

光大汽车时钟解构春躁行情驱动力

——汽车股周期轮回启示录系列二

行业深度

◆光大汽车时钟下广义的春躁即板块估值抢跑行业复苏

我们在光大汽车时钟框架下定义春躁行情，即汽车板块估值扩张抢跑行业复苏区扩张，历史上这种现象比较普遍。三轮汽车周期仅有 09 年春躁行情转为趋势行情，其余两轮估值抢跑行情都经历了折返跑。

◆汽车板块估值在复苏区确定性扩张，过热期高位震荡，其余时期板块估值是否扩张具不确定性

汽车板块估值在光大汽车时钟不同时区有不同表现。其中复苏区的估值扩张和过热区的估值高位震荡确定性高，滞胀区和萧条期板块估值或震荡上行，或震荡下行，是否发生扩张具不确定性。

◆汽车行业的早周期性是复苏期汽车板块估值确定性扩张的来源

汽车行业作为工业企业的重要构成项，其景气度率先于工业上游行业企稳回升，这种天然的早周期属性驱动了板块复苏期较为确定的估值扩张，同时也是乘用车龙头上汽集团重要的超额收益驱动力之一。

◆金融指标领先零售数据驱动板块估值抢跑行业复苏

汽车的早周期性驱动板块估值复苏期确定性扩张，金融指标领先零售数据驱动板块估值抢跑。汽车股估值抢跑的基本传导逻辑是：金融指标拐点——经济景气度后续见底或下行风险可控的预期强化——汽车行业率先企稳回升逻辑的认知——汽车行业复苏期板块估值确定性扩张——配置早周期汽车股驱动估值抢跑基本面。

◆本轮汽车周期或显著长于历史均值，年内行业增速改善主要源于基数

我们认为 2019 年汽车行业销量增速触底的位置显著早于前三轮汽车周期中社融增速触底的时间，这或许会令行业主动去库到主动补库的时长显著长于历史均值。考虑到下一轮汽车周期和行业资本开支周期错位，成长维度缺位，在没有政策刺激的情况下，预计今年行业增速的改善主要源于基数。

◆投资建议：春躁行情转为趋势行情存隐忧，二、三季度板块或发生折返跑，并有望出现更好的配置时机，维持行业“中性”评级

经济下行期，流动性的变化、货币创造机制的选择以及稳增长政策路径的确立，会影响经济何时触底、底部下行风险是否可控，以及未来以什么方式走出底部。这几个问题的确立对汽车板块的投资节奏和投资主线均产生较大影响。我们认为随着房地产投资、制造业投资和出口增速的进一步下行，经济下行的风险释放得到确认，早周期属性鲜明的汽车行业或会于二、三季度开启被动去库过程，届时有望形成板块更好的配置时机，配置主线也将更为清晰。维持行业“中性”评级。

◆风险分析：

- 1) 行业增长不及预期。
- 2) 宏观经济因素对行业的扰动。

中性（维持）

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebsecn.com

文姬 (执业证书编号：S0930519030001)

021-52523658

wenji@ebsecn.com

倪昱婧 CFA (执业证书编号：S0930515090002)

021-52523852

nijy@ebsecn.com

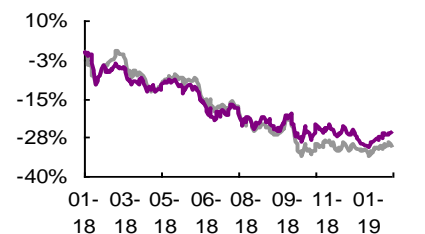
联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

销量持续下滑，厂商主动去库，新能源汽车迎来开门红——2019年1月汽车销量跟踪报告

..... 2019-02-20
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

投资聚焦

我们的创新之处

我们在光大汽车时钟框架下解构了春躁行情的驱动力并提取了板块超额收益的领先指标。在光大汽车时钟框架下定义了春躁行情，即板块估值抢跑行业基本面复苏，而行业复苏期汽车板块估值扩张较为确定，这种确定性源自汽车行业早周期属性。估值抢跑即提前反映行业复苏期的板块估值扩张，而这一抢跑的触发因素是金融指标的拐点而非汽车零售数据的企稳回升。

我们认为在汽车行业萧条末期，仅参考汽车行业景气度对汽车板块超额收益的归因过于单一。经济拐点的预期是决定汽车行业板块萧条末期和复苏期估值是否扩张的领先指标。而下一轮汽车库存周期和行业资本开支周期错位，行业增速触底的时间显著早于前三轮汽车周期中社融增速触底的时间，我们担心行业从主动去库到主动补库的切换时间或许会长于历史均值。预计今年行业销量增速的回升在没有政策刺激下更多来自基数的驱动，主动补库较难开启。

投资观点

我们预计汽车行业到一季度前都无法确认萧条至复苏期的切换，而从主动去库到主动补库的时间预计会长于历史均值。考虑到经济下行期，流动性的变化、货币创造机制的选择以及稳增长政策路径的确立，均会影响经济何时触底、经济下行的幅度，以及未来以什么方式走出底部。这几个问题的确立对汽车周期的时长和主动补库的模式会产生较大影响，从而令板块的配置节奏和投资主线具不确定性。随着房地产投资、制造业投资和出口增速的进一步下行，经济下行的风险释放得到确认，作为早周期的汽车行业或会开启被动去库过程，届时有望出现板块下一轮汽车周期中更好的配置机会，配置主线也将更为清晰。维持行业“中性”评级。

目 录

1、 汽车板块历史春躁行情回顾	6
2、 光大汽车时钟解构春躁行情驱动力.....	7
2.1、 汽车板块估值于行业复苏期确定性扩张.....	7
2.2、 行业复苏期上汽集团超额收益来源	8
2.3、 金融指标领先零售数据驱动板块估值抢跑	11
3、 本轮春躁行转为趋势行情待确认因素探析	13
3.1、 12 年春躁行情于二季度大幅回撤原因	13
3.2、 本轮春躁行情切换为趋势行情的隐忧.....	14
3.3、 二三季度板块或发生折返有望出现更好的配置时机.....	17
4、 投资建议	18
4.1、 行业仍处于主动去库期，板块春躁超额收益不明显.....	18
4.2、 板块二、三季度有望出现更好的配置机会	19
5、 风险分析	20

图表目录

图 1：2009 年以来三轮汽车周期复苏期.....	6
图 2：2009 年以来三轮汽车周期估值抢跑行情.....	6
图 3：2009 年春躁行情演绎成为趋势行情.....	7
图 4：2012 年春躁行情后大幅回撤.....	7
图 5：2015 年的估值抢跑后阶段回撤.....	7
图 6：光大汽车时钟不同时区汽车板块估值表现（单位：倍）.....	8
图 7：汽车行业在工业行业率先触底回升.....	9
图 8：汽车制造 PPI 波动幅度小于原材料行业.....	9
图 9：耐用消费品 PPI 波动幅度小于原材料行业.....	9
图 10：光大汽车时钟.....	10
图 11：成本曲线构成.....	10
图 12：2009 乘用车领先汽车板块获得超额收益.....	10
图 13：2012 乘用车领先汽车板块获得超额收益.....	10
图 14：上汽集团绝对、相对收益分布.....	11
图 15：上汽 16-18 年随上证 50 走牛.....	11
图 16：零售销量增速历史上对批发销量增速无领先性.....	11
图 17：货币增速领先或同步汽车行业复苏.....	12
图 18：社融增速领先或同步汽车行业复苏.....	12
图 19：社融拐点触发汽车板块估值抢跑.....	12
图 20：2008 年底社融拐点触发板块超额收益.....	12
图 21：2012 年初社融拐点触发板块超额收益.....	13
图 22：2015 年中社融拐点触发板块超额收益.....	13
图 23：2012 年汽车板块二季度大幅回撤.....	13
图 24：2012 年汽车行业二季度数据持续改善.....	13
图 25：2012 年汽车景气改善、房地产销售二季度下行.....	14
图 26：2012 年房地产基建投资二季度下行.....	14
图 27：2012 年民间固定资产投资和制造业投资下行.....	14
图 28：2012 年出口增速持续下行.....	14
图 29：2012 年工业品价格下行打破经济企稳预期.....	15
图 30：2012 年工业企业收入阶段企稳后继续下行.....	15
图 31：SUV 渗透率提升开启行业资本开支周期.....	15
图 32：SUV 增速高景气阶段已过.....	15
图 33：房地产、制造业投资下行风险有待释放.....	15
图 34：出口增速确认下行.....	15
图 35：日本 80 年代中期汽车周期显著变长.....	16
图 36：汽车行业库存增速拐点滞后经济企稳.....	16

图 37：本轮汽车销量增速相对社融增速触底时间显著早于历史位置	17
图 38：2014-2015 年汽车和工业企业景气度持续向下	17
图 39：2015 年行业景气下行期汽车股随市场全面走牛	17
图 40：2015 年流动性指标于行业景气下行期改善	18
图 41：2014-2017 央行对商业银行债权大幅增加	18
图 42：2015 年房地产销售带动经济企稳回升	18
图 43：汽车板块 PE 和 PB 估值仍处于历史底部区域	19
图 44：汽车板块本轮春躁无超额收益	19
图 45：乘用车批发销量增速预测	19
图 46：乘用车零售销量增速预测	19

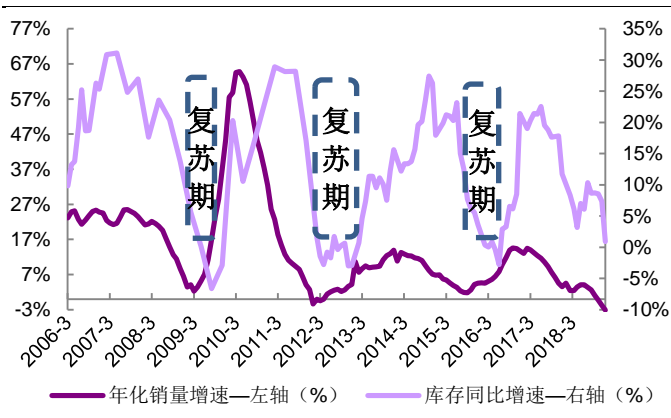
1、汽车板块历史春躁行情回顾

我们于2018年12月21日发布了光大汽车框架报告《站在新一轮汽车周期的底部》，并定义了光大汽车时钟。根据该系统预测了2019年春躁行情，同时19年二、三季度有望形成更为重要的板块配置机会。

年初以来汽车板块春躁行情如期而至，汽车行业1月零售销量数据增速也如预期边际改善，市场对汽车股关注度升高，春躁行情的持续性和涨幅较强，市场部分观点认为春躁行情会演变成趋势行情。本文我们利用光大汽车时钟对历史上汽车板块春躁行情的驱动要素进行解构，探讨本轮春躁行情的普遍性和特殊性，以及板块后续的走势。

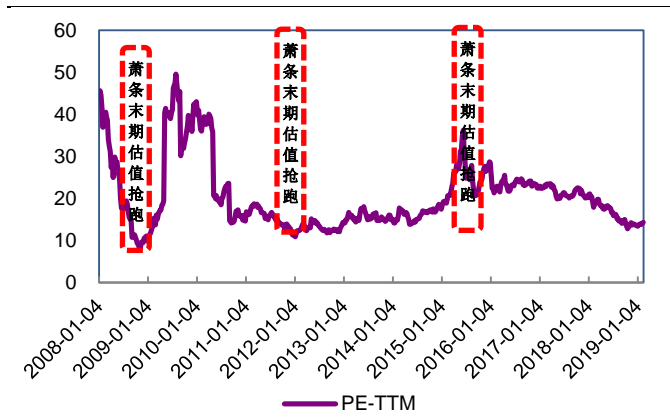
我们在光大汽车时钟的框架下定义春躁：板块估值抢跑于行业复苏，即板块估值水平在未进入被动去库过程就率先开始扩张（我们上一篇报告定义了被动去库为行业的复苏期）。可以看到历史上估值抢跑行业复苏比较普遍，三轮汽车库存周期均有发生。

图1：2009年以来三轮汽车周期复苏期



资料来源：Wind，光大证券研究所

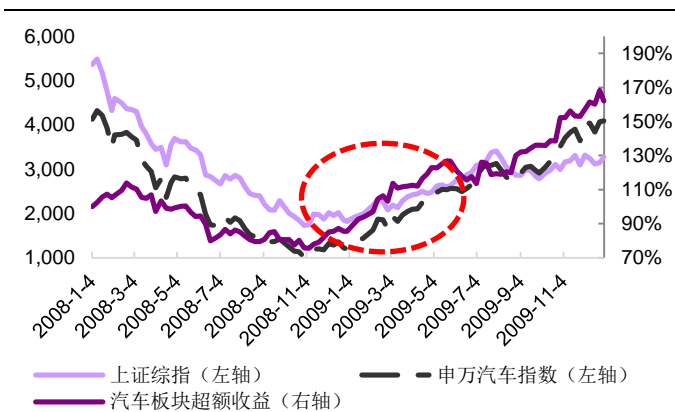
图2：2009年以来三轮汽车周期估值抢跑行情



资料来源：Wind，光大证券研究所

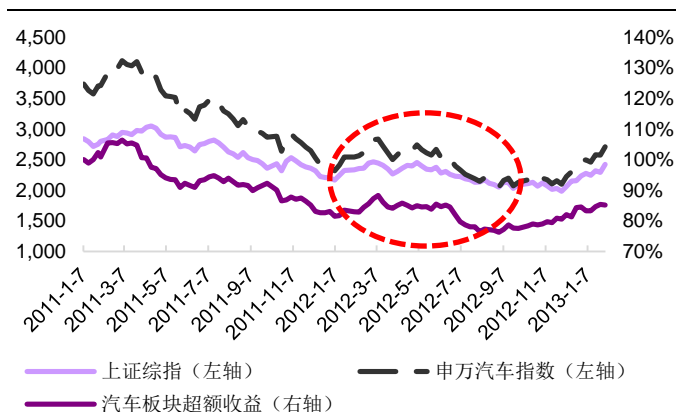
我们具体来看这三轮汽车板块估值抢跑行情的后续演绎是不同的，2009年春躁行情直接发展为了趋势行情，在09年二季度行业顺利切换至被动去库后板块估值进一步扩张。而2012年初板块春躁行情后，估值于二季度中期开始大幅回撤，绝对收益和相对收益均发生了大幅回吐。2015年板块估值抢跑后同样经历了阶段性的回撤。为了理解本轮春躁行情的普遍性和特殊性，下面我们进一步对这三轮估值抢跑行情中汽车库存周期和对应的宏观环境做多维动态分析，以便提取驱动春躁行情的重点指标。

图 3：2009 年春躁行情演绎成为趋势行情



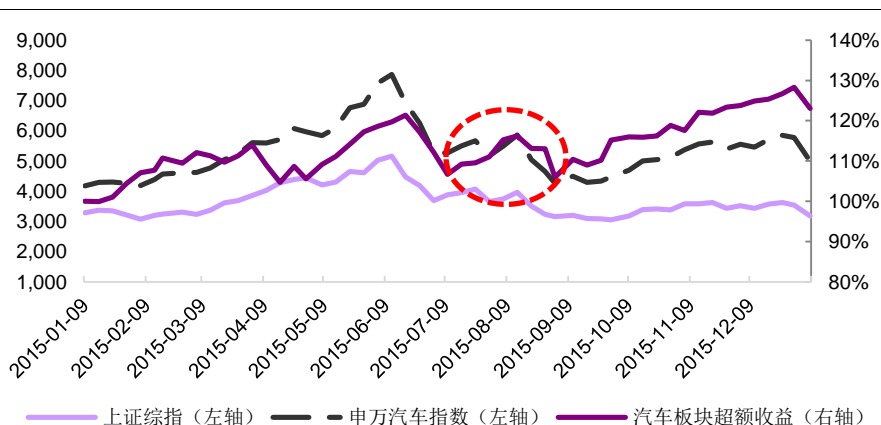
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：2012 年春躁行情后大幅回撤



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2015 年的估值抢跑后阶段回撤



资料来源：Wind，光大证券研究所

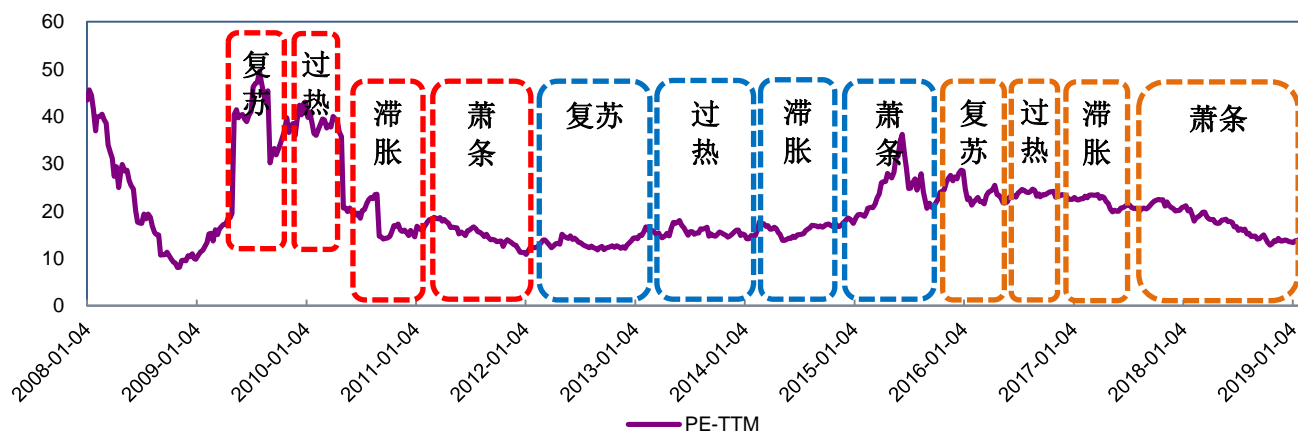
2、光大汽车时钟解构春躁行情驱动力

2.1、汽车板块估值于行业复苏期确定性扩张

我们发现汽车板块的估值水平在光大汽车时钟的不同象限有不同表现。**2009、2012 年初以及 2015 年四季度**汽车板块估值于行业复苏期确定性扩张，行业过热期板块估值确定性高位震荡。我们不同于市场部分观点认为板块在被动补库期估值水平发生泡沫化，实际上可以看到板块被动补库（滞胀期）和主动去库（萧条期）对应了行业景气度见顶回落的阶段，期间板块估值水平或震荡下行、或震荡上行，板块估值是否扩张具不确定性。而汽车板块估值水平在复苏前期处于历史底部区域时，伴随行业复苏期扩张和过热期高位震荡是较为确定的。

根据光大金工组 2019 年 1 月 4 日发布的报告《汽车：周期律动，先知先觉——行业景气度研究系列报告之一》统计，行业被动去库和主动补库阶段，板块超额收益最为显著，且被动去库阶段板块超额收益季频的胜率更高，这和我们对于板块估值复苏期扩张和过热期高位震荡的判断是吻合的。

图 6：光大汽车时钟不同时区汽车板块估值表现（单位：倍）



资料来源：Wind，光大证券研究所

表 1：主观划分方式下，汽车行业各周期阶段特征

		行业净利增速	指数收益	胜率	超额收益	超额收益胜率	期数
季频	主动补库	130%	10.7%	85.7%	1.1%	57.1%	7
	被动补库	40%	9.4%	71.4%	0.3%	64.3%	14
	主动去库	-5%	-1.3%	31.6%	-1.0%	42.1%	19
	被动去库	61%	7.5%	62.5%	1.1%	75.0%	8
月频	主动补库	-	2.8%	70.8%	0.4%	54.2%	24
	被动补库	-	3.2%	59.2%	0.0%	46.5%	71
	主动去库	-	-4.7%	27.1%	-0.7%	37.5%	48
	被动去库	-	4.1%	72.9%	0.4%	54.2%	48

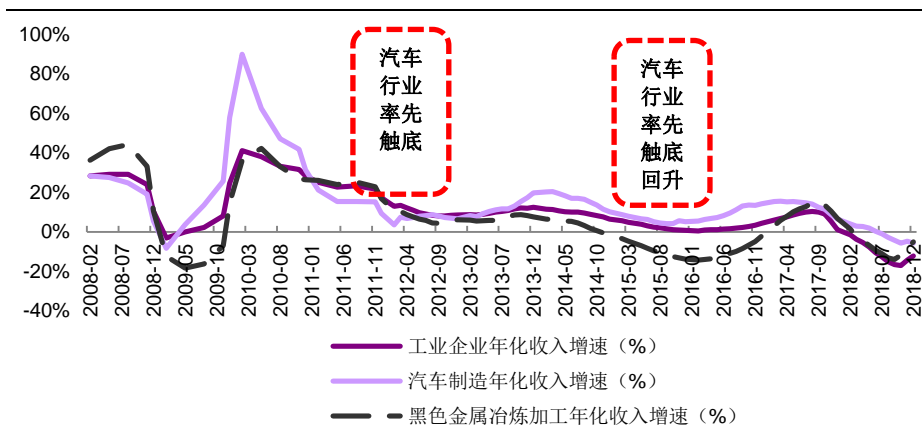
资料来源：Wind，光大证券研究所金工团队（季频统计时间为 2007-01-01 至 2018-11-30；月频统计时间为 2003-01-01 至 2018-11-30）

那么是什么原因令汽车板块估值在行业复苏期实现扩张呢？我们认为这种现象源于汽车行业的早周期属性，我们下面重点探讨汽车行业早周期属性的来源。

2.2、行业复苏期上汽集团超额收益来源

截至 2018 年末，汽车制造企业主营业务收入在所有工业企业中占比接近 8%，作为工业行业的重要构成项，汽车行业自身的景气波动和经济周期息息相关。但通过数据对比我们发现，工业中各个行业的复苏时点是不同步的，12 年以来汽车行业复苏的时点持续领先整体工业行业复苏。

图 7：汽车行业在工业行业率先触底回升

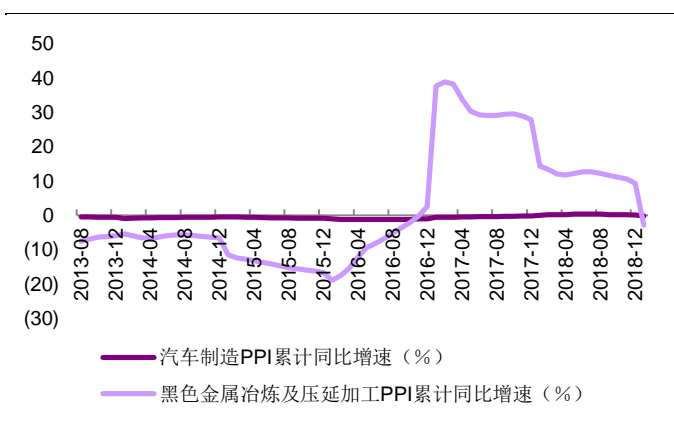


资料来源：Wind，光大证券研究所

实际上市场通常定义汽车行业，尤其是乘用车行业为早周期行业。这种早晚正是相对于工业上下游的位置定义的。汽车行业在宏观景气下行期，收入率先企稳回升，并享受到上游原材料带来的成本下行，景气见顶后率先被原材料的成本上升所拖累。因此其景气复苏和下行早于工业中游和上游行业。这实际上涉及到了汽车行业的价格周期。

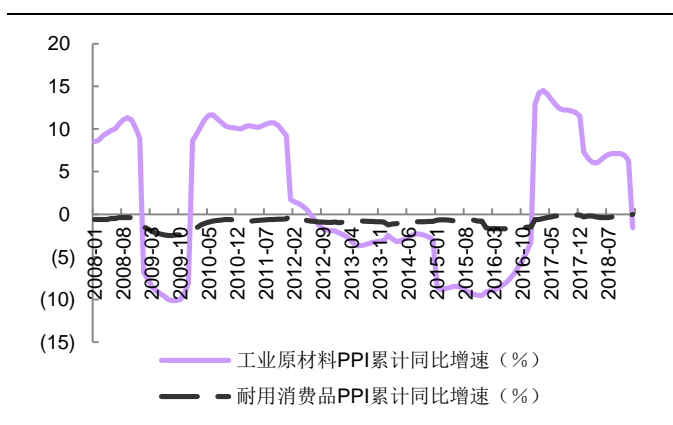
行业存在三个价格指标：出厂的批发价格和终端的零售价，还有就是成本价格。对汽车制造业，主要涉及成本价格和出厂批发价格，可以看到汽车制造的出厂价格波动率极低，远远小于原材料行业出厂价格的波动，因此，汽车制造行业价格的主要波动在成本环节非批发环节。

图 8：汽车制造 PPI 波动幅度小于原材料行业



资料来源：Wind，光大证券研究所

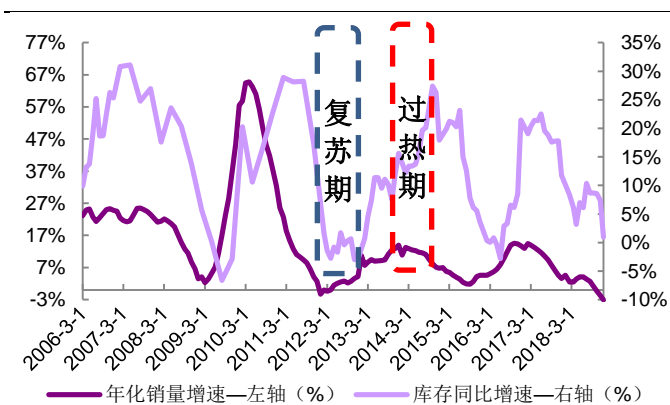
图 9：耐用消费品 PPI 波动幅度小于原材料行业



成本环节分为可变成本和固定成本，由上图可以看到原材料环节的可变成本大幅波动，汽车出厂价格波动很小，就是因为平均可变成本在成本环节对价格的影响很弱。对价格周期影响比较大的是平均固定成本的变动，也就是我们常说的产能利用率。汽车作为一个重资产行业，规模经济效应明显，由于固定资产和研发摊销的金额动辄在数十亿，因此原材料价格对毛利率的冲击远不及产能利用率对毛利率波动的影响。我们可以借助企业供需曲线来理解这一问题。

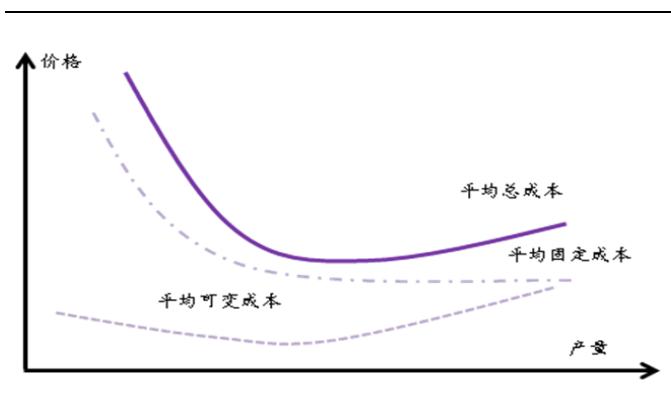
可以看到在汽车时钟的被动去库存期（复苏期），行业需求企稳回升，规模效应令平均固定成本快速下行，原材料需求下行带动平均可变成本曲线下行，二者令平均总成本快速下行，共同驱动行业毛利率上行；而随着被动补库（滞胀期）的来临，销量达到一定规模经济量后，平均固定成本下行波动变弱，原材料上行波动加强，并拉动平均可变成本和平均总成本曲线向上。所以在行业景气低点时，原材料价格还在下行，行业的毛利率边际改善，随着行业复苏，规模效应带动毛利率大幅改善，行业景气见顶后，平均固定成本下行波动率变弱，平均可变成本波动加大带动毛利率同比向下。早周期就是在光大汽车定义的复苏时区，汽车行业相对于中上游的盈利情况率先进入复苏。

图 10：光大汽车时钟



资料来源：Wind, 光大证券研究所

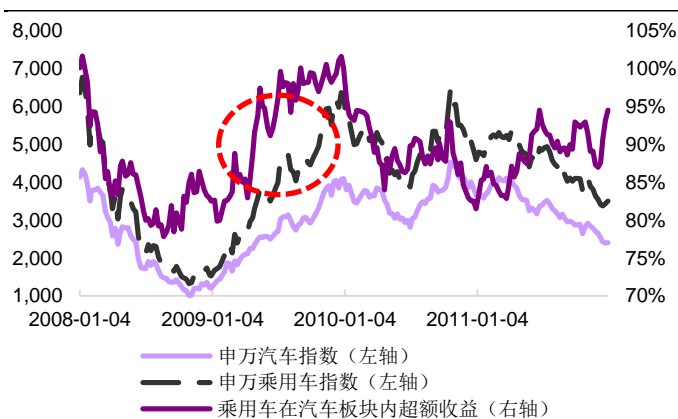
图 11：成本曲线构成



资料来源：光大证券研究所

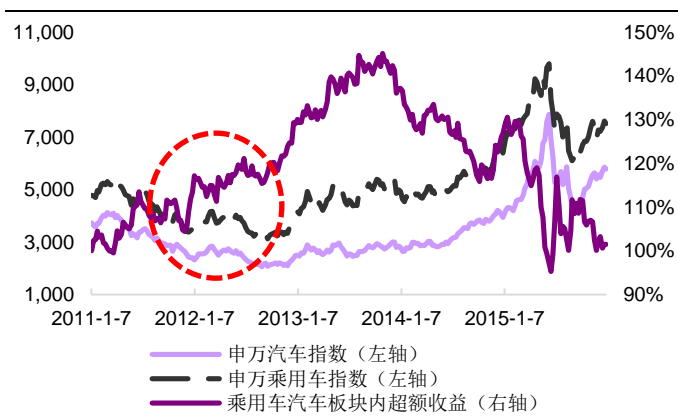
我们认为汽车行业这种内在的早周期属性驱动了汽车、尤其是乘用车板块在汽车时钟复苏阶段估值扩张。可以看到在行业复苏期，汽车板块估值扩张的过程中，乘用车子板块在汽车板块内部率先产生超额收益。

图 12：2009 乘用车领先汽车板块获得超额收益



资料来源：Wind, 光大证券研究所

图 13：2012 乘用车领先汽车板块获得超额收益

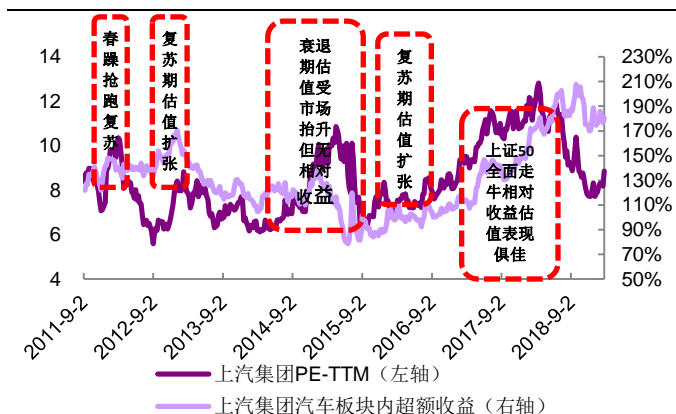


资料来源：Wind, 光大证券研究所

上汽作为乘用车板块龙头，汽车行业的景气度是驱动其估值波动的重要因素，可以看到上汽在行业复苏期和复苏前期较为稳定的产生估值扩张和超额收益，而在行业滞胀期和衰退期的估值扩张和相对收益表现不稳定。15 年上半年市场普涨，行业处于萧条期，上汽估值扩张的过程中超额收益并不显著。在 16 年底到 18 年的汽车滞胀期和萧条期，上汽凭借其稳定的业绩增速和高分红，随上证 50 全面走牛，绝对收益相对收益俱佳。我们认为在汽

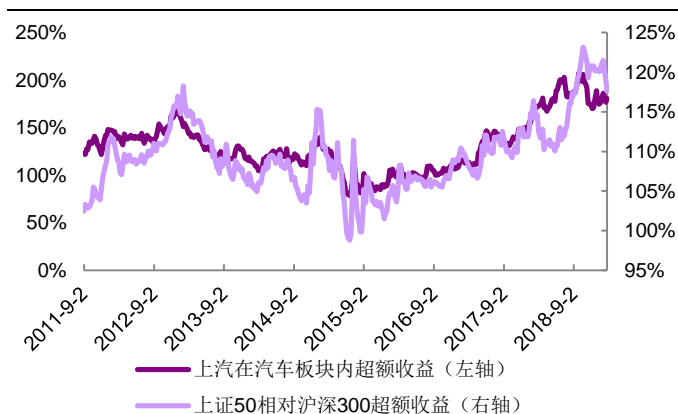
车行业复苏期上汽估值较为确定的大幅扩张，其在板块内稳定的获得超额收益，均与乘用车行业早周期属性相关。

图 14：上汽集团 PE 和相对收益分布



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：上汽 16-18 年随上证 50 走牛



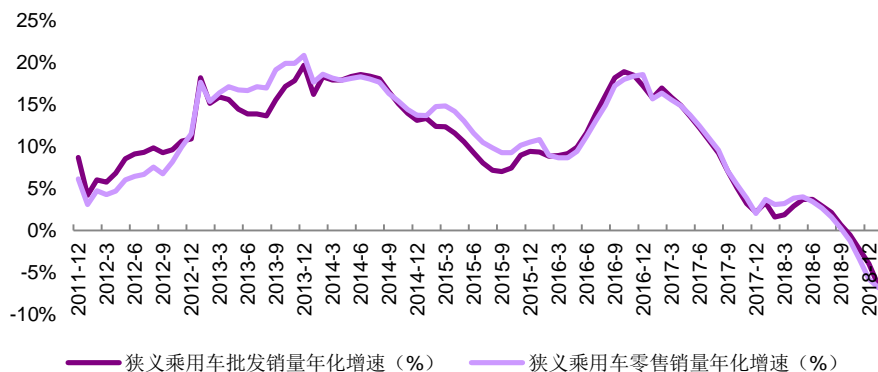
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、金融指标领先零售数据驱动板块估值抢跑

我们讨论了汽车板块估值于行业复苏期较为确定的发生扩张，在过热期较为稳定的高位震荡，而这种估值扩张来自行业早周期属性的驱动。估值抢跑无非是对行业复苏期板块实现估值扩张这一行为的提前反映。那么是什么因素驱动了板块估值于复苏期抢跑呢？这涉及到了行业从萧条到复苏切换的领先指标问题。

在我们构建的光大汽车时钟系统中，行业批发销量的复苏无疑领先库存的企稳回升，但什么指标可以作为预测批发销量拐点的前瞻指标呢？市场部分观点认为年初单月零售销量的回暖可以作为监测需求复苏的前瞻指标，但事实上批发销量、零售销量、保险上牌量几个数据来自不同的数据源，当我们在不同数据系统中提取周期信号，并在不同系统之间寻求因果关系的过程中或存在系统间比较的归因风险。同一个数据口径下同时公布批发和零售销量的数据源是乘联会，我们发现乘联会零售销量相对批发销量年化增速在历史上对判断行业景气拐点没有领先性。我们认为国内整车厂经销商式的销售模式决定了主机厂现阶段对渠道的强控制力，终端景气的趋势性变化会迅速在批发环节得到响应。那么什么才是预测汽车景气度回暖的前瞻指标呢？

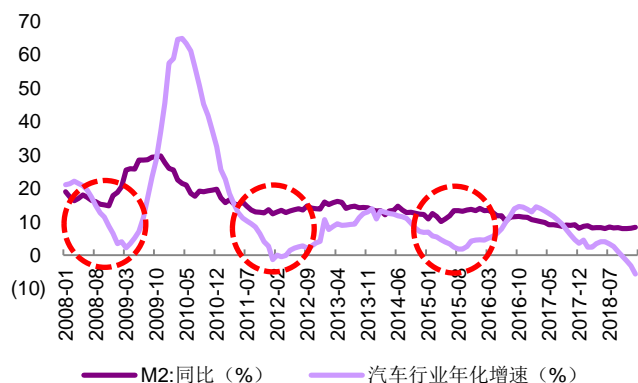
图 16：零售销量增速历史上对批发销量增速无领先性



资料来源：Wind，光大证券研究所

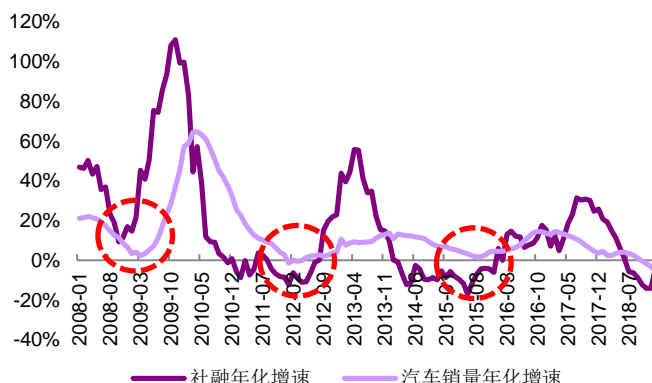
我们在上一篇框架报告《站在新一轮汽车周期的底部》中论述过,在2009年和2015年的汽车周期中,M2增速领先行业景气拐点4-5个月,社融年化增速领先行业复苏3-5个月,而在2012年货币和信用拐点和汽车景气度同步复苏。

图 17: 货币增速领先或同步汽车行业复苏



资料来源: Wind, 光大证券研究所

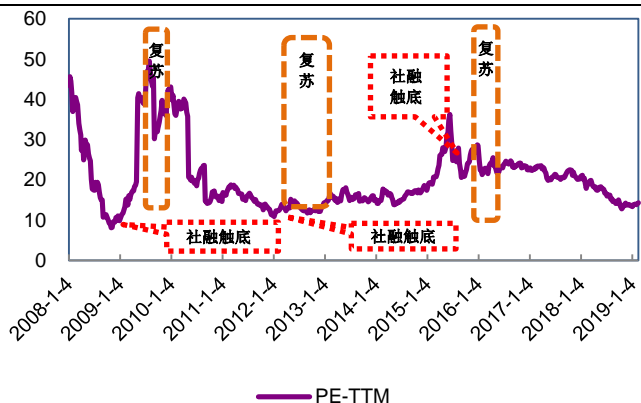
图 18: 社融增速领先或同步汽车行业复苏



资料来源: Wind, 光大证券研究所

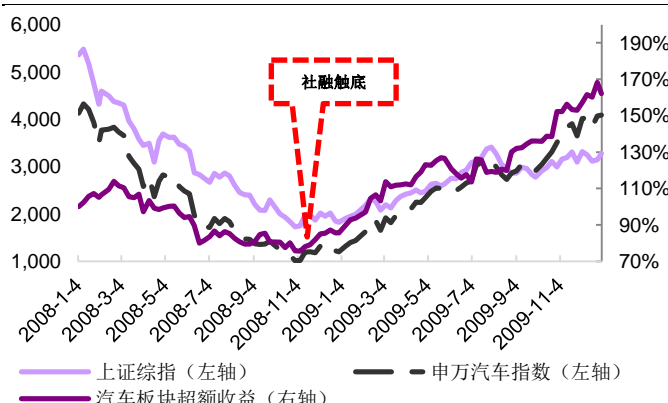
我们发现,汽车板块复苏期估值扩张的抢跑均发生在货币和社融拐点确认阶段,金融指标的变化是板块估值提前抢跑的驱动指标。我们认为这和汽车行业的早周期属性有关,货币和信用指标会令经济后续触底预期得到强化,而汽车行业早于工业行业复苏的基本逻辑令左侧资金基于对经济拐点的判断配置汽车板块。因此,汽车股估值抢跑的基本传导逻辑是:金融指标拐点——经济景气度后续见底或下行风险可控的预期强化——汽车行业率先经济企稳回升逻辑的认知——汽车行业复苏期板块估值确定性扩张——配置早周期汽车股驱动估值抢跑基本面。

图 19: 社融拐点触发汽车板块估值抢跑



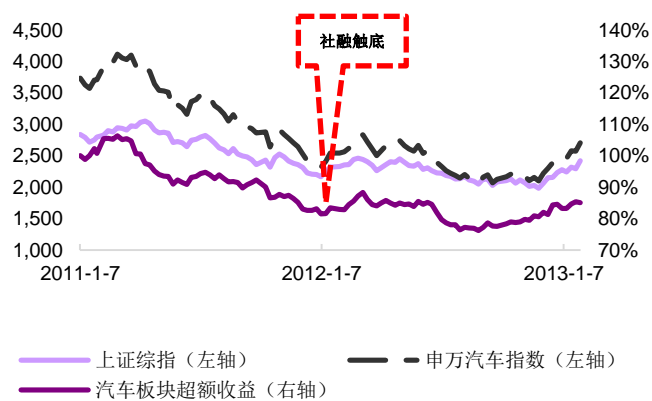
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 20: 2008 年底社融拐点触发板块超额收益



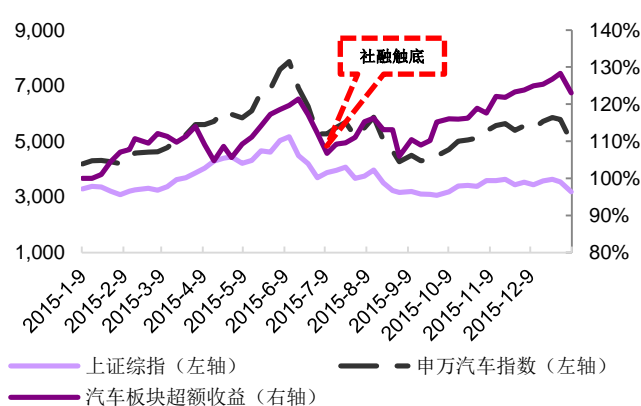
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 21：2012 年初社融拐点触发板块超额收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：2015 年中社融拐点触发板块超额收益



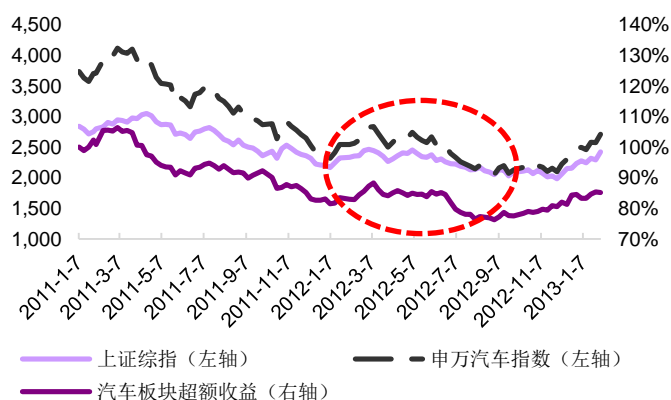
资料来源：Wind，光大证券研究所

3、本轮春躁行转为趋势行情待确认因素探析

3.1、12 年春躁行情于二季度大幅回撤原因

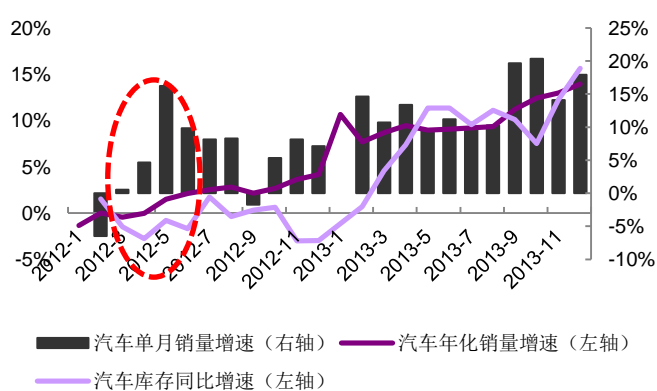
我们讨论了驱动板块估值抢跑的前瞻指标，但历史上这三轮汽车周期估值抢跑行情的持续性是不同的，仅 2008 年底到 2009 年初的春躁行情于 2009 年二季度顺利切换为趋势行情。从汽车时钟的周期位置上和板块的估值水平上，2012 年汽车周期和今年更具可比性。12 年初汽车行业景气度随社融指标同步见底，且全年持续上行，但在二季度汽车板块却发生了大幅的回撤，回撤期间无论是汽车年化销量增速还是单月销量增速都在向好。

图 23：2012 年汽车板块二季度大幅回撤



资料来源：Wind，光大证券研究所

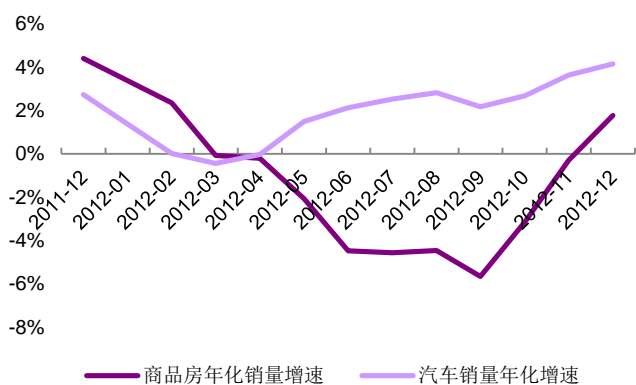
图 24：2012 年汽车行业二季度数据持续改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

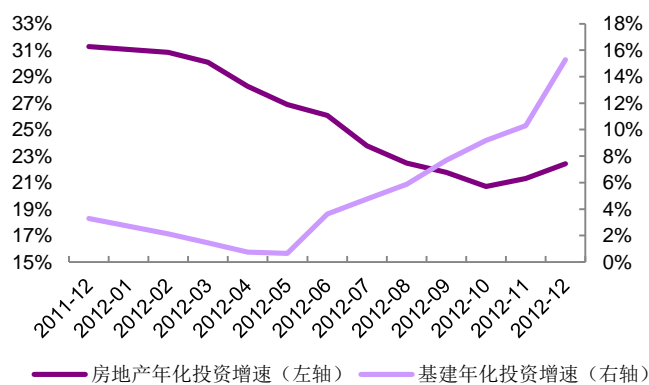
汽车行业二季度的数据趋势向好，但绝对收益和相对收益发生大幅回撤的原因是在年初社融数据企稳后，经济持续释放下行风险，而汽车股作为早周期行业，其左侧配置的逻辑被削弱。可以看到除了汽车数据趋势改善，房地产销售、房地产开发投资、制造业投资、基建投资、出口都在三季度前持续下行。正是因为经济的超预期下行令汽车股基于早周期属性带来的估值抢跑行情发生折返。

图 25：2012 年汽车景气改善、房地产销售二季度下行



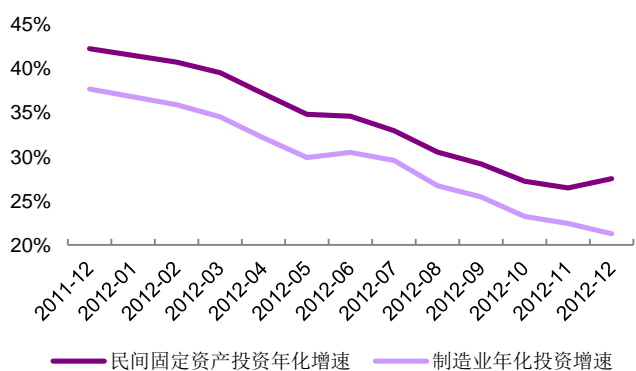
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 26：2012 年房地产基建投资二季度下行



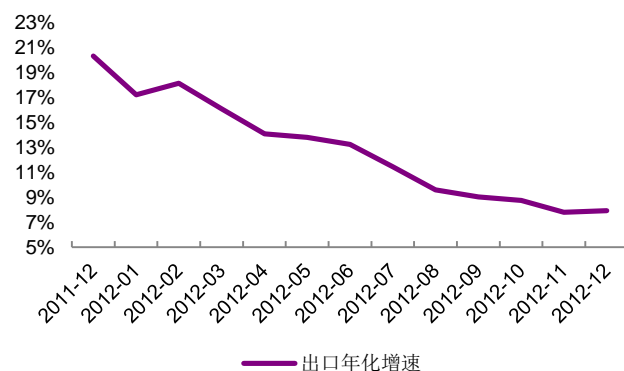
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 27：2012 年民间固定资产投资和制造业投资下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 28：2012 年出口增速持续下行

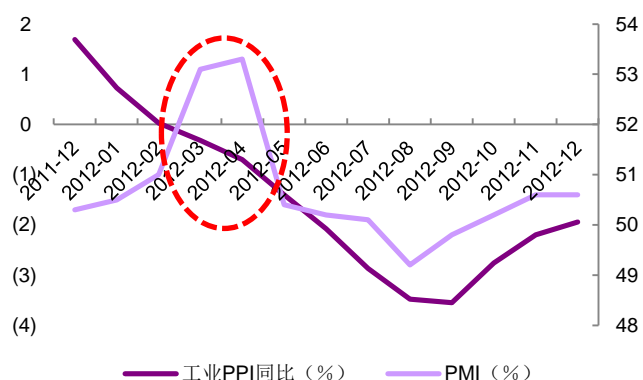


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、本轮春躁行情切换为趋势行情的隐忧

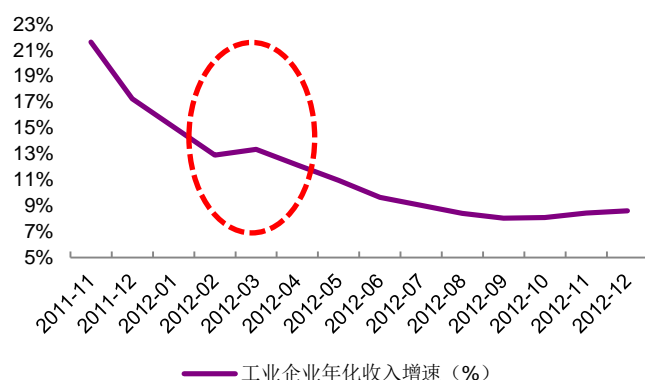
我们通过分析 12 年板块回撤原因，发现即使在汽车需求边际改善期，一旦对经济景气拐点预期弱化，汽车股估值扩张的逻辑会被削弱。2012 年汽车板块二、三季度的折返跑实际上是经济盈利超预期下行引发板块估值收缩这一因素占据主导。需求的下行带动工业品价格的下行，从而令工业行业触底的预期被打破。那么在下一轮汽车库存周期启动的过程中，汽车行业自身和整个工业企业的景气度有哪些特殊性呢？

图 29：2012 年工业品价格下行打破经济企稳预期



资料来源：Wind，光大证券研究所

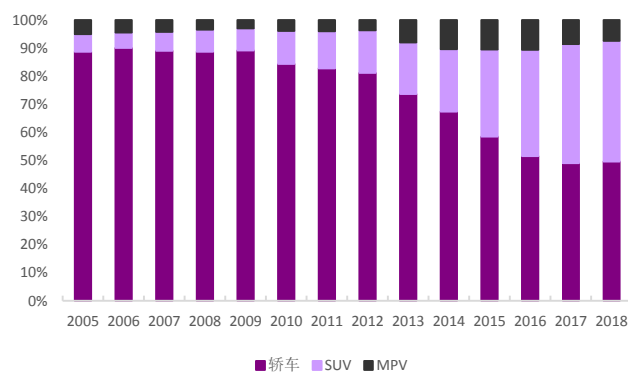
图 30：2012 年工业企业收入阶段企稳后继续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

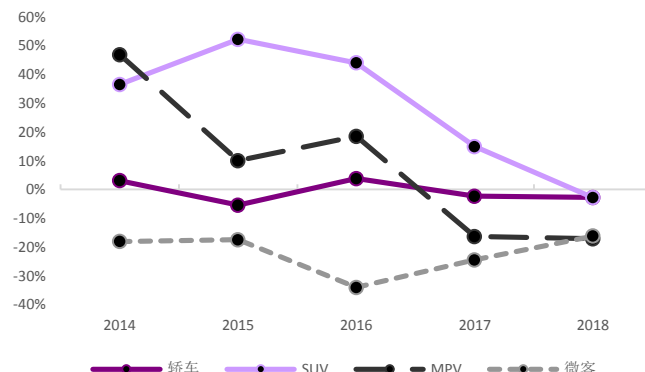
我们在《站在新一轮汽车周期的底部》中讨论过，以新能源和智能网联技术为抓手的下一轮汽车行业资本开支周期很难在 19 年这轮库存周期中启动。而 2011 年以来 SUV 的快速普及令上一轮资本开支周期走向尾声，行业资本开支周期的“断档期”令下一轮汽车周期的成长性弱于 2012 年。

图 31：SUV 渗透率提升开启行业资本开支周期



资料来源：Wind，光大证券研究所

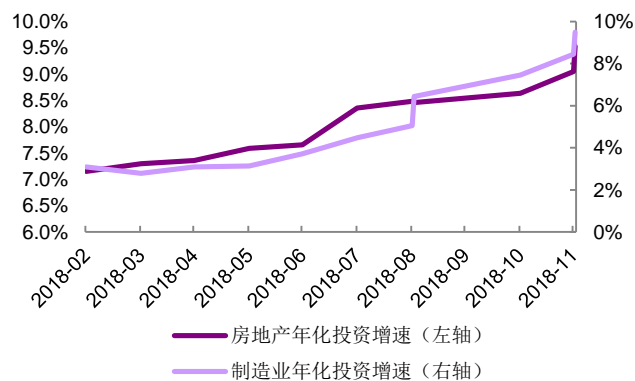
图 32：SUV 增速高景气阶段已过



资料来源：Wind，光大证券研究所

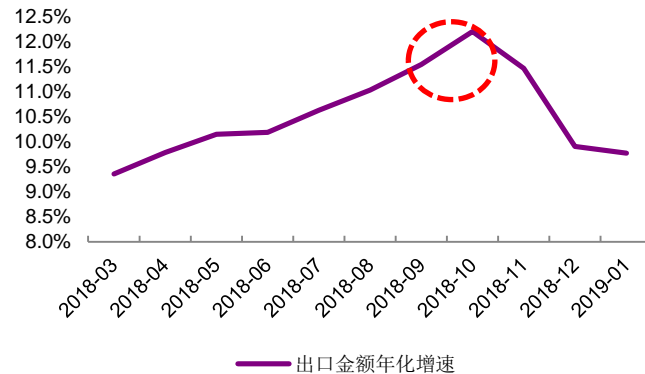
目前各项需求指标中，房地产投资、制造业投资和出口增速均在高位，考虑到房地产销售增速和工业企业的收入增速在 2018 年却已经持续下行，以及中美贸易的不确定性，这几项指标对工业周期触底预期都是有待释放的风险，其下行幅度和时间都有待确认。

图 33：房地产、制造业投资下行风险有待释放



资料来源：Wind，光大证券研究所

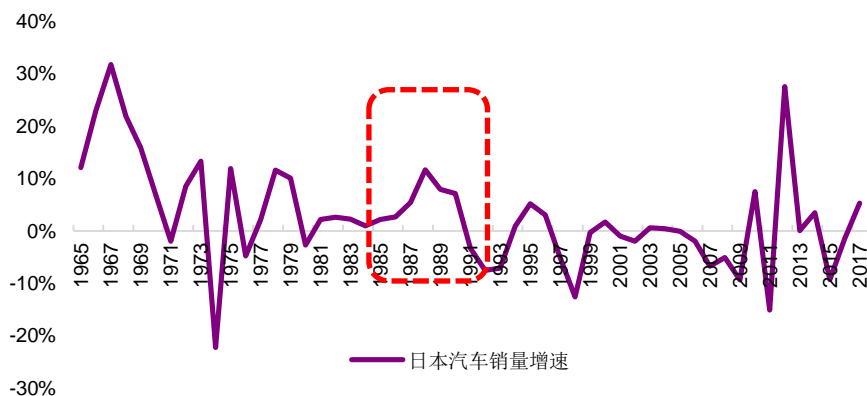
图 34：出口增速确认下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

除了汽车行业自身成长性弱于 2012 年，以及房地产投资、制造业投资和出口增速潜在的下行风险，我们更担心的是下一轮汽车库存周期的开启在没有政策刺激下会异常艰难。这意味着从主动去库到主动补库的时间会显著长于历史均值，从而拉长下一轮汽车周期的时长，而库存周期和行业资本开支周期的错位会拉低未来两年汽车周期的高点。日本 80 年代中期汽车增速中枢接近零增长阶段，就发生过汽车周期显著变长这一现象。

图 35：日本 80 年代中期汽车周期显著变长

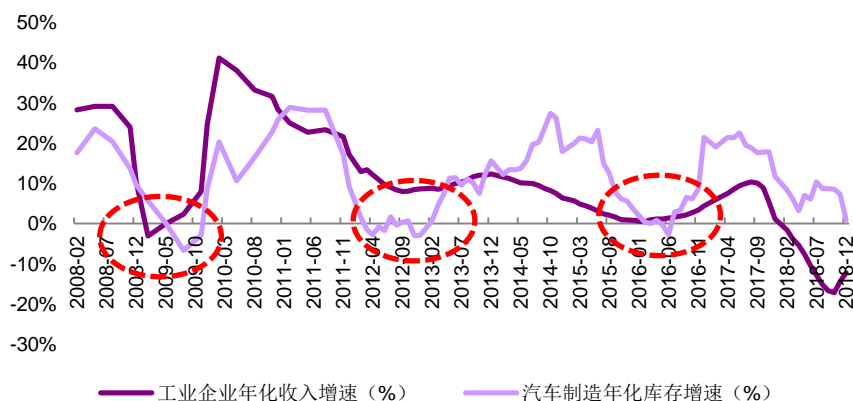


资料来源：Wind，光大证券研究所

我们的这种担心基于以下逻辑和数据。

前面讨论过汽车行业景气度率先工业企业触底回升，这会开启光大汽车时钟的复苏时区，而时钟中的过热区（主动补库）需要确认工业行业企稳回升。汽车行业的库存增速触底并不像需求那样领先工业行业，而是在工业企业景气度确认企稳后才开启的。

图 36：汽车行业库存增速拐点滞后经济企稳

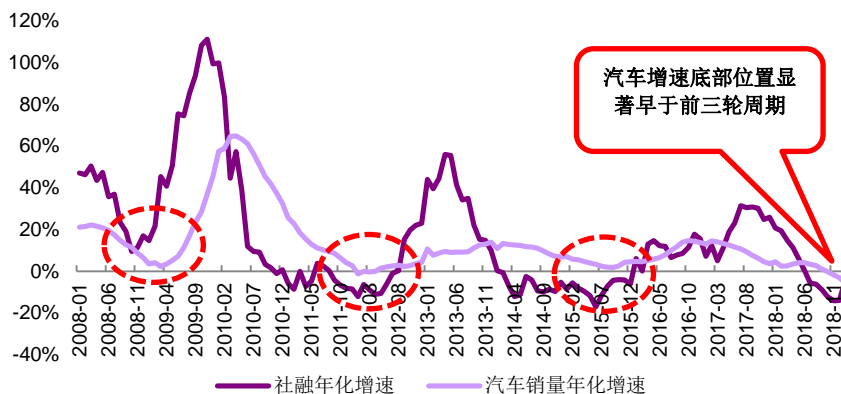


资料来源：Wind，光大证券研究所

而 15 年底启动的汽车周期在 16 年底、17 年初见顶，后续社融的增速异于历史并没有见顶回落而是继续上行，社融增速的上行时间长于历史均值。这令本轮汽车增速回落到底部的时间相较于前三轮社融触底的时间显著偏早。前三轮汽车销量增速触底发生在社融企稳回升前底部震荡的中后期，或者社融增速企稳回升后，而本轮汽车增速触底的位置在社融增速的下行期。考虑到后续社融增速企稳还存在一个底部震荡阶段，且年初社融增速是阶段

性企稳还是趋势性企稳存在分歧，预计后续社融增速开始上行并引发汽车库存增速回升的时间距主动去库期显著长于历史。这意味这行业从被动去库到主动补库的时间窗口会显著变长，在这个时间窗口内，汽车行业的复苏更多的是建立在基数效应下的复苏，这令库存增速很难展开趋势的上行或下行，从而开启新一轮汽车行业的主动补库。

图 37：本轮汽车销量增速相对社融增速触底时间显著早于历史位置

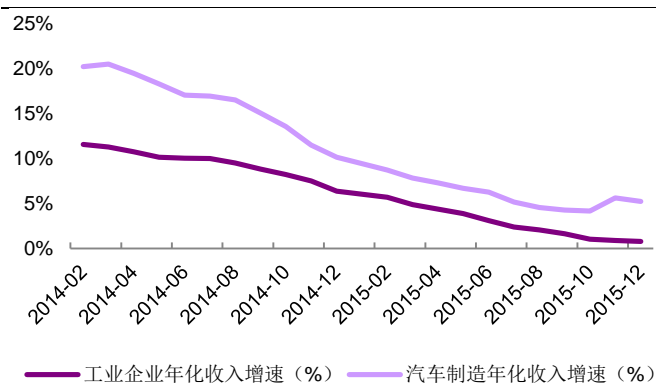


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.3、二三季度板块或发生折返有望出现更好的配置时机

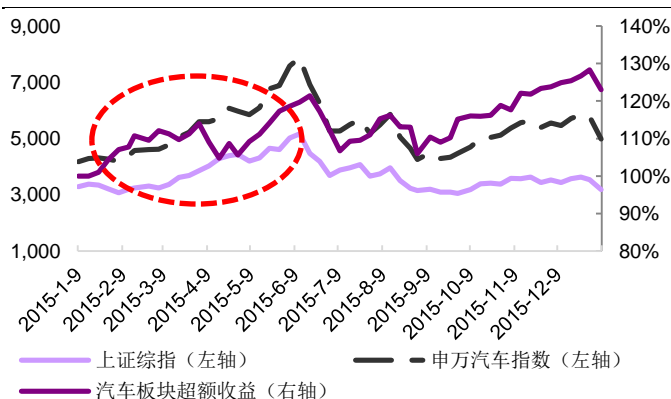
我们探讨了汽车行业和工业企业周期下行风险释放对汽车股配置的负面影响，但行业景气度和经济周期的变化并不是决定汽车股涨跌的唯一因素。在 14 年底到 15 年年中，汽车行业和工业企业景气度下行，但汽车板块和市场却全面走牛。

图 38：2014-2015 年汽车和工业企业景气度持续向下



资料来源：Wind，光大证券研究所

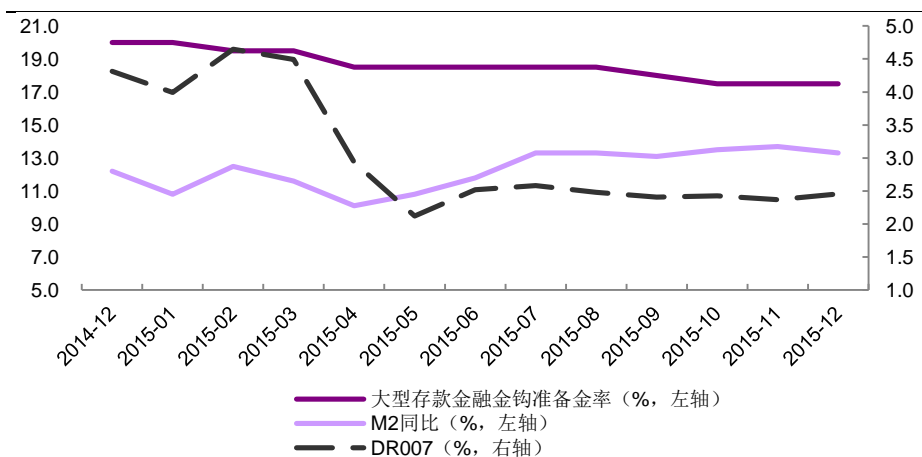
图 39：2015 年行业景气度下行期汽车股随市场全面走牛



资料来源：Wind，光大证券研究所

回顾这一时期的市场，流动性的改善对汽车股的影响是积极的，可以看到期间准备金率下调、DR007 下行以及 M2 增速企稳回升。

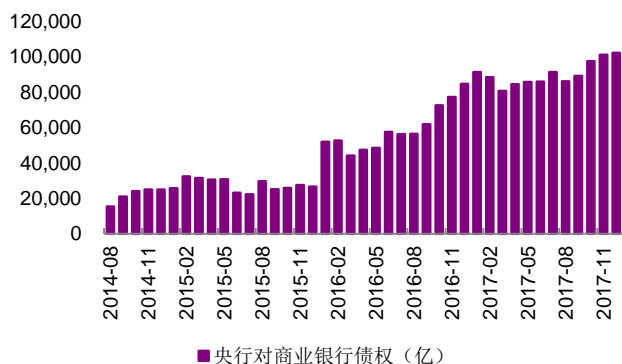
图 40：2015 年流动性指标于行业景气下行期改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

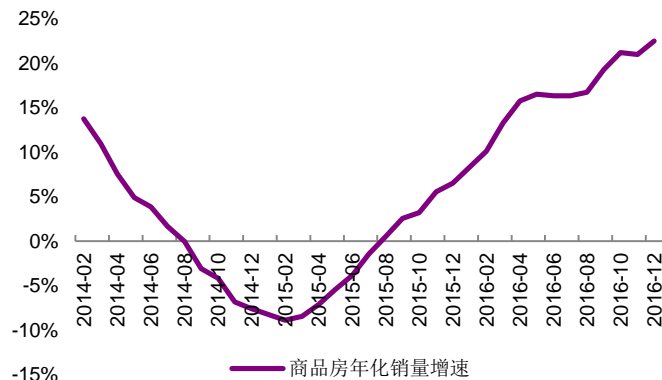
与此同时 2015 年通过地方债务置换、央行增加对商业银行的负债、PSL 再贷款和棚改货币化等方式为实体经济创造流动性。创新型的货币创造机制和稳增长政策的出台，以及房地产销售的企稳回升确保了经济触底回升。因此在经济下行期，流动性的变化、货币创造机制的选择以及稳增长政策路径的确立，会影响经济何时触底、底部下行风险是否可控，以及未来以什么方式走出底部。这几个问题的确立对汽车板块的配置节奏和投资主线均产生较大影响。我们认为随着房地产投资、制造业投资和出口增速的进一步下行，这几个问题的不确定性或会令板块在二、三季度发生折返跑，而随着经济下行风险的释放和这几个问题的确认，伴随行业被动去库的来临，有望会形成板块更好的配置时机。

图 41：2014-2017 央行对商业银行债权大幅增加



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 42：2015 年房地产销售带动经济企稳回升



资料来源：Wind，光大证券研究所

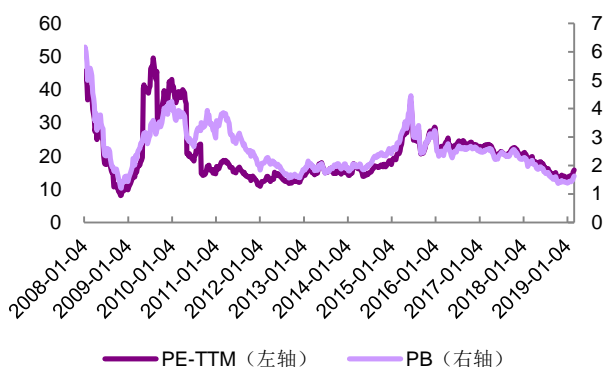
4、投资建议

4.1、行业仍处于主动去库期，板块春躁超额收益不明显

截至 3 月 1 日，申万汽车板块 PE 估值为 15.8 倍，PB 估值为 1.6 倍，年初以来板块估值修复幅度大约 13%-14%，板块仍处于大的历史底部区域。截至 1 月行业仍处于主动去库期，2019 年 1 月社融超预期也没有触发板块的超额收益，这隐含了市场对社融仅仅是阶段企稳的担忧，后续除非可以确

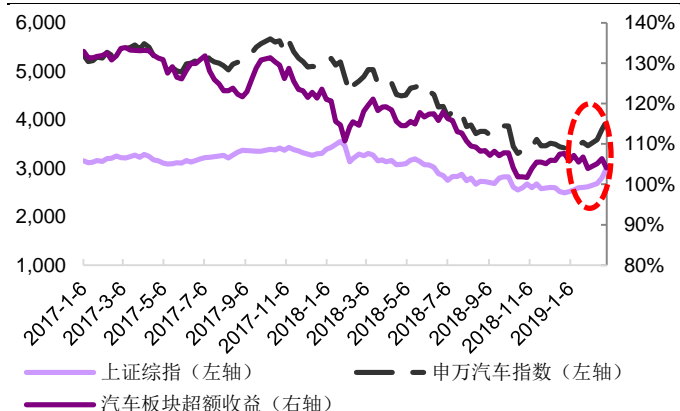
认社融增速趋势见底，或者有较大力度的行业刺激政策出台，否则板块在后续仍也难以取得稳定超额收益。

图 43：汽车板块 PE 和 PB 估值仍处于历史底部区域



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 44：汽车板块本轮春躁无超额收益

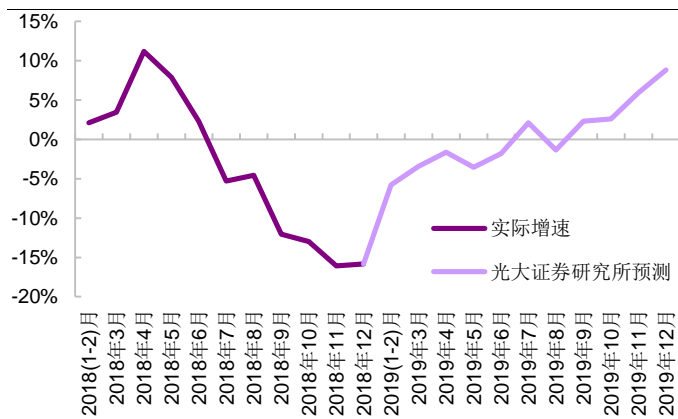


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.2、板块二、三季度有望出现更好的配置机会

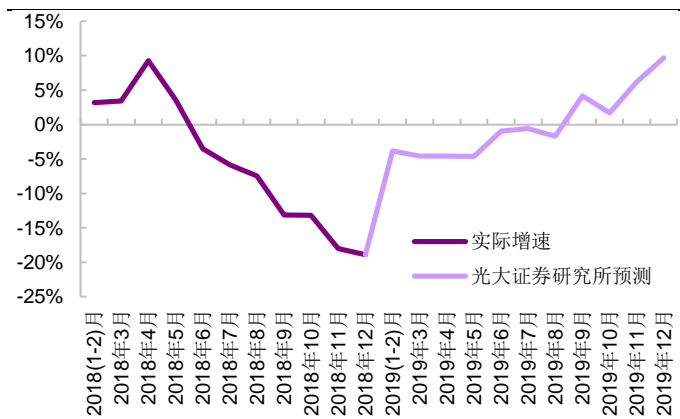
考虑到汽车行业的景气位置处于萧条末期，我们中性假设 19 年乘用车零售增长，根据历史均值回归上看，18 年四季度或成本轮汽车周期销量增速底部，19 年一季度增速边际改善，下半年行业增速有望转正。但鉴于目前仍处于主动去库阶段，且社融的趋势拐点没有最终确认，实际的销量增速在上述两个要素逆转前会弱于预测值。

图 45：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

图 46：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

春躁行情切换到趋势行情存疑，板块二、三季度或会出现折返跑，但有望出现板块在下一轮汽车周期中更好的配置时机。我们预计汽车行业到一季度前都无法确认萧条至复苏期的切换，而从主动去库到主动补库的时间预计会长于历史均值。考虑到经济下行期，流动性的变化、货币创造机制的选择以及稳增长政策路径的确立，均会影响经济何时触底、经济下行的幅度，以及未来以什么方式走出底部。这几个问题的确立对汽车周期的时长和主动补库的模式会产生较大影响，从而令板块的配置节奏和投资主线具不确定性。随着房地产投资、制造业投资和出口增速的进一步下行，经济下行的风险释

放得到确认，作为早周期的汽车行业或会开启被动去库过程，届时有望出现下一轮汽车周期中板块更好的配置机会，配置主线也将更为清晰。维持行业“中性”评级。

5、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，这会令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。
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。

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

上海市南京西路 1266 号恒隆广场一期 49 楼 邮编 200040

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
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
中青雯		021-22169527	15921857444	shenqw@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	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	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
私募业务部	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@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	wanghanzhou@ebscn.com
	黄小芳	021-52523715	15221694319	huangxf@ebscn.com