

汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益

——光大汽车时钟五问五答板块配置节奏

行业动态

◆现阶段利润增速改善幅度是否主导板块估值修复？

我们认为行业在复苏时区 EPS 上的弹性十分有限，而板块估值水平却确定性上升，主导板块走势的主要因素在于板块的估值是否发生修复。

◆什么因素会触发板块估值抢跑？

萧条末期汽车股估值抢跑的基本传导逻辑是：金融或宏观指标拐点——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基本逻辑的认知——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。

◆4月是否具备触发板块超额收益的条件？

3月工业的前瞻指标 PMI 提升，同时由于去年和今年春节分布时间的差异，2019年3月有效的工作日长于去年同期，预计3月PPI、工业增加值等指标同比增速相对2月有改善。在宏观数据阶段改善的带动下，板块距离6月被动去库存的时间窗口临近，这会令部分资金基于一季报悲观预期下提前布局行业复苏期的估值修复机会。短期汽车消费政策的预期和上海车展的举办是事件性催化。

◆如何看待板块估值抢跑的空间？

板块2012年年初估值修复过程中，申万汽车指数涨幅超越同期上证综指涨幅9.6个百分点，板块龙头上汽集团 PE-TTM 修复至10.4 以2019年4月4日收盘价计算，板块无论绝对收益还是相对收益仍有一定空间，且行业自上而下的配置机会将带动板块内部个股的活跃。

◆如何看待板块估值抢跑的持续性？

抢跑的持续性有赖于二季度经济增速下行风险确认的节奏，5月后宏观数据的表现决定了板块估值抢跑后是否发生折返。而随着经济增速下行风险的确认，早周期的汽车股经历折返后会迎来更为稳定的配置性机会。

◆投资建议：

汽车行业复苏尚待时日，但板块或于4月产生超额收益。板块估值抢跑下绝对收益及相对收益潜在空间相对有限，但自上而下的配置性机会令板块内个股活跃度提升。板块估值修复的持续性有赖于后续经济增速下行风险释放的力度和节奏。我们认为随着二、三季度经济增速下行风险的释放，板块的早周期配置价值会进一步获得市场的共识，配置比例会持续提升。上调行业评级至“增持”。A股汽车方面：建议持续关注行业龙头上汽集团和潍柴动力的估值修复性机会。港股汽车方面：建议关注广汽集团、以及需求若复苏弹性较大的吉利汽车/长城汽车。

◆风险分析：

行业增长不及预期，去库存力度及促汽车消费政策不及预期等。

增持（上调）

分析师

邵将 (执业证书编号：S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebcn.com

文姬 (执业证书编号：S0930519030001)

021-52523658

wenji@ebcn.com

倪昱婧 (执业证书编号：S0930515090002)

021-52523876

nijj@ebcn.com

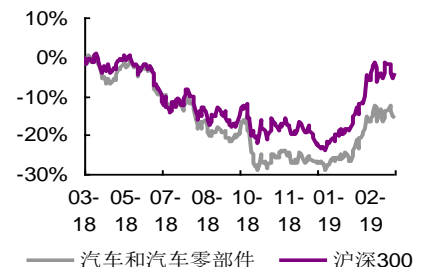
联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

新能源汽车补贴政策出台，一汽轿车并购一汽解放——汽车和汽车零部件行业周报 (201903030)

..... 2019-03-31

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

..... 2019-03-05

站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录系列一

..... 2018-12-20

目 录

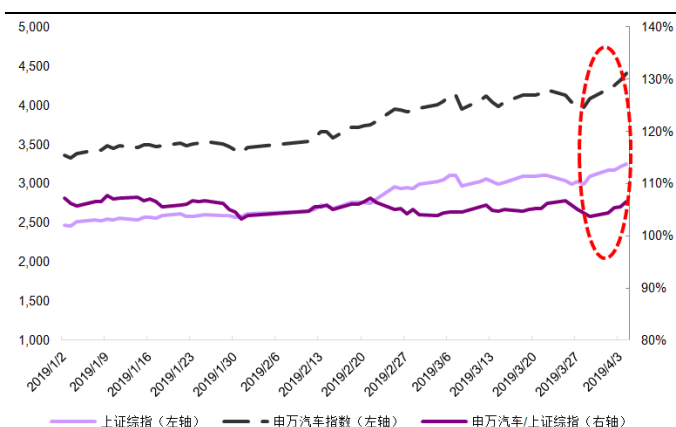
| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、 4 月以来汽车板块显著跑赢上证 | 3 |
| 2、 汽车板块或将于 4 月发生超额收益抢跑 | 3 |
| 2.1、 现阶段利润增速是否是驱动板块上涨的核心要素？ | 3 |
| 2.2、 什么因素会触发板块估值抢跑？ | 4 |
| 2.3、 4 月是否具备触发板块超额收益的条件？ | 5 |
| 2.4、 如何看待板块估值抢跑的空间？ | 6 |
| 2.5、 如何看待板块估值抢跑的持续性？ | 9 |
| 3、 投资建议 | 10 |
| 4、 风险分析 | 10 |

1、4月以来汽车板块显著跑赢上证

申万汽车指数年初至三月底涨幅 29%，涨幅于申万 28 个一级行业中排名第 23，表现偏弱。而 4 月以来相对三月底申万汽车指数涨幅 7.9%，同期上证综指涨幅 5%，显著跑赢。4 月以来板块内的乘用车、客车、重卡和零部件中重点公司均实现大约 10%-20% 的涨幅。

事件性影响上，2019 年 4 月 4 日商务部召开例行新闻发布会，商务部新闻发言人高峰表示：“将会同相关部门多措并举，从优化环境、增加供给、促进升级、拓展消费等重点方面入手，采取积极措施，推动我国汽车消费市场健康平稳发展。一是优化市场环境，重点加大对未按要求明示价格、加价销售、强制搭售、违规限制经销商经营等行为的执法力度，努力营造竞争有序、让消费者放心的消费环境。二是拓展供给渠道，深入推动汽车平行进口，满足多样化、多层次的汽车消费需求。三是推动消费结构升级，我们将推动出台促进老旧机动车报废更新、二手车交易的法规、规章和相关国家标准，取消机动车回收企业总量控制，放开报废机动车“五大总成”再制造再利用，全面取消二手车限迁，完善促进汽车消费的长效机制。四是促进汽车后市场发展，努力拓展汽车消费空间。积极推动汽车赛事、汽车旅游、汽车文化、汽车改装等相关产业发展，深挖汽车后市场潜力。”

图 1：汽车板块 4 月以来开始跑赢上证



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：4 月以来板块内细分领域重点公司大幅反弹

| 代码 | 行业 | 2019年4月1日至4月4日涨跌幅 (%) |
|-----------|------|-----------------------|
| 601633.SH | 长城汽车 | 21.6 |
| 600066.SH | 宇通客车 | 16.7 |
| 600741.SH | 华域汽车 | 16.0 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 14.7 |
| 603197.SH | 保隆科技 | 14.1 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 13.8 |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 12.7 |
| 601238.SH | 广汽集团 | 11.9 |
| 000338.SZ | 潍柴动力 | 11.9 |
| 600104.SH | 上汽集团 | 9.7 |

资料来源：Wind，光大证券研究所

现阶段汽车行业处于汽车时钟哪个阶段，当前投资汽车板块的主要矛盾是什么？4 月以来板块的超额收益是否可持续？板块后续的走势会如何演绎？本文就上述问题做进一步分析。

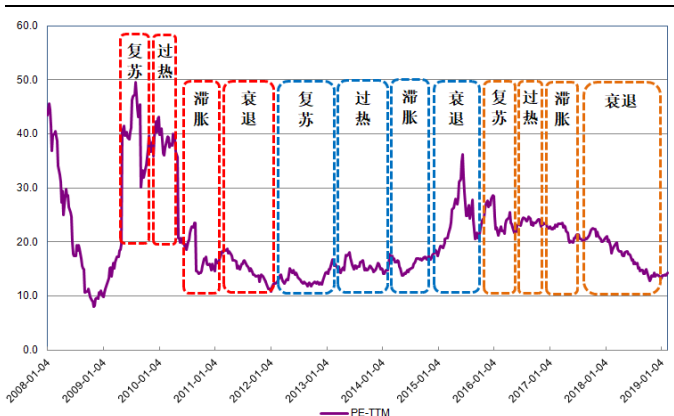
2、汽车板块或将于 4 月发生超额收益抢跑

2.1、现阶段利润增速是否是驱动板块上涨的核心要素？

我们在《汽车股周期轮回启示录》系列报告中建立了汽车行业景气阶段的划分，并研究了板块在不同景气时区的估值和利润特征。我们认为行业在复苏时区 EPS 上的弹性十分有限，而板块估值水平却确定性上升，主导板块走势的主要因素在于板块的估值是否发生修复。目前根据光大汽车时钟行业仍处于主动去库末期并有望在下半年进入行业复苏区。因此行业下半年利

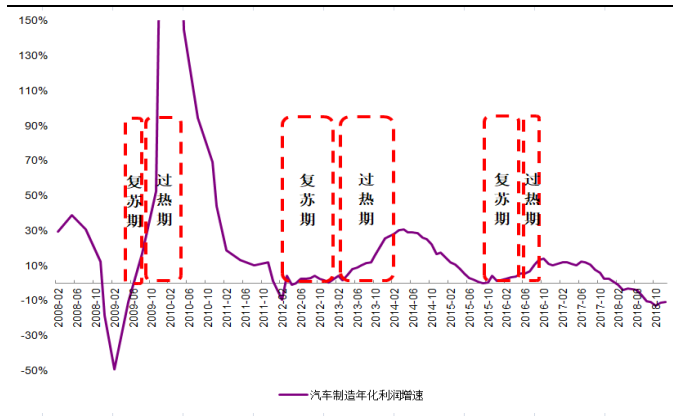
润改善空间十分有限，未来一段时间影响板块配置节奏的主要矛盾在于板块估值修复的触发与否。

图 3：板块在复苏时区估值确定性修复



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：板块在复苏时区利润增速显著弱于过热期

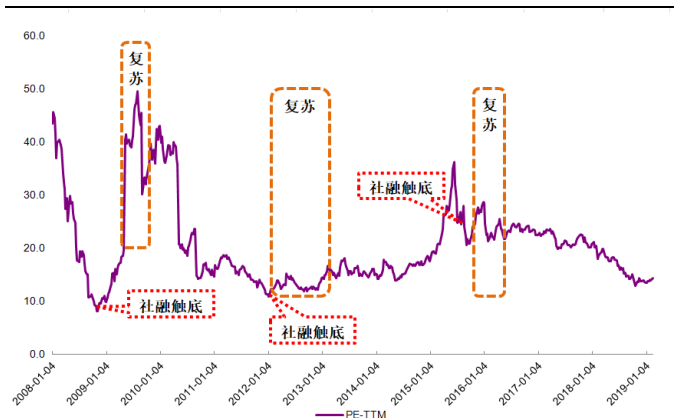


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、什么因素会触发板块估值抢跑？

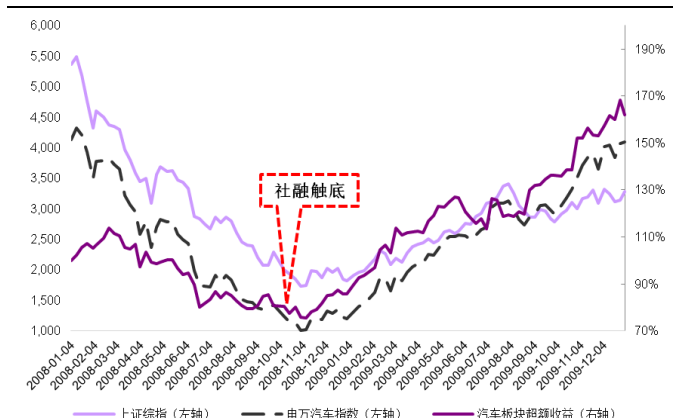
我们在《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力》报告中分析了三轮周期汽车板块均发生了估值抢跑基本面的情况，并筛选了抢跑的前瞻指标——年化社融增速，我们认为这和汽车行业的早周期属性有关。货币和信用指标会令经济后续触底预期得到强化，而汽车行业早于工业行业复苏的基本逻辑令左侧资金基于对经济拐点的判断配置汽车板块。因此汽车股估值抢跑的基本逻辑是：金融或宏观指标拐点——经济景气度后续见底或下行风险可控的预期强化——汽车行业率先经济企稳回升基本逻辑的认知——汽车行业复苏期板块估值确定性扩张——配置早周期汽车股驱动估值抢跑基本面。我们认为行业复苏时区对经济是否触底的预期会触发板块估值扩张或收缩。

图 5：社融拐点触发估值抢跑



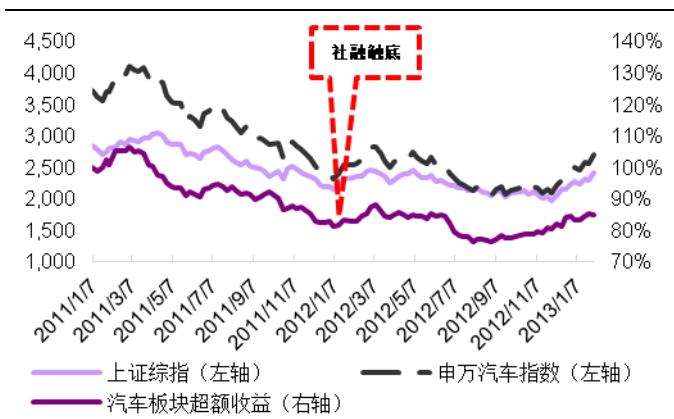
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2008 年底社融拐点触发板块超额收益



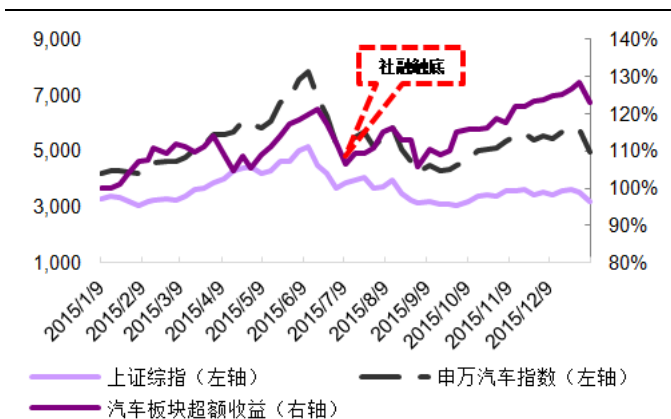
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：2012 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 8：2015 年中社融拐点触发板块超额收益



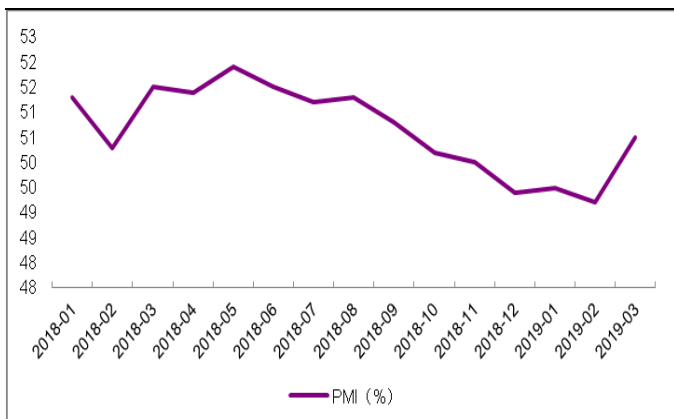
资料来源：Wind，光大证券研究所

2.3、4 月是否具备触发板块超额收益的条件？

我们于 2018 年 12 月底《站在新一轮汽车周期的底部》报告中判断年初板块存在春躁行情，并在二、三季度出现更好的配置时机。目前看受到以下三方面影响，4 月份板块或将持续产生超额收益。

第一，基于汽车行业的早周期属性，在萧条末期和复苏期主导板块估值波动的核心是对经济触底时间和节奏的判断。这一预期受宏观、金融指标的预期影响。1-2 月工业企业利润增速进一步下行后，3 月工业的前瞻指标 PMI 提升，同时由于去年和今年春节分布时间的差异，2019 年 3 月有效的工作日长于去年同期，预计 3 月 PPI、工业增加值等指标同比增速相对 2 月有改善。这会阶段性修正经济触底的悲观预期，有利于早周期行业估值提升。

图 9：3 月 PMI 数据改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

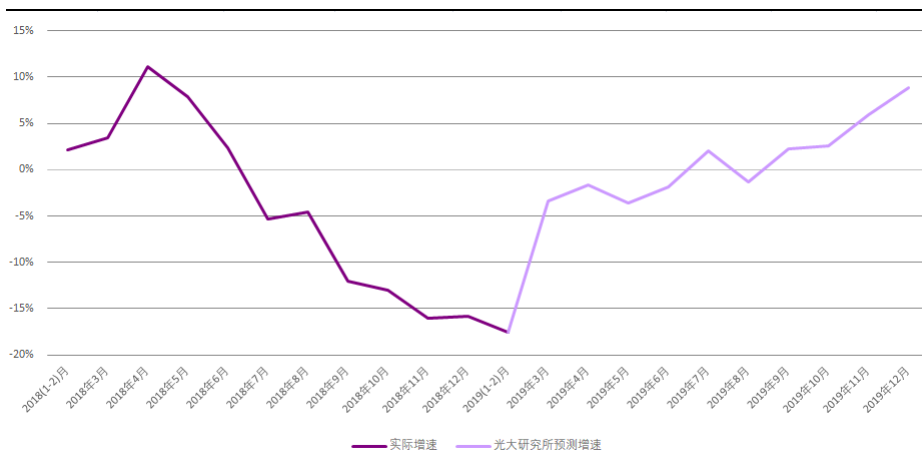
图 10：3 月份有效工作日受到春节分布影响

| 年份 | 除夕日期 | 经济活动受影响时间段 | 3 月有效工作日 |
|------|----------|-------------------|----------|
| 2018 | 2 月 15 日 | 2 月 8 日-3 月 9 日 | 15 |
| 2019 | 2 月 4 日 | 1 月 28 日-2 月 26 日 | 21 |

资料来源：光大证券研究所 注：“经济活动受影响时间段”：除夕前推 7 个自然日，元宵节后推 7 个自然日

第二，基数效应下行业批发销量增速有望于年中转正，或将大概率开启行业的被动去库过程，年初至 3 月末汽车板块没有取得超额收益，说明基于板块自身早周期属性的投资机会不被市场认可。这除了经济触底预期的混乱外，萧条末期板块一季报的业绩风险也是压制其取得超额收益的原因。在宏观数据阶段改善的带动下，板块距离 6 月前后被动去库的时间窗口临近，这会令部分资金基于一季报悲观预期下提前布局行业复苏期的估值修复机会。

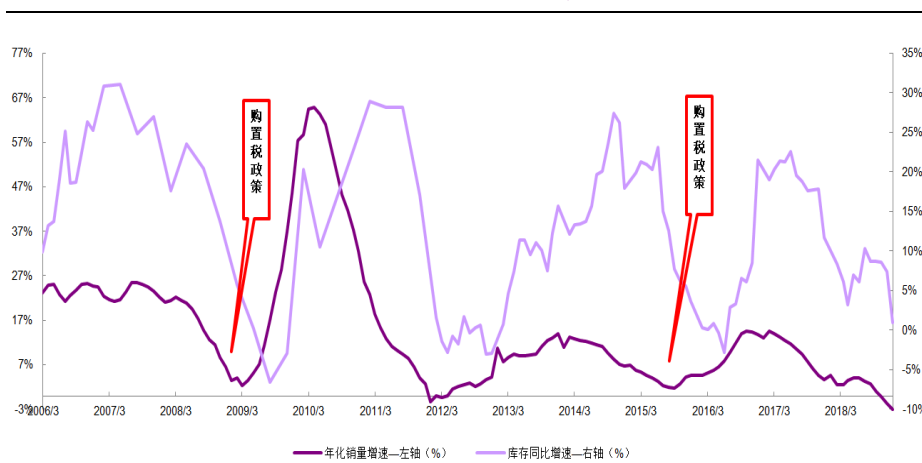
图 11：基数效应下广义乘用车增速年中或将转正



资料来源：中汽协、光大证券研究所预测

第三，从短期事件性刺激上看，商务部近期表示要推动我国汽车消费市场健康平稳发展。我们在《站在新一轮汽车周期的底部》中论述过，行业刺激政策作为逆周期中介，出台时点一般在萧条末期，对汽车时钟起到助推式切换，预计后期会有针对汽车消费环节政策出台。同时4月16日至4月25日举办的上海国际车展临近，预计主机厂会借机宣传品牌战略及新车型，积极引导汽车消费。

图 12：两轮购置税政策出台均对汽车时钟产生助推式切换

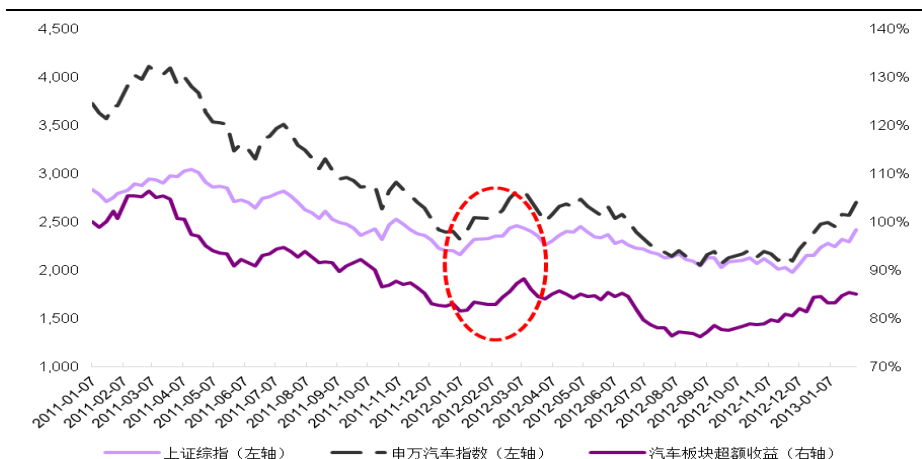


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.4、如何看待板块估值抢跑的空间？

历史上看 2012 年的汽车周期无论复苏的幅度还是方式、以及板块的估值相对位置，都对今年的汽车周期有一定参考意义。2012 年年初汽车板块发生过一轮估值修复行情，年初中万汽车指数低点到 3 月初的高点过程中，板块累计涨幅 22.2%，跑赢上证综指 9.4 个百分点。而 2019 年 4 月 4 日相对 2019 年 3 月底，申万汽车指数涨幅仅超越上证综指 2.9 个百分点。

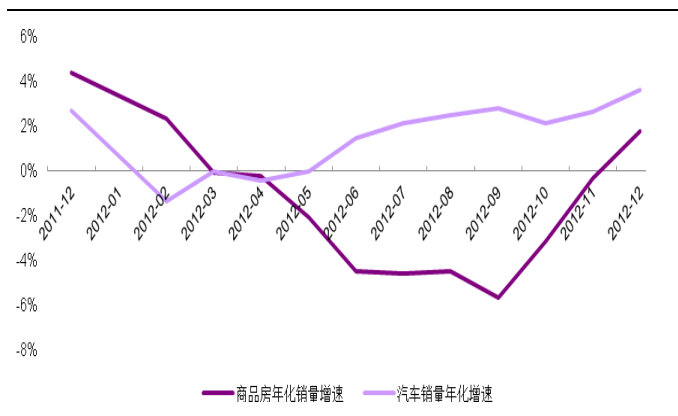
图 13：2012 年初汽车板块涨幅阶段性超越上证 9.4 个百分点



资料来源：Wind，光大证券研究所

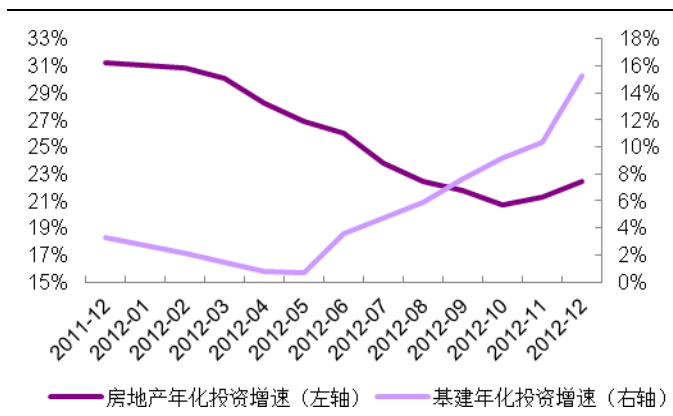
我们把 2012 年的估值修复的空间作为参考系除了两轮周期的相似性，还要考虑其差异性。2012 年 2 月行业已经进入被动去库存期，而今年 4 月距 6 月前或即将开启的行业复苏期尚有大约一个季度，相对偏早。但 2012 年一季度除了汽车行业进入复苏区，房地产销售、房地产开发投资、制造业投资、基建投资、出口都在二季度前大幅下行。

图 14：2012 年汽车景气改善、房地产销售二季度下行



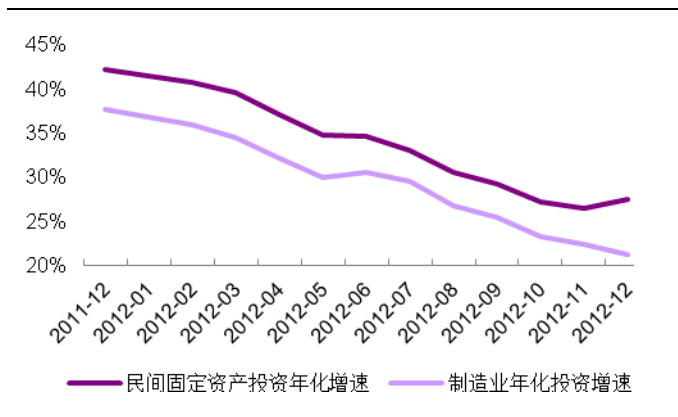
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：2012 年房地产基建投资二季度下行



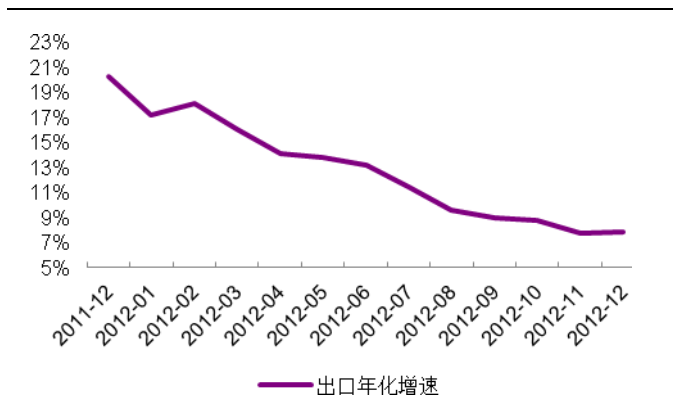
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 16：2012 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

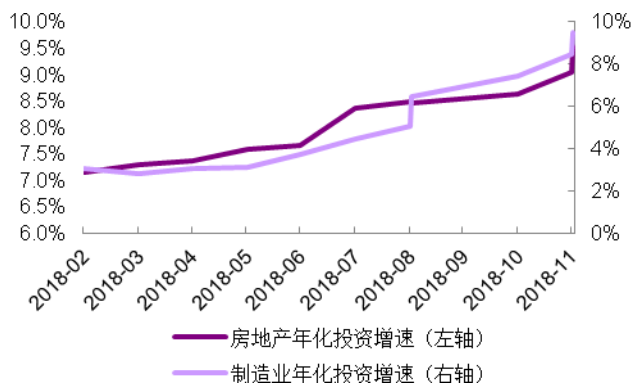
图 17：2012 年出口增速持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

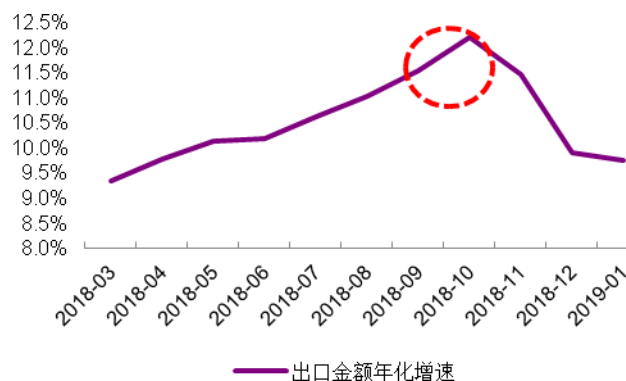
本轮周期主要的经济增速下行风险点在于房地产投资、制造业投资和出口，且截至2019年2月房地产投资和制造业投资年化增速仍然上行。经济分项组合略好于2012年初，由于早周期的汽车行业在萧条末期和复苏期，经济组合触底的节奏对板块估值波动有较大影响，因此综合来看目前位置距离行业复苏的时点相对于2012年初行业已经复苏略微提前，但目前行业所处的宏观变量组合略好于2012年初，考虑到两轮周期类似的周期位置和估值水平，我们可以大致参考2012年初板块估值修复的空间。

图 18：2019 年房地产、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 19：2019 年出口增速确认下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

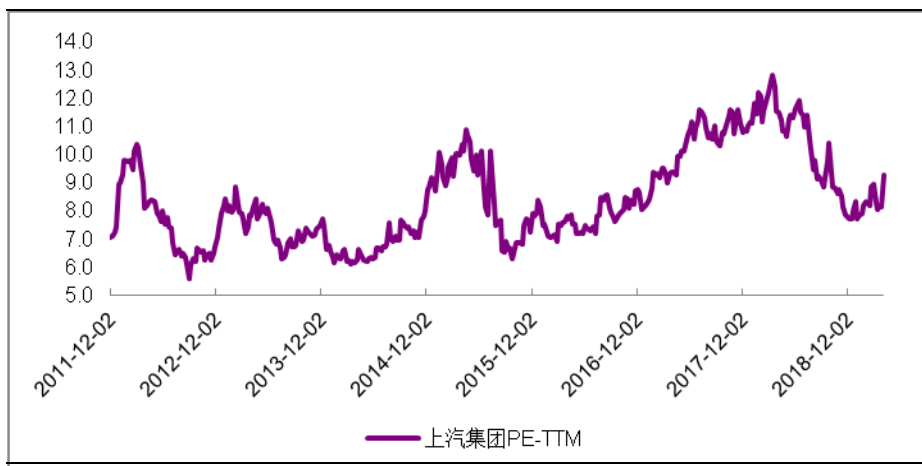
图 20：2019 年和 2012 年两轮板块估值修复比较

| 两轮汽车板块估值修复比较 | 行业被动去库开启时间 | 汽车板块同时获得绝对收益和相对收益区间 | 板块估值修复期宏观变量组合 |
|--------------|-------------|---------------------------|--|
| 2012年 | 2012年2月 | 2012. 01. 06-2012. 03. 09 | 年化房地产投资增速、年化制造业投资增速、基建投资增速、年化出口增速、年化房地产销售增速均下行 |
| 2019年 | 预计2019年6月前后 | 2019. 04. 01-? | 年化房地产投资增速、年化制造业投资增速上行、基建投资增速、年化出口增速、年化房地产销售增速均下行 |

资料来源：Wind，光大证券研究所 注：截至2019年4月8日，宏观变量组合中各项指标更新至2019年2月

绝对收益的角度看，可参考板块龙头上汽集团 PE 修复空间。上汽集团在2012年初 PE-TTM 修复至10.4,截至2019年4月4日上汽集团 PE-TTM 为9.3。综合来看，参考2012年年初板块估值修复的空间，以2019年4月4日收盘价计算，板块仍有一定绝对收益和相对收益的空间，预计基于行业自上而下的配置将带动板块内部个股的活跃。

图 21：上汽集团 2012 年板块估值修复

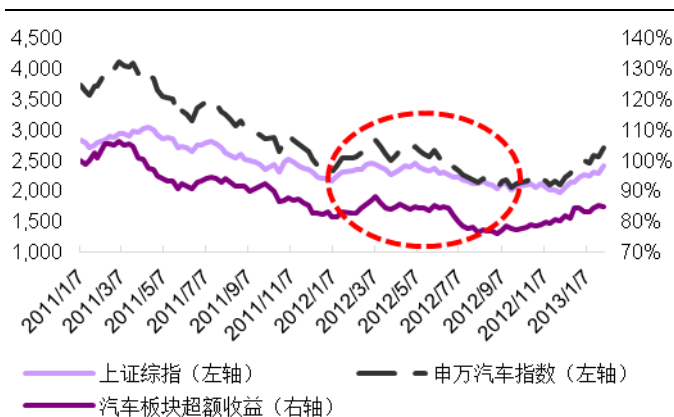


资料来源：Wind，光大证券研究所

2.5、如何看待板块估值抢跑的持续性？

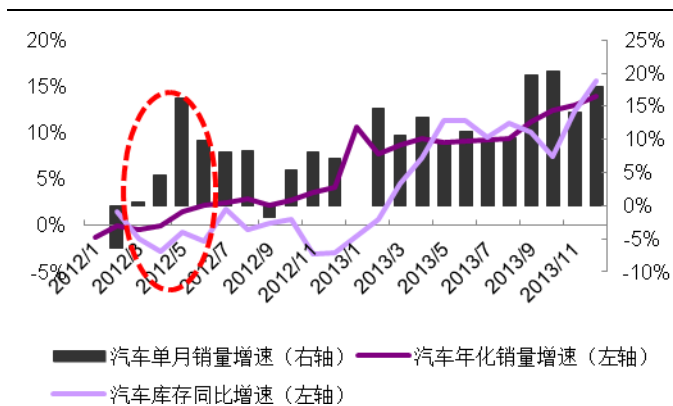
2012 年汽车板块估值于一季度阶段性修复后，二季度随着行业销量增速的上行，板块的绝对收益和相对收益却发生了回撤，主要是因为年初构建的经济阶段企稳的预期于二季度被削弱。我们认为今年 4 月汽车板块或将发生年初以来首次超额收益的抢跑，而抢跑的持续性有赖于二季度经济增速下行风险确认的节奏，5 月后宏观数据的表现决定了板块估值抢跑后是否发生折返。而随着经济增速下行风险释放的最终确认，早周期的汽车经历折返后会迎来更为稳定的配置性机会。

图 21：2012 年汽车板块二季度大幅回撤



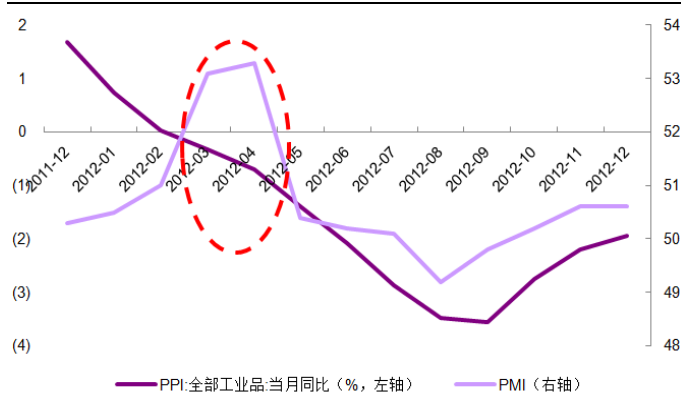
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 22：2012 年汽车行业二季度数据持续改善



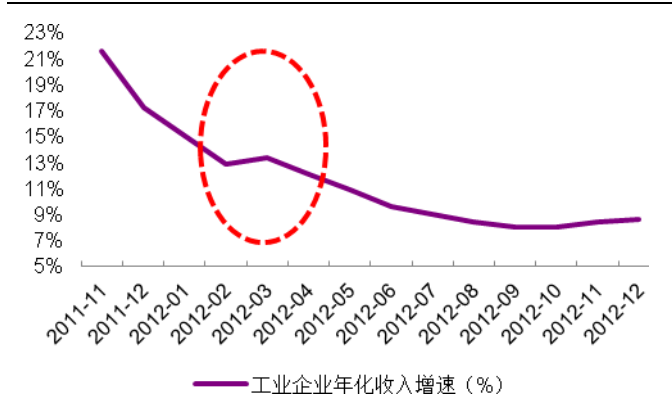
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 23：2012 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 24：2012 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

3、投资建议

我们于 2018 年年底判断 2019 年年初板块春躁行情，且 2019 年二、三季度会出现板块更好的配置机会。考虑到春节分布的影响，3 月宏观数据同比增速相对于 2 月环比改善，对经济悲观的预期或被阶段上修，从而带动早周期汽车板块的估值抢跑。后续稳定汽车消费政策的出台和上海车展的举办是板块估值修复短期的催化剂。参考 2012 年板块估值修复，以 2019 年 4 月 4 日收盘价计算，板块仍有一定绝对收益和行对收益的空间。而估值修复的持续性有赖于后续经济增速下行风险释放的力度和节奏。我们认为随着二、三季度经济增速下行风险的释放，板块的早周期特质会进一步获得市场的共识，配置比例会持续提升。上调行业评级至“增持”。A 股汽车方面：建议持续关注行业龙头上汽集团和潍柴动力的估值修复性机会。港股汽车方面：建议关注广汽集团、以及需求若复苏弹性较大的吉利汽车/长城汽车。

4、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，降低购车意愿。零部件成本上升。
3. **产能过剩，去库存进程不达预期：**18 年后半年销量持续下滑，企业和经销商库存高企，19 年行业面临去库存压力。新能源汽车行业拥有很大发展空间，有大量企业参与竞争，行业产能可能在短期内超过需求，从而出现产能过剩的风险。
4. **汽车促销政策落地不及预期。**19 年初发改委、工信部等十部委出台促进汽车消费相关政策纲领。汽车促销政策落地时间和细则暂不明确，政策刺激效果边际递减。

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中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, 本公司的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, 本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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述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述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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|------------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |