

# 汽车

## 天风问答系列：关于出口、缺芯、补库、新能源的四问四答

证券研究报告  
2021年11月07日

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**于特** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521050003  
yute@tfzq.com  
**陆嘉敏** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110520080001  
lujiamin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《汽车-行业点评:特斯拉 Q3 再创佳绩, 产业链高增长趋势延续》2021-10-22
- 《汽车-行业专题研究:2022 年国内新能源汽车市场展望——剑指 500 万辆》2021-10-18
- 《汽车-行业深度研究:智能电动汽车行业十年十大预测 V2.0》2021-10-13

### 1、今年以来整车及零部件出口恢复如何?

2021 年以来,全球疫情仍有反复,海外零部件断供频发,中国汽车供应链凭借稳定的生产能力和成本优势加速正走向海外,今年前三季度国内整车与汽车零部件出口均实现高速增长,规模已创历史同期新高。据海关总署数据,今年前三季度我国整车出口 149.2 万辆,同比增长 1.1 倍;汽车零部件出口金额 554.0 亿美元,同比增长 41.7%。我们建议关注整车企业中出口销量持续增长,加速走向海外的【长城汽车、吉利汽车】等;零部件企业中有望从“国内龙头”成长为“全球龙头”的【福耀玻璃、精锻科技、岱美股份、爱柯迪、玲珑轮胎】等。

### 2、芯片短缺的最新进展?

总体来看,汽车芯片缺口峰值已经过去,未来 3-5 个月芯片供应有望逐步改善。马来西亚是全球半导体产业链的重要一环,9 月以来,随着新冠确诊病例增速放缓,马来西亚半导体产能复产复工有序进行。根据美国经济日报,马来西亚晶圆厂设备供应商 9 月末的平均产能利用率已恢复至 89%,8 月末仅为 51%。我们建议关注在手订单充沛,随“缺芯”缓解,具备较强产销量增长弹性,同时中长期竞争力不断强化的【长城汽车、广汽集团、吉利汽车、长安汽车、上汽集团】,以及造车新势力头部企业【小鹏汽车、理想汽车、蔚来】。

### 3、补库逻辑下零部件板块标的筛选?

受此前“缺芯”影响,汽车行业销量与库存均处于历史较低水平。对于零部件板块,除“缺芯”外,今年还受到原材料涨价、海运费上涨等多重不利因素影响,板块利润率已于 21Q3 触底。在“主动加库存”阶段,整车企业对于零部件的需求量有望回升,同时原材料价格、海运费等已于 21Q4 高位企稳甚至部分回落,我们认为当前时点零部件板块预期差及业绩修复空间更大,有望迎来戴维斯双击。建议关注:(1) Q3 业绩触底, Q4 起有望反转向上,业绩弹性较大的【均胜电子、常熟汽饰、银轮股份、精锻科技】等;(2) 在汽车电子领域布局较多,受益于汽车芯片供应改善,出货量有望提升的【华域汽车、星宇股份、科博达、华阳集团、德赛西威】等。

### 4、新能源汽车零部件可以关注哪些赛道?

我们预计 2021 年、2022 年新能源汽车渗透率分别为 16%、23%,对应销量分别为 320 万台、500 万台。新能源汽车零部件建议关注:① 电池领域:【宁德时代(电新组覆盖)、富临精工】等;② 电机电控领域:【欣锐科技、英搏尔、精进电动、汇川技术(电新组覆盖)】;③ 智能座舱领域:【华阳集团、德赛西威、均胜电子】;④ 智能驾驶领域:【伯特利、联创电子(电子组覆盖)、经纬恒润(科创板待上市)】;⑤ 汽车电子领域:【星宇股份、中鼎股份、保隆科技、天润工业、科博达、宁波高发】;⑥ 汽车轻量化:【旭升股份、爱科迪、金固股份】;⑦ 汽车热管理:【银轮股份、拓普集团】。

**风险提示:**汽车行业景气度复苏不及预期、芯片供应短缺超预期、原材料价格持续上涨、汽车电动智能化进度不及预期等。

## 内容目录

1. 今年以来整车及零部件出口恢复如何? .....	3
2. 芯片短缺的最新进展? .....	5
3. 汽车补库逻辑及标的筛选? .....	6
4. 新能源汽车零部件的投资机会? .....	8
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

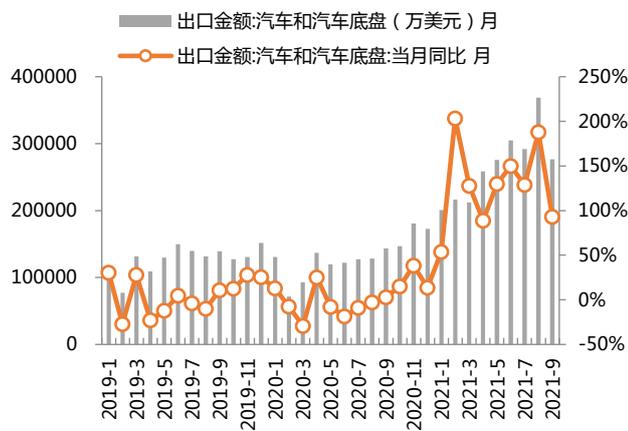
图 1: 疫情后汽车整车出口情况 (单位: 万辆) .....	3
图 2: 疫情后汽车零件出口情况 (单位: 万美元) .....	3
图 3: 2016-2021Q3 年汽车零件出口情况 (单位: 亿美元) .....	3
图 4: 2015-2021Q3 汽车整车出口情况 (单位: 万辆) .....	3
图 5: 长城汽车单月出口销量 (单位: 辆) .....	4
图 6: 吉利汽车单月出口销量 (单位: 辆) .....	4
图 7: 美国零部件进口额及中国占比.....	4
图 8: 马来西亚每日新增新冠病例 (截止 2021 年 11 月 5 日) .....	5
图 9: 马来西亚疫苗全国成人接种进展 (截止 2021 年 11 月 5 日) .....	5
图 10: 汽车库存周期.....	6
图 11: 乘用车月度销量及增速.....	6
图 12: 汽车库存水平.....	7
图 13: 中国汽车制造产成品库存及销量对比 (%) .....	7
图 14: 2020-2022 年国内新能源汽车的月销量 (单位: 辆) .....	8

## 1. 今年以来整车及零部件出口恢复如何？

**2020年初受疫情冲击，整车及零部件出口出现短暂下滑。**2020年初在新冠疫情冲击下，国内出口链条出现短暂的中断。据海关总署数据，20H1国内整车出口约为44万辆，同比下降23.6%，出口金额67.4亿美元，同比下降11.9%；零部件出口金额238.9亿美元，同比下降19%。

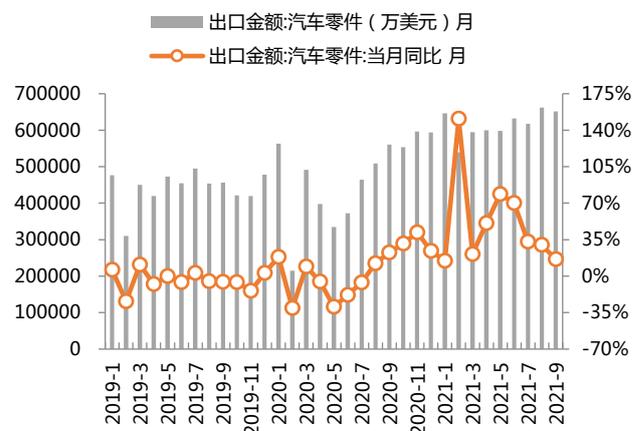
**20Q2起国内疫情逐步控制，国内汽车供应链率先复苏，出口恢复增长。**20Q2开始，随国内疫情得到有效控制，中国车市领先全球最先复苏，供应链逐步恢复常态。进入三季度后，海外疫情逐渐趋缓，汽车销量开始恢复，但海外供应链受疫情影响，短期内重新组织生产难度较大，供给能力恢复有限，因此加大了对进口零部件的需求。据海关总署数据，20H2国内整车出口约为65万辆，同比下降1.8%，出口金额约为90.0亿美元，同比上升9.6%；零部件出口金额327.6亿美元，同比上升20.3%。

图 1：疫情后汽车整车出口情况（单位：万美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

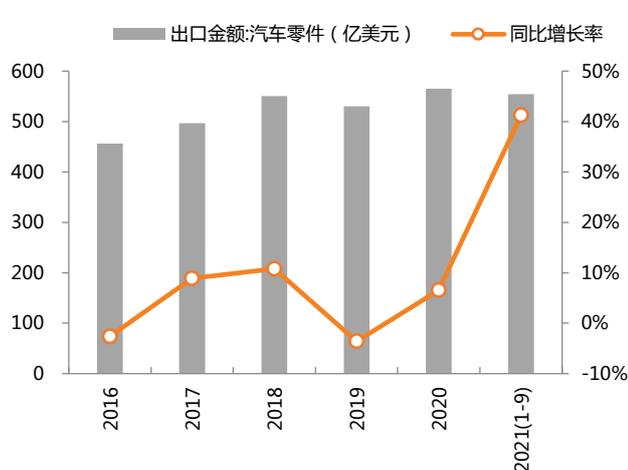
图 2：疫情后汽车零件出口情况（单位：万美元）



资料来源：海关总署，天风证券研究所

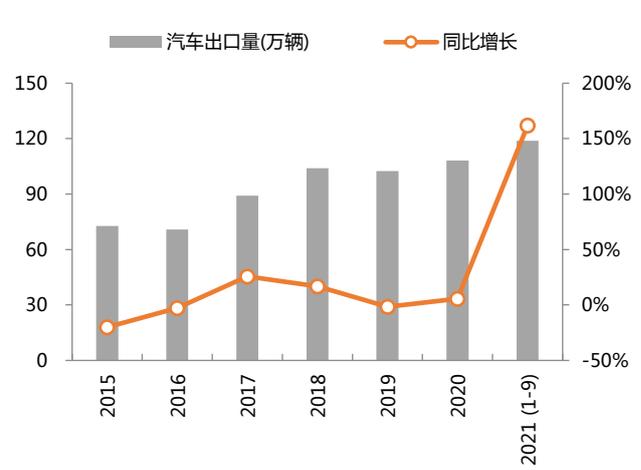
**21年以来整车/零部件出口均实现较快增长，规模已创同期历史新高。**进入2021年，全球疫情仍有反复，导致海外零部件断供频发，而中国汽车供应链凭借稳定的生产能力和成本优势加速正走向海外，21年前三季度国内整车与汽车零部件出口保持着高增长出口态势。据海关总署数据，2021年前三季度，汽车商品出口金额794.4亿美元，同比增长59.5%。其中，整车共出口149.2万辆，同比增长1.1倍；出口金额240.4亿美元，同比增长1.2倍。同时，汽车零部件出口金额554.0亿美元，同比增长41.7%。

图 3：2016-2021Q3 年汽车零部件出口情况（单位：亿美元）



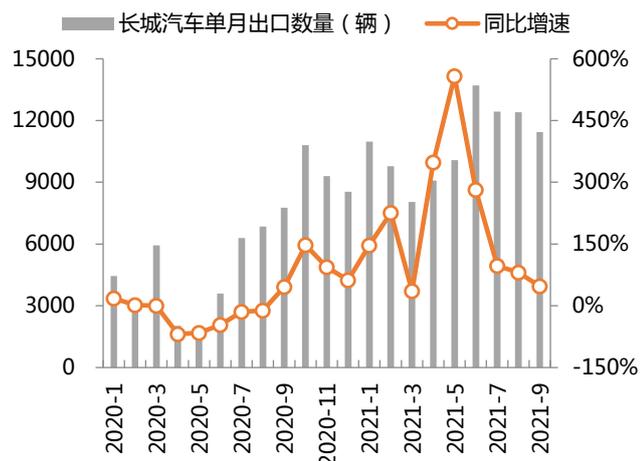
资料来源：海关总署，天风证券研究所

图 4：2015-2021Q3 汽车整车出口情况（单位：万辆）



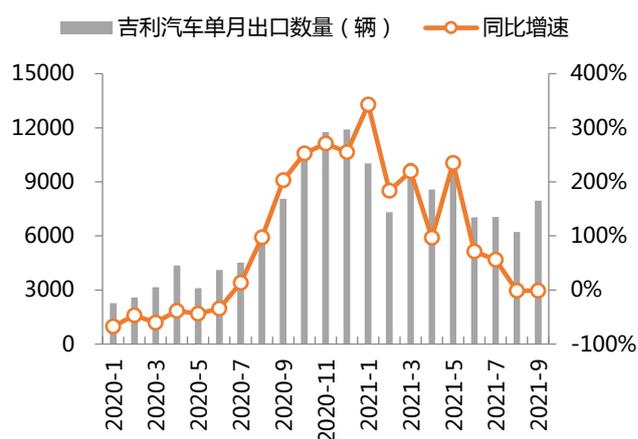
资料来源：中汽协，产业信息网，智研咨询，天风证券研究所

图 5：长城汽车单月出口销量（单位：辆）



资料来源：长城公司公告，天风证券研究所

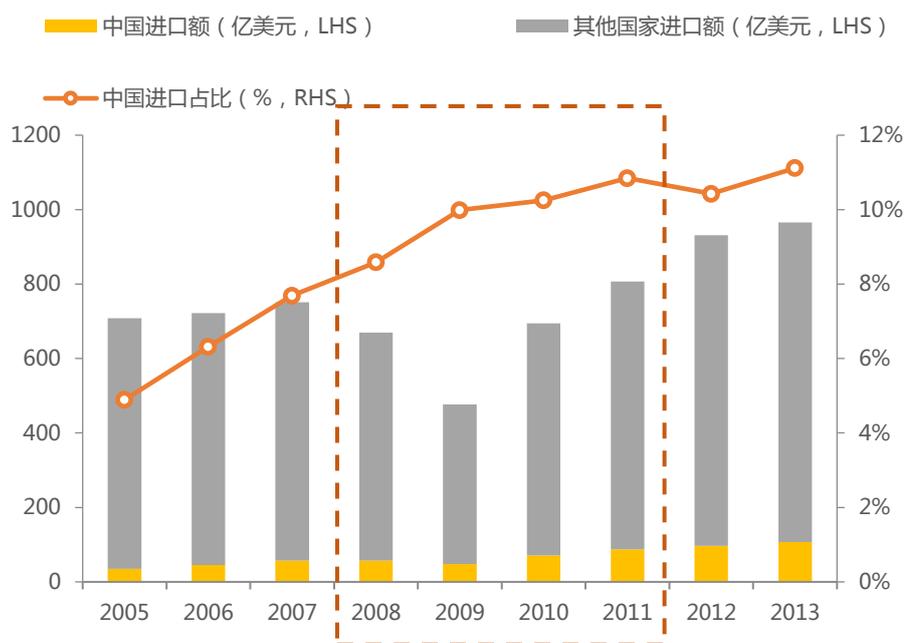
图 6：吉利汽车单月出口销量（单位：辆）



资料来源：吉利公司公告，天风证券研究所

从“国内龙头”走向“全球龙头”，关注零部件企业海外扩张历史性机遇。受全球疫情蔓延影响，海外车企降本&供应链整合压力加大。参考 2008-2010 年，在金融危机重创之下，各大车企降本诉求迫切，期间美国持续加大对中国零部件的进口比重，从金融危机前的 7% 左右提升至 10% 以上。其中，国内出口型零部件供应商龙头，如福耀玻璃、敏实集团、科力远等海外营收占比均实现了较为明显的提升。我们认为，此次新冠疫情将使得国内零部件供应商全球替代步伐再次加速。主要由于：1) 外因-疫情带来的替代机遇：①部分竞争对手或难以生存，带来份额的转移；②车企降本诉求提升，对原供应商保护力度大幅削弱，高性价比产品竞争力加强。2) 内因-产品品质&客户关系的沉淀：经过多年发展，国内零部件企业产品品质、与全球车企的配套经验&关系均大幅提升。按公司订单落地的速度和节奏不同，各自快速增长周期维度预计可持续 2-3 年，我们建议关注拥有“定价权”的细分领域龙头【福耀玻璃、岱美股份、精锻科技、爱柯迪、道通科技、科博达、均胜电子、敏实集团、玲珑轮胎】等。

图 7：美国零部件进口额及中国占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 芯片短缺的最新进展？

总体来看，我们认为汽车芯片缺口峰值已经过去，未来两个季度芯片供应有望逐步改善。

本轮汽车缺芯复盘：

- (1) **本次“缺芯”源起于疫情：**汽车芯片断供危机缘起于2020年初，疫情影响下全球汽车销量下跌，车规级芯片产能过剩，与此同时，消费级芯片需求猛增，芯片原料从而转向消费级芯片生产，此阶段虽然尚未爆发汽车芯片短缺，但危机的种子已经埋下。
- (2) **中国车市率先复苏：**到2020年中，国内疫情得到有效控制，中国汽车销量率先复苏，带动车规级芯片需求反弹，但国外疫情加速蔓延，全球经济停摆，多家芯片企业停产，汽车缺芯危机初步显现，但当时主流汽车供应商尚有一定芯片库存，缺芯影响未显著暴露。
- (3) **天灾人祸导致芯片减产：**到2021年初，美国德州暴雪、日本瑞萨火灾等天灾人祸导致多家芯片厂商减产或者停产，芯片产能进一步受限，加剧汽车行业整体缺芯荒。多家车企因芯片短缺出现大面积减产。
- (4) **马来西亚疫情影响汽车芯片封测产能：**2021年6月，马来西亚局部疫情开始加剧。马来西亚是全球半导体产业链的重要一环，目前全球车规级芯片供应商主要有恩智浦、瑞萨电子、英飞凌、意法半导体、博世、德州仪器、安森美、罗姆半导体、东芝、亚德诺等企业，占据了全球80%以上的市场份额，其中有不少MCU芯片就在马来西亚完成封装加工。马来西亚因疫情加剧被迫封国，进而芯片供应短缺情况将进一步恶化，如英飞凌和意法半导体不得不暂停部分生产。
- (5) **马来西亚逐步复产复工：**9月以来，随着新冠肺炎确诊病例增速放缓，马来西亚开始放宽行动管制规定。马来西亚半导体产业协会(Malaysia Semiconductor Industry Association)主席Wong Siew Hai表示，目前该国半导体行业多达半数公司的产能利用率已在恢复，未来几个月有较大增长空间。
- (6) **马来西亚半导体产能持续恢复：**10月10日，马来西亚政府宣布，由于成人接种率已达到90%，11日起对完全接种疫苗的居民取消国内外旅游限制，且不再实施广泛封锁措施。根据此前马来西亚国际贸易及工业部的政策要求，在完成80%-100%的工人接种疫苗后，将允许100%复工。根据美国经济日报报道，摩根士丹利的最新调查披露，马来西亚晶圆厂设备供应商9月末的平均产能利用率已恢复至89%，8月末仅为51%。

图8：马来西亚每日新增新冠病例（截止2021年11月5日）



资料来源：马来西亚卫生部，天风证券研究所

图9：马来西亚疫苗全国成人接种进展（截止2021年11月5日）



资料来源：马来西亚卫生部，天风证券研究所

### 3. 汽车补库逻辑及标的筛选?

汽车产业规模庞大，呈现明显的 3-4 年的景气周期，库存波动是影响明显，准确把握库存周期的波动对汽车股投资异常重要。我们定义一个汽车库存周期：主动去库存→被动去库存→主动加库存→被动加库存。

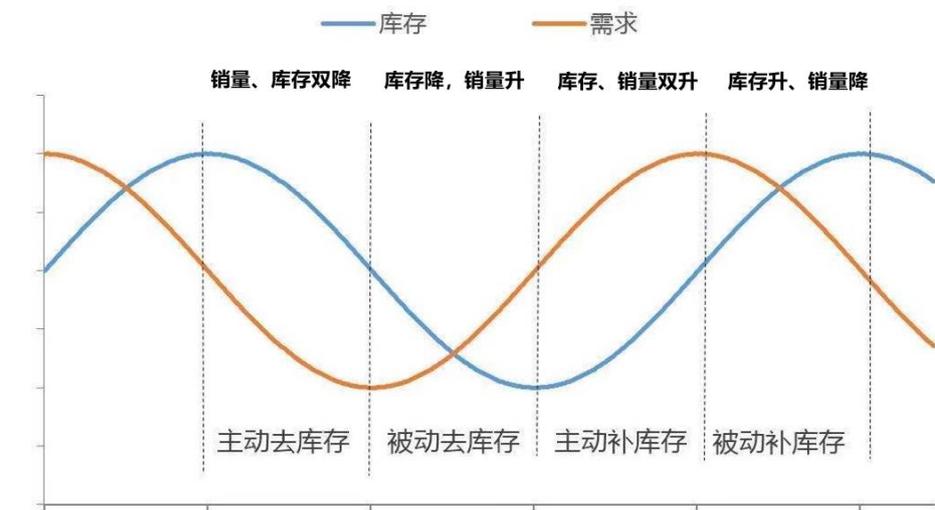
**主动去库存：**汽车行业景气度下行，同时行业库存处于较高状态，车企对未来感到悲观，开始主动降低库存，对应行业销量和库存同向下行。

**被动去库存：**行业景气度触底反转，汽车销量回升，主机厂开始加大生产，但由于生产计划调整具有滞后性，供不应求，库存继续减少。

**主动加库存：**行业供给端持续改善，汽车销量继续增长，同时车企的生产已经跟上了需求，库存开始增加，库存和销量同向变动。

**被动加库存：**行业景气度开始回落，汽车销量下滑，库存由于需求降低，库存逐渐增加。

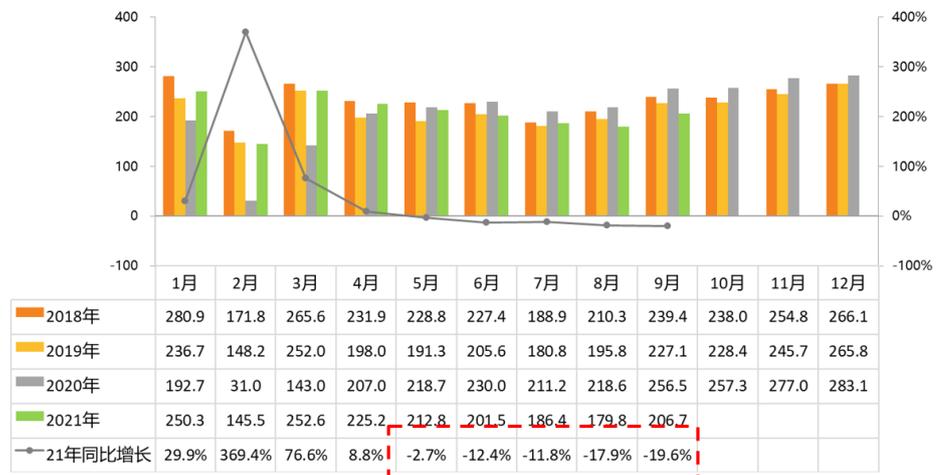
图 10：汽车库存周期



资料来源：天风证券研究所

受“缺芯”影响，销量增速已于 9 月触底。芯片短缺为今年车市最大扰动因素，5 月以来马来西亚疫情使得全球芯片封测产能不足，导致汽车供给端受限，汽车销量同比增速持续下滑，并于 9 月触底。

图 11：乘用车月度销量及增速

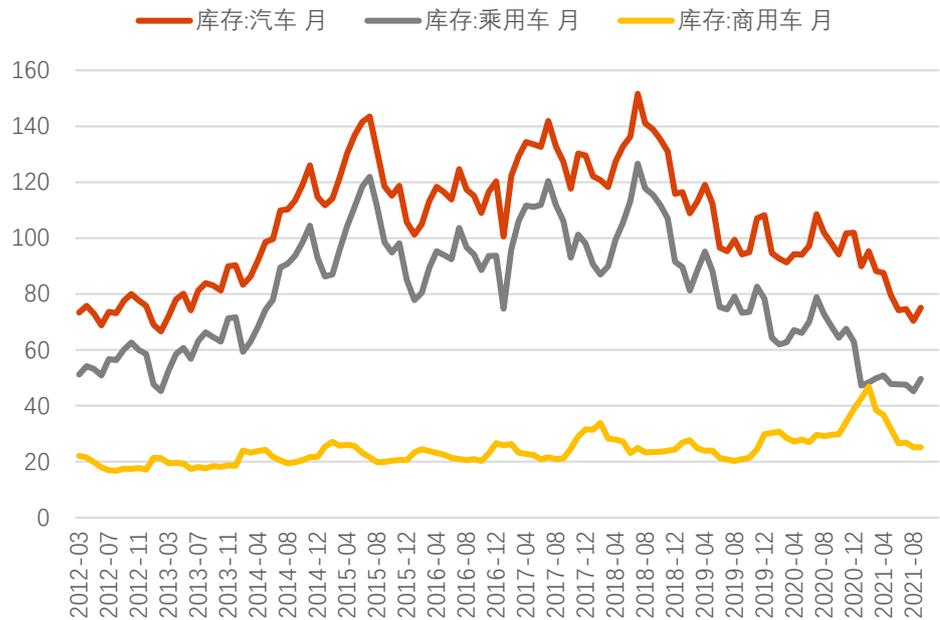


资料来源：乘联会，天风证券研究所

库存已回到历史较低水平，补库动力较强。受芯片短缺影响，目前行业库存已重回 2012

年以来的历史较低水平。考虑到目前国内汽车年销售规模已是 2012 年的 1.4 倍左右，主机厂及经销商有较强的补库动力。

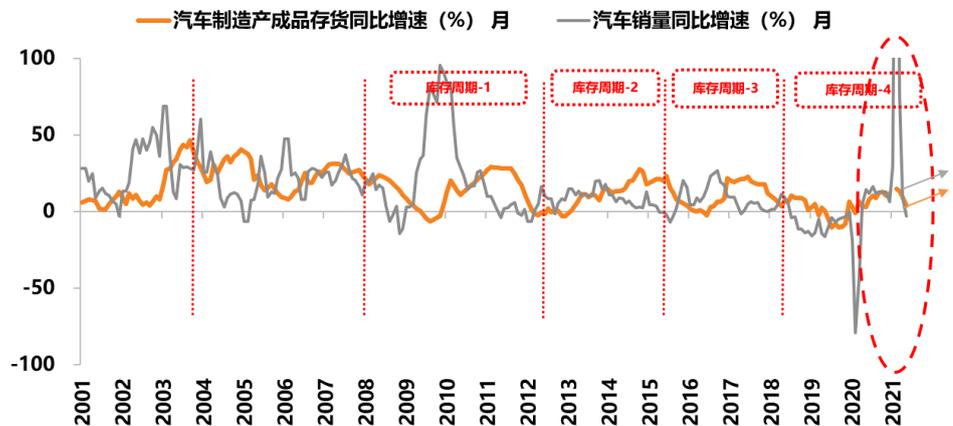
图 12：汽车库存水平



资料来源：中国汽车流通协会，天风证券研究所

往后看半年维度，随芯片短缺逐步缓解，行业有望进入销量与库存双升的“主动加库存”阶段。

图 13：中国汽车制造产成品库存及销量对比（%）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

主动加库存逻辑下，板块与标的如何选择？

**整车板块：数据端的改善最为直观。**整车销量于 8 月及 9 月触底，随“缺芯”缓解，行业产销量有望逐月改善，我们看好短期在手订单充沛，具备较强销量增长弹性，同时中长期竞争力不断强化的【长城汽车、广汽集团、吉利汽车】，以及造车新势力头部企业【小鹏汽车、理想汽车、蔚来】。

**零部件板块：预期差及弹性更大。**除“缺芯”影响外，零部件板块今年以来还受到原材料涨价、海运费上涨等多重不利因素冲击，板块整体利润率已于 21Q3 触底。往后看，随行业进入“主动加库存”阶段，整车企业对于零部件的需求量有望回升，同时原材料价格、海运费等已于 Q4 起高位企稳甚至回落，因此我们认为零部件板块业绩修复空间更大，有望迎来戴维斯双击机会。建议关注以下几条主线：（1）受主机厂“缺芯”、原材料价格上涨、海运费上涨等影响导致 Q3 业绩触底，Q4 起有望反转向上的、业绩弹性较大的【均胜电

子、常熟汽饰、银轮股份、精锻科技】等；（2）在汽车电子领域布局较多，受益于汽车芯片供应改善，出货量有望提升的【华域汽车、星宇股份、科博达、华阳集团、德赛西威】等。

#### 4. 新能源汽车零部件的投资机会？

预计 2022 年新能源汽车销量持续增长，渗透率加速提升。2021 年，尽管面临着缺芯以及原材料涨价等问题，但是从 5-8 月的销量环比增量来看依旧保持着持续增长的趋势，且以 DMi 为代表的混合动力车型的月销量仍在持续爬坡。因此我们预计 2021 年 10-12 月月销量的环比增量也可达 3 万台，据此推算 2021 年全年新能源汽车销量达 320 万台，新能源汽车的渗透率可达 16%。2022 年，随着缺芯问题持续缓解，因缺芯而积压的需求将得到释放，即将上市或开启交付的新能源车型为新能源汽车高速增长的趋势提供可靠的支撑。我们预计 2022 年新能源汽车渗透率可能继续提升至 23%，新能源汽车销量将超 500 万台。整车股将展现销量与盈利弹性，零部件公司受需求拉动也将受益，建议关注：

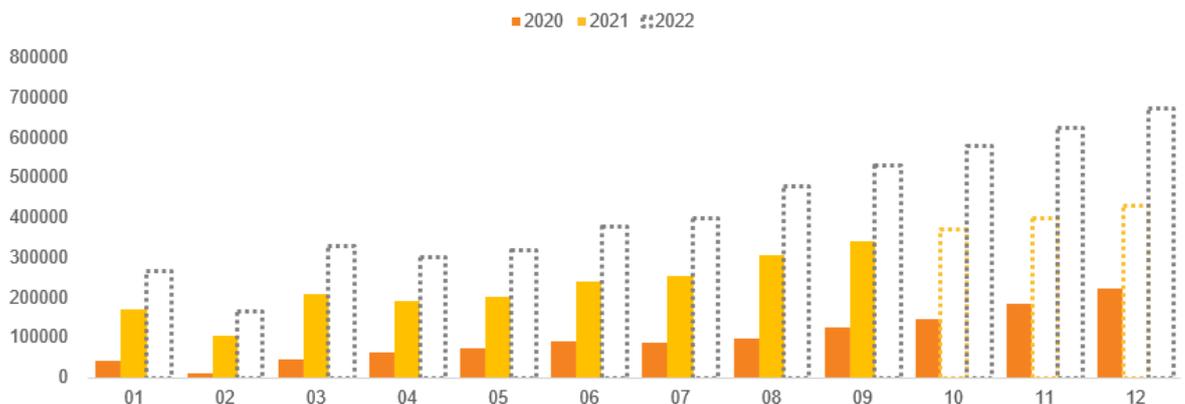
##### （1）整车板块建议关注因智能电动浪潮而收益的相关标的：

- ① 发力智能电动，同时在混合动力赛道有优势，具有中长期发展潜力的领先民营自主品牌：【长城汽车（A+H）、吉利汽车（H）】；
- ② 做全栈研发，加速布局智能电动的新势力：【小鹏汽车、理想汽车、蔚来】；
- ③ 机制体制改革，拆分智能电动板块单独运营的国有自主车企：【广汽集团、长安汽车、上汽集团】；

##### （2）零部件板块建议关注基本面扎实且估值合理，伴随电动智能浪潮，有望戴维斯双击的各赛道龙头：

- ① 电池领域：【宁德时代（电新组覆盖）、富临精工】等；
- ② 电机电控领域：【英搏尔、精进电动、欣锐科技、汇川技术（电新组覆盖）】；
- ③ 智能座舱领域：【华阳集团、德赛西威、均胜电子】；
- ④ 智能驾驶领域：【伯特利、联创电子（电子组覆盖）、经纬恒润（科创板待上市）】；
- ⑤ 汽车电子领域：【星宇股份、中鼎股份、保隆科技、天润工业、科博达、宁波高发】；
- ⑥ 汽车轻量化：【旭升股份、爱科迪、金固股份】；
- ⑦ 汽车热管理：【银轮股份、拓普集团】。

图 14：2020-2022 年国内新能源汽车的月销量（单位：辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

## 5. 风险提示

**汽车行业景气度复苏不及预期：**因需求回落或导致国内车市复苏不及预期，对板块盈利造成压力。

**芯片供应短缺超预期：**海外疫情反复或导致芯片短缺加剧，使得补库过程中断。

**原材料价格持续上涨：**原材料价格持续上涨或导致板块利润率承压。

**汽车电动智能化进度不及预期：**部分标的估值已反映较多未来增长预期，汽车电动智能化进度不及预期或带来估值调整压力。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com