烈的竞争中不断实现技术提升并脱颖而出的自主车企，如比亚迪（002594）、宇通客车（600066）。

3) 智能汽车方面，随着今年开始国内智能汽车优质供给明显增多，产业发展显现加快态势，未来我国智能电动汽车市场将呈现多元竞争格局，建议关注

两条主线：①华为汽车产业链主题性机会，如长安汽车（000625）、广汽集团（601238）及北汽蓝谷（600733）等；②摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器的需求将持续增加，智能座舱的渗透率将持续提升，建议关注科博达（603786）、德赛西威（002920）、星宇股份（601799）、保隆科技（603197）、拓普集团（601689）。

风险提示：政策推出低于预期；汽车产销回暖不及预期；全球新冠肺炎疫情控制不及预期；汽车芯片供应短缺风险；新能源汽车产销不及预期；原材料涨价及汇率风险；中美经贸摩擦风险。

目 录

1.行业整体情况.....	7
行业基本面：缺芯致 Q2 销量下滑，复苏延迟.....	7
行业整体经营情况：2021Q2 收入与净利润较快增长，盈利能力有所下降.....	10
2.细分行业情况.....	14
乘用车：2021Q2 板块营收与净利润稳健增长，盈利能力稳中有升.....	14
商用车：2021Q2 收入与净利润下滑，盈利能力走低.....	15
汽车零部件：2021Q2 营收与净利润快速增长，盈利能力基本稳定.....	16
汽车经销服务：2021Q2 盈利能力下降，库存明显下降.....	17
3.Q2 基金持仓分析.....	19
行业配置：Q2 基金大幅增持汽车股.....	19
个股配置：前五大持仓集中度上升.....	20
增减持分析：增持是主基调.....	21
4.行业板块表现与估值.....	23
5.投资策略.....	24

图 目 录

图 1: 汽车季度销量 (万辆)	7
图 2: 乘用车销量走势	7
图 3: 重卡销量走势	8
图 4: 新能源汽车销量及走势 (万辆)	8
图 5: 汽车厂商库存 (万辆)	8
图 6: 汽车经销商库存系数	8
图 7: 汽车制造业工业增加值	9
图 8: 汽车产成品存货	9
图 9: 乘用车整体市场均价 (万元)	9
图 10: 乘用车终端优惠额度 (万元)	9
图 11: 钢材价格走势	10
图 12: 铝价格走势 (元/吨)	10
图 13: 铜价格走势 (元/吨)	10
图 14: 天然橡胶价格走势 (元/吨)	10
图 15: 国际三地原油价格走势 (美元/桶)	10
图 16: 国内浮法玻璃价格走势 (元/吨)	10
图 17: 汽车行业营业收入	11
图 18: 汽车行业净利润	11
图 19: 汽车行业海外业务收入走势	11
图 20: 汽车制造业出口交货值走势	11
图 21: Q2 自主月度销量增幅明显高于主流合资	12
图 22: 今年以来自主品牌销量一枝独秀	12
图 23: 汽车行业毛利率	12
图 24: 汽车行业净利率	12
图 25: 汽车行业期间费用率走势	13
图 26: 汽车行业经营性现金流量净额	13
图 27: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)	13
图 28: 汽车行业在建工程相比年初增长率	14
图 29: 汽车行业投资性现金流量净额	14
图 30: 汽车行业资本性支出	14
图 31: 汽车行业折旧与摊销额	14
图 32: 乘用车板块营业收入	15
图 33: 乘用车板块净利润走势	15
图 34: 乘用车板块毛利率与净利率	15
图 35: 商用车板块营业收入	16
图 36: 商用车板块净利润走势 (%)	16
图 37: 商用车板块毛利率与净利率	16
图 38: 汽车零部件板块营业收入	17
图 39: 汽车零部件板块净利润走势	17
图 40: 汽车零部件板块海外业务收入走势	17
图 41: 汽车零部件板块毛利率与净利率	17

图 42: 汽车经销服务板块营业收入	18
图 43: 汽车经销服务板块净利润走势	18
图 44: 汽车经销服务板块毛利率与净利率	19
图 45: 汽车经销服务板块存货走势	19
图 46: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额	19
图 47: Q2 汽车行业配置比例增幅位列申万一级行业第 4	20
图 48: Q2 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 10	20
图 49: Q2 基金持有的汽车前十大重仓股	20
图 50: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布	21
图 51: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比	21
图 52: 基金增持金额排名前 10 的汽车股	22
图 53: 基金减持金额排名前 10 的汽车股	22
图 54: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势	24
图 55: 行业及各板块估值溢价率	24

表 目 录

表 1: 乘用车板块的增持数量排名前 5 的公司	22
表 2: Q2 商用车板块增持数量排名前 5 的公司	22
表 3: Q2 汽车零部件板块增持数量排名前 10 的公司	23
表 4: 汽车经销服务板块按增持数量排名前六的公司	23
表 5: 行业板块涨跌幅 (2021.1.1-2021.9.6)	24

1.行业整体情况

行业基本面：缺芯致 Q2 销量下滑，复苏延迟

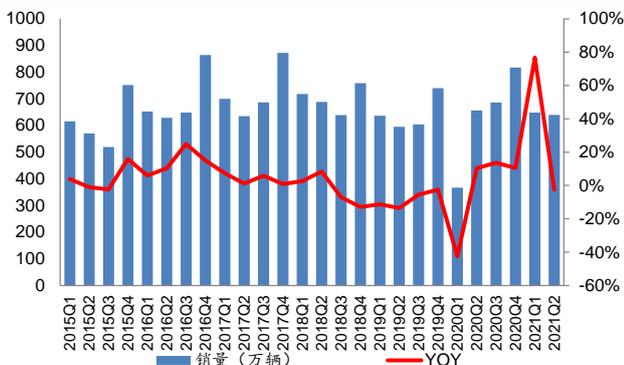
1) 销量方面，2021H1 汽车销量 1289.10 万辆，同比增长 25.60%，其中，Q2 销量 639.48 万辆，同比下降 2.57%，四个季度正增长后再度转负，主要是行业缺芯拖累所致。

乘用车方面，2021H1 销量 1000.66 万辆，同比增长 27.04%，其中，Q2 销量 491.92 万辆，同比下降 1.09%，7 月销量同比下降 7.01%，8 月销量预估下滑 17.5%。马来西亚疫情严重导致半导体封测工厂一度停工，ST 生产的车用 ESP 中的驱动芯片短缺影响了国内汽车产销。

新能源汽车方面，2021H1 销量 120.57 万辆，同比大增 206.96%，其中，Q2 销量 67.93 万辆，同比大增 164.15%。前 7 月新能源汽车销量达 147.81 万辆，已超过去年全年销量。在政策支持、优质供给多元化推动下，国内新能源汽车持续高景气。

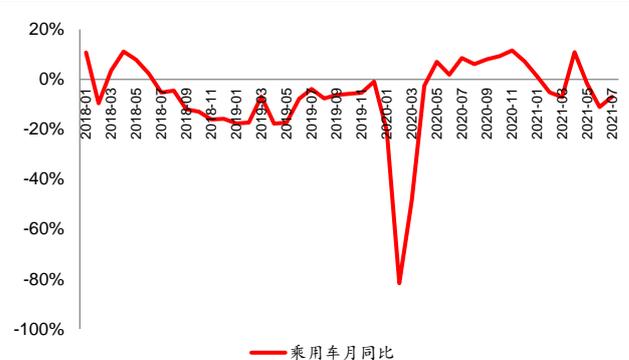
重卡方面，2021H1 销量 104.45 万辆，同比增长 28.33%，其中，Q2 销量 51.28 万辆，同比下降 4.98%，从 5 月开始销量由由正转负，7 月降幅明显扩大至 45.23%。今年 7 月 1 日重卡全面实施国六排放标准，由于厂家促销及国六车型涨价预期，前期重卡销量高增长存在提前购买透支部分需求的情况，从而导致国六正式实施后销量明显下滑。我们预计，随着当前经济稳增长诉求越来越高，后续基建投资有望发力，从而在一定程度上提升重卡需求，四季度重卡销量降幅有望收窄。

图 1：汽车季度销量（万辆）



资料来源：Wind，渤海证券

图 2：乘用车销量走势



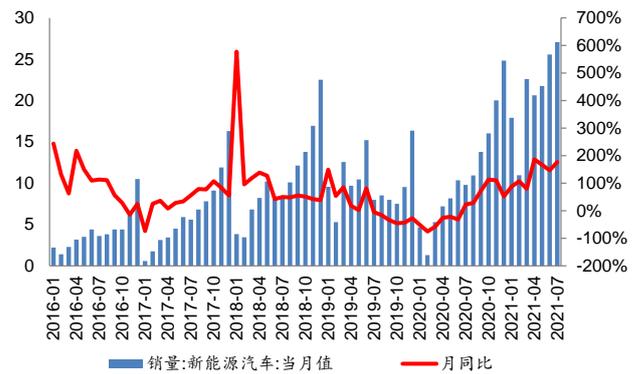
资料来源：Wind，渤海证券（因 2020 年同期基数异常，2021 年 1-3 月销量与 2019 年同期比）

图 3: 重卡销量走势



资料来源: Wind, 渤海证券 (因 2020 年同期基数异常, 2021 年 1-3 月销量与 2019 年同期比)

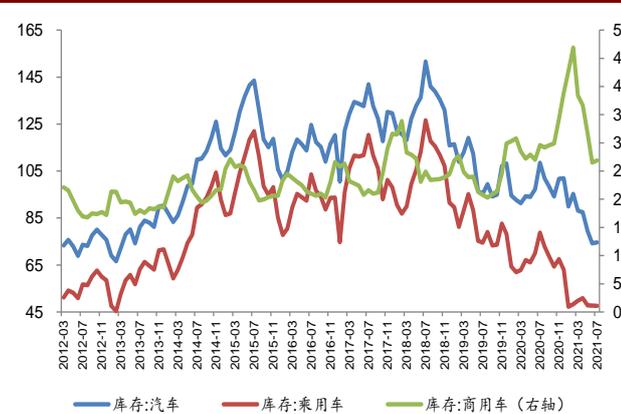
图 4: 新能源汽车销量及走势 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券 (因 2020 年同期基数异常, 2021 年 1-3 月销量与 2019 年同期比)

2) 库存方面, 6 月末主机厂汽车库存为 74.2 万辆, 相比月初下降 6.67%, 其中乘用车库存 47.7 万辆, 相比月初下降 0.21%; 最新 7 月末乘用车库存降至 47.6 万辆。从工业增加值及产成品存货走势来看, 6 月末汽车制造业的工业增加值同比下降 4.30%, 由正转负, 7 月降幅扩大至 8.50%; 6 月汽车制造的产成品存货同比增长 3.70%, 7 月 4.70%, 增速相比前期明显收窄。经销商库存方面, 6 月汽车经销商库存系数降至 1.48, 7 月进一步降至 1.45, 已降至警戒线以下并处于历史同期低位。整体来看, 行业库存已降至历史低位, 亟待补库。

图 5: 汽车厂商库存 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 6: 汽车经销商库存系数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 7: 汽车制造业工业增加值



资料来源: Wind, 渤海证券

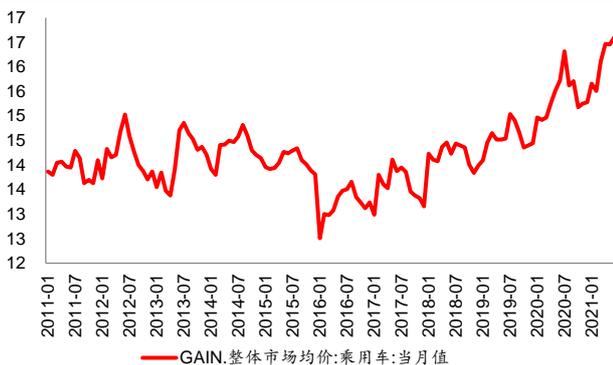
图 8: 汽车产成品存货



资料来源: Wind, 渤海证券

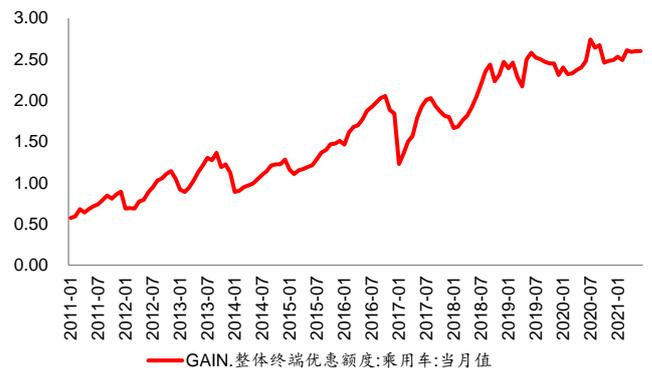
3) 价格方面, 从数据上看, 6 月整体乘用车价格为 16.61 万元, 同环比增长 5.59%/0.91%, 主要与新车型上市热销有关。6 月乘用车终端优惠同比上升 0.12 万元, 环比持平, 优惠幅度保持相对稳定。随着缺芯持续, 汽车库存走低, 预计未来整体优惠有所收窄, 但整体价格与优惠仍将在合理范围内波动。

图 9: 乘用车整体市场均价 (万元)



资料来源: Wind, 渤海证券

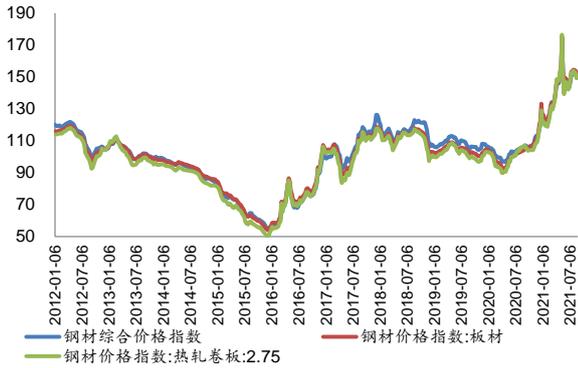
图 10: 乘用车终端优惠额度 (万元)



资料来源: Wind, 渤海证券

4) 成本方面, 今年以来钢材价格持续震荡上行, 截止 9 月 3 日钢材综合价格指数达 151.17, 铝价也是震荡上行的走势, 铜价高位震荡; 天然橡胶价格自几年 2 月底短期高点后震荡下行; 原油价格自 2020 年 4 月以来持续上涨, 8 月有所下行; 浮法玻璃价格持续走高, 已创新高。整体看, 主要原材料价格震荡上行, 对汽车制造企业造成较大的成本压力。

图 11: 钢材价格走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 12: 铝价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 13: 铜价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 天然橡胶价格走势 (元/吨)



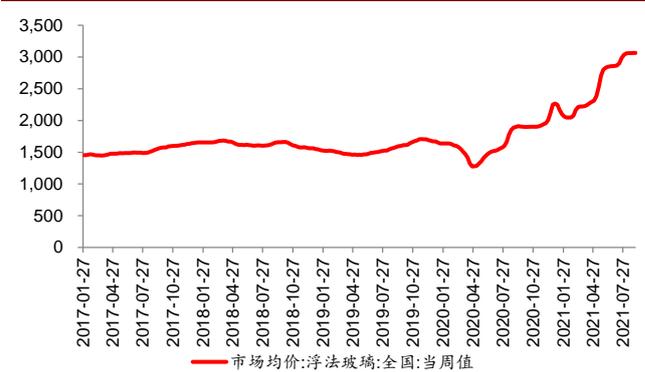
资料来源: Wind, 渤海证券

图 15: 国际三地原油价格走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 国内浮法玻璃价格走势 (元/吨)



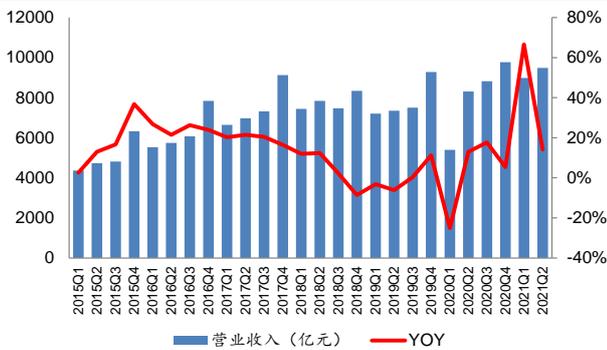
资料来源: 同花顺金融, 渤海证券

行业整体经营情况: 2021Q2 收入与净利润较快增长, 盈利能力有所下降

我们对汽车及零部件行业上市公司数据（合计）进行统计分析如下：

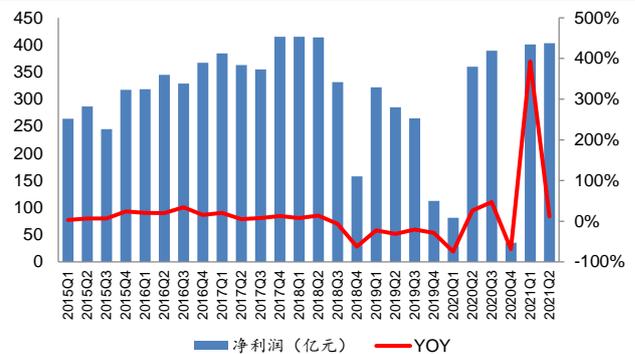
1) 经营业绩方面，汽车行业 2021H1 实现营收 1.85 万亿元，同比增长 34.77%，其中，Q2 营收 9481.91 亿元，同环比增长 14.13%/5.54%。2021H1 行业净利润 803.71 亿元，同比增长 82.17%，其中，Q2 净利润 403.01 亿元，同环比增长 11.98%/0.58%。在 Q2 行业销量同比小幅下滑的情况下，行业营收与净利润均实现连续第 5 个季度正增长，经分析，主要是首先，行业电动智能化加快转型，对应新能源汽车业务高速增长，尤其是优质自主品牌及车企表现突出；其次，上半年行业海外收入合计同比增长 41.94%至 1813.56 亿元（去年 Q2 海外疫情爆发导致海外业务基数低）；最后，行业内公司加强管理，积极进行降本增效，推动经营改善。

图 17: 汽车行业营业收入



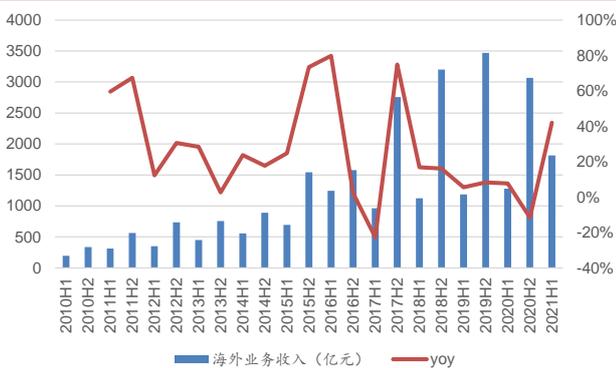
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 汽车行业净利润



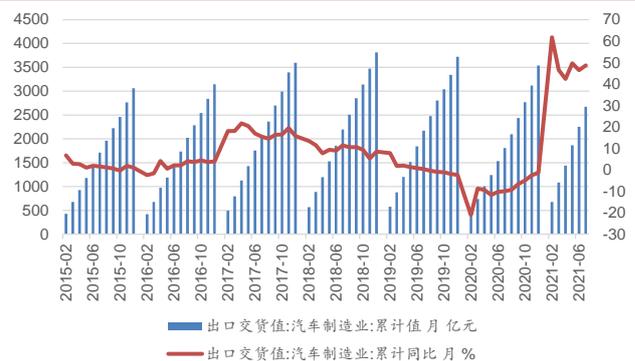
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 汽车行业海外业务收入走势



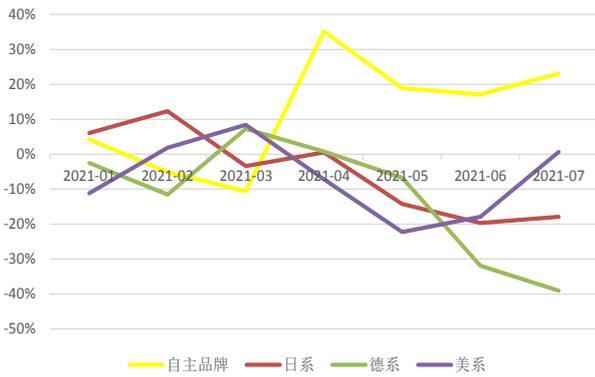
资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 汽车制造业出口交货值走势



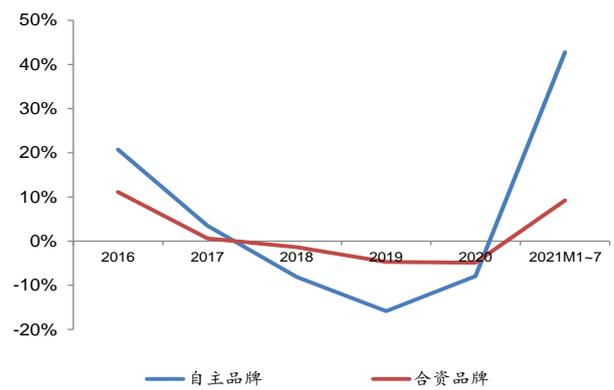
资料来源: Wind, 渤海证券

图 21: Q2 自主月度销量增幅明显高于主流合资



资料来源: Wind, 渤海证券

图 22: 今年以来自主品牌销量一枝独秀



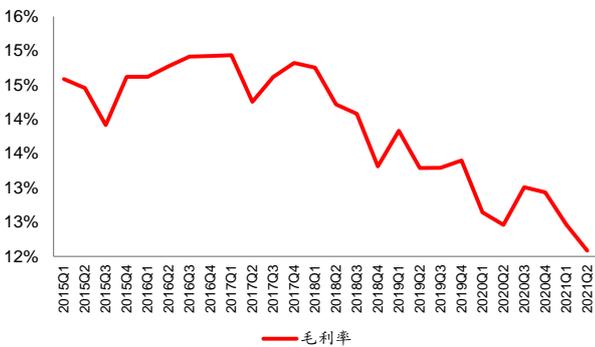
资料来源: Wind, 渤海证券

2) 盈利能力方面, 行业 2021H1 毛利率/净利率为 12.27%/4.35%, 同比变动 -0.26/+1.13pct, 其中, Q2 毛利率/净利率为 12.09%/4.25%, 同比下降 0.37/0.08pct, 环比下降 0.38/0.21pct, 而对应 Q2 期间费用率为 8.75%, 同环比下降 0.15/0.04pct。因此, 行业盈利能力下降主要是原材料及运费(今年开始销售费用中的运费划入营业成本)等涨价导致的营业成本上涨快于营收所致(2021H1/Q2 行业营业成本同比上涨 35.17%/14.62%, 高于营收增速)。

从 ROA (整体法)/ROE (整体法, 摊薄) 指标来看, Q2 为 0.84%/2.26%, 同比下降 0.02/0.09pct, 环比下降 0.03/0.09pct, 行业净利率下降对 ROA/ROE 影响较大。

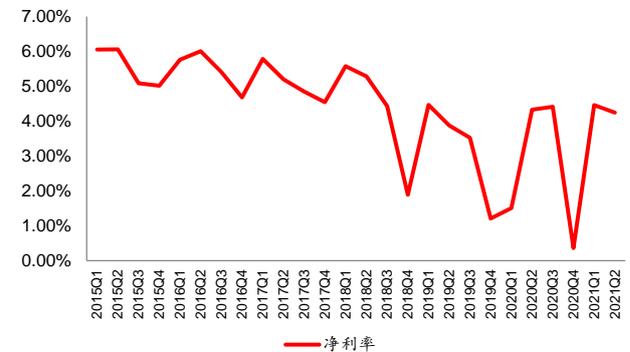
2021H1 行业经营性现金流净额为 996.06 亿元, 同比增长 31.30%, 其中, Q2 为 1129.10 亿元, 同比增长 4.64%, 整体高于行业净利润, 行业经营现金回款较好, 盈利质量有保证。

图 23: 汽车行业毛利率



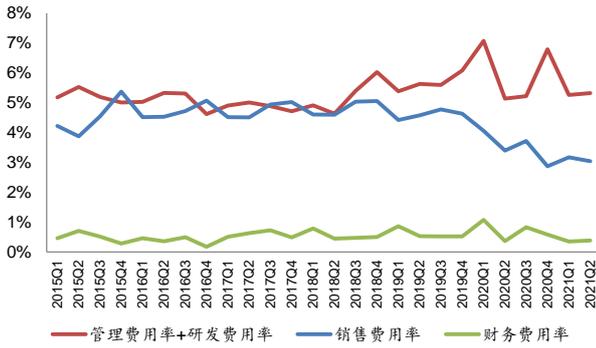
资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 汽车行业净利率



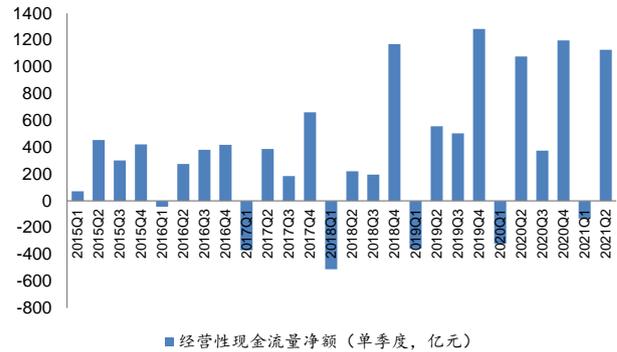
资料来源: Wind, 渤海证券

图 25: 汽车行业期间费用率走势



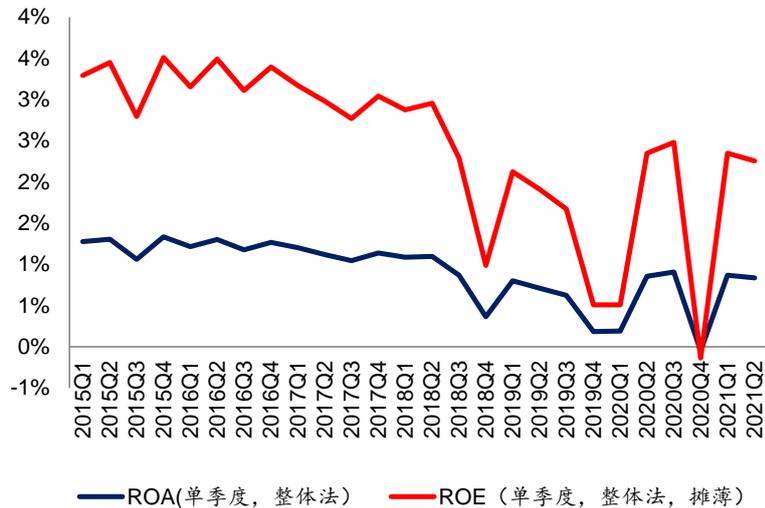
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 汽车行业经营性现金流量净额



资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 汽车行业 ROA 和 ROE (年度累计)



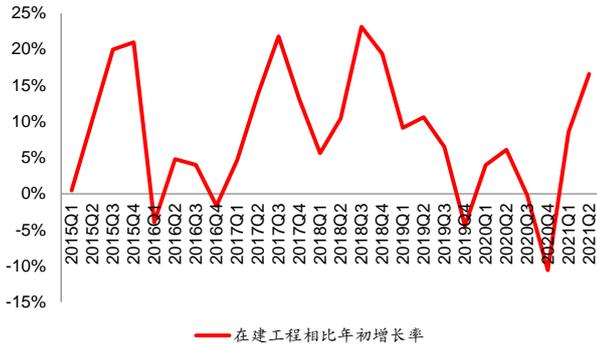
资料来源: Wind, 渤海证券

3) 投资方面, 从在建工程指标看, 2021H1 末为 993.24 亿元, 相比年初增长 16.56%, 扭转 2019/2020 连续两年下滑的局面, 主要是国内疫情防控较好, 行业经营恢复较好, 加快新项目投资所致。

从资本性支出指标看, 2021H1 为 707.75 亿元, 同比增长 28.36%, 其中, Q2 为 374.82 亿元, 同环比增长 41.62%/12.58%, 行业投资扩建相比 2019/2020 年明显加快。对应 2021H1 行业折旧与摊销金额达 600.88 亿元, 同比增长 13.34%, 相比去年同期增长加快, 反映行业投资扩建转固的节奏在提升。

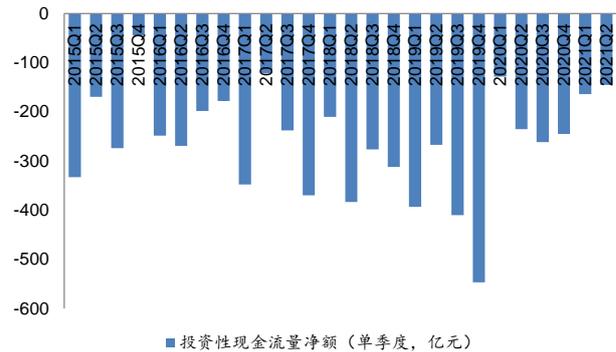
目前来看, 在双碳大背景下, 国内汽车产业整体积极向电动智能化及轻量化方向转型, 相应项目投资在持续加大, 因此, 我们判断, 未来行业投资仍将保持较快的增长节奏, 行业折旧与摊销压力在一定周期内将长期存在。

图 28: 汽车行业在建工程相比年初增长率



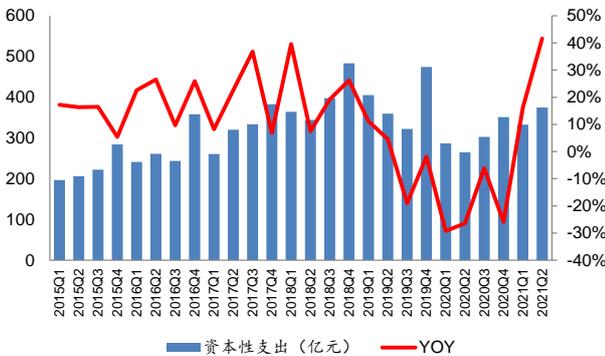
资料来源: Wind, 渤海证券

图 29: 汽车行业投资性现金流量净额



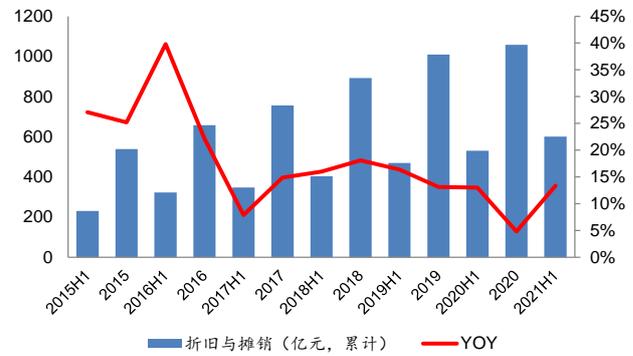
资料来源: Wind, 渤海证券

图 30: 汽车行业资本性支出



资料来源: Wind, 渤海证券

图 31: 汽车行业折旧与摊销额



资料来源: Wind, 渤海证券

2. 细分行业情况

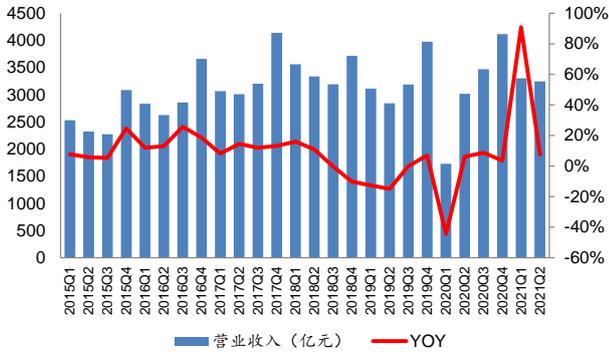
乘用车: 2021Q2 板块营收与净利润稳健增长, 盈利能力稳中有升

乘用车板块 2021H1 营收 6549.37 亿元, 同比增长 37.90%, 其中, Q2 营收 3245.88 亿元, 同环比变动+7.54%/-1.74%; 2021H1 乘用车板块净利润 284.68 亿元, 同比增长 106.54%, 其中, Q2 为 149.03 亿元, 同环比增长 7.38%/9.86%, Q2 在新能源汽车业务快速增长以及自主品牌销量逆势增长的背景下, 乘用车板块营收与净利润实现稳健增长。

盈利能力方面, 2021H1 乘用车板块毛利率/净利率为 12.02%/4.35%, 同比提升

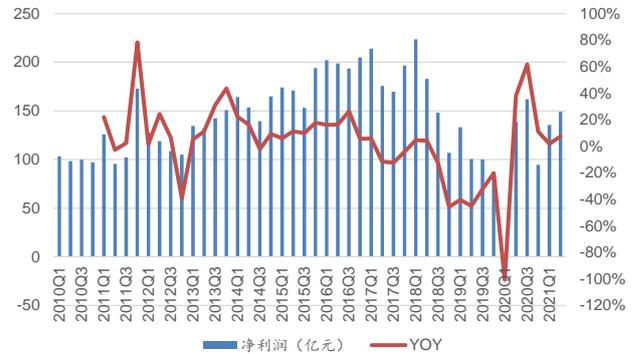
0.68/1.44pct，其中，Q2 分别为 12.41%/4.59%，同比变动+0.68/-0.01pct，环比提升 0.76/0.48pct。整体来看，乘用车板块盈利能力稳中有升。

图 32: 乘用车板块营业收入



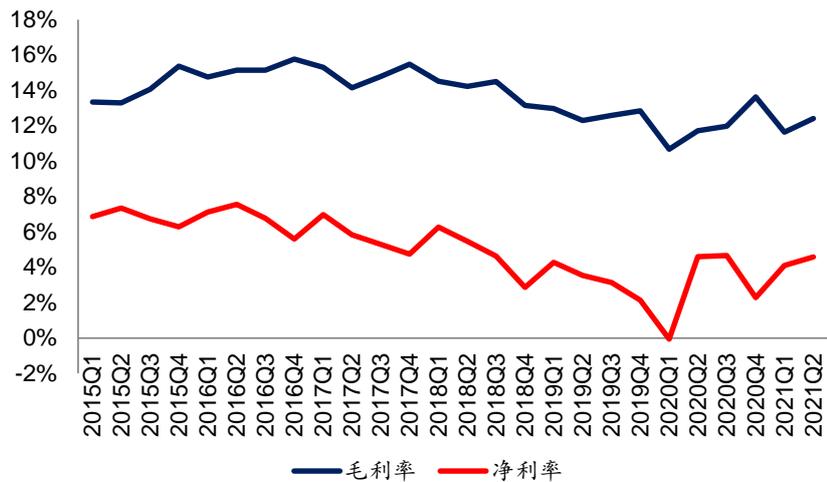
资料来源: Wind, 渤海证券

图 33: 乘用车板块净利润走势



资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 由于 2020Q 基数为负, 增速太大, 故将 2021Q1 同比基数调整为 2019Q1)

图 34: 乘用车板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

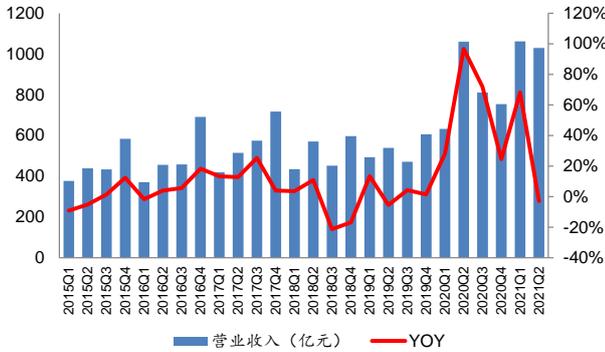
商用车: 2021Q2 收入与净利润下滑, 盈利能力走低

商用车板块 2021H1 实现营收 2091.41 亿元, 同比增长 23.63%, 其中, Q2 营收 1029.18 亿元, 同环下降 2.90%/3.11%, 主要是受到 Q2 重卡为代表的货车销量下降拖累。2021H1 板块净利润 63.29 亿元, 同比增长 44.49%, 其中, Q2 净利润 27.45 亿元, 同环比下降 39.89%/23.40%, 原材料及运费涨价、经营杠杆负向作用致 Q2 净利润降幅明显大于收入端。

盈利能力方面, 2021H1 商用车板块毛利率/净利率 9.73%/3.03%, 同比变动
请务必阅读正文之后的免责声明

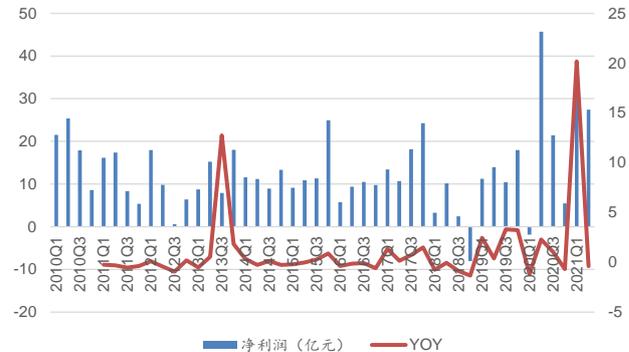
-2.50/+0.44pct，其中，Q2 分别为 9.91%/2.67%，同比下降 2.65/1.64pct，环比变动+0.36/-0.71pct。整体来看，Q2 商用车盈利能力下降，与货车销量不佳、原材料及运费涨价有关。

图 35: 商用车板块营业收入



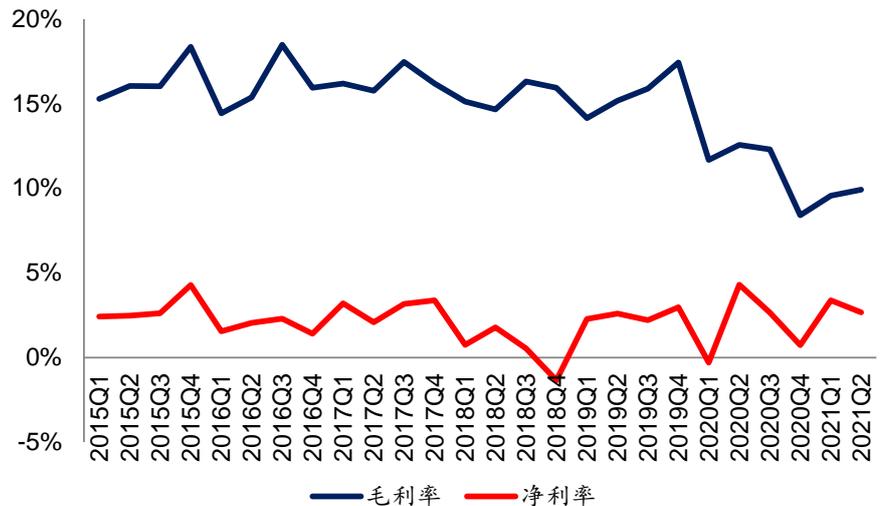
资料来源: Wind, 渤海证券

图 36: 商用车板块净利润走势 (%)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 37: 商用车板块毛利率与净利率



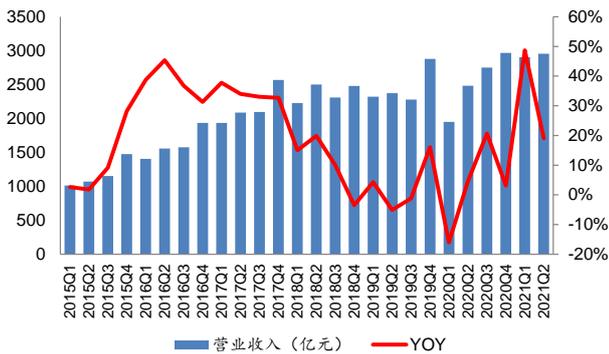
资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件: 2021Q2 营收与净利润快速增长, 盈利能力基本稳定

汽车零部件板块 2021H1 实现营收 5858.19 亿元, 同比增长 32.12%, 其中, Q2 营收 2956.31 亿元, 同环比增长 19.08%/1.88%, 在国内自主与新能源配套业务以及海外业务增长 (H1 海外收入同比增长 45.86%) 的带动下, Q2 板块营收实现了较快增长。

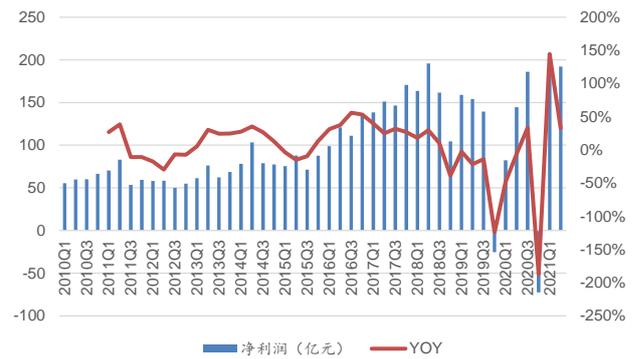
2021H1 零部件板块净利润 393.42 亿元，同比增长 73.46%，其中，Q2 净利润 192.11 亿元，同环比变动+32.91%/-4.57%。对应 H1 板块毛利率/净利率为 18.38%/6.72%，同比变动-0.16/+1.60pct，其中，Q2 为 18.07%/6.50%，同比变动-0.16/+0.68pct，环比下降 0.62/0.44pct。整体来看，零部件板块公司依靠积极开拓市场以及内部推进降本增效实现了净利润快速增长，盈利能力基本保持稳定，有效抵挡了原材料及运费涨价的影响。

图 38: 汽车零部件板块营业收入



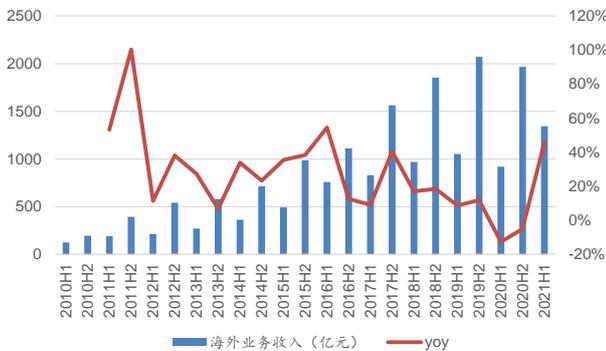
资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 汽车零部件板块净利润走势



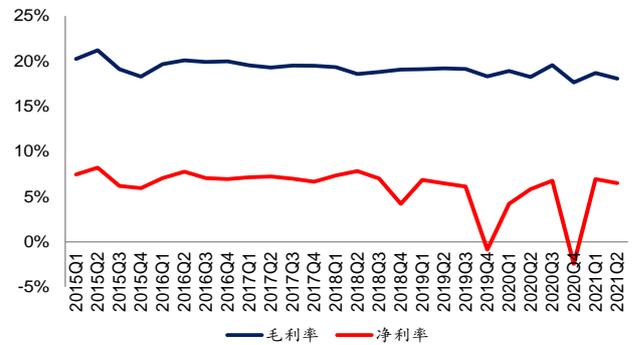
资料来源: Wind, 渤海证券

图 40: 汽车零部件板块海外业务收入走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 41: 汽车零部件板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

汽车经销服务: 2021Q2 盈利能力下降, 库存明显下降

汽车经销服务板块 2021H1 实现营收 3969.35 亿元，同比增长 40.05%，其中，Q2 营收 2241.95 亿元，同环比增长 28.28%/29.79%，主要系 Q2 物产中大营收 1576.27 亿元，同环比增长 44.05%/49.70%（系供应链集成服务业务增长所致）所致，剔除物产中大影响后，Q2 板块营收同环比变动+1.88%/-1.30%。

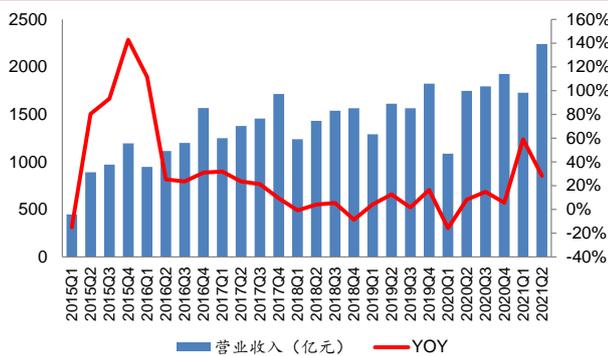
2021H1 板块净利润 60.68 亿元，同比增长 78.21%，其中，Q2 净利润 31.74 亿

元，同环比增长 0.51%/9.69%，剔除物产中大后，Q2 板块净利润同环比下降 21.67%/11.72%，主要与 Q2 乘用车因缺芯影响致销量下滑，尤其是合资品牌销量降幅较大有关。对应 2021H1 板块毛利率/净利率 4.85%/1.53%，同比变动 -0.38/+0.33pct，其中，Q2 为 4.52%/1.42%，同比下降 0.86/0.39pct，环比下降 0.76/0.26pct，剔除物产中大后，Q2 板块净利率同环比下降 0.63/0.25pct。整体来看，在 Q2 汽车销量走弱的情况下，经销服务板块盈利能力下降。

从存货数据来看，2021Q2 末经销商存货 681.98 亿元，相比年初增长 17.12%，环比 Q1 末下降 4.80%，剔除物产中大后，板块存货相比年初下降 22.25%，环比 Q1 末下降 13.29%，反映经销商渠道库存明显下降，系受行业缺芯影响所致。

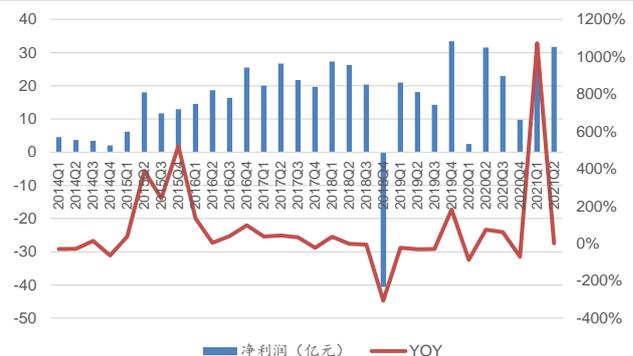
从经营性现金流净额数据来看，2021Q2 板块经营性现金流净额为 37.23 亿元，同环比变动-62.32%/+116.68%，剔除物产中大后，板块经营性现金流净额为 22 亿元，同环比变动-69.77%/+126.47%，同比下滑幅度较大主要受到合资销量明显下滑的影响。

图 42: 汽车经销服务板块营业收入



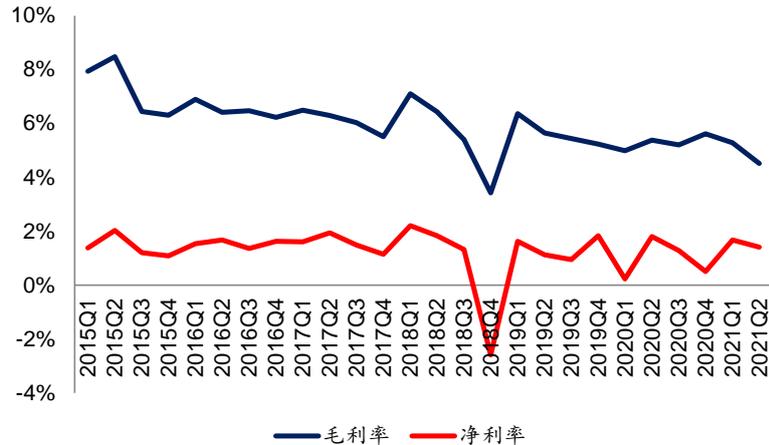
资料来源: Wind, 渤海证券

图 43: 汽车经销服务板块净利润走势



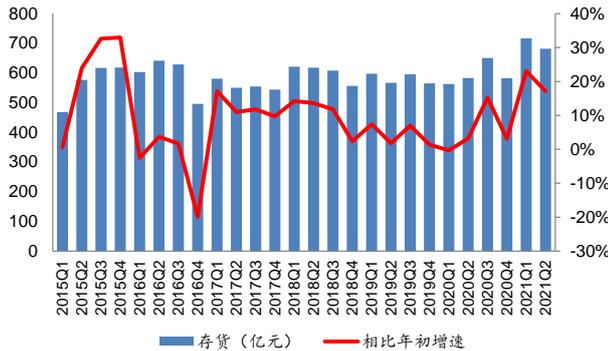
资料来源: Wind, 渤海证券

图 44: 汽车经销服务板块毛利率与净利率



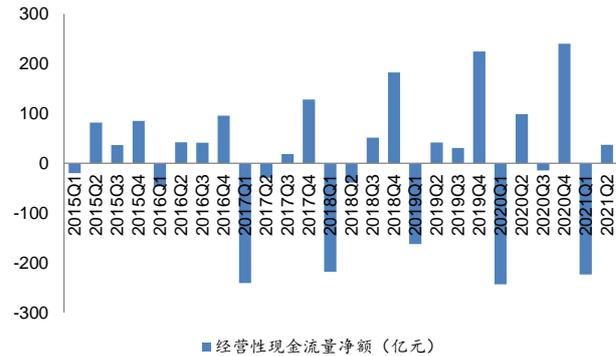
资料来源: Wind, 渤海证券

图 45: 汽车经销服务板块存货走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 46: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额



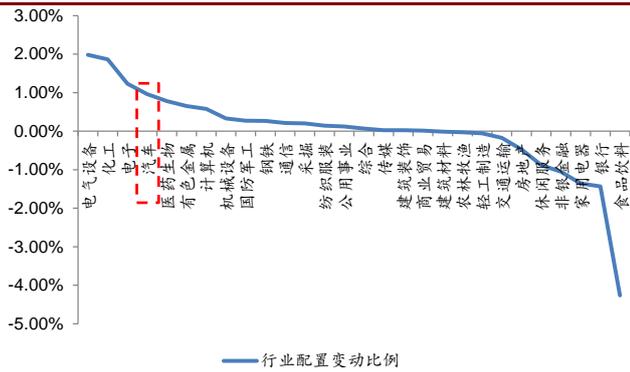
资料来源: Wind, 渤海证券

3.Q2 基金持仓分析

行业配置: Q2 基金大幅增持汽车股

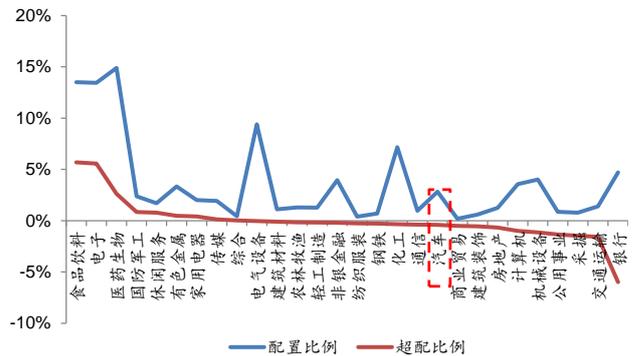
行业配置方面, Q2 基金(包括基金和基金管理公司)大幅增持汽车股, 配置比例明显上升。2021Q2, 基金持有汽车股票数量由 2021Q1 的 85 支大幅提升至 196 支, 甚至超过 2020Q4 的 171 支, 持股市值由 2021Q1 的 575.38 亿元增至 1556.88 亿元, 增幅为 170.58%。纵向对比来看, 基金汽车配置比例上升, 由 2021Q1 的 1.86% 升至 2.82%; 横向对比来看, 汽车配置比例较 2021Q1 提升 0.96pct, 在 28 个申万一级行业中增幅位于第 4 位; 同时, 基金的汽车配置比例由 2020Q1 的低配 0.53% 变为 2021Q2 的低配 0.41%, 低配比例位列申万一级行业第 10 位, 相比上季度提升 2 位。

图 47: Q2 汽车行业配置比例增幅位列申万一级行业第 4



资料来源: Wind, 渤海证券

图 48: Q2 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 10

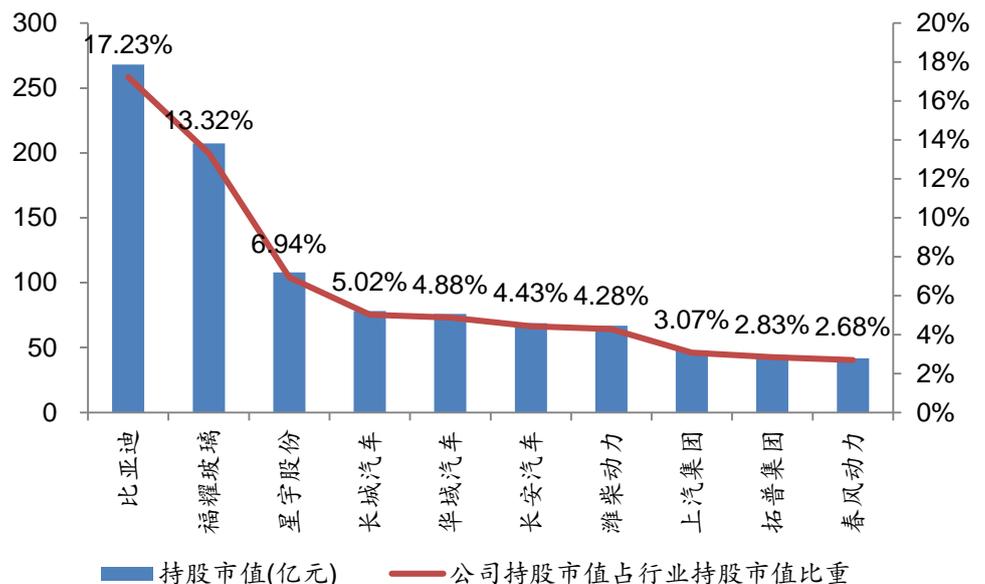


资料来源: Wind, 渤海证券

个股配置: 前五大持仓集中度上升

行业前五大持仓的集中度上升, 前十大持仓集中度有所下降。截至 2021 年二季度末, 基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 1007.10 亿元, 占汽车行业持股总市值的 64.69%, 较 2021Q1 末下降 1.88pct; 前五大重仓股占汽车行业持股总市值的比例由 46.24% 上升至 47.39%, 提升 1.14pct。其中, 比亚迪以 268.18 亿元的持股总市值升至第一, 占汽车行业持股总市值的 17.23%, 相比 Q1 末的 65.24 亿元持股总市值大幅提升, 另外九支依次为: 福耀玻璃、星宇股份、长城汽车、华域汽车、长安汽车、潍柴动力、上汽集团、拓普集团、春风动力, 持股市值的差距相比 Q1 明显扩大。

图 49: Q2 基金持有的汽车前十大重仓股

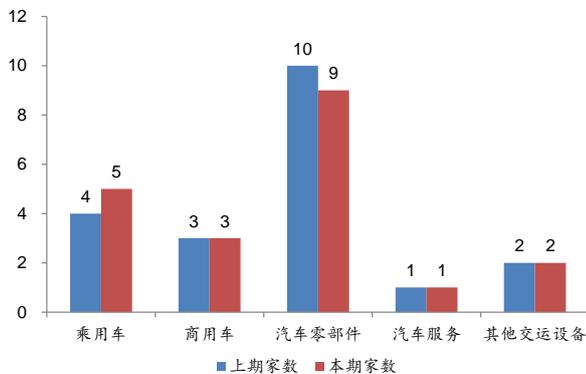


资料来源: Wind, 渤海证券

基金持续偏好于流动性好的行业细分龙头。从细分板块(按申万汽车分类)来看,

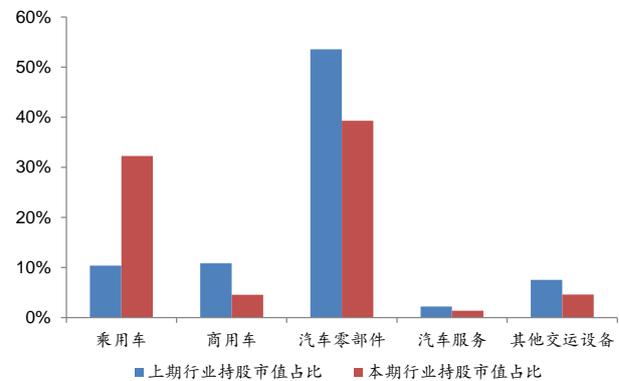
Q2 基金持股市值排名前 20 公司中，乘用车公司 5 家（相比 Q1 新增小康股份），商用车公司 3 家，汽车零部件公司 9 家（相比 Q1 减少骆驼股份），汽车服务公司 1 家，其他交运设备公司 2 家，各板块以行业细分龙头为主；排名前 20 公司的持股市值占比方面，乘用车相比 Q1 大幅提升了 21.87pct，商用车、汽车零部件、汽车服务、其他交运设备分别下降 6.25/14.24/0.83/2.93pct；从流通市值大小来看，持股市值排名前 20 公司中，流通市值在 500 亿以上的公司有 10 家，相比 Q1 增加两家，流通市值在 100 亿以上、500 亿以下的公司有 10 家，相比 Q1 增加两家，无低于 100 亿以下的公司，相比 Q1 减少四家。有 13 家位于汽车板块流通市值公司的前 20 位，可见，基金仍偏好于流动性好的行业细分龙头。

图 50: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布



资料来源: Wind, 渤海证券

图 51: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比

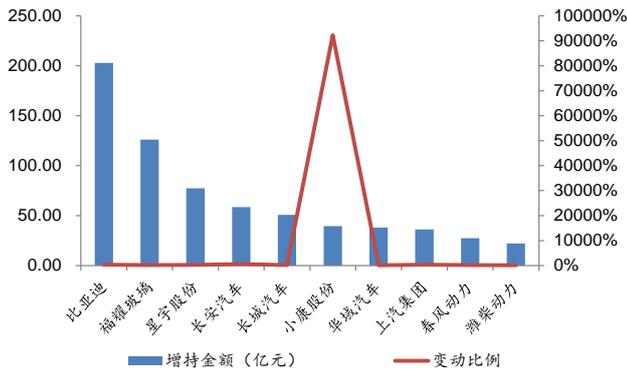


资料来源: Wind, 渤海证券

增减持分析：增持是主基调

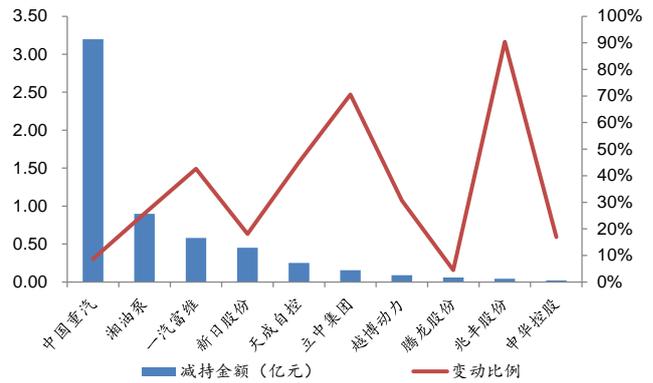
Q2 多数公司被基金增持，比亚迪、福耀玻璃、星宇股份等获得主要增持。2021Q2 仅 15 家公司被减持（按持股市值），按减持金额排名前 10 的分别是中国重汽、湘油泵、一汽富维、新日股份、天成自控、立中集团、越博动力、腾龙股份、兆丰股份、中华控股。2021Q2 按增持金额排名前 10 的公司中，乘用车公司 5 家、汽车零部件公司 4 家、其他交运设备 1 家，分别是：比亚迪、福耀玻璃、星宇股份、长安汽车、长城汽车、小康股份、华域汽车、上汽集团、春风动力、潍柴动力。

图 52: 基金增持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券
注: 菱电电控上期未持有

图 53: 基金减持金额排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

乘用车板块: Q2 基金大幅增持乘用车板块公司, 从增持数量来看, 排名前五的为长安汽车、上汽集团、长城汽车、北汽蓝谷及广汽集团, 同期均实现了不错的股价涨幅, 对应持股市值也实现了明显增长。

表 1: 乘用车板块的增持数量排名前 5 的公司

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q2	变动比例	2021Q2	变动比例
长安汽车	18956.57	260.89%	586025.18	568.38%
上汽集团	15881.63	269.18%	362489.38	312.35%
长城汽车	8839.92	97.20%	507750.71	185.29%
北汽蓝谷	7954.18	790.89%	112271.14	1319.53%
广汽集团	7296.04	1662.51%	95686.14	2135.50%

资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 增持及变动的基数主要指上期 Q1, 以下分析均相同)

商用车板块: Q2 基金增持商用车板块, 从增持数量来看, 排名前五的为福田汽车、宇通客车、中国重汽、一汽解放和东风汽车, 但同期股价表现除东风汽车上涨外其他四支均有不同程度的下跌, 其中, Q2 中国重汽跌幅 29%, 导致对应市值变动幅度小于增持数量比例。整体来看, Q2 客车与重卡产销表现较差是板块主要标的表现不佳的主要原因。

表 2: Q2 商用车板块增持数量排名前 5 的公司

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q2	变动比例	2021Q2	变动比例
福田汽车	25724.06	159.83%	79412.85	122.43%
宇通客车	9715.15	108.78%	104731.16	81.72%
中国重汽	2795.43	28.94%	-31972.73	-8.66%
一汽解放	1626.54	370.45%	17555.31	366.14%
东风汽车	382.72	21.63%	4616.31	41.61%

资料来源: Wind, 渤海证券

汽车零部件板块: Q2 汽车零部件板块仅有 8 家公司被基金减持, 其他所持标的均被增持。从增持数量来看, 排名前十的为福耀玻璃、华域汽车、潍柴动力、中鼎股份、光启技术、郑煤机、新泉股份、宁波华翔、银轮股份及均胜电子, 对应股价是涨跌互现, 其中, 福耀玻璃、中鼎股份、均胜电子涨幅较大, 而潍柴动力、华域汽车与宁波华翔小幅下跌。

表 3: Q2 汽车零部件板块增持数量排名前 10 的公司

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q2	变动比例	2021Q2	变动比例
福耀玻璃	19490.54	110.48%	1260909.72	155.10%
华域汽车	15147.26	109.97%	380012.57	100.07%
潍柴动力	14119.56	60.83%	220516.67	49.38%
中鼎股份	7260.69	598.57%	90305.04	748.96%
光启技术	6290.36		130902.29	
郑煤机	6021.49	154.87%	70574.29	157.97%
新泉股份	5712.97	86.98%	203606.47	101.70%
宁波华翔	5647.82	151.42%	108939.00	147.36%
银轮股份	5071.44	122.61%	54976.57	134.80%
均胜电子	5013.57	81.09%	174378.94	156.60%

资料来源: Wind, 渤海证券

注: 变动比例无数据的表明上一期末持股, 下同。

汽车经销服务板块: Q2 基金增持 6 家、减持 4 家汽车经销服务板块公司, 增持的六家为广汇汽车、阿尔特、中国汽研、大东方、东方时尚、国机汽车。除东方时尚股价下跌外, 其他增持标的均上涨, 其中, 阿尔特增持比例高达 873.31%, 对应 Q2 股价涨幅 50.97%, 持股市值增长 1369.41%。

表 4: 汽车经销服务板块按增持数量排名前六的公司

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q2	变动比例	2021Q2	变动比例
广汇汽车	5011.19	38.79%	19729.51	61.82%
阿尔特	2709.21	873.31%	74513.28	1369.41%
中国汽研	2475.08	24.49%	65511.55	43.12%
大东方	2298.88	32.66%	51939.53	183.09%
东方时尚	1539.28	90.28%	10794.11	45.19%
国机汽车	177.77		1054.19	

资料来源: Wind, 渤海证券

4. 行业板块表现与估值

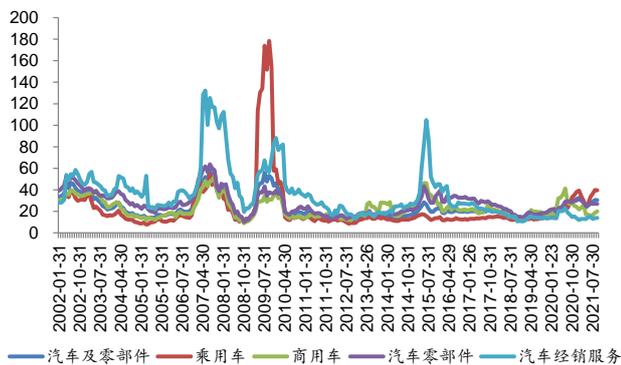
今年以来，汽车板块跑赢大盘 25.09 个百分点，截止 9 月 6 日收盘行业 TTM 市盈率为 30 倍，其中，乘用车/商用车/零部件板块分别为 39/20/27 倍。在电动智能化领域具备较为明显领先优势的自主车企产销快速增长，股价表现强势，成为行业跑赢大盘的主因。后续随着汽车芯片供应逐步改善，车市复苏可期，其中，行业电动智能化高景气度持续，汽车板块未来仍具备不错的结构性投资机会。

表 5: 行业板块涨跌幅 (2021.1.1-2021.9.6)

板块	年初至今涨跌幅 [%]
沪深 300	-2.05
BH 汽车及零部件	23.04
BH 乘用车	39.85
BH 商用车	-0.28
BH 汽车零部件	11.93
BH 汽车经销服务	12.32

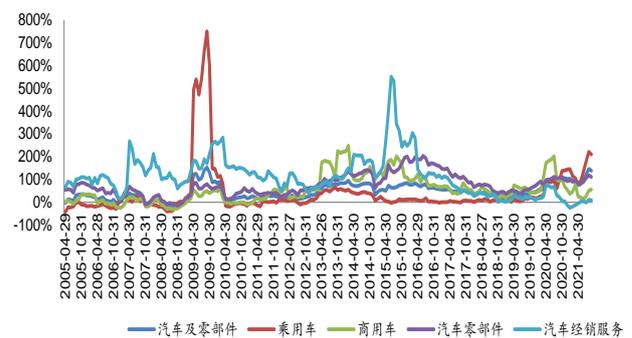
资料来源: Wind, 渤海证券

图 54: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 55: 行业及各板块估值溢价率



资料来源: Wind, 渤海证券

5. 投资策略

1) 行业中报披露完毕，整体受到缺芯及原材料涨价的影响较大，但我们坚信，在全球疫情缓和后，缺芯问题终将解决，汽车芯片供应终将改善。因此，在未来芯片供应边际改善预期以及政府支持汽车消费的背景下，汽车产销有望逐步复苏，预计四季度实现较为明显的改善。内部结构上，我们认为，乘用车板块的品牌与格局将持续优化，建议关注强产品力与新车周期共振的自主产业链，以及后续行业补库复苏逻辑下的优质合资品牌产业链，尤其是补库与出口复苏共振下的优质零部件的投资机会，如上汽集团 (600104)、广汽集团 (601238)、长安汽车 (000625)，以及优质零部件标的华域汽车 (600741)、新坐标 (603040)。

2) 新能源汽车方面,政策支持仍处于“蜜月期”,同时国内车企电动化转型积极,在良性市场竞争下国内电动车市场有望培育出真正具备竞争力的优质公司,从而助力我国产业链做大做强,预计今年我国新能源汽车销量将继续快速增长,产业链高景气度持续。同时,全球新能源汽车市场将在中国、欧洲、美国主导下持续快速发展(其中,美国政策边际改善预期强)。因此,沿着全球化供应链主线,我们看好:1)国内进入并绑定特斯拉、大众等国际车企以及造车新势力供应链的公司,如拓普集团(601689)、旭升股份(603305)、三花智控(002050)、宁德时代(300750)、中鼎股份(000887)、华域汽车(600741)、银轮股份(002126)、文灿股份(603348);2)进入宁德时代和LG化学等动力电池龙头供应链的企业,如先导智能(300450)、璞泰来(603659)、恩捷股份(002812)。此外,我们看好在激烈的竞争中不断实现技术提升并脱颖而出的自主车企,如比亚迪(002594)、宇通客车(600066)。

3) 智能汽车方面,随着今年开始国内智能汽车优质供给明显增多,产业发展显现加快态势,未来我国智能电动汽车市场将呈现多元竞争格局,建议关注两条主线:1)华为汽车产业链主题性机会,如长安汽车(000625)、广汽集团(601238)及北汽蓝谷(600733)等;2)摄像头、毫米波雷达、激光雷达等传感器的需求将持续增加,智能座舱的渗透率将持续提升,建议关注科博达(603786)、德赛西威(002920)、星宇股份(601799)、保隆科技(603197)、拓普集团(601689)。

风险提示: 政策推出低于预期;汽车产销回暖不及预期;全球新冠肺炎疫情控制不及预期;汽车芯片供应短缺风险;新能源汽车产销不及预期;原材料涨价及汇率风险;中美经贸摩擦风险。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
吴晓楠
+86 22 2383 9071

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9073
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9072

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn