

政策有望助推形成行业周期拐点

——“发改委即将出台促进汽车消费措施”点评

行业简报

中性（维持）

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)
021-52523869
shaoj@ebsec.com

联系人

文姬
021-52523658
wenji@ebsec.com

杨耀先
021-52523656
yangyx@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

周期嵌套下的抉择——汽车和汽车零部件行业2019年投资策略
..... 2018-12-25

事件：

据2019年1月8日央视新闻联播报道，发改委副主任宁吉喆表示，2019年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施；19年还要实施第二批外商投资重大项目，包括新能源汽车、新能源电池等。

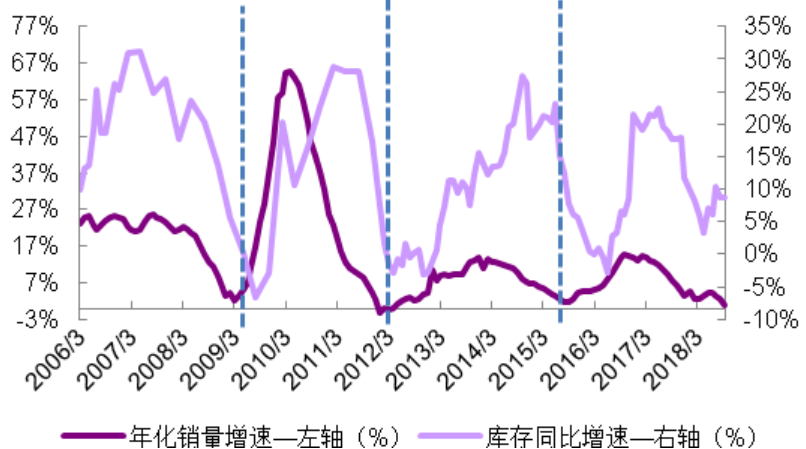
点评：

1. 回顾过往，历史上较为有效的行业刺激政策发生在09年初和15年底，分别对汽车行业萧条到复苏起到了助推式的切换。
2. 行业复苏阶段宏观变量的传导关系：总需求指标共振恶化—逆周期基建投资发力—M2和社融拐点—政策预期升温—汽车时钟助推式切换行业复苏。
3. 目前我们处于总需求指标共振恶化的阶段，这个阶段对应的是熊市下的超跌反弹和估值修复性的阶段性机会。
4. 市场对刺激政策的预期以及销量增速改善的预期形成阶段性春躁行情。但是持续性配置时点需由社融等宏观指标的确证。

◆行业处于本轮萧条周期末期

根据前期我们构建的光大汽车时钟，显示目前行业处于本轮萧条周期末期，同时我们认为19年一季度相对于18年四季度销量增速和库存增速的组合边际改善，结合板块业绩真空期、估值水平接近历史底部区域，我们认为汽车板块春躁可期。

图1：2009年以来三轮汽车周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 回顾过往，刺激政策助推行业周期切换

汽车行业 2008 年以来有三轮周期，其中以 2009-2010 年的政策刺激最为集中。政策主要由四类：减购置税、汽车下乡、汽车以旧换新、节能车补贴。通过比较我们发现购置税减免和节能补贴政策表刺激的财政杠杆最大，但通过购置税减免拉动的汽车消费额绝对金额更大。

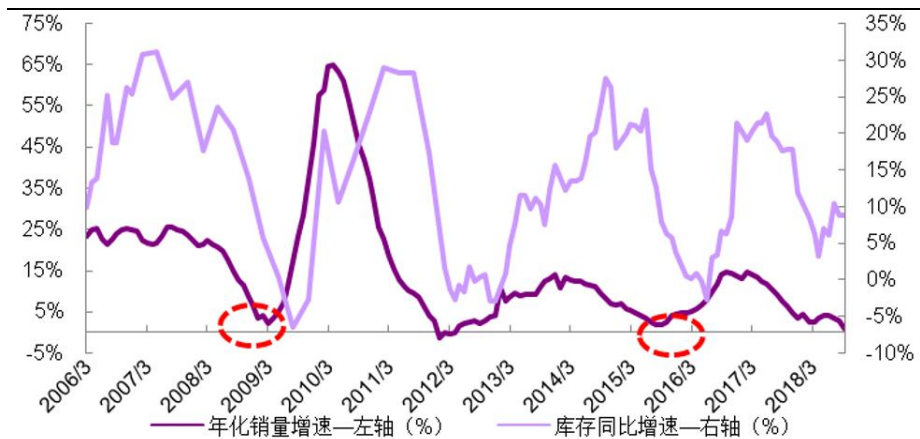
表 1：2009-2010 不同汽车刺激政策财政杠杆对比

| 政策类型 | 补贴数量 (万辆) | 补贴金额 (亿) | 拉动汽车消费 (亿) | 财政杠杆效应 |
|------|-----------|----------|------------|--------|
| 减购置税 | 1620.3 | 490.3 | 14359 | 29.3 |
| 汽车下乡 | 500 | 265.7 | 4460.4 | 16.8 |
| 节能补贴 | 168.1 | 50.4 | 1699.4 | 33.7 |
| 以旧换新 | 46.6 | 64.7 | 597.3 | 9.2 |
| 总计 | 2335 | 871.1 | 20757.1 | 24.2 |

资料来源：Wind，光大证券研究所

行业的三轮周期中，较为有效的行业刺激政策发生在 09 年初和 15 年底，分别对汽车行业萧条到复苏起到了助推式的切换。2012 年是强刺激政策缺位下形成的自发性复苏。我们也总结了行业复苏阶段宏观变量的传导关系：总需求指标共振恶化—逆周期基建投资发力—M2 和社融拐点—政策预期升温—汽车时钟助推式切换行业复苏。

图 2：两轮汽车购置税政策出台均对汽车时钟产生助推



资料来源：Wind，光大证券研究所

◆ 目前政策预期下的行情缺乏持续性，行业拐点尚需等待确认

目前我们处于总需求指标共振恶化的阶段，这个过程会开始对逆周期基建发力和相关对冲需求下滑政策出台预期升温，我们认为后续一些列政策预期和 M2 拐点的预期都是基于对未来需求下行预期的预期，缺乏持续性，因为需求下行的幅度和节奏难于预测。行业仍处于汽车时钟萧条末期，这个阶段对应的是熊市下的超跌反弹和估值修复性的阶段性机会。

我们认为，后续对稳增长政策的预期、货币宽松的预期以及行业销量增速的边际改善都会令春躁行情逐步展开，板块存在阶段性配置机会。但随着板块估值的修复，以及春节后业绩的披露期来临，春躁发生后板块估值进一步扩张的概率较低。社融指标的拐点才会触发行业低位库存的持续回补，这一过程尚需时日，预计二、三季度会形成持续性更强的板块配置时点，维持行业“中性”评级。

◆风险提示：

1) 行业增长不及预期：消费市场持续低迷，汽车行业增长具有不达预期的风险。2) 宏观经济因素对行业的扰动：房地产对消费挤压效应超预期，中美贸易摩擦趋紧，原材料成本超预期上升。3) 去库存进程不达预期：企业和经销商库存高企，消费持续低迷，行业库存迟迟未能去化。

附录

表 2：2009-2016 年主要汽车刺激政策

| 日期 | 政策类型 | 政策简述 |
|------------|-------------|--|
| 2009.1.14 | 汽车产业规划 | 国务院常务会议审议并原则通过了《汽车产业调整和振兴规划》，提出通过减征购置税、开展“汽车下乡”、加大报废老旧汽车补贴、补贴节能与新能源汽车等措施刺激汽车产业的发展。 |
| 2009.1.16 | 减购置税 | 对 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车，暂减按 5% 的税率征收车辆购置税。 |
| 2009.3.10 | 汽车下乡 | 七部委下发《汽车摩托车下乡实施方案》，对农民换购轻型货车和购买微型客车最高给与 5000 元的补助。 |
| 2009.5.19 | 汽车以旧换新 | 国务院常务会议研究部署鼓励汽车、家电“以旧换新”政策措施。 |
| 2009.6.1 | 汽车以旧换新 | 汽车“以旧换新”实施方案出台并开始实行。 |
| 2009.6.4 | 汽车下乡 | 加大汽车下乡政策实施力度，在《汽车摩托车下乡实施方案》的基础上，放宽补贴条件、增加补贴车型。 |
| 2009.6.4 | 汽车下乡 | 公布《汽车摩托车下乡操作细则》，细化了“汽车下乡”的实施措施。 |
| 2009.7.13 | 汽车以旧换新 | 财政部等部委下发汽车以旧换新实施办法，报废老旧客车、货车最高补贴金额 6000 元，报废“黄标车”最高补贴金额 6000 元。 |
| 2009.12.25 | 汽车以旧换新 | 提高汽车以旧换新补贴金额，相较之前的补贴标准，此次补贴金额范围从 3000-6000 元提高到 5000-18000 元；同时，新增了对报废“黄标”轿车的补贴。 |
| 2009.12.22 | 减购置税 | 对 2010 年 1 月 1 日至 12 月 31 日购置 1.6 升及以下排量乘用车，暂减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。 |
| 2010.1.4 | 汽车以旧换新、减购置税 | 允许汽车以旧换新补贴与车辆购置税减征政策同时享受。 |
| 2010.1.8 | 汽车下乡 | 汽车下乡政策实施延长一年，至 2010 年 12 月 31 日止。 |
| 2010.5.26 | 节能汽车推广补贴 | 三部委下发《“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6 升及以下乘用车）推广实施细则》，自 2010 年 6 月 1 日起，对购买列入节能汽车推广目录的汽车给予一次性 3000 元/辆的补助。 |
| 2010.6.18 | 汽车以旧换新 | 汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日。 |
| 2010.12.27 | 减购置税 | 1.6 升及以下排量乘用车车辆购置税减征政策到期停止执行。 |
| 2010.12.29 | 汽车下乡 | 汽车下乡政策到期后停止执行。 |
| 2010.12.31 | 汽车以旧换新 | 2010 年 12 月 31 日汽车以旧换新政策实施将如期结束。 |
| 2011.9.7 | 节能汽车推广补贴 | 调整节能汽车推广补贴政策，补助金额不变，补助车辆燃料消耗量要求更严。 |
| 2012.3.6 | 车船税减免 | 自 2012 年 1 月 1 日起，对节能汽车减半征收车船税，对新能源汽车免征车船税。 |
| 2013.9.30 | 节能汽车推广补贴 | 三部委下发关于开展 1.6 升及以下节能环保汽车推广工作的通知，补助金额仍为 3000 元/辆，燃料消耗量标准再次提高，增加污染物排放要求。 |
| 2015.5.7 | 车船税减免 | 自 2015 年 5 月 7 日起，对节能汽车减半征收车船税，对新能源汽车免征车船税。相比与之前，提高了燃料消耗量的要求，增加了排放要求，并明确要求节能汽车为排量 1.6L 及以下。 |
| 2015.9.29 | 减购置税 | 自 2015 年 10 月 1 日起至 2016 年 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量乘用车减按 5% 的税率征收车辆购置税。 |
| 2016.12.13 | 减购置税 | 自 2017 年 1 月 1 日起至 12 月 31 日止，对购置 1.6 升及以下排量的乘用车减按 7.5% 的税率征收车辆购置税。自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。 |

资料来源：工信部官网，发改委官网，光大证券研究所

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%； |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 机构业务总部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|--------|------|---------------|-------------------------|-------------------------|
| 上海 | 徐硕 | 021-52523543 | 13817283600 | shuoxu@ebsecn.com |
| | 李文渊 | | 18217788607 | liwenyuan@ebsecn.com |
| | 李强 | 021-52523547 | 18621590998 | liqiang88@ebsecn.com |
| | 罗德锦 | 021-52523578 | 13661875949/13609618940 | luodj@ebsecn.com |
| | 张弓 | 021-52523558 | 13918550549 | zhanggong@ebsecn.com |
| | 黄素青 | 021-22169130 | 13162521110 | huangsuqing@ebsecn.com |
| | 邢可 | 021-22167108 | 15618296961 | xingk@ebsecn.com |
| | 李晓琳 | 021-52523559 | 13918461216 | lixiaolin@ebsecn.com |
| | 郎珈艺 | 021-52523557 | 18801762801 | dingdian@ebsecn.com |
| | 余鹏 | 021-52523565 | 17702167366 | yupeng88@ebsecn.com |
| | 丁点 | 021-52523577 | 18221129383 | dingdian@ebsecn.com |
| | 郭永佳 | | 13190020865 | guoyongjia@ebsecn.com |
| | 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | 13511017986 |
| 梁晨 | | 010-58452025 | 13901184256 | liangchen@ebsecn.com |
| 吕凌 | | 010-58452035 | 15811398181 | lvling@ebsecn.com |
| 郭晓远 | | 010-58452029 | 15120072716 | guoxiaoyuan@ebsecn.com |
| 张彦斌 | | 010-58452026 | 15135130865 | zhangyanbin@ebsecn.com |
| 鹿舒然 | | 010-58452040 | 18810659385 | pangsr@ebsecn.com |
| 黎晓宇 | | 0755-83553559 | 13823771340 | lix1@ebsecn.com |
| 张亦潇 | | 0755-23996409 | 13725559855 | zhangyx@ebsecn.com |
| 深圳 | 王渊锋 | 0755-83551458 | 18576778603 | wangyuanfeng@ebsecn.com |
| | 张靖雯 | 0755-83553249 | 18589058561 | zhangjingwen@ebsecn.com |
| | 苏一耘 | | 13828709460 | suy1@ebsecn.com |
| | 常密密 | | 15626455220 | changmm@ebsecn.com |
| | 国际业务 | 陶奕 | 021-52523546 | 18018609199 |
| | 梁超 | 021-52523562 | 15158266108 | liangc@ebsecn.com |
| | 金英光 | | 13311088991 | jinyg@ebsecn.com |
| | 王佳 | 021-22169095 | 13761696184 | wangjia1@ebsecn.com |
| | 郑锐 | 021-22169080 | 18616663030 | zh Rui@ebsecn.com |
| | 凌贺鹏 | 021-22169093 | 13003155285 | linghp@ebsecn.com |
| | 周梦颖 | 021-52523550 | 15618752262 | zhoumengying@ebsecn.com |
| 私募业务部 | 戚德文 | 021-52523708 | 18101889111 | qidw@ebsecn.com |
| | 安玲娴 | 021-52523708 | 15821276905 | anlx@ebsecn.com |
| | 张浩东 | 021-52523709 | 18516161380 | zhanghd@ebsecn.com |
| | 吴冕 | 0755-23617467 | 18682306302 | wumian@ebsecn.com |
| | 吴琦 | 021-52523706 | 13761057445 | wuqi@ebsecn.com |
| | 王舒 | 021-22169419 | 15869111599 | wangshu@ebsecn.com |
| | 傅裕 | 021-52523702 | 13564655558 | fuyu@ebsecn.com |
| | 王婧 | 021-22169359 | 18217302895 | wangjing@ebsecn.com |
| | 陈潞 | 021-22169146 | 18701777950 | chenlu@ebsecn.com |
| | | 王涵洲 | | 18601076781 |