

## 汽车整车行业

# “汽车早周期”投资机会如何把握？

✍️ : 黄细里 执业证书编号: S1230518050001  
☎️ : 021-80106011  
✉️ : huangxili@stocke.com.cn

### 报告导读

2019年战略上乐观，战术上务实。上半年精选抗周期个股【中国汽研】，下半年核心把握“汽车早周期”真正来临的时间。

### 投资要点

#### □ 复盘 2012：“汽车早周期”的经验与教训

2012年乘用车跑赢大盘 15%。超配的策略容易看对，节奏却容易看错。一旦节奏踏错，亏损幅度大（个股跌幅超过 30% 不是没有可能）。2012 年先后出现 2 次汽车股配置佳点：1) 2012 年 1 月初。2) 2012 年 9 月初。但 2012 年 6-8 月份汽车股出现了“凶残的最后一跌”，难以躲过。一句话形容 2012 年：市场起先对“汽车早周期”布局早了，真的来了，却反应慢了。背后原因是：市场的预期与基本面验证存在时间差。2012 年完美策略是自上而下和自下而上紧密结合，宏观及行业研究能力相配合。2012 年稳健策略是纯粹自下而上精选基本面过硬的个股，即使“最后一跌”也能较好度过，例如：长安+长城。

#### □ 2019 年处境比 2012 年更难

两次处境相同点：1) 均因购置税补贴实施与退出带来的周期轮回。2) 均是景气复苏之年，且驱动因素相似。第一，货币政策趋向宽松。第二，预期刺激汽车消费政策出台。2019 年处境更难原因：1) 出台与 2012 年补贴力度相当的政策概率相对更大，但汽车需求向上弹性更弱。假设单车补贴 3000 元，覆盖车型销量占比约 15%，补贴金额约 100 亿元，2019 年狭义乘用车零售销量增速预计同比下滑 2.7%，相比 2018 年向上改善了 3.1%（弱于 2012 年的 5.4%）。2) 汽车板块 PB 绝对值更低（目前 1.33 倍，低于 2012 年 1 月初 1.5 倍），市场对汽车资产的未来回报率预期更低。3) 新能源汽车复制 SUV 逻辑存在瑕疵。

#### □ 2019 年战略上乐观，战术上务实

投资思路：2019 年建议超配汽车板块，行情演绎模式类似于 2012 年。核心逻辑是估值修复+景气复苏。因市场及产业学习能力，时间节奏大概率会提前反应。因处境更难于 2012 年，2019 年股价上下波动幅度预计不会超过 2012 年。2019 年上半年策略：1) 最佳配置抗周期品种【中国汽研】。“业绩有加快的内生增长且几乎不受宏观经济影响+估值处于历史低位+分红率历史较高”（《2018/12/07 中国汽研深度报告：国六催化，新一轮成长正开启》）。2) 第一波汽车股的反弹（春季躁动下的表现），大概率还能持续一段时间，建议适度参与。优先“基本面见底早于行业+估值历史低位+后续仍有较强新车周期”的【长安汽车+江铃汽车】，其次跌幅较深且反弹幅度小的【长城汽车+上汽集团】。

2019 年下半年策略：核心把握真正“汽车早周期”来临时间，结合估值和新车周期强势程度来定乘用车个股的配置顺序，当下仍需紧密观察。

#### □ 风险提示

中美贸易战摩擦进一步扩大等。

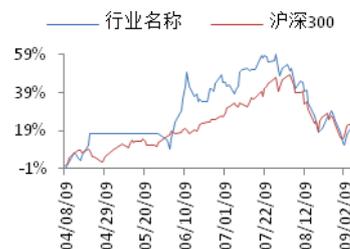
### 细分行业评级

汽车整车 看好

### 公司推荐

中国汽研 推荐

### 52 周行业走势图



### 相关报告

- 1《乘用车终端景气度深度分析第 7 期——11 月量价齐跌继续探底》2018.12.14
- 2《乘用车终端景气度深度分析第 6 期——10 月合资折扣增加明显》2018.11.10
- 3《柴油车排放升级专题报告：战略布局国六，“万润股份”最受益》2018.11.02
- 4《汽油车排放升级专题报告：深度解读国六提前实施带来的影响》2018.10.20
- 5《9 月车市预计继续承压，优选龙头》2018.09.16

报告撰写人：黄细里

数据支持人：黄细里

## 正文目录

<b>1. 复盘 2012：“汽车早周期”的经验与教训</b> .....	<b>4</b>
1.1. 第一阶段（2011/12/13-2012/3/9）：抢跑“汽车早周期” .....	5
1.2. 第二阶段（2012/3/10-2012/5/31）：横盘调整为主 .....	6
1.3. 第三阶段（2012/6/1-2012/8/31）：凶残的最后一跌 .....	8
1.4. 第四阶段（2012/9/1-2012/12/31）：真的“汽车早周期”行情来了 .....	10
<b>2. 2019 年处境比 2012 年更难</b> .....	<b>12</b>
2.1. 形成原因相同且当下现状相似（货币宽松+预期刺激政策） .....	12
2.2. 不同点 1：汽车需求向上弹性更弱 .....	13
2.3. 不同点 2：汽车板块 PB 绝对值更低 .....	14
2.4. 不同点 3：新能源汽车复制 SUV 逻辑存在瑕疵 .....	15
<b>3. 2019 年战略上乐观，战术上务实</b> .....	<b>15</b>
3.1. 上半年精选抗周期个股【中国汽研】 .....	16
3.2. 下半年核心把握“汽车早周期”真正来临的时间 .....	16

## 图表目录

图 1: 2012 年乘用车板块行情复盘总结 .....	4
图 2: 2012 年汽车板块中“长城+长安”绝对收益最佳 .....	4
图 3: 乘用车相关个股均取得不错收益率 (2011/12/13-2012/3/9) .....	5
图 4: 乘用车相关个股的估值 (PE) 修复明显 .....	5
图 5: 乘用车相关个股的估值 (PB) 修复明显 .....	5
图 6: 2011/12/5 及 2012/2/24 央行先后 2 次降准 .....	6
图 7: 2011 年 12 月狭义乘用车产量/批发/零售同比增速见底 .....	6
图 8: 除了长安和长城, 其余个股基本没有绝对收益率 (2012/3/10-2012/5/31) .....	6
图 9: 长安和长城估值 (PE) 继续修复 .....	6
图 10: 长安和长城估值 (PB) 继续修复 .....	6
图 11: 两次降准后 M2 和新增贷款 4-5 月却放缓 .....	7
图 12: 工业增加值同比 3-5 月份走低 .....	7
图 13: 汽车板块迎来了新一轮下跌 (2012/6/1-2012/8/31) .....	8
图 14: 汽车板块估值 (PE) 整体下降 .....	8
图 15: 汽车板块估值 (PB) 整体下降 .....	8
图 16: 两次降准后 M2 和新增贷款 4-5 月却放缓 .....	9
图 17: 工业增加值同比 6-8 月份继续走低 .....	9
图 18: 第 8 批节能惠民汽车的车型目录需满足条件 .....	10
图 19: 第 8 批节能车型享受补贴金额测算 (按照 2012 年销量) .....	10
图 20: 汽车板块迎来了真的“汽车早周期”行情 (2012/9/1-2012/12/31) .....	10
图 21: 汽车板块估值 (PE) 整体修复 .....	10
图 22: 汽车板块估值 (PB) 整体修复 .....	10
图 23: M2 同比和新增贷款 10-12 月份依然处于下滑 .....	11
图 24: 工业增加值同比 9-12 月份逐步复苏 .....	11
图 25: 2019 年和 2012 年比较研究的框架 .....	12
图 26: M2 同比增速及新增贷款均处于下行通道 .....	13
图 27: 本轮周期和 2011-2012 年工业增加值的比较 .....	13
图 28: 目前乘用车及零部件板块 PB 均低于 2012 年 1 月 .....	14
图 29: 目前上汽/长安/长城 PB 均低于 2012 年 1 月 .....	14
图 30: 上汽集团 2012 年季报业绩持续下行 .....	14
图 31: 长安和长城 2012 年报表业绩逐步好转 .....	14
图 32: 2009-2017 年 SUV 经历了黄金发展时期 .....	15
图 33: 2010-2016 年乘用车企业盈利能力显著回升 .....	15

## 1. 复盘 2012：“汽车早周期”的经验与教训

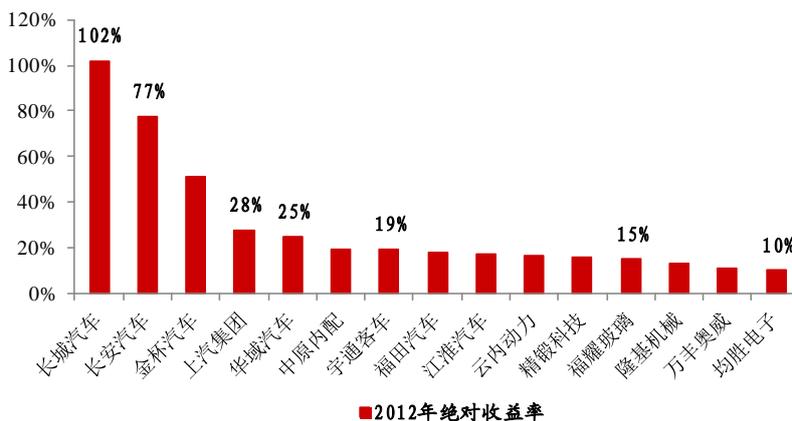
2012 年乘用车是显著跑赢大盘（SW 乘用车比万得全 A 涨幅高 15%左右）。超配的策略容易看对，节奏却容易看错。一旦节奏踏错，亏损幅度大（个股跌幅超过 30%不是没有可能）。2012 年出现 2 次配置汽车股佳点：1）2012 年 1 月初。2）2012 年 9 月初。但 2012 年 6-8 月份汽车股出现了“凶残的最后一跌”，却难以躲过。一句话形容 2012 年：市场起先对“汽车早周期”布局早了，真的来了，却反应慢了。背后原因是：市场的预期与基本面验证存在时间差。2012 年完美策略是自上而下和自下而上紧密结合，宏观及行业研究能力相配合。2012 年稳健策略是纯粹自下而上精选基本面过硬的个股，即使“最后一跌”也能较好度过，例如：长安+长城。

图 1：2012 年乘用车板块行情复盘总结



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 2：2012 年汽车板块中“长城+长安”绝对收益最佳



资料来源：wind，浙商证券研究所

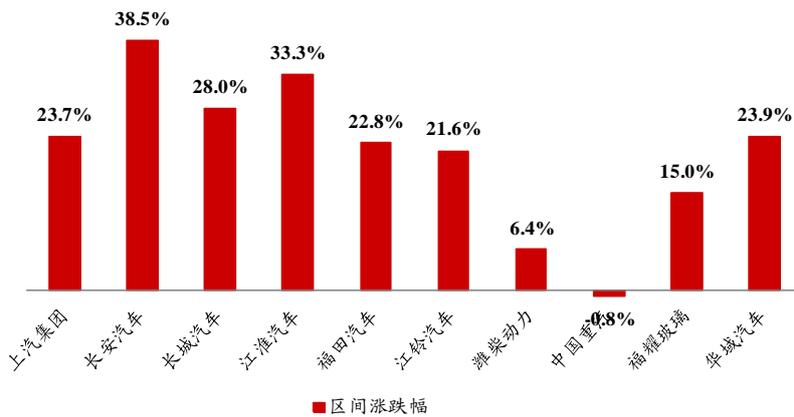
汽车（特指乘用车）行业处于国民经济产业链的下游位置，属于耐用消费品，是一个家庭除了房子以外，单价第二贵的支出项目，具有消费属性的同时带有一定的金融属性，需求变动核心在于居民可支配收入的变化（受货币政策影响）。因此，汽车与宏观经济周期整体保持一致，且具有一定的领先性。所谓“汽车早周期”投资机会，亦是强调在宏观经济由周期衰退向周期复苏的拐点时期，汽车需求属于领先复苏的行业，适合优先布局。

### 1.1. 第一阶段（2011/12/13-2012/3/9）：抢跑“汽车早周期”

特征：持续近3个月，乘用车板块绝对收益率27%，相对收益率18%，长安汽车收益率最高（38.5%，估值修复最明显），扩散顺序：主流乘用车企业—其他车企及零部件。

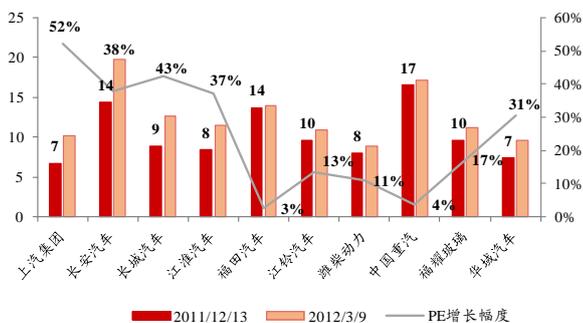
2011/12/13-2012/3/9 期间权重个股表现：长安汽车股价涨幅38.5%，其中PE<sup>TTM</sup>从14倍修复至20倍，PB从1.2倍修复至1.6倍。江淮汽车股价涨幅33.3%，其中PE<sup>TTM</sup>从8倍修复至12倍，PB从1.3倍修复至1.8倍。长城汽车股价涨幅28%，其中PE<sup>TTM</sup>从9倍修复至13倍，PB从2.1倍修复至2.6倍。上汽集团股价涨幅23.7%，其中PE<sup>TTM</sup>从7倍修复至10倍，PB从1.5倍修复至1.7倍。华域汽车股价涨幅24%，其中PE<sup>TTM</sup>从7倍修复至10倍，PB从1.3倍修复至1.8倍。福耀玻璃股价涨幅15%，其中PE<sup>TTM</sup>从10倍修复至11倍，PB从2.7倍修复至3.1倍。

图3：乘用车相关个股均取得不错收益率（2011/12/13-2012/3/9）



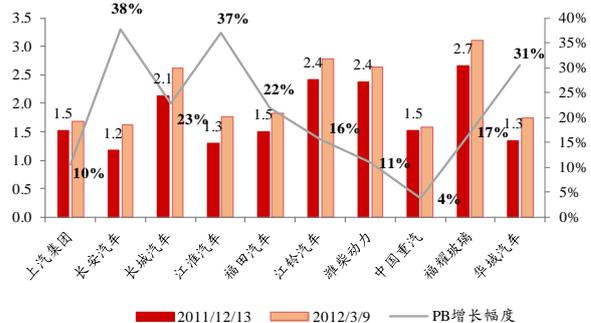
资料来源：wind，浙商证券研究所

图4：乘用车相关个股的估值（PE）修复明显



资料来源：wind，浙商证券研究所

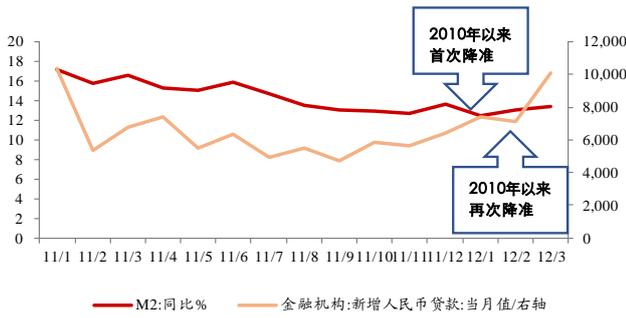
图5：乘用车相关个股的估值（PB）修复明显



资料来源：wind，浙商证券研究所

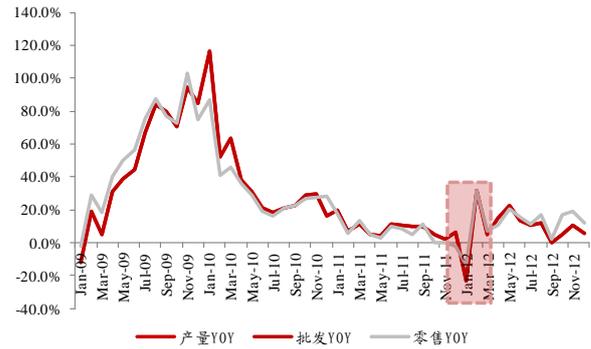
之所以发生抢跑“汽车早周期”行情：1) 连续2次降准，预期货币政策趋向宽松。2011年12月5日和2012年2月24日央行先后2次下调存款准备金率（降准），结束自2010年以来累计12次加准周期，市场预期货币政策后期将继续转向宽松，将有助于汽车需求的复苏。M2同比增速在2012年1月见底（同比12.4%），并逐步企稳回升至13.4%（3月）。新增人民币贷款2011年12月-2012年3月处于不断上升趋势。2) 乘用车销量同比增速1月见底后逐步恢复，市场前期过渡悲观情绪产生修复。狭义乘用车销量同比增速2011年12月同比下滑2%，2012年1-2月累计同比增长3.7%（春节因素需看累计），3月同比增长7%，见底企稳。3) 预期政府将出台刺激汽车消费的补贴政策。2012年2月24日工信部出台了《2012年度党政机关公务用车选用车型目录（征求意见稿）》，要求公务车需要采购自主品牌，对整体车市消费增长没有效果，但有助于自主品牌消费增长，也助于市场认为后续政府还将出台更进一步的刺激政策。被传较多的可能方案：1) 开始新一轮“汽车下乡”。2) 汽车“以旧换新”。

图 6：2011/12/5 及 2012/2/24 央行先后 2 次降准



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 7：2011 年 12 月狭义乘用车产量/批发/零售同比增速见底



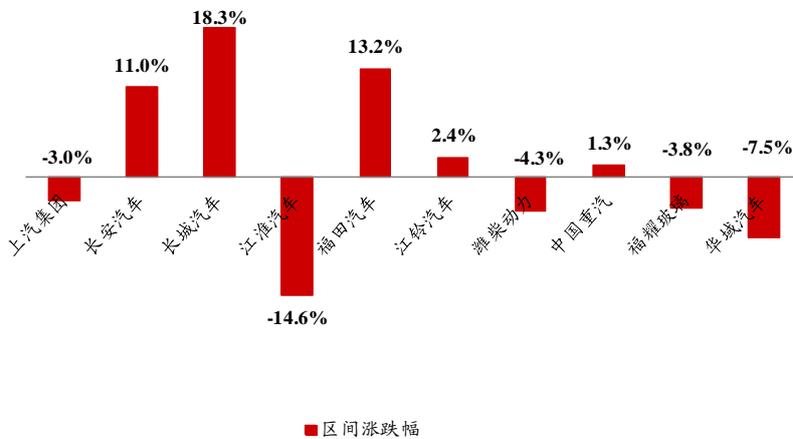
资料来源：乘联会，浙商证券研究所

## 1.2. 第二阶段（2012/3/10-2012/5/31）：横盘调整为主

特征：持续近 3 个月，乘用车板块绝对收益率-2.3%，相对收益率 0%，长城汽车表现最佳（18.3%），其次是长安汽车（11%），其余乘用车相关个股均无正收益。

2012/3/10-2012/5/31 期间权重个股表现：长城汽车股价涨幅 18.3%，其中  $PE^{TTM}$  从 13 倍上升至 14 倍，PB 从 2.6 倍上升至 3 倍。长安汽车股价涨幅 18.3%，其中  $PE^{TTM}$  从 20 倍上升至 65 倍，PB 从 1.6 倍上升至 1.8 倍。上汽集团股价跌幅 3%，其中  $PE^{TTM}$  从 10 倍下降至 8 倍，PB 从 1.7 倍下降至 1.6 倍。华域汽车股价跌幅 7.5%，其中  $PE^{TTM}$  从 10 倍下降至 9 倍，PB 从 1.8 倍下降至 1.5 倍。福耀玻璃股价跌幅 3.8%， $PE^{TTM}$  稳定 12 倍，PB 从 2.9 倍下降至 2.7 倍。

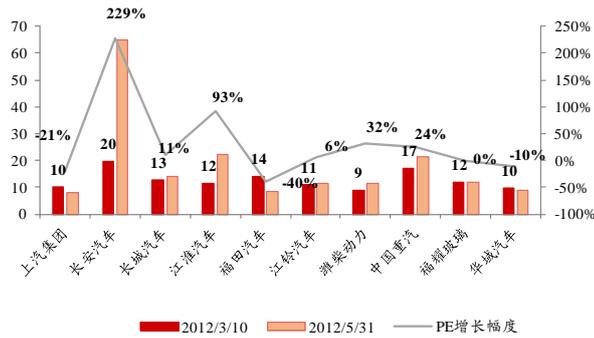
图 8：除了长安和长城，其余个股基本没有绝对收益率（2012/3/10-2012/5/31）



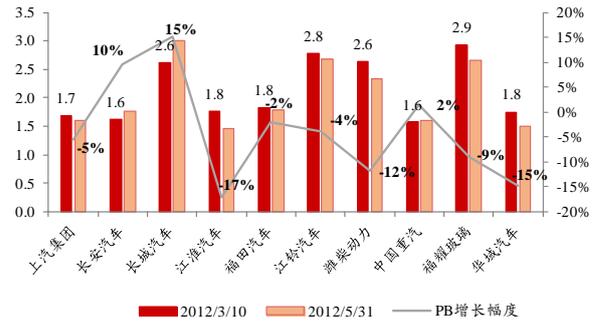
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 9：长安和长城估值（PE）继续修复

图 10：长安和长城估值（PB）继续修复



资料来源: wind, 浙商证券研究所

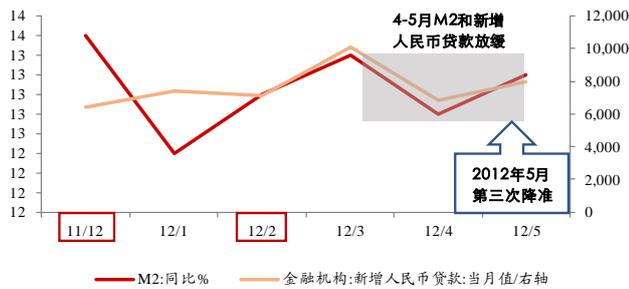


资料来源: wind, 浙商证券研究所

这个阶段汽车股横盘为主的原因: 1) 货币宽松效果依然还未体现出经济的好转。虽然 2011 年 12 月和 2012 年 2 月央行连续进行了 2 次降准, M2 和新增贷款在 1-3 月份有明显回升, 但 4 月份开始却又掉头往下。而且工业增加值同比 3-5 月走低, 分别为: 11.9%, 9.3%, 9.6%。5 月份央行启动了第三次降准, 货币政策进一步宽松。

图 11: 两次降准后 M2 和新增贷款 4-5 月却放缓

图 12: 工业增加值同比 3-5 月份走低



资料来源: wind, 浙商证券研究所



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2) 乘用车销量同比增速整体虽然在改善但库存绝对值依然在较大幅度增加。从乘联会数据上看可知: 2012 年 3-5 月份, 产量增速依然好于批发增速 (企业库存绝对值在增加), 零售增速依然弱于批发增速 (渠道库存绝对值在增加)。加上宏观经济数据不达预期, 进一步导致了市场对乘用车同比增速改善的可持续性担忧。

表 1: 乘用车 2012 年 3-5 月份整体销量增速恢复但库存也在增加

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
<b>产量</b>													
2011	117	80	114	95	87	97	92	97	110	108	116	115	1228
2012	91	108	124	113	112	110	108	113	121	114	127	126	1367
产量 YOY	-22%	35%	9%	19%	28%	12%	17%	17%	10%	6%	10%	9%	11%
<b>批发</b>													
2011	127	77	111	96	89	96	89	95	113	105	114	117	1231
2012	98	102	116	110	109	109	99	107	113	111	126	124	1325
批发 YOY	-23%	32%	5%	15%	23%	14%	11%	12%	0%	5%	11%	6%	8%
<b>企业库存</b>													
	-7	7	8	3	3	0	9	6	8	3	1	2	42
<b>零售</b>													
2011	115	70	100	91	86	88	84	90	109	96	106	124	1160
2012	100	93	107	100	103	102	94	105	112	112	127	139	1293
零售 YOY	-13%	32%	7%	10%	21%	15%	11%	17%	2%	17%	19%	12%	12%

渠道库存 -2 9 10 10 6 8 5 2 2 -1 0 -15 32

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

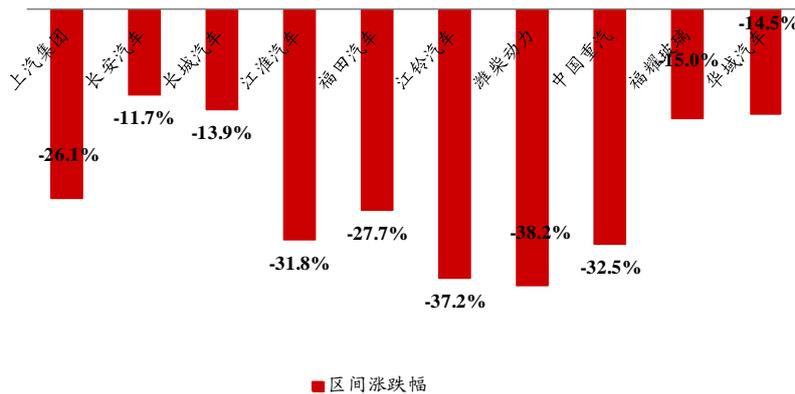
2) 新能源汽车相关政策频出台，但刺激传统汽车消费的补贴政策仍未正式出台，市场仍在等待。2015年5月28日，据路透中国、新浪财经报道，“政府拟出台刺激汽车产业发展的政策，新一轮汽车以旧换新和汽车下乡等预计很快出台”、“财政补贴办法参考2009年”、“主要针对小排量车”。此外虽然政府对房地产整体调控政策依然严控，但部分地方政府已开始对住房公积金政策进行放松，也加强市场对汽车消费政策刺激的期待。

### 1.3. 第三阶段（2012/6/1-2012/8/31）：凶残的最后一跌

特征：持续近3个月，乘用车板块绝对收益率-26%，相对收益率-13%，长安汽车跌幅最少（-11.7%），其次是长城汽车（-13.9%），估值整体迎来了一波幅度较大的下跌。

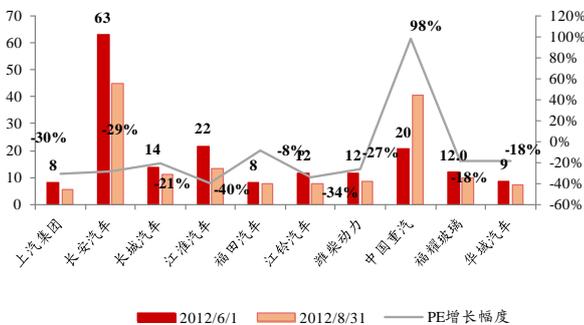
2012/6/1-2012/8/31 期间权重个股表现：长安汽车股价跌幅11.7%，其中PE<sup>TTM</sup>从63倍下降至45，PB从1.7倍下降至1.5倍。长城汽车股价跌幅13.9%，其中PE<sup>TTM</sup>从14倍下降至11倍，PB从3倍下降至2.4倍。上汽集团股价跌幅26.1%，其中PE<sup>TTM</sup>从8倍下降至6倍，PB从1.6倍下降至1.1倍。华域汽车股价跌幅14.5%，其中PE<sup>TTM</sup>从9倍下降至7倍，PB从1.5倍下降至1.2倍。福耀玻璃股价跌幅15%，其中PE<sup>TTM</sup>从12倍下降至10倍，PB从2.7倍下降至2.3倍。

图 13：汽车板块迎来了新一轮下跌（2012/6/1-2012/8/31）



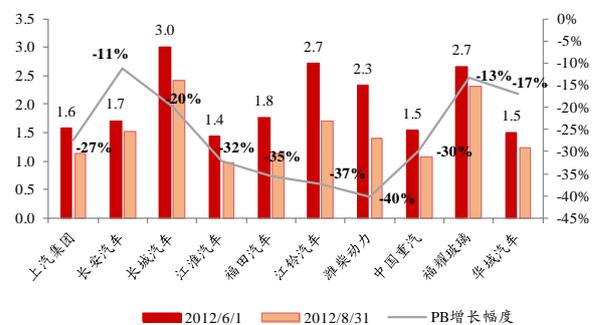
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 14：汽车板块估值（PE）整体下降



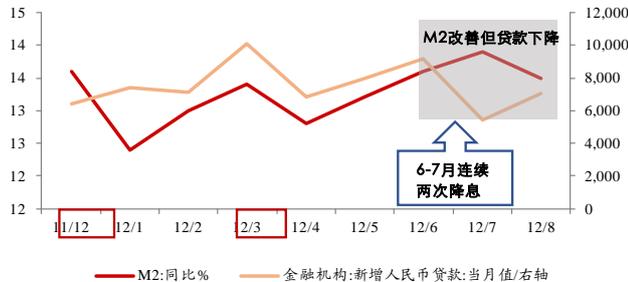
资料来源：wind，浙商证券研究所

图 15：汽车板块估值（PB）整体下降



资料来源：wind，浙商证券研究所

之所以 6-9 月份汽车股迎来了“凶残的最后一跌”：1) 货币政策进一步宽松但经济数据却继续走低。2012 年 6 月 8 日和 2012 年 7 月 6 日央行连续两次降息，幅度均下降 0.25%。从效果上看，M2 同比增速有所恢复，但新增贷款规模依然在走低，而反应经济实际运行效果的工业增加值 6-8 月份持续走低，8 月份最低下降至了 8.9%。这导致了市场对宏观经济未来恢复的信心进一步降低。

**图 16：两次降准后 M2 和新增贷款 4-5 月却放缓**


资料来源：wind，浙商证券研究所

**图 17：工业增加值同比 6-8 月份继续走低**


资料来源：wind，浙商证券研究所

2) 环比 3-5 月，乘用车销量同比增速 6-8 月份有所放缓，且库存绝对值仍在增加。从乘联会数据上看可知：2012 年 6-8 月份，产量同比增速依然好于批发同比增速（企业库存仍在增加），但零售同比增速开始出现走强批发同比增速（但渠道库存绝对值依然在上升）。加上宏观经济数据进一步走低，进一步强化了市场对乘用车同比增速改善的可持续性担忧，造成了对汽车板块的过分悲观情绪。这个阶段，市场忽略掉很重要的一点：乘用车零售同比增速已经开始出现走强批发增速的现象，这表明虽然终端居民实际购买力已经发生了质的改善迹象，只是数据上仍然还不明显。这点在四季度便彰显出来了。

**表 2：乘用车 2012 年 6-8 月乘用车销量增速有所放缓**

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	全年
<b>产量</b>													
2011	117	80	114	95	87	97	92	97	110	108	116	115	1228
2012	91	108	124	113	112	110	108	113	121	114	127	126	1367
产量 YOY	-22%	35%	9%	19%	28%	12%	17%	17%	10%	6%	10%	9%	11%
<b>批发</b>													
2011	127	77	111	96	89	96	89	95	113	105	114	117	1231
2012	98	102	116	110	109	109	99	107	113	111	126	124	1325
批发 YOY	-23%	32%	5%	15%	23%	14%	11%	12%	0%	5%	11%	6%	8%
企业库存	-7	7	8	3	3	0	9	6	8	3	1	2	42
<b>零售</b>													
2011	115	70	100	91	86	88	84	90	109	96	106	124	1160
2012	100	93	107	100	103	102	94	105	112	112	127	139	1293
零售 YOY	-13%	32%	7%	10%	21%	15%	11%	17%	2%	17%	19%	12%	12%
渠道库存	-2	9	10	10	6	8	5	2	2	-1	0	-15	32

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

3) 广州出台限购政策及最终出台刺激政策力度有限，成为“凶残的最后一跌”最大催化剂。1) 当市场已经等待了半年多的刺激消费政策，不仅没有出台，反而地方政府（广州）在 2012 年 6 月 30 日出台了限购政策（7 月 1 日起实施），这点完全出乎意外。2) 2012 年 6 月 31 日上午，重庆市政府召开家电汽车惠农工程电话会议，决定对重庆农民购买辖区内生产的 1.6 升及以下排量的微型客车、轻型、微型载货车按购买汽车销售价格的 6% 给予补贴，最高不超过 3000 元。先于中央，重庆市出台汽车补贴政策，但因受益车企及车型有限，对整体市场拉动微弱。3) 2012

年7月12日三部委公布第八批节能汽车目录，覆盖车型总量达到了约97款，相比第七批（2011年10月）30款有了大幅的提升，且单车补贴价格依然是3000元。根据2012年中汽协公布产销量来测算，满足第8批节能汽车目录的车型销量占乘用车比例约16%，合计享受补贴金额约72亿元，对整体汽车消费拉动相对有限。

图 18：第 8 批节能惠民汽车的车型目录需满足条件

(一) 推广车辆要达到产品综合燃料消耗量标准，具体限值如下：

整车整备质量 (CM) Kg	具有两排及以下座椅且装有手 动挡变速器的车辆 L/100km	具有三排或三排以上座椅或装有非 手动挡变速器的车辆 L/100km
CM≤750	4.8	5.2
750<CM≤865	5.1	5.4
865<CM≤980	5.3	5.7
980<CM≤1090	5.6	6.0
1090<CM≤1205	6.0	6.3
1205<CM≤1320	6.3	6.6
CM>1320	6.7	6.9

资料来源：工信部，浙商证券研究所

图 19：第 8 批节能车型享受补贴金额测算（按照 2012 年销量）

满足补贴条件的车型数量/个	97
享受补贴车型对应2012年销量/万辆	241
补贴车型销量占乘用车比例	16%
单车补贴价格/万元	0.3
补贴金额测算合计/亿元	72

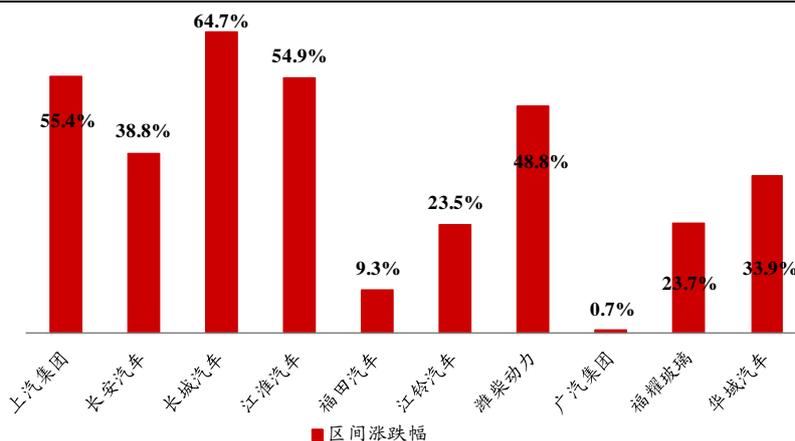
资料来源：工信部，中汽协，浙商证券研究所

#### 1.4. 第四阶段（2012/9/1-2012/12/31）：真的“汽车早周期”行情来了

特征：持续近4个月（未考虑2013年），乘用车板块绝对收益率40%，相对收益率30%，长城汽车收益率最高（64.7%），其次是上汽集团（55.4%），汽车板块迎来整体估值修复。由乘用车扩散至其他车企及零部件板块。

2012/9/1-2012/12/31 期间权重个股表现：长城汽车股价涨幅64.7%，其中PE<sup>TTM</sup>从11倍修复至15倍，PB从2.4倍修复至3.7倍。上汽集团股价上涨55.4%，其中PE<sup>TTM</sup>从6倍修复至8倍，PB从1.1倍修复至1.7倍。长安汽车股价涨幅38.8%，其中PE<sup>TTM</sup>从45倍修复至38倍，PB从1.5倍修复至2.1倍。华域汽车股价上涨33.9%，其中PE<sup>TTM</sup>从7倍修复至9倍，PB从1.2倍修复至1.6倍。福耀玻璃股价上涨23.7%，其中PE<sup>TTM</sup>从10倍修复至12倍，PB从2.3倍修复至2.7倍。

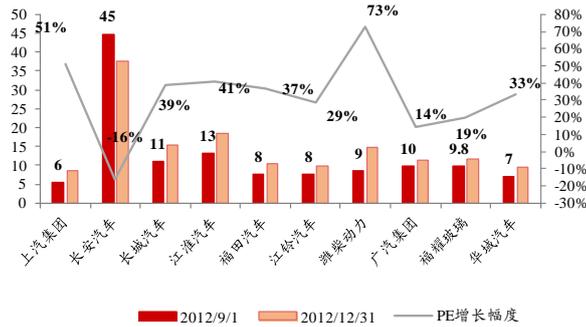
图 20：汽车板块迎来了真的“汽车早周期”行情（2012/9/1-2012/12/31）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 21：汽车板块估值（PE）整体修复

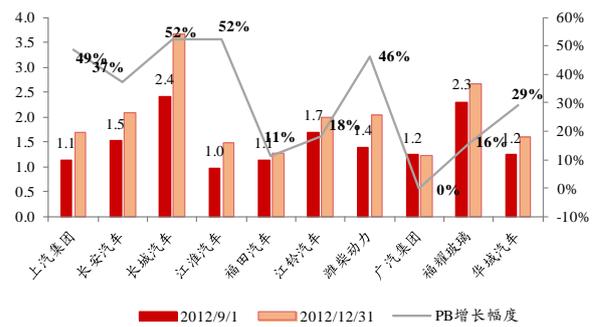
图 22：汽车板块估值（PB）整体修复



资料来源: wind, 浙商证券研究所

推动真的“汽车早周期”行情的原因: 1) 宏观经济数据复苏。自 2011 年 12 月以来, 先后 3 次降准, 2 次降息, 货币政策逐步宽松背景下, 9-12 月份 M2 同比增速环比有所下滑但相比 2011 年底, 依然处于较高位置, 新增人民币贷款数量低位徘徊。但更能反应真实经济运行效果的工业增加值在 8 月份见底后, 9 月份-12 月份进入持续复苏期。

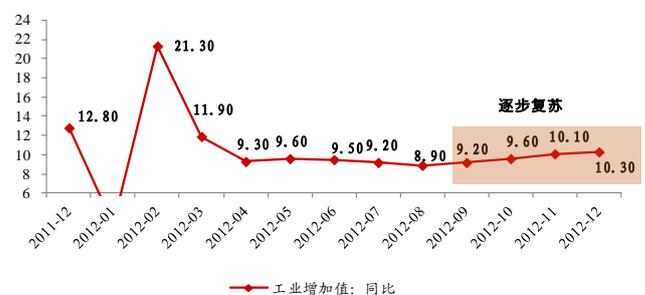
图 23: M2 同比和新增贷款 10-12 月份依然处于下滑



资料来源: wind, 浙商证券研究所



资料来源: wind, 浙商证券研究所



资料来源: wind, 浙商证券研究所

2) 汽车销量同比增速持续改善, 且渠道库存显著下降。从乘联会数据分析来看, 2012 年 9-12 月份, 产量同比增速走强于批发同比增速 (企业库存绝对值依然在增加), 零售销量同比增速显著走强于批发销量增速 (渠道库存绝对值显著下降), 表明终端消费者购买力在持续提升, 本轮主动去库存逐步进入尾声, 将进入被动补库存阶段 (2013 年)。

表 3: 乘用车 2012 年 9-12 月销量增速迎来真正的复苏

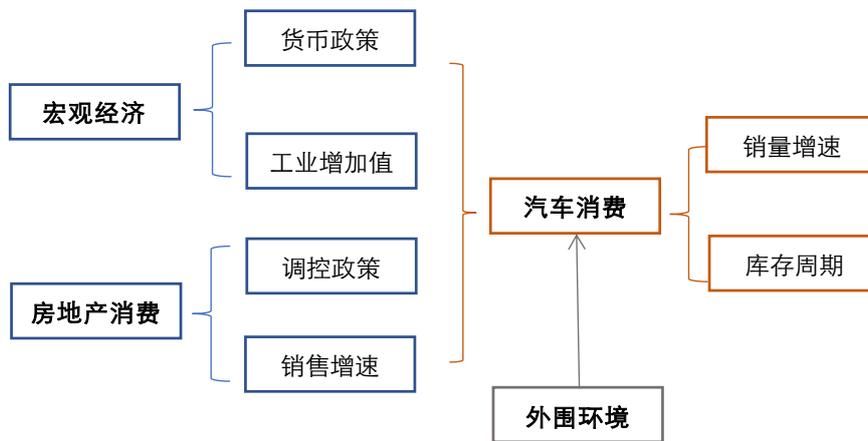
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	全年
<b>产量</b>													
2011	117	80	114	95	87	97	92	97	110	108	116	115	1228
2012	91	108	124	113	112	110	108	113	121	114	127	126	1367
产量 YOY	-22%	35%	9%	19%	28%	12%	17%	17%	10%	6%	10%	9%	11%
<b>批发</b>													
2011	127	77	111	96	89	96	89	95	113	105	114	117	1231
2012	98	102	116	110	109	109	99	107	113	111	126	124	1325
批发 YOY	-23%	32%	5%	15%	23%	14%	11%	12%	0%	5%	11%	6%	8%
<b>企业库存</b>													
	-7	7	8	3	3	0	9	6	8	3	1	2	42
<b>零售</b>													
2011	115	70	100	91	86	88	84	90	109	96	106	124	1160
2012	100	93	107	100	103	102	94	105	112	112	127	139	1293
零售 YOY	-13%	32%	7%	10%	21%	15%	11%	17%	2%	17%	19%	12%	12%
<b>渠道库存</b>													
	-2	9	10	10	6	8	5	2	2	-1	0	-15	32

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

## 2. 2019 年处境比 2012 年更难

两次处境相同点：1) 均因购置税补贴实施与退出带来的周期轮回。2) 均是景气复苏之年，且驱动因素相似。第一，货币政策趋向宽松。第二，预期刺激汽车消费政策出台。**2019 年处境更难原因**：1) 出台与 2012 年补贴力度相当的政策概率相对更大，但汽车需求向上弹性更弱。假设单车补贴 3000 元，覆盖车型销量占比约 15%，补贴金额约 100 亿元，2019 年狭义乘用车零售销量增速预计同比下滑 2.7%，幅度相比 2018 年增加了 3.1%（弱于 2012 年的 5.4%）。2) 汽车板块 PB 绝对值更低（1.33 倍，低于 2012 年 1 月初 1.5 倍），市场对汽车资产的未来回报率预期更低。3) 新能源汽车复制 SUV 逻辑存在瑕疵。

图 25：2019 年和 2012 年比较研究的框架



资料来源：浙商证券研究所

### 2.1. 形成原因相同且当下现状相似（货币宽松+预期刺激政策）

整体来看，2019 年汽车和 2012 年汽车似曾相识。

形成原因相同。前文提及汽车周期与国民经济周期整体保持一致，大约 3-4 年周期轮回一次。2012 和 2019 年均处于汽车周期衰退到复苏的拐点时期，而导致周期变动的催化剂是前期购置税补贴政策刺激。历史上因汽车销量数据大幅下滑，政府迅速出台过 2 次刺激政策迅速拉动整个市场回暖：1) 2008 年 8 月至 2008 年 12 月，受金融危机影响，中国汽车进入短暂负增长阶段，2008 年 H2 汽车销量近 419 万辆，同比-5.2%，之后国家出台小排量购置税政策刺激，并伴随经济回暖，中国汽车销量恢复正增长，2009 年和 2010 年狭义乘用车同比增速分别回升至 55.4%，31.7%。2011 年购置税政策完全退出，狭义乘用车增速回落至 6.1%。2012 年在宏观经济复苏背景下，加上一定程度的节能车补贴刺激下，2012 年狭义乘用车同比增速恢复至 11.5%。2) 2015 年 4 月至 2015 年 9 月，股市进入牛熊转换阶段，居民财富大幅缩水，2015 年 6 月份之后车市销量大幅下滑，之后国家出台小排量购置税政策刺激消费，汽车销量恢复正增长，2016 和 2017 年狭义乘用车销量同比增速分别为 18.6%，2.0%。而 2018 年又是购置税补贴政策完全退出的第一年，狭义乘用车销量增速下滑至-5.8%。

表 4：狭义乘用车历史周期轮回销售数据变化情况

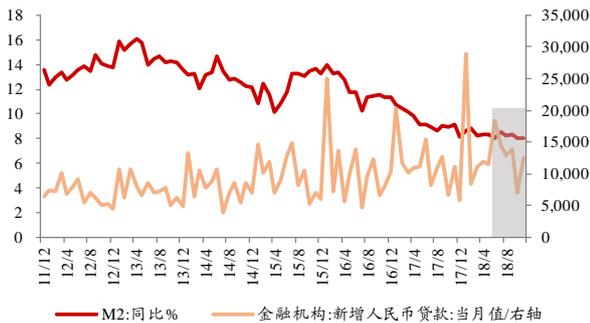
狭义乘用车 YOY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	24.0%	6.3%	49.0%	35.8%	8.1%	11.3%	20.2%	13.9%	7.7%	17.4%	2.7%	-5.0%
批发	25.5%	6.6%	48.5%	34.6%	8.7%	7.6%	23.1%	12.9%	9.7%	16.9%	2.5%	-4.0%
零售	34.8%	6.8%	55.4%	31.7%	6.1%	11.5%	20.8%	13.7%	10.5%	18.6%	2.0%	-5.8%

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

当下现状相似。类似于 2012 年，目前预期 2019 年汽车销量同比增速将复苏。背后支撑的原因在于：1) 货币政策趋向宽松，宏观经济 2019 年将预计见底逐步复苏，核心验证指标是工业增加值同比。2) 刺激内需是稳增长的重要手段，预期汽车消费政策将重启。

1) 这一轮货币政策趋向宽松迹象开启。2019 年 1 月 4 日央行下调金融机构存款准备（降准）1 个百分点，预期未来货币政策趋向宽松的概率较大。M2 同比指标看目前依然处于下行通道，2018 年 10-11 月持续维持 8% 低位。金融机构的新增人民币贷款数量有所回落但仍维持相对较高位置。更能反应经济当下运行效果的工业增加值同比指标 2018 年 6 月份以来持续下降，11 月已经下降至 5.4%，已创历史新低。

图 26：M2 同比增速及新增贷款均处于下行通道



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 27：本轮周期和 2011-2012 年工业增加值的比较



资料来源：wind，浙商证券研究所

2) 预期刺激内需的相关政策出台。中美贸易战背景下出口受影响，内需对稳增长的重要性日益凸显。房地产，汽车和家电，三大可选消费成为刺激消费的重心。从 2011-2012 年历史经验来看，货币政策放松背景下，房地产消费适度放松先行，汽车和家电的消费刺激政策紧跟出台。从 2018 年下半年开始，关于这三个行业刺激政策的传闻一直不断。关于汽车消费刺激的目前重要相关新闻：1) 2018 年 10 月份国务院发布《关于完善促进消费体制机制 进一步激发居民消费潜力的若干意见》中提及促进汽车消费升级。2) 2019 年 1 月初，发改委副主任宁吉喆表示，今年将制定出台促进汽车、家电等热点产品消费的措施；今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。未来可能汽车出台的补贴政策方向：1) 启动新一轮汽车下乡，促进农村汽车消费。2) 启动新一轮购置税补贴政策。3) 以旧换新或通过补贴促进黄标车/国三车辆淘汰，然后更换新车。

## 2.2. 不同点 1：汽车需求向上弹性更弱

出台与 2012 年补贴力度相当的刺激政策概率最大。但即使出台，汽车需求向上弹性更弱于 2012 年。假设 2019 年出台和 2012 年类似力度汽车补贴政策：1) 单车补贴价格约 3000 元。2) 主要针对 1.6L 及以下且燃油经济性佳的车型，覆盖销量比例 15% 左右。3) 正式实施时间预计在 2019 年 6 月份左右。经预测，预计 2019 年狭义乘用车产量同比下滑 4.4%，幅度相比 2018 年改善了 0.6%（弱于 2012 年的 3.1%）；批发同比下滑 6.5%，幅度相比 2018 年下降了 2.5%（弱于 2012 年的 -1.1%）；零售同比下滑 2.7%，幅度相比 2018 年改善了 3.1%（弱于 2012 年的 5.4%）。

表 5：2019 年和 2012 年汽车需求向上弹性比较

狭义乘用车	2011	2012	2012-2011	2018	2019E	2019-2018
产量	8.1%	11.3%	3.1%	-5.0%	-4.4%	0.6%
批发	8.7%	7.6%	-1.1%	-4.0%	-6.5%	-2.5%
零售	6.1%	11.5%	5.4%	-5.8%	-2.7%	3.1%

资料来源：乘联会，浙商证券研究所

再次出台 1.6L 及以下排量乘用车购置税减半政策，我们认为小概率事件。原因：1) 财政补贴压力太大。假设 1.6L 及以下排量单车售价约 10 万元，购置税减免 5%，也即单车平均补贴 5000 元。假设 1.6L 及以下排量车型销量占

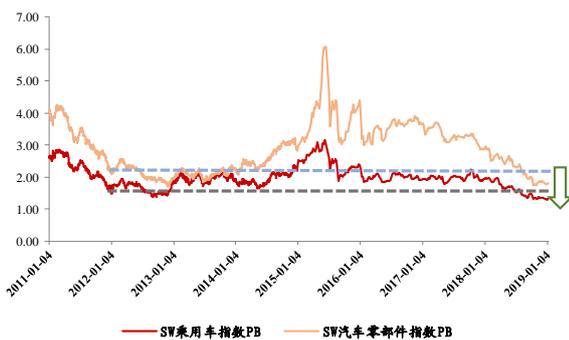
比约 68% (采用 2007-2017 年历史平均), 乘用车总销量假设 2500 万辆。则所需补贴 850 亿元。2) 刺激效果预计很有限。2016-2017 年刚刺激过两年, 目前只退出一年时间, 正向拉动预计会很有限。以 2015 年 10 月份出台购置税补贴政策为例, 2016 年狭义乘用车同比增长了 18.6%, 但 2017 年同比仅有 2%。3) 新能源汽车依然需要补贴。2012 年最终出台的补贴政策方向看, 政府是优先新能源汽车, 其次是节能车 (对燃油经济性非常看重)。2019 年而言, 新能源汽车虽然已经初具规模, 但仍然需要一定的补贴金额。假设悲观情景下, 平均单车补贴 2 万元, 产销规模 130 万辆, 也需要 260 亿元的补贴金额。

完全不出台针对传统燃油车直接性的补贴政策, 我们认为概率相对较小。原因: 1) 相比 2012 年, 目前工业增加值同比压力更大, 且中美贸易战对中国长远发展增加了不确定性因素。2) 汽车对稳增长稳就业的重要性依然很大。3) 前期国务院和发改委相关发言, 对刺激汽车消费在考虑范畴。

### 2.3. 不同点 2: 汽车板块 PB 绝对值更低

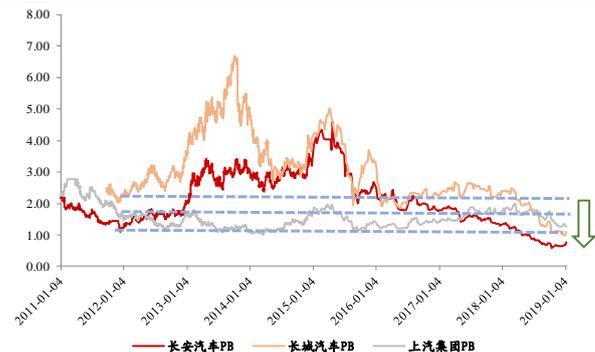
以 PB 指标观察估值水平, 汽车板块目前估值绝对值水平已经低于 2012 年 1 月初, 市场悲观情绪较为充分反应了对上市公司报表压力的担忧, 以及对汽车资产的未来回报率预期更低。SW 乘用车 2018 年 1 月 9 日 PB 为 1.33 倍, 2012 年 1 月 4 日 1.5 倍。SW 零部件 2018 年 1 月 9 日 PB 为 1.82 倍, 2012 年 1 月 4 日 2.2 倍。上汽集团 2018 年 1 月 9 日 PB 为 1.28 倍, 2012 年 1 月 4 日 1.5 倍。长安汽车 2018 年 1 月 9 日 PB 为 0.72 倍, 2012 年 1 月 4 日 1.2 倍。长城汽车 2018 年 1 月 9 日 PB 为 1.1 倍, 2012 年 1 月 4 日 2.3 倍。

图 28: 目前乘用车及零部件板块 PB 均低于 2012 年 1 月



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 29: 目前上汽/长安/长城 PB 均低于 2012 年 1 月

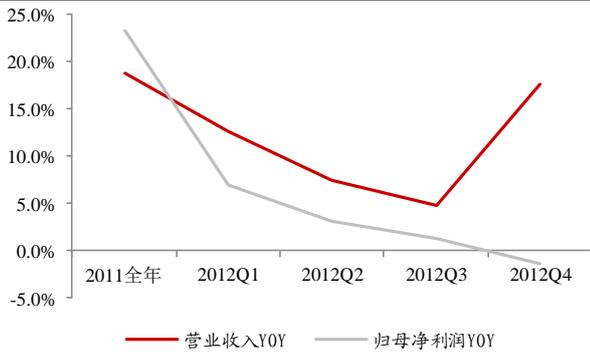


资料来源: wind, 浙商证券研究所

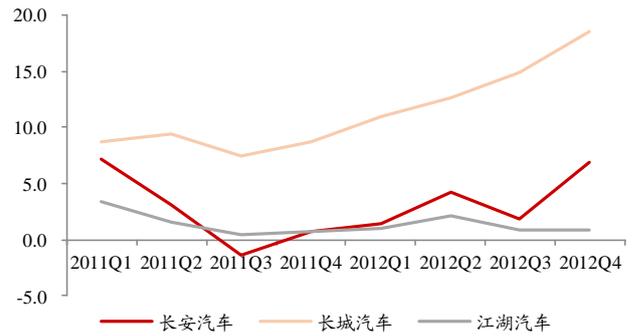
对上市公司报表压力的担忧, 市场已经有一定预期。上一轮乘用车销量增速低点在 2011 年, 但 2012 年业绩依然压力较大。主要公司业绩增速如下: 上汽集团的归母净利润同比增速 2011 全年同比增长 23.3%, 2012Q1-Q4 同比增速逐季放缓, 分别为: 7%, 3.2%, 1.3%, -1.3%。长安汽车归母净利润最低点出现在 2011Q3 (亏损 1.4 亿元), 2011Q4-2012Q4 恢复, 但 2012Q3 也是相对低点 (1.9 亿元)。长城汽车的归母净利润同比增速最低点出现在 2011Q4 (同比下滑 30.5%), 2012Q1-2012Q4 逐季恢复, 表现非常抢眼。江淮汽车 (非一线自主的代表) 的归母净利润同比增速最低点出现在 2011Q4 (同比下滑 77.5%), 2012Q1 依然同比下滑 70%, 2012Q2 才开始进入同比正增长。而这一轮乘用车上市公司季报压力起码从 2018Q3 延续至 2019Q2 (部分公司延续至 2019Q4 可能性均存在)。

图 30: 上汽集团 2012 年季报业绩持续下行

图 31: 长安和长城 2012 年报表业绩逐步好转



资料来源: wind, 浙商证券研究所



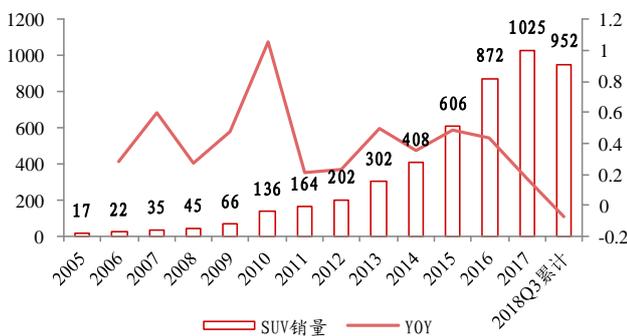
资料来源: wind, 浙商证券研究所

### 2.4. 不同点 3: 新能源汽车复制 SUV 逻辑存在瑕疵

站在 2011 年底时间点, SUV 依然是汽车消费的小众市场, 产销规模刚过 150 万辆, 对于其未来的发展前景存在争议。而最终市场证明了 2012-2017 年 SUV 一路高歌, 复合增速 36%, 产销规模 2017 年超过了 1000 万辆, 成为了和轿车媲美的细分市场。车企的盈利能力上也迎来了长周期的改善 (SW 乘用车净利率 2009 年 4.1%, 2016 年达到了 5.6%, 长城汽车净利率 2013 年高峰值达到了 14.5%)。背后支撑的原因: 消费升级带来产品升级, 带来车企量价齐升。

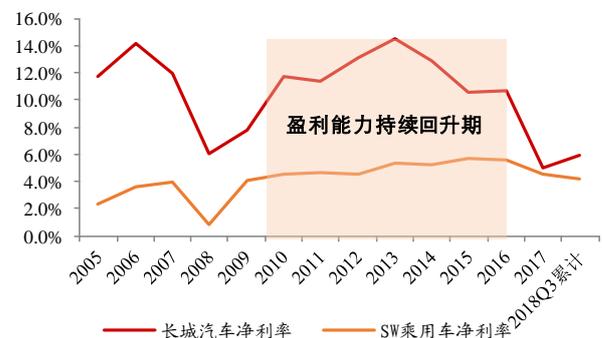
长城汽车和长安汽车是 2012 年亦是 2013 年汽车板块的双雄, 成为了教科书级别的成长股经典案例, 背后首要离不开的是 SUV 高景气度的土壤, 其次才是公司层面的战略/技术/产品/管理能力。

图 32: 2009-2017 年 SUV 经历了黄金发展时期



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 33: 2010-2016 年乘用车企业盈利能力显著回升



资料来源: wind, 浙商证券研究所

站在 2018 年底时间点, 新能源汽车产销规模达到了 100 万辆, 未来 5-10 年能否复制 SUV 的成长逻辑, 带来车企的量价齐升, 迎来新的一波成长, 成为新的焦点。站在 3 年以上维度, 我们认为新能源汽车大概率能够复制 SUV 逻辑。但站在 2019 年维度, 以下 2 点依然非常不明朗, 新能源汽车对车企报表的改善能力有待观察。1) 性价比是消费者购车的核心考量因素。新能源汽车需要多久才能战胜传统燃油车? 2) 资产回报率是车企的核心考虑因素。没有补贴了, 卖一辆新能源汽车什么时候能赚钱? (这两个问题复杂度目前很大, 本篇报告暂不详细展开分析)

## 3. 2019 年战略上乐观, 战术上务实

基于上文 2 部分的分析, 建议 2019 年超配汽车板块, 行情演绎的模式会类似于 2012 年。核心逻辑是估值修复+景气复苏。但时间节奏上会整体提前。原因在于市场及汽车产业的学习能力。

1) 市场的学习能力。第一, 提前反应。2012 年汽车股第一波反弹开始于 2011 年 12 月 13 日附近且个股差异性较小, 而这一轮整体反应提前, 且个股刚开始分化就较大。SW 乘用车指数从 2018 年 10 月中旬以来横盘为主, 但个股上长安汽车和江铃汽车从 2018 年 10 月 19 日开始反弹至今近 3 个月, 累计涨幅分别约: 35% 和 55%, 上汽集团从

12月11日开始反弹半个月又回调，幅度十分有限。长城汽车2019年1月3日左右才开始，幅度约10%。第二，对未来一年经济（包括汽车）复苏预期会更加理性，盲目乐观的概率降低。

2) 汽车产业的学习能力。主动去库存完成得时间可能更早。第一，2019上半年渠道库存增加预计相对有限。2012上半年汽车销量同比增速虽然相比2011年下半年有所恢复，但渠道库存依然增加较为明显，尤其是二季度，而三季度增速环比二季度有所下滑，9月份销量同比增速才真正见底（详见文章第一部分有详细数据分析）。经过历史经验教训，2019上半年汽车行业对库存增加会更加谨慎。第二，国六提前实施预计会加快库存去除速度。按照国务院规定2019年7月份约16个省份需要开始实施国六排放标准，意味着国五库存车留到2019年7月之后就更难销售了（关于国六实施影响可以参考我们前期外发两篇行业专题报告《20181020汽油车排放升级专题报告：深度解读国六提前实施带来的影响》《20181102柴油车排放升级专题报告：战略布局国六，“万润股份”最受益》）。

此外，2019年汽车股价的上下波动幅度预计不会超过2012年。原因在于：虽然汽车板块PB绝对值更低，但未来汽车需求向上弹性更弱，且新能源汽车复制当年SUV的逻辑存在瑕疵。具体逻辑报告第二部分“2019年处境比2012年更难”有详细解释，这里不再赘述。

### 3.1. 上半年精选抗周期个股【中国汽研】

➤ 上半年策略：优先配置抗周期品种【中国汽研】，其次适度参与春季躁动的反弹【长安汽车+江铃汽车】。

1) 2019上半年汽车板块中最佳配置标的是【中国汽研】，“业绩有加快的内生增长且不受宏观经济影响+估值处于历史低位+分红率稳健提升”（具体建议参阅我们2018年12月7日发布的中国汽研深度报告《国六催化，新一轮成长正开启》）。

2) 关于第一波汽车股的反弹（春季躁动下的表现），我们认为大概率还能持续一段时间，建议适度参与。配置上建议优先选择“基本面见底早于行业+估值历史低位+后续仍有较强新车周期”的【长安汽车+江铃汽车】，其次是前期跌幅较深但反弹幅度较小的【长城汽车+上汽集团】。需要紧密跟踪指标：1) 进一步货币政策宽松的出台。2) 刺激汽车消费的补贴政策。3) 个股2018年业绩预告及2018年报及一季报发布。

### 3.2. 下半年核心把握“汽车早周期”真正来临的时间

➤ 下半年策略：核心把握“汽车早周期”真正来临的时间，结合估值和新车周期强势程度来定个股的配置顺序，当下仍需紧密观察。基于市场和汽车产业的学习能力，这一轮真正“汽车早周期”来临时间可能会略早于2012年，需要格外密切跟踪宏观经济数据和汽车行业数据的变化。至于标的储备上：1) 重点关注2019-2020年新车周期强势的品牌产业链（福特+日系车+一汽大众）。2) 紧密跟踪个股估值的变化，是否跌透也是重要考量指标。整车建议密切关注：长安汽车+江铃汽车+广汽集团+上汽集团+长城汽车。零部件及产业链其他相关标的：中国汽研+星宇股份+拓普集团+宁波高发+德赛西威。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>