

汽车行业 2021 年中期策略报告

在迷雾中织网，在低谷时守望

- 当前市汽车板块核心关注点依然是芯片问题与原材料涨价影响，前者影响量，后者影响盈利。我们预计板块可能在 2 季度的市场迷惘中迎来基本面低点，3 季度形势清晰后，市场将重铸乐观预期。
- 销量：2-4Q21 乘用车批发增速预计为+1%、+1%、+2%，全年合计+13%、较 2019 年增 6%；终端需求延续当前较好趋势，芯片产能估计从 3Q21 开始向汽车行业切分，逐步缓解紧张状态。
- 盈利：4Q20-1Q21 尽管行业已受供给短缺、原材料涨价双重影响，但季度经营性盈利能力依然在相对高位。估计产量削减和原材料涨价对行业影响单季分别在 1-2 成，优秀公司能通过成本费用管控、向下游转移、产品结构调整等方式实现一定程度对冲。估计 2-3Q21 为板块财务数据的相对低点，预计乘用车 2-4Q21 板块净利增速-20%、-14%、+11.9 倍，全年+71%，零部件+24%、+6%、+22%，全年+34%。
- 悲观预期反映：从近期板块表现可以看到市场已为销量、原材料价格不确定性定价，根据我们的分析，基本面运行反而存在上行风险。当前乘用车静态 PE/PB 处于历史偏高位置，零部件静态 PE/PB 处于历史中枢。因此，我们建议在 2 季度基本面触底且市场预期相对迷茫时期，做好准备把握机会配置板块。
- 投资思路上，坚定看好中国制造以及智能电动变革机会。无论中国的整车还是零部件公司，现在都开始充分体现中国制造的性价比优势，带来对合资外资的持续替代。在智能电动变革大背景下，汽车产品的定义、商业模式也逐渐发生变化。考虑未来汽车产品潜在的硬件、软件、互联网生态竞争，以及相应壁垒的变化，我们看好消费电子公司造车，将给行业带来新刺激。在变化中，我们能看到中国企业逐步成为新的引领者，给 OEM 和上游零部件都带来新的切换、增量、提份额机会。这些中长期的成长逻辑并不会因为芯片、原材料涨价等问题而改变，优秀公司淬炼后反而更闪亮。
- 投资建议：1) 整车，看好下半年表现机会，关注二季度配置时机：核心标的当前估值处于历史区间上限，受整体二级市场影响相对较大，但我们预计下半年基本面迎来修复，建议在二季度底部珍惜配置机会，推荐长安汽车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪。2) 零部件，坚守中国制造，以及智能电动新方向：零部件估值出现分化，目前有一批优秀隐性冠军估值压制，我们看好他们持续的份额提升、品类扩张，推荐豪能股份、贝斯特、精锻科技，建议关注继峰股份。智能电动新方向，核心供应商将受益于行业增量以及中国车企市占提升，推荐拓普集团，建议关注银轮股份。
- 风险提示：原材料涨价幅度和时长超预期、芯片供给恢复速度低于预期、2021 年宏观经济不及预期、海外疫情反复程度超预期等。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
长安汽车	18.38	0.93	1.18	1.18	19.77	15.58	15.54	1.87	强推
长城汽车	31.70	1.06	1.48	1.83	29.38	21.16	17.05	5.00	强推
吉利汽车	15.93	0.86	1.33	1.40	18.52	11.99	11.34	2.46	强推
比亚迪	147.00	1.66	2.28	3.54	88.60	64.61	41.51	7.40	强推
拓普集团	30.98	1.21	1.49	1.72	52.03	25.55	20.79	4.38	强推
豪能股份	18.39	1.39	1.99	2.49	13.28	9.23	7.39	2.29	强推
贝斯特	17.72	1.34	1.71	2.02	13.27	10.34	8.79	1.94	强推
精锻科技	10.48	0.57	0.82	1.01	18.31	12.73	10.40	1.67	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2021 年 05 月 10 日收盘价

推荐(维持)

华创证券研究所

证券分析师：张程航

电话：021-20572543

邮箱：zhangchenghang@hcyjs.com

执业编号：S0360519070003

联系人：夏凉

电话：021-20572532

邮箱：xialiang@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	196	4.88
总市值(亿元)	29,936.48	3.59
流通市值(亿元)	21,158.06	3.31

相对指数表现

	%	1M	6M	12M
绝对表现		1.72	-5.7	41.13
相对表现		-0.03	-9.13	11.87



相关研究报告

《汽车行业深度研究报告：海外财报总结：2021 年的中局思考》

2021-04-18

《汽车行业跟踪报告：上海车展，智能电动原力觉醒》

2021-04-20

《汽车行业 4Q20 及 1Q21 财报总结：坚守长期成长，2 季度迎来布局机会》

2021-05-05

投资主题

报告亮点

- 1) 相对详细地分析了当前对汽车板块影响最大的芯片供给、原材料涨价问题，以及其它影响行业盈利的要素。
- 2) 分析自主车企、自主零部件竞争力相关细节数据。
- 3) 提示智能电动变革下，运营重要性大幅上升、消费电子造车优势提升等。

投资逻辑

当前市场对汽车板块的核心关注点依然是芯片问题与原材料涨价影响，前者影响量，后者影响盈利。我们预计板块可能在 2 季度的市场担忧中迎来基本面低点，3 季度重铸乐观预期。在投资思路，越是短期波动，越需要在波动中坚定对中国制造优势展现、智能电动变革机会的机会判断。

- 1) 整车，看好下半年表现，关注二季度配置时机：核心标的当前估值处于历史区间上限，受整体二级市场影响相对较大，预计下半年基本面迎来修复，建议在二季度底部珍惜配置机会，推荐长安汽车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪。
- 2) 零部件，继续看好中国制成长以及智能电动新方向：零部件估值出现分化，目前有一批优秀隐性冠军估值压制，看好他们持续的份额提升、品类扩张，推荐豪能股份、贝斯特、精锻科技，建议关注继峰股份。智能电动新方向，核心供应商将受益于行业增量，以及中国车企市占提升，推荐拓普集团，建议关注银轮股份。

目 录

1. 销量	7
1.1. 回顾 1: 终端需求平稳向好	7
1.2. 回顾 2: 芯片扰动全年节奏	10
1.3. 回顾 3: 新能源汽车强势增长	12
1.4. 展望: 预计乘用车批发全年增 13%、新能源车增 94%	14
2. 盈利	17
2.1. 回顾: 4Q20-1Q21 经营盈利能力保持相对高位	17
2.2. 影响因子-量: 估计对 2 季度行业利润影响 1-2 成	18
2.3. 影响因子-原材料: 估计对 2 季度行业利润影响 1-2 成	19
2.4. 影响因子-下游价格: 估计对经销商、整车形成盈利支撑	22
2.5. 展望: 估计 2-3Q21 为板块财务数据低点	25
3. 投资思路	27
3.1. 自主份额持续提升	27
3.2. 零部件的全球征程	31
3.3. 智能电动新变化	35
4. 投资建议	39
5. 风险提示	42

图表目录

图表 1: 狭义乘用车月度批发销量同比增速 (%)	7
图表 2: 乘用车交强险月度注册量同比增速 (%)	7
图表 3: 狭义乘用车月度批发增速与 M1 月度增速 (%)	7
图表 4: 汽车制造业产成品存货增速与汽车销量增速 (%)	7
图表 5: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按指导价 (% , 万元)	8
图表 6: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按级别 (%)	8
图表 7: 狭义乘用车销量增速、A0 级狭义乘用车销量增速、M1 增速	8
图表 8: 历年狭义乘用车销量增量 (万辆)	9
图表 9: 狭义乘用车当年销量、5 年换购量、12 年换购量 (万辆)	9
图表 10: 主流车企 10M20-3M21 月度销量情况 (万辆)	10
图表 11: 台积电近期关于汽车芯片产能的表态	11
图表 12: 乘用车渠道库存月度变化 (按批发-交强险-出口)	12
图表 13: 4 月经销商库存预警指数上升	12
图表 14: 3 月经销商库存系数回落	12
图表 15: 新能源汽车月度批发销量及增速 (%)	13
图表 16: 新能源汽车年度季度批发销量及增速 (%)	13
图表 17: 新能源乘用车批发销量同环比增速 (%)	13
图表 18: 纯电动乘用车分级别批发销量占比 (%)	13
图表 19: 4Q20-1Q21 新能源销量 CR10.....	14
图表 20: 2021 年季度乘用车上险、批发销量预估 (万辆)	14
图表 21: 2020-2021 年新能源汽车批发销量预测	16
图表 22: 汽车销量增速及利润总额增速 (%)	17
图表 23: 汽车销量及利润总额三月移动平均增速 (%)	17
图表 24: 规模以上汽车制造业季度毛利率、利润率 (%)	17
图表 25: 规模以上汽车制造业毛利率-费用率 (%)	17
图表 26: 整车企业、零部件公司短期利润受四类变量影响	18
图表 27: 汽车主要原材料季度涨价情况 (元/吨)	19
图表 28: 铜平均价格 (万元/吨)	20
图表 29: 铈:99.95% 价格 (元/克)	20
图表 30: 冷轧普通薄板价格 (万元/吨)	20
图表 31: PP 粉价格 (万元/吨)	20
图表 32: 铝平均价价格 (万元/吨)	20
图表 33: 天然橡胶期货结算价格 (万元/吨)	20

图表 34: 原材料每涨价 10%，对利润的影响比例	21
图表 35: 部分 2015 年以来上市汽车零部件公司材料/营收占比	22
图表 36: GAIN 行业整体月度终端优惠指数	23
图表 37: GAIN 整体月度价格变化指数	23
图表 38: 市场平均折扣率中位数 (%)	23
图表 39: 市场平均折扣额中位数 (元)	23
图表 40: 某车企营业利润同比变动因素分解 (亿元)	24
图表 41: 某小型零部件供应商年度边际毛利率、折旧/营收、费用率、净利率变化.....	25
图表 42: 汽车板块季度利润预估	26
图表 43: 头部自主与其它车系份额对比 (%)	27
图表 44: 整车利润池按车系结构变化	27
图表 45: 0-10 万元价格区间车系份额	28
图表 46: 10-15 万元价格区间车系份额	28
图表 47: 15-20 万元价格区间车系份额	28
图表 48: 20-30 万元价格区间车系份额	28
图表 49: 30 万元以上价格区间车系份额	29
图表 50: 吉利、长安、长城单车均价 (万元/辆)	29
图表 51: 狭义乘用车行业集中度变化	30
图表 52: 狭义乘用车行业集中度变化	30
图表 53: 2025 年中国市场车企份额预测	30
图表 54: 北美、欧洲、日本、中国零部件上市公司 2019 年营收体量分布	32
图表 55: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司 EBIT 利润率中位数对比	33
图表 56: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司边际毛利率中位数对比	33
图表 57: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司 SG&A 费用率中位数对比	33
图表 58: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司资产负债率中位数对比	33
图表 59: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司人均产出中位数对比(万元人民币/年/人)	34
图表 60: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司人均 EBIT 中位数对比 (万元人民币/年/人)	34
图表 61: 传统车企新设立车企	36
图表 62: 消费电子公司汽车计划	36
图表 63: 整车业务竞争要素与参与者优势情况	38

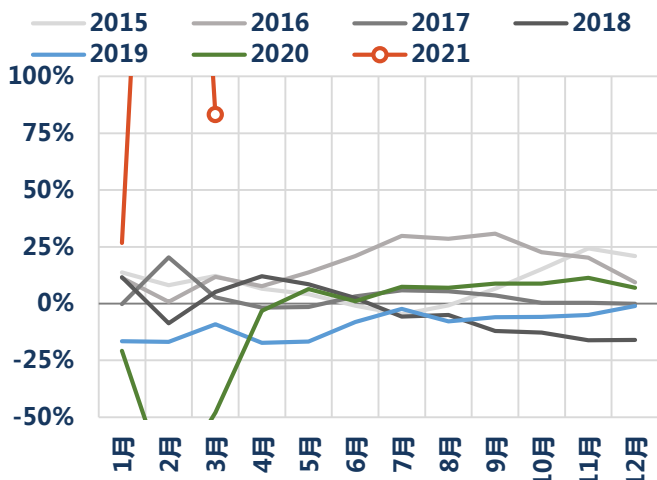
图表 64: 乘用车板块 PE (倍)	40
图表 65: 零部件板块 PE (倍)	40
图表 66: 乘用车板块 PB (倍)	40
图表 67: 零部件板块 PB (倍)	40
图表 68: 申万乘用车相对沪深 300 走势	40
图表 69: 申万零部件相对创业板指走势	40
图表 70: 中信乘用车相对零部件走势 vs 沪深 300.....	41
图表 71: 中信零部件相对乘用车走势 vs 创业板指.....	41

1. 销量

1.1. 回顾 1: 终端需求平稳向好

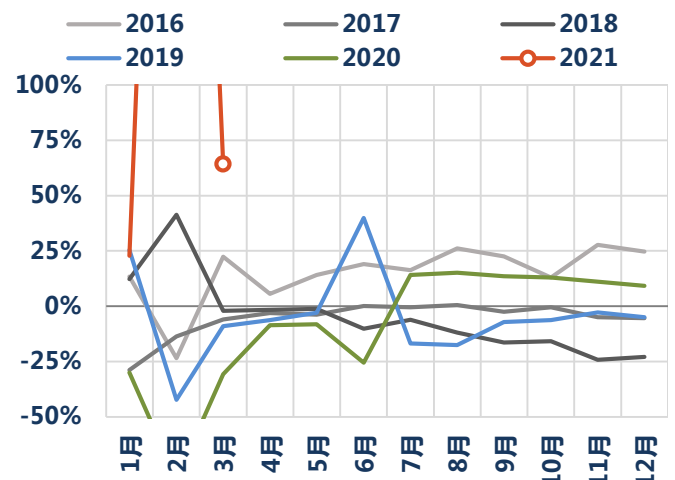
今年以来乘用车整体需求情况较好。2020 年疫情后经济恢复相对强劲，2-4Q20 汽车销量恢复情况就好于此前我们、市场预期，今年一季度行业需求依然相对较好，整体表现略好于我们此前预期，尤其春节后的 3 月-4 月。具体而言，1Q21 上险 518 万辆、同比+70%、环比-18%，环比降幅处于季节性偏少水平，相较于 2019 年同期增长 4%；其中 3 月 167 万辆、同比+64%、环比+34%，相较于 2019 年同期增长 14%，也是较好表现。

图表 1: 狭义乘用车月度批发销量同比增速 (%)



资料来源: 乘联会, 华创证券

图表 2: 乘用车交强险月度注册量同比增速 (%)



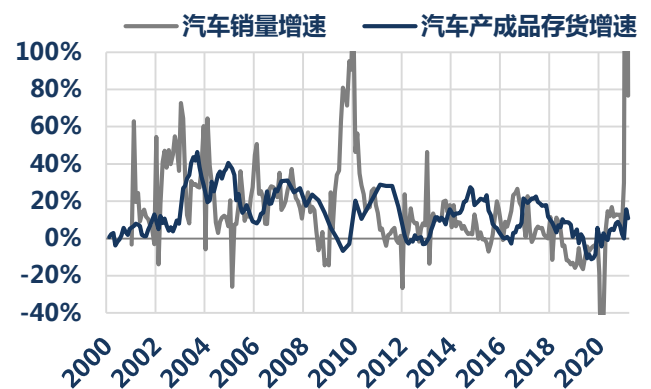
资料来源: 银保监会, 华创证券

图表 3: 狭义乘用车月度批发增速与 M1 月度增速 (%)



资料来源: 乘联会, 华创证券

图表 4: 汽车制造业产成品存货增速与汽车销量增速 (%)

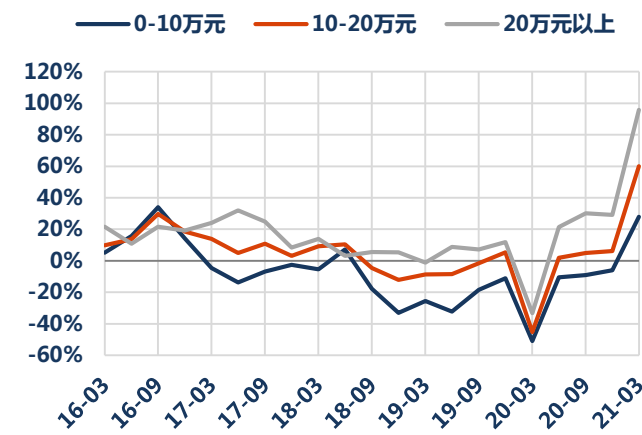


资料来源: 中汽协, 统计局, 华创证券

中低端: 预计需求继续随经济恢复。目前乘用车销量中仍约有 6 成左右需求为首次购车需求, 具有中低端、对价格、对收入预期进而对经济周期敏感的特征。我们可以用最低端的 0-10 万元级车型 (占行业 3 成左右)、A0 级车型 (占行业 1.5 成左右) 销量数据来观察该需求的变化: 1) 2017 年以来受首购变少、消费升级影响, 持续负增长; 2) 季度

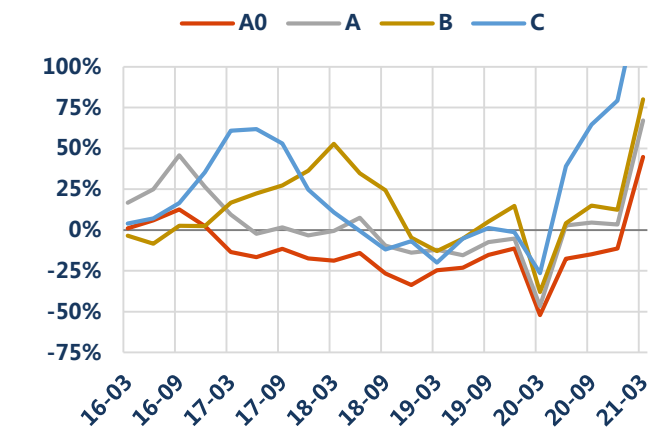
降幅最低-30%多，从 4Q19 开始收窄到-10%左右或以内，增速波动幅度高于中端车、弱于高端车，但依旧跟随行业整体上扬。可以预期的是，经济如果能持续恢复，中低端车型消费者的消费意愿、信心也将持续恢复，带动需求恢复。

图表 5: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按指导价 (% , 万元)



资料来源: 乘联会, 华创证券

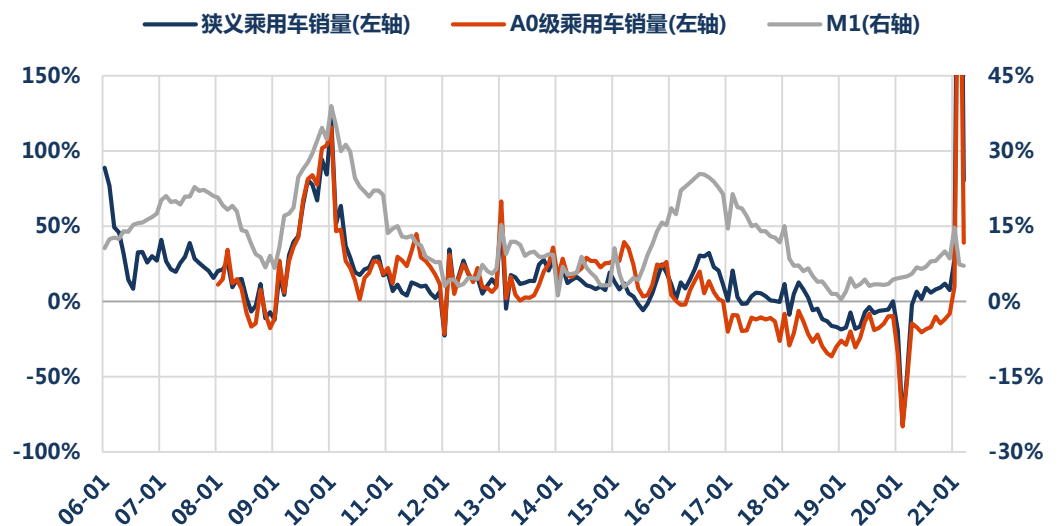
图表 6: 狭义乘用车年度批发销量季度增速, 按级别 (%)



资料来源: 乘联会, 华创证券

注: A00 级占比较小, 波动较大, 因此在此图中剔除 A00 级

图表 7: 狭义乘用车销量增速、A0 级狭义乘用车销量增速、M1 增速

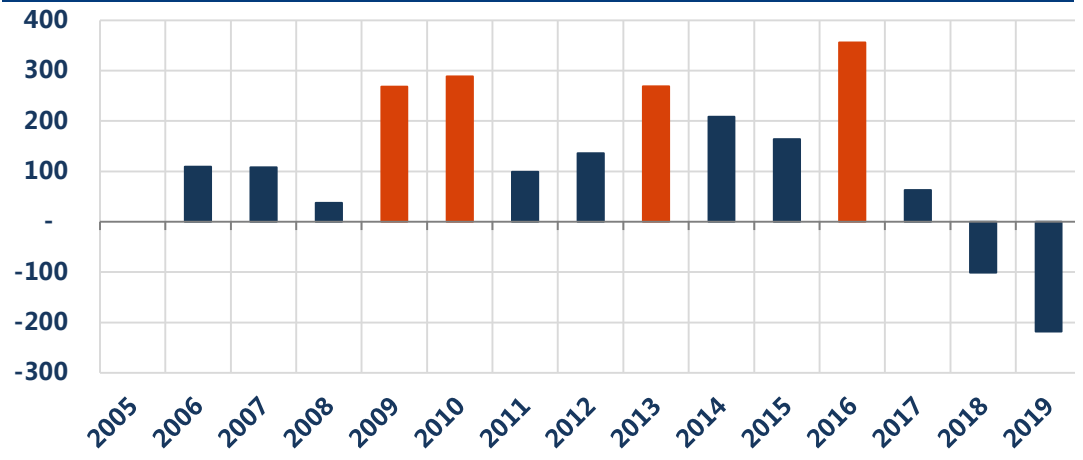


资料来源: 中汽协, 华创证券

中高端: 预计 2021 年可能是一个汽车换购峰, 提振销量。经验数据消费者购入新车大约 5、6 年后可能会进行一次换购 (手上的车进入二手车市场), 再久一点则按保有量数据测算得 12 年报废周期换购 (彻底退出)。若按 5 年的换购、12 年的报废周期, 2019-2020 年刚好处于换购 (相对) 低谷, 而 2021 年却是一个极为强劲的高峰, 一方面有 2016 年高量的 5 年换购需求, 另一方面还有 2009 年的 12 年报废需求。当然这种估算有一定误差, 因为换购周期是一个波动数据, 经济波动、新车供给、消费情绪等等都可以影响人

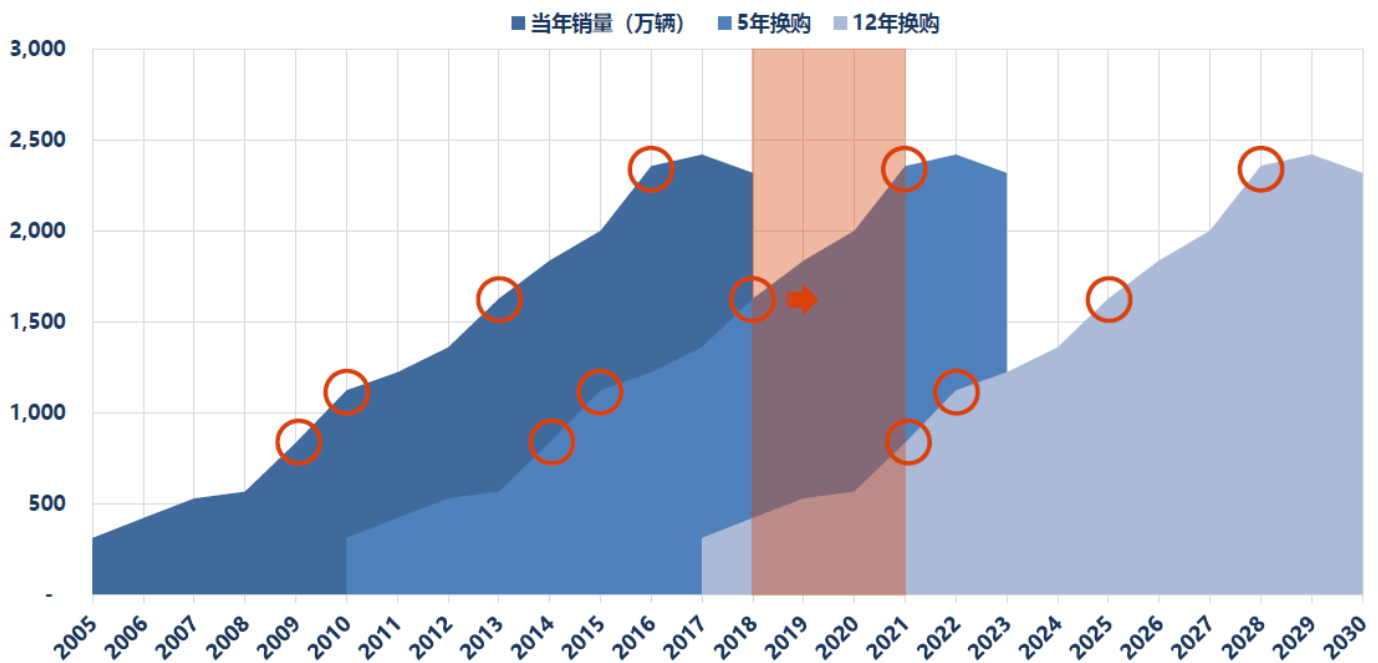
们的换车意愿，比如北京 2017-2018 年换购意愿就有所下降，这属于不确定性，但显著的增量高峰依然是结构性的确定性。

图表 8: 历年狭义乘用车销量增量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

图表 9: 狭义乘用车当年销量、5 年换购量、12 年换购量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 华创证券

1.2. 回顾 2: 芯片扰动全年节奏

芯片供给对产销影响从 4Q20 开始, 目前仍在持续。自去年 11 月外界觉察到汽车行业芯片供给短缺, 短缺问题就一直持续, 并在不同车企之间滚动。下表是 3 月主流车企的批发销量数据(节后补库月份), 和去年 10 月相比(4 季度常规月), 基本都存在不同幅度的下滑情况(历史上 3 月 vs 前一年 10 月销量为小幅下滑至增长)。我们估计 1-2Q21, 由于芯片不足, 行业整体削产幅度在 5%-10%。

图表 10: 主流车企 10M20-3M21 月度销量情况(万辆)

车企	排名	20-10	20-11	20-12	21-01	21-02	21-03	3M21vs10M20
一汽大众	1	22.1	21.5	18.4	21.5	12.1	21.5	-3%
上汽大众	2	15.5	11.3	15.8	8.6	5.1	11.3	-27%
上汽通用	3	15.6	12.9	19.4	13.0	7.7	12.9	-17%
吉利汽车	4	14.0	10.0	15.4	15.6	7.7	10.0	-29%
东风日产	5	12.7	8.2	13.9	12.0	5.7	8.2	-35%
长安汽车	6	11.2	11.4	9.0	15.3	10.4	11.0	-1%
长城汽车	7	11.5	12.3	12.8	11.7	7.4	8.9	-23%
东风本田	8	8.7	8.4	11.4	7.2	4.7	8.4	-3%
上汽通用五菱	9	10.5	8.4	15.0	7.2	4.2	8.4	-20%
一汽丰田	10	6.5	8.4	7.3	8.3	5.0	8.4	29%
广汽本田	11	8.8	6.3	8.1	7.8	4.1	6.3	-28%
广汽丰田	12	7.2	6.9	7.2	9.0	4.2	6.9	-4%
上汽乘用车	13	6.6	5.8	10.1	5.6	3.0	5.8	-12%
奇瑞汽车	14	7.7	7.1	10.6	6.9	4.3	7.1	-8%
华晨宝马	15	4.7	6.6	5.5	7.3	4.2	6.6	39%
北京奔驰	16	5.1	5.9	5.8	6.4	4.2	6.0	19%
北京现代	17	4.3	4.9	5.1	4.0	1.9	3.7	-13%
比亚迪	18	4.7	5.3	5.6	4.3	2.1	4.1	-14%
一汽轿车	19	3.3	3.5	4.3	4.2	1.8	3.5	5%
广汽乘用车	20	3.8	3.3	3.9	4.2	1.7	3.3	-12%
长安福特	21	2.6	2.3	3.1	3.0	1.1	2.3	-11%
东风悦达起亚	22	2.8	0.9	2.3	2.0	1.0	0.9	-66%
东风汽车	23	2.3	2.7	3.9	2.6	1.7	2.7	18%
沃尔沃	24	1.7	1.4	2.2	1.9	0.9	1.4	-16%
江淮汽车	25	1.5	2.2	1.6	2.3	1.4	2.2	47%
特斯拉	26	1.2	3.5	2.4	1.5	1.8	3.5	192%
长安马自达	27	1.6	0.0	1.4	1.2	0.6	1.1	-28%
北京汽车	28	1.1	1.0	0.9	1.0	0.3	0.7	-29%
华晨金杯	29	0.6	0.4	0.6	0.4	0.3	0.4	-44%
广汽三菱	30	0.8	0.6	1.1	0.5	0.3	0.6	-28%

资料来源: 中汽协, 华创证券

缺芯源头为过去几年 8 英寸晶圆产能持续收缩，需求超预期恢复后，供需开始处于紧平衡状态。车用芯片主要为功率半导体、MCU、传感器、存储器、除 MCU 以外的 ASSP 等五大类，主要采用 8 寸晶圆制造，在晶圆制造中处于相对中低端的位置。由于从 2018 年开始中国及海外汽车需求开始下滑，8 英寸晶圆作为中低端产能也在同步收缩。由于车企尤其外资车企没有预期到 2H20 中国汽车市场的快速回升，对全年尤其 4Q20 排产量预估不足，实际需求开始超过产能，行业进入到供需紧平衡状态。

意外事件加重供需失衡。如果产能处于相对正常状态，行业意外事件带来的产能扰动还可以被吸收、快速调动恢复，但行业紧平衡状态下，德州寒潮、日本地震、日本火灾、中国台湾干旱等意外事件带来的波动则难以被富余产能吸收，汽车行业芯片供给缺口进一步变大。

此外台积电 MCU 产能受限也进一步加剧了芯片短缺。本次汽车芯片短缺最为严重的是 MCU，而台积电是 MCU 的最大供应商，占全球 MCU 代工市场 7 成左右。MCU 具有专有架构，难从一个供应商转移到另一个供应商，一旦短缺供应商必须增加产能。台积电产能受限主要来自于两方面：1) 天气原因，近半年干旱缺水，芯片制造需要大量纯水，一定程度上降低了台积电 MCU 的出货量；2) 汽车芯片偏低端且不重要，台积电主打 7 纳米和 5 纳米，而 MCU 等汽车芯片主要是采用 16-28 纳米工艺，作为仅占台积电总收入约 3% 的汽车芯片业务，对台积电而言也不是特别重要，理论上若持续干旱，台积电可能会减少车用芯片投片量，来保证高利润的 5 纳米产能。

产能问题估计从 3Q21 开始逐步缓解。产能问题的解决途径包括这么两方面：

- 1) 新建产能：自有产线的 IDM 扩产一般需要 6-9 个月，而新的晶圆厂需要数年才能建成。
- 2) 产能结构调整：至少提前半年下单，由于汽车业务利润率低于消费电子业务，驱动 IDM 和晶圆厂做产能切换需要各自客户提价抢单。

由于新建产能速度很慢，所以汽车行业需要寄希望于 IDM 和代工厂做产能切换。由于缺芯问题已经影响了中日美欧四地的整个汽车产业，影响范围和级别上升，芯片公司对汽车客户的重视程度开始有所提升，叠加整车客户的提价、采取举措已有半年之久，台积电表态，汽车行业开始逐步预期 3Q21 可能会看到供给问题缓解（产能切换）。电子行业预期相对谨慎一些，预期 1Q22 可能才能看到问题缓解（产能增加）。

图表 11：台积电近期关于汽车芯片产能的表态

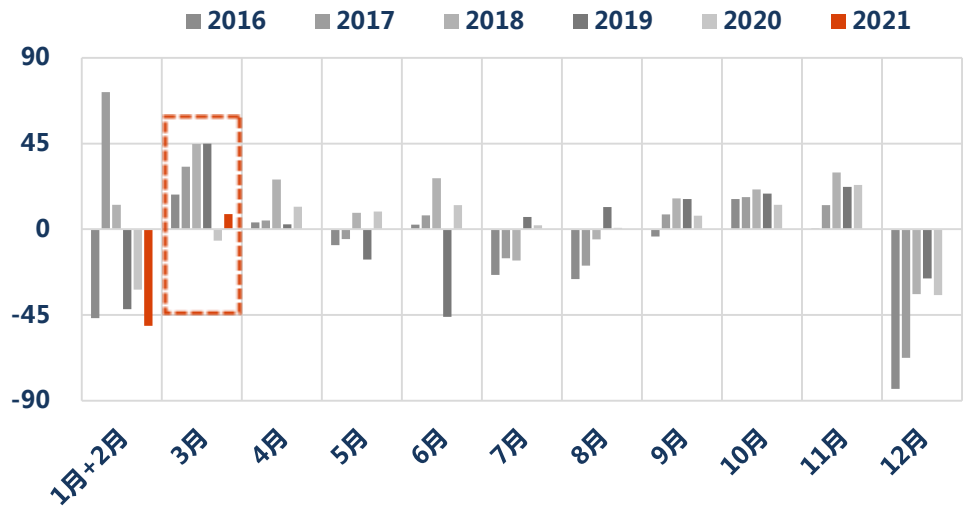
日期	内容
2021.4	计划在南京投资 28 亿美元建设新的生产线，以在 2023 年之前提高产能，以满足日益增长的 28 纳米汽车芯片的需求。
2021.4.15	台积电 CEO 魏哲家：预计下季度公司汽车客户芯片短缺情况将明显缓解。 2021 年台积电资本开支将上修至 300 亿美元，未来三年（2021 年-2023 年）资本开支计划达 1000 亿美元，预计全球芯片市场产能短缺的问题到 2023 年有望解决。
2021.5.2	台积电董事长刘德音：可以在 6 月底之前满足客户的最低需求。 去年 12 月第一次听说芯片短缺的消息，从那之后的一个月就开始试图为汽车制造商尽可能多地产出芯片。台积电认为现在领先了两个月，可以在 6 月底之前满足客户的最低需求。并不意味着汽车芯片短缺问题将在两个月内被解决，芯片供应有一个时间延迟特别是在汽车芯片领域，供应链既长又复杂。供应大约需要 7 到 8 个月。

资料来源：公司官网、CBS、华创证券

芯片带来的供给问题使渠道库存处于低位。首先，12 月-2 月春节前三月行业旺销整体去

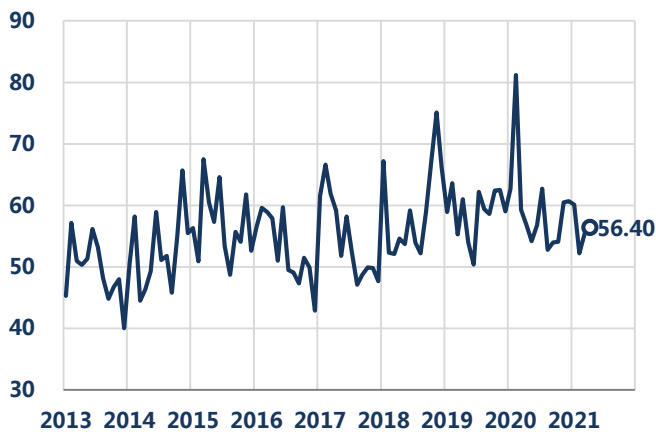
库幅度较大，合计达到 85 万辆，仅次于历史上 2016 年的 87 万辆。其次，在大幅去库之后，行业未能实现补库，3 月渠道补库仅 8 万辆，远低于 30 万-50 万辆的季节性补库，我们估计 4-6 月补库总量可能也相对较低。从汽车流通协会披露的库存系数看，3 月行业、合资、自主库存系数分别为 1.54、1.53、1.43，反季节性地位于 1.50 警戒线附近。这种低库存状态一方面不利于终端销售，另一方面会加强整车厂和经销商在终端的价格坚挺程度（后文将进一步介绍）。

图表 12: 乘用车渠道库存月度变化（按批发-交强险-出口）



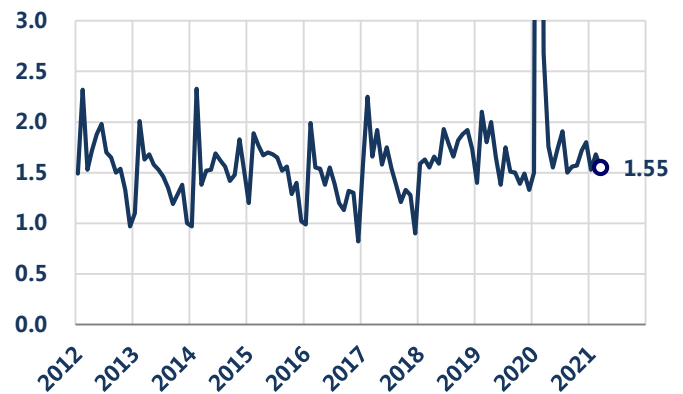
资料来源：乘联会、中汽协、银保监会、华创证券

图表 13: 4 月经销商库存预警指数上升



资料来源：中国汽车流通协会、华创证券

图表 14: 3 月经销商库存系数回落



资料来源：中国汽车流通协会、华创证券

1.3. 回顾 3: 新能源汽车强势增长

新能源汽车超预期，2020 年新能源批发销量 137 万辆/+11%、1Q21 52 万辆/+459%。新能源汽车自 2H20 开始持续高速增长，全年批发销量完成 137 万辆/+11%超市场预期。3M21 单月批发销量约 23 万辆/327%、1Q21 批发销量 52 万辆/+459%，对比 2019 年，单

月、单季度销量也分别增长 80%和 88%。我们认为这种高景气主要因为：

- 1) 经济：疫情控制得当下宏观经济稳定，汽车行业供需持续改善配合消费需求上行；
- 2) 新车：2H20 供给端爆款产品频频上市，电动车和燃油车的性能差距进一步缩减，新能源汽车市场关注度更高；
- 3) 营销：相较于传统汽车的经销模式，以特斯拉、新势力为首的新能源车企利用直营体系跟客户的接触更广、更频繁，在互联网、自媒体的高曝光下获客能力更强，不少国内自主车企也在用独立品牌、独立营销体系的形式跟上。

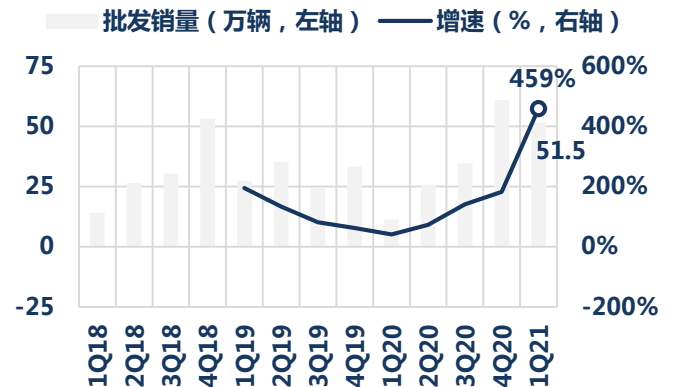
与 2019 年相比，当前新能源汽车的供需旺盛主要由 ToC 端带动。

图表 15: 新能源汽车月度批发销量及增速 (%)



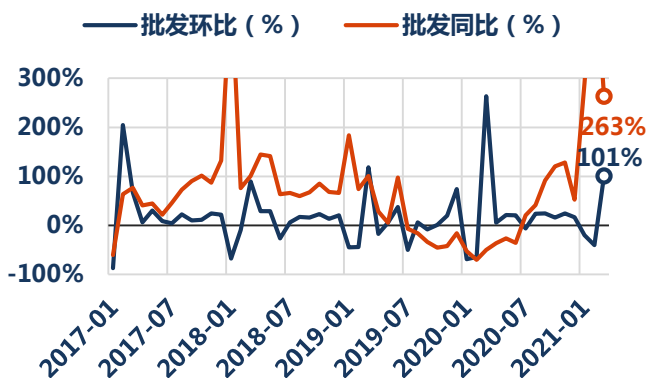
资料来源：中汽协、华创证券

图表 16: 新能源汽车年度季度批发销量及增速 (%)



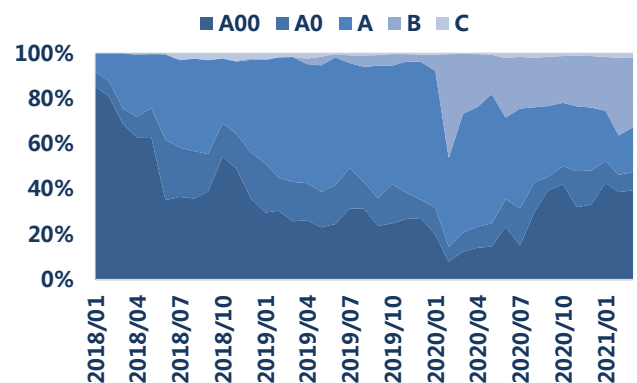
资料来源：中汽协、华创证券

图表 17: 新能源乘用车批发销量同环比增速 (%)



资料来源：乘联会、华创证券

图表 18: 纯电动乘用车分级别批发销量占比 (%)



资料来源：乘联会、华创证券

特点一：A00 和 B 级爆款车型推动纯电动乘用车销量两极分化。2020 年初国产化 Model 3 带动 B 级车市场热度攀升，新势力蔚来 ES8+ES6、理想 ONE、小鹏 P7、比亚迪汉+唐受益明显。而下半年上市的五菱宏光 Mini 带动 A00 级市场恢复，新上市的欧拉黑猫系列、奇瑞 eQ 等受益明显。A 级车领域的份额有所下降，主要因为：1) 同级别燃油车竞争激烈，电动车竞争处于劣势；2) 今年受关注新品少；3) ToB 端网约车市场恢复慢。

特点二：供给侧改善明显，推动消费者接受度提高。从车型销量看，2H20 新上市的产品是推动新能源汽车销量增长的核心驱动力，例如五菱宏光 MINI、比亚迪汉、长城欧拉

黑猫等。一方面，国内自主品牌及新势力在电动化转型上的步伐更敏捷，产品在成本、续航及性价比上持续改善，与燃油车的差距拉近。另一方面，新产品在下半年的密集曝光极大的吸引了消费者目光，在价格、牌照、服务体验、智能化等与燃油车竞争的环节中胜出。具体体现在：

- 1) 五菱宏光 MINI 价格下探至 3 万元以内，切入低速电动车市场，渠道下沉至三四线；
- 2) 比亚迪汉主打性价比优势，B 级车具备 C 级燃油车的配置、避开与特斯拉 Model 3 和小鹏 P7 智能化竞争，在传统经销渠道上发展商超体验模式，学习新势力营销上的突破。

图表 19: 4Q20-1Q21 新能源销量 CR10

序号	10M20		11M20		12M20		1M21		2M21		3M21	
1	宏光 MINI	20,631	宏光 MINI	33,094	宏光 MINI	35,388	宏光 MINI	25,778	宏光 MINI	17,307	宏光 MINI	29,413
2	Model 3	12,143	Model 3	21,604	Model 3	23,804	Model 3	13,843	Model 3	13,688	Model 3	25,327
3	欧拉R1-黑猫	6,269	欧拉R1-黑猫	9,463	欧拉R1	10,010	比亚迪汉 EV	9,298	Model Y	4,630	Model Y	10,151
4	比亚迪汉EV	5,055	比亚迪汉EV	7,482	比亚迪汉EV	9,006	奇瑞eQ	6,316	欧拉R1	4,561	欧拉R1	8,527
5	奇瑞 eQ	4,745	奇瑞 eQ	6,456	奇瑞 eQ	7,074	埃安 (Aion S)	6,092	比亚迪汉 EV	4,099	比亚迪汉 EV	7,956
6	埃安 (Aion S)	4,630	埃安 (Aion S)	5,084	理想 ONE	6,126	欧拉R1	6,090	奔奔EV	3,258	埃安 (Aion S)	5,738
7	比亚迪唐 DM	3,718	理想 ONE	4,646	埃安 (Aion S)	5,397	理想ONE	5,379	埃安 (Aion S)	2,724	奇瑞 eQ	5,308
8	理想 ONE	3,692	全新秦 EV	4,081	全新秦 EV	3,713	科莱威CLEVER	5,176	理想ONE	2,300	理想 ONE	4,900
9	全新秦 EV	3,526	威马EX5	3,018	小鹏P7	3,691	荣威eRX5	3,779	荣威eRX5	2,278	奔奔 EV	4,076
10	科莱威 CLEVER	3,054	比亚迪唐DM	3,007	比亚迪唐DM	3,466	小鹏P7	3,710	蔚来ES6	2,216	哪吒 V	3,206
CR10	47%		54%		51%		52%		57%		52%	

资料来源：中汽协、华创证券

1.4. 展望：预计乘用车批发全年增 13%、新能源车增 94%

预计全年乘用车批发增速在 13%左右，较 2019 年增 6%。

上险：考虑 1) 缺芯对部分车型销量略有压制，2) 宏观经济、汽车景气周期逐步下行，按中性情景，我们预计 2-4Q21 乘用车单季上险增速为+9%、+4%、+3%，全年合计 2188 万辆、同比+16%、较 2019 年增 7%。终端需求的下行风险主要来自于宏观经济波动，上行风险则主要来自于经济向好时可选消费的较大弹性。

批发：考虑 1) 芯片在 1-2Q21 影响供给，3-4Q21 可能开始缓解，车企也可能相应调整假期来应对这种供给错位（将下半年假期提前到上半年），2) 今年出口相对较强，我们预计 2-4Q21 乘用车单季批发增速为+1%、+1%、+2%，全年合计 2221 万辆、同比+13%、较 2019 年增 6%。批发销量除了受终端需求影响以外，我们认为目前主要是上行风险，来自于下半年芯片供给的恢复甚至超量恢复，带来补库存。

图表 20: 2021 年季度乘用车上险、批发销量预估（万辆）

2021	情景	全年	Q1	Q2	Q3	Q4
上险						
销量	乐观	2,215	518	487	540	669
	中性	2,188	518	480	535	656
	悲观	2,154	518	470	523	642
同比	乐观	16.9%	69.6%	10.8%	5.4%	5.2%

	中性	15.6%	69.6%	9.2%	4.2%	3.1%
	悲观	13.7%	69.6%	7.0%	2.0%	1.0%
相较 2019 年	乐观	8.5%	3.8%	-6.1%	20.3%	16.7%
	中性	7.2%	3.8%	-7.4%	19.0%	14.3%
	悲观	5.5%	3.8%	-9.4%	16.5%	11.9%
批发						
销量	乐观	2,301	501	505	570	725
	中性	2,221	501	493	547	681
	悲观	2,147	501	470	517	659
同比	乐观	16.6%	77.1%	3.8%	5.7%	9.1%
	中性	12.5%	77.1%	1.4%	1.2%	2.5%
	悲观	8.8%	77.1%	-3.4%	-4.2%	-0.8%
相较 2019 年	乐观	9.4%	-3.0%	5.9%	13.6%	19.1%
	中性	5.6%	-3.0%	3.4%	8.8%	11.8%
	悲观	2.1%	-3.0%	-1.4%	3.0%	8.3%

资料来源：银保监会、中汽协、华创证券预测

预计 2021 年新能源汽车销量 265 万辆/+94%，乘用车 248 万辆/+99%。 预测假设：

- 1) 假设 1：政策环境稳定，限牌城市牌照指标维持，非限牌城市的充换电基建逐步铺开；
- 2) 假设 2：电动车成本降低，国产化与规模效应让燃油车与电动车购置价格差拉近；
- 3) 假设 3：今年新车型如期上市交付，车企产品定位、营销推广与渠道服务等环节加强。

预测合理性验证：

- 1) 总量：3 月批发销售 22.6 万辆，1Q21 完成 52 万辆维持景气。考虑 2 月春节放假的扰动，3 月销量的 11.5 倍为 260 万辆。考虑到 2H21 新车型较多，销量水位会更高。
- 2) 车企：上通五菱、特斯拉、比亚迪是当前新能源汽车销量前三车企，按照月均 4 万辆（宏光 MINI）、3.5 万辆（Model 3、Model Y）、3 万辆（汉、DMi）的静态保守预测，全年共贡献约 126 万辆。第二梯队车企如长城、理想、小鹏、广汽、上汽等也有望完成 5-10 万辆的目标。此外，2H21 关注较高新品还有大众 ID 系列、福特电马、极氪 001 等，也将贡献增量。
- 3) 芯片：目前车企转型电动化坚决，面临芯片问题时，通常优先保供新能源车型，受影响情况不明显。

图表 21: 2020-2021 年新能源汽车批发销量预测

指标	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1H20	2H20	2020	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
销量 (万辆)												
新能源汽车:	11.2	25.8	34.5	60.5	37.0	95.0	136.7	51.5	65.8	69.5	78.1	264.9
其中: 乘用车	10.0	22.9	31.4	55.7	32.9	87.1	124.6	49.0	61.6	65.0	72.3	247.9
其中: 商用车	1.2	2.8	3.1	4.8	4.0	7.9	12.1	2.5	4.2	4.5	5.8	17.0
BEV	9.4	15.9	24.9	45.1	25.3	70.0	95.3	39.2	50.2	52.9	57.8	200.1
PHEV	2.4	4.2	5.7	8.7	6.5	14.4	20.9	7.5	10.9	12.1	14.5	45.1
营运	1.4	2.9	4.9	6.0	4.3	11.0	15.2	6.1	10.5	9.4	11.5	37.5
非营运	8.5	15.9	23.3	42.6	24.4	65.8	90.3	40.0	50.5	55.5	61.5	207.5
增速 (%)												
新能源汽车:	-59%	-27%	41%	82%	-41%	64%	13%	359%	155%	101%	29%	94%
其中: 乘用车	-60%	-29%	43%	108%	-43%	79%	17%	390%	169%	107%	30%	99%
其中: 商用车	-45%	-8%	22%	-26%	-23%	-13%	-16%	107%	49%	44%	21%	40%
BEV	-53%	-38%	59%	87%	-44%	76%	12%	317%	216%	112%	28%	110%
PHEV	-56%	-37%	24%	112%	-45%	66%	1%	220%	161%	114%	67%	116%
营运	-77%	-74%	77%	18%	-75%	39%	-39%	351%	260%	91%	90%	146%
非营运	-42%	-27%	134%	195%	-33%	170%	48%	371%	217%	138%	44%	130%
占比 (%)												
新能源汽车:												
其中: 乘用车	89%	89%	91%	92%	89%	92%	91%	95%	94%	94%	93%	94%
其中: 商用车	11%	11%	9%	8%	11%	8%	9%	5%	6%	6%	7%	6%
BEV	80%	79%	81%	84%	79%	83%	82%	84%	82%	81%	80%	82%
PHEV	20%	21%	19%	16%	21%	17%	18%	16%	18%	19%	20%	18%
营运	14%	15%	17%	12%	15%	14%	14%	13%	17%	14%	16%	15%
非营运	86%	85%	83%	88%	85%	86%	86%	87%	83%	86%	84%	85%

资料来源: 中汽协、乘联会、银保监会、华创证券预测

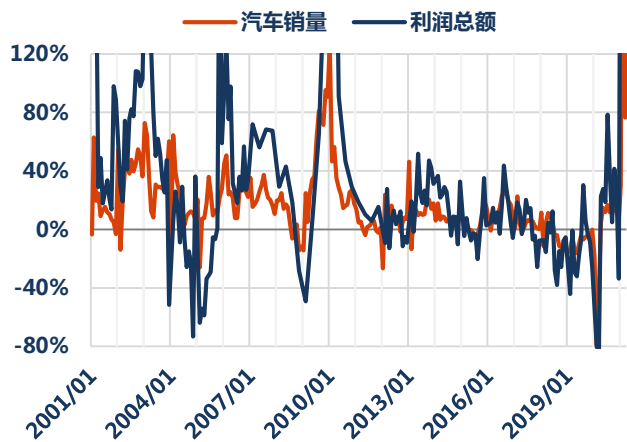
2. 盈利

2.1. 回顾：4Q20-1Q21 经营盈利能力保持相对高位

回顾 4Q20 和 1Q21 汽车板块财务表现，有如下两个特征：

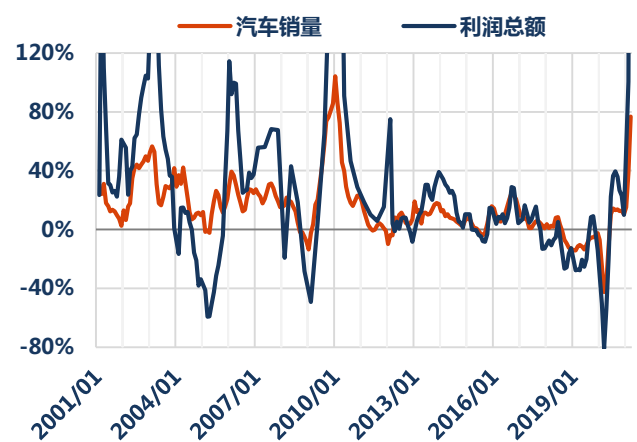
- 1) **利润增速表现依然好于销量增速**：4Q20-1Q21 汽车销量增速为+10%、+77%，统计局行业利润总额增速为+10%、+531%。利润增速好于销量增速，主要在于营收和利润率对销量变动都有放大作用。
- 2) **4Q20-1Q21 经营性盈利能力保持在相对高位**：虽然从毛利率、净利率角度看，4Q20-1Q21 行业盈利能力较 3Q21 下滑，且低于 2016-2017 年水平，但考虑 4Q20 的各种减记，按“毛利率-期间费用率”指标，4Q20-1Q21 分别为 8.7%、8.6%，低于 3Q20 的高点 9.8%，但高于 2017 年水平与 2016 年行业较好时相仿，处于历史相对高位。

图表 22：汽车销量增速及利润总额增速（%）



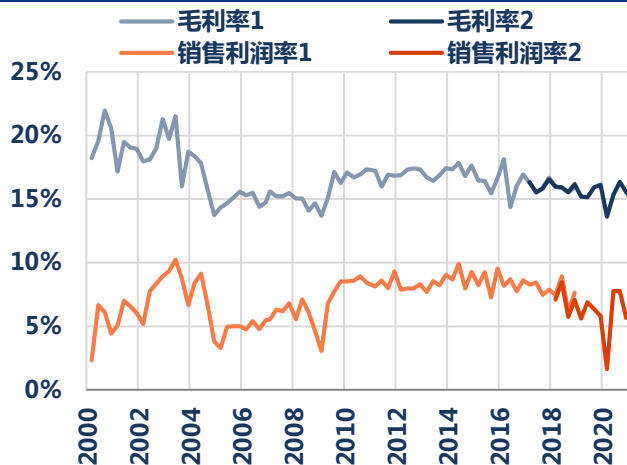
资料来源：国家统计局、中汽协，华创证券

图表 23：汽车销量及利润总额三月移动平均增速（%）



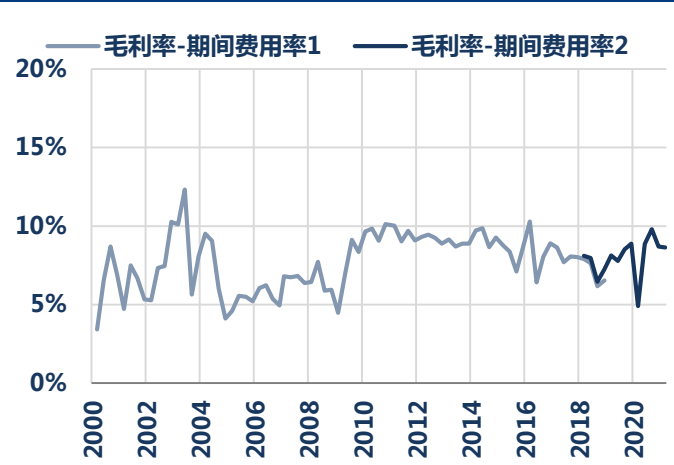
资料来源：国家统计局、中汽协，华创证券

图表 24：规模以上汽车制造业季度毛利率、利润率（%）



资料来源：国家统计局、中汽协，华创证券

图表 25：规模以上汽车制造业毛利率-费用率（%）



资料来源：国家统计局、中汽协，华创证券

按 A 股上市公司财报，乘用车和零部件情况则大致如下：

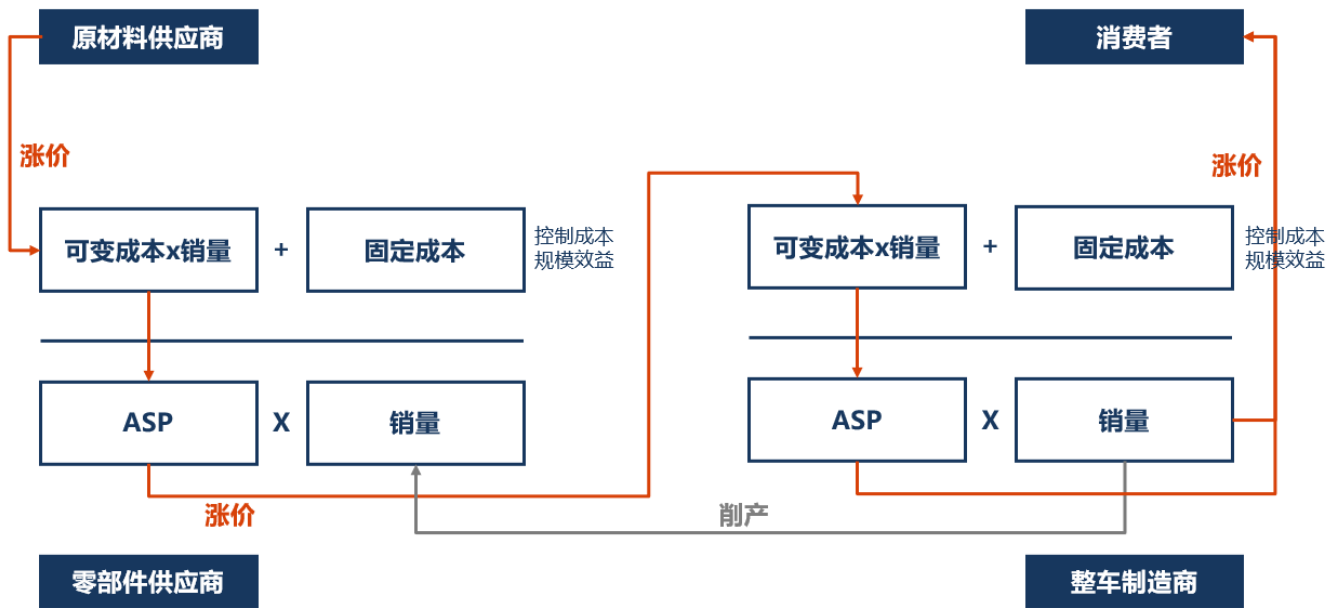
- 1) **乘用车**：4Q20、1Q21 乘用车企营收延续增长，较 2019 年同期也分别+4%、+6%，优秀车企继续巩固市场份额。折扣在 4Q20 有所回收，车企毛利率 Q4 较强、Q1 较弱，受季节性因素、原材料涨价影响。通过费用管控，车企 1Q21 净利率 4.2% 维持较高水平，较 1Q20 和 1Q19 分别+4.3PP、-0.4PP。
- 2) **零部件**：1Q21 按中值法营收+58%、净利+148%。相较于整车，部分零部件公司的业绩更超预期，这主要由于 4Q20 及 1Q21 汽车行业基本面延续，同时海外需求恢复+新订单，推动零部件营收更加快速地上量。1Q21 零部件企业按中值法净利率 6.7%，同比+2.9PP、环比+0.7PP，较 1Q19+0.3PP。

整车、零部件公司短期利润状态受到四类变量影响，这使得预估有一定难度和不确定性：

- 1) 可变成本：受原材料价格、产品结构影响；
- 2) 固定成本：受规模效益、成本控制影响；
- 3) 销售单价：涨价机制受对下游议价能力（竞争格局）影响；
- 4) 销量：受需求、产能影响，近期主要芯片影响。

后文我们将针对规模效益、原材料价格、涨价机制大致讨论。

图表 26：整车企业、零部件公司短期利润受四类变量影响



资料来源：中汽协、乘联会、银保监会、华创证券

2.2. 影响因子-量：估计对 2 季度行业利润影响 1-2 成

估计芯片紧缺所带来的销量变动对汽车行业上市公司的盈利能力影响较小。我们估计芯片紧缺导致 2Q21 行业减产大概 5%-10% 的量，对整车和零部件的影响大致如下：

- 1) **乘用车**：一般固定成本占营收 2 成，销量带动营收每下降 10%，影响净利率 2.2PP，按 5-10% 净利率，影响比例为 22%-44%。由于销量降幅我们估计在 5-10%，按 5%

看，利润降幅会收窄到 11%-22% 即 1-2 成。在芯片紧缺状态下，车企会优先保供高价位车型，这对盈利能力会有较大提振。当然不同车企的销量、结构的影响情况差别可能会比较大。

- 2) **零部件**: 一般固定成本占营收 3-4 成, 销量带动营收每下降 10%, 影响净利率 3.3-4.4PP, 按 10%-20% 净利率, 影响比例为 18%-44%。由于销量降幅我们估计在 5-10%, 按 5% 看, 利润降幅会收窄到 9%-22% 即 1-2 成。不同于整车, 零部件产品结构、盈利能力虽然也会跟着下游高中低端车而相应变化, 但综合看调整空间会相对有限。在这里, 零部件本身的净利率是核心的区别点, 净利率越高, 利润冲击幅度就越小。

2.3. 影响因子-原材料: 估计对 2 季度行业利润影响 1-2 成

行业主要原材料为钢铝铜等金属件、橡胶、塑料、织物等, 此外贵金属铑和钯对整车盈利影响也较大。从 3Q20 至 1Q21, 主要原材料价格涨幅大致为铑 158%>橡胶 48%>铜 43%>铝 25%>冷轧板(钢) 19%>PP 粉 13%>钯 8% (按季度均价), 每个季度价格均有上涨。2Q21 以来大宗价格继续上行, 截至 5 月 7 日, 各原材料价格最新涨幅大致为铜 18%>铝 17%>铑 14%>钯 13%>冷轧板(钢) 4%>橡胶 3% (最新报价相较于 3 月底)。具体情况可参考下列图表:

图表 27: 汽车主要原材料季度涨价情况 (元/吨)

原材料季度均价 (元/吨)	18-03	18-06	18-09	18-12	19-03	19-06	19-09	19-12	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	最新价格	价格走势
冷轧普通薄板 (元/吨, 左轴)	4,685	4,580	4,722	4,655	4,471	4,519	4,443	4,440	4,428	4,282	4,456	4,700	5,093	5,458	5,502	
PP粉 (元/吨, 左轴)	8,778	8,786	9,567	9,419	8,459	7,948	8,364	7,929	6,905	7,382	7,635	8,120	8,364		8,650	
铝 (元/吨, 左轴)	14,153	14,457	14,342	13,818	13,525	14,046	14,075	14,084	13,259	12,988	14,629	15,761	16,251	18,072	19,680	
天然橡胶期货 (元/吨, 左轴)	12,826	11,036	10,362	10,699	11,689	11,578	10,689	11,799	11,240	9,948	11,102	13,918	14,726	13,706	14,225	
铜 (元/吨, 左轴)	52,335	51,437	49,074	49,435	48,588	47,822	46,811	47,601	44,820	43,962	51,389	54,548	62,766	68,615	74,190	
钯:99.95% (元/克, 左轴)	246	231	237	295	357	346	388	464	602	526	539	564	569	652	694	
铑:99.95% (元/克, 左轴)	447	525	610	660	703	776	1,078	1,516	2,679	2,214	2,864	3,775	5,704	6,969	6,981	
同比	18-03	18-06	18-09	18-12	19-03	19-06	19-09	19-12	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06		
冷轧普通薄板	6%	13%	6%	-2%	-5%	-1%	-6%	-5%	-1%	-5%	0%	6%	15%	27%		
PP粉	4%	18%	17%	8%	-4%	-10%	-13%	-16%	-18%	-7%	-9%	2%	21%			
铝	5%	5%	-6%	-9%	-4%	-3%	-2%	2%	-2%	-8%	4%	12%	23%	39%		
天然橡胶期货	-32%	-18%	-20%	-16%	-9%	5%	3%	10%	-4%	-14%	4%	18%	31%	38%		
铜	11%	12%	-2%	-8%	-7%	-7%	-5%	-4%	-8%	-8%	10%	15%	40%	56%		
钯:99.95%	27%	12%	8%	22%	45%	50%	64%	57%	69%	52%	39%	22%	-5%	24%		
铑:99.95%	90%	103%	123%	76%	57%	48%	77%	130%	281%	185%	166%	149%	113%	215%		
原材料价格季度环比	18-03	18-06	18-09	18-12	19-03	19-06	19-09	19-12	20-03	20-06	20-09	20-12	21-03	21-06	3Q20以来	2Q21最新涨
冷轧普通薄板	-1%	-2%	3%	-1%	-4%	1%	-2%	0%	0%	-3%	4%	5%	8%	7%	19%	4%
PP粉	1%	0%	9%	-2%	-10%	-6%	5%	-5%	-13%	7%	3%	6%	3%		13%	0%
铝	-6%	2%	-1%	-4%	-2%	4%	0%	0%	-6%	-2%	13%	8%	3%	11%	25%	17%
天然橡胶期货	1%	-14%	-6%	3%	9%	-1%	-8%	10%	-5%	-11%	12%	25%	6%	-7%	48%	3%
铜	-2%	-2%	-5%	1%	-2%	-2%	-2%	2%	-6%	-2%	17%	6%	15%	9%	43%	18%
钯:99.95%	2%	-6%	3%	24%	21%	-3%	12%	20%	30%	-13%	2%	5%	1%	15%	8%	13%
铑:99.95%	19%	17%	16%	8%	7%	10%	39%	41%	77%	-17%	29%	32%	51%	22%	158%	14%

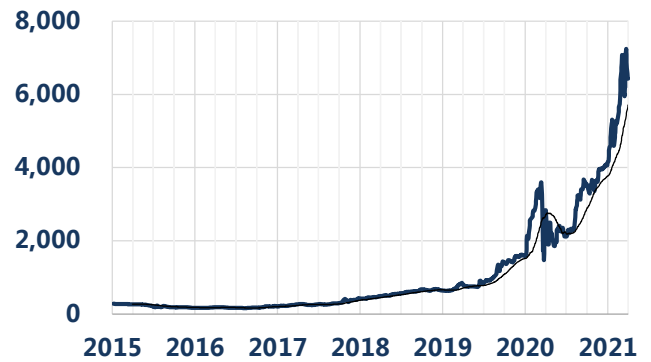
资料来源: Wind、华创证券

图表 28: 铜平均价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

图表 29: 铍:99.95%价格 (元/克)



资料来源: Wind、华创证券

图表 30: 冷轧普通薄板价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

图表 31: PP 粉价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

图表 32: 铝平均价价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

图表 33: 天然橡胶期货结算价格 (万元/吨)



资料来源: Wind、华创证券

原材料涨价对汽车行业盈利影响有三层机制:

第一层, 单线条的影响, 即直接涨价影响企业成本, 进而影响盈利。粗略测算, 综合原材料每涨价 10%, 一般影响零部件毛利率 3-5PP, 20%净利率零部件净利被影响 15%、15%

净利率在 20%、10%净利率在 40%、5%净利率则在 90%以上。

第二层，上游传导至零部件有时滞，有成本分摊。零部件厂商往往有原材料库存，有与上游材料供应商的大宗采购协议价，原材料涨价对零部件公司的影响本身会有一些的时滞（估计 1-3 个月）与压力分摊。

第三层，零部件传导至整车有时滞，有成本分摊。零部件厂商往往与下游客户也有价格调整机制，原材料涨价压力一般也会在 1 个季度之后开始部分传递到下游客户（按上个季度均价确定本季度新价格），比例视各自议价能力而定，0%-100%都有可能。由于原材料价格 4Q20 已明显上涨，到 2Q21 零部件和整车基本已经开始共摊压力了。

这种时滞与分摊会将涨价带来的净利影响削弱并向后移。不同公司受影响程度差异会非常大。

图表 34: 原材料每涨价 10%，对利润的影响比例

原材料每涨价10%，对利润的影响比例							
原材料占营收比例	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
一般上述比例可能对应这样的净利率							
	20%	15%	10%	5%	5%-0%		
净利率							
5.0%	60%	70%	80%	90%	100%	110%	120%
7.5%	40%	47%	53%	60%	67%	73%	80%
10.0%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%
12.5%	24%	28%	32%	36%	40%	44%	48%
15.0%	20%	23%	27%	30%	33%	37%	40%
17.5%	17%	20%	23%	26%	29%	31%	34%
20.0%	15%	18%	20%	23%	25%	28%	30%

资料来源：华创证券测算

以 2017-18 年为粗略参考，本次原材料涨价可能对行业盈利影响预计在 1 个季度 1-2 成左右。2017 至 2018 年原材料涨价+销量开始走弱，两个阶段里分别地，整体毛利率下降带动整车在 2 个季度里利润降 2-3 成、零部件降 2 成。考虑当时与 3Q20 以来这一波幅度相仿，我们可以此作为这次的一个参考线，即 2 个季度利润降 2 成。但不同于当时的是，去年开始汽车行业是走旺的，这对于乘用车终端价格进而盈利，零部件新订单量产进而盈利，都有正面影响，最终的影响幅度可能小一些。当然，2Q21 最终情况还是取决于大宗涨价的幅度。

图表 35: 2016-2018 原材料涨价情况与板块盈利能力变化对照表

原材料价格季度环比	16-03	16-06	16-09	16-12	17-03	17-06	17-09	17-12	18-03	18-06	18-09	18-12	3Q16-1Q17	2Q17-4Q17
冷轧普通薄板	5%	12%	0%	17%	12%	-8%	11%	6%	-1%	-2%	3%	-1%	31%	17%
PP粉				6%	3%	-12%	10%	6%	1%	0%	9%	-2%	10%	17%
铝	5%	12%	3%	9%	-3%	3%	11%	-1%	-6%	2%	-1%	-4%	5%	9%
天然橡胶期货	-1%	6%	-4%	43%	23%	-29%	-3%	-2%	1%	-14%	-6%	3%	75%	-5%
铜	-2%	0%	3%	15%	10%	-3%	9%	7%	-2%	-2%	-5%	1%	26%	17%
A股零部件	16-03	16-06	16-09	16-12	17-03	17-06	17-09	17-12	18-03	18-06	18-09	18-12	4Q16-2Q17	4Q17-2Q18
零部件毛利率, 整体法	20.8%	21.0%	21.0%	21.3%	20.3%	20.2%	20.7%	21.2%	20.3%	19.5%	19.6%	20.4%	-1.1%	-1.7%
零部件毛利率, 中值法	25.6%	26.5%	26.6%	26.8%	26.5%	25.4%	25.5%	25.1%	24.3%	23.4%	23.5%	24.0%	-1.4%	-1.7%
剔除华福潍均	22.4%	22.0%	22.2%	21.8%	21.4%	21.1%	21.8%	22.0%	21.3%	20.7%	20.2%	20.3%	-0.7%	-1.3%
零部件净利率, 整体法	7.3%	8.0%	7.1%	7.1%	7.2%	7.6%	7.4%	7.0%	7.7%	8.1%	7.0%	4.2%	-15.5%	-23.9%
零部件净利率, 中值法	9.3%	10.7%	9.5%	9.3%	9.8%	9.7%	8.3%	8.4%	8.1%	8.4%	7.7%	5.1%	-15.1%	-20.5%
剔除华福潍均	8.3%	8.8%	8.2%	7.6%	8.3%	8.3%	7.9%	7.1%	7.7%	8.5%	7.7%	1.5%	-9.4%	-17.9%
A股乘用车 (不含销售费用)	16-03	16-06	16-09	16-12	17-03	17-06	17-09	17-12	18-03	18-06	18-09	18-12	3Q16-1Q17	2Q17-4Q17
乘用车毛利率, 包括上汽	9.4%	9.5%	9.3%	9.3%	9.3%	8.1%	8.0%	8.7%	8.7%	8.0%	7.4%	6.2%	-1.2%	-0.7%
乘用车毛利率, 不包括上汽	15.4%	16.4%	15.3%	14.3%	14.8%	12.7%	11.8%	12.8%	12.9%	11.4%	10.1%	8.5%	-3.0%	-1.4%
乘用车净利率, 包括上汽	7.4%	7.7%	6.9%	6.2%	7.3%	6.0%	5.5%	5.3%	6.5%	5.7%	5.0%	4.3%	-18.6%	-12.5%
乘用车净利率, 不包括上汽	10.2%	11.1%	8.4%	8.0%	10.1%	7.2%	5.2%	4.8%	7.4%	5.5%	3.7%	3.6%	-29.6%	-30.2%
规上汽车制造业	16-03	16-06	16-09	16-12	17-03	17-06	17-09	17-12	18-03	18-06	18-09	18-12	3Q16-1Q17	2Q17-4Q17
毛利率1	18.1%	14.4%	16.0%	16.9%	16.3%	15.5%	15.9%	16.7%	16.0%	15.9%	15.6%	15.9%	-1.4%	-0.8%
毛利率2					16.3%	15.5%	15.8%	16.5%	16.0%	15.9%	15.5%	16.2%		-0.6%
营业利润率1	8.2%	8.7%	7.8%	8.6%	8.3%	8.4%	7.5%	7.9%	7.5%	8.9%	6.1%	7.6%	-16.3%	-10.5%
营业利润率2					8.1%	8.2%	7.3%	7.6%	7.3%	8.6%	5.9%	7.3%		-8.2%

资料来源: Wind、公司年报、华创证券

2.4. 影响因子-下游价格: 估计对经销商、整车形成盈利支撑

经销商: 通过折扣回收+捆绑销售应对供给紧张以保利润。经销商新车销售价格变化主要根据市场竞争情况、车型库存深度进行调节。当区域市场面临激烈竞争时, 经销商保销量的意愿强于保利润的意愿, 折扣回收难度大。当部分车型库存深度跌破 1 个月时, 经销商认为保销量目标较难完成, 会通过对该车型回收折扣、捆绑销售其他产品的形式来增厚新车利润, 目标是弥补由于销量下降带来的利润损失。借此可初步估算: (回收折扣+捆绑销售) ≥ 库存缺口*单车毛利/库存当量, 市场充分竞争时等号成立。

我们估计市场库存系数在 1.0 以上时, 折扣不会发生剧烈变化, 当库存系数分别为 0.9、0.8、0.5 时, (回收折扣+捆绑销售)/单车毛利的比值分别 ≥ 11%、25%、100%。假设单车毛利 1.00 万元, 对应折扣+捆绑销售 ≥ 0.11 万、0.25 万、1.00 万元。特别地, 在剔除季节性折扣变化之后, 考虑捆绑销售的利润, 经销商角度折扣回收的力度可能更弱。

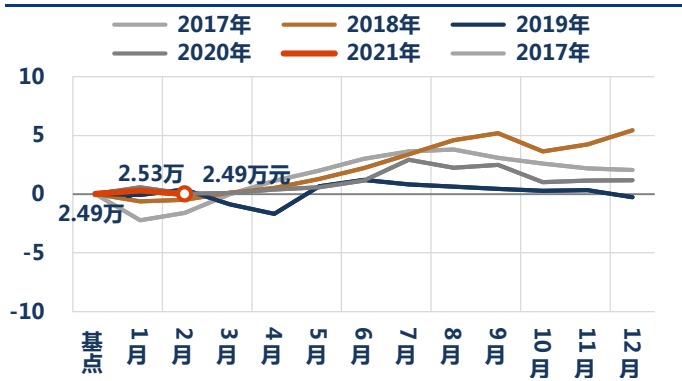
与之相对应, 按我们对月度批发、上险、出口预估计算, 估计行业库存系数在 2Q21 保持在 1.50-1.60 水平, 3Q21 可能随需求上升而降至 1.20-1.40, 4Q21 供给和需求同步上升保持在 3Q21 水平。这种情况下, 行业大幅回收折扣的情况可能不太容易看到, 但部分优势品牌库存系数可能会跌破 1.0, 实现较为明显的折扣回收。

整车: 新车和折扣回收带来的盈利弹性空间较大。乘用车的盈利超预期主要来自于价格端。虽然行业景气上行、车企迎来重要新品周期时, 该车企能获得高速销量增长, 但由于销量是高频数据月度发布, 市场预期很快能调整到一致水平, 因此销量对于一家车企的盈利预测尤其季度预估的预期差影响相对较小, 投资者从中获得的超额收益也逐渐缩小。单车利润则不同。一方面, 车型的成本结构不在报表披露, 市场缺乏估计的锚, 但好在该数据对于单一车型而言波动相对较小。另一方面车型的价格数据可跟随景气、新车上市而能出现大幅度波动, 尤其新车上市。

库存下行, 终端折扣维持在低位, 对盈利能力形成支撑。这一轮库存快速下降, 行业价格变化会根据市场竞争情况、车型生命周期进行调节。根据我们跟踪的折扣数据, 11M20 至 4M21 期间折扣率中位数从 4.0% 下降到了 3.1%。往年 Q2 是补库存放折扣的季节, 今

年由于供给短缺使得折扣维持在低位，预计对 10-20 万元车型来说折扣回收范围在 0.9k-1.8k 元之间。整车厂对车型价格调整通过返利考核的形式进行。考核涉及多方面，包括提车数量、回款周期、服务力等。即便供给短期紧张、渠道库存下降较快，行业平均折扣率也难变成负值（涨价卖车）。预计后续折扣率大概率仍维持在低位，实际对单车利润的增幅在 2k-4k 元。假设车企单车净利 4k 元，则季度影响幅度在 50%-100% 之间。

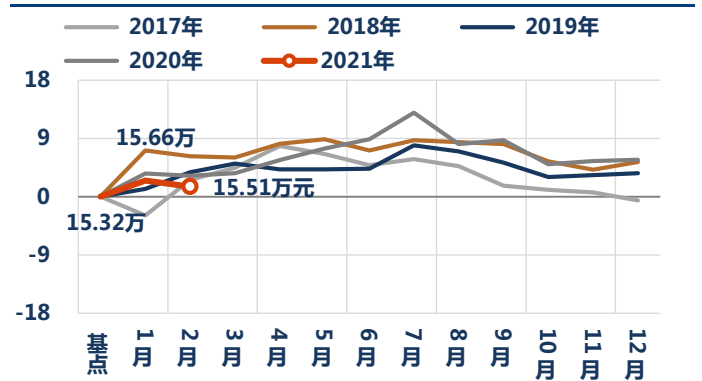
图表 36: GAIN 行业整体月度终端优惠指数



资料来源: 安路勤, 华创证券

注: 以样本车型成交折扣 (MSRP-成交价) 按销量加权平均计算行业月度优惠幅度, 标签数字为当月平均优惠, 折线数据为标准化指数 (当月平均优惠-基点平均优惠)/基点成交均价*100

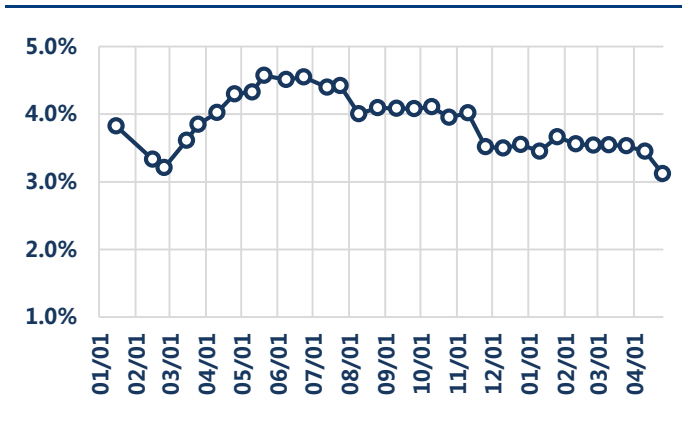
图表 37: GAIN 整体月度价格变化指数



资料来源: 安路勤, 华创证券

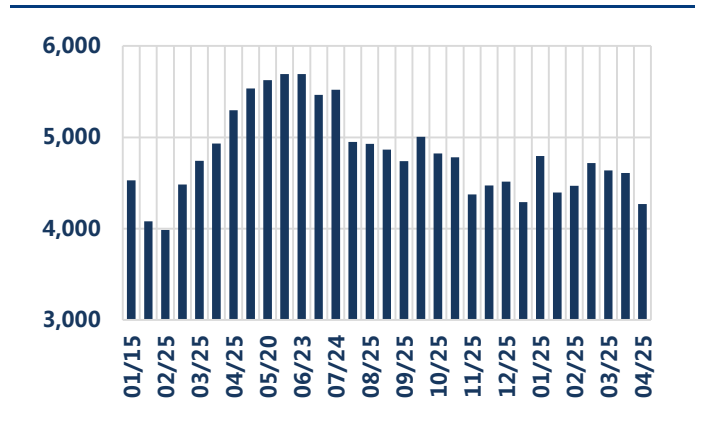
注: 以样本车型成交价按销量加权平均计算行业月度成交均价, 标签数字为当月均价, 折线数据为标准化指数 (当月均价/基点均价-1)*100

图表 38: 市场平均折扣率中位数 (%)



资料来源: 汽车之家, 华创证券

图表 39: 市场平均折扣额中位数 (元)



资料来源: 汽车之家, 华创证券

以下列图表中的某车企为例, 历史上单车盈利一直相对稳定, 直到 2017 年行业景气下滑, ①定价-成本以及②费用 (主要销售费用) 对营业利润下降的贡献度超过了 100%, 单车盈利腰斩。由于①和②涉及出厂价、折扣、产品可变成本、产品固定成本等多个较难估计的数据信息, 在行业、公司产品周期有所波动时就容易带来超预期。当然下表只体现了向下的弹性, 向上亦然, 今年疫情后行业价格表现平稳, 对车企盈利恢复带来的明显支撑。随行业恢复和车企新品投放, 我们判断价格带来的 2021 年车企盈利的向上弹性会更显著体现。

图表 40: 某车企营业利润同比变动因素分解 (亿元)

财年	毛利变动: 销量带来	毛利变动: 定价与成本带来	期间费用变动	研发费用变动	其它变动	营业利润变动	当年单车净利 (万元)
2010	24	7	-5	-1	-4	21	0.77
2011	16	2	-3	-2	-2	10	0.75
2012	30	11	-5	-3	-6	27	0.92
2013	31	15	-5	-7	-4	30	1.06
2014	-9	20	-3	-9	-3	-4	1.09
2015	26	-8	-10	-2	-5	0	0.94
2016	50	-0	-3	-4	-13	30	0.98
2017	-1	-54	-16	-2	9	-64	0.47
2018	-3	-19	4	14	8	4	0.49
2019	3	-1	3	-7	-12	-15	0.43

资料来源: 公司公告、华创证券

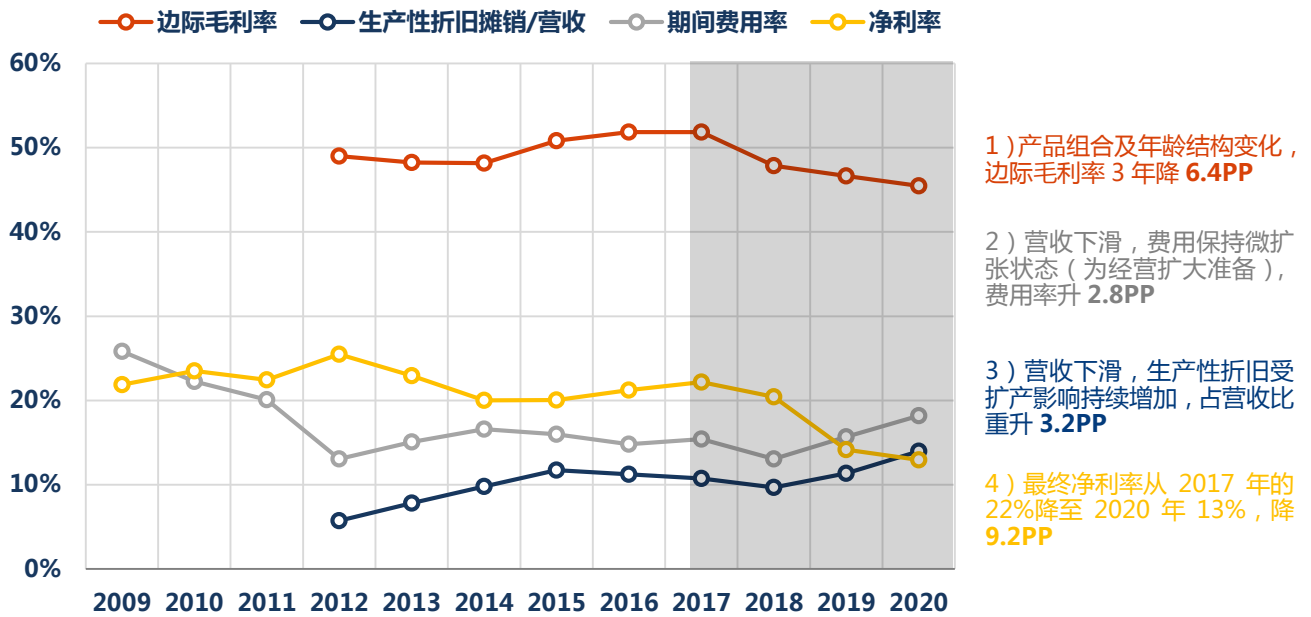
注: 除当年单车净利外, 其余数据均为本年相较于上年变动对最终营业利润的影响 (正数为增加营业利润, 负数为减少营业利润)

零部件: 盈利弹性主要来自于新项目毛利率提振。零部件公司的供货价格波动构成主要包含 1) 年降, 2) 原材料价格传导, 3) 新项目。其中 1) 和 2) 对个体公司而言路径相对稳定, 2) 在上一节已大致论述, 那么 3) 新项目则更容易成为弹性来源:

- 1) 营收弹性: 行业景气下行, 车企倾向于推迟新项目进入批产, 反之亦然, 因此能带来更大的增速波动。
- 2) 利润率弹性:
 - a) 弹性来源一, 中国零部件比整车企业重资产属性更突出: 商业模式上, 中国零部件供应商更多承担制造工作, 资产周转率自然较以竞争综合管理能力的车企更低, 数据上零部件折旧摊销/营收比例也高于车企。这一点投资者通常能很好地给予预期和估算。
 - b) 弹性来源二, 费用短周期中的刚性, 投资者也容易预估。
 - c) 弹性来源三, 也是预期差最大来源: 零部件新项目在批产头 1-2 年几乎没有年降, 利润情况远好于老项目, 因此在产项目的年龄组合会显著影响公司综合毛利率。根据我们与市场的交流, 发现投资者对于该经营逻辑、利润弹性特征认知并不充分。此外, 由于公司项目年龄结构、产品组合结构也是黑箱, 我们可以给予变动方向的预期, 但幅度较难预估, 因此会成为预期差的主要来源。

以下列图表中的某零部件供应商为例, 2017 年报-2020 年报的 3 年间, 营收大致持平 (20 年报 vs 17 年报), 净利率降 9.2PP 至 12.9% (20 年报 vs 17 年报), 上述 3 个弹性来源都有明显体现: 生产性折旧摊销/营收+3.2PP、费用率+2.8PP、产品组合及年龄结构变化推动边际毛利率-6.4PP, 对净利率形成高达 12.4PP 的拖累, 降幅达到 42%。

图表 41: 某小型零部件供应商年度边际毛利率、折旧/营收、费用率、净利率变化



资料来源: 公司公告、华创证券

2.5. 展望: 估计 2-3Q21 为板块财务数据低点

根据前文对销量、对盈利能力的大致分析, 在原材料涨价幅度可控情境下 (2Q21 幅度 10%-20%, 3Q21 开始幅度减缓), 我们预计 2-3Q21 为板块财务数据的相对低点, 具体情况如下:

- 1) **乘用车:** 估计 2-4Q21 板块净利增速为-20%、-14%、+11.9 倍, 低点可能在 2Q21。营收端我们估计大致跟随行业销量变动, 盈利能力着重考虑: 2Q21 规模效益平稳、原材料负面影响, 3Q21 原材料负面影响减弱、规模效益正面影响、收折扣提振, 4Q21 规模效益正面影响、减记可控。由于 1Q20 和 4Q20 是两个低点拖累 2020 年板块盈利, 2021 全年我们估计板块净利增幅能达到 71%, 净利率较 2020 年明显改善。
- 2) **零部件:** 估计 2-4Q21 板块净利增速为+24%、+6%、+22%, 低点可能在 3Q21, 因为零部件 3Q20 利润率基数较高。营收端我们估计大致跟随行业销量略有滞后而变动, 盈利能力着重考虑: 2Q21 规模效益平稳、原材料负面影响略加强, 3Q21 原材料负面影响减弱、规模效益正面影响, 4Q21 规模效益正面影响、减记可控。此外零部件出口对营收、盈利能力都会形成提振。2021 全年估计盈利增幅在 34% 左右, 3-4Q21 板块净利总额可能创新高。
- 3) **合计: 按 A 股乘用车+零部件合计,** 2-4Q21 板块净利增速预期为+2%、-3%、+95%, 2-3Q21 都为低点, 全年增 47%; 按统计局口径, 2-4Q21 板块净利增速预期为-26%、-10%、+27%, 低点在 2Q21, 全年增 18%。

图表 42: 汽车板块季度利润预估

销量 (万辆)	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2019	2020	2021
汽车	637	595	604	740	367	656	686	817	648	638	708	881	2575	2527	2876
同比%	-11%	-14%	-5%	-3%	-42%	10%	14%	10%	77%	-3%	3%	8%	-8%	-2%	14%
环比%	-16%	-7%	1%	23%	-50%	79%	5%	19%	-21%	4%	7%	21%			
乘用车	514	477	502	608	283	486	540	666	501	493	547	681	2101	1975	2221
同比%	-14%	-14%	-6%	-4%	-45%	2%	8%	9%	77%	1%	1%	2%	-9%	-6%	12%
环比%	-19%	-7%	5%	21%	-54%	72%	11%	23%	-25%	-2%	11%	25%			
乘用车产量T-1	509	512	474	586	375	420	512	634	532	531	480	648	2081	1940	2191
同比%	-19%	-15%	-10%	-3%	-26%	-18%	8%	8%	42%	26%	-6%	2%	-12%	-7%	13%
环比%	-16%	1%	-7%	24%	-36%	12%	22%	24%	-16%	0%	-10%	35%			
A股乘用车 (亿元)	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2019	2020	2021
营收	2,934	2,641	3,014	3,752	1,609	2,805	3,278	3,886	3,105	2,950	3,245	3,894	12,342	11,578	13,194
同比%	-14%	-17%	0%	7%	-45%	6%	9%	4%	93%	5%	-1%	0%	-6%	-6%	14%
环比%	-16%	-10%	14%	24%	-57%	74%	17%	19%	-20%	-5%	10%	20%			
净利 (亿元)	134	96	94	-2	-1	130	151	11	129	103	130	136	322	291	498
同比%	-40%	-48%	-39%			35%	62%			-20%	-14%	1188%	-54%	-10%	71%
环比%	-6%	-28%	-3%				17%	-93%	1121%	-20%	26%	5%			
净利率%	4.6%	3.6%	3.1%	0.0%	-0.1%	4.6%	4.6%	0.3%	4.2%	3.5%	4.0%	3.5%	2.6%	2.5%	3.8%
A股零部件 (亿元)	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2019	2020	2021
营收	2,087	2,131	2,051	2,643	1,730	2,264	2,529	2,736	2,655	2,655	2,788	3,206	8,912	9,259	11,304
同比%	8%	-2%	2%	19%	-17%	6%	23%	4%	53%	17%	10%	17%	7%	4%	22%
环比%	-6%	2%	-4%	29%	-35%	31%	12%	8%	-3%	0%	5%	15%			
净利	138	140	128	58	73	135	178	158	180	167	190	192	465	544	729
同比%	-7%	-20%	-9%	-38%	-47%	-4%	39%	175%	148%	24%	6%	22%	-17%	17%	34%
环比%	49%	2%	-9%	-55%	26%	86%	32%	-11%	14%	-7%	13%	1%			
净利率%	6.6%	6.6%	6.3%	2.2%	4.2%	6.0%	7.1%	5.8%	6.8%	6.3%	6.8%	6.0%	5.2%	5.9%	6.5%
A股乘用车+零部件	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2019	2020	2021
净利	272	237	222	56	72	265	330	169	309	271	319	329	787	835	1,228
同比%	-27%	-35%	-25%	-76%	-74%	12%	49%	203%	330%	2%	-3%	95%	-18%	6%	47%
环比%	16%	-13%	-6%	-75%	29%	268%	25%	-49%	83%	-13%	18%	3%			
统计局财务 (万亿元)	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	2021-09	2021-12	2019	2020	2021
营收	1.91	1.96	1.93	2.28	1.27	2.17	2.16	2.55	2.12	2.20	2.42	2.91	8.08	8.16	9.64
同比%	-5%	-5%	2%	11%	-33%	11%	12%	12%	67%	1%	12%	14%	0%	1%	18%
环比%	-7%	3%	-2%	18%	-44%	71%	-1%	18%	-17%	4%	10%	20%			
利润总额	0.11	0.14	0.13	0.14	0.02	0.17	0.17	0.15	0.13	0.13	0.15	0.19	0.51	0.51	0.60
同比%	-27%	-25%	8%	-14%	-81%	22%	36%	10%	531%	-26%	-10%	27%	-16%	0%	18%
环比%	-30%	26%	-9%	8%	-85%	709%	0%	-13%	-11%	-5%	22%	24%			
利润率%	5.7%	7.1%	6.5%	5.9%	1.7%	7.8%	7.9%	5.8%	6.2%	5.7%	6.3%	6.5%	6.3%	6.2%	6.2%

资料来源: 公司公告、Wind、统计局、华创证券

注: A 股乘用车有较多投资收益, 此处模糊处理。

3. 投资思路

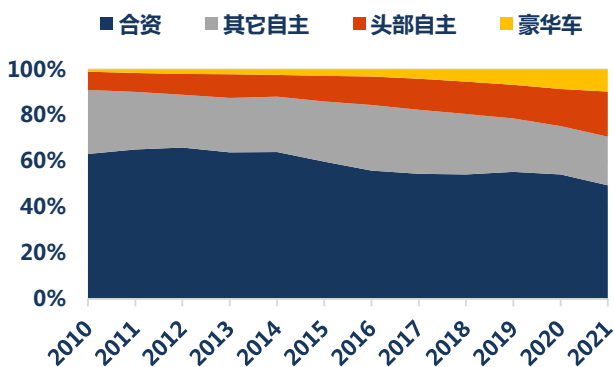
3.1. 自主份额持续提升

优秀自主车企的不断蜕变。周期下行的时候，市场看到了汽车销售量的压力、价的压力，以及中低端需求快速回落带给自主车企的业绩压力（2019 年自主净利份额快速萎缩，日系和奔驰宝马持续扩张，幅度甚于销量），但不容易注意到优秀自主车企在行业逆境中依然保持份额，积蓄力量，实现产品结构的突破：

- 1) 虽然中后部自主份额在下降，但长城、长安、吉利这三家体量最大的头部自主车企依旧保持甚至提升份额；
- 2) 自主品牌在 10 万-15 万元、15 万-20 万元价格区间份额都有所放大；
- 3) 长城、长安、吉利 ASP 基本都呈现持续提升的趋势。

这些变化一直都在发生，只是销量疲弱时市场认知偏谨慎、销量火热时认知又偏乐观。我们认为这一轮行业修复过程中，优秀自主车企会再一次迸发活力，显现经营弹性，展现成长潜力，并且能较大程度地扭转并拔高市场评价。

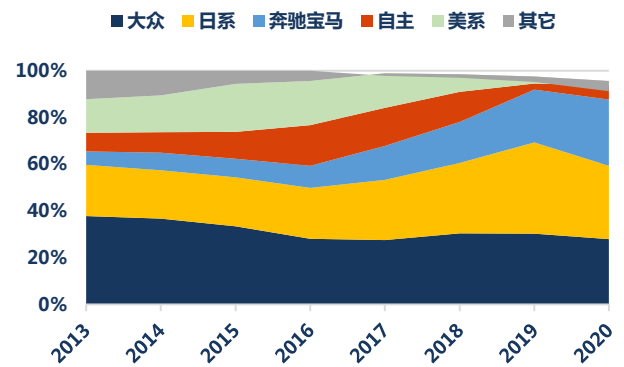
图表 43: 头部自主与其它车系份额对比 (%)



资料来源：中汽协、华创证券

注：头部自主含吉利、长安、长城

图表 44: 整车利润池按车系结构变化

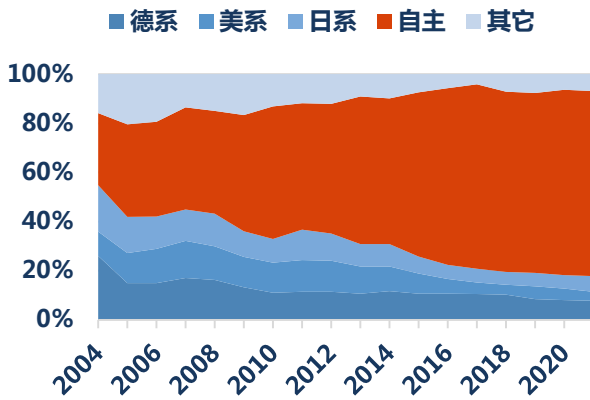


资料来源：相关公司财报、华创证券

注：

- 1) 包括中国前 25 名主要车企，取净利；
- 2) 大众含奥迪；
- 3) 日系包括日产、丰田、本田、马自达、三菱；
- 4) 美系包括通用、福特、菲克；
- 5) 自主包括吉利、五菱长城、长安、上汽自主、广汽自主、比亚迪；
- 6) 其它包含韩系的现代、起亚、法系的神龙等，2017 年以来为负数，因此在图表中覆盖掉部分美系份额。

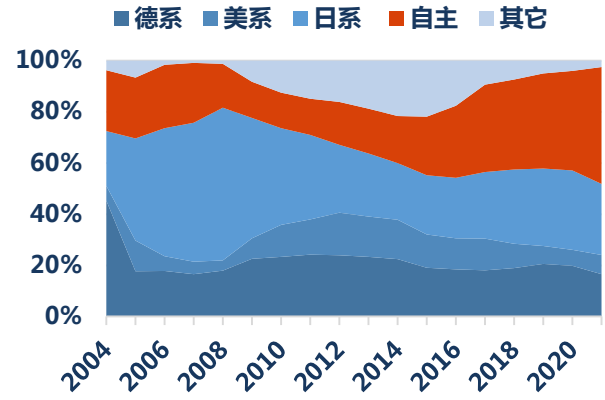
图表 45: 0-10 万元价格区间车系份额



资料来源: 中汽协、华创证券

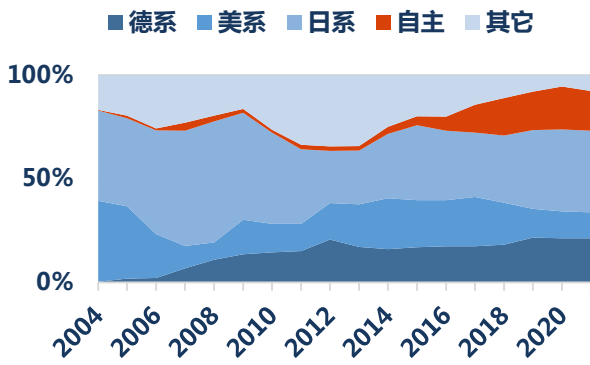
注: 其它车系包括韩系、法系等, 下同

图表 46: 10-15 万元价格区间车系份额



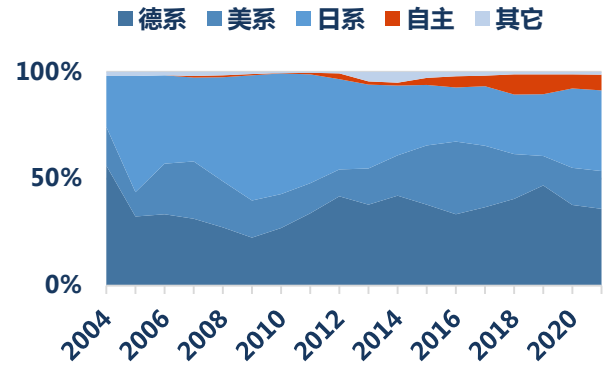
资料来源: 中汽协、华创证券

图表 47: 15-20 万元价格区间车系份额

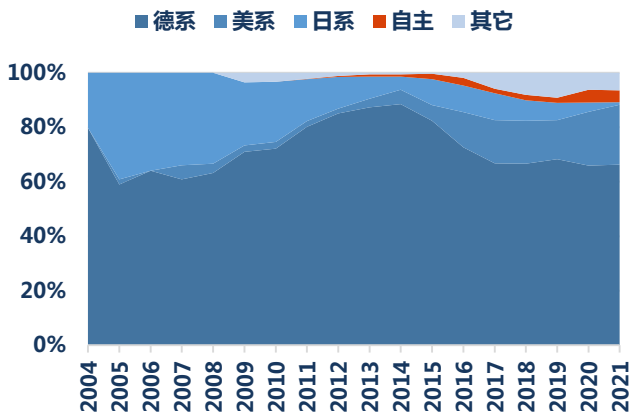


资料来源: 中汽协、华创证券

图表 48: 20-30 万元价格区间车系份额

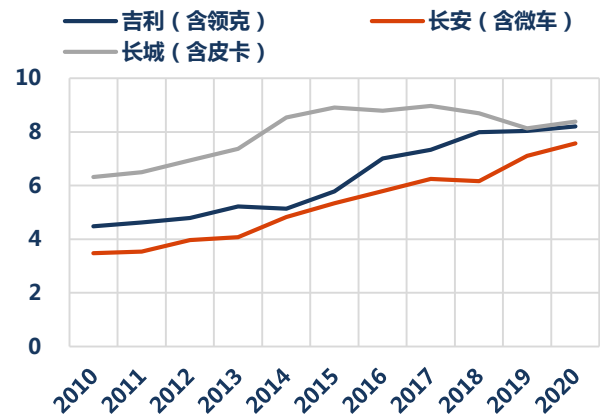


资料来源: 中汽协、华创证券

图表 49: 30 万元以上价格区间车系份额


资料来源: 乘联会、华创证券

注: 2019 年以来新会计准则要求下, 车企将终端折扣从营收、销售费用中剔除, 对 ASP 有一定负面影响

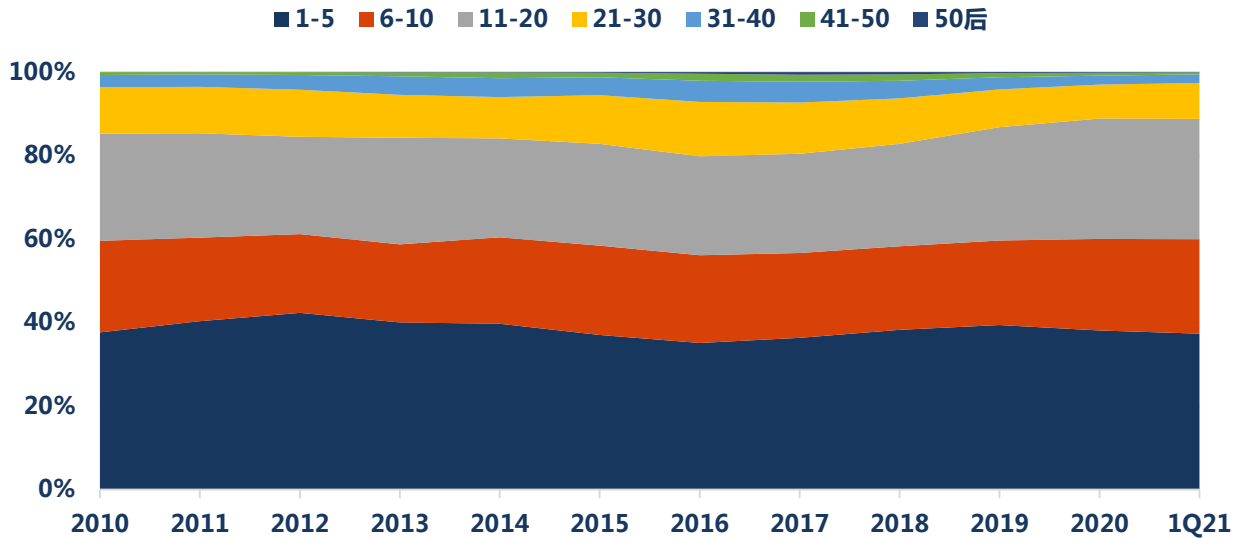
图表 50: 吉利、长安、长城单车均价 (万元/辆)


资料来源: 相关公司财报、华创证券

注: 2019 年以来新会计准则要求下, 车企将终端折扣从营收、销售费用中剔除, 对 ASP 有一定负面影响

驱动因素 1: 中国制造更具备工业品的性价比优势。乘用车层层向上堆积的是消费品的品牌溢价, 伴随经济增长、汽车普及, 20 万元以下的大众车型将进一步回归性价比的竞争, 目前 10 万元级车型 (首购为主) 无论轿车还是 SUV 的竞争已经基本白热化, 车型性价比达到一个较高水平, 二线合资和二线自主基本被洗出, 下一个竞争主战场将上移到 15 万元级 (首购为主、换购为辅), 品牌溢价 (如有) 将被压缩, 二线合资/5-20 名车企进一步洗牌, 中国制造的竞争优势将进一步凸显。

驱动因素 2: 自主车企产品定义更紧扣时代变化, 合资车企掉队。这一方面是电动智能化, 在特斯拉、新势力身上集中体现, 另一方面则是产品越发细分精益, 这在长城硬派越野和女性用户定位的欧拉上明显体现。但合资车企中, 日系+美系电动化转型速度慢, 几乎所有合资车企在汽车泛智能化、细分产品创新化都较慢。从特斯拉、从蔚来, 我们可以明显看到至少中国消费者对汽车的要求在发生改变, 越来越偏向消费电子, 越来越需要产品有用户思维, 当很多车型的机械素质能占到相似起跑线之后, 靓丽的外观内饰、科技的座舱、智能的交互, 反而成为消费者选择关键。背靠华为、阿里、腾讯等中国科技供应链, 中国车企无论新势力还是传统车企更超前的产品定义觉醒, 可能带来一场翻身仗, 乃至延续软件定义车辆的思路, 整车的商业模式可能也将发生重大变化。

图表 51: 狭义乘用车行业集中度变化


资料来源: 中汽协、华创证券

图表 52: 狭义乘用车行业集中度变化

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	3M21	3M20	16-21	18-21
1-5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	39.4%	38.1%	37.4%	37.3%	2.2%	-1.0%
6-10	21.9%	20.0%	18.9%	18.7%	20.7%	21.4%	21.0%	20.3%	20.0%	20.3%	21.9%	22.6%	22.5%	1.6%	2.6%
11-20	25.6%	25.0%	23.3%	25.5%	23.7%	24.4%	23.7%	23.8%	24.6%	27.1%	28.8%	28.9%	28.8%	5.2%	4.3%
21-30	11.1%	11.1%	11.3%	10.3%	9.9%	11.6%	13.0%	12.2%	10.8%	9.1%	8.1%	8.6%	9.0%	-4.4%	-2.2%
31-40	2.9%	3.0%	3.5%	4.5%	4.5%	4.3%	5.1%	5.0%	4.2%	2.9%	2.2%	2.1%	1.8%	-3.0%	-2.2%
41-50	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	1.4%	1.1%	1.7%	1.6%	1.6%	1.0%	0.6%	0.4%	0.6%	-1.3%	-1.2%
50后	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.4%
CR5	37.7%	40.4%	42.3%	40.1%	39.8%	37.0%	35.2%	36.4%	38.3%	39.4%	38.1%	37.4%	37.3%	2.2%	-1.0%
CR10	59.6%	60.4%	61.2%	58.8%	60.4%	58.5%	56.1%	56.7%	58.3%	59.7%	60.1%	60.0%	59.7%	3.8%	1.7%
CR20	85.3%	85.4%	84.5%	84.3%	84.1%	82.9%	79.8%	80.5%	82.9%	86.8%	88.9%	88.8%	88.5%	9.0%	6.0%
CR50	100.0%	100.0%	100.0%	99.9%	99.9%	99.9%	99.6%	99.4%	99.5%	99.8%	99.8%	99.9%	99.9%	0.3%	0.4%
行业%	34.4%	8.4%	8.4%	23.2%	12.7%	9.1%	18.2%	1.1%	-4.0%	-9.1%	-7.9%	76.5%	84.4%	58.4%	80.5%

资料来源: 中汽协、华创证券

预计到 2025 年国内一线自主、新势力份额合计有望较 2020 年增 10 个百分点。展望未来 5 年市场竞争趋势, 我们预计 1) 豪华、2) 一线自主、3) 特斯拉蔚来以及后续优秀新势力车企、4) 丰田四大类车企份额有望较 2020 年继续增长, 而其它合资及自主车企份额可能进一步下滑, 预计届时一线自主份额达到 20%、新势力达到 7%, 分别较 2019 年增 4PP 和 6PP, 成为最主要的份额增长系别。

图表 53: 2025 年中国市场车企份额预测

系别	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2025-2010
日系	16%	17%	18%	21%	23%	24%	1%
德系	19%	20%	22%	25%	25%	22%	-3%
一线自主	12%	14%	14%	15%	16%	20%	4%

系别	2016	2017	2018	2019	2020	2025	2025-2010
二线自主	12%	14%	15%	13%	13%	12%	-2%
新势力	0%	0%	0%	0%	1%	7%	6%
美系	13%	13%	11%	9%	9%	7%	-2%
其它自主	19%	16%	13%	11%	8%	5%	-3%
其它合资	8%	6%	6%	6%	5%	3%	-2%

资料来源：中汽协、华创证券预测

此外，自主车企在全球市场的开拓情况预计将在 2023-2025 年逐步明晰。对车企而言，实现全球化生产销售，既可以摊薄研发成本、又可以进一步提升经营规模进而资本壁垒，大众欧洲本土以外市场占其 6 成、丰田日本本土以外市场占其 8 成。

近三年来，以上汽、吉利、长城为主的自主车企加速开拓海外市场，沿 1) 中低端带路国家，2) 中高端发达国家两个线索逐步推进。上汽、吉利、长城皆在东南亚和南亚建立了产能据点，吉利、长城、蔚来则计划从 2021 年开始进一步将中高端品牌/车型向欧洲和北美市场导入。

理论上海外市场提供的空间能达到中国市场的 1.5-2.0 倍（东南亚、北美、欧洲相当于中国市场的三成、八成、六成，非洲市场体量尚小），市占率按 10%-20% 来估，则对优秀车企而言能够实现翻倍的销量。

能在中国竞争成功的产品，在海外也会有相似的巨大优势。我们估计伴随产能建设、产品导入、智能电动化产品定义变化的节奏，2023-2025 年中国车企在海外市场的开拓情况会更加明晰。

3.2. 零部件的全球征程

中国汽车零部件公司具备 2B 制造业所要求的核心优势：

- 1) 性价比优势：来自于综合性的成本管控。
- 2) 更好的商务关系的建立与维护：具体表现在销售开拓的主观能动性、优质的配套服务等方面；
- 3) 智能化电动化变革背景下愿意以及有能力持续投入：一些欧美的零部件供应商，尤其二级供应商没有意愿或能力再做资本开支。

从国内外汽车零部件上市公司体量分布来看，中国 8 成左右公司年营收都在 50 亿元以下，海外在 4 成左右。我们梳理 100 亿元以下零部件公司核心财务指标中位数（以此尽量避免开体量较大的、跨品类的综合性汽车零部件集团）（国内细分领域小冠军的海外对手一般体量能达到其 5 倍以上，他们全球份额更高、产品种类更丰富），可以看到以下几个特征：

中国零部件公司的盈利能力更高：EBIT 利润率中位海外稳定在 4%-5%，中国 10%-15%、高出 4-9PP。

中国零部件高盈利能力主要由产品组合定价、成本控制解释：

- 1) 边际毛利率更高：海外中位数在 21%-24%，中国 27%-30%、高出 4-8PP；体现中国零部件公司更偏二级供应、单品零件小规模高毛利（逐步做到总成后毛利率会下降）、

成本控制能力更强，关于成本控制的来源可以从各家 A 股零部件上市公司的表述中体现，这里暂不展开，但从侧面看，中国本土供应商定价往往低于海外/合资供应商（否则海外车企有采用原始供应商的动力），在这种情况下还能获得更高毛利率，成本是一个相对重要的解释项。

- 2) SG&A 费用率相仿：国内外中位数都在 10%-11%，倒没有很大差异，但中国 ≈ 日本 < 美国，欧洲数据缺少较多不具可比性。
- 3) 中国人效仍偏低：人均产出海外公司中位数在 120 万-150 万元/年/人，中国 50 万-70 万元/年/人仅海外一半不到，这体现了中国零部件供应商产品偏中低端的行业特征，以及规模效益偏低的影响（部分自动化改造无法进行）（但人均 EBIT 中国相对更高）。

中国零部件公司资产负债率更高：海外中位数 19%-23%，中国 38%-45%、高 16-25PP，这也带来了相对更重的财务成本，我们估计这与公司所处发展阶段有关系，中国公司仍在扩张成长阶段，海外公司处于更成熟的阶段。

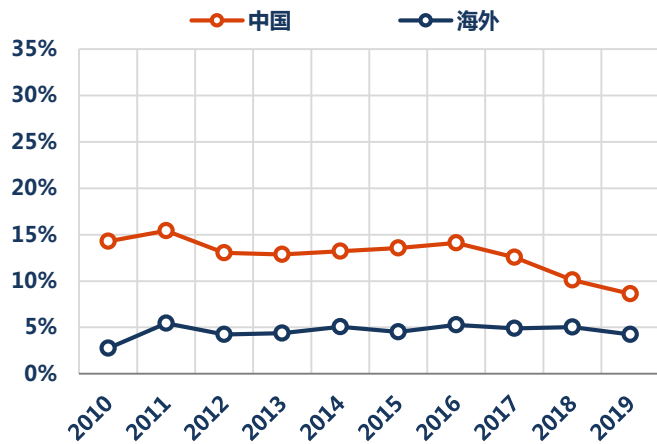
图表 54: 北美、欧洲、日本、中国零部件上市公司 2019 年营收体量分布

营收, 亿元	北美	欧洲	日本	海外	中国
0-10	3	3	11	17	46
10-20	2	4	13	19	34
20-30	2	1	7	10	9
30-40	1	3	12	16	11
40-50		3	2	5	5
0-50	8	14	45	67	105
50-100	7	5	14	26	12
100-200	3	5	20	28	8
200-300	5	3	9	17	1
300-400	1	1	2	4	
400-500	1	2	3	6	
500-1000	2	4	5	11	1
1000-2000	4	4	2	10	2
2000-3000	1		1	2	
3000以上		1	1	2	
合计	32	39	102	173	129

资料来源: Bloomberg, Wind, 华创证券

注: 海外上市公司剔除营收小于 2 亿元人民币的公司 (数量很少), 中国上市公司取中信汽车零部件分公司。

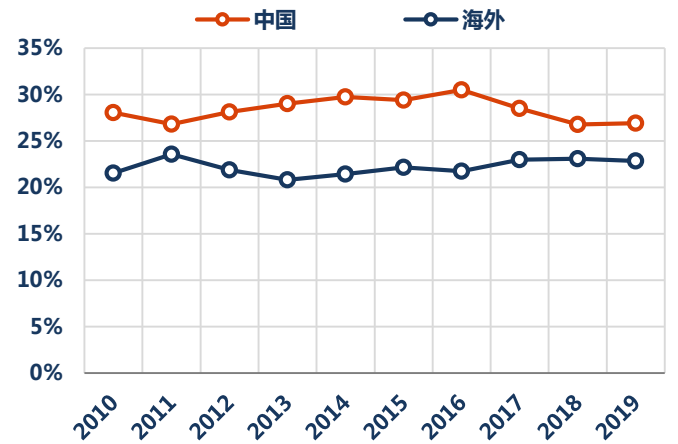
图表 55: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司 EBIT 利润率中位数对比



资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

注: 按 2019 财年数据, 下同; 海外公司包括日本 59 家、欧洲 19 家、北美 15 家; 中国公司共 117 家

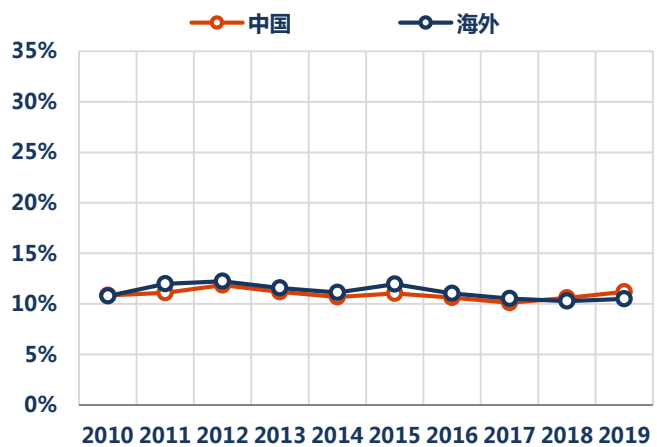
图表 56: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司边际毛利率中位数对比



资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

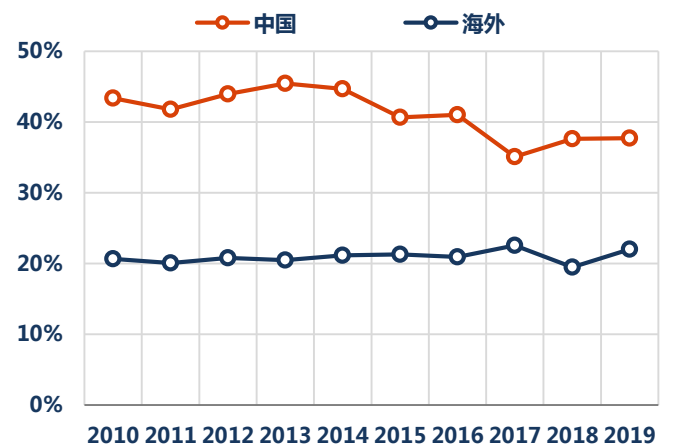
注: 指标为毛利率+折旧摊销/营收

图表 57: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司 SG&A 费用率中位数对比



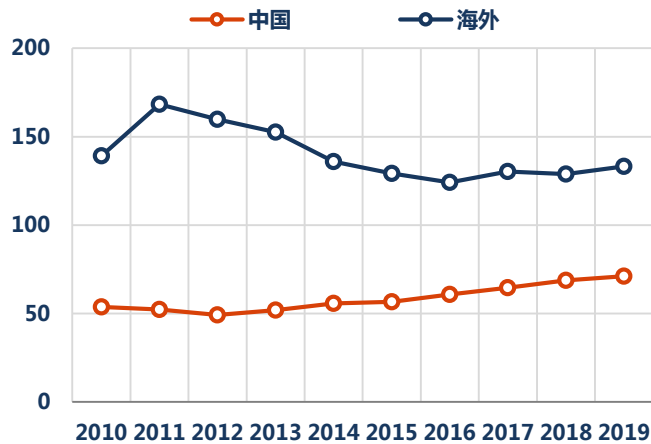
资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

图表 58: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司资产负债率中位数对比



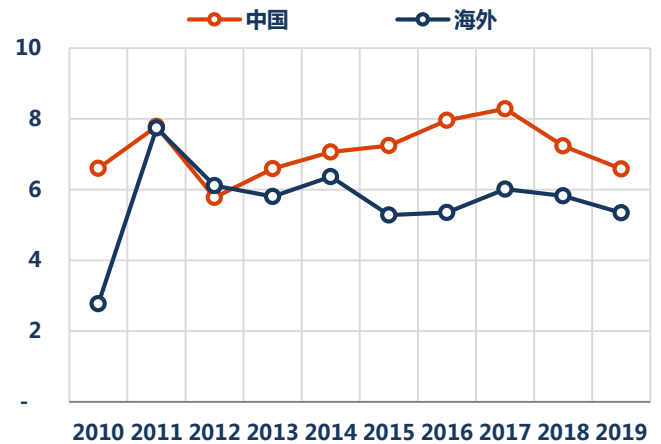
资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

图表 59: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司人均产出中位数对比 (万元人民币/年/人)



资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

图表 60: 中国与海外营收 100 亿 RMB 以下汽车零部件上市公司人均 EBIT 中位数对比 (万元人民币/年/人)



资料来源: Bloomberg、Wind、华创证券

替代外资没有停止, 预计 2021 年起将进一步加速。过去两年是全球汽车景气的下行周期, 车企的新项目、新订单进展延后, 零部件快速成长的节奏因此放慢。但在竞争压力之下, 车企对优质供应商的切换变得更迫切, 部分外资/海外供应商由于财务压力开始掉队。2020 年起, 我们又开始看到一批零部件公司进一步斩获或量产新订单, 份额提升的成长通道又开始变得宽敞, 短期芯片和原材料涨价, 并不会影响优秀公司持续提升份额, 过程中的波动反而带来更好的配置机会。

3.3. 智能电动新变化

智能电动方向，产品定义与商业模式发生新变化。今年第一个国际车展——上海车展上，智能电动领跑的依然是自主（新势力、上汽、吉利、长城、比亚迪、华为等），部分合资也开始加快追赶，如宝马（iX）、大众（ID 系列）、福特（电马）的旗舰电动车出现在了展台最瞩目位置。从这次车展以及前后的行业趋势变化已经可以清晰看到，智能电动的竞争开始演化成三个维度的竞争：

维度一，电动化/硬件，差距缩减中：相较于两年前，同级电动车型间的加速、续航、操控等基本参数差距在缩减，电动化宣传的篇幅比例下降，优秀的电动车型竞争已跨过直白的参数对比阶段。当然，合资品牌电动车的基本参数并未追赶上第一梯队。电动化竞争逐渐隐没于成本端，检验车企的定价和盈利。

维度二，智能化/软件，差距增加中：领先车企再度汇报了很多实现智能化的路径、节奏和产品，华为作为 Tier 0.5 将其数字化架构和智能系统的细节公开展览，展示了自动驾驶上的方案成熟度，也诠释了“智能汽车增量部件供应商”的定位。华为 inside 已和北汽、长安、广汽深度合作，未来在业内横向、纵向的议价能力我们认为可能持续提升。通往 L4 的赛道很长，用户体验完善空间则更大。后续还会有外资车企、Tier 1 供应商（博世、大陆）、消费电子厂商（苹果、小米）、互联网企业（滴滴、美团）等众多对手加剧竞争，需求定义软件、软件定义汽车的竞争已吹响前哨。

维度三，用户运营/模式，差距增加中，大部分车企还未有清晰认知：智能汽车被认为是下一代的超级流量入口，因而吸引众多科技公司加入竞争。除却燃油车和电动车在硬件、软件上的差异，汽车行业的商业模式也面临重大冲击、等待觉醒：

ToB、ToC 的思维切换：传统车企更偏向于 ToB 制造业，ToC 服务依赖经销商落地，在用户运营思维上与新势力、互联网企业差异大。当特斯拉、新势力通过直营模式构建壁垒时，传统车企却需要权衡直营与经销体系的利弊。目前，部分车企已意识到用户运营思维不仅带来了品牌、服务的软实力提升，更重要的是通过直接触达客户将汽车消费与使用变成高频、优质和多元的流量来源。上汽、吉利、比亚迪等车企已开始推出独立品牌和营销架构，效仿蔚来打造更具黏性和扩散性的用户运营体系。类比智能手机行业的直营与生态模式，我们认为 ToB 到 ToC 的思维切换是车企在智能电动时代觉醒的必经之路。

盈利模式的重心切换：产品上，硬件盈利正逐步被白热化的配置竞争所稀释，挑剔的中国消费者却将更加细致检视产品硬、软、服务的方方面面。一方面，良好的用户运营通过口碑效应将直接带来量的扩增与价的支撑。另一方面，未来车企的利润重心更可能偏向于差异化，通过产品的差异化获取核心流量，利用服务的差异化尝试变现。例如，蔚来所推出的 BaaS 换电服务、NAD 自动驾驶租赁服务、汽车生活周边产品售卖、积分交易和兑换活动等等。汽车产品本身可能会成为车企盈利的成本中心和流量入口，服务盈利带来边际增量。

在此背景下，可以进一步看到行业参与者的三个变化：

变化一，传统整车分立，体系独立、资源倾斜去加注智能电动。不少国内自主车企开始意识到传统体系的掣肘，通过独立研发、独立品牌、独立营销等形式去构筑未来的智能电动产品生态。在智能化上，也从自动驾驶和智能座舱两个方向去自主布局。在智能电动的赛道上，倾注了更多的资金、人才和精力。

图表 61：传统车企新设立车企

车企	成立时间	名称	关系	定位	高阶智驾车型	上市时间	领军人物
吉利汽车	2003	吉利汽车研究院智软中心	部门	自动驾驶	-	-	胡峥楠，院长：内部调任
	2016	亿咖通	控股	智能座舱	-	-	沈子瑜，CEO：创办者
	2017	Zenuity	全资	自动驾驶	自动驾驶汽车	2021	Ödgård Andersson：沃尔沃聘请
	2021	极氪	控股	高端品牌	极氪 001 (领克 Zero)	3Q21	安聪慧，CEO：内部调任
长城汽车	2019	仙豆智能	合作	智能座舱	-	-	李鹏：创办者
	2019	毫末智行	控股	自动驾驶	-	-	张凯，院长：内部调任 顾维灏：外部聘请
	2020	沙龙	全资	高端品牌	沙龙智行 C30-C01	2022 量产	文飞，CEO：内部调任
上汽集团	2018	上汽大通	全资	自动驾驶	-	-	赖杰：内部调任
	2020	上汽零束	全资	自动驾驶	-	-	李君，内部调任
	2020	上汽智驾中心	全资	智能驾驶	R 标汽车	2020	-
	2020	智己汽车	控股	高端品牌	IM 智己	4Q21	刘涛、组似杰：内部调任
比亚迪	2020	汽车规划院	部门	智能驾驶	-	-	海外大牛，外部聘请
	2021	高端品牌	全资	高端品牌	X Dream	1Q23	赵长江，CEO：内部调任
广汽集团	2017	广汽埃安	全资	高端品牌	-	-	古惠南，CEO：内部调任
长安汽车	2020	高端品牌	参股	高端品牌	高端车型 E11	2021	
北汽新能源	2016	极狐事业部	部门	高端品牌	ARCFOX αS	已上市	于立国，总裁：内部调任
小康股份	2016	金康赛力斯	全资	高端品牌	赛力斯 SF5	已上市	余海坤，CEO

资料来源：车云网、汽车之家、华创证券

变化二，消费电子进场，智能电动车将成为下一代生态终端。智能电动车的飞速发展也吸引了消费电子行业巨头的跨界造车热。一方面，智能电动需求广阔、迭代速度快，这一轮的智能化变革与手机智能化的道路较为相似，消费电子产业链拥有成熟的整合、承接能力；另一方面，智能车未来有望解放乘车人员的精力，由于其高频、深度的使用属性，有望成为下一代流量终端，有望复刻/升级智能手机生态的盈利模式。

图表 62：消费电子公司汽车计划

消费电子公司	成立时间	名称	关系	定位	新车计划	上市时间
华为	2019	ARCFOX 合作	合作	Huawei Inside：汽车的增量部件提供商，帮助车企造“好车”、“造好”车	ARCFOX 极狐阿尔法 S 华为 HI 版	2021
	2020	长安汽车项目	合作		E11	2021
	2021	金康赛力斯项目	合作		SF5	2021
小米	2021	暂未公布	全资	高品质的智能电动汽车，可能会	-	2024

				与智能家居联动		
苹果	2014	泰坦	部门	面向个人市场的电动汽车	-	2025
OPPO	-	暂未立项	-	传言将从自动驾驶方面切入	-	-
VIVO	2019	车联网项目	部门	不做车机 OS，只做与车机 OS 的协同，同时做好车外服务	-	-
	2020	Jovi InCar	-	携手车厂、车联网服务商、应用开发者，共筑车内、车外统一的开放生态	-	-
富士康	2020	合资公司	参股	生产电动汽车并涉足车联网业务	-	-
	2020	MIH 联盟	控股	电动车界的 Android 系统	1 款电动巴士、2 款乘用车车款	4Q21
	2021	富吉康（吉利合作）	参股	为全球汽车及出行企业提供代工生产及定制顾问服务	-	-
	2021	拜腾业务合作	合作	为拜腾汽车提供制造工艺、运营管理经验和产业链资源	M-Byte	1Q22
	2021	PEAR 项目	合作	共同开发一款开拓“新市场领域”的电动车	Fisker	4Q23
三星	2019	Exynos Auto V9	合作	自动驾驶领域	使用于奥迪旗下品牌	2021

资料来源：汽车之家、第一电动、华创证券

在这里，我们认为需要重视消费电子公司造车，原因如下：

- 1) 考虑产品定义与商业模式的变化，未来硬+软+网三者都需要被整车制造商所掌握：未来智能汽车高层次竞争，依然无法脱离消费工业品品类，硬+软+网每一块都有利润、联动和资源撬动。
- 2) 相较于新进入者，传统车企所建立的壁垒在下降：
 - a) 传统产品定义，平稳；
 - b) 传统动力总成开发，下降；
 - c) 复杂制造管理，下降；
 - d) 复杂供应链管理，下降（随零部件数量指数级变化）；
 - e) 复杂经销体系管理等，下降；
 虽然趋势是下降的，但可能依然很难（不过很难有效衡量）。
- 3) 相较于传统车企，新进入者的优势因素在增强：
 - a) 软件、互联网生态，强化；
 - b) 营销，强化；
 - c) 人才逆向选择，冲劲更大（创造性开发）；
 消费电子公司相较于互联网公司，有硬件、供应链管理积累。

图表 63: 整车业务竞争要素与参与者优势情况

	传统车企	消费电子	互联网	创造-份额	降本-利润	趋势
内部管理						
产品定义-传统	●			√		→
产品定义-优化	○	○				↑
产品定义-智能	?	?	?	√		↑
产品定义-生态		○	●	√		↑
核心功能开发	○	○	○	√	√	动力↓ 软↑
制造管理	●	○			√	↓
营销	○	●	●	√		↑
外部管理						
供应链	●	○			√	↓
经销商	●	○		√		↓
营销	○	●	●		√	↑
政府关系	●	○	○		√	→
其它					√	
资金	●	●	●	√		↑

资料来源: 华创证券

变化三, 智能电动变革过程中, 国内零部件受益更突出。诚然, 中国整车制造可能给全球整车制造带来新冲击, 消费电子造车可能给传统造车带来新冲击, OEM 的竞争还是充满了诸多不确定性, 但智能电动新方向上配套机会, 却是有实打实的受益: 一方面, 行业带来增量机会, 如三电、热管理、传感器等领域; 另一方面, 本轮智能电动的竞争中国内车企处于领先, 配套零部件企业则获得了更早、更大的机会。

4. 投资建议

对全年乘用车产销保持相对乐观预期。首先，我们对今年终端需求预期相对较好：我们对 2021 年需求状态判断不变，中低端伴随经济恢复、中高端步入换购峰，从 1 季度数据来看，终端需求也延续了去年以来的恢复态势。预计 2-4Q21 上险增速分别为+9%、+4%、+3%，全年合计 2188 万辆、同比+16%、较 2019 年增 7%。其次，我们对芯片供给在下半年逐步缓解有相对乐观预期：短期产销受芯片影响，估计 1-2Q21 影响幅度在 5%-10%；3-4Q21 预期芯片产能逐步开始向汽车下游偏斜，行业生产则在 3Q21 开始缓解，4Q21 一定程度跟上需求季节性增长并补库，预计接下来三个季度批发增速分别为+1%、+1%、+2%，全年合计 2221 万辆、同比+13%、较 2019 年增 6%。

对全年行业盈利能力保持相对乐观预期。4Q20-1Q21 尽管行业已经开始受到供给短缺、原材料涨价双重影响，但季度经营性盈利能力依然保持在相对高位。我们估计产量削减和原材料涨价对行业影响相对可控，单季分别在 1-2 成，公司能通过成本费用管控、向下游转移、产品结构调整等方式来实现一定程度的对冲。在原材料涨价幅度可控情形下，预计 2-3Q21 为板块财务数据的相对低点，其中预计乘用车 2-4Q21 板块净利增速为-20%、-14%、+11.9 倍，全年+71%，零部件为+24%、+6%、+22%，全年+34%，合计为+2%、-3%、+95%，全年+47%。

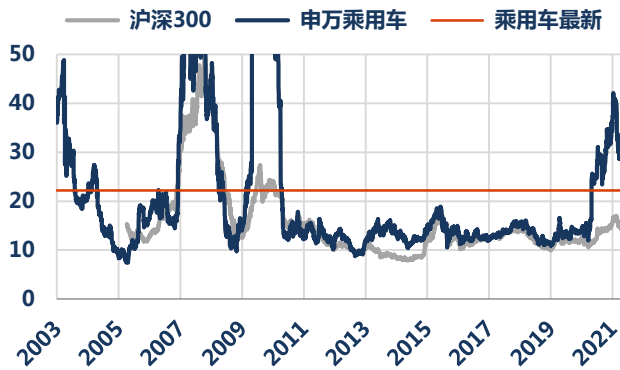
二季度大概率为基本面底部，建议重视配置机会。根据上述分析及预期，在下半年芯片供给逐步缓解、原材料涨价整体可控的前提下，2Q21 大概率为行业量与盈利能力的低点。从近期板块股价、估值表现也可以看到，市场给予了销量、原材料价格不确定性相对充分的定价，基本面运行反而存在上行风险。当前乘用车静态 PE/PB 处于历史偏高位置，零部件静态 PE/PB 处于历史中枢，我们建议在 2 季度基本面底部、市场预期相对迷茫时期，把握机会对板块进行配置。

投资思路，坚定看好中国制造以及智能电动变革机会。无论中国的整车还是零部件公司，在经过学习积累之后，现在都开始充分体现中国制造的性价比优势，带来对合资外资的持续替代，以及潜在的全球份额提升机会。此外，在智能电动变革大背景下，汽车产品的定义、商业模式也在逐渐发生变化。考虑未来汽车产品潜在的硬件、软件、互联网生态竞争，以及相应壁垒的变化，我们看好消费电子公司造车，给行业带来新刺激。更多地，需要在变化中看到中国企业逐步成为新定义的引领者，给 OEM 和上游零部件都带来新的切换、增量、提份额机会。

投资建议：

- 1) **整车，看好下半年表现机会，关注二季度配置时机：**核心标的当前估值处于历史区间上限，受整体二级市场影响相对较大，但我们预计下半年基本面迎来修复，建议在二季度底部珍惜配置机会，推荐长安汽车、长城汽车、吉利汽车、比亚迪。
- 2) **零部件，坚守中国制造，以及智能电动新方向：**零部件估值出现分化，目前有一批优秀隐性冠军估值压制，我们看好他们持续的份额提升、品类扩张，推荐豪能股份、贝斯特、精锻科技，建议关注继峰股份。智能电动新方向，核心供应商将受益于行业增量，以及中国车企市占提升，推荐拓普集团，建议关注银轮股份。

图表 64: 乘用车板块 PE (倍)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 65: 零部件板块 PE (倍)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 66: 乘用车板块 PB (倍)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 67: 零部件板块 PB (倍)



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

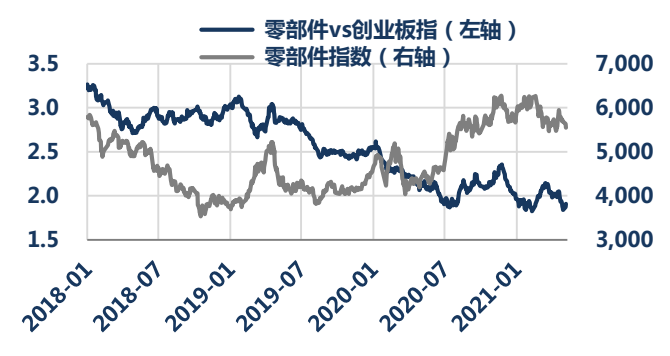
图表 68: 申万乘用车相对沪深 300 走势



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 69: 申万零部件相对创业板指走势



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 70: 中信乘用车相对零部件走势 vs 沪深 300



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

图表 71: 中信零部件相对乘用车走势 vs 创业板指



资料来源: Wind、华创证券

注: 截至 2021 年 5 月 7 日收盘

5. 风险提示

原材料涨价幅度和时长超预期、芯片供给恢复速度低于预期、2021 年宏观经济不及预期、海外疫情反复程度超预期等。

汽车组团队介绍

组长、首席分析师：张程航

美国哥伦比亚大学公共管理硕士。曾任职于天风证券，2019 年加入华创证券研究所。

研究员：夏凉

华威大学商学院商业分析硕士。曾任职于汽车产业私募股权基金，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522