

低点已过，静待复苏

——汽车行业三季度业绩综述

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2021年11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
精锻科技	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：

● 缺芯严重致 Q3 销量双位数下滑

1) 2021 前三季度汽车销量 1862.30 万辆，同比增长 8.70%，其中，Q3 汽车/乘用车销量 572.95/485.39 万辆，同比下降 16.51%/11.87%，相比 Q2 降幅明显扩大，主要是受行业缺芯影响所致。前三季度新能源汽车销量 215.66 万辆，同比大增 193.88%，其中，Q3 销量 94.90 万辆，同环比增长 174.99%/39.70%，在车企内部芯片优先分配策略下高景气度持续。2) 9 月末主机厂库存有所回升，经销商库存继续回落，亟待补库。3) 成本端，今年以来原材料价格涨幅明显，10 月开始主要原材料价格开始高位回落，四季度行业成本压力有望有所缓解。

● 汽车行业：Q3 收入与净利润双降，利润率走低

1) 2021 前三季度行业实现营收 2.31 万亿元，同比增长 17.48%，其中，Q3 营收 7283.39 亿元，同环比下降 6.70%/7.92%。前三季度行业净利润 1065.17 亿元，同比增长 30.21%，其中，Q3 净利润 280.64 亿元，同环比下降 27.88%/28.54%。2) 前三季度行业毛利率/净利率为 13.93%/4.61%，同比变动-0.33/+0.45pct，其中，Q3 毛利率/净利率为 14.01%/3.85%，同比下降 0.49/1.13pct，环比下降 0.04/1.11pct。3) 前三季度行业资本性支出 1090.77 亿元，同比增长 29.72%，其中，Q3 为 394.41 亿元，同环比增长 28.90%/7.57%。在双碳背景下，国内电动智能轻量化持续推进，行业公司加快转型布局。

● 基金持仓：Q3 基金减持汽车股

Q3 基金减持汽车股，持有汽车股票数量由 Q2 的 196 支降至 105 支，配置比例由 Q2 的 2.82% 降至 2.51%。个股配置方面，基金持有的汽车前十大重仓股持股总市值合计 633.57 亿元，占汽车行业持股总市值的 69.59%，较 Q2 末提升 5.20pct。其中，比亚迪以 272.78 亿元的持股总市值稳居第一，占汽车行业持股总市值的 29.96%，占比明显提升。

● 行业表现及估值

今年以来，汽车板块跑赢大盘 38.21 个百分点，截止 11 月 5 日收盘行业 TTM 市盈率为 34 倍，其中，乘用车/商用车/零部件板块分别为 44/19/30 倍。在电动智能化领域具备明显领先优势的自主车企及特斯拉产销快速增长，配套零部件产业链持续受益，整体股价表现强势，成为行业跑赢大盘的主因。随着后续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，汽车板块仍存在不错的结构性投资机会。

● 行业投资策略

1) 整体来看,受芯片短缺(产销及收入端影响因素)、原材料及运费明显上涨(成本端影响因素)影响,三季度行业业绩表现较差,符合我们的预期。当前行业预期在改善,主要基于:一方面,9月中下旬开始芯片供应边际向好,行业销量环比提升;另一方面,10月以来主要原材料价格高位回落,行业成本压力有望缓解;同时,当前国内经济下行压力加大下支持汽车消费的重要性提升。因此,我们预计,三季度是行业拐点,四季度开始汽车产销将持续复苏,环比将持续增长,在国内外疫情没有大的反复的情况下,明年上半年月度同比有望实现回正。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,短期复苏弹性上看好前期受缺芯影响大的大众产业链。综合来看,推荐标的为上汽集团(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)、精锻科技(300258)。

2) 新能源汽车方面,自主、造车新势力及特斯拉、大众等国际车企持续加速布局国内市场,车型供给持续优化叠加双积分考核与明年补贴退坡预期,预计年底国内新能源汽车销量有望冲量创新高,全年预计超300万辆,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、弗迪电池(比亚迪旗下动力电池公司)、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;汽车行业复苏不及预期;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;限电限产风险;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.....	6
行业基本面：缺芯严重致 Q3 销量双位数下滑.....	6
行业整体经营情况：Q3 收入与净利润双降，盈利能力下滑，投资继续快速增长.....	9
2.细分行业情况.....	13
乘用车：Q3 板块净利润大幅下滑.....	13
商用车：Q3 净利润巨降，盈利能力明显下滑.....	14
汽车零部件：Q3 营收放缓，净利润明显下滑，盈利能力走低.....	15
汽车经销服务：Q3 收入净利双降，存货继续走低.....	16
3.Q3 基金持仓分析.....	18
行业配置：Q3 基金减持汽车股.....	18
个股配置：前十大持仓集中度上升.....	18
增减持分析：Q3 行业多数公司遭基金减持.....	20
4.行业板块表现与估值.....	22
5.投资策略.....	23

图 目 录

图 1: 汽车季度销量 (万辆)	6
图 2: 乘用车销量增速走势	6
图 3: 重卡销量增速走势	7
图 4: 新能源汽车销量及走势 (万辆)	7
图 5: 汽车厂商库存 (万辆)	7
图 6: 汽车经销商库存系数	7
图 7: 汽车制造业工业增加值	8
图 8: 汽车产成品存货	8
图 9: 乘用车整体市场均价 (万元)	8
图 10: 乘用车终端优惠额度 (万元)	8
图 11: 钢材价格走势	9
图 12: 铝价格走势 (元/吨)	9
图 13: 铜价格走势 (元/吨)	9
图 14: 天然橡胶价格走势 (元/吨)	9
图 15: 国际三地原油价格走势 (美元/桶)	9
图 16: 国内浮法玻璃价格走势 (元/吨)	9
图 17: 汽车行业营业收入	10
图 18: 汽车行业净利润	10
图 19: 今年以来汽车出口高速增长	10
图 20: 汽车制造业出口交货值走势	10
图 21: Q3 自主月度销量增幅明显高于德日系	11
图 22: 今年以来自主品牌销量一枝独秀	11
图 23: 汽车行业毛利率	11
图 24: 汽车行业净利率	11
图 25: 汽车行业期间费用率走势	12
图 26: 汽车行业经营性现金流量净额	12
图 27: 汽车行业单季度 ROA 和 ROE 走势	12
图 28: 汽车行业在建工程相比年初增长率	13
图 29: 汽车行业投资性现金流量净额	13
图 30: 汽车行业资本性支出	13
图 31: 乘用车板块营业收入	14
图 32: 乘用车板块净利润走势	14
图 33: 乘用车板块毛利率与净利率	14
图 34: 商用车板块营业收入	15
图 35: 商用车板块净利润走势 (%)	15
图 36: 商用车板块毛利率与净利率	15
图 37: 汽车零部件板块营业收入	16
图 38: 汽车零部件板块净利润走势	16
图 39: 今年以来汽车零部件出口快速增长	16
图 40: 汽车零部件板块毛利率与净利率	16
图 41: 汽车经销服务板块营业收入	17

图 42: 汽车经销服务板块净利润走势	17
图 43: 汽车经销服务板块毛利率与净利率	17
图 44: 汽车经销服务板块存货走势	18
图 45: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额	18
图 46: Q3 汽车行业配置比例降幅位列申万一级行业第 10	18
图 47: Q3 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 7	18
图 48: Q3 基金持有的汽车前十大重仓股	19
图 49: 基金持股市值排名前 20 公司的行业分布	20
图 50: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比	20
图 51: Q3 基金增持股数排名前 10 的汽车股	20
图 52: Q3 基金减持股数排名前 10 的汽车股	20
图 53: 行业及各板块估值 (PE, TTM 整体法) 走势	23
图 54: 行业及各板块估值溢价率	23

表 目 录

表 1: Q3 乘用车板块仅有两家公司遭增持	21
表 2: Q3 商用车板块仅有两家公司遭增持	21
表 3: Q3 汽车零部件板块遭增持的 24 家公司	22
表 4: Q3 汽车经销服务板块按增持数量排名前六的公司	22
表 5: 行业板块涨跌幅 (2021.1.1-2021.11.05)	23

1.行业整体情况

行业基本面：缺芯严重致 Q3 销量双位数下滑

1)销量方面，2021 年前三季度汽车销量 1862.30 万辆，同比增长 8.70%，其中，Q3 销量 572.95 万辆，同环比下降 16.51%/10.40%，相比 Q2 降幅明显扩大，主要是受行业缺芯影响所致。

乘用车方面，2021 年前三季度销量 1486.21 万辆，同比增长 10.96%，其中，Q3 销量 485.39 万辆，同环比下降 11.87%/1.33%，9 月销量同比下降 16.45%，10 月销量预计同比下滑，但在 9 月底芯片供应边际改善下环比有望实现不错增长。

新能源汽车方面，2021 年前三季度销量 215.66 万辆，同比大增 193.88%，其中，Q3 销量 94.90 万辆，同环比增长 174.99%/39.70%。在政策支持、优质供给多元化以及车企内部芯片优先分配策略的推动下，国内新能源汽车持续高景气。我们认为，在双积分考核以及明年补贴退坡预期下，四季度新能源汽车销量有望冲量创新高，全年销量预计突破 300 万辆。

重卡方面，2021 年前三季度销量 123.13 万辆，同比微降 0.21%，其中，Q3 销量 18.68 万辆，同环比下降 55.52%/63.57%，从 5 月开始销量由由正转负，9 月降幅明显扩大至 60.72%。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，前期重卡销量高速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三季度销量大幅下滑。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（尤其是新基建）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）

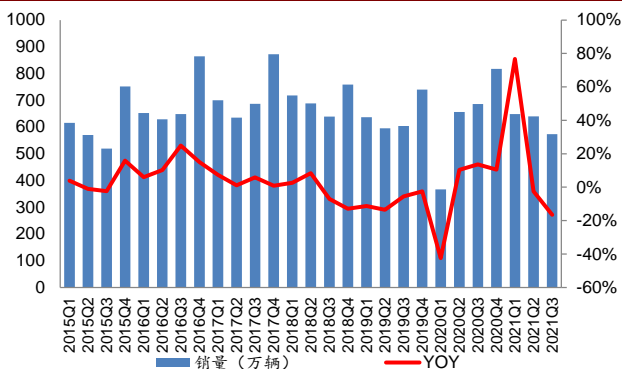
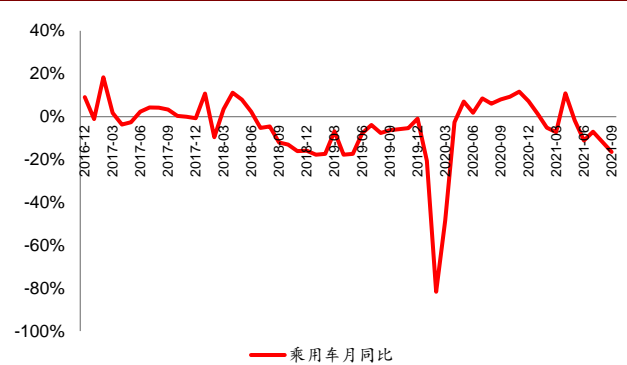


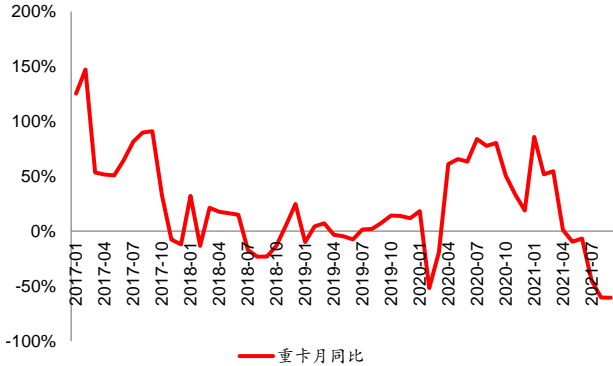
图 2：乘用车销量增速走势



资料来源: Wind, 渤海证券

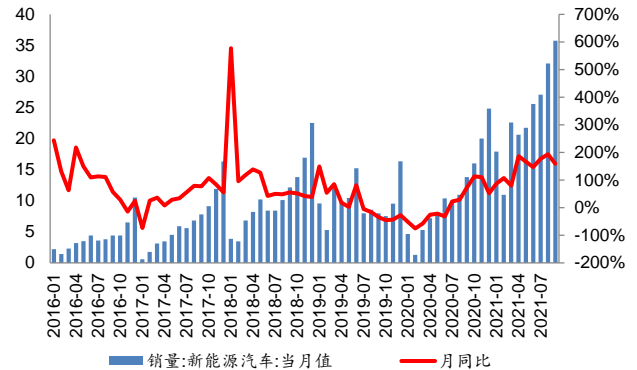
资料来源: Wind, 渤海证券 (因 2020 年同期基数异常, 2021 年 1-3 月销量与 2019 年同期比)

图 3: 重卡销量增速走势



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)

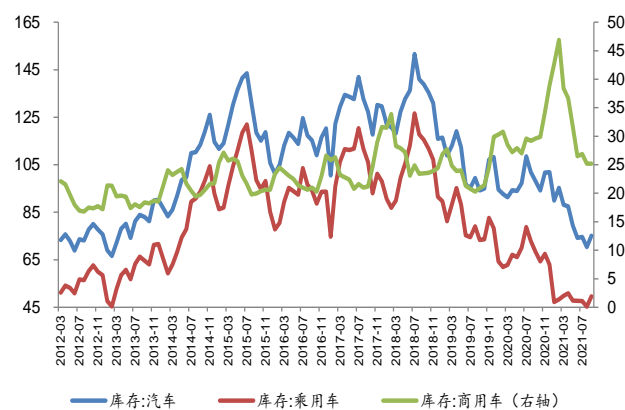
图 4: 新能源汽车销量及走势 (万辆)



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)

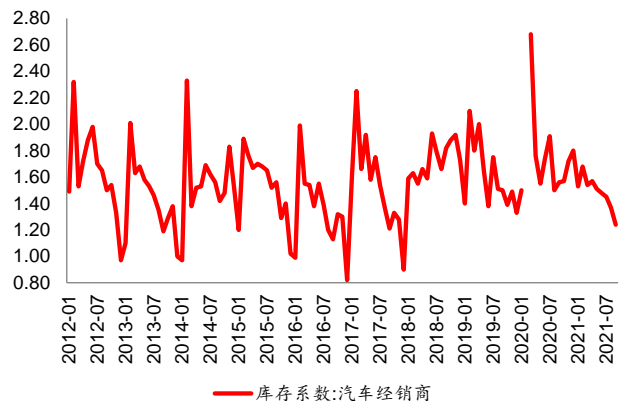
2) 库存方面, 9 月末主机厂汽车库存为 75.1 万辆, 相比月初增长 6.68%, 其中, 乘用车库存 49.6 万辆, 相比月初增长 9.73%, 芯片供应边际改善后主机厂开始及时补库存以应对旺季需求。从工业增加值及产成品存货走势来看, 9 月末汽车制造业的工业增加值同比下降 8.20%, 相比 8 月降幅有所收窄; 9 月汽车制造的产成品存货同比增长 7.90%, 相比 7/8 月增速有所扩大, 进一步反映芯片供给有所改善, 主机厂抓紧生产补库。经销商库存方面, 9 月汽车经销商库存系数继续回落至 1.24, 连续第四个月低于 1.5 的警戒线, 位于历史同期低位。在批发/零售均环比双位数增长的情况下渠道库存深度持续回落, 显示前期因缺芯压制的需求无法被完全满足, 未来主机厂与经销商亟需主动补库以满足需求。

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 (注: 2020 年 2 月异常值省去)

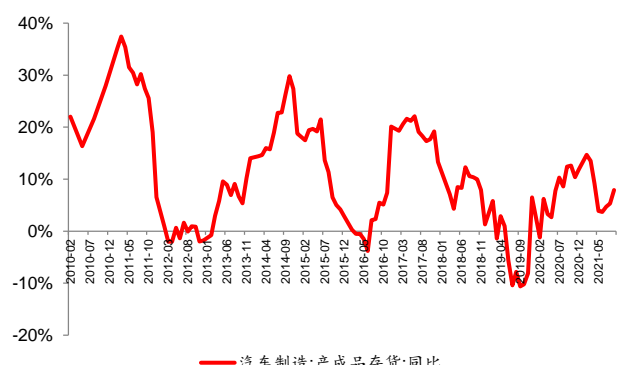
图 7: 汽车制造业工业增加值



— 工业增加值:汽车制造业:当月同比

资料来源: Wind, 渤海证券

图 8: 汽车产成品存货

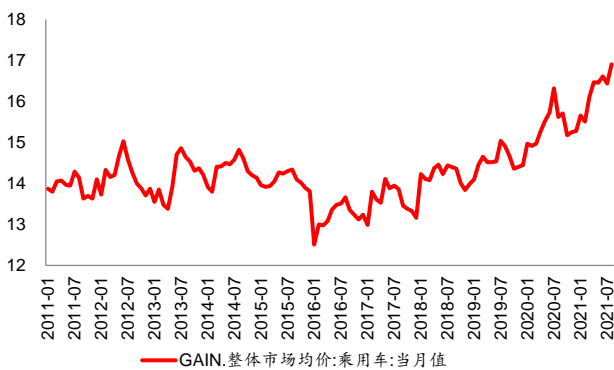


— 汽车制造:产成品存货:同比

资料来源: Wind, 渤海证券

3) 价格方面, 从数据上看, 8 月整体乘用车价格为 16.91 万元, 同环比提升 1.29/0.47 万元, 乘用车价格处于高位, 预计主要与以电动车为主的中高端新车型热销有关。我们认为, 当前主机厂, 尤其是优质自主品牌, 为在存量竞争属性的车市中占据有利位置, 纷纷加快以电动智能化车型为主的品牌车型升级; 同时, B 级及以上电动车销量的持续发力也助力车市产品结构改善, 均价持续提升。车市优惠方面, 乘用车整体终端优惠额度同环比降低 0.34/0.03 万元, 三季度以来持续车市优惠持续收窄。我们认为, 在当前“缺芯”导致库存紧张的情况下, 车市优惠收窄符合预期。展望年底, 随着芯片供应持续边际改善, 行业预计大概率会出现补库行为, 车市优惠力度预计将在合理范围内波动。

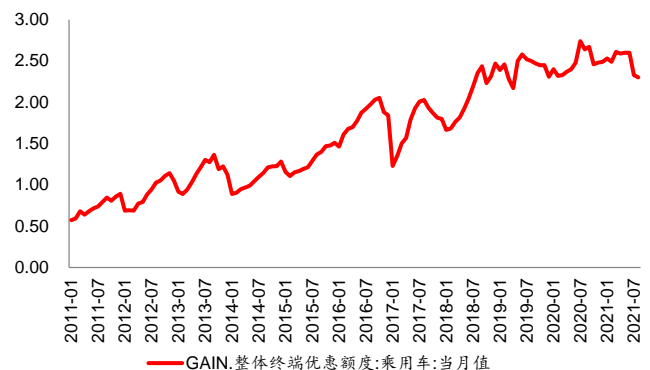
图 9: 乘用车整体市场均价 (万元)



— GAIN.整体市场均价:乘用车:当月值

资料来源: Wind, 渤海证券

图 10: 乘用车终端优惠额度 (万元)

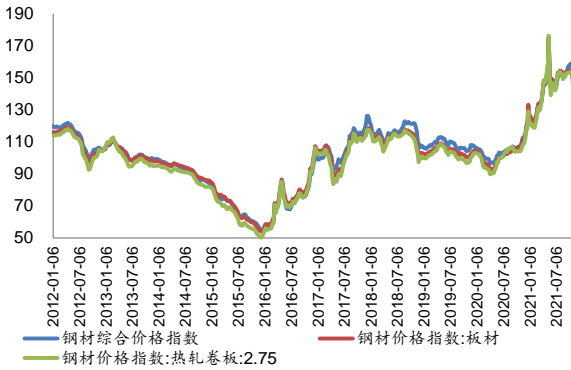


— GAIN.整体终端优惠额度:乘用车:当月值

资料来源: Wind, 渤海证券

4) 成本方面, 今年以来钢材价格整体呈震荡上行走势, 到 10 月 15 日钢材综合价格指数升至 159.09, 之后开始回落, 截止 10 月 29 日指数回落至 149.64。铝价 10 月 19 日创新高后开始回落, 铜价近期也呈现震荡回落的走势; 天然橡胶价格低位波动; 原油价格自 2020 年 4 月以来持续走高; 浮法玻璃价格 9 月初高点后持续回落。整体来看, 10 月开始主要原材料价格开始高位回落, 四季度行业成本压力有望有所缓解。

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)



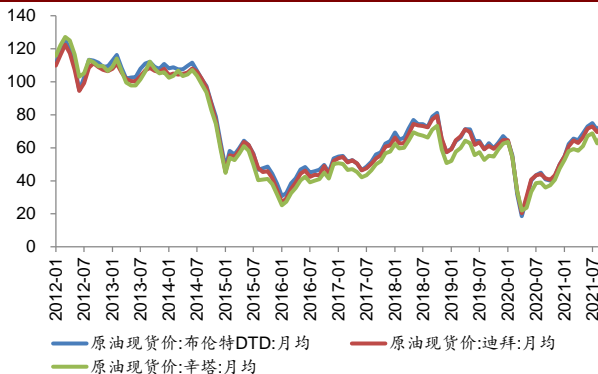
资料来源: Wind, 渤海证券

图 14: 天然橡胶价格走势 (元/吨)



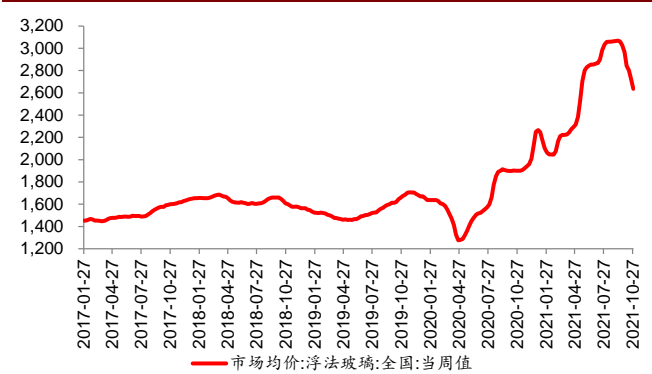
资料来源: Wind, 渤海证券

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)



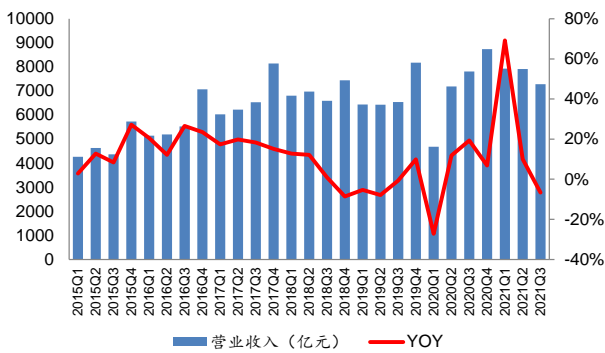
资料来源: 同花顺金融, 渤海证券

行业整体经营情况: Q3 收入与净利润双降, 盈利能力下滑, 投资继续快速增长

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：

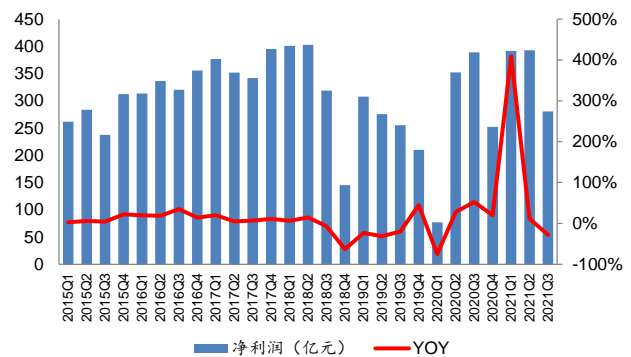
1) 经营业绩方面，汽车行业 2021 年前三季度实现营收 2.31 万亿元，同比增长 17.48%，其中，Q3 营收 7283.39 亿元，同环比下降 6.70%/7.92%。前三季度行业净利润 1065.17 亿元，同比增长 30.21%，其中，Q3 净利润 280.64 亿元，同环比下降 27.88%/28.54%，在 Q3 汽车销量同环比下降 16.51%/10.40%的情况下，经营杠杆负向作用使得净利润降幅明显高于收入与销量端。Q3 收入降幅明显小于销量，主要是：一方面，自主电动车高速增长，对应渗透率快速提升；另一方面，海外出口业务继续高速增长。

图 17: 汽车行业营业收入



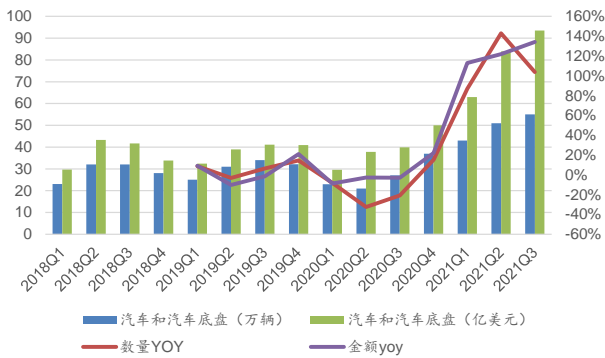
资料来源: Wind, 渤海证券

图 18: 汽车行业净利润



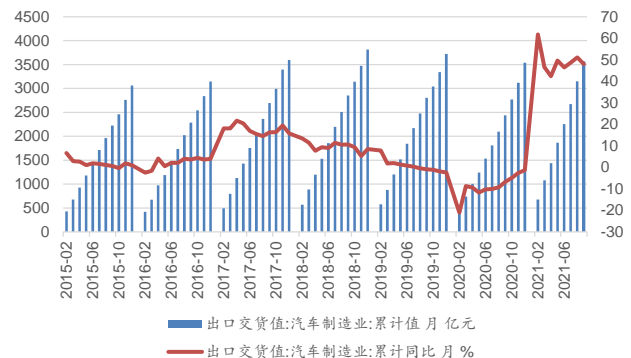
资料来源: Wind, 渤海证券

图 19: 今年以来汽车出口高速增长



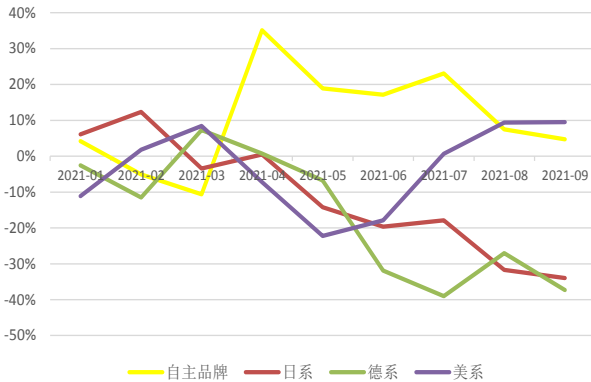
资料来源: Wind, 渤海证券

图 20: 汽车制造业出口交货值走势



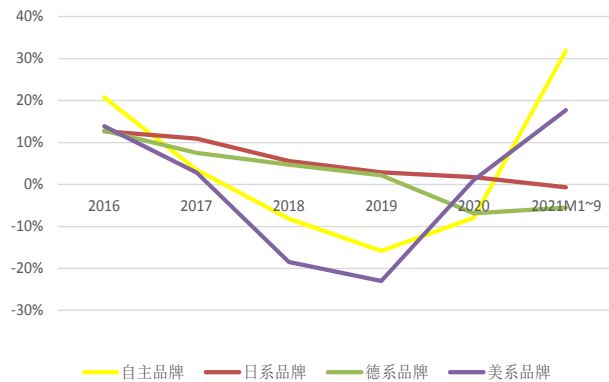
资料来源: Wind, 渤海证券

图 21: Q3 自主月度销量增幅明显高于德日系



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



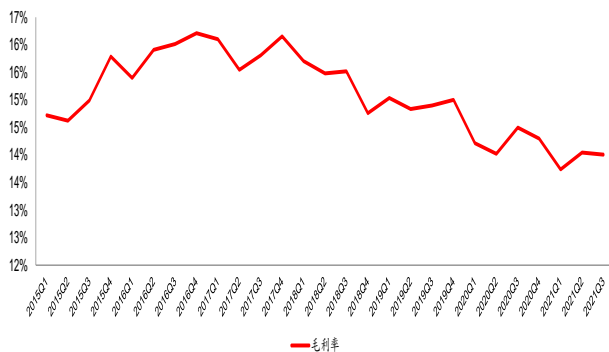
资料来源: Wind, 渤海证券

2) 盈利能力方面, 行业 2021 年前三季度毛利率/净利率为 13.93%/4.61%, 同比变动-0.33/+0.45pct, 其中, Q3 毛利率/净利率为 14.01%/3.85%, 同比下降 0.49/1.13pct, 环比下降 0.04/1.11pct, 而对应 Q3 期间费用率为 11.43%, 同环比上升 0.50/1.19pct。我们分析, 行业盈利能力下降主要与原材料及运费(今年开始销售费用中的运费划入营业成本)大幅上涨, 同时, 收入端下滑致经营杠杆负向作用有关。

从 ROA (整体法)/ROE (整体法, 摊薄) 指标来看, Q3 为 0.62%/1.61%, 同比下降 0.32/0.92pct, 环比下降 0.24/0.64pct, 单季行业净利率下降对 ROA/ROE 影响较大。

2021 前三季度行业经营性现金流净额为 1483.56 亿元, 同比增长 20.20%, 其中, Q3 为 358.91 亿元, 同比下降 8.69%, 整体高于行业净利润, 行业经营现金回款较好, 盈利质量较高。

图 23: 汽车行业毛利率



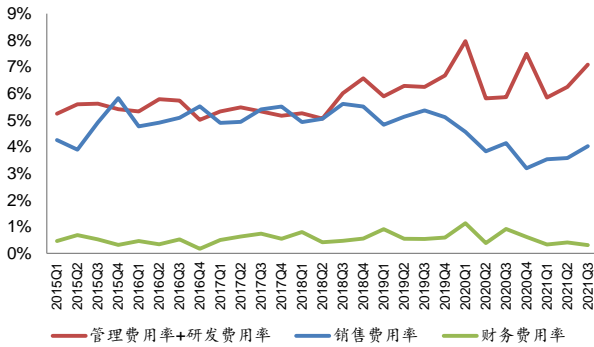
资料来源: Wind, 渤海证券

图 24: 汽车行业净利率



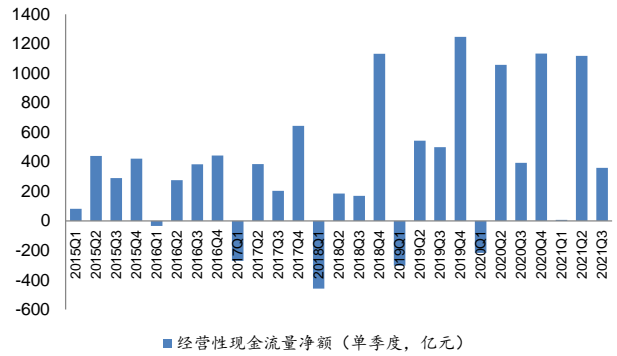
资料来源: Wind, 渤海证券

图 25: 汽车行业期间费用率走势



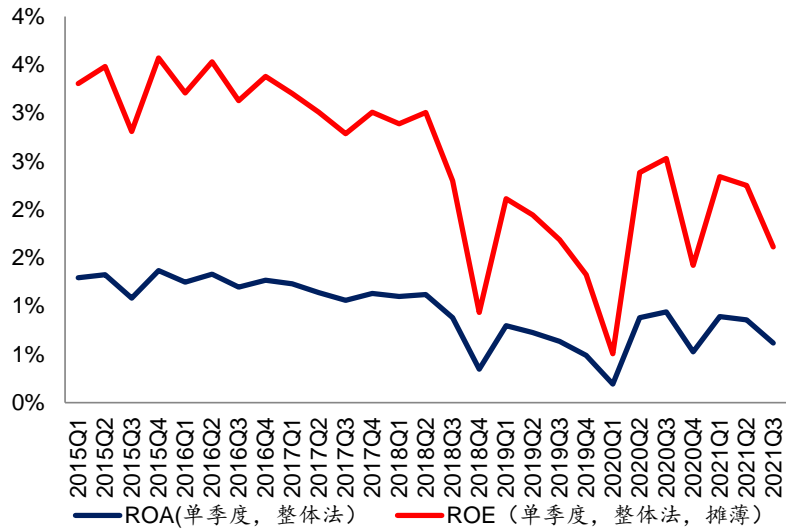
资料来源: Wind, 渤海证券

图 26: 汽车行业经营性现金流量净额



资料来源: Wind, 渤海证券

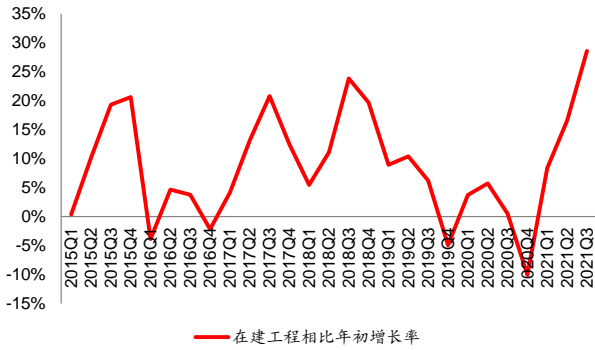
图 27: 汽车行业单季度 ROA 和 ROE 走势



资料来源: Wind, 渤海证券

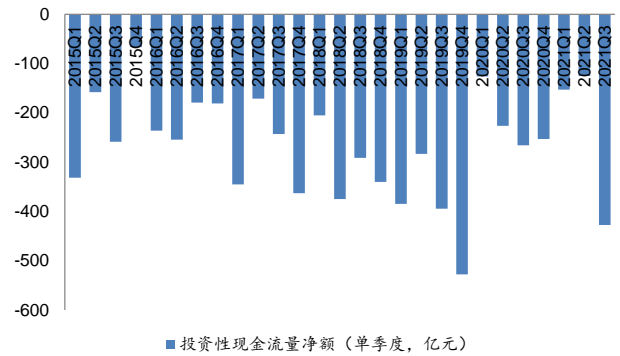
3) 投资方面, 从在建工程(合计)指标看, 2021 三季度末为 1083.01 亿元, 相比年初增长 28.59%, 增幅相比二季度末进一步扩大; 从资本性支出指标看, 2021 前三季度为 1090.77 亿元, 同比增长 29.72%, 其中, Q3 为 394.41 亿元, 同环比增长 28.90%/7.57%, 行业投资扩建相比 2019/2020 年明显加快。我们分析, 主要是在双碳大背景下, 国内电动智能轻量化持续推进, 行业公司加快转型布局所致。

图 28: 汽车行业在建工程相比年初增长率



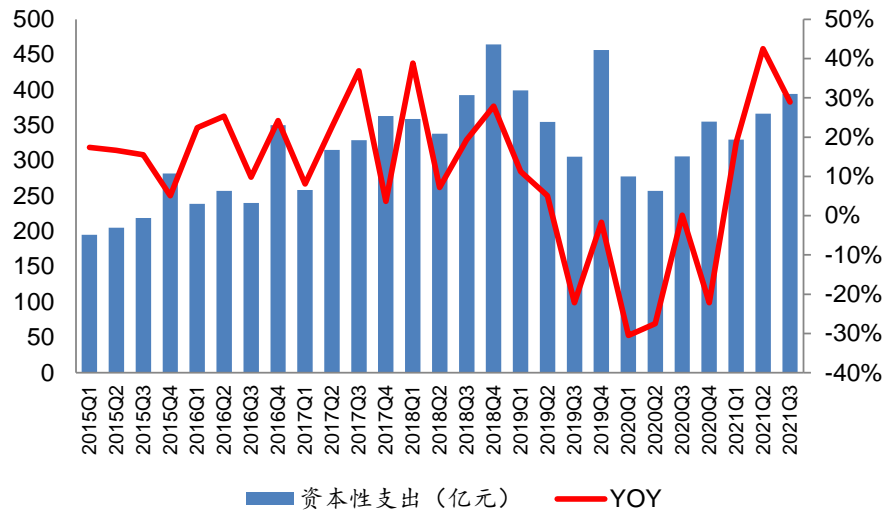
资料来源: Wind, 渤海证券

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

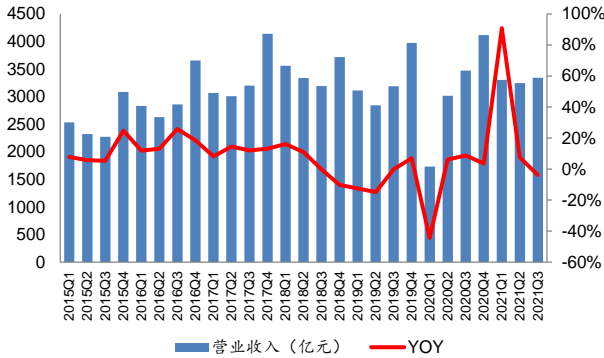
2. 细分行业情况

乘用车: Q3 板块净利润大幅下滑

乘用车板块 2021 前三季度营收 9889.92 亿元, 同比增长 20.31%, 其中, Q3 营收 3340.55 亿元, 同环比变动-3.76%+2.92%; 2021 前三季度乘用车板块净利润 408.57 亿元, 同比增长 36.34%, 其中, Q3 为 123.89 亿元, 同环比下降 23.44%/16.87%。Q3 乘用车板块受缺芯影响较大, 导致营收下滑, 但自主新能源汽车销量高速增长助力板块收入降幅明显小于汽车销量降幅。净利润降幅明显大于收入端, 主要与 Q3 原材料价格及运费明显上涨、收入下滑下经营杠杆负向作用有关。

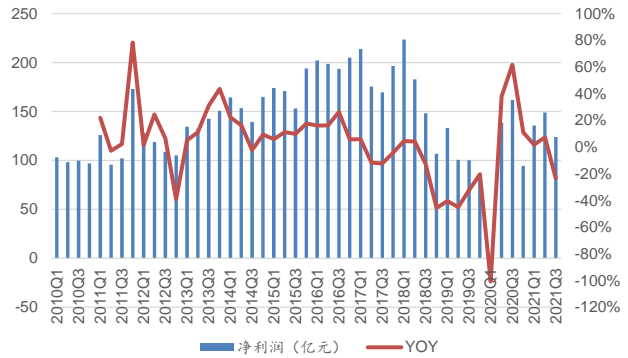
盈利能力方面，2021 前三季度乘用车板块毛利率/净利率为 12.13%/4.13%，同比提升 0.52/0.49pct，其中，Q3 分别为 12.35%/3.71%，同比变动+0.36/-0.95pct，环比下降 0.06/0.88pct，单季板块盈利能力有所下滑。

图 31: 乘用车板块营业收入



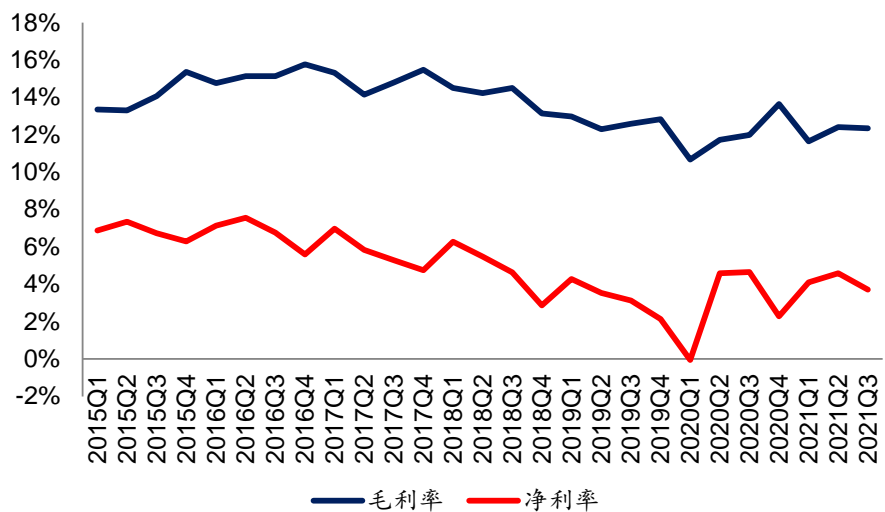
资料来源: Wind, 渤海证券

图 32: 乘用车板块净利润走势



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

图 33: 乘用车板块毛利率与净利率



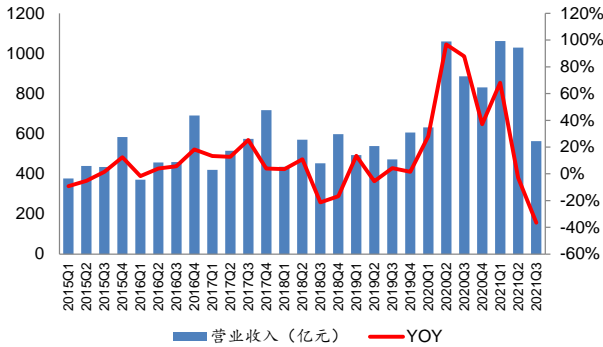
资料来源: Wind, 渤海证券

商用车: Q3 净利润巨降, 盈利能力明显下滑

商用车板块 2021 前三季度实现营收 2654.05 亿元, 同比增长 2.96%, 其中, Q3 营收 562.64 亿元, 同环下降 36.50%/45.33%, 主要是受 Q3 重卡为代表的客货车销量大幅下降拖累。2021 前三季度板块净利润 64.41 亿元, 同比下降 5.32%, 其中, Q3 净利润 1.12 亿元, 同环比大幅下滑 95.39%/95.93%, 主要与原材料及运费大幅上涨、收入明显下滑下经营杠杆负向作用所致。

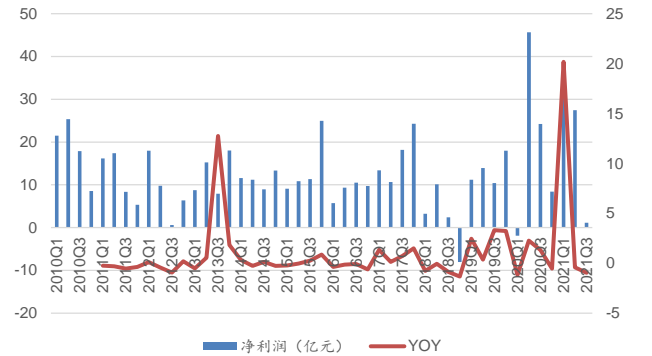
盈利能力方面，2021 前三季度商用车板块毛利率/净利率 10.25%/2.43%，同比下降 2.00/0.21pct，其中，Q3 分别为 12.18%/0.20%，同比下降 0.12/2.54pct，环比变动+2.26/-2.47pct。整体来看，Q3 商用车净利率明显下滑。

图 34: 商用车板块营业收入



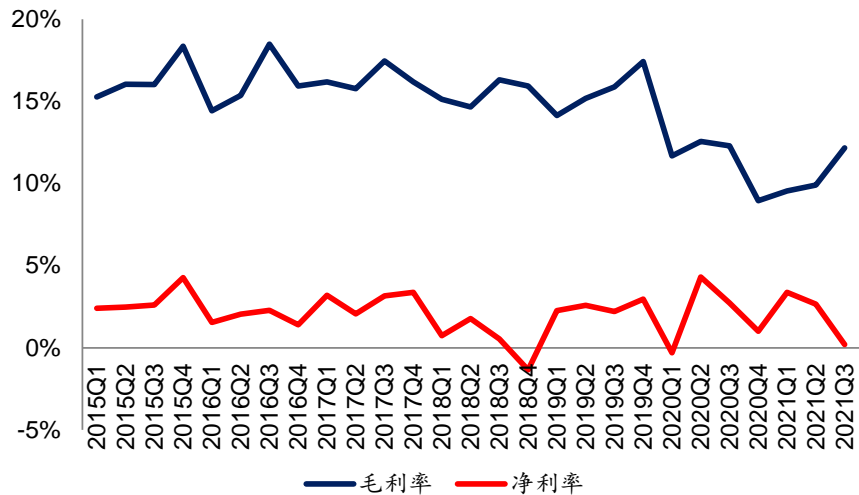
资料来源: Wind, 渤海证券

图 35: 商用车板块净利润走势 (%)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 36: 商用车板块毛利率与净利率



资料来源: Wind, 渤海证券

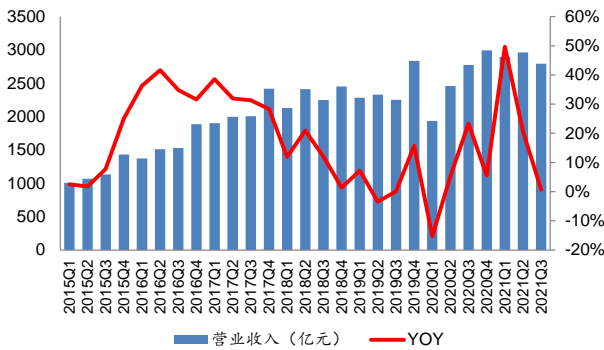
汽车零部件: Q3 营收放缓, 净利润明显下滑, 盈利能力走低

汽车零部件板块 2021 前三季度实现营收 8654.32 亿元, 同比增长 20.73%, 其中, Q3 营收 2795.34 亿元, 同环比变动+0.70%/-5.63%, 在国内电动化轻量化配套业务以及出口业务增长 (前三季度/Q3 汽车零部件出口金额同比增长 41.23%/25.88%) 的助力下, Q3 板块营收增速虽受缺芯影响明显放缓, 但明显

好于整车。

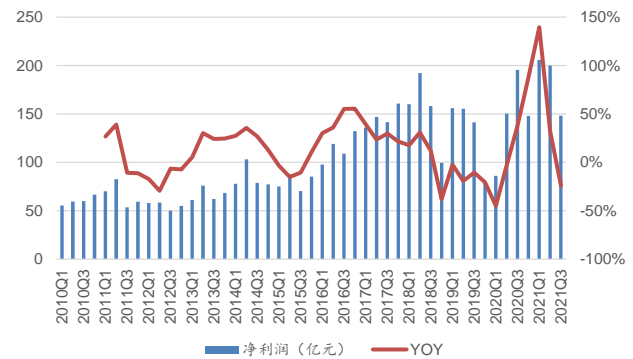
2021 前三季度零部件板块净利润 553.98 亿元，同比增长 28.33%，其中，Q3 净利润 148.15 亿元，同环比下降 24.15%/25.91%。对应前三季度板块毛利率/净利率为 18.08%/6.40%，同比变动-1.10/+0.38pct，其中，Q3 为 17.26%/5.30%，同比下降 2.55/1.74pct，环比下降 0.87/1.45pct。整体来看，Q3 板块收入端放缓叠加原材料及运费涨价影响导致净利润明显下滑，盈利能力走低。

图 37: 汽车零部件板块营业收入



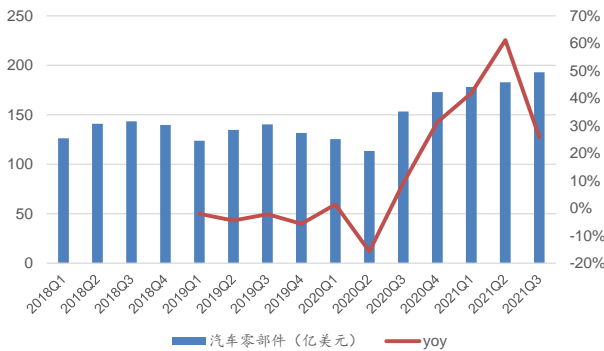
资料来源: Wind, 渤海证券

图 38: 汽车零部件板块净利润走势



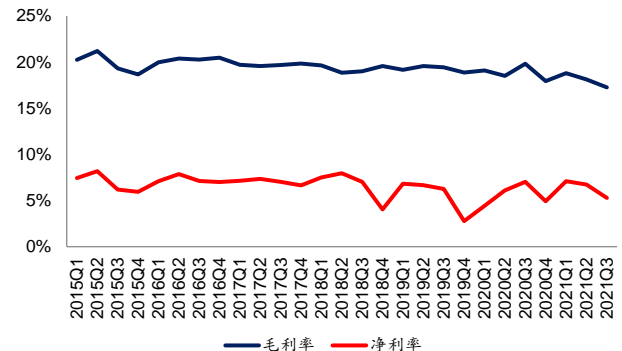
资料来源: Wind, 渤海证券

图 39: 今年以来汽车零部件出口快速增长



资料来源: Wind, 渤海证券

图 40: 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: Q3 收入净利双降, 存货继续走低

注明: 相比半年报业绩综述, 我们剔除了物产中大进行分析。

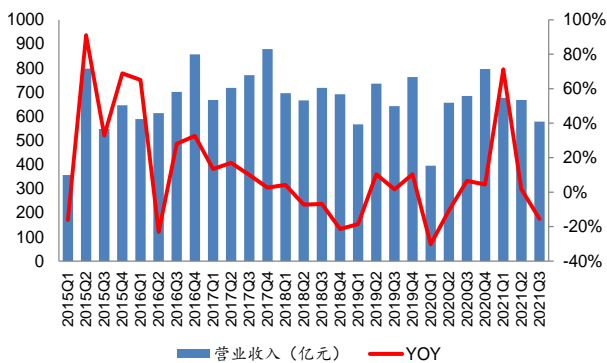
汽车经销服务板块 2021 前三季度实现营收 1922.55 亿元, 同比增长 10.79%, 其中, Q3 营收 578.33 亿元, 同环比下降 15.47%/13.37%, 主要受缺芯影响, 汽车供给不足影响终端销售。

2021 前三季度板块净利润 37.66 亿元，同比增长 56.02%，其中，Q3 净利润 7.51 亿元，同环比下降 33.35%/47.04%，主要因 Q3 乘用车销量受缺芯影响比较大，尤其是合资品牌销量降幅较大。对应 2021 前三季度板块毛利率/净利率 9.16%/1.96%，同比变动-0.11/+0.57pct，其中，Q3 为 9.20%/1.30%，同比变动 +0.78/-0.35pct，环比下降 0.48/0.83pct。整体来看，板块毛利率基本稳健，净利率小幅下滑，盈利能力较为稳定。

从存货数据来看，Q3 末经销商存货 228.09 亿元，相比年初下滑 34.60%，环比 Q2 末下降 15.85%，反映经销商渠道库存持续明显下降，系受缺芯影响所致。

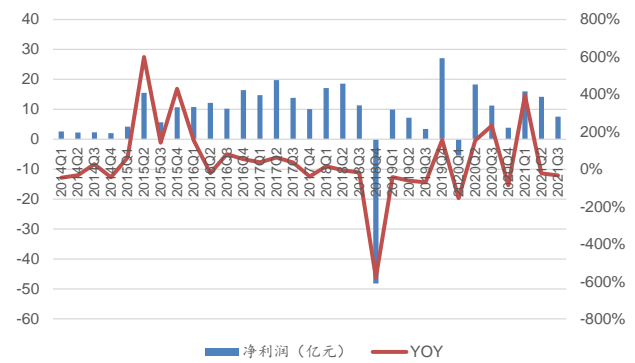
从经营性现金流净额数据来看，Q3 板块经营性现金流净额为 20.11 亿元，同环比变动+338.99%/-7.84%，同比大幅增长预计与库存持续明显走低有关。

图 41: 汽车经销服务板块营业收入



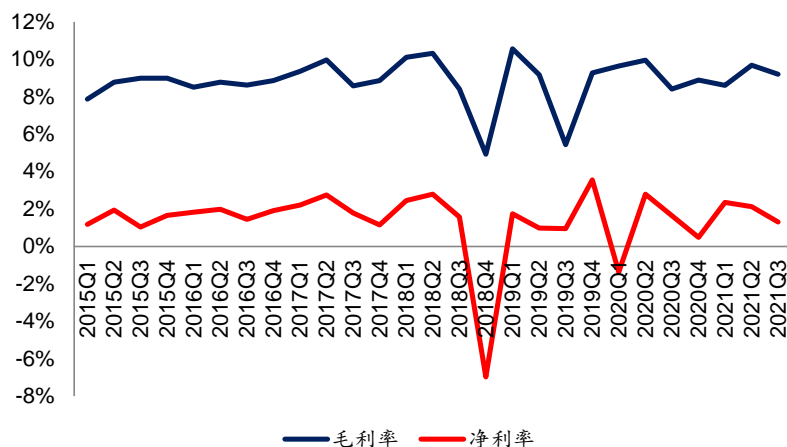
资料来源: Wind, 渤海证券

图 42: 汽车经销服务板块净利润走势



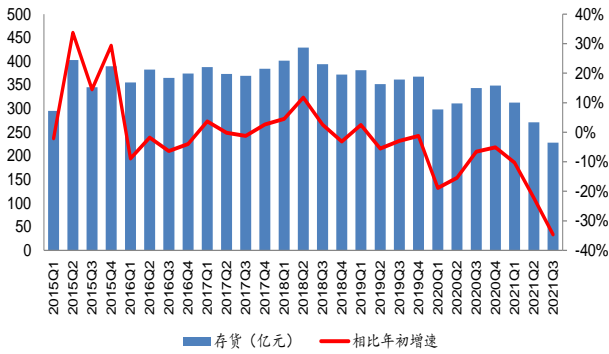
资料来源: Wind, 渤海证券

图 43: 汽车经销服务板块毛利率与净利率



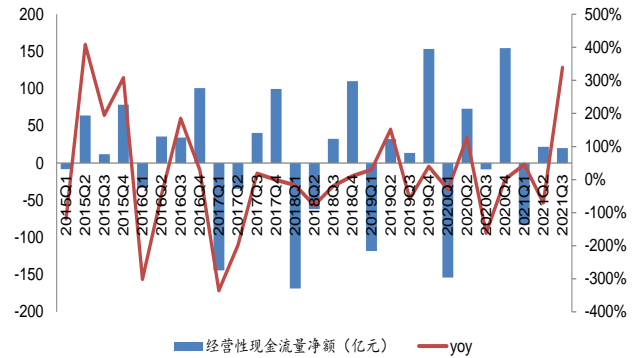
资料来源: Wind, 渤海证券

图 44: 汽车经销服务板块存货走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 45: 汽车经销服务板块经营性现金流量净额



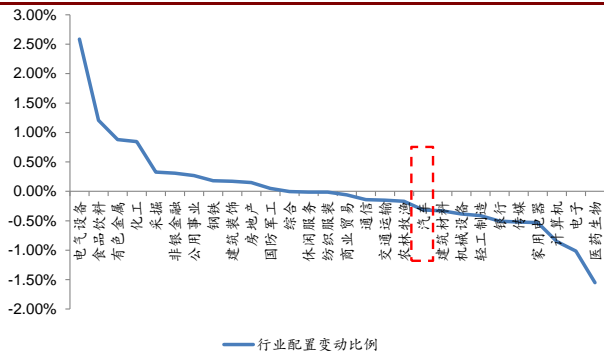
资料来源: Wind, 渤海证券

3.Q3 基金持仓分析

行业配置: Q3 基金减持汽车股

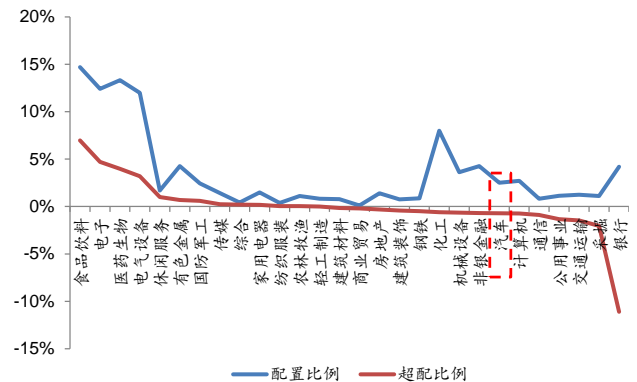
行业配置方面, Q3 基金(包括基金和基金管理公司)减持汽车股。2021Q3, 基金持有汽车股票数量由 Q2 的 196 支降至 105 支, 持股市值由 Q2 的 1557.79 亿元降至 910.42 亿元, 降幅为 41.56%。纵向对比来看, 基金对汽车的配置比例下降, 由 Q2 的 2.82% 降至 2.51%; 横向对比来看, 汽车配置比例较 Q2 降低 0.32pct, 在 28 个申万一级行业中降幅位于第 10 位; 同时, 基金对汽车的配置比例由 Q2 的低配 0.41% 降至 Q3 的低配 0.71%, 低配比例位列申万一级行业第 7 位, 相比上季度降低 3 位。

图 46: Q3 汽车行业配置比例降幅位列申万一级行业第 10



资料来源: Wind, 渤海证券

图 47: Q3 汽车行业低配比例位列申万一级行业第 7



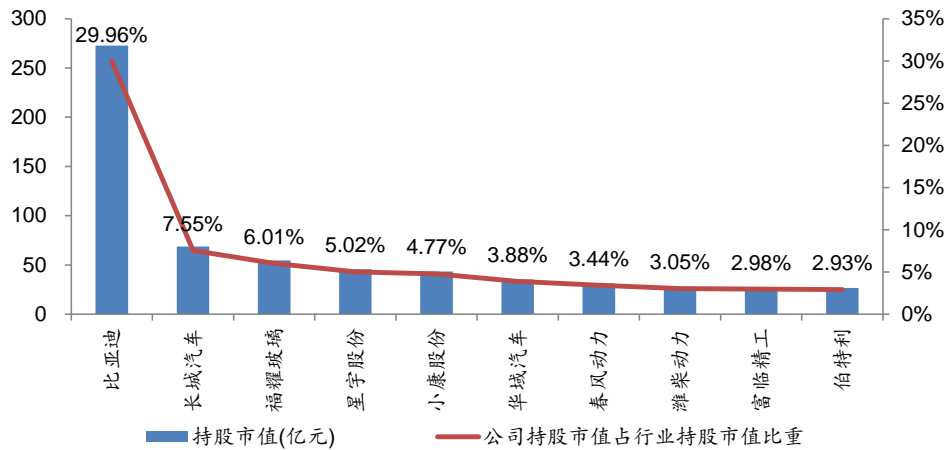
资料来源: Wind, 渤海证券

个股配置: 前十大持仓集中度上升

行业前十大持仓集中度提升。截至 2021 年三季度末, 基金持有的汽车前十大重

仓股持股总市值合计 633.57 亿元，占汽车行业持股总市值的 69.59%，较 Q2 末提升 5.20pct，集中度提升。其中，比亚迪以 272.78 亿元的持股总市值稳居第一，占汽车行业持股总市值的 29.96%，相比上期提升 12.74pct，另外九支依次为：长城汽车、福耀玻璃、星宇股份、小康股份、华域汽车、春风动力、潍柴动力、富临精工、伯特利，持股市值的差距相比 Q2 有所扩大。

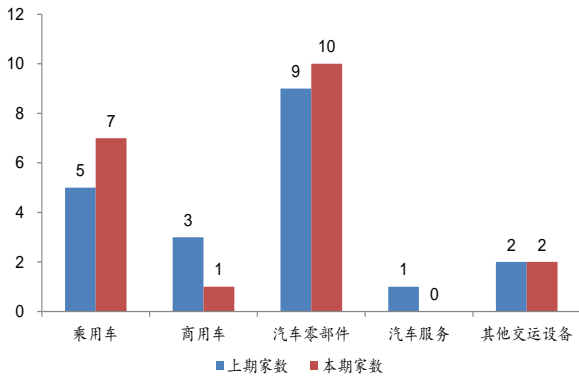
图 48: Q3 基金持有的汽车前十大重仓股



资料来源: Wind, 渤海证券

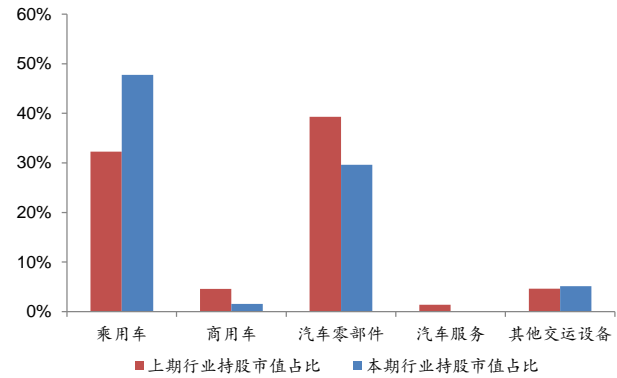
基金持续偏好于流动性好的行业细分龙头。从细分板块（按申万汽车分类）来看，Q3 基金持股市值排名前 20 公司中，乘用车公司 7 家（相比 Q2 新增广汽集团和江淮汽车），商用车公司 1 家（相比 Q2 减少宇通客车和福田汽车），汽车零部件公司 10 家（相比 Q2，减少拓普集团、均胜电子，增加富临精工、光启技术和继峰股份），汽车服务公司 0 家（相比 Q2 减少中国汽研），其他交运设备公司 2 家（相比 Q2 未变），各板块以行业细分龙头为主；排名前 20 公司的持股市值占比方面，乘用车相比 Q2 大幅提升了 15.48pct，商用车、汽车零部件、汽车服务、其他交运设备分别变动-3.03/-9.68/-1.40/+0.51pct；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 11 家，相比 Q2 增加一家，流通市值在 100 亿以上、500 亿以下的公司有 9 家，相比 Q2 减少一家，无低于 100 亿以下的公司。分析来看，基金仍偏好于流动性好的行业细分龙头。

图 49: 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 50: 基金持股市值排名前 20 公司的行业持股市值占比

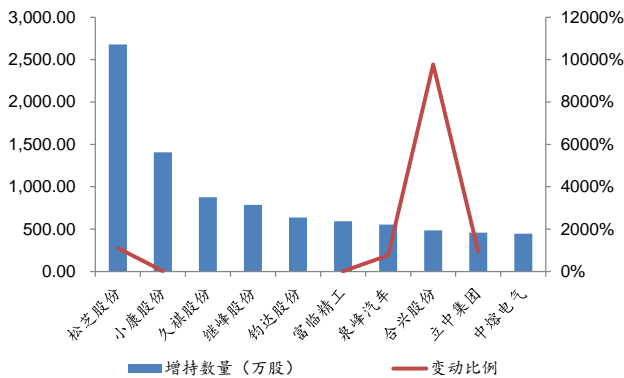


资料来源: Wind, 渤海证券

增减持分析: Q3 行业多数公司遭基金减持

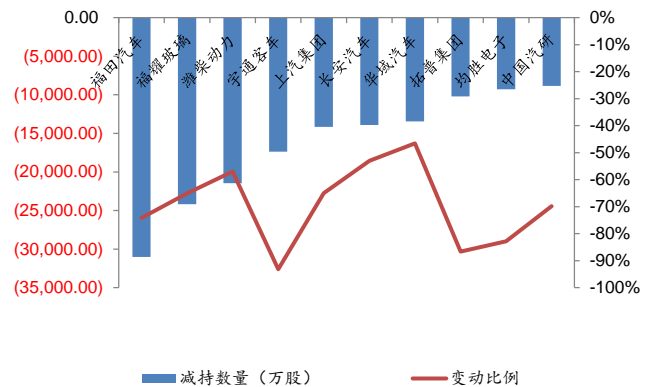
Q3 多数公司遭基金减持。2021Q3 有 70 家公司遭增持（按持股数量统计，辅以持股比例变动验证），35 家公司遭增持。按增持股数排名前 10 的分别是松芝股份、小康股份、久祺股份、继峰股份、钧达股份、富临精工、泉峰汽车、立中集团、中熔电气。按减持股数排名前 10 的公司分别为福田汽车、福耀玻璃、潍柴动力、宇通客车、上汽集团、长安汽车、华域汽车、拓普集团、均胜电子、中国汽研。

图 51: Q3 基金增持股数排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

图 52: Q3 基金减持股数排名前 10 的汽车股



资料来源: Wind, 渤海证券

乘用车板块: 从持股数量看, Q3 基金减持 7 家乘用车公司, 增持 2 家乘用车公司, 增持的两家公司为小康股份、比亚迪, 同期股价均有下跌, 持股市值变动幅度小于持股数量变动幅度。

表 1: Q3 乘用车板块仅有两家公司遭增持

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q3	变动比例	2021Q3	变动比例
小康股份	1406.76	23.79%	40426.54	10.25%
比亚迪	248.33	2.32%	46041.31	1.72%

资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 增持及变动的基数主要指上期 Q2, 以下分析均相同)

商用车板块: Q3 基金在商用车板块里减持 4 家公司, 增持 2 家公司。从增持数量来看, 增持的两家公司为曙光股份、中集车辆, 剔除上市首日涨幅后, 同期两家股价均下跌。整体来看, Q3 客车与重卡产销表现差是板块主要标的股价表现不佳的主要原因。

表 2: Q3 商用车板块仅两家公司遭增持

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q3	变动比例	2021Q3	变动比例
曙光股份	75.28	38.58%	162.95	20.17%
中集车辆	2.06		23.24	

资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 上期 Q2 基金未持股中集车辆)

汽车零部件板块: Q3 汽车零部件板块 49 家公司遭减持, 24 家公司遭增持。从增持数量来看, 排名前十的为松芝股份、继峰股份、钧达股份、富临精工、泉峰汽车、合兴股份、立中集团、中熔电气、神驰机电、恒帅股份, 相比上期零部件增持主要集中于中小标的, 对应股价较强。

表 3: Q3 汽车零部件板块遭增持的 24 家公司

名称	增持数量 (万股)		市值变动 (万元)	
	2021Q3	变动比例	2021Q3	变动比例
松芝股份	2678.50	1105.10%	21797.74	1668.52%
继峰股份	786.85	11.12%	18651.02	32.08%
钧达股份	637.07		20787.55	
富临精工	591.81	9.79%	187035.09	222.58%
泉峰汽车	553.59	760.59%	10700.45	873.01%
合兴股份	486.09	9769.76%	8556.92	10563.95%
立中集团	458.91	936.95%	8129.12	1265.99%
中熔电气	445.42		59765.96	
神驰机电	428.21	256717.69%	12731.68	333605.85%
恒帅股份	375.09		32314.09	
福达股份	285.74	1511.85%	2318.50	1814.67%
凯龙高科	207.89	32.73%	-3582.80	-14.40%
大为股份	190.00	32.68%	2305.48	28.57%
香山股份	143.28	10161.99%	4450.56	9564.93%
苏奥传感	120.99	3300.17%	969.73	2985.48%
亚普股份	120.45	916.67%	1846.78	1034.95%
英搏尔	103.28	83.22%	13362.74	300.83%
新坐标	78.87	137.97%	1690.97	146.58%
贝斯特	69.92	12.68%	763.52	7.12%
肇民科技	69.39	55.77%	3103.24	34.57%
泛亚微透	42.18	14.94%	2750.94	16.58%
申达股份	37.11	13.95%	100.57	9.05%
天成自控	13.76	3.14%	-129.76	-4.23%
德尔股份	8.75	1902.17%	182.70	1720.87%

资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 空格为上期无基数)

汽车经销服务板块: Q3 基金增持 4 家、减持 5 家汽车经销服务板块公司, 增持的四家公司为中华控股、漳州发展、特力 A 及中国中期, 同期前两家股价上涨, 后两家下跌。

表 4: Q3 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)	
	2021Q3	变动比例	2021Q3	变动比例
中华控股	218.07	38.84%	598.65	59.90%
漳州发展	82.21	30.91%	247.35	34.83%
特力 A	13.69	29.88%	170.35	24.99%
中国中期	11.74	7.30%	-28.52	-1.87%

资料来源: Wind, 渤海证券

4. 行业板块表现与估值

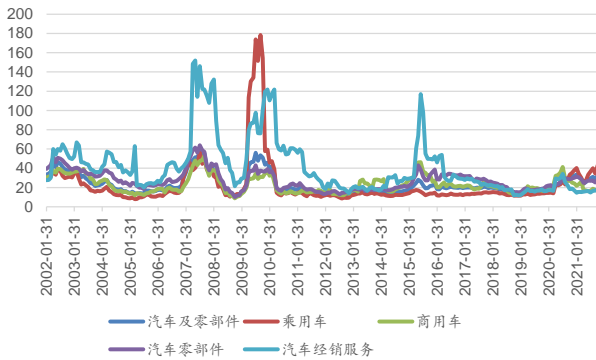
今年以来，汽车板块跑赢大盘 38.21 个百分点，截止 11 月 5 日收盘行业 TTM 市盈率为 34 倍，其中，乘用车/商用车/零部件板块分别为 44/19/30 倍。在电动智能化领域具备较为明显领先优势的自主车企及特斯拉产销快速增长，配套零部件产业链持续受益，整体股价表现强势，成为行业跑赢大盘的主因。随着后续汽车芯片供应逐步改善，车市复苏进程将持续，其中，行业电动智能化高景气度仍将持续，汽车板块仍存在不错的结构性投资机会。

表 5: 行业板块涨跌幅 (2021.1.1-2021.11.05)

板块	年初至今涨跌幅 [%]
沪深 300	4.30
BH 汽车及零部件	42.51
BH 乘用车	59.84
BH 商用车	-13.35
BH 汽车零部件	31.32
BH 汽车经销服务	13.94

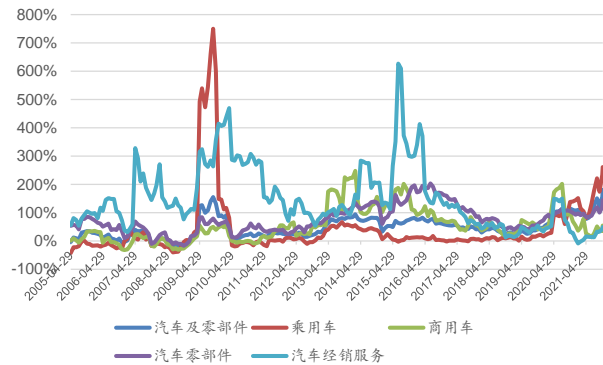
资料来源: Wind, 渤海证券 (注: 涨跌幅统计总市值加权平均)

图 53: 行业及各板块估值 (PB, TTM 整体法) 走势



资料来源: Wind, 渤海证券

图 54: 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) 整体来看，受芯片短缺(产销及收入端影响因素)、原材料及运费明显上涨(成本端影响因素)影响，三季度行业业绩表现较差，符合我们的预期。当前行业预期在改善，主要基于：一方面，9 月中下旬开始芯片供应边际向好，行业销量环比提升，另一方面，10 月以来主要原材料价格高位回落，行业成本压力有望缓解；同时，当前国内经济下行压力加大下支持汽车消费的重要性提升。因此，我们预计，三季度是行业拐点，四季度开始汽车产销将持续复苏，环比将持续增长，在

国内外疫情没有大的反复的情况下，明年上半年月度同比有望实现回正。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，短期复苏弹性上看好前期受缺芯影响大的大众产业链。综合来看，推荐标的为上汽集团（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）、精锻科技（300258）。

2) 新能源汽车方面，自主、造车新势力及特斯拉、大众等国际车企持续加速布局国内市场，车型供给持续优化叠加双积分考核与明年补贴退坡预期，预计年底国内新能源汽车销量有望冲量创新高，全年预计超 300 万辆，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、弗迪电池（比亚迪旗下动力电池公司）、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；汽车行业复苏不及预期；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；限电限产风险；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%

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并登记为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的数据和信息，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的任何观点均精准地、如实地反映研究人员的个人观点，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所获取报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接的联系。

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。

渤海证券研究所机构销售团队:
高级销售经理: 朱艳君

座机: +86 22 2845 1995

手机: 135 0204 0941

邮箱: zhuyanjun@bhqz.com

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: +86 22 2845 1888

传真: +86 22 2845 1615

高级销售经理: 王文君

座机: +86 10 6810 4637

手机: 186 1170 5783

邮箱: wangwj@bhqz.com

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: +86 10 6810 4192

传真: +86 10 6810 4192

 渤海证券股份有限公司网址: www.ewww.com.cn