

汽车

证券研究报告
2021年10月11日

天风问答系列：汽车行业五问五答

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-行业专题研究:电池原材料价格上涨对整车成本影响几何?》
2021-10-01
- 《汽车-行业投资策略:一文看透汽车景气现状》
2021-09-27
- 《汽车-行业研究周报:华为已上市 30 多款汽车智能化零部件&8 月新能源产销创新高——汽车行业周报 (2021/9/13-2021/9/21) 》
2021-09-22

1. 今年以来新能源汽车销量高增长，未来景气度是否可持续？

按照产品发展规律，当市场渗透率达到 10%以后，将进入高速发展阶段。据乘联会数据，新能源汽车市场渗透率已由年初的 8.3%提升到 8 月的 20.1%。“双碳”大背景下，伴随各方力量持续加码，**电动化与智能化将成为汽车行业不可逆转的大趋势，我们看好智能电动汽车成为未来 3-5 年的核心赛道。**

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 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，马来西亚开始放宽行动管制规定，复产复工有序进行。马来西亚半导体产业协会表示，目前该国半导体行业多达半数公司的产能利用率已逐步恢复至 80%左右，未来几个月有较大增长空间。

3. 汽车板块近期调整较多，中长期趋势如何？

整车具备电动化与智能化大逻辑，且中长期基本面向上，短期可逢低关注；零部件现阶段性价比较为突出，建议优选赛道龙头。伴随芯片短缺逐步缓解、原材料价格企稳等有利因素，汽车行业产销及盈利有望于 21Q4 起逐步复苏，叠加汽车智能电动大浪潮，基本面及估值有望共振向上。整车板块建议把握三条主线：（1）具有中长期发展潜力的民营自主品牌：【长城汽车（A+H）、吉利汽车（H）】；（2）全栈研发，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】。

4. 汽车零部件可以关注哪些赛道？

（1）传统主线：看好本次疫情后全球汽车供应链重构背景下，国内零部件巨头加速向海外渗透的大机遇，关注【福耀玻璃、精锻科技、岱美股份、爱柯迪、玲珑轮胎】等细分领域龙头。
（2）科技主线：把握智能/电动两大赛道。智能赛道两个方向，车外 ADAS【华域汽车、星宇股份、伯特利、中鼎股份、天润工业】等，车内智能座舱：【均胜电子、德赛西威、华阳集团】等；电动赛道两个方向，新能源汽车热管理：【银轮股份、拓普集团】等，轻量化：【旭升股份、文灿股份】等。

5. 华为 HI 产业链有哪些机会？

（1）与华为 HI 联合打造子品牌的车企：【广汽集团、长安汽车、北汽蓝谷】；
（2）三合一电机+Hicar+音响+华为智选合作车企：【小康股份】；（3）华为智能座舱合作伙伴：【均胜电子、华阳集团、中科创达（计算机组覆盖）、德赛西威】；（4）华为热管理 TMS 潜在合作伙伴：【银轮股份、三花智控（家电组覆盖）、海立股份、奥特佳】等。

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. 今年以来新能源汽车销量高增长，景气度是否可持续？	3
2. 芯片短缺的最新进展？	3
3. 汽车板块近期调整较多，中长期趋势如何？	4
4. 汽车零部件可以关注哪些赛道？	7
5. 华为 HI 产业链有哪些机会？	8

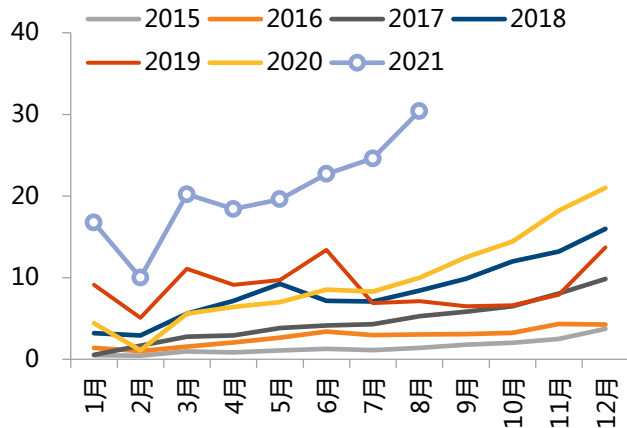
图表目录

图 1：新能源乘用车月度销量（万辆）	3
图 2：新能源乘用车月度销量同比增速（%）	3
图 3：国内参与新能源汽车的公司	3
图 4：汽车月度销量及增速（单位：万辆）	4
图 5：天然橡胶价格数据（2020/7/15-2021/10/08）	5
图 6：冷轧板（1mm）价格数据（2020/7/15-2021/10/08）	5
图 7：中铝价格数据（2020/7/15-2021/10/08）	5
图 8：塑料 PBT 价格数据（2020/7/15-2021/10/08）单位：元/吨	5
图 9：乘用车板块 PE TTM（整体法）	6
图 10：零部件板块 PE TTM（整体法）	6
图 11：乘用车板块 PB	6
图 12：零部件板块 PB	6
图 13：汽车行业基金持仓情况（%）	6
图 14：汽车行业基金持仓占比排名情况（升序，支）	6
图 15：美国零部件进口额及中国占比	7
图 16：汽车零部件领域四大方向	7
图 17：华为进军智能汽车行业进程	8

1. 今年以来新能源汽车销量高增长，景气度是否可持续？

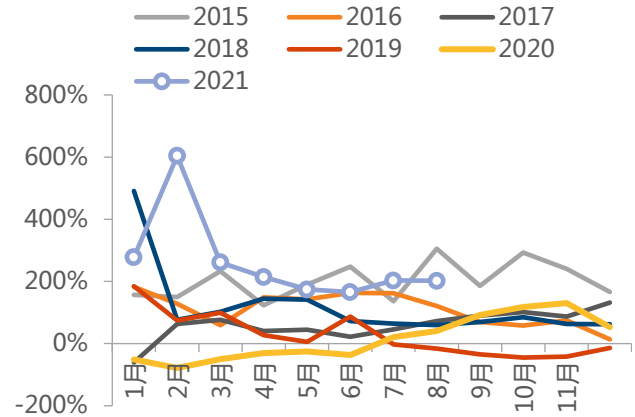
新能源汽车目前渗透率已超 10%，进入加速增长阶段，大概率将是未来 3-5 年的核心赛道。按照一般产品发展规律，市场渗透率达到 10% 以后，伴随消费者接受度的持续提升，以及供给端的加速打开，新产品将进入高速发展阶段。据乘联会数据，新能源汽车市场渗透率已由年初的 8.3% 提升到 8 月的 20.1%。特斯拉、长城、广汽等车企均实现了高增长，蔚来、理想、小鹏、哪吒等新造车企业也在加速崛起。

图 1：新能源乘用车月度销量（万辆）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

图 2：新能源乘用车月度销量同比增速（%）



资料来源：乘联会，天风证券研究所

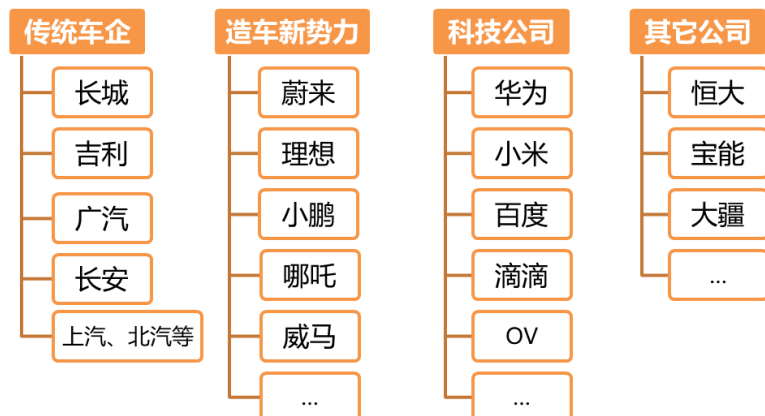
各方力量持续加码，电动化与智能化已是汽车行业不可逆转的大趋势。

需求端：新能源汽车从政策驱动走向市场驱动，用户群体从小众人群逐步触达主流人群，越来越多的消费者开始认可电动汽车是未来方向。

政策端：“双碳”大背景下，不仅是中国，全球各国都在加速能源转型与创新，在国家政策支持引导下，新能源汽车产业将迎来蓬勃发展。

供给端：长城、长安、上汽、吉利等国内头部自主品牌纷纷推出新能源新品牌，进入加速量产阶段；特斯拉及“蔚小理”等新造车企业逐步进入新一轮车型投放周期；大众、福特等传统汽车巨头加速转型电动化，华为、百度、苹果、小米等科技巨头转型布局“造车”新战场，均将为消费者提供越来越多的优质产品。

图 3：国内参与新能源汽车的公司



资料来源：天风证券研究所绘制

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 3-5 个月芯片供应有望逐步改善。

本轮汽车缺芯复盘：

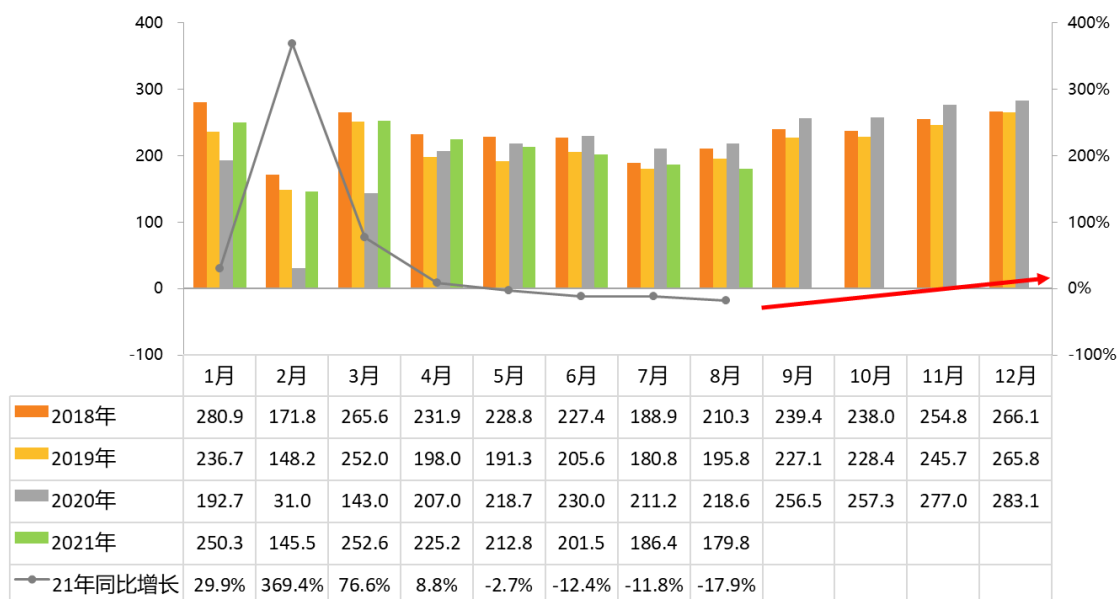
- (1) 汽车芯片断供危机缘起于 2020 年初，疫情影响下全球汽车销量下跌，车规级芯片产能过剩，与此同时，消费级芯片需求猛增，芯片原料从而转向消费级芯片生产，此阶段虽然尚未爆发汽车芯片短缺，但危机的种子已经埋下。
- (2) 到 2020 年中，国内疫情得到有效控制，中国汽车销量率先复苏，带动车规级芯片需求反弹，但国外疫情加速蔓延，全球经济停摆，多家芯片企业停产，汽车缺芯危机初步显现，但当时主流汽车供应商尚有一定芯片库存，缺芯影响未显著暴露。
- (3) 到 2021 年初，美国德州暴雪、日本瑞萨火灾等天灾人祸导致多家芯片厂商减产或者停产，芯片产能进一步受限，加剧汽车行业整体缺芯荒。多家车企因芯片短缺出现大面积减产。
- (4) 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) 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恢复至 80%，未来几个月有很大增长空间。

3. 汽车板块近期调整较多，中长期趋势如何？

核心结论：整车具备电动化与智能化大逻辑，且中长期基本面向上，短期可逢低关注；零部件现阶段性价比较为突出，建议优选赛道龙头。

基本面维度：Q2、Q3 或是全行业中长期低点，Q4 起逐步改善。受芯片短缺加剧、消费数据回落、以及局部地区疫情反复等影响，汽车产销数据自 5 月以来降幅持续扩大。目前时点看，影响汽车行业的最大扰动因素--芯片缺口的峰值已经过去，未来 3-5 个月芯片供应逐步缓解与改善将是大概率事件，而伴随供给端的逐步恢复，此前受制于供给积压的需求将逐步释放，有望带动行业产销逐月好转。

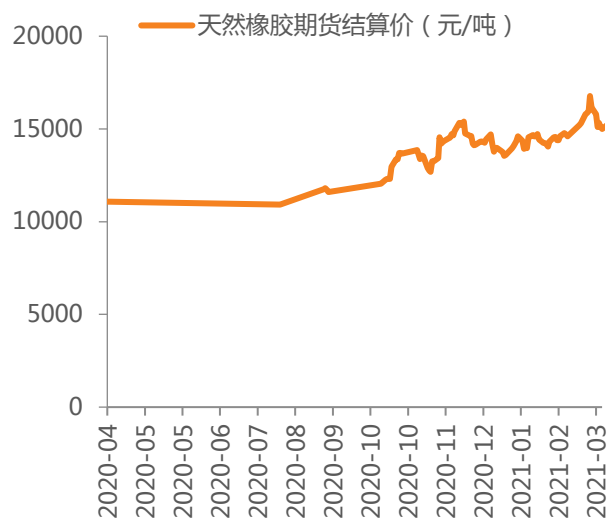
图 4：汽车月度销量及增速（单位：万辆）



资料来源：中汽协，天风证券研究所

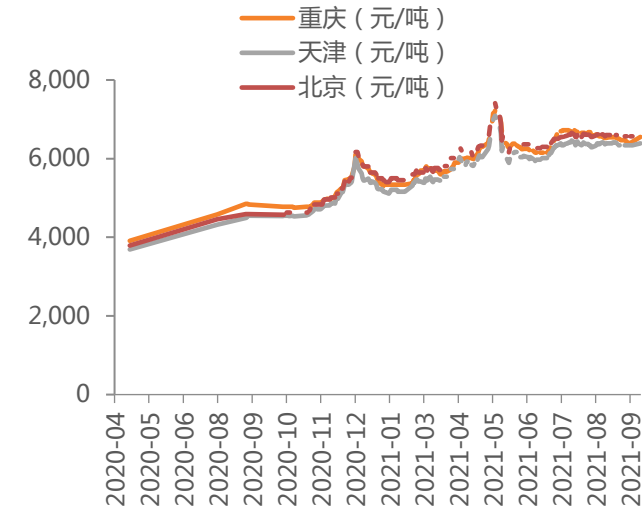
同时，注意到铝材、天然橡胶、钢材、铝锭、塑料等原材料价格已逐渐高位企稳，考虑到各整车及零部件企业价格调整机制，汽车板块整体利润率亦有望于 21Q4 起逐步企稳。

图 5：天然橡胶价格数据（2020/7/15-2021/10/08）



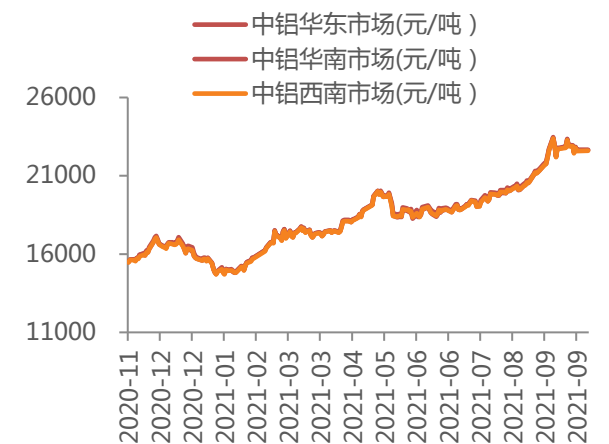
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：冷轧板（1mm）价格数据（2020/7/15-2021/10/08）



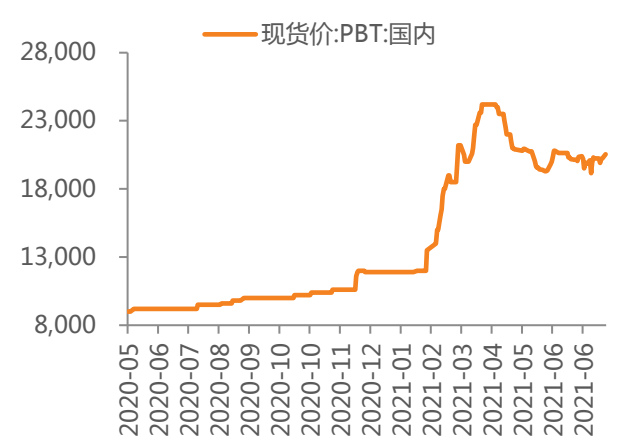
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：中铝价格数据（2020/7/15-2021/10/08）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：塑料 PBT 价格数据（2020/7/15-2021/10/08）单位：元/吨



资料来源：WIND，天风证券研究所

估值维度：整车板块估值调整预计有限，零部件性价比较为突出。

整车板块：从估值角度，传统汽车企业生产经营与盈利较为稳定，按照国际惯例，中国汽车整车过去多采用 PB、PE 进行估值，PE 中枢常年在 10-20 倍区间，PB 中枢维持在 1-2 倍区间。2019 年下半年以来，以特斯拉为首的新造车企业，携智能电动汽车概念，以及全新的商业模式，彻底打破过去估值体系，估值甚至高于部分科技公司。目前国内传统车企，正发力纯电动汽车、混合动力 PHEV 汽车，估值已有一定提升；随着这些车企在智能化领域逐步加大投入，未来估值中枢有望进一步抬升。

零部件板块：此前受制于芯片短缺、以及原材料价格上涨等因素制约，板块存在一定程度滞涨；随芯片供应逐步恢复、原材料价格企稳，有望进入盈利与估值恢复阶段。

图 9：乘用车板块 PE TTM（整体法）



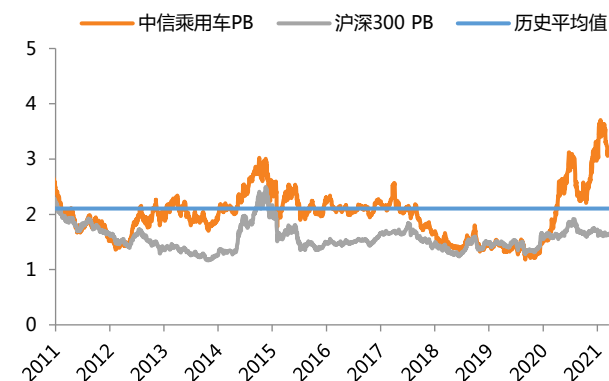
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：零部件板块 PE TTM（整体法）



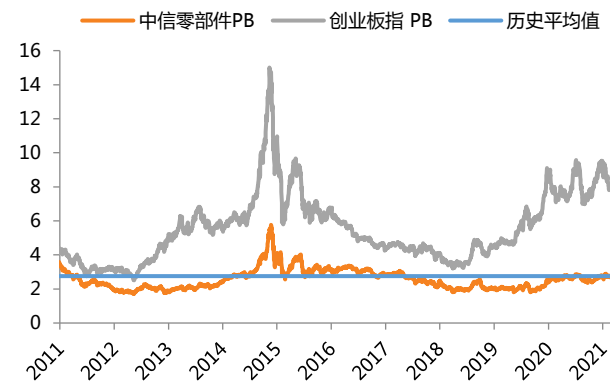
资料来源：WIND，天风证券研究所

图 11：乘用车板块 PB



资料来源：WIND，天风证券研究所

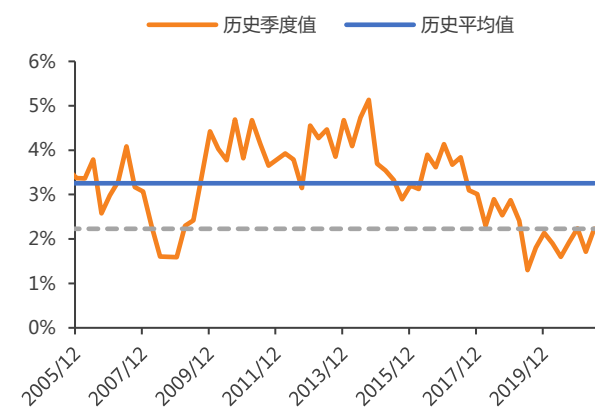
图 12：零部件板块 PB



资料来源：WIND，天风证券研究所

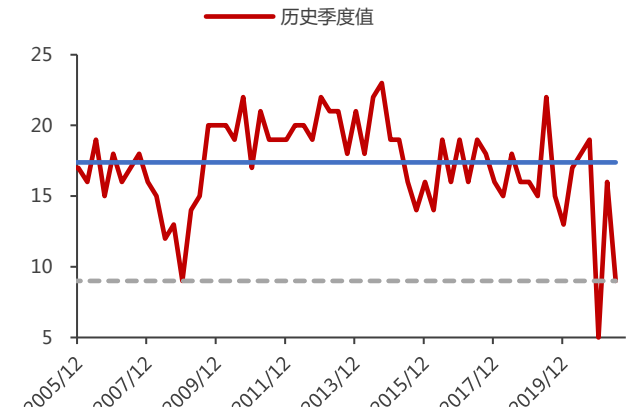
机构持仓维度：随行业产销及盈利恢复，机构持仓有较大提升空间。截止 2021 年半年报，机构对汽车板块的持仓仅 2.23%，低于历史均值。未来汽车行业产销及盈利恢复、行业电动化及智能化趋势加快等催化因素，有望推动机构持仓上升。

图 13：汽车行业基金持仓情况（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 14：汽车行业基金持仓占比排名情况（升序，支）



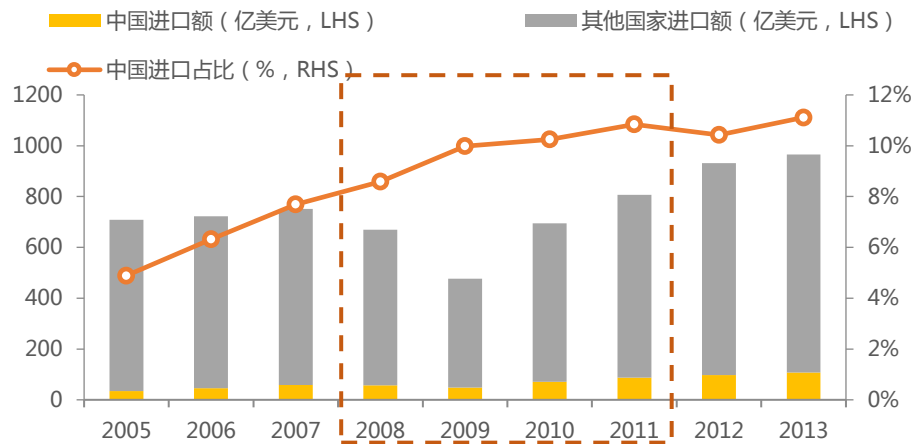
资料来源：WIND，天风证券研究所

4. 汽车零部件可以关注哪些赛道?

汽车零部件赛道众多，大方向上可以一分为二：**传统主线（长线复苏的低点），以及科技主线（智能电动成长的起点）。**

传统主线核心逻辑是看好本次疫情后全球汽车供应链重构背景下，国内传统零部件巨头加速海外渗透的大机遇。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，此次疫情全球蔓延，国内零部件供应商全球替代步伐或再次加速。**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。

图 15：美国零部件进口额及中国占比

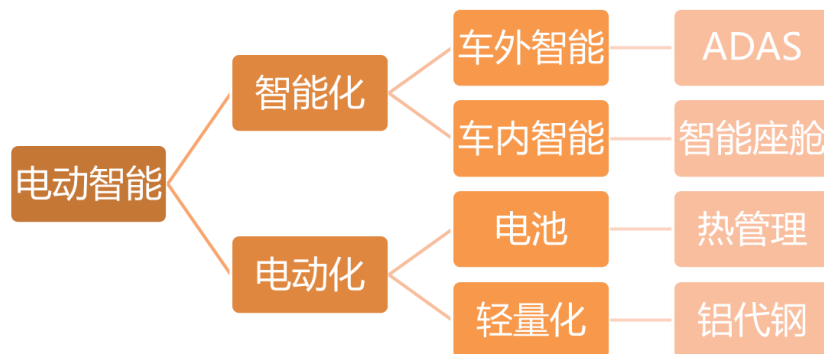


资料来源：Wind，天风证券研究所

传统主线建议关注拥有“定价权”、加速走向海外的细分领域龙头【福耀玻璃、岱美股份、精锻科技、科博达、爱柯迪、玲珑轮胎】等。

科技成长主线重点把握智能化及电动化两大赛道。随着智能电动汽车大发展，对于智能化、电动化零部件的需求会持续增长，智能化赛道关注两个方向，车外智能的 ADAS（激光雷达、毫米波雷达等传感器；空气悬架、IBS 智能刹车等执行器），以及车内智能的智能座舱（智能内饰、中控屏、HUD 等）；电动化赛道也是两个方向，热管理（电池+座舱热管理）和轻量化（帮助提升续航里程）。

图 16：汽车零部件领域四大方向



资料来源：天风证券研究所绘制

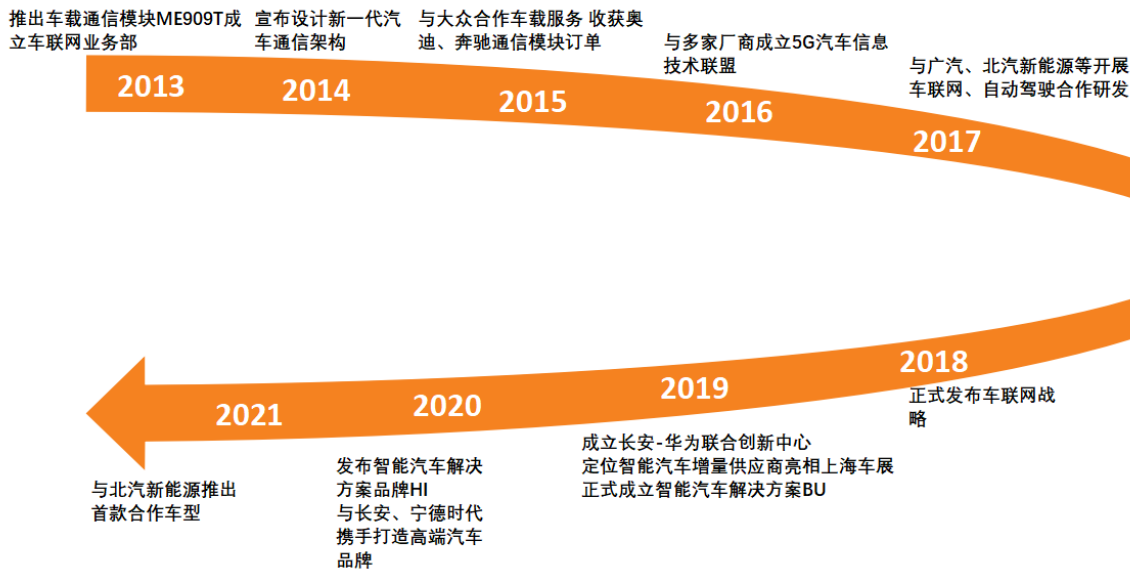
科技成长主线建议关注两大核心赛道四大重点方向的投资机会：

- (1) ADAS：【华域汽车、星宇股份、伯特利、保隆科技、中鼎股份、天润工业、耐世特】等。
- (2) 智能座舱：【均胜电子、常熟汽饰、新泉股份、德赛西威、华阳集团】等。
- (3) 新能源汽车热管理：【银轮股份、拓普集团、三花智控】等。
- (4) 轻量化：【旭升股份、拓普集团、文灿股份】等。

5. 华为 HI 产业链有哪些机会？

华为依托其深厚的 ICT 技术储备切入智能汽车领域，定位汽车增量部件供应商。华为智能汽车业务经历业务探索期（2013-2015）、合作研发期（2016-2019），目前正加速进入产品落地（2020 年至今）阶段。华为将与合作伙伴共同定义、联合开发，深度合作打造智能汽车，为整车车企赋能华为 HI 要素品牌。华为 HI 方案从基础的计算与通信架构，到前后端的智能驾驶、智能座舱、智能电动、智能网联和智能车云系统，再到麒麟芯片、鸿蒙系统、激光雷达以及 AR-HUD 等全套智能软硬件，从面到线到点全面布局，帮助车企打造新一代智能电动汽车。

图 17：华为进军智能汽车行业进程



资料来源：华为官网，工控网、家电网、中文网等，天风证券研究所

2021 年下半年开始，华为智能汽车新产品将加速落地，产业链机会将更加多元。随着华为智能汽车新产品不断发布，HI 车型陆续上市后，产业链规模有望扩大，越来越多的合作伙伴将逐渐加入，届时 HI 产业链机会将更多元。

华为作为中国最具实力的科技公司之一，其智能汽车产业链具备中长期投资价值，建议关注：

- (1) 华为 HI 联合打造子品牌的汽车企业：【北汽蓝谷、长安汽车、广汽集团】；
- (2) 华为战略合作企业：【长城汽车、吉利汽车、上汽集团】；
- (3) 三电+Hicar+音响+华为智选综合合作车企：【小康股份】；
- (4) 华为智能座舱合作伙伴：【均胜电子、中科创达(计算机组覆盖)、德赛西威】；
- (5) 华为热管理 TMS 合作伙伴：【银轮股份、三花智控、海立股份、奥特佳】等。

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com