

周期嵌套下的抉择

——汽车和汽车零部件行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆光大汽车时钟显示目前行业处于本轮周期萧条末期：

我们构建了光大汽车时钟，定量描述行业的周期位置和景气阶段。光大汽车时钟显示汽车行业处于本轮周期萧条末期。

◆行业从萧条到复苏的触发逻辑现阶段不成立：

我们通过对政策出台环境的分析，认为行业从萧条到复苏的切换存在如下传导关系：需求指标恶化—逆周期基建投资发力—货币和信用拐点—购置税政策预期升温—汽车时钟从萧条到复苏切换。目前宏观变量的组合不支持行业从萧条到复苏切换，社融指标的拐点才会触发切换。

◆下一轮汽车周期的特殊性来自几种因素的嵌套：

我们认为下一轮汽车周期的特殊性来自：1) 各品牌竞争格局的变化。2) 2020-2023 年前后汽车行业将开启新一轮朱格拉周期，新能源和智能网联技术驱动的智能汽车大概率将成为行业资本开支的重要“抓手”。3) 房地产挤压效应影响未来行业增速中枢。

◆投资建议：春躁可期，板块性配置良机仍需等待：

预计 2019 年行业的周期位置和板块的估值水平和 2012 年较为类似。随着春节前旺季临近，行业渠道库存会开始去化，由于基数效应，2019 年一季度相较 2018 年四季度乘用车增速大概率边际改善，四季度销量大概率会成为这一轮行业周期的销量增速底部。同时节前处于业绩空窗期，考虑到行业估值水平接近历史底部，板块春躁行情可期。预计 2019 年下半年行业增速有望转正，当社融的拐点触发后会令需求的复苏更具韧性，届时会形成板块更好的配置机会。当行业进入复苏期，业绩确定、弹性较大的企业更易受益。推荐自主品牌新能源汽车龙头比亚迪，国内车灯进口替代龙头星宇股份，以及走向全球的玻璃行业巨头福耀玻璃。

◆风险分析：

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。

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

销量增速继续探底，19 年行业复苏可期——2018 年 11 月汽车销量点评

..... 2018-12-12

终端市场低迷，企业盈利承压，业绩分化凸显——汽车和汽车零部件行业 2018 年三季度总结

..... 2018-11-20

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002594	比亚迪	51.00	1.49	1.04	1.54	34	49	33	增持
600660	福耀玻璃	22.78	1.26	1.48	1.65	18	15	14	增持
601799	星宇股份	47.50	1.70	2.28	2.93	28	21	16	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

投资聚焦

我们的创新之处

我们建立了光大汽车时钟，对汽车行业的景气阶段和周期位置做了量化描述，汽车时钟显示目前行业处于本轮汽车周期萧条末期。行业从萧条到复苏的切换存在如下传导关系：需求指标恶化—逆周期基建投资发力—货币和信用拐点—购置税政策预期升温—汽车时钟从萧条到复苏切换。目前宏观变量的组合不支持行业从萧条到复苏切换。

我们认为乘用车作为居民资产负债表的重要非金融资产项，存在朱格拉周期，2020-2023年新能源和智能网联技术为特征的智能汽车会成为行业下一轮资本开支周期的重要抓手，开启一轮快速普及。

投资观点

我们根据光大汽车时钟判断当下为行业萧条末期，考虑到目前时点到春节前大概率会看到处于高位的行业渠道库存去化、2019年一季度由于基数效应增速较2018年四季度边际改善，符合光大汽车时钟复苏期的情景组合，叠加业绩空窗期和板块的估值水平，判断存在板块春躁行情。但由于销量的改善仅仅是边际性的，在社融没有形成拐点前，需求的复苏缺乏韧性，判断行业在2019年二、三季度会形成更好的配置时机，考虑到2019年行业和2012年的相似性，维持行业“中性”评级。

参考2012年，行业在复苏期，业绩确定、弹性较大的企业更易受益。2011年以来SUV的快速普及是朱格拉周期在乘用车行业的一次红利释放，而新能源汽车大概率将成为朱格拉周期在汽车行业释放下一次红利的“抓手”。推荐自主品牌新能源汽车龙头比亚迪。在汽车零部件中，抓住行业升级机遇、拥有高质核心客户的企业将在行业复苏期中随下游销量回暖而受益。推荐国内车灯进口替代龙头星宇股份，以及走向全球的玻璃行业巨头福耀玻璃。

目 录

1、 库存周期下的汽车时钟构建	6
1.1、 汽车行业周期性来源	6
1.2、 库存周期和美林时钟对应	6
1.3、 美林时钟的钝化和汽车时钟的构建	7
1.4、 汽车时钟处于本轮周期萧条末期	8
2、 行业刺激政策猜想及周期拐点研究	9
2.1、 购置税政策是行业复苏的强助推剂	9
2.2、 购置税优惠政策出台的经济环境	10
2.3、 行业从萧条到复苏的触发逻辑现阶段不成立	12
3、 周期嵌套下的抉择：下一轮周期的特殊性	14
3.1、 从新车周期看品牌格局变化	14
3.2、 新能源和智能网联技术开启汽车行业朱格拉周期	14
3.3、 房地产挤压效应影响行业增速中枢	18
4、 投资建议	21
4.1、 行业估值处于历史底部区域	21
4.2、 行业销量增速继续探底，19 年边际改善	21
4.3、 预计 2019 年汽车时钟位置和板块估值水平类似 2012 年	22
5、 重点公司推荐	23
5.1、 比亚迪（002594.SZ）	23
5.2、 星宇股份（601799.SH）	28
5.3、 福耀玻璃（600660.SH）	32
6、 风险分析	36

图表目录

图 1：日本汽车千人保有量脉冲式上升.....	6
图 2：中国固定资本形成脉冲式上升.....	6
图 3：中国六轮库存周期分布.....	7
图 4：库存周期和美林时钟对应关系.....	7
图 5：工业增加值增速走势趋于平坦.....	7
图 6：GDP 增速走势趋于平坦.....	7
图 7：2009 年以来三轮汽车周期.....	8
图 8：2009 年以来三轮汽车周期持续月数.....	8
图 9：两轮汽车购置税政策出台均对汽车时钟产生助推.....	10
图 10：我国房地产业投资增速.....	10
图 11：我国制造业投资增速.....	10
图 12：社零数据下行期购置税优惠政策出台.....	11
图 13：社零数据下行期购置税优惠政策出台.....	11
图 14：出口增速下行期购置税优惠政策出台.....	11
图 15：基建发力期购置税优惠政策出台.....	11
图 16：基建发力期购置税优惠政策出台.....	11
图 17：购置税优惠政策出台滞后 M2 拐点 3-6 个月.....	12
图 18：购置税优惠政策出台滞后社融拐点 4 个月.....	12
图 19：仅社零数据确认下行.....	12
图 20：房地产投资仍然上行.....	12
图 21：制造业投资仍然上行.....	13
图 22：出口增速仍然上行.....	13
图 23：合资品牌 SUV 车型占比变化.....	15
图 24：自主品牌 SUV 车型占比变化.....	15
图 25：乘用车 SUV 车型占比.....	15
图 26：中国新能源汽车销量占比.....	16
图 27：商品房和汽车销售增速对比.....	18
图 28：房地产销量和投资增速对比.....	18
图 29：城镇居民人均可支配收入和消费性支出对比.....	18
图 30：乘用车售价相对平稳.....	19
图 31：人均支配收入和人均 GDP 对比.....	19
图 32：汽车行业处于主动去库期.....	20
图 33：汽车终端增速接近零增长.....	20
图 34：居民住房支出对消费行为挤压测算.....	20
图 35：汽车板块 PE 和 PB 估值均处于历史底部区域.....	21
图 36：汽车板块内子行业估值收敛至历史底部区域.....	21

图 37：乘用车批发销量增速预测.....	21
图 38：乘用车零售销量增速预测.....	21
图 39：预计 2019 年汽车时钟位置和 2012 年类似.....	22
图 40：2012 年板块超额收益复盘.....	22
图 41：比亚迪主要事业部构架.....	24
图 42：比亚迪新车周期换代情况.....	25
图 43：比亚迪 18/19 新车规划.....	25
图 44：比亚迪利润率预测.....	25
图 45：比亚迪净利润与增长率预测（百万元）.....	25
图 46：比亚迪销售收入与增长率预测（百万元）.....	26
图 47：比亚迪资本回报率预测.....	26
图 48：汽车车灯的组成.....	28
图 49：星宇股份利润率预测.....	29
图 50：星宇股份净利润与增长率预测（百万元）.....	29
图 51：星宇股份销售收入与增长率预测（百万元）.....	30
图 52：星宇股份资本回报率预测.....	30
图 53：星宇股份营收拆分与汇总预测.....	30
图 54：星宇股份毛利率走势预计.....	31
图 55：汽车玻璃位置示意图.....	32
图 56：汽车玻璃分解构成图.....	32
图 57：福耀玻璃主要国内客户配套情况.....	32
图 58：福耀玻璃美国业务净利润爬坡情况.....	33
图 59：福耀玻璃净利率预测.....	34
图 60：福耀玻璃净利润预测（百万元）.....	34
图 61：福耀玻璃营收预测（百万元）.....	34
图 62：福耀玻璃资本回报率预测.....	34
表 1：2009-2010 年主要汽车刺激政策.....	9
表 2：2009-2010 不同汽车刺激政策财政杠杆对比.....	9
表 3：各整车厂产能增速.....	14
表 4：主流车企新能源汽车规划.....	17
表 5：比亚迪板块盈利预测.....	26
表 6：比亚迪可比公司.....	27
表 7：我国汽车车灯配套格局.....	29
表 8：星宇股份可比公司.....	31
表 9：福耀玻璃营收业绩拆分.....	34
表 10：福耀玻璃可比公司情况.....	35

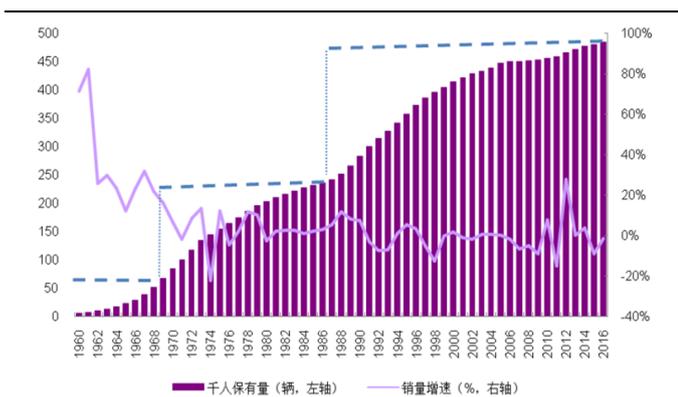
1、库存周期下的汽车时钟构建

1.1、汽车行业周期性来源

市场一般定义汽车为早周期行业，并把汽车板块作为经济复苏率先触底反弹的配置品种。理解这种周期属性，并利用这种周期带来的股价波动套利，就要先理解汽车周期性的来源。

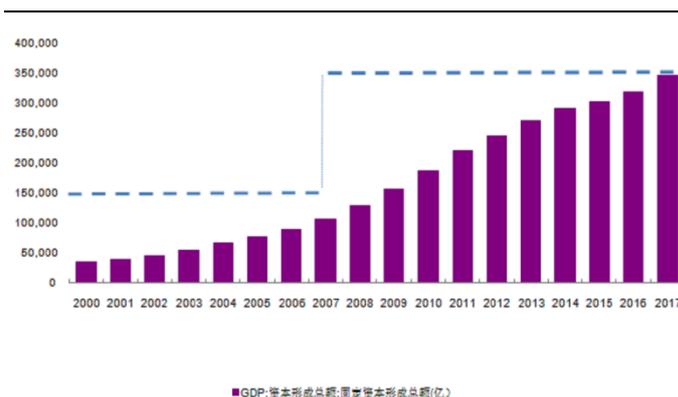
耐用消费品的长寿命带来其保有量曲线呈阶梯式变化，这决定了其销量增速周期波动与生俱来，理解这种周期的内生性可以避免当我们讨论汽车行业限购、消费升级或者降级以及购置税优惠时把行业的周期和成长性混淆。从需求的角度看，汽车需求分为满足生活资料的乘用车需求和以卡车为代表的生产资料需求。从供给的角度看乘用车供给存量有千人保有量的数据来表征，而商用车作为投资品，其保有存量可以对应 GDP 中的固定资本形成总额。由于保有量曲线的一阶导数是销量，二阶导数对应同比增速，所以曲线的脉冲式上升，令其二阶导数呈现周期性的凹凸性。这在销量上体现为同比增速的周期波动。

图 1：日本汽车千人保有量脉冲式上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：中国固定资本形成脉冲式上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们可以看到日本汽车保有量接近饱和，复合增速中枢到零轴附近，成长曲线阶段性走完，只要保有量曲线还存在陡升，销量增速仍然呈周期波动。耐用消费品的长寿命令其购买和使用环节在时间上隔离，供给曲线的脉冲式抬升令耐用消费品的销量增速天然波动。

1.2、库存周期和美林时钟对应

我们前面分析了汽车行业的周期性源于耐用消费品的内生性，但周期波动的幅度、频率、以及演化方式是一个多系统共同驱动的结果，对这一结果的描述有一套经验规律性的研究方法，就是库存周期理论。这套理论是一种归纳法下的规律，我们可以借助库存周期相对精确地描述汽车行业的周期位置，并结合设备投资周期、金融周期和产业政策周期以及新的消费、技术趋势和人口结构等因素对汽车周期的演化方式做一些预测。

库存在资产负债表中体现为企业的流动资产，是企业生产决策调整从而平滑供给冲击和需求波动的基础。在竞争的市场环境下，价格变动是实现商品供需平衡的机制，因此需求的扩张会被生产环节响应，价格的波动和库存相联系。2000年以来，我国经历了五轮完整的库存周期，前5轮周期平均长度38.6个月，补库周期平均21.4个月，当下我们正处于第六轮库存周期的去库期。

通常我们会把库存周期进一步分成四个阶段：主动补库存、被动补库存、主动去库存和被动去库存。这四个阶段我们可以和描述投资周期的美林时钟做对应。

图3：中国六轮库存周期分布

序号	周期起始时间	持续时长(月)	补库时长(月)
1	2000.06-2002.10	29	13
2	2002.11-2006.06	44	26
3	2006.07-2009.08	38	26
4	2009.09-2013.08	48	30
5	2013.09-2016.06	34	12
	前5轮均值	38.6	21.4
6	2016.07-2018.10	28	10

资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：库存周期和美林时钟对应关系

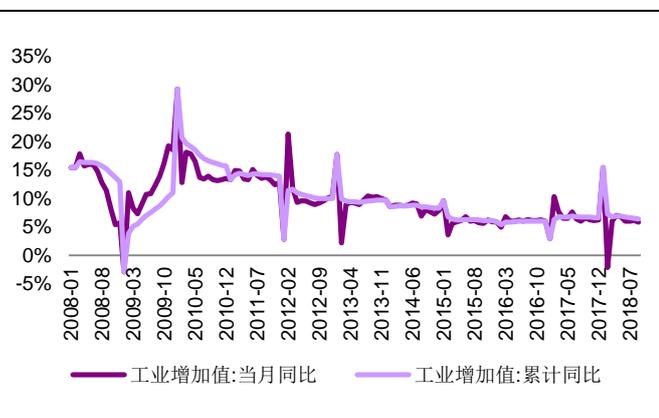
美林时钟	复苏期	过热期	滞涨期	衰退期
库存周期	被动去库	主动补库	被动补库	主动去库
供需情况	需求回升， 边际向好， 来不及反应	需求上升， 明显向好， 预期积极	需求下降， 边际变差， 来不及收缩	需求下降， 趋势变差， 预期消极

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、美林时钟的钝化和汽车时钟的构建

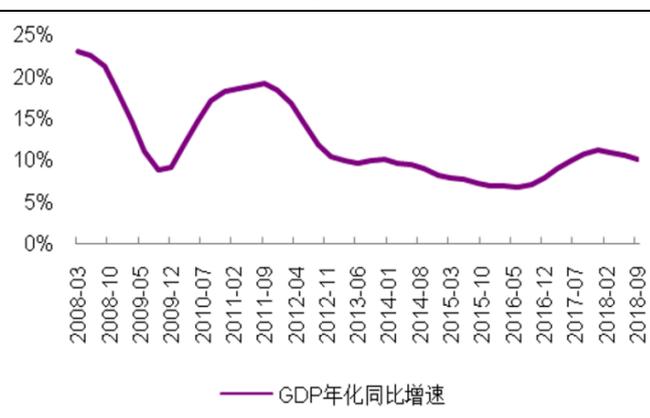
美林时钟的意义在于利用增长和通胀的不同组合建立了一套“时区”观，在不同的“时区”有不同的资产配置模式。但随着近年来表征增长的指标出现“钝化”，我们经常讨论美林时钟不转了。可以看到美林时钟中常用于表征增长的指标如工业增加值或GDP增速确实在走平，但总量指标是一系列中观指标的加权平均值，如果存在某种颗粒度更细的中观指标可以表征增长的周期波动，令美林时钟重新运转，显然对于我们理解行业景气位置是有价值的。

图5：工业增加值增速走势趋于平坦



资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：GDP增速走势趋于平坦



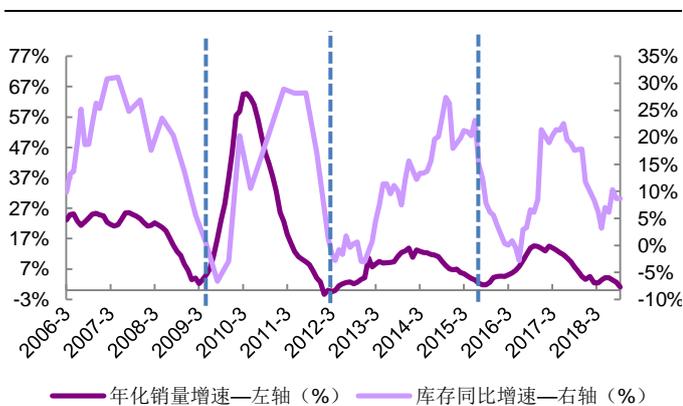
资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为汽车行业有望承接美林时钟，对经济时区实现更精细化的描述。首先汽车行业对经济总量有较大影响。其次，汽车行业存在中汽协和统计局两个相对稳定的数据口径，且数据频率为月频。这两个特征让我们试图建立汽车时钟来描述行业的周期位置，进而探寻行业的配置规律。

1.4、汽车时钟处于本轮周期萧条末期

我们类比库存周期框架，用汽车行业年化销量增速和库存增速构建汽车时钟，并定义销量增速上升、库存增速下降为行业复苏期；销量增速上升、库存增速上升为行业过热期；销量增速下行，库存增速上升为行业滞胀期，销量增速下行，库存增速下行为行业萧条期。可以看到我们正处于 2017 年 7 月以来本轮汽车时钟萧条的末期，且从完整周期的均值上看行业将于 2018 年 12 月结束本轮萧条期。

图 7：2009 年以来三轮汽车周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2009 年以来三轮汽车周期持续月数

序号	周期起始时间	复苏期(月)	过热期(月)	滞胀期(月)	萧条期(月)	完整周期
1	2009.04-2012.01	5	8	10	11	34
2	2012.02-2015.09	11	12	10	11	44
	均值	8	10	10	11	39
3	2015.10-2018.10	9	4	8	16	37

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截至 2018 年 10 月本轮汽车周期仍处于萧条期，预计到 2018 年 12 月均值上结束本轮周期萧条阶段

汽车时钟的意义在于令我们清晰的描述行业的周期位置，进而对不同“时区”采取相应的投资策略。但真实世界的变化不可能是理想的均值模式切换，可以看到 2015 年底开启的本轮汽车周期中，行业过热期显著少于历史平均值，而行业萧条期显著长于历史均值。均值和中枢的价值在于令我们首先明确中枢值，然后观察和判断是什么因素令真实情况偏离中枢，并对该因素评做风险评估。下面我们就试图梳理并总结汽车时钟运转过程中的逻辑传导关系。

2、行业刺激政策猜想及周期拐点研究

2.1、购置税政策是行业复苏的强助推剂

从施政者的角度理解财政政策的效用定义财政杠杆，理解刺激政策的杠杆效应，购置税减免财政杠杆效用大，对消费的带动作用最强。我们定义财政杠杆效应，即：财政补贴直接相关消费金额和补贴金额的比例关系，来表征政策自身的效用弹性。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 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予 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。

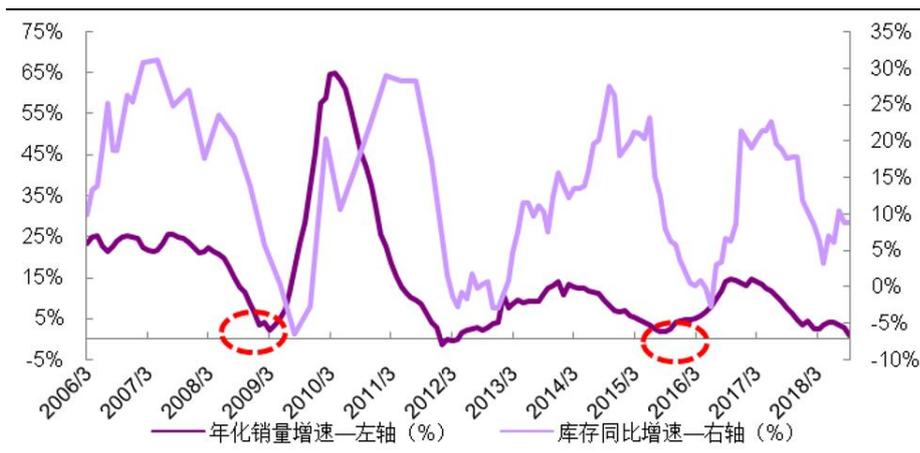
资料来源：工信部官网，发改委官网，光大证券研究所

表 2：2009-2010 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

图 9：两轮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

我们发现历史上两次购置税政策出台的时点恰巧为汽车时钟萧条向复苏的转换期，购置税优惠政策对汽车行业消费拉动效用强，是汽车时钟时区切换的强助推剂。历史上看 2009 年 1 月 20 日和 2015 年 10 月 1 日开始实施了 1.6L 及以下排量车型购置税减半政策，而这两个时间点恰巧为我们定义汽车时钟的萧条末期。我们认为政策作为平抑周期波动的中介，其出台时点和行业的景气拐点有内在的相关性，小排量汽车单位价格相对较低，价格到需求的传递相对敏感，同时其在行业内销量占比较大，政策最终的出台对行业从萧条到复苏期的切换起到了助推的作用。

2.2、购置税优惠政策出台的经济环境

通过研究我们发现，2009 年初和 2015 年底的购置税减免政策出台均发生在房地产、制造业、社零和出口数据快速下行后，且基建投资回升初期。我们回顾了 2009 年 1 月和 2015 年 10 月购置税政策出台前后经济环境，发现政策出台期间房地产、制造业、社零和出口数据均出现了一段快速下行。我们认为汽车在制造业投资占比大约 6%，在社零占比接近 30%，行业收入规模占 GDP 比例大约 9%，在投资消费数据全面下行期，汽车消费政策的对于经济和总需求的稳定有较为重要的作用。

图 10：我国房地产业投资增速



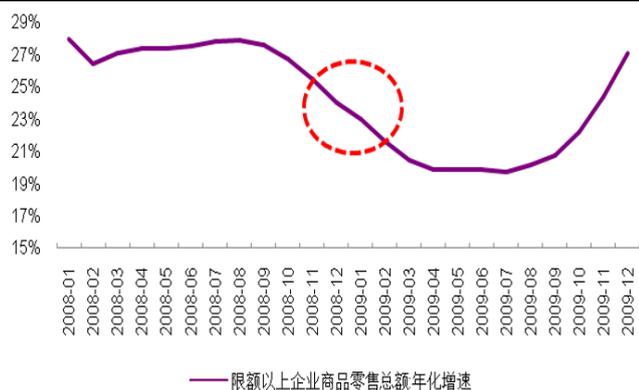
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：我国制造业投资增速



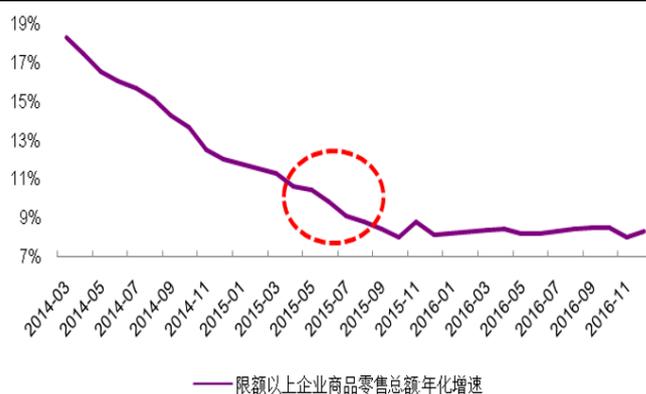
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12: 社零数据下行期购置税优惠政策出台



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 13: 社零数据下行期购置税优惠政策出台



资料来源: Wind, 光大证券研究所

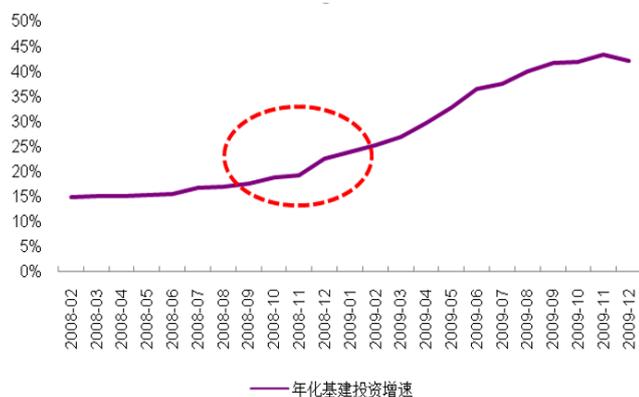
图 14: 出口增速下行期购置税优惠政策出台



资料来源: Wind, 光大证券研究所

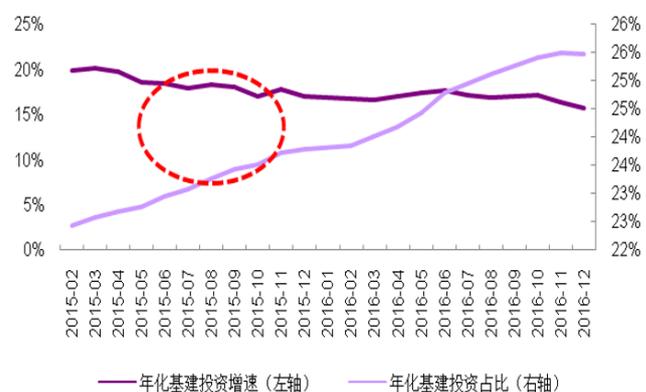
固定资产投资中基建投资承担了逆周期调节的作用, 政策的主动性更强, 可以看到汽车政策出台前基建投资都提前开始回升。2015 年仅从基建投资增速上看回升不明显, 仅仅是维持在高位, 但可以看到实际上基建投资在固定资产投资中的占比在提升, 这与 2015 年地方政府债务杠杆率过高, 启动地方债务置换有关。因此, 房地产、制造业投资以及消费下行期, 逆周期的基建持续发力是汽车政策出台期的一个特征。

图 15: 基建发力期购置税优惠政策出台



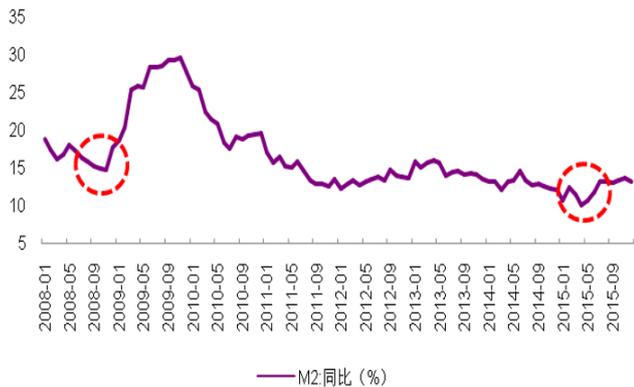
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 基建发力期购置税优惠政策出台



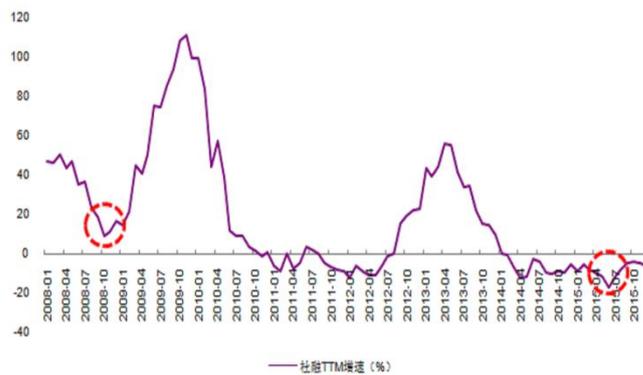
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 17: 购置税优惠政策出台滞后 M2 拐点 3-6 个月



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 18: 购置税优惠政策出台滞后社融拐点 4 个月



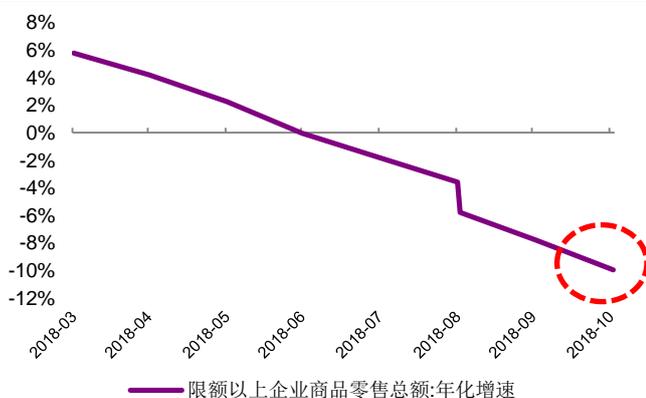
资料来源: Wind, 光大证券研究所

同时, 购置税出台的期间往往对应着 M2 和社融的拐点, 购置税优惠出台的时间平均滞后 M2 和社融见底 3-6 个月左右。我们认为货币和信用的拐点往往对应着需求的拐点, 从货币传导到信用再到基本面数据的确认存在时滞, 购置税减免的出台对汽车需求的引导会令这一传导作用更为平顺。

2.3、行业从萧条到复苏的触发逻辑现阶段不成立

按照上述对汽车政策出台环境的分析, 我们认为目前阶段不具备出台购置税减免政策的条件, 行业拐点的触发逻辑受阻, 而后续相关重点指标的拐点确认是才是行业拐点触发的必要非充分条件。我们通过对政策出台环境的分析, 认为行业拐点的确认存在如下传导关系: 需求指标恶化—逆周期基建投资发力—货币和信用拐点—购置税政策预期升温—汽车时钟从萧条切换至复苏。而 2018 年年初以来各项主要的经济指标中, 仅社零增速实现了大幅回落, 出口增速拐点有待确认, 而房地产和制造业投资依然景气上行。但随着工业增加值的回落和地产销售的持续下行, 叠加中美贸易摩擦对出口的负面预期, 预计该类指标均会进入一个下行期。

图 19: 仅社零数据确认下行



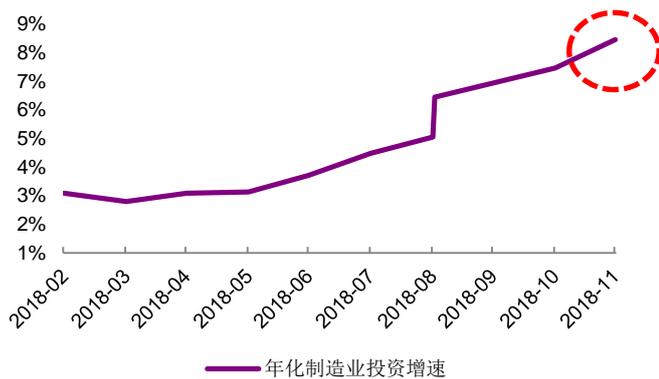
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 房地产投资仍然上行



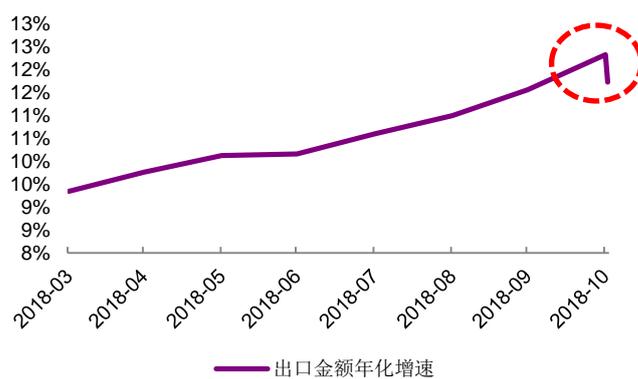
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21：制造业投资仍然上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：出口增速仍然上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、周期嵌套下的抉择：下一轮周期的特殊性

3.1、从新车周期看品牌格局变化

有效供给是一个企业成长性的来源，对车企而言主要看其爆款车型的研发储备能力，2012-2015年的大牛股长城汽车和长安汽车，以及15年底这轮汽车库存周期的牛股吉利都是通过新车型的储备实现份额的大幅提升。未来三年在下一轮库存周期中，主流车企中产能扩张意愿较强的有广汽丰田、华晨宝马、上汽自主、江淮汽车、上汽大众和吉利汽车等。

表 3：各整车厂产能增速

主流车企	2020 年相对 2018 年产能增速
广汽丰田	66.7%
华晨宝马	62.5%
上汽自主	61.8%
江淮汽车	53.5%
东风本田	40.0%
上汽大众	35.0%
吉利汽车（含领克）	33.3%
北京奔驰	29.2%
广汽本田	28.2%
广汽自主	26.7%
东风汽车	25.0%
东风悦达起亚	21.3%
长城汽车	20.9%
长安汽车	16.6%
上汽通用	9.2%
一汽丰田	7.8%
一汽大众（含奥迪）	7.1%

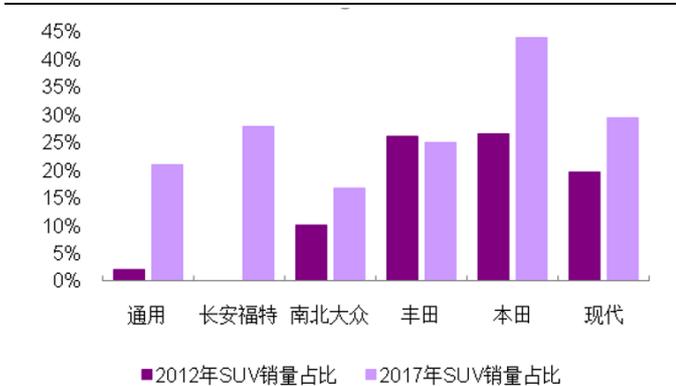
资料来源：上市公司公开资料，光大证券研究所

3.2、新能源和智能网联技术开启汽车行业朱格拉周期

乘用车作为居民非金融资产构成项，存在朱格拉周期。汽车作为居民资产负债表中非金融资产的重要构成项，代表了居民的固定资产。关于固定资产市场主流的研究框架是朱格拉周期，被经济学家克里门特·朱格拉于 1862 年提出。市场也普遍接受朱格拉周期是典型的 8-10 年的设备更新周期，机器设备由于磨损和技术进步等因素存在阶段性的替换周期。我国汽车报废替换的周期我们可以参考《机动车强制报废标准规定》，该规定虽然不再对汽车强制报废的使用年限做要求，但对不同使用期限的非营运小型汽车有不同的检测要求。我国对私家车年检的要求是新车注册后 6 年以内每 2 年检验 1 次，超过 6 年后每年检验 1 次，超过 15 年每 6 个月检验 1 次。使用 15 年以上汽车检测频率的提升本身就带有引导性报废的倾向，我们认为使用寿命 7-15 年，平均 11 年可以作为汽车的平均折旧期限，这和朱格拉周期的时间大致相当。

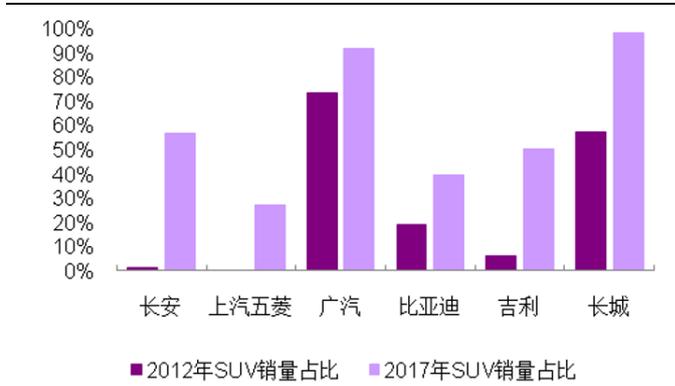
2011 年以来 SUV 的快速普及是朱格拉周期在乘用车行业的一次红利释放。2011 年长城汽车在 A 股 IPO, 其对 SUV 的聚焦战略取得了巨大的成功。随后的几年无论合资还是自主, SUV 车型的占比都快速提升。SUV 行业在乘用车行业的占比从 2011 年的 11%, 快速提升到 2017 年的 41%。

图 23: 合资品牌 SUV 车型占比变化



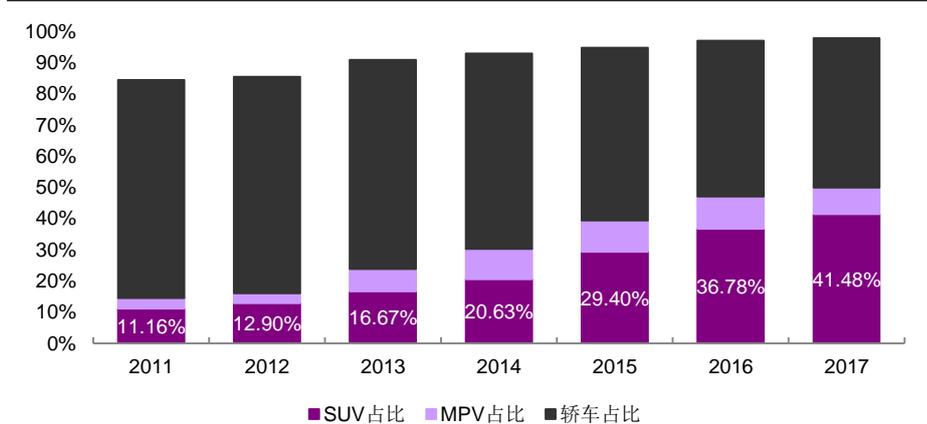
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所

图 24: 自主品牌 SUV 车型占比变化



资料来源: 中汽协, 光大证券研究所

图 25: 乘用车 SUV 车型占比



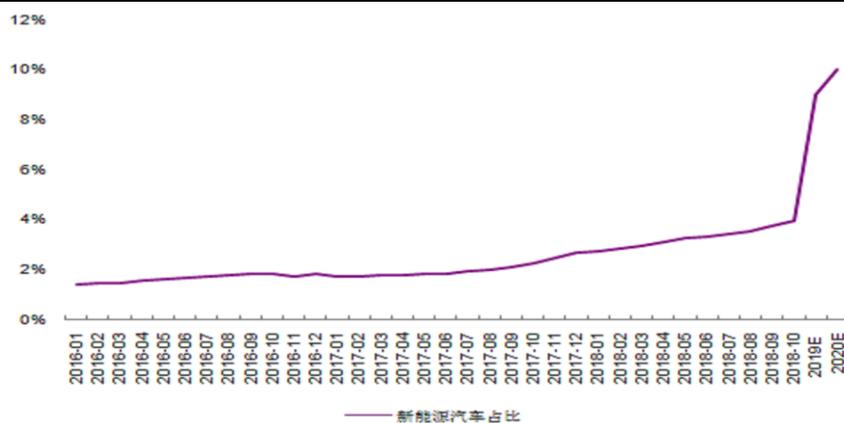
资料来源: 中汽协, 光大证券研究所

我们认为始于 2011 年 SUV 行业快速普及和朱格拉周期的时间存在相关性。如果把 2001 年中国加入 WTO 作为中国汽车元年, 轿车在很长一段时间是私家车的代表, 而 2011 年 SUV 在乘用车行业的占比首次超过 10%, 这一过程历时 10 年, 大致和朱格拉周期的时间相当, 我们认为主流厂家为了迎合 SUV 市场需求, 无论合资还是自主品牌在车型研发储备上都加大了投入相关车型投入, 企业对该领域资本开支的投入属于行业而非个人行为, 这正是朱格拉周期的内在含义。那么下一轮朱格拉周期大致在何时启动, 会以什么方式释放系统性的红利呢?

新能源和智能网联技术驱动的智能汽车大概率将成为朱格拉周期在汽车行业释放下一次红利的“抓手”, 启动时点大概率在 2020-2023 年前后。我们有以下几个理由判断 2020-2023 年前后, 以新能源和智能网联技术驱动

的智能汽车会成为汽车行业下一次朱格拉周期启动的产物。首先按照前述我们对汽车行业朱格拉周期的理解，2001 年开始计算大致 10-11 年的周期，下一次朱格拉周期启动的时点在 2021-2023 年前后。其次，美国经济学家 Harry S.Dent 曾以汽车为例阐述了新技术新产业的 S 型演化模式，他认为新产品的社会渗透率达到 10% 后会开始加速普及。我们在 2011 年 SUV 行业的普及过程中也观察到了这一特点。截至 2018 年 11 月新能源汽车在汽车行业内部的渗透率是 4%，工信部部长苗圩在接受央视专访时透露，我们国家新能源汽车 2019 年要占到 8%，2020 年要占到 10%。《汽车产业中长期发展规划》中明确表述了，2020 年汽车 DA（驾驶辅助）、PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）系统新车装配率超过 50%，网联式驾驶辅助系统装配率达到 10%。我们认为，无论是时间上看，还是新技术普及的渗透率来看，2020-2023 都会是朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点。

图 26：中国新能源汽车销量占比



资料来源：中汽协，央视网（工信部部长苗圩预测），光大证券研究所

最后我们统计了主流汽车集团对新能源汽车的中期规划，2020-2025 年是各大车企新能源车型投放期，这在供给层面保证了朱格拉周期的落地。

表 4：主流车企新能源汽车规划

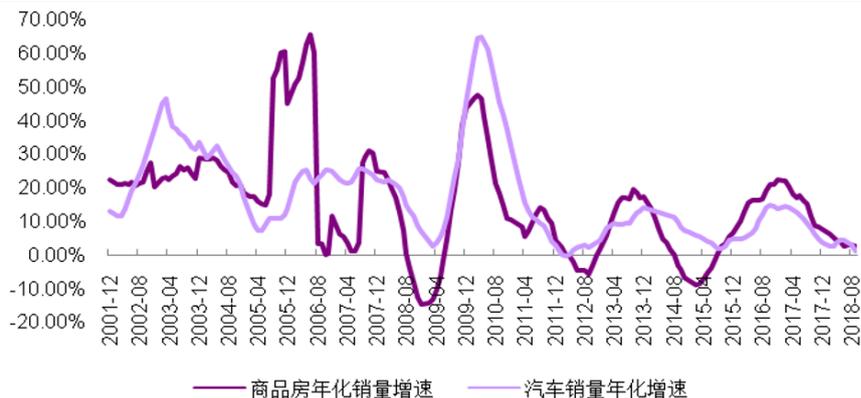
车企	2020 年左右的计划	2025 年左右的计划
大众集团	在中国，到 2020 年推出超出 30 款新能源车型，交付约 40 万辆新能源汽车；	在中国，新能源汽车交付量将达到约 150 万辆；大众集团计划在全球生产 100 万辆 MEB 车型，约 2/3 在中国销售，将有 1000 万辆基于 MEB 平台打造的电动汽车；大众计划将电动汽车年度销售量提高到 300 万辆；旗下各品牌将推出共计超过 80 款电动车型，包括 50 款纯电动车型及 30 款插电式混合动力车型。预计到 2025 年，大众汽车集团销售的新车中约有四分之一将是纯电动汽车；
宝马集团	到 2021 年，集团将拥有五款纯电动车型；	到 2025 年，宝马集团将提供 25 款电动车型，其中 12 款为纯电动车型；
丰田	自 2020 年起，以中国市场为开端加速导入纯电动车型；	到 2025 年，在全球市场提供 10 款以上的纯电动车型；
本田		到 2025 年，本田将在中国推出 20 款以上电动化车型；
现代集团	现代汽车集团将在 2020 年之前推出 26 款新能源汽车，涵盖现代和企业。这 26 款新车型包括 12 款混动车型、6 款插电式混动车型、2 款纯电动车型以及 2 款氢燃料电池车型等；到 2020 年现代汽车集团在新能源汽车市场的年销量有望达到 30 万台；	到 2025 年，现代汽车将投入 38 款新能源车型，覆盖 EV、HEV、PHEV、FCEV；
福特	到 2020 年，新能源车销量占福特全球总销量的 10-25%；	计划到 2025 年销售 40 款电动汽车，其中 16 款纯电动汽车；
奔驰		2025 年推出 10 款电动车型，销量将会占据奔驰整体销量的 15%-25%左右；
通用	至 2020 年，将在中国推出至少 10 款新能源车型；	而到 2025 年，别克、雪佛兰、凯迪拉克三大全球品牌旗下在华将近全部车型都将实现电气化；
菲克	至 2022 年，Jeep 将推出 10 款插电式混合动力车型和 4 款纯电动车型。Jeep 将在中国推出 4 款插电式混合动力版本车型以及 4 款纯电动车型。 至 2022 年，玛莎拉蒂将打造针对新能源的 MaseratiBlue 品牌，推出 8 款插电式混合动力车型以及 4 款纯电动车型；	
日产		预计到 2025 年电动车将占公司总销售额的 40%；至 2023 年，日产汽车将向中国投放 20 款电动化车型，覆盖日产、启辰、英菲尼迪和东风品牌；
PSA	从 2019 年开始，PSA 旗下每种车型都将提供电动版和混动版；未来两年规划推出 15 款车型。包括 8 款插电式混动式车型，以及 7 款纯电动车型；	
沃尔沃	从 2019 年起，沃尔沃将会启动全面电气化战略；在 2021 年前，沃尔沃将会推出 5 款纯电动车型；	到 2025 年其纯电动车将占其总销量的 50%左右；
长安		在 2025 年，开始全面停止销售传统意义的燃油车，实现全谱系产品的电气化；长安到 2025 年将累计推出全新纯电动车 21 款，插电式混合动力 12 款；
北汽		2025 年在全国全面停售燃油车
广汽	每年至少推出两款全新智联纯电动产品。 2020 年，广汽集团新能源车型产品将多达 20 余款。 2020 年新能源汽车（包括油电混动车型）在集团总销量（目标 240 万辆）中的占比要达到 10%，即 24 万辆。	
吉利	2018 年吉利表示未来 3 年内将推出 30 多款新能源和节能车型；	
东风	到 2022 年，东风汽车有限公司将推进电驱动化车销售占比 30%。	
奇瑞	到 2020 年，奇瑞新能源将挑战 20 万辆的销量目标。同时奇瑞汽车也有望在这一年实现全部车型电动化。	
上汽	预计到 2020 年，上汽集团新能源汽车的目标年销量将突破 60 万辆，其中，自主品牌新能源汽车销量达到 20 万辆。	

资料来源：太平洋汽车、搜狐汽车、汽车之家等媒体网站，光大证券研究所整理

3.3、房地产挤压效应影响行业增速中枢

地产和汽车消费的联动性是一种相关性而非因果性。市场普遍把地产和汽车的销量作为下游需求的重点监测数据，认为房地产和汽车消费具有较强的关联性，部分观点把此种现象归因为地产的财富效应。实际上地产和汽车是居民端最主要的非金融资产项，其销售情况反映了居民端的资本开支。

图 27：商品房和汽车销售增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们可以看到 2008 年底地产销售早于汽车复苏，2012 年初汽车销量先于房地产复苏，2015 年前三季度地产销售复苏但汽车景气周期仍然下行。因此房地产对汽车的需求拉动仅仅是一种相关关系而非因果关系，时间上并没有必然的先后传导，那么如何理解这种相关性呢？

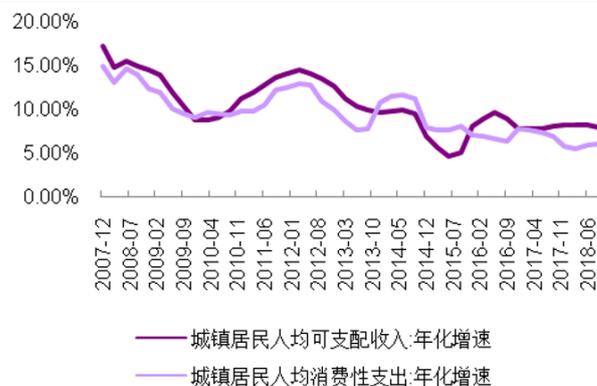
我们认为，连接汽车和地产销售背后共同的因素是经济周期的复苏，而对居民可支配收入变化预期的传导。房地产销量的复苏一般会领先房地产投资，而房地产投资是固定资产投资的重要组成部分，同时会拉动相关产业链，如工业上游企业的景气上行，是经济周期复苏的重要因素。而经济周期的复苏会增加居民可支配收入提升的预期，从而增加潜在购买力，从而拉动消费品景气周期。

图 28：房地产销量和投资增速对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 29：城镇居民人均可支配收入和消费性支出对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

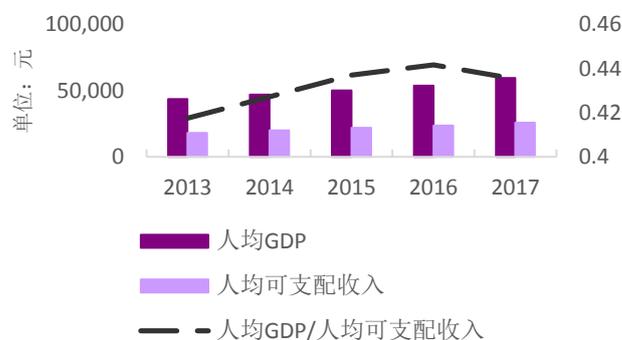
人均可支配收入和车价是影响汽车消费和普及的两个重要因素，人均可支配收入是长期影响因素，购置税减免作用于车价，属于阶段性影响因素，二者对汽车普及施加影响的级别不同。在分析汽车普及规律的时候存在 R 值规律 ($R = \text{平均车价} / \text{人均 GDP}$)，R 值规律就是指当车价是人均 GDP 的 3-5 倍时，一国的千人汽车保有量会快速提升。而汽车平均价格相对稳定，影响 R 的主要因素是国民收入，我国居民人均可支配收入仅占人均 GDP 的 40% 左右，用人均可支配收入表征潜在购买力更贴切。因此，根据 R 值规律，人均可支配收入和车价的变化是影响汽车销售和普及的两个重要因素，其中人均可支配收入的变化是一个长期因素，而平均车价相对是一个稳定的指标，购置税减免对车价这一因素起到了阶段性的扰动。

图 30：乘用车售价相对平稳



资料来源：Wind，光大证券研究所

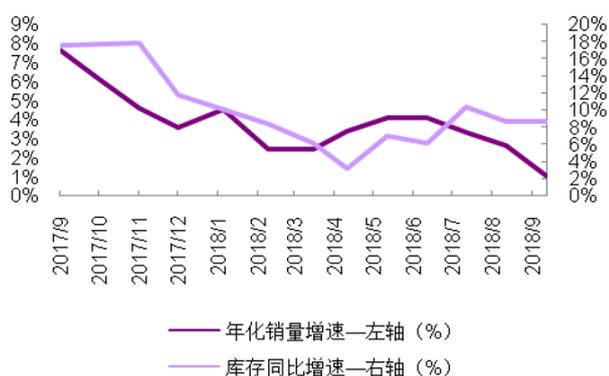
图 31：人均支配收入和人均 GDP 对比



资料来源：Wind，光大证券研究所

房地产对汽车消费的挤出效应是 2018 年销量超预期下滑的边际因素，且对居民可支配收入的影响偏长期，会压抑汽车的潜在需求从而影响行业成长中枢。汽车行业自 2017 年下半年进入主动去库以来，库存持续去化，反映了市场对于汽车需求景气下行预期达成一致，但 2018 年二季度发生了旺季补库行为，同期厂家的批发销量和终端的零售销量却并没有复苏迹象，因此该补库行为延缓了主动去库的节奏。随着三季度淡季来临，终端需求超预期下滑，预计二季度以来回补的库存会在四季度持续去化。值得重点关注的是 18 年三季度终端需求的严重下滑，2018 年 9 月年化销量增速接近零增长，在 09 年以来的这几轮汽车周期中罕见。我们认为导致 2018 年行业孱弱终端需求有以下几方面的原因：1) 购置税优惠在 18 年退坡。2) 行业库存周期处于主动去库阶段。3) 房地产对居民端消费行为的挤压。其中购置税影响的是 R 值中的分子项，是阶段性因素，库存周期的影响是周期性因素，是对需求的压抑而非消灭，而房地产的挤压效应影响的是 R 值中的分母项，影响的是行业的增速中枢。

图 32：汽车行业处于主动去库存期



资料来源：Wind，光大证券研究所

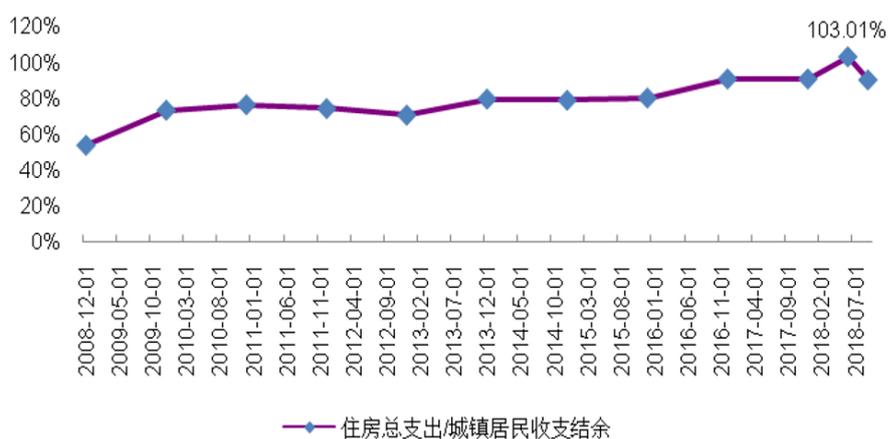
图 33：汽车终端增速接近零增长



资料来源：Wind，光大证券研究所

为了进一步量化判断房地产对消费行为的挤压，我们测算了居民购房支出对人均收支结余的比例关系，来表征房地产对居民消费端的压力大小。我们假设购房首付比例 30%，贷款周期 20 年，采取等额本金法，还款利率 5%。可以看到 2008 年以来居民住房支出对城镇居民收支结余的比例持续攀升，在 2018 年二季度该比值更是达到了约 100%，而该比值的上升主要来自利息支出的提升，这意味着在不影响日常消费开支的情况下，房地产支出已经完全挤压了居民潜在购买力。需要指出的是，这仅仅是一个静态的测算，这种挤压效应受到房价、利率、可支配收入等因素走势的影响，但居民端高杠杆率的去化是一个偏长期的过程，这会影响居民消费，尤其是汽车这样金额较大的可选消费，对汽车行业成长中枢是一个偏长期的压抑。

图 34：居民住房支出对消费行为挤压测算



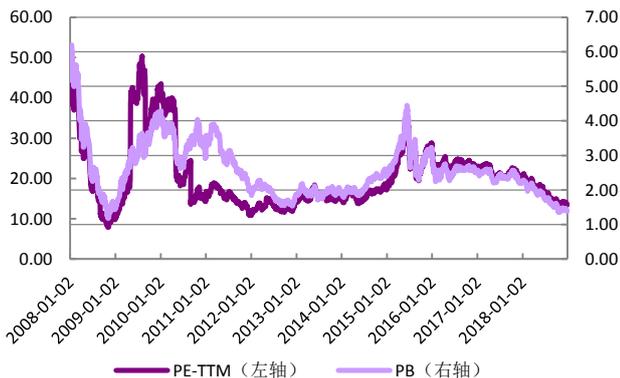
资料来源：Wind，光大证券研究所

4、投资建议

4.1、行业估值处于历史底部区域

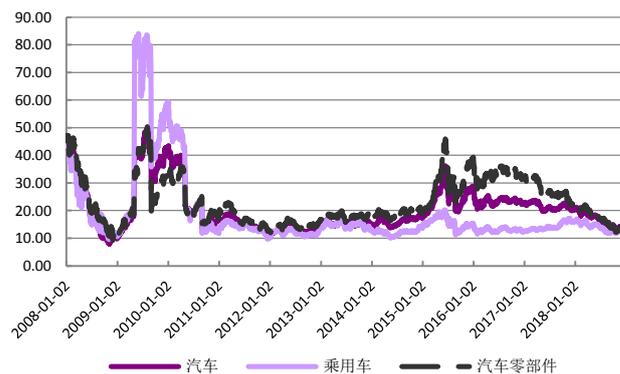
截止到2018年12月28日，申万汽车板块PE估值为13.5，PB估值为1.4，基本处于板块历史估值底部区域。申万乘用车板块PE估值为12.7，申万汽车零部件PE估值为12.9，板块内子行业估值也收敛到历史底部区域。

图 35：汽车板块 PE 和 PB 估值均处于历史底部区域



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 36：汽车板块内子行业估值收敛至历史底部区域

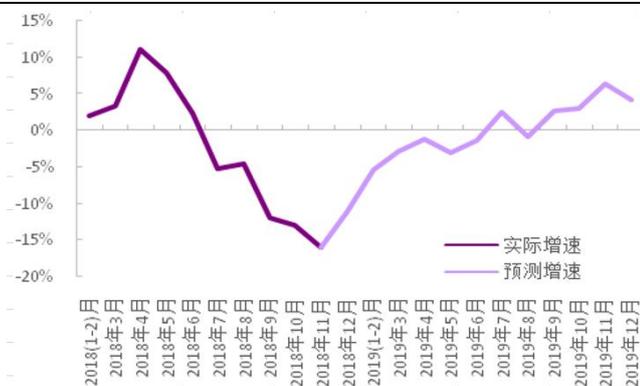


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、行业销量增速继续探底，19 年边际改善

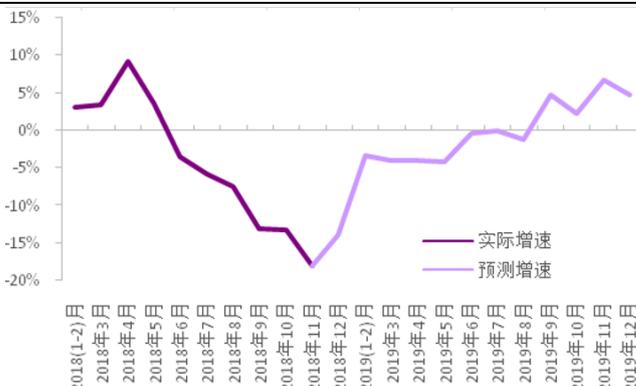
2018年11月汽车销售254.8万辆，环比增长7.1%，同比下降13.9%，累积2537.7万辆。其中乘用车销售217.3万辆，环比增长6.2%，同比下降16.1%；商用车销售37.4万辆，环比增长12.3%，同比增长1.7%。2018年1-11月乘用车行业累积增速下滑3%，我们预计18年乘用车批发销量下滑3%-5%，考虑到汽车时钟处于萧条末期，19年指向行业复苏期，中性假设乘用车19年零增长，根据历史均值回归上看，18年四季度或成本轮汽车周期销量增速底部，19年增速边际改善，19年下半年行业增速有望转正。

图 37：乘用车批发销量增速预测



资料来源：中汽协，光大证券研究所预测

图 38：乘用车零售销量增速预测

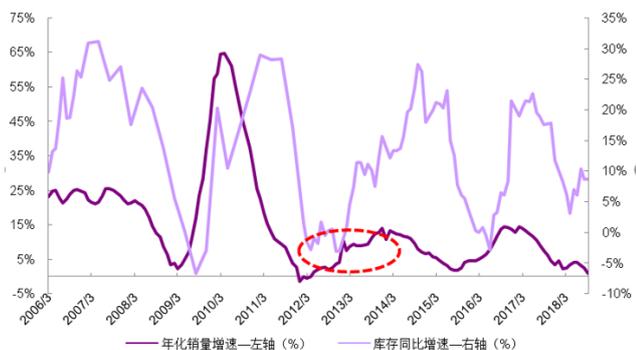


资料来源：乘联会，光大证券研究所预测

4.3、预计 2019 年汽车时钟位置和板块估值水平类似 2012 年

春躁可期，板块性配置良机仍需等待。目前汽车时钟处于萧条末期，类似 2011 年底，而板块估值水平也接近 2011 年末。预计 2019 年行业的周期位置和板块的估值水平和 2012 年较为类似。2012 年板块于年初实现了阶段性超额收益后二季度随市场下跌大幅跑输，最终于 2012 年三季度开始实现持续性较好的超额收益。我们认为随着春节前旺季临近，行业渠道库存会开始去化，由于基数效应，19 年一季度相较 18 年四季度乘用车增速大概率边际改善，四季度销量大概率会成为这一轮行业周期的销量增速底部。同时节前处于业绩空窗期，考虑到行业估值水平接近历史底部，板块春躁行情可期。预计 19 年下半年行业增速有望转正，社融的拐点触发后会令需求的复苏更具韧性，届时会形成板块更好的配置机会。

图 39：预计 2019 年汽车时钟位置和 2012 年类似



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 40：2012 年板块超额收益复盘



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、重点公司推荐

光大汽车时钟显示汽车行业处于本轮周期萧条末期。随着 19 年厂商库存调整以及销量增速边际改善，汽车库存周期将由主动去库阶段过渡到被动去库阶段，行业有望进入复苏期。参考 2012 年，在行业复苏期，业绩确定、弹性较大的企业更易受益。

2012 年长城汽车 (601633.SH) 和长安汽车 (000625.SZ) 股价涨幅排名整车板块的前两名。长城汽车和长安汽车 2012 年销量增速分别为 24% 和 56%，超过同期狭义乘用车 8% 的整体增速。长城汽车销量增长得益于 2011 年以来的 SUV 普及带来的红利，长安汽车销量的增长则受益于新品周期带来的精准需求覆盖。

2011 年以来 SUV 的快速普及是朱格拉周期在乘用车行业的一次红利释放，而新能源汽车大概率将成为朱格拉周期在汽车行业释放下一次红利的“抓手”。在补贴退坡的情况下，18 年前 11 个月新能源乘用车销量仍然保持 80% 以上的增速水平。我们预测 2019 年和 2020 年新能源乘用车渗透率有望分别到达 5.5% 和 10% 左右。比亚迪作为自主品牌新能源汽车的龙头，于 18 年和 19 年开启强势产品周期，其有望受益新能源汽车普及和汽车行业复苏期带来的红利。

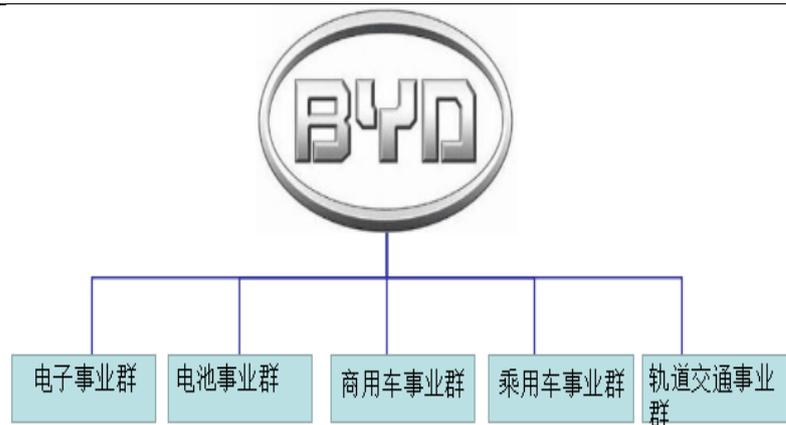
在汽车零部件中，抓住行业升级机遇、拥有高质核心客户的企业将在行业复苏期中随下游销量回暖而受益。车灯进口替代龙头星宇股份，合资企业客户占比高，有望受益于日系和德系品牌的新品周期。作为全球顶级汽车玻璃供应商，福耀玻璃将率先受益行业的复苏，并且伴随全景天窗和高附加值玻璃的普及，产品有望量价齐升。

5.1、比亚迪 (002594.SZ)

比亚迪成立于 1995 年 2 月，成立之初主要涉及电池业务。2003 年，比亚迪收购西安秦川汽车有限责任公司（现“比亚迪汽车有限公司”），正式进入汽车制造与销售领域，开始民族自主品牌汽车的发展征程。2016 年比亚迪进一步布局轨道交通业务，实现了从电池大王到新能源汽车行业领头羊的完美转型。现如今比亚迪业务布局涵盖电子、汽车、新能源和轨道交通等领域，并在这些领域发挥着举足轻重的作用，公司 2002 年，2011 年分别在深交所，深交所上市。

我们看好比亚迪在经历基本面改善与技术进步后，成为自主品牌的新能源汽车龙头。伴随 2018 年下半年爆款车型的投放，2019 年产品周期的开启，比亚迪作为全球唯一三电自主的新能源汽车品牌，有望在本轮的新车周期中获得领先。

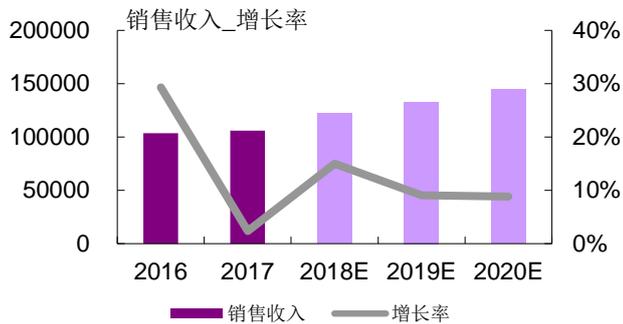
图 41：比亚迪主要事业部构架



资料来源：公司官网，光大证券研究所

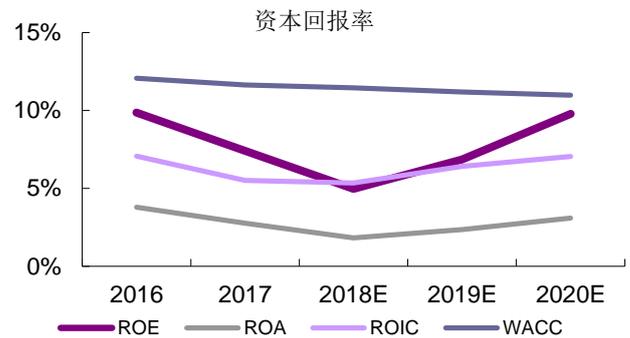
- **基本面反转，组织架构理顺锐意革新成效显著：** 比亚迪 2018 年在基本
面大幅反转，主要取决于两个因素：1) 组织架构理顺：2017 年 11 月，
比亚迪打破原先引以为荣的“垂直封闭式生产供应体系”，进行事业
部制组织架构调整，同时，公司核心供应链宣布对外开放，目前已与
长安、东风等车厂展开实质性合作。2) 王朝系列推出，设计语言改善：
比亚迪力邀前奥迪设计师总监艾格加盟，2017 年推出了“Dragon Face”
概念的王朝系列车型，在技术上比亚迪聘请前奔驰底盘调校专家汉斯、
NVH 高级专家车熙范以及 200 多位国际技术人才加盟。王朝系列的换
代销量大增，获得了大幅成功。
- **E 平台构架值得关注，品质突破质变：** 2018 年下半年，厚积薄发的比
亚迪推出多款重量级新能源车。包括元 EV360，秦 Pro, 唐 EV600 等。
多款重磅新车陆续发布获成功背后，是比亚迪全新开发的纯电构架设
计 E 平台，其 33111 战略，将电驱动集成模块、充配电集成模块、车
载电器集成模块三大模块进行集成，对成本有望实现 30% 的降低。除
了模块集成化，e 平台产品还采用了稀土永磁电机，降低体积和重量的
同时提高了动力性能。此外，IGBT 做到自主供应，开创了国内自主品
牌的前列。
- **强势产品周期开启，未来两年布局领先：** 2020 年，随着补贴被取消，
主流合资公司、自主品牌、造车新势力将全力布局中国市场。2017-2019
是比亚迪的产品大年，伴随 2017 年 BYD 王朝系列的全面推出，2018
年 E 平台来袭大幅换代，BYD 2018 年推出的重点王朝纯电车型 2019
年全年爬坡，展望 2019 年，比亚迪有望共计推出 7 款新车，大幅领先
竞争对手，在本轮新车布局上有望进一步领先。2018 年，比亚迪新能
源汽车销量目标 20 万辆，并首次超越燃油车。新能源汽车销量有望两
年翻倍。

图 46: 比亚迪销售收入与增长率预测 (百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 47: 比亚迪资本回报率预测



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

表 5: 比亚迪板块盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
分板块营收拆分						
总营收 (亿元)	1,034.70	1,059.15	1,218.29	1,329.02	1,446.40	1,646.76
yoy	29.32%	2.36%	15.03%	9.09%	8.83%	13.85%
汽车及相关产品 (乘用车) (亿元)	424.10	412.24	570.82	637.23	668.03	764.53
客车与商用车 (亿元)	146.00	154.00	114.00	104.40	102.00	102.00
手机部件及组装业务 (亿元)	390.94	404.73	445.21	489.73	538.70	592.57
二次充电电池及光伏业务 (亿元)	73.44	87.67	87.67	87.67	87.67	87.67
其他业务 (含云轨) (亿元)	0.22	0.51	0.61	10.00	50.00	100.00
分板块毛利率拆分						
汽车及相关产品 (乘用车)	28.24%	24.31%	20.47%	23.36%	22.85%	17.99%
客车与商用车	38.00%	30.00%	23.79%	19.77%	17.65%	17.65%
手机部件及组装业务	9.98%	13.09%	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%
二次充电电池及光伏业务	14.52%	12.21%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
其他业务 (含云轨)	9.74%	19.50%	10.00%	3.00%	3.00%	3.00%
分板块营收比例拆分						
汽车及相关产品 (乘用车)	34.81%	33.84%	46.85%	52.30%	54.83%	62.75%
客车与商用车	11.98%	12.64%	9.36%	8.57%	8.37%	8.37%
手机部件及组装业务	32.09%	33.22%	36.54%	40.20%	44.22%	48.64%
二次充电电池及光伏业务	6.03%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%	7.20%
其他业务 (含云轨)	0.02%	0.04%	0.05%	0.82%	4.10%	8.21%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

估值与盈利预测: 根据我们的盈利预测, 公司 18/19/2020 的营收为 1218 亿、1329 亿元、1446 亿元; 净利润为 28.5 亿、42.1 亿、66.5 亿元, 对应净利润增长率为 -29%、48%、58%, 对应 EPS 分别为 1.04 元、1.54 元与 2.44 元, 对应当前股价 PE 为 49 倍、33 倍与 21 倍。鉴于公司为新能源汽车自主品牌的龙头, 具备新能源概念, 我们认为可以给予一定的估值溢价。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 6: 比亚迪可比公司

股票名称 市值(亿) 股价(元)	EPS					PE				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
广汽集团 1052.79 10.29	0.97	1.48	1.20	1.35	1.51	11	7	9	8	7
众泰汽车 87.80 4.33	0.16	0.56	0.58	0.65	0.71	27	8	7	7	6
上汽集团 3115.98 26.67	2.90	2.95	3.20	3.46	3.72	9	9	8	8	7
江淮汽车 91.07 4.81	0.61	0.23	0.14	0.19	0.20	8	21	34	25	24
平均						14	11	15	12	11
比亚迪 1391.35 51.00	1.85	1.49	1.04	1.54	2.44	28	34	49	33	21

资料来源: Wind, 比亚迪为光大证券研究所预测, 其余为 Wind 一致预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	103,470	105,915	121,829	132,902	144,640
营业收入增长率	29.32%	2.36%	15.03%	9.09%	8.83%
净利润(百万元)	5,052	4,066	2,849	4,213	6,649
净利润增长率	78.94%	-19.51%	-29.93%	47.87%	57.80%
EPS(元)	1.85	1.49	1.04	1.54	2.44
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.86%	7.39%	4.96%	6.85%	9.79%
P/E	28	34	49	33	21
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.41	14.19	14.14	12.58	11.68

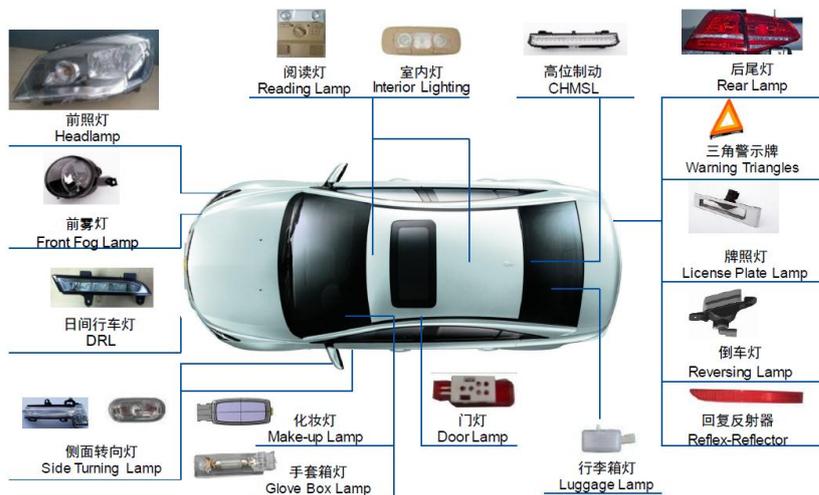
资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

风险提示: 新能源政策波动风险, 业绩不达预期风险, 竞争格局恶化风险。

5.2、星宇股份（601799.SH）

星宇股份是车灯自主替代龙头，有望成为国内一流汽车零部件配套企业。车灯价值量高，市场空间大，LED 化价量齐升，是零部件企业中难得的赛道优，成长性高，确定性较高的优质零部件龙头企业。

图 48：汽车车灯的组成



资料来源：公司官网

- **进口替代车灯龙头，冉冉升起的车灯明星：**星宇股份是目前最大的内资车灯企业，客户结构优质，合资客户占比超过 70%，包括一汽大众、一汽丰田、上汽大众、上汽通用、德国宝马等国内外主要汽车整车制造企业。上市以来，2011-2017 的年营收复合增长率为 25.29%。净利润年复合增长率 17.26%。此外，公司的订单也获得了有序的增长：公司在客户拓展的深度和广度上持续提高，显示出较强的竞争力。2017 年公司承接车灯新项目 72 个，2018Q3 承接新项目 35 个。优质的新项目为公司未来发展提供了强有力的保障。
- **市场潜力巨大，一超多强格局：**在汽车零部件中配套体系中，车灯的价值量仅次于发动机，变速箱与座椅，名列前茅，具有较大的市场空间。考虑到随 LED 渗透率提高带来车灯价值中枢的上升，2020 年我国实际车灯市场规模将有望突破 500 亿元。目前，车灯行业市场集中度较高，前五大厂商占据全球 60% 以上的市场份额。外资巨头把控。其中星宇是一超多强局面中唯一的内资企业。
- **竞争优势明显，德系日系客户发展向好：**公司纳入大众，宝马，丰田配套体系，相比合资企业，星宇具有较大的成本优势，国产替代需求明确。成本优势主要来源于较高的自产率，与本土的研发团队。迈过开拓市场阶段，未来伴随规模效益与工艺进步，良品率和毛利率有望持续企稳回升。伴随德系产能扩张与日系在华加大投资，客户新品周期的开启，公司作为供应商，有望大幅受益。
- **智能车灯来袭，产品均价中枢持续提高：**LED 车灯由于其体积小易造型，耗电低环保等特点，成为消费升级新趋势，渗透率快速提升。销

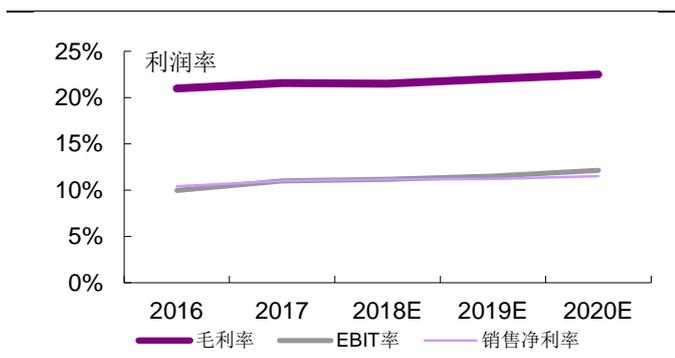
量近三年复合增长率为 65.3%。我们预计 2020 年 LED 的车灯渗透率将由目前的 10% 达到 30%，渗透率提升前景巨大。LED 大灯的价值量约为传统车灯的两倍左右，带动产品均价中枢持续提高。此外，公司募投项目中对智能大灯 ADC 与 AFS 的布局开启智能汽车布局先驱。

表 7：我国汽车车灯配套格局

汽车企业	车灯主要配套企业
一汽大众	长春海拉、上海小糸、常州星宇
一汽丰田	天津斯坦雷、湖北法雷奥、上海小糸、常州星宇
天津一汽	天津车灯厂、常州星宇、长春长海等
上海大众	上海小糸、常州星宇
上海通用	上海小糸、常州星宇
广州本田	广州斯坦雷
东风日产	湖北法雷奥
北京现代	北京三立
北京奔驰	北京海拉
东风本田	广州斯坦雷
东风神龙	湖北法雷奥
东风悦达起亚	江苏摩比斯
长安汽车	上海小糸、湖北法雷奥、大茂伟世通等
吉利	浙江天肿、江苏常诚、大茂伟世通、常州星宇等
江淮	浙江天肿、江苏常诚、大茂伟世通等
北汽福田	北京海拉、常州星宇、浙江天肿、山东鲁得贝等
奇瑞	常州星宇、山东鲁得贝、大茂伟世通、浙江天肿、上海小糸等

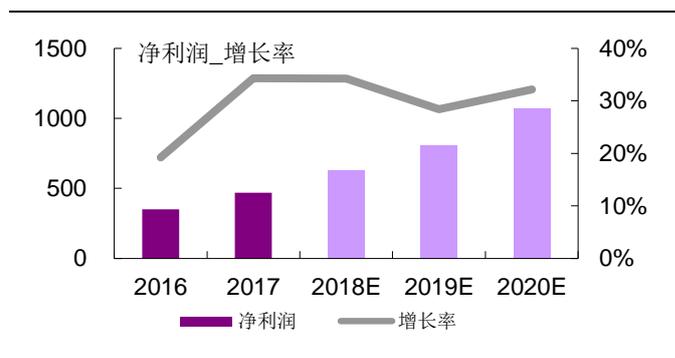
资料来源：Marklines，光大证券研究所整理

图 49：星宇股份利润率预测



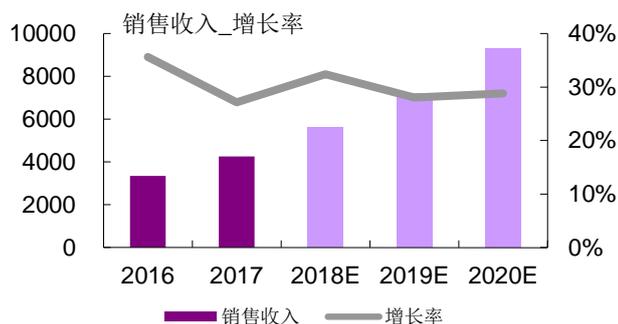
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 50：星宇股份净利润与增长率预测（百万元）



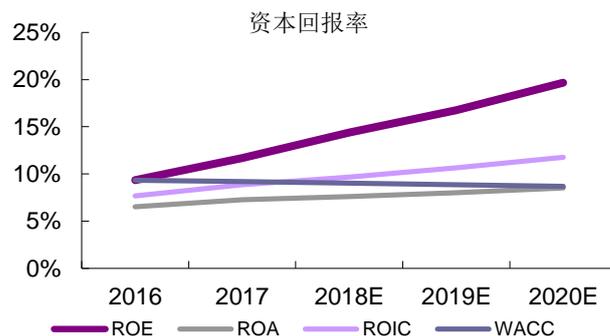
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 51: 星宇股份销售收入与增长率预测 (百万元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

图 52: 星宇股份资本回报率预测

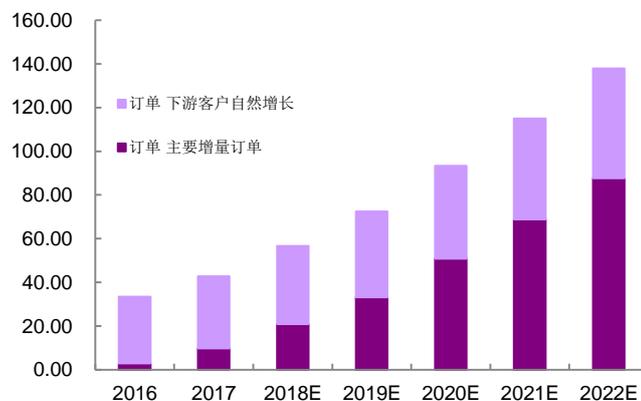


资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

业绩预测的主要假设:

营收方面: 公司主要客户为一汽大众, 一汽丰田, 上汽大众, 奇瑞等。主要根据业绩占比与下游客户的终端销量预测情况进行了营收增长的测算。对公司额外的主要订单 (主要是 LED 与大灯的车型) 我们拆分出来进行列举表加总, 进行了增量的单独计算, 并入总营收进行测算。

图 53: 星宇股份营收拆分与汇总预测 (单位: 百万元)



资料来源: 上市公司公告, 光大证券研究所预测

毛利率方面: 我们预计, 公司的毛利率在 2018 为相对低点, 主要是前期市场客户铺设, 新产品爬坡中良品率测试, 以及产能利用率不足所致。2019 年, 我们预计, 毛利率将伴随良品率提高和大众主要车型的放量而小幅企稳回升。目前, 公司 LED 大灯毛利率 24-25% 左右, LED 产品占比 20%。LED 比例达到一定上量可以提升, 我们按照 18/19/20 年分别为 21.5%、22%、22.5% 来简单测算。

图 54：星宇股份毛利率走势预计



资料来源：上市公司公告，光大证券研究所预测

估值与盈利预测：根据我们的盈利预测，公司 18/19/2020 的营收为 56.35 亿、72.15 亿、92.96 亿元；净利润为 6.31 亿、8.10 亿、10.70 亿元，对应净利润增长率为 34.25%、28.40%、32.14%，对应 EPS 为 2.28 元、2.93 元与 3.88 元，当前股价对应 PE 为 21 倍、16 倍与 12 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 8：星宇股份可比公司

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS					PE				
			2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
华域汽车	575.37	18.40	1.93	2.08	2.53	2.52	2.74	10	9	7	7	7
精锻科技	48.20	12.23	0.47	0.62	0.76	0.95	1.19	26	20	16	13	10
宁波华翔	62.81	10.43	1.35	1.27	1.12	1.40	1.68	8	8	9	7	6
继锋股份	49.64	7.65	0.59	0.46	0.50	0.59	0.70	13	17	15	13	11
平均								14	13	12	10	9
星宇股份	130.00	47.50	1.27	1.70	2.28	2.93	3.88	37	28	21	16	12

资料来源：Wind，星宇股份光大证券研究所预测，其余为 Wind 一致预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,346.89	4,255.42	5,634.84	7,215.47	9,295.65
营业收入增长率	35.64%	27.15%	32.42%	28.05%	28.83%
净利润(百万元)	349.90	469.98	630.96	810.16	1,070.52
净利润增长率	19.22%	34.32%	34.25%	28.40%	32.14%
EPS(元)	1.27	1.70	2.28	2.93	3.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.33%	11.68%	14.38%	16.75%	19.66%
P/E	37	28	21	16	12
P/B	3.5	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	29.11	22.67	18.73	15.47	12.55

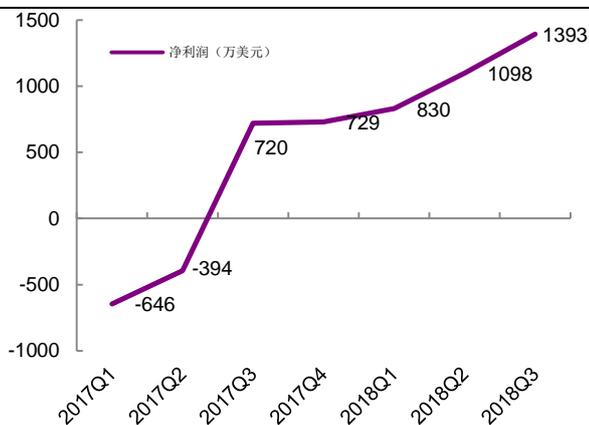
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

风险提示：行业增长不及预期，技术普及不及预期，客户拓展不及预期。

品牌与豪华车品牌，综合毛利率稳定维持在 40% 以上的水平，2012 年的 38.15% 提升至 2017 年的 42.76%，获得了极高的认可度与竞争优势。

- **市场空间近千亿，寡头格局壁垒极高：**我们预计，2020 年国内汽车玻璃市场规模将达到 281 亿元(OEM 规模 243 亿元,AM 规模 39 亿元)，全球汽车玻璃市场规模为 777 亿元 (OEM 规模 562 亿元, AM 规模 215 亿元)，2017 年福耀玻璃营收 187 亿元，天花板依然未到达。目前国际汽车玻璃市场集中度极高，前五大生产商份额超过 80%，是典型的寡头格局。福耀玻璃具备极强的成本优势与极高的投资认证壁垒，我们预计，福耀玻璃的市占率有望进一步提升。
- **行业稳健增长，汽车玻璃价量齐升：**近年来，受益于 SUV 渗透率提高、车身设计理念、全景天窗普及等趋势，汽车平均单车玻璃面积持续增加（每年 2-3 个点）。此外，高附加值玻璃（智能玻璃，包边玻璃等）渗透率的提升（每年 2-3 个点）进一步增加了玻璃的单位价值量。受益于汽车玻璃价量齐升的发展趋势，福耀玻璃持续实现高于汽车行业产销量的增长。
- **海外市场持续向好，未来成为新的增长极：**面对美国汽车玻璃供不应求的局面，福耀玻璃选择战略海外建厂，美国一二期产能已经完成投产，2017 年三季度，海外工厂盈亏平衡，2018 年进一步正向盈利，旨在争取北美市场的 1/3。目前，美国产能爬坡稳步推进，未来三年，在手订单助力市场进一步开拓，营收规模有望突破 40 亿元。此外，俄罗斯表斯市场企稳，海外业务将成为未来三年福耀玻璃的重要看点。

图 58：福耀玻璃美国业务净利润爬坡情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

业绩预测的主要假设：

我们认为福耀玻璃将长期实现高于行业的增长，主要来源于以下三个因素的叠加：1) 单车玻璃面积增大；2) 智能玻璃渗透率提高；3) 全景天窗的进一步普及。因此，我们认为未来三年，福耀玻璃在国内的营收增速将持续保持高于行业增速。

海外市场业绩的测算，美国的产能布局与产能利用率是测算美国市场的关键。因此，我们根据产业链调研的信息，对美国的营收部分进行

了测算。我们认为，未来3-5年，随着福耀美国一期持续产能爬坡，二期计划于2018年2月建设完毕，美国的产能将实现550万套产能，并将实现营收的阶梯式迈进，伴随产能逐步爬坡，将成为福耀玻璃海外的重要增长极。

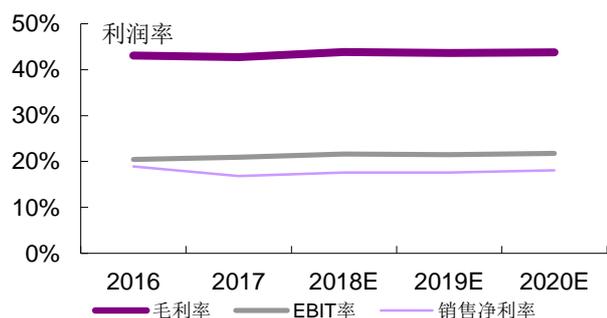
表 9：福耀玻璃营收业绩拆分

营收 (亿元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
国内营收	106.75	112.03	118.28	125.43	133.37	144.02
内产外销+AM	54.48	56.11	58.36	60.72	63.18	67.86
美国	7.24	13.90	23.05	34.74	34.73	35.88
俄罗斯	4.02	5.12	6.69	9.80	13.59	14.04
总计	172.49	187.16	206.38	230.7	244.89	261.80
YOY		12.6%	10.27%	11.78%	6.15%	6.91%

占比	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
国内营收	61.89%	59.86%	57.31%	54.37%	54.46%	55.01%
内产外销+AM	31.59%	29.98%	28.28%	26.32%	25.80%	25.92%
美国	4.20%	7.43%	11.17%	15.06%	14.18%	13.71%
俄罗斯	2.33%	2.74%	3.24%	4.25%	5.55%	5.36%

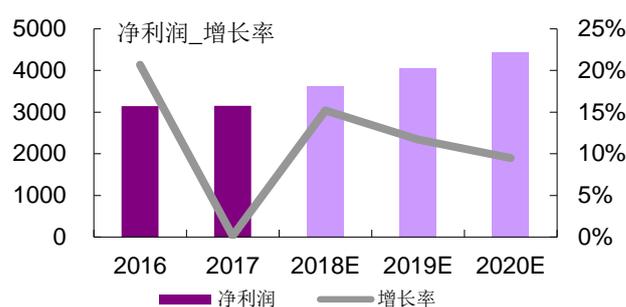
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 59：福耀玻璃净利率预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 60：福耀玻璃净利润预测 (百万元)



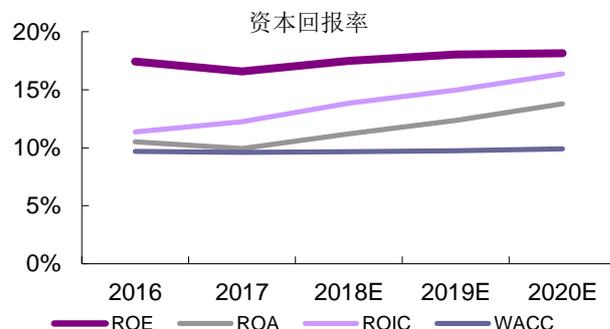
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 61：福耀玻璃营收预测 (百万元)



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 62：福耀玻璃资本回报率预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

估值与盈利预测：根据我们的盈利预测，公司18/19/2020的营收为206.38亿，230.70亿，244.89亿元；净利润为37.02亿，41.31亿，44.90亿元，对应净利润增长率为17.57%，11.59%，6.15%，对应EPS分别为1.48元、1.65元与1.79元，当前股价对应PE15倍，14倍与13倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 10：福耀玻璃可比公司情况

股票名称	市值(亿)	股价(元)	EPS					PE				
			2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
星宇股份	130.00	47.50	1.27	1.70	2.28	2.93	3.88	37	28	21	16	12
华域汽车	575.37	18.40	1.93	2.08	2.53	2.52	2.74	10	9	7	7	7
宁波华翔	62.81	10.43	1.35	1.27	1.12	1.40	1.68	8	8	9	7	6
精锻科技	48.20	12.23	0.47	0.62	0.76	0.95	1.19	26	20	16	13	10
平均								20	16	13	11	9
福耀玻璃	563.00	22.78	1.25	1.26	1.48	1.65	1.79	18	18	15	14	13

资料来源：Wind，福耀玻璃为光大证券研究所预测，其余为Wind一致预测，股价时间为2018年12月28日

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,621.34	18,715.61	20,637.95	23,070.17	24,488.81
营业收入增长率	22.45%	12.6%	10.27%	11.78%	6.15%
净利润(百万元)	3,144.23	3,148.75	3,702.08	4,131.00	4,490.25
净利润增长率	20.68%	0.14%	17.57%	11.59%	8.70%
EPS(元)	1.25	1.26	1.48	1.65	1.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.44%	16.57%	17.78%	18.29%	18.29%
P/E	18	18	15	14	13
P/B	3.2	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.56	12.32	10.50	9.47	8.58

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2018年12月28日

风险提示：汽车销量不及预期，海外增长不及预期，汇兑损益波动风险，原材料价格波动风险。

6、风险分析

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。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	目标价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
				17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
002594	比亚迪	51.00	56.12	1.49	1.04	1.54	34	49	33	2.5	2.4	2.3	增持	首次
600660	福耀玻璃	22.78	35.68	1.26	1.48	1.65	18	15	14	3.0	2.7	2.5	增持	首次
601799	星宇股份	47.50	60.25	1.70	2.28	2.93	28	21	16	3.3	3.0	2.7	增持	首次

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

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