

如何把握新一轮汽车周期的配置性机会

——汽车股周期轮回启示录系列三

行业深度

◆9月大概率确认为新一轮行业复苏起点。为了量化乘用车需求的强弱，我们定义了乘用车行业月度销量增速的“预测值”。我们认为春节后乘用车销量数据显现的是行业景气度季节性“超预期”恢复，若10月乘用车批发销量增速下滑在13%以内，将进一步确认9月为汽车行业新一轮周期复苏起点。

◆我们首次引入产业渗透率模型测算新一轮汽车周期的成长空间。我们定义了乘用车行业的产业渗透率，我国乘用车正处于“大规模普及期”内第二库存周期末期，即将进入第三库存周期。2018年我国乘用车渗透率为22%，预计今年9月至2022年开启行业“大规模普及期”内第三库存周期，产业渗透率普及至30%。参考日韩，预计我国乘用车新一轮周期相对目前时点有9%的销量提升空间，15%-26%的利润提升空间。机构汽车板块重仓持仓占比有望从目前1.8%向3.6%均值回归。

◆11月至明年二季度为新一轮周期中重要的板块配置时区。历史上看板块复苏时区超额收益及超额收益的胜率较高，且板块超额收益的驱动因素为估值修复而非EPS大幅上行。11月披露行业10月的销量数据大概率会确认9月为新一轮汽车周期复苏拐点，同时11月至明年二季度行业销量增速会加速改善。在明年乘用车3%销量增速的中性假设下，预计行业最早于2020年四季度存在一定概率开启行业主动补库（过热期）。若2020年行业销量增速弱于2%，明年全年将难以开启行业主动补库，预计行业“大规模普及期”第三汽车周期下行业复苏向过热切换阻力较大。

◆零部件和乘用车的行业轮动在新一轮周期或无显著性。历史上汽车板块获得超额收益区间内存在“先乘用车后零部件”的配置轮动次序，但该规律在行业“大规模普及期”中的第二库存周期开始已不显著。鉴于2020-2023或成为下一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点，新能源汽车为载体的智能网联车有望接力SUV成为行业未来行业朱格拉周期中重要的“抓手”，而智能网联车最主要的投资环节在单车的动力系统和电子通信系统，预计下一轮行业朱格拉周期的投资方向主要在汽车零部件领域，中长期看零部件板块的利润空间更大。建议行业复苏期除了配置早周期的乘用车板块，同时积极把握零部件板块中三季报超预期并积极应对行业变革的个股机会。

◆投资建议：光大汽车时钟9月大概率切换至新一轮复苏时区，11月至2020年二季度行业销量增速有望加速提升，目前时点至明年二季度建议积极把握汽车新一轮周期复苏时区板块的估值修复性机会。A股汽车方面：上调行业评级至“买入”。个股推荐长安汽车和长城汽车(A)，建议关注行业龙头上汽集团。零部件板块建议关注行业龙头华域汽车及特斯拉国产供应商德联集团。港股汽车方面：上调行业评级至“增持”，个股推荐长城汽车(H)，建议关注吉利汽车。

◆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。

汽车(A股): 买入(上调)

汽车(H股): 增持(上调)

分析师

邵将(执业证书编号: S0930518120001)

021-52523869

shaoj@ebscn.com

倪昱婧 CFA(执业证书编号: S0930515090002)

021-52523852

niyj@ebscn.com

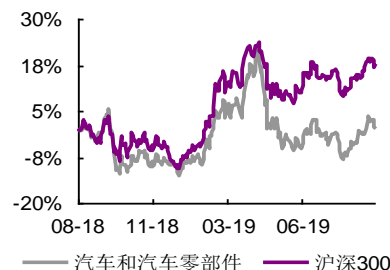
联系人

杨耀先

021-52523656

yangyx@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

相关研报

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
..... 2019-04-08

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
..... 2018-12-21

投资聚焦

我们的创新之处

为了便于投资者在行业周期底部理解每个月销量数据的波动，避免对所谓“市场预期”理解上产生分歧，我们定义了乘用车行业月度销量增速的“预测值”。我们定义实际行业销量的同比增速和“预测值”之差为“超预期幅度”，该值为正代表当月需求好于季节性均值恢复，体现行业需求“旺季更旺”或者“淡季不淡”。我们发现今年6月后行业需求呈现“淡季不淡”特征，11月披露行业10月销量数据大概率会确认9月为新一轮汽车周期复苏拐点。

历史上看，汽车板块超额收益和超额收益的胜率在复苏和过热两个时区较高，同时复苏时区下汽车板块超额收益的驱动因素为估值修复，估值提升空间和一轮汽车周期利润改善幅度的预期相对应。为了便于投资者理解行业在下一轮周期中的成长空间，我们首次在乘用车行业中引入产业渗透率模型，定义乘用车千人保有量667辆为产业渗透率100%对应值，2018年底我国乘用车行业渗透率为22%。目前中国乘用车正处于2012年以来行业大规模普及期内的第二库存周期末期，预计乘用车销量增速于2019年触底回升，开启第三库存周期，并以3%的复合增速增长至2022年，行业渗透率达到30%。新一轮汽车周期销量高点较目前时点有9%的销量提升空间，15%-26%的利润提升空间。

我们对2020年行业销量增速做了不同的情景假设：1)若2020年乘用车销量增速低于2%，明年全年行业将无法开启主动补库（过热器）；2)销量增速3%左右，最早于明年四季度存在一定概率开启主动补库。在2020年乘用车销量增速3%的中性假设下，我们认为行业“大规模普及期”内第三汽车周期复苏向过热的切换难度较大，而行业只有进入过热器驱动板块超额收益的主要因素才是EPS提升而非估值修复。

最后我们还对历史上出现的行业景气上行期板块内“先乘用车后零部件”的超额收益轮动做了相关分析，该规律在2015-2016年汽车周期中失效，鉴于2020-2023或成为新一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点，预计下一轮行业朱格拉周期的投资方向主要在汽车零部件领域，中长期看零部件板块的利润空间更大。预计新一轮汽车周期下，板块内的乘用车和零部件板块超额收益轮动特征依旧不显著，建议除了配置早周期的乘用车板块，同时积极把握零部件板块季报超预期并积极应对行业变革的个股的投资机会。

投资观点

光大汽车时钟9月大概率切换至新一轮复苏时区，11月至2020年二季度行业销量增速有望加速提升，目前时点至明年二季度建议积极把握汽车新一轮周期复苏时区板块的估值修复性机会。**A股汽车方面：上调行业评级至“买入”**。个股推荐**长安汽车**和**长城汽车（A）**，建议关注行业龙头**上汽集团**。零部件板块建议关注行业龙头**华域汽车**及车用精细化学龙头**德联集团**。**港股汽车方面：上调行业评级至“增持”**，个股推荐**长城汽车（H）**，建议关注**吉利汽车**。

目 录

1、 光大汽车时钟历史观点回溯	6
2、 新一轮汽车周期拐点怎么抓——光大汽车行业周期模型	7
2.1、 行业复苏阶段板块主要驱动要素为估值而非业绩	7
2.2、 9月大概率确认为新一轮行业复苏	8
3、 如何确认新一轮汽车周期的成长空间——光大汽车行业成长模型	11
3.1、 预计新一轮汽车周期的销量空间约为 9%	11
3.2、 新一轮汽车周期的利润空间约为 15%-26%	16
3.3、 复苏期盈利端或驱动申万汽车指数上行	18
3.4、 2020-2023 有望开启行业中期成长	20
4、 如何踩准新一轮汽车周期的配置节奏	21
4.1、 板块超额收益区间乘用车增速的峰值分布	21
4.2、 行业复苏必然触发板块超额收益？——复盘 2012	22
4.3、 11月至明年二季度为本轮汽车周期的重要配置时区	24
4.4、 板块配置比例仅 1.8%，有望向均值 3.6%回归	26
5、 乘用车和零部件子行业如何选	27
5.1、 零部件板块盈利回升滞后乘用车	27
5.2、 新一轮汽车周期子行业超额收益轮动或不明显	27
6、 投资建议	28
6.1、 板块估值水平处于行业复苏期的底部区域	28
6.2、 积极把握未来半年板块性估值修复的机会	29
7、 重点公司推荐	31
7.1、 长城汽车 (2333.HK、 601633.SH)	31
7.2、 长安汽车 (000625.SZ)	32
8、 风险分析	33

图表目录

图 1：光大汽车时钟历史观点回溯.....	6
图 2：2008 年以来三轮汽车周期板块估值.....	7
图 3：2008 年以来三轮汽车周期行业利润增速.....	7
图 4：美林时钟和汽车库存周期对应中的股价表现.....	7
图 6：2017 年以来汽车板块绝对收益和相对收益.....	8
图 7：2019 年初以来保险数和批发数增速分化.....	9
图 8：光大汽车时钟时区划分.....	9
图 9：2019 年初以来保险数和批发增速分化（剔除春节时间分布的影响）.....	9
图 10：影响同比增速的季节性因素.....	10
图 11：影响同比增速的基数因素.....	10
图 12：2019 乘用车行业销量超预期幅度和累计超预期幅度体现需求韧性.....	10
图 13：乘用车年化销量增速预测值.....	11
图 14：全球主要国家汽车千人拥有量对比.....	12
图 15：2018 年各国机动车保有量中 2C 需求占比.....	13
图 16：2018 年各国修正后的乘用车千人保有量.....	13
图 17：美国户均汽车数量接近 2 辆.....	13
图 18：中日韩乘用车产业渗透率曲线.....	14
图 19：中日韩乘用车产业渗透率 10%-30%人均 GDP.....	14
图 20：中日韩乘用车渗透率普及过程中行业的销量复合增速中枢变化.....	15
图 21：日本三轮乘用车周期大约 3-5 年.....	15
图 22：韩国三轮乘用车周期大约 4 年.....	15
图 23：预计中国第三轮乘用车周期时间为 2019-2022 年.....	16
图 24：乘用车相同销售规模下行业利润情况.....	16
图 25：乘用车相同销售规模下行业毛利率和净利率.....	16
图 26：乘用车相同销售规模下市场均价及 PPI 定基指数.....	17
图 27：乘用车相同销售规模下行业集中度变化.....	17
图 28：2015-2018 年 0-7 万乘用车市场需求萎缩.....	17
图 29：2015-2018 年 0-7 万乘用车竞争格局集中.....	17
图 30：10-15 万乘用车中 SUV 替换轿车趋势明显.....	18
图 31：2015-2018 年 10-15 万轿车市场集中度提升.....	18
图 32：长安汽车薪酬和折旧摊销收入占比.....	18
图 33：长城汽车薪酬和折旧摊销收入占比.....	18
图 34：2008 年以来三轮汽车周期板块估值.....	19
图 35：2008 年以来三轮汽车周期行业利润增速.....	19
图 36：汽车时钟下行业的销量增速和规模.....	19
图 37：汽车时钟下行业的销量和利润增速.....	19

图 38：行业销量（含预测）及利润增速.....	20
图 39：汽车板块指数及估值（截至 2019 年 11 月 1 日）.....	20
图 40：汽车行业投资增速和库存增速.....	20
图 41：新能源为载体的智能网联车或带动企业投资增速开启朱格拉周期.....	21
图 42：主观划分方式下，汽车行业各周期阶段特征.....	21
图 43：2009-2010 行业景气上行阶段销量峰值分布.....	22
图 44：2012-2013 行业景气上行阶段销量峰值分布.....	22
图 45：2015-2016 行业景气上行阶段销量峰值分布.....	22
图 46：2019-2020 行业景气上行阶段销量峰值分布预测.....	22
图 47：2012 年汽车板块二季度大幅回撤.....	23
图 48：2012 年汽车行业二季度数据持续改善.....	23
图 49：2012 年工业品价格下行打破经济企稳预期.....	23
图 50：2012 年工业企业收入阶段企稳后继续下行.....	23
图 51：2012 年汽车景气改善、房地产销售二季度下行.....	24
图 52：2012 年房地产基建投资二季度下行.....	24
图 53：2012 年民间固定资产投资和制造业投资下行.....	24
图 54：2012 年出口增速持续下行.....	24
图 55：2012-2013 销量增速峰值和板块超额收益.....	25
图 56：2015-2016 销量增速峰值和板块超额收益.....	25
图 57：汽车收入增速率先工业企业触底回升.....	25
图 58：汽车销量增速第二峰值对应是工业收入企稳.....	25
图 59：9 月乘用车年化增速或将企稳，11 月或将加速改善.....	26
图 60：公募基金汽车股重仓市值占比.....	26
图 61：零部件行业利润增速滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度.....	27
图 62：“先乘用车再零部件”的轮动次序在 2015-2016 不明显.....	28
图 63：第二库存周期相较于第一库存周期乘用车利润增速相对零部件无“比较优势”.....	28
图 64：汽车板块复苏期估值（截至 2019 年 11 月 1 日）.....	29
图 65：本轮行业衰退期利润下行时间和空间超预期.....	29
图 66：2020 年乘用车零增长假设下行业销量增速预测.....	30
图 67：2020 年乘用车销量 3% 增长假设下行业销量增速预测.....	30
图 68：2020 年乘用车销量 5% 增长假设下行业销量增速预测.....	30
图 69：2020 年乘用车销量 10% 增长假设下行业销量增速预测.....	30

1、光大汽车时钟历史观点回溯

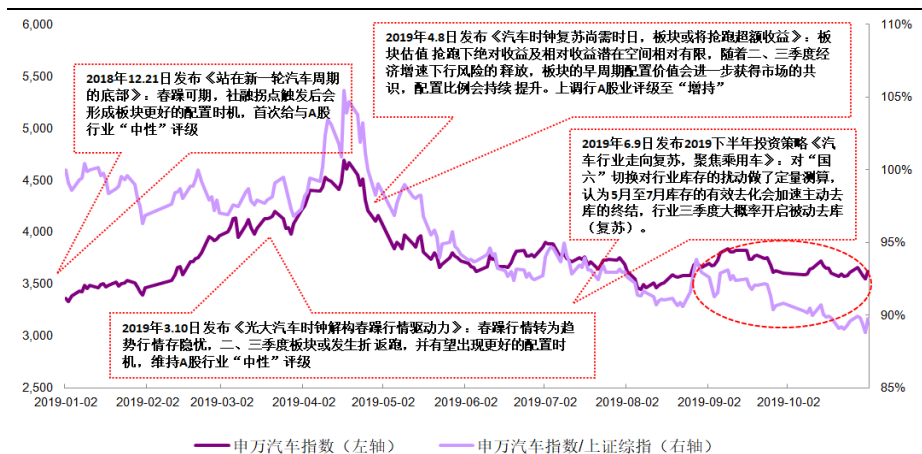
我们于2018年12月21日发布了光大汽车框架报告《站在新一轮汽车周期的底部》，并定义了光大汽车时钟。根据该系统预测了2019年春躁行情，但由于销量的改善仅仅是边际性的，在社融没有形成拐点前，需求的复苏缺乏韧性，判断行业在2019二、三季度会形成更好的配置时机。

2019年3月10日我们发布了《光大汽车时钟解构春躁行情驱动力》，我们对汽车板块早周期属性做了深入分析，并对历史上汽车板块“春躁”行情做了梳理，提取了板块超额收益的领先指标，判断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。

2019年4月8日我们发布了《汽车时钟复苏尚需时日，板块或将抢跑超额收益》，判断板块估值抢跑下绝对收益和相对收益的空间相对有限，随着二、三季度经济增速下行风险的释放，板块的早周期属性会进一步获得市场共识，配置比例会持续提升。

2019年6月9日我们发布了2019年下半年投资策略《汽车行业走向复苏，聚焦乘用车》，对“国六”切换对行业的扰动做了定量分析，判断今年5月至7月行业库存的有效去化会加速终结本轮主动去库过程，行业三季度大概率开启被动去库（复苏）过程。

图 1：光大汽车时钟历史观点回溯



资料来源：Wind，光大证券研究所

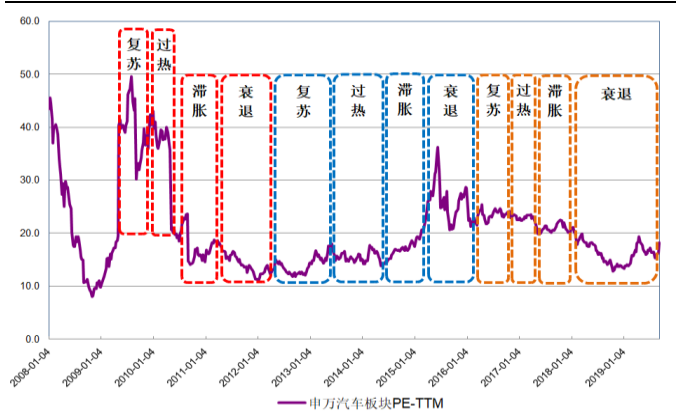
自去年年底以来，我们一直判断汽车板块最佳的配置机会在今年二、三季度。今年汽车板块相对上证综指仅在4月出现波段式、级别较大的超额收益。8月下旬汽车板块相对上证开始走强，板块内零部件个股开始活跃，但板块超额收益持续性较弱，市场较为关注汽车板块行情后续将如何发展，本篇报告将重点讨论汽车行业的拐点确认方法、新一轮周期下汽车行业的销量空间和利润空间、以及如何把握板块的配置节奏等问题。

2、新一轮汽车周期拐点怎么抓——光大汽车行业周期模型

2.1、行业复苏阶段板块主要驱动要素为估值而非业绩

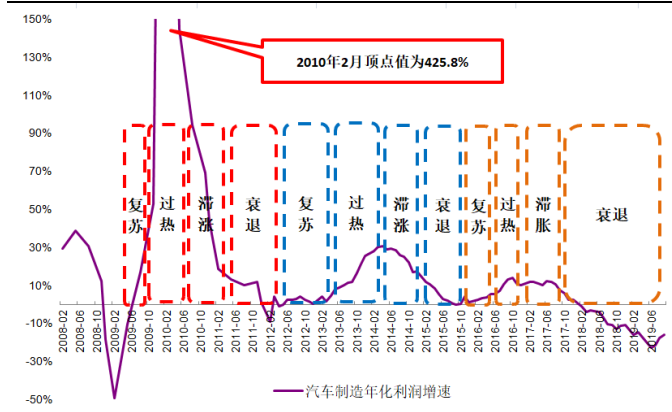
行业由衰退向复苏切换期，利润增速探底后即将企稳回升，板块估值从不稳定状态即将进入确定提升阶段，主导板块复苏期超额收益的主要驱动力为估值提升。我们曾在光大汽车时钟框架下对汽车股不同时区的表现做了归因，在行业的衰退阶段（主动去库），汽车行业的利润增速趋势下行，估值表现不稳定；而衰退期之后的复苏阶段（被动去库），汽车行业的利润增速企稳回升，估值确定性的发生提升。目前行业处于自2017年7月以来的衰退末期，复苏时区待确认阶段。该转折期是行业利润增速底部逐渐探明、企稳的过程，同时估值从不稳定的波动状态切换到稳定的提升阶段。因此，近期板块指数上涨主要源于行业利润企稳的预期下，估值从波动逐渐转为趋势提升的阶段。

图 2：2008 年以来三轮汽车周期板块估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：2008 年以来三轮汽车周期行业利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：美林时钟和汽车库存周期对应中的股价表现

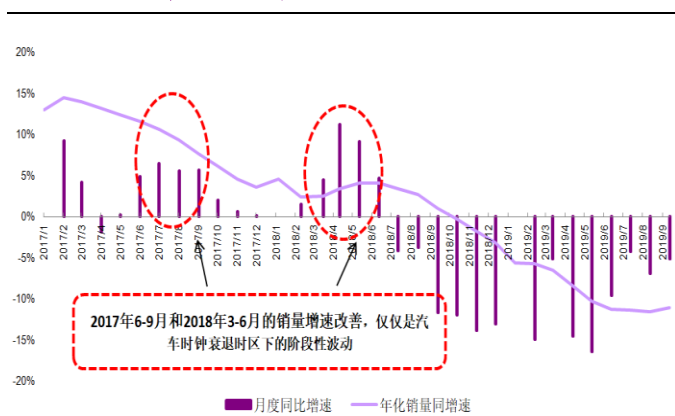
美林时钟	复苏期	过热期	滞胀期	衰退期
库存周期	被动去库	主动补库	被动补库	主动去库
股价表现背后驱动力	PE确定性扩张，EPS小幅上行	PE高位震荡，EPS趋势上行	PE表现不稳定，EPS顶部回落	PE表现不稳定，EPS趋势下行

资料来源：Wind，光大证券研究所

2.2、9月大概率确认为新一轮行业复苏

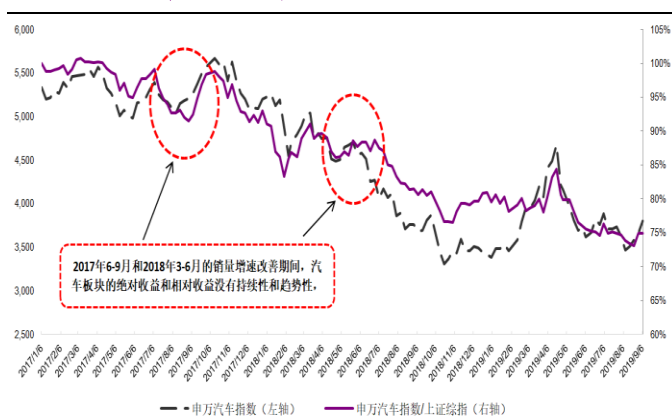
我们建立光大汽车时钟是为了在库存周期的框架中理解行业的单月销量增速波动，从而更好地把握行业的景气变化趋势，避免“只见树木、不见森林”的“认知盲维”。汽车作为耐用消费品，其行业销量增速天然周期性波动。销量增速的变化趋势是研究行业景气度及利润变化的重要指标，但单月数据很难描述行业景气变化的方向和趋势，其对汽车板块超额收益的影响更加不稳定。例如2017年6-9月和2018年3-6月，汽车行业销量增速阶段性改善，但这种改善仅仅是光大汽车时钟衰退时区下的扰动，其对板块绝对收益和相对收益的触发并没有持续性和趋势性。随着行业景气度的持续下行，以及2019年初社融指标的企稳，市场对行业销量增速拐点关注度提升，在光大汽车时钟的系统下，哪些指标才是判断行业景气拐点的有效指标呢？

图5：2017年以来汽车行业销量增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：2017年以来汽车板块绝对收益和相对收益

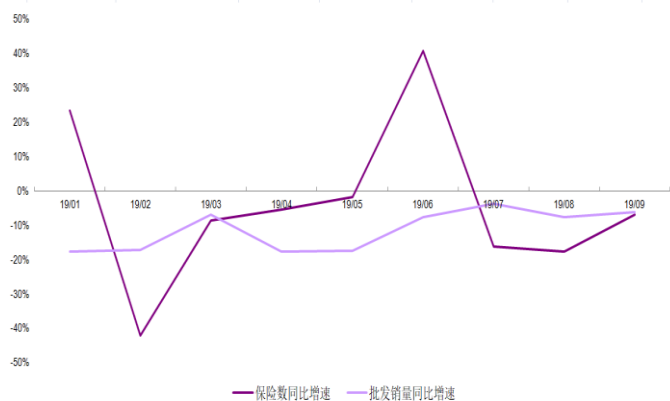


资料来源：Wind，光大证券研究所

零售增速真的是判断行业复苏的领先指标吗？零售和批发数据要盯哪个？

首先我们定义汽车行业的复苏是指行业进入被动去库状态，而在光大汽车时钟的系统下，被动去库的标志是年化批发销量增速触底回升，增速拐点的确立受到基数和季节性两个维度影响。2019年初以来，市场分别对1月和4月乘用车行业零售（保险数）增速和批发增速的分化展开过两次讨论，认为零售增速好于批发增速代表着终端真实需求转暖，是行业需求周期触底的领先指标。而实际上，从2017年7月至今年8月，行业一直在光大汽车时钟的衰退时区运行，2019年初“时钟向复苏切换”的观点被证伪，我们认为这种观点的错误源于没有区分基数效应和季节性这两个不同维度对批发和零售数据的影响。

图 7：2019 年初以来保险数和批发数增速分化



资料来源：Wind, ThinkerCar, 光大证券研究所

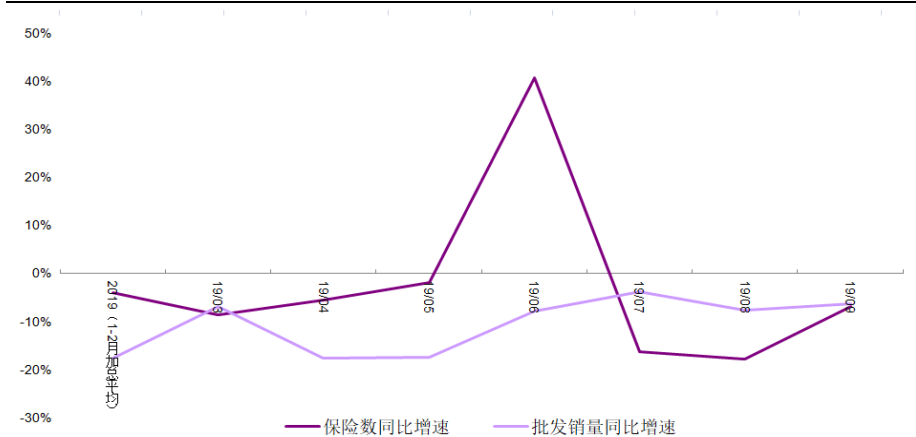
图 8：光大汽车时钟时区划分

序号	周期起始时间	复苏期 (月)	过热期 (月)	滞涨期 (月)	衰退期 (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	2015.10-2019.09	9	4	8	27	48

资料来源：Wind, 光大证券研究所

我们看到，实际上今年 1 月份零售增速好于批发增速，2 月份二者增速强弱开始逆转，4 月后零售增速再次好于批发增速，这一分化在今年 7 月又一次发生逆转。如果零售增速是批发的领先指标的话，显然这种有效性是值得怀疑的，因为 1-7 月行业持续处于衰退期，而零售和批发的增速发生了 4 次分化。为了理解这种数据间的分化，我们首先把 1-2 月的数据加总平均，剔除春节时间分布的影响。可以看到 1-2 月累计均值的同比增速零售数据好于批发数据，3 月二者差别不大，4-6 月份零售增速再次好于批发增速，7 月开始批发数据增速好于零售增速。

图 9：2019 年初以来保险数和批发增速分化（剔除春节时间分布的影响）

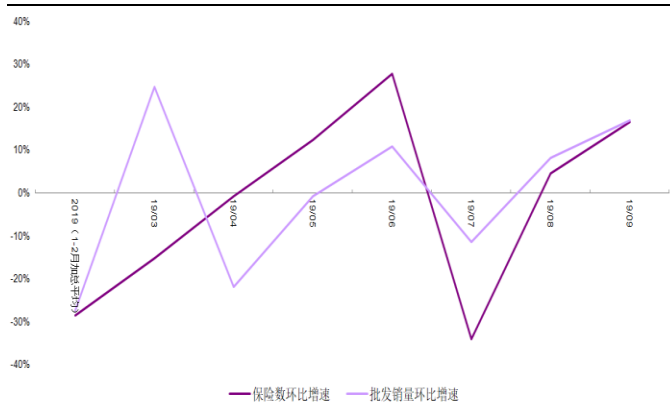


资料来源：Wind, ThinkerCar, 光大证券研究所

为了解释这种数据的分化，我们把同比数据的来源拆分为季节性因素（环比增速）和基数因素。可以看到 1-2 月零售增速和批发增速季节性环比下滑幅度是相当的，零售增速好于批发增速主要是由基数效应驱动；4-6 月零售增速好于批发增速，一方面是由于“国六升级”渠道降价促销去库存导致零售销量环比强于批发销量，另一方面由于去年同期的零售基数较低所致；7-8 月份批发增速好于零售，主要是由于渠道库存去化后的补库行为令批发增速季节性恢复力度强于零售叠加部分批发基数较低因素。

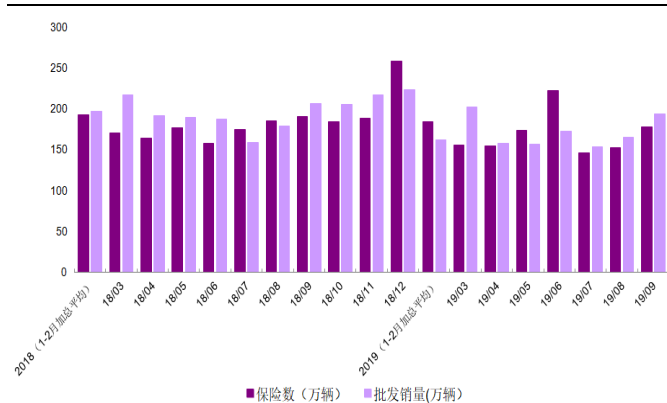
展望 10-11 月我们认为零售销量基数持续低于批发销量，但旺季前随着渠道补库存，预计季节性因素导致批发销量环比增速好于零售。

图 10: 影响同比增速的季节性因素



资料来源: Wind, ThinkerCar, 光大证券研究所

图 11: 影响同比增速的基数因素



资料来源: Wind, ThinkerCar, 光大证券研究所

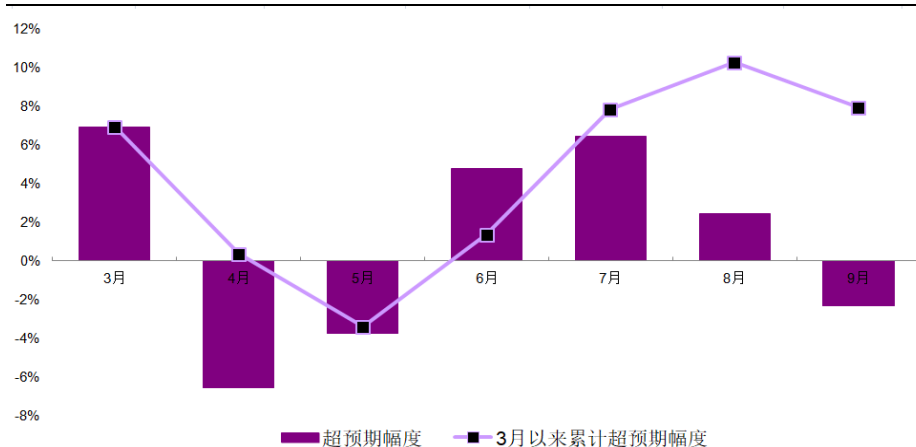
何为行业销量增速的“预期值”？如何理解每个月销量增速的强弱？

2015 年 10 月启动的本轮汽车周期持续时长已经显著长于历史均值，且本轮周期行业过热期显著短于历史均值，衰退期大幅长于行业均值。随着 SUV 的行业红利逐渐走向末期，有效供给和需求不足会不会令行业后续的需求持续不及预期，并迟迟无法切换至复苏时区呢？

我们认为对该问题的解答首先要界定什么是“市场预期”？我们定义行业销量的“预测值”为根据季节性环比均值预测的同比增速。该均值对 2005 年以来的汽车销量数据做了处理，计算出一条经过平滑处理的月度销量环比均值曲线。基数分布是客观现实，但却会影响着未来行业数据的同比增速趋势，行业的需求强弱主要取决于季节性环比值的变化趋势。我们定义实际行业销量的同比增速和“预测值”之差为“超预期幅度”，该值为正代表当月需求好于季节性均值恢复，体现行业需求“旺季更旺”或者“淡季不淡”。

我们发现今年 6 月后乘用车批发销量增速持续“超预期”，3 月以来乘用车行业需求增速的累计超预期幅度为 7.9%，在零轴之上。这说明春节后，尤其是 6-8 月在“国六”升级扰动下行业的需求呈现出内生韧性，需求呈现了“淡季不淡”的特征。

图 12: 2019 乘用车行业销量超预期幅度和累计超预期幅度体现需求韧性

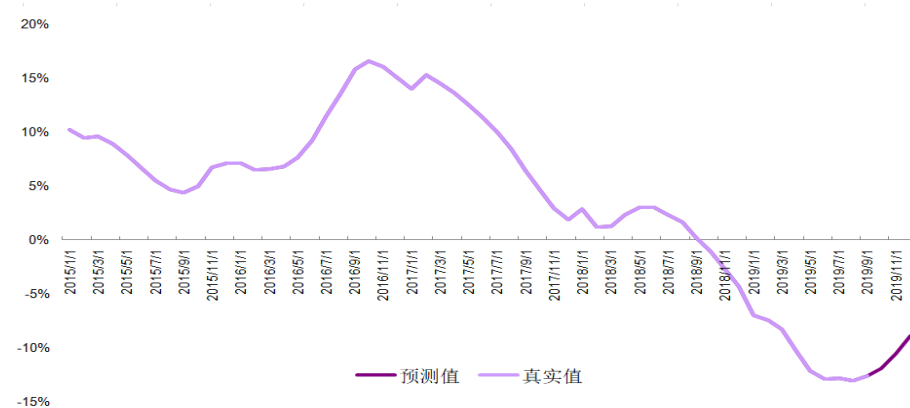


资料来源: Wind, ThinkerCar, 光大证券研究所预测

根据我们的模型预测 9 月乘用车批发销量增速“预测值”为-4.0%，而实际销量增速为-6.3%，“超预期幅度”为-2.3%，说明 6 月份渠道促销去库存带来的需求透支令 9 月需求恢复力度弱于季节性均值，但低预期幅度并没有令乘用车年化销量增速继续下行，年化销量增速开始企稳，光大汽车时钟进入复苏待确认状态。

当然我们要承认后续需求存在大幅不及预期，从而令 10 月乘用车年化销量增速再次下行，无法确认 9 月复苏状态的可能。但结合目前上汽集团对全年行业销量下滑 5%-9% 的预测，我们认为 10 月行业批发销量增速大幅“低预期”令汽车时钟未能确认进入复苏的概率很小。按照我们的预测模型，10-12 月行业销量都为“预测值”，则预计乘用车批发销量全年下滑 9%。这已经接近上汽集团对行业全年预测值的下限。如果 10 月光大汽车时钟不能确认切换至复苏，意味着 10 月单月的销量增速下滑幅度要在 13% 以上，单月“超预期幅度”-8%，全年乘用车销量预计下滑 10.3% 以上。鉴于行业的需求已经在 6 月后体现出了内生韧性，结合上汽对行业的主流预期，我们认为这种情况属于小概率事件。

图 13：乘用车年化销量增速预测值



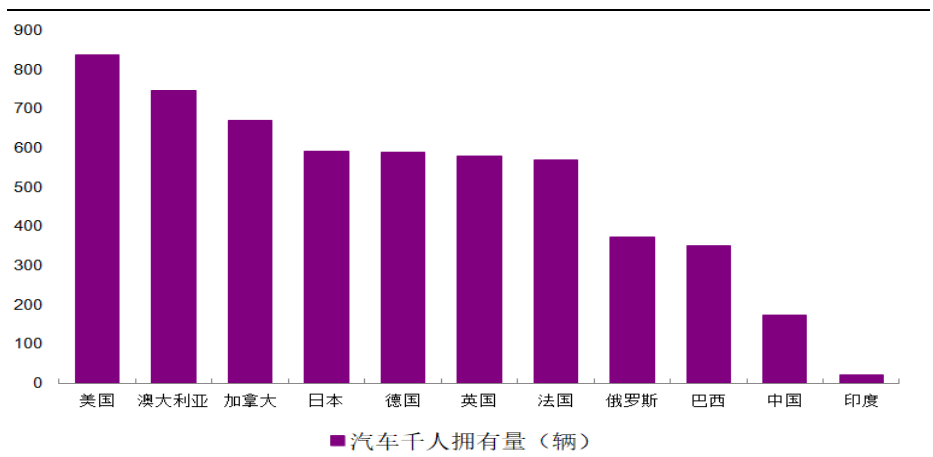
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

3、如何确认新一轮汽车周期的成长空间——光大汽车行业成长模型

3.1、预计新一轮汽车周期的销量空间约为 9%

光大汽车时钟可以对行业做周期性预测，但投资者对行业内生的成长性更为关注，因为这关系到行业的空间及估值。市场对于汽车行业成长性的主流观点是认为我国汽车千人保有量和国际成熟市场相比仍有较大发展空间，例如世界银行发布的全球主要国家千人汽车拥有量数据，中国仅有 173 辆，而美国达到了 837 辆，日本 591 辆。

图 14：全球主要国家汽车千人拥有量对比



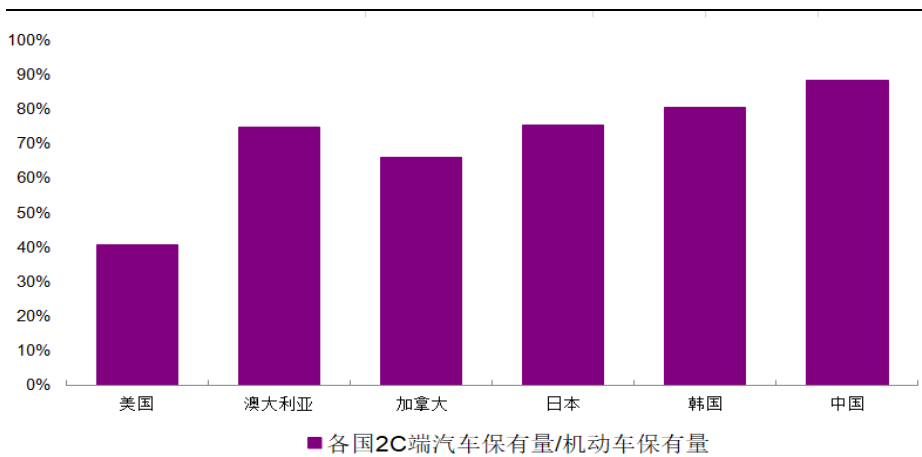
资料来源：世界银行，光大证券研究所

但我们认为千人保有量的提升除了来自汽车新增需求的增长，还可能来自存量市场平均车龄的提升。如果行业增速中枢非常低，但平均车龄持续增加，这种千人保有量提升的模式显然不同于增量市场，会影响汽车行业的投资主线，因为行业增速中枢的高低、以及存量市场下成长来源的确立，均会影响汽车行业的估值。截至 2018 年底我国的汽车产业中乘用车占比约 84%，作为面向个人消费者（2C）的耐用消费品，其需求空间直接影响着行业未来的空间。

因此，我们试图建立乘用车产业渗透率模型，通过比较成熟汽车市场乘用车渗透普及过程中的规律，探讨行业未来的增长空间。我们定义中国乘用车千人保有量 667 辆，对应一个家庭拥有 2 辆车是我国乘用车产业渗透率 100% 的阶段。2012 年中国乘用车渗透率达到 10%，这是行业度过“导入期”的“阈值”，2018 年中国乘用车产业渗透率为 22%。预计于 2022 年该渗透率达到 30% 左右，行业自 2012 年以来的增速中枢由 7% 滑落至 2%-4%。

首先我们先来定义乘用车行业渗透率。通常我们研究汽车在一个国家的普及规律时用到千人保有量这一概念，实际上世界银行在定义千人保有量时，主要参考的是各国机动车的保有量和人口数量，然而各国的机动车保有量构成是不同的。比如 2018 年美国机动车保有量中仅有 40% 是乘用车，卡车在机动车的保有量中占比 56%。这是由于美国汽车市场个人消费者有相当一部分购买轻卡和皮卡，而这一部分需求是统计在卡车中的。澳大利亚机动车保有量中乘用车仅占 75%。加拿大机动车保有量中 4500KG 以下的道路车辆占比仅为 66%（反映 2C 需求的乘用车比例应该更低），而中国机动车保有量中巴士及汽车占比为 88%（巴士占比相对较小，影响小）。

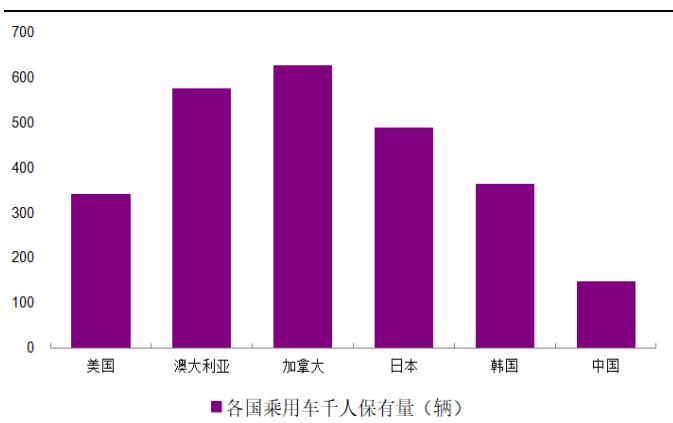
图 15: 2018 年各国机动车保有量中 2C 需求占比



资料来源: CEIC, 光大证券研究所绘制

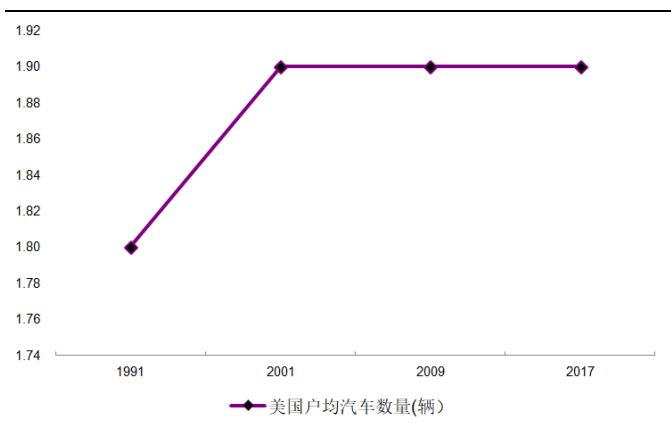
我们进一步根据上述数据测算出 2018 年经修正的、各国反映 2C 需求的乘用车千人保有量。可以看到各国乘用车的千人保有量基本没有超过 667 辆。根据国家统计局统计的 2017 年全国户均常住人口 3 人计算, 千人保有量 667 意味着我国每个家庭拥有约 2 辆汽车, 我们认为这是面向 2C 端乘用车行业普及自身的极限, 这一点我们也可以从美国户均汽车拥有量验证。对于美国这样的汽车消费成熟市场, 可以看到 1991 年至 2017 年平均每户的车辆数从 1.8 辆到 1.9 辆, 和我们定义的户均 2 辆相当。因此我们定义每户 2 辆汽车, 对应千人保有量 667 辆, 是乘用车产业渗透率 100% 的水平。截至 2018 年末, 中国经修正的乘用车千人保有量为 146, 产业的社会渗透率为 22%。

图 16: 2018 年各国修正后的乘用车千人保有量



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

图 17: 美国户均汽车数量接近 2 辆



资料来源: CEIC, 光大证券研究所

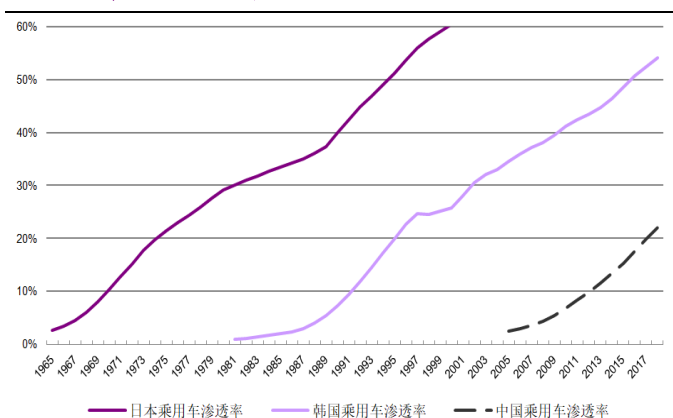
目前中国乘用车社会渗透率 22% 是否意味着行业还存在巨大的发展空间呢? 为了解决该问题, 我们在产业渗透率模型下对比日韩乘用车普及过程中的发展规律。选择日韩汽车市场作为参考系, 一方面是因为中日韩同属东亚文化, 消费习惯相对更为可比。另一方面, 日韩的机动车结构中乘用车占比相对较高, 和我国情况类似。产业渗透率便于我们在不同国家、不同历史阶段进行比较, 寻找其中的普遍性和特殊性。

我们参考美国经济学家 Harry S.Dent 的新技术新产业 S 型演化模型，定义乘用车渗透率 10% 以下为产业的“导入期”。同时我们定义乘用车渗透率 10%-30% 为产业的“大规模普及期”。

我们发现日韩乘用车从“导入期”到“大规模普及期”，二者的人口数量和汽车销量规模不同、人均 GDP 增速不同，但有一些共同特点：1) 人均 GDP 大约上升至 10000 美金左右；2) 行业的复合增速中枢均从 30% 以上的高增速滑落到在 2%-4% 的低增速；3) 普及率从 10% 提升至 30% 的过程均经历了三轮汽车周期，每一轮的周期的时长大约 3-5 年。

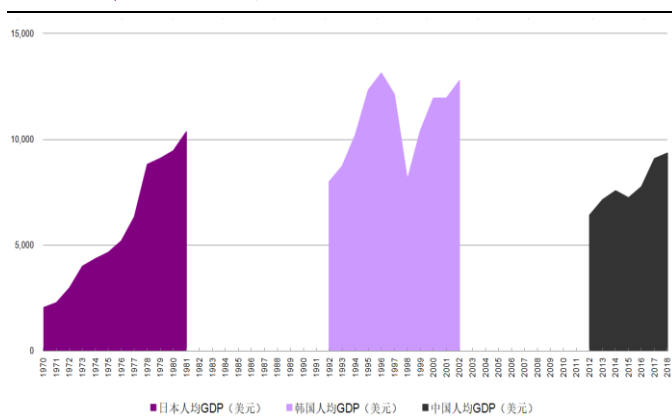
日本乘用车渗透率在 1972 年达到 10%，韩国比日本晚 20 年在 1992 年达到 10%，而中国达到 10% 的大规模普及启动点的时间为 2012 年，比韩国晚 20 年。我国乘用车在大规模普及启动点时对应的人均 GDP 水平介于日韩乘用车渗透率 10% 时人均 GDP 之间，人口规模约为日本的 13 倍，韩国的 31 倍。日韩乘用车渗透率提升至 30% 完成大规模普及时，人均 GDP 均落在了 10000 美元附近，中国目前乘用车社会渗透率约 22%，人均 GDP 大约 9000 美元。

图 18：中日韩乘用车产业渗透率曲线



资料来源：CEIC，光大证券研究所

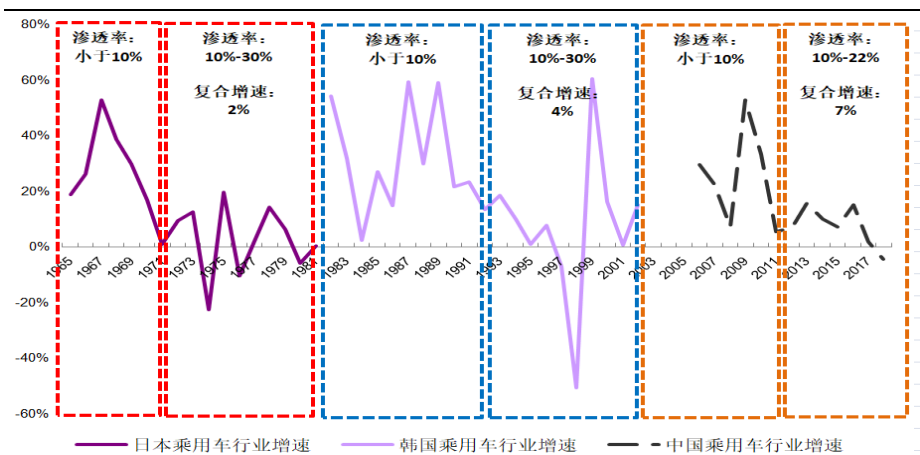
图 19：中日韩乘用车产业渗透率 10%-30% 人均 GDP



资料来源：CEIC，光大证券研究所

日韩乘用车在“导入期”，均以较高复合增速实现普及，日本乘用车在该阶段的销量复合增速为 32%，韩国为 33%。而在日韩乘用车“大规模普及期”，行业复合增速中枢分别由 30% 以上的高增长降至 2% 和 4%，完成成长中枢的下移。2012 年中国乘用车完成了产业导入阶段并开始大规模普及，行业“导入期”的复合增速中枢为 22%，略低于日韩同时期，这或与我国人口和市场规模基数相对日韩乘用车渗透率 10% 时偏大有关。2018 年底我国乘用车渗透率为 22%，复合增速中枢约为 7%，显著高于日韩“大规模普及期”的复合增速中枢值。随着我国乘用车 SUV 红利释放至中后期，根据上汽集团中报对行业的预测，预计 2019 年中国乘用车销量下滑 5%-9%，参考日韩增速中枢后续或进一步向 2%-4% 回归，完成渗透率 10%-30% 的“大规模普及”过程。

图 20：中日韩乘用车渗透率普及过程中行业的销量复合增速中枢变化

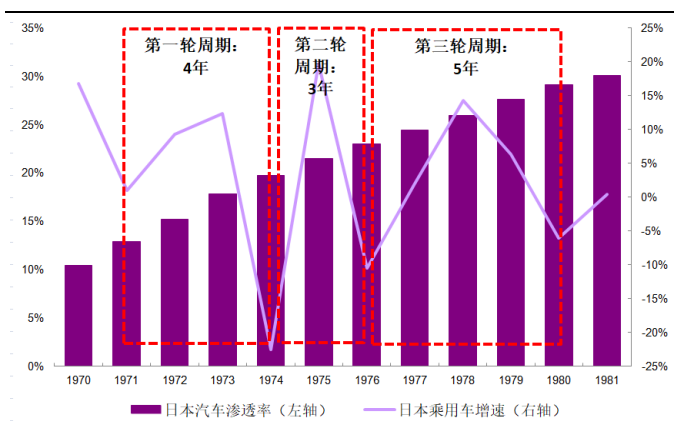


资料来源：CEIC，光大证券研究所

我们还发现，日韩乘用车在“大规模普及期”内，均实现了三轮周期式普及，每一轮周期长度大约3-5年。目前中国乘用车正处于2012年以来行业大规模普及期内的第二库存周期末期，预计乘用车增速于2019年触底回升，并以3%的复合增速增至2022年，行业渗透率达到30%，在第三库存周期结束后完成产业“大规模普及”过程。预计第三轮汽车周期结束后的我国乘用车销量高点较2019年9月年化销量有9%左右增长空间。

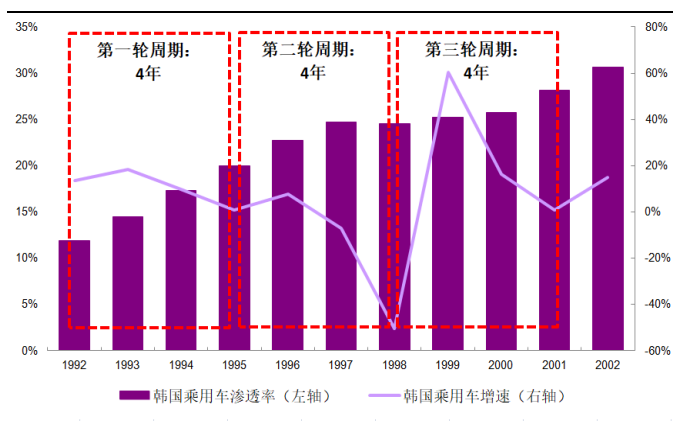
日本乘用车“大规模普及期”内，发生了三轮周期波动，每轮周期时长分别持续了4年、3年、5年。韩国乘用车在该普及阶段同样实现了三轮周期式普及，每一轮周期持续时间为4年。

图 21：日本三轮乘用车周期大约3-5年



资料来源：CEIC，光大证券研究所

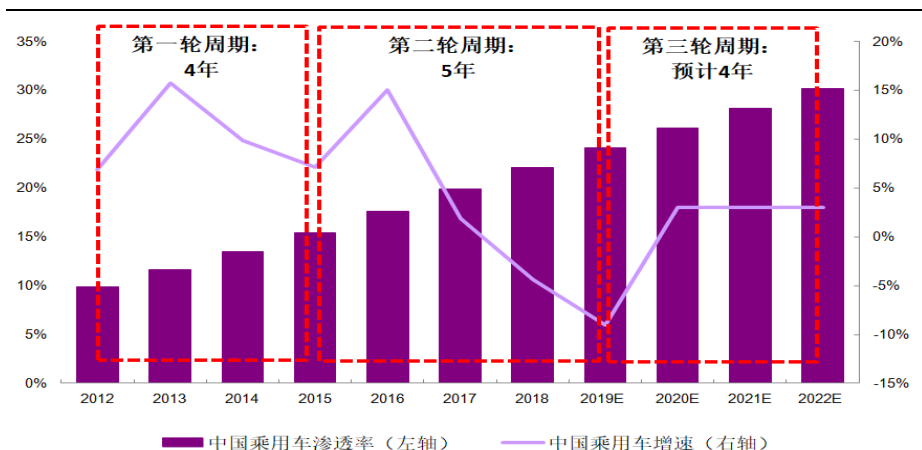
图 22：韩国三轮乘用车周期大约4年



资料来源：CEIC，光大证券研究所

参考日韩乘用车“大规模普及期”的特征，预计中国乘用车渗透率未来三年以平均每年2个百分点左右的速率提升，并于2019年开启行业“大规模普及期”内第三轮库存周期。预计2022年乘用车渗透率达到30%左右，则2012至2022年的销量复合增速中枢由7%进一步回落至3%。在2019年乘用车销量下滑9%的悲观假设下，预计第三轮周期的销量高点在2354万辆，较2019年9月年化销量的基础上有9%左右增长空间。

图 23：预计中国第三轮乘用车周期时间为 2019-2022 年



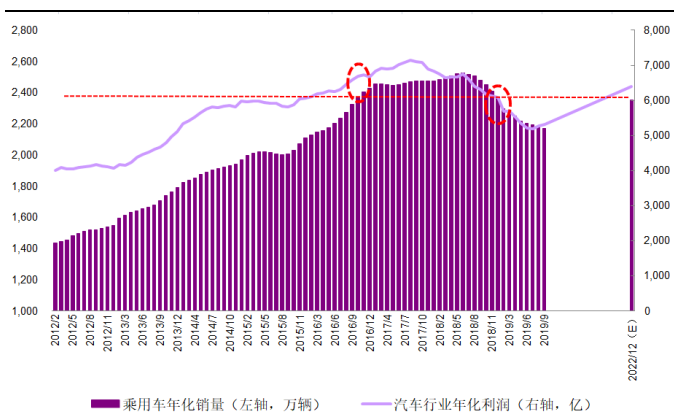
资料来源：CEIC，光大证券研究所预测 注：假设 2020-2022 年的销量复合增速为 3%，实际一轮周期的不同年份围绕中枢上下波动；2019 年行业销量按悲观假设下滑 9% 预测。

3.2、新一轮汽车周期的利润空间约为 15%-26%

预计下一轮周期高点乘用车年化销量约为 2354 万，销量规模和 2016 年底及 2018 年底相当，汽车行业利润有望恢复到 6100 亿（2018 年年底行业利润规模）至 6700 亿（2016 年年底行业利润规模），距 2019 年 9 月行业年化利润有 15% 到 26% 的增长空间。

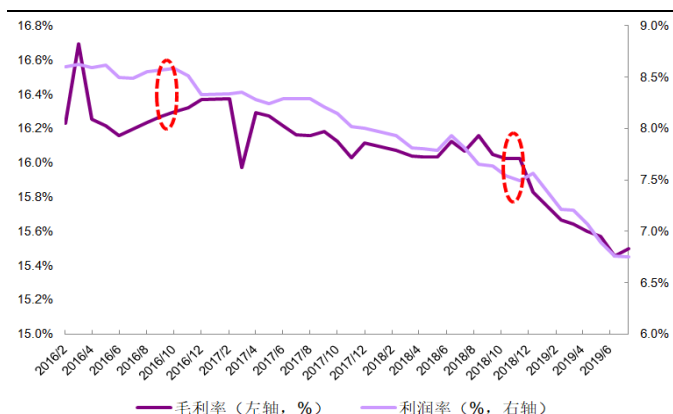
我们注意到在 2016 年和 2018 年底同样的销量规模下行业的利润总额是不同的，虽然两个时点乘用车年化销量相当，但 2018 年底行业的利润水平显著低于 2016 年底。2018 年底比 2016 年底行业的利润率减少 1 个百分点，毛利率减少 0.5 个百分点。

图 24：乘用车相同销售规模下行业利润情况



资料来源：Wind，光大证券研究所预测 注：2016 年底和 2018 年年底对应乘用车年化销量为 2367 万辆

图 25：乘用车相同销售规模下行业毛利率和净利率

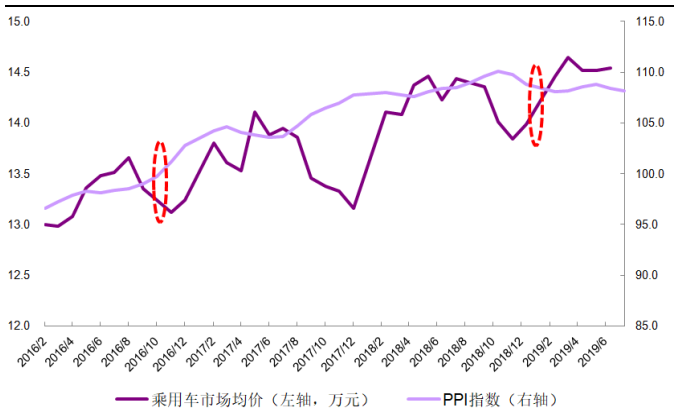


资料来源：Wind，光大证券研究所

市场有部分观点认为随着未来行业增速中枢下移，竞争加剧会导致行业盈利能力下滑，若销量周期性向上，行业的利润率或仍无法有效提升。我们认为这种观点放大了行业中长期成长中枢下移对盈利能力的负向影响，忽视了 4 年左右库存周期下利润率周期性的改善及头部公司面对行业成长性下滑中成本控制的能力和产能投放节奏调整的意愿。

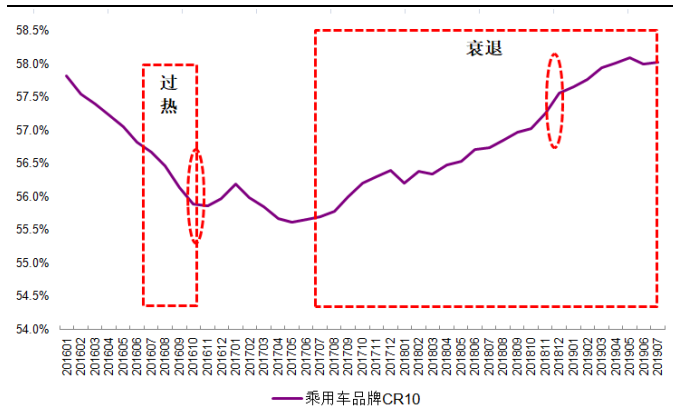
2018 年底相较于 2016 年底，在同样的行业销量规模下，行业的毛利率和净利率均下行，但过程中行业的市场均价是提升的，且行业的集中度是提升的，这无疑对行业的毛利率有正向影响。因此消费升级的趋势下，行业的市场均价平稳上行，竞争格局在优化，但相同的销量规模下，2018 年底行业的利润率低于 2016 年底主要源于行业景气下行导致产能利用率下行叠加原材料成本上升。行业景气度带来的产能利用率波动才是利润率波动的主因。

图 26: 乘用车相同销售规模下市场均价及 PPI 定基指数



资料来源: Wind, 光大证券研究所

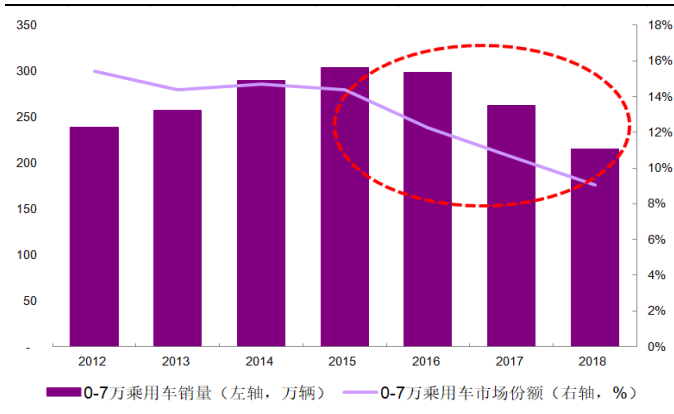
图 27: 乘用车相同销售规模下行业集中度变化



资料来源: Wind, 光大证券研究所

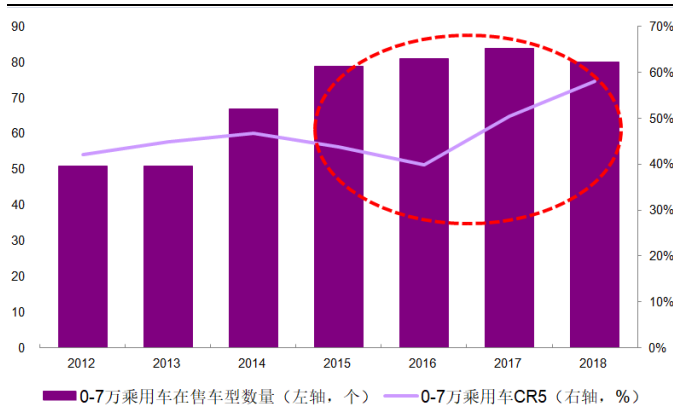
同时，乘用车作为典型的寡头垄断行业，行业增速中枢下滑的预期下，市场参与者会根据行业未来的成长预期对产能投放节奏做相应调整，行业成长性下行后并不一定导致行业竞争格局恶化侵蚀行业毛利率。例如我国 0-7 万元的乘用车市场，在消费升级的趋势下，这部分需求 2015 年后快速萎缩，但同期这个细分市场的竞品数量保持平稳，主机厂没有该细分市场的投资意愿，CR5 提升，竞争格局进一步集中。

图 28: 2015-2018 年 0-7 万乘用车市场需求萎缩



资料来源: Wind, 光大证券研究所

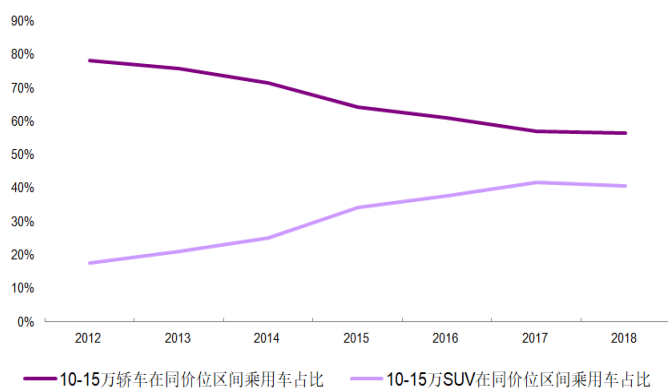
图 29: 2015-2018 年 0-7 万乘用车竞争格局集中



资料来源: Wind, 光大证券研究所

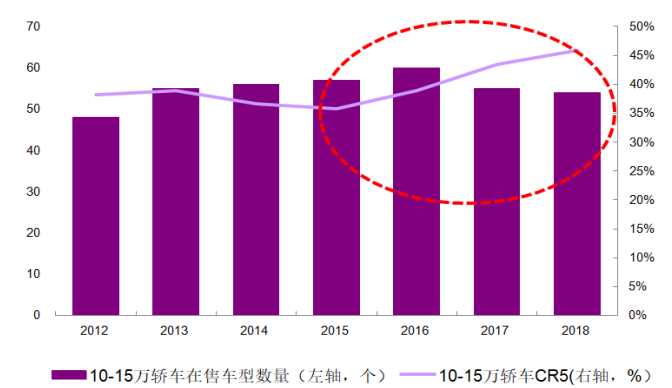
这种行业成长性萎缩但竞争格局反而进一步优化的特征在 10-15 万元轿车细分市场中也非常明显。10-15 万元乘用车细分市场中 SUV 替换轿车是这些年一个重要的投资主线，这个细分市场中轿车需求经历了成长性的萎缩，但可以看到 2015 年后市场参与者对这个细分领域的车型投放数量是在减少的，车企在这个领域减少了投入，轿车 CR5 持续提升。

图 30: 10-15 万乘用车中 SUV 替换轿车趋势明显



资料来源: Wind, 光大证券研究所

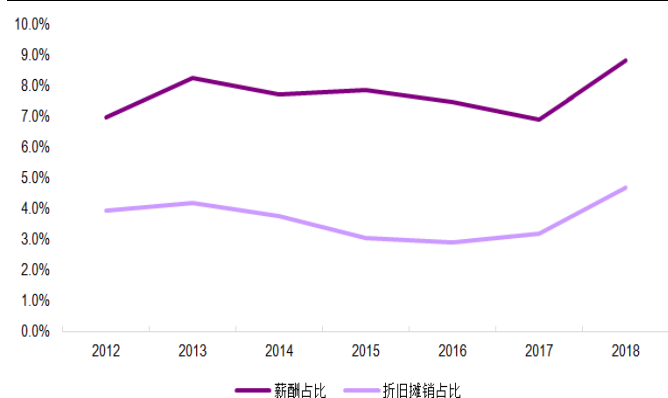
图 31: 2015-2018 年 10-15 万轿车市场集中度提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

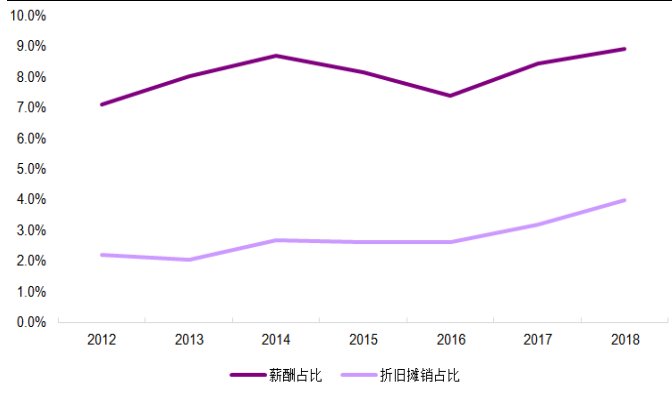
最后我们发现车企收入中折旧摊销的占比远低于薪酬占比, 在行业成长性下行预期下企业的投资意愿会趋弱, 折旧摊销比例难以大幅提升。另一方面企业可以通过控制薪酬等方式进行成本管理, 有效对冲毛利率下行压力。因此行业中长期成长性下滑、竞争加剧下对行业利润率周期性回复的压制因素或被高估。我们认为在消费升级的趋势下市场均价有望持续提升, 行业细分领域成长持续萎缩后车企会动态调整新增产能的投资意愿, 同时还可以通过降本方式一定程度控制净利率。预计随着行业景气度周期触底回升, 行业在 2022 年完成增速中枢的下滑, 而过程中行业利润有望恢复到“大规模普及期”内相同销量规模下对应的行业利润 6100-6700 亿, 距 2019 年 9 月行业年化利润有 15%到 26%的增长空间。

图 32: 长安汽车薪酬和折旧摊销收入占比



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 33: 长城汽车薪酬和折旧摊销收入占比

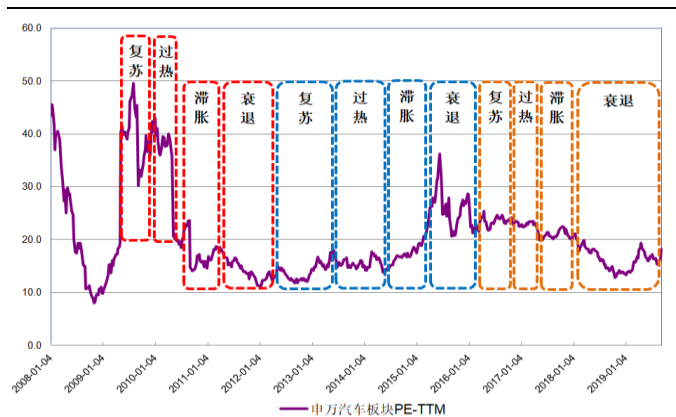


资料来源: Wind, 光大证券研究所

3.3、复苏期盈利端或驱动申万汽车指数上行

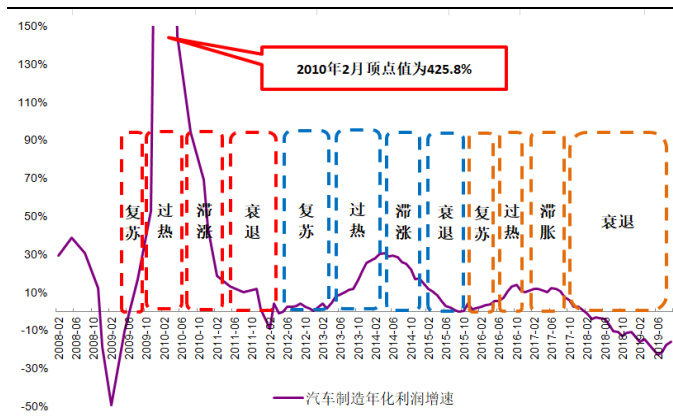
我们在 2019 年 4 月 8 日发布的报告《汽车时钟复苏尚需时日, 板块或将抢跑超额收益》中讨论过汽车板块的 PE 和行业的利润增速在汽车时钟不同时区的表现。我们认为行业在复苏时区 EPS 上的弹性十分有限, 而板块的估值水平却确定性上升, 主导板块走势的主要因素在于板块的估值是否发生修复。

图 34：2008 年以来三轮汽车周期板块估值



资料来源：Wind，光大证券研究所

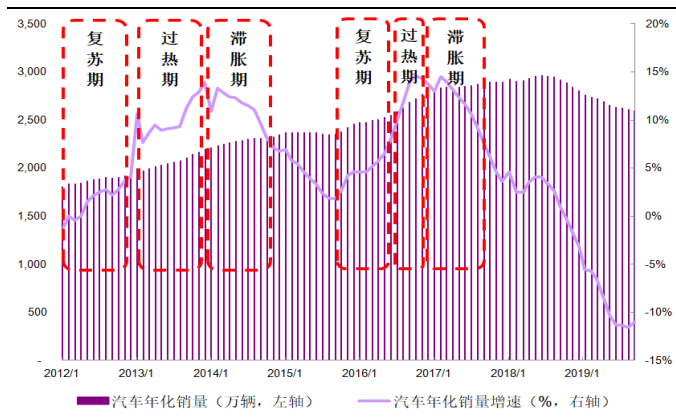
图 35：2008 年以来三轮汽车周期行业利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

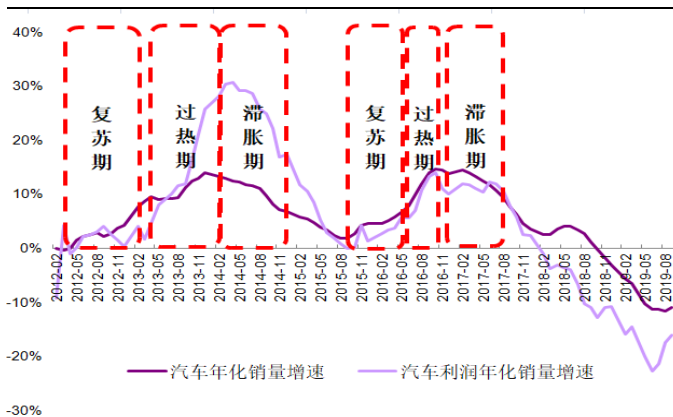
汽车板块估值在复苏期领先行业 EPS 发生提升的原因源于行业的重资产属性。汽车作为一个重资产行业，规模经济效应明显，由于固定资产和研发摊销的金额动辄在数十亿，因此产能利用率的波动对行业毛利率有较大影响。而行业在复苏期销量增速刚刚开始触底回升，拐点的确认受到基数效应推动，行业绝对量扩张不明显，难以大幅提升产能利用率，从而无法带来利润弹性。而复苏期后的过热期，行业销量增速提升同时受到基数效应和销量绝对值显著放大影响，过程中行业产能利用率提升，利润增速大幅拉升。我们认为板块估值在复苏期提升的原因之一是提前反映行业过热期盈利大幅上行。

图 36：汽车时钟下行业的销量增速和规模



资料来源：Wind，光大证券研究所

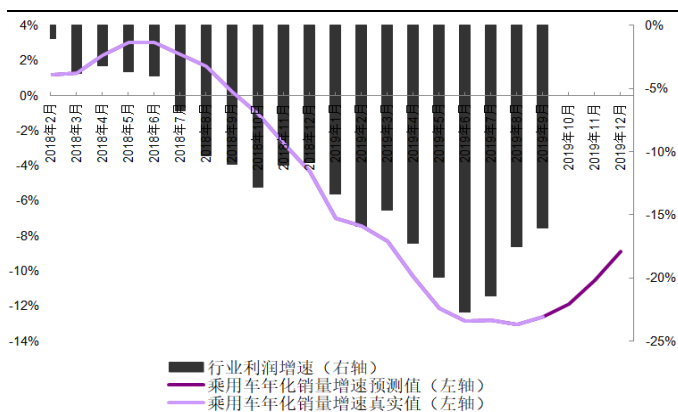
图 37：汽车时钟下行业的销量和利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

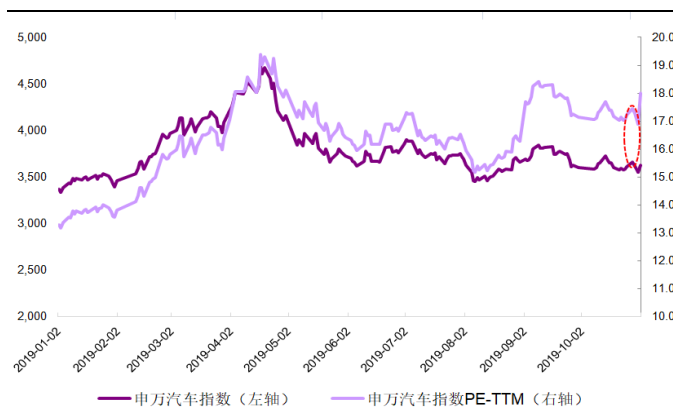
按照我们前面的分析，光大汽车时钟大概率于 9 月正式切换至复苏。行业复苏期板块的估值开始发生较为确定的提升。2019 年 10 月 27 日统计局披露行业 8 月的利润增速，我们以该时间申万汽车指数收盘价作为基准，预计随着汽车周期的触底回升，下一轮汽车周期利润增长空间（15%-26%）或于行业复苏期驱动板块估值扩张，盈利端的增长或带动申万汽车指数上行。

图 38：行业销量（含预测）及利润增速



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 39：汽车板块指数及估值（截至 2019 年 11 月 1 日）



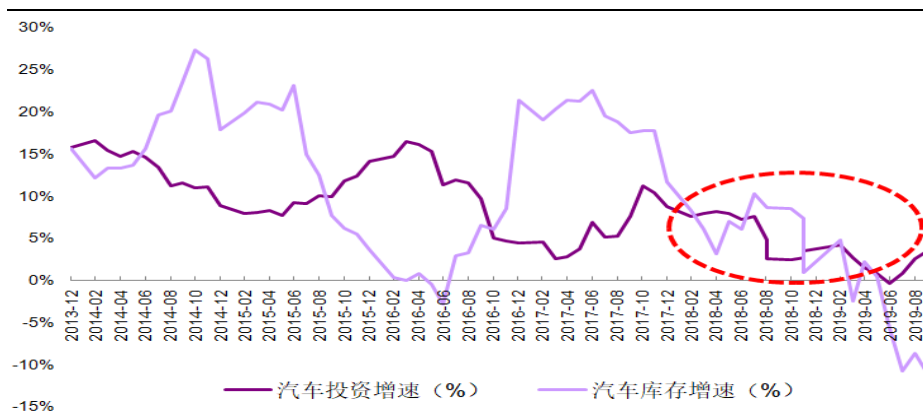
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.4、2020-2023 有望开启行业中期成长

我们在 2018 年 12 月 21 日发布的报告《站在新一轮汽车周期的底部——汽车股周期轮回启示录》中，提出乘用车作为居民非金融资产构成项，存在朱格拉周期。而 2020-2023 或是下一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点。

即将开启的新一轮汽车周期下，乘用车需求复合增速中枢会继续下移至 2%-4%，面对行业成长性的进一步下滑，企业 2018 年以来投资意愿不足。可以看到 2013 年以来行业的投资增速和库存增速趋势基本是相反的：在库存增速上行期，行业景气度好转，而行业的投资增速下行；行业景气度下行期，行业投资增速上行布局下一轮周期中符合市场需求的产品。而 2017 年年底伴随行业的衰退，企业投资增速和行业景气度共振下行，行业资本开支并没有持续上行。

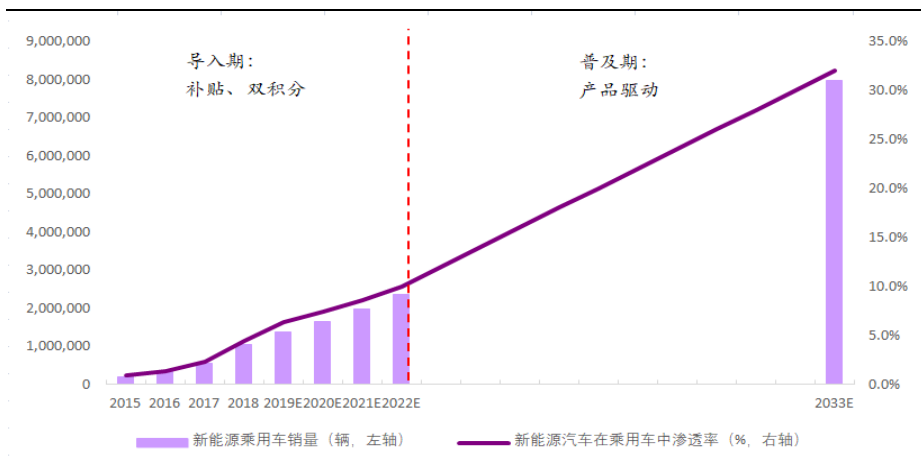
图 40：汽车行业投资增速和库存增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

结合我们对行业朱格拉周期的判断，预计行业在新一轮周期再次进入下行阶段，行业的投资增速有望开始上行，而新能源为载体的智能网联或成为带动企业投资增速的重要抓手。

图 41：新能源为载体的智能网联车或带动企业投资增速开启朱格拉周期



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4、如何踩准新一轮汽车周期的配置节奏

4.1、板块超额收益区间乘用车增速的峰值分布

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（复苏期）和主动补库阶段（过热期），板块超额收益显著，且复苏期板块超额收益季频的胜率更高。三轮汽车周期中复苏时区和过热期乘用车行业的销量峰值分布是不同的。

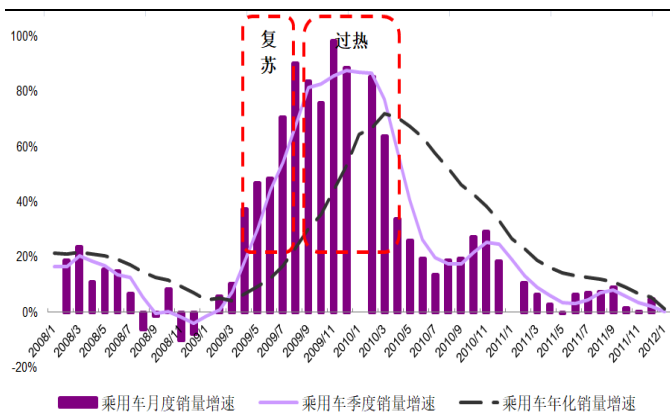
图 42：主观划分方式下，汽车行业各周期阶段特征

		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《汽车：周期律动，先知先觉——行业景气度研究系列报告之一》

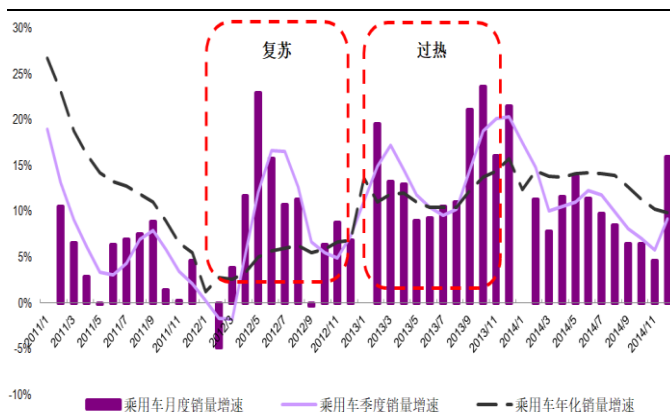
汽车销量增速主导了行业的景气趋势，销量峰值可以帮助我们理解一轮周期中行业的成长空间。我们发现 2009-2010 年的汽车周期中，乘用车在景气底部向上的过程中，季度销量增速的峰值呈“单峰”分布，峰值接近 88%；而 2012-2013 的汽车周期中乘用车季度销量增速峰值为“三峰”分布，峰值为 17%、17%和 20%；2015-2016 年呈“双峰”分布，峰值为 19%和 28%。我们参考行业周期的季节性均值规律，假设 2020 年行业增速 3%，对新一轮汽车周期下乘用车行业的销量增速峰值做了预测，预计新一轮汽车周期有望在 2020 年一季度和二季度的季度销量增速出现两个峰值，分别为 5%和 8%。

图 43：2009-2010 行业景气上行阶段销量峰值分布



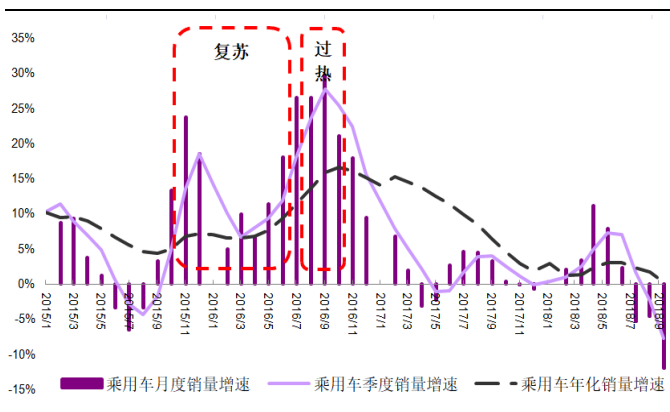
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：1 月月度同比增速空缺主要考虑不同年份春节分布不同，2 月月度同比增速为 1-2 月累计增速值。

图 44：2012-2013 行业景气上行阶段销量峰值分布



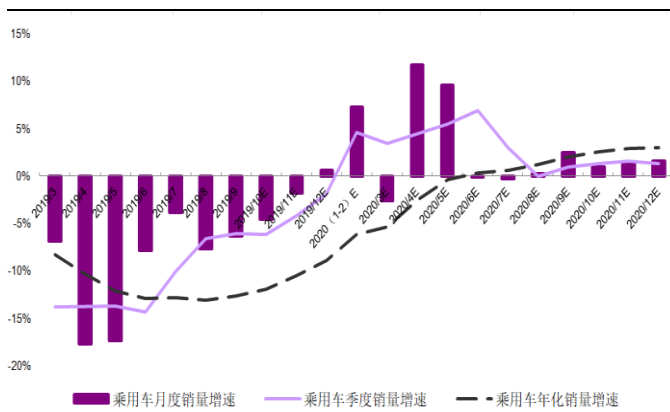
资料来源：Wind，光大证券研究所，注：1 月月度同比增速空缺主要考虑不同年份春节分布不同，2 月月度同比增速为 1-2 月累计增速值。

图 45：2015-2016 行业景气上行阶段销量峰值分布



资料来源：Wind，光大证券研究所，注：1 月月度同比增速空缺主要考虑不同年份春节分布不同，2 月月度同比增速为 1-2 月累计增速值。

图 46：2019-2020 行业景气上行阶段销量峰值分布预测

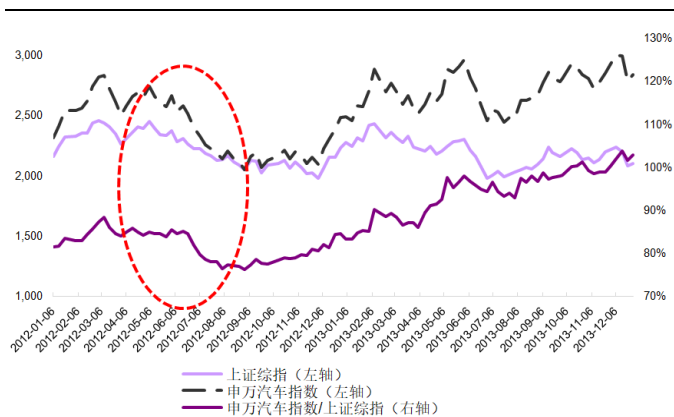


资料来源：Wind，光大证券研究所预测，注：1 月月度同比增速空缺主要考虑不同年份春节分布不同，2 月月度同比增速为 1-2 月累计增速值。

4.2、行业复苏必然触发板块超额收益？——复盘 2012

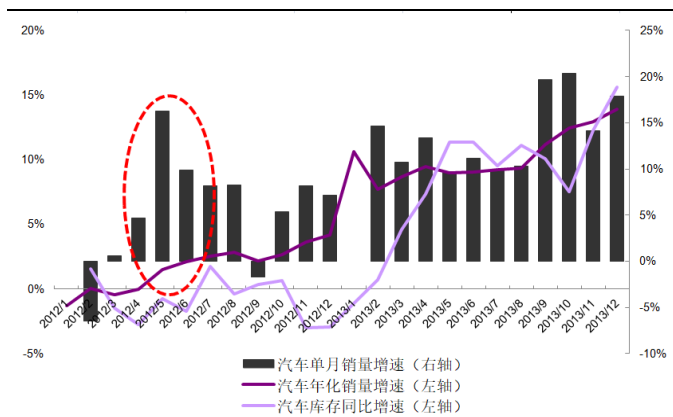
光大汽车时钟或于 9 月正式切换至复苏，意味着行业的年化销量增速届时将开始趋势性触底回升。行业基本面的拐点确立是否必然触发板块的超额收益呢？我们复盘 2012 年行业复苏期板块的市场表现，发现行业景气拐点底部向上的复苏阶段，板块的超额收益并不稳定，而是具有波段性质。我们看到 2012 年汽车行业第二季度的数据趋势向好，但绝对收益和相对收益发生大幅回撤。

图 47：2012 年汽车板块二季度大幅回撤



资料来源：Wind，光大证券研究所

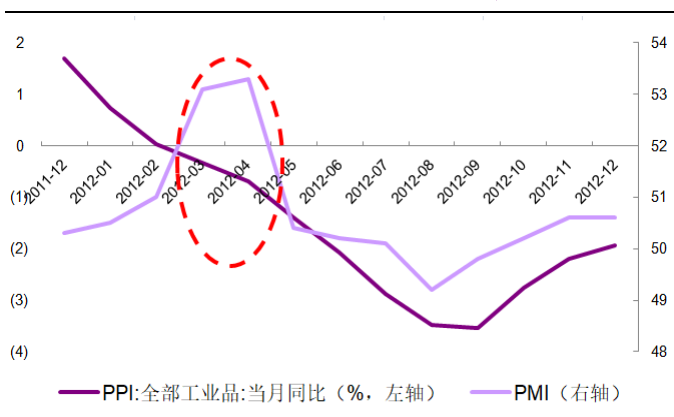
图 48：2012 年汽车行业二季度数据持续改善



资料来源：Wind，光大证券研究所

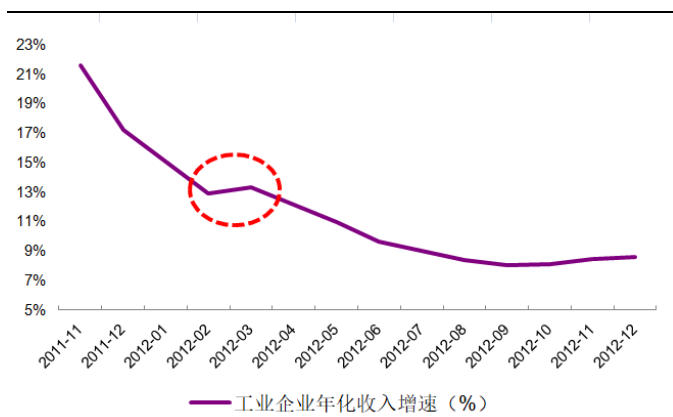
我们在 2019 年 3 月 10 日发布的报告《光大汽车时钟结构春躁行情驱动力——汽车股周期轮回启示录系列三》中讨论过出现上述现象的原因。我们认为行业复苏期主导板块的主要驱动因素为估值修复，而估值提升除了需要确认行业自身的景气拐点，还与工业行业景气周期触底预期有关。2012 年汽车行业二季度的数据趋势向好，但绝对收益和相对收益发生大幅回撤的原因源于 2012 年初经济阶段企稳预期于二季度落空，汽车作为早周期品种，领先经济触底回升带来的估值提升逻辑被削弱。

图 49：2012 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

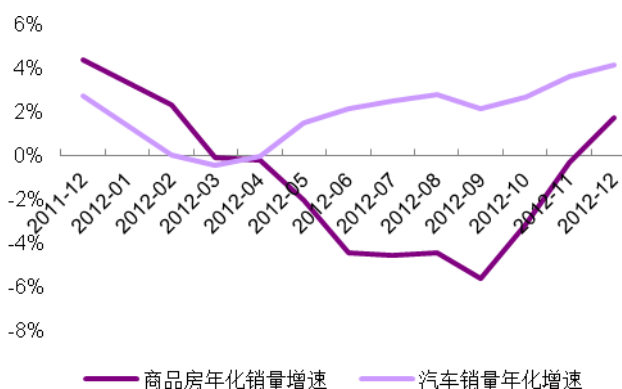
图 50：2012 年工业企业收入阶段企稳后继续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

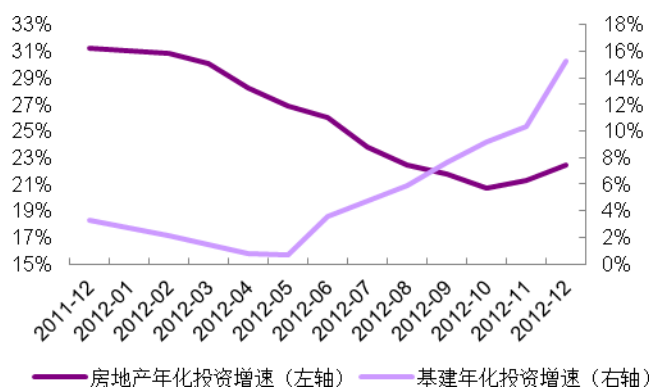
可以看到 2012 年二季度除了汽车数据趋势改善，房地产销售、房地产开发投资、制造业投资、基建投资、出口都在三季度前持续下行。经济持续释放着下行风险，工业企业年化收入增速直至三季度才企稳。因此汽车行业周期触底回升进入复苏阶段，板块估值并不稳定的发生提升，在经济企稳前存在“折返跑”。

图 51：2012 年汽车景气改善、房地产销售二季度下行



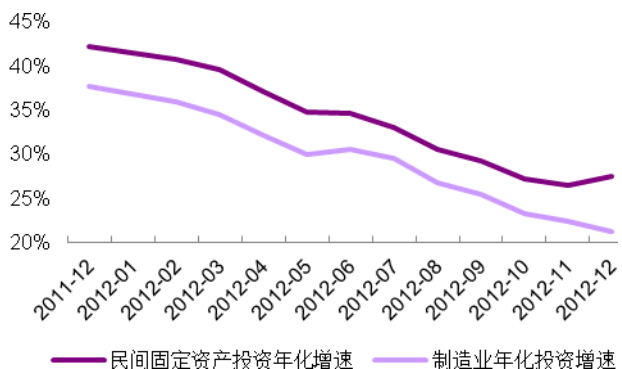
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 52：2012 年房地产基建投资二季度下行



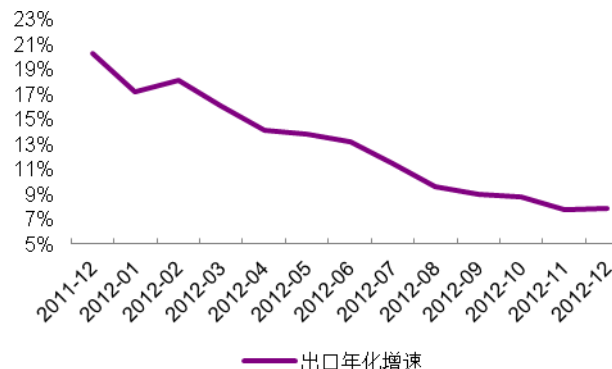
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 53：2012 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 54：2012 年出口增速持续下行

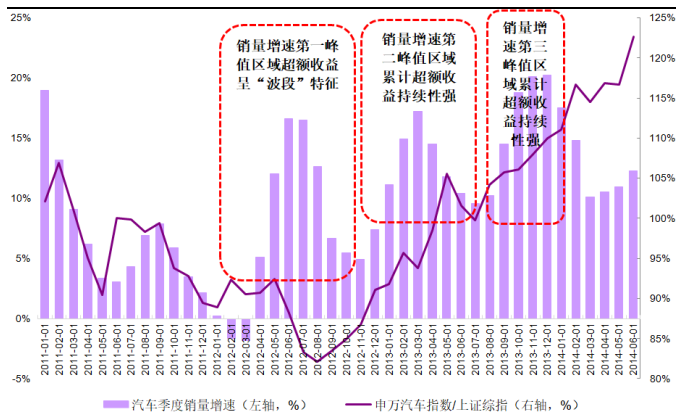


资料来源：Wind，光大证券研究所

4.3、11 月至明年二季度为本轮汽车周期的重要配置时区

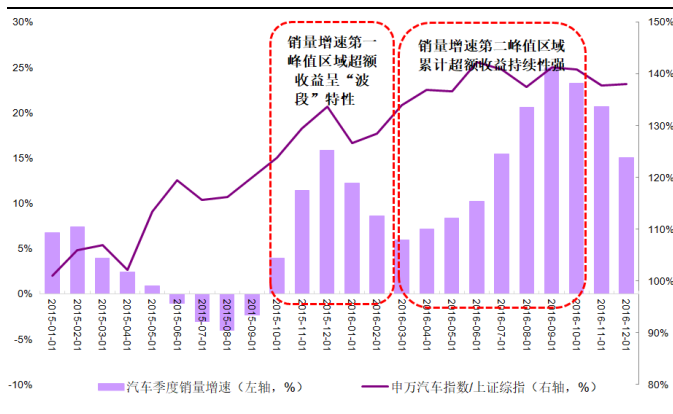
参考 2012 年以来两轮汽车周期汽车板块的股价表现，我们发现行业景气触底回升后季度销量增速和汽车板块超额收益有如下关系：第一个销量增速峰值区域附近，板块的超额收益持续性较弱，呈现“波段”性，第二峰值或第三峰值后，板块超额收益更具持续性。我们观察 2012 年行业“大规模普及期”以来的销量增速可以看到，伴随行业销量增速的持续上行，当季度销量增速达到每轮周期上行的第一销量增速峰值区域，汽车板块开始获得超额收益，但这种超额持续性较弱，呈现“波段”特性。而增速处于第二甚至第三销量增速峰值区域时，汽车板块的超额收益稳定性和持续性较强。

图 55: 2012-2013 销量增速峰值和板块超额收益



资料来源: Wind, 光大证券研究所

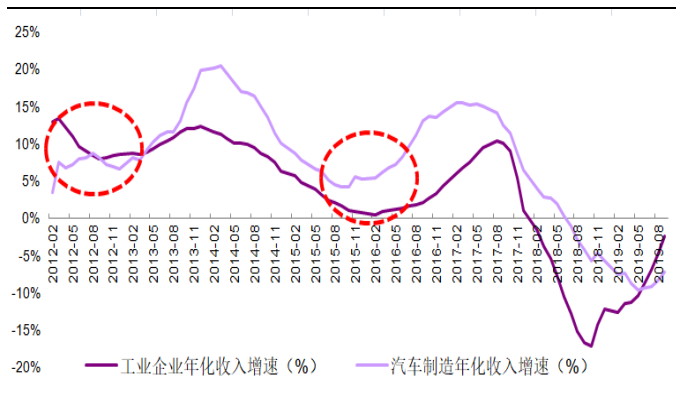
图 56: 2015-2016 销量增速峰值和板块超额收益



资料来源: Wind, 光大证券研究所

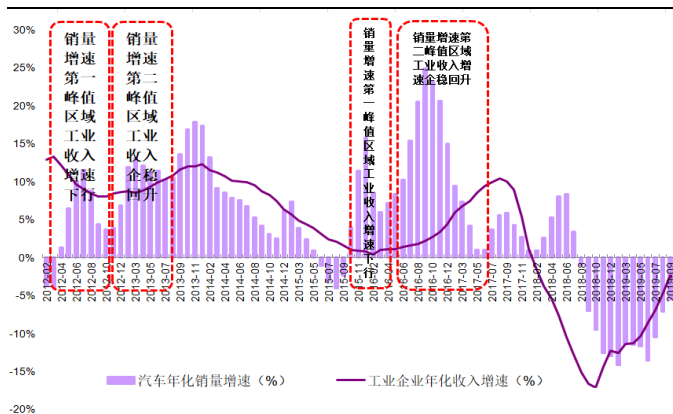
我们认为上述现象和汽车行业早周期属性相关。当汽车行业年化销量增速触底回升的第一个阶段, 行业进入复苏期, 达到第一销量增速峰值区域, 该时期行业景气拐点的确立主要源于基数效应, 汽车作为工业下游行业, 其景气复苏领先工业行业复苏, 该阶段往往对应了工业企业年化收入增速下行的末期。而随着行业销量的持续上行并最终进入过热期, 季度销量增速的第二峰值推动年化销量增速加速改善, 该阶段往往对应了工业企业年化收入增速企稳回升期, 而工业行业收入企稳回升对早周期属性的汽车板块估值提升具有正向意义。

图 57: 汽车收入增速率先工业企业触底回升



资料来源: Wind, 光大证券研究所

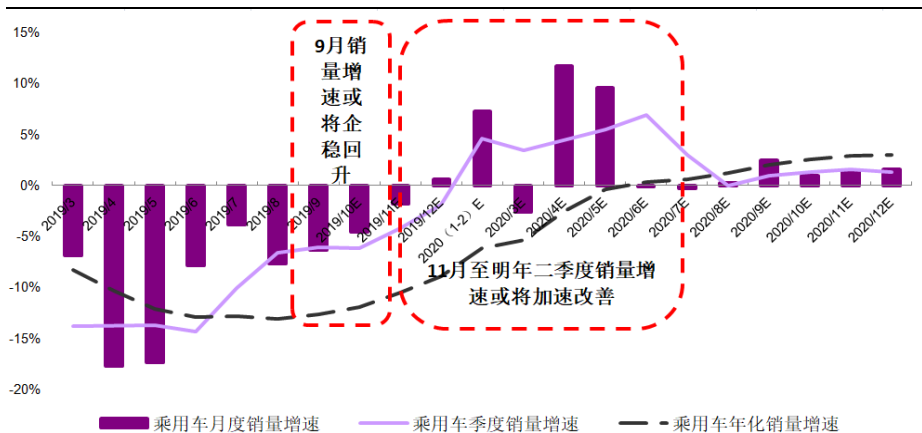
图 58: 汽车销量增速第二峰值对应是工业收入企稳



资料来源: Wind, 光大证券研究所

根据我们上述对乘用车行业的销量预测, 我们认为 11 月披露的行业 10 月销量数据将大概率确认 9 月为新一轮汽车周期复苏拐点, 行业年化销量增速将开始触底回升, 同时 11 月开始行业销量增速或将加速改善, 直至 2020 年二季度达到新一轮汽车周期季度销量增速的第一个峰值, 板块的估值在 11 月至明年二季度将发生较为确定的提升, 期间板块的超额收益呈“波段”特性。预计新一轮汽车周期的季度销量增速仅仅有一个峰值, 后续行业从复苏向过热的切换较难发生。

图 59：9 月乘用车年化增速或将企稳，11 月或将加速改善

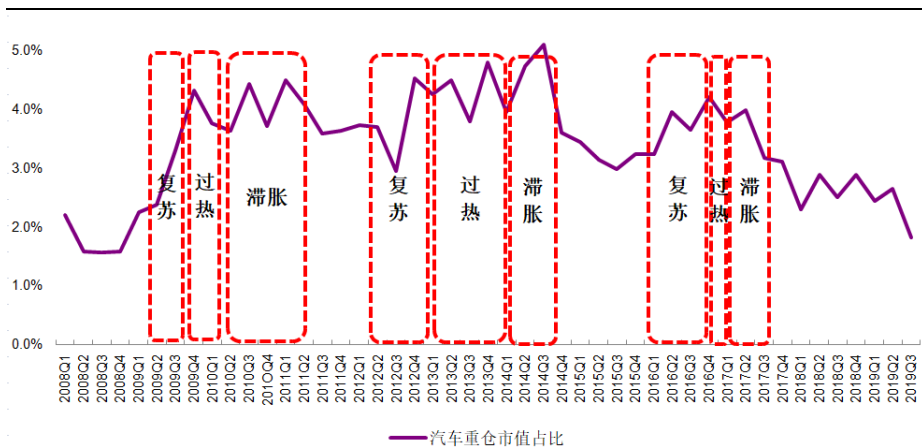


资料来源：Wind，光大证券研究所预测

4.4、板块配置比例仅 1.8%，有望向均值 3.6% 回归

我们发现随着行业的景气波动，市场对汽车板块的配置比例在光大汽车时钟不同时区有一定分布规律。汽车板块机构重仓比例在行业复苏期较为确定地提升，且在工业行业收入增速企稳后会加速提升。过热期和滞胀期重仓比例高位震荡，衰退期该比例下行。截至 2019 年三季报，汽车板块机构重仓比例为 1.8%，低于 2009 年以来三轮周期的均值 3.6%。随着后续行业进入新一轮周期复苏，板块配置比例有望向均值回归。

图 60：公募基金汽车股重仓市值占比



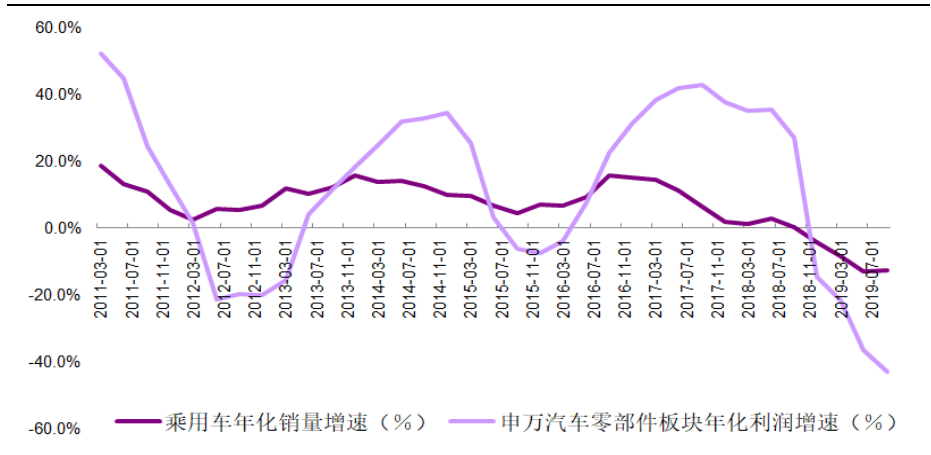
资料来源：Wind，光大证券研究所

5、乘用车和零部件子行业如何选

5.1、零部件板块盈利回升滞后乘用车

乘用车是工业下游行业，而零部件是乘用车的上游供应商，乘用车带动行业景气度触底回升后拉动上游补库，最终带动零部件行业的收入企稳回升。历史上看零部件板块归母利润增速触底滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度，预计随着行业9月年化销量拐点的逐步确认，零部件的业绩增速最早于2019年年报触底。

图 61：零部件行业利润增速滞后乘用车年化销量增速拐点一个季度



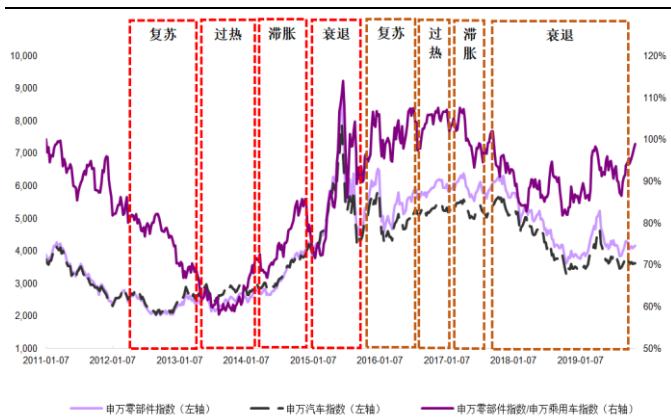
资料来源：Wind，光大证券研究所

5.2、新一轮汽车周期子行业超额收益轮动或不明显

零部件盈利端触底的时间滞后于乘用车，令历史上出现过“先乘用车后零部件”的子行业超额收益轮动特性。由于零部件行业在盈利端滞后乘用车触底回升，历史上看零部件板块相对乘用车产生超额收益的时间也较为滞后。行业复苏期乘用车相对零部件表现更优，而过热期到滞涨期，零部件相对乘用车走强。

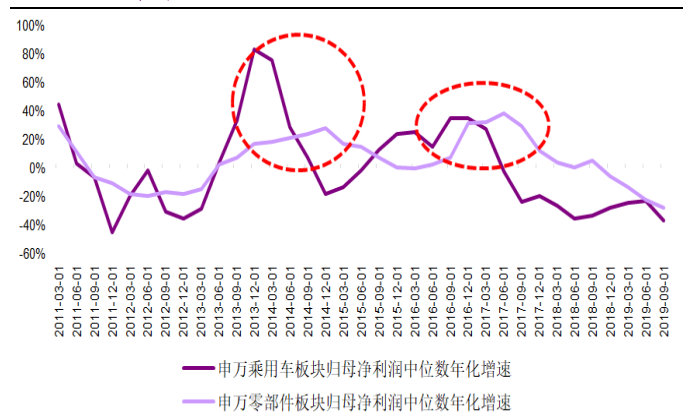
这种基于盈利端轮动形成的“先乘用车后零部件”的配置顺序在2015-2016年的库存周期中并不明显。在行业“大规模普及期”的第二库存周期中，零部件和乘用车在汽车板块内没有显著的强弱关系，我们认为这一方面源于2014-2015年行业衰退期板块估值没有经过充分的消化，另一方面第二库存周期中并没有2012-2013年一样类似长城汽车和长安汽车这样的超级成长股出现。2015-2016年乘用车行业份额有较大提升的公司有吉利汽车、广汽自主和上汽自主，它们难以对A股乘用车板块的盈利端带来显著的推动作用，令乘用车板块的利润增速和零部件相比无比较优势。因此，虽然在2015-2016年乘用车利润增速的周期拐点仍然早于零部件板块，但利润增速的高点并不像2012-2013年那样显著强于零部件板块，最终令乘用车和零部件板块的超额收益轮动显著性下降。

图 62：“先乘用车再零部件”的轮动次序在 2015-2016 不明显



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 63：第二库存周期相较于第一库存周期乘用车利润增速相对零部件无“比较优势”



资料来源：Wind，光大证券研究所

预计随着行业“大规模普及期”内第三库存周期的启动，行业投资意愿不足及需求增速中枢下滑导致的成长性缺位。申万汽车板块内乘用车板块中利润大幅增长的公司较为稀缺，难以推动乘用车子行业盈利端大幅增长，乘用车相对零部件的行业轮动规律依然不显著。

6、投资建议

6.1、板块估值水平处于行业复苏期的底部区域

汽车板块 PB 已经处于行业“大规模普及期”内复苏阶段的最低值，而本轮汽车行业衰退期调整时间和幅度显著超预期下行是板块 PE-TTM 在目前时点仍然较高的主因。截至 2019 年 11 月 1 日收盘，申万汽车板块 PE-TTM 为 18.0，PB 为 1.5，板块估值 PB 已经处于行业“大规模普及期”复苏阶段的底部区域。而目前汽车板块 PE-TTM 水平低于 2015 年汽车周期复苏期启动的位置，高于 2012 年行业复苏期时水平。

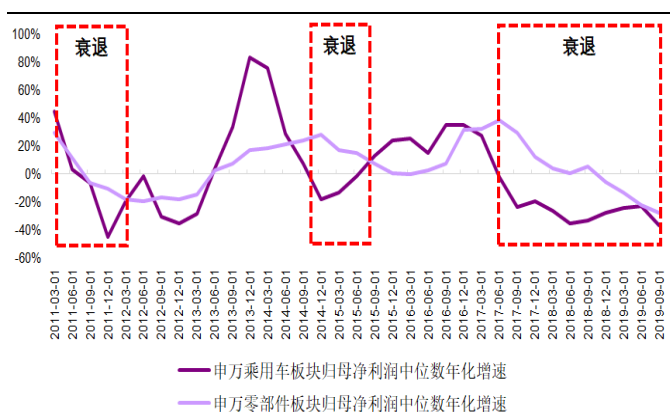
我们认为板块 PE-TTM 在目前时点仍然较高但难以进一步下行：一方面行业处于衰退向复苏的拐点，后续行业景气度上行会驱动板块估值提升；另一方面目前时点的 PE-TTM 高于 2012 年行业复苏期主要源于本轮汽车周期中衰退期显著长于历史上可比区间，且行业调整期内销量增速负增长，令板块利润下行的时间和空间显著超预期。我们认为作为周期行业，汽车板块在行业拐点上 PE 高源于 EPS 下行超预期，因此 PB 更具参考性。行业复苏确立下板块的估值水平已经达到历史底部，具备投资价值。

图 64：汽车板块复苏期估值（截至 2019 年 11 月 1 日）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 65：本轮行业衰退期利润下行时间和空间超预期



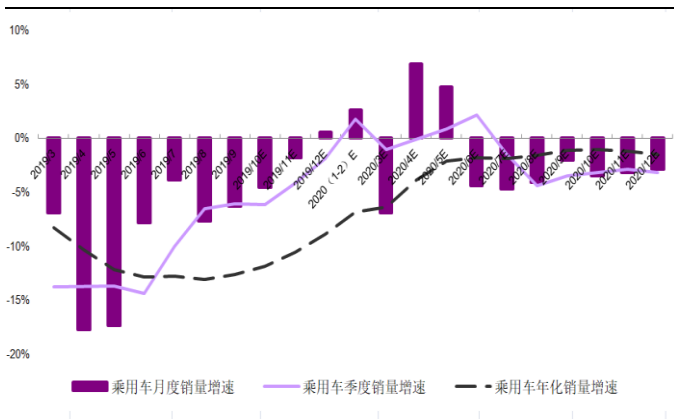
资料来源：Wind，光大证券研究所

6.2、积极把握未来半年板块性估值修复的机会

我们分析了光大汽车时钟下复苏期和过热期为板块超额收益较为确定的两个时区，而复苏期驱动板块超额收益的主要因素为估值修复，过热期行业的利润提升才是板块超额收益的主要来源。我们预计 11 月中旬披露的 10 月汽车销量增速会确认行业 9 月为新一轮汽车周期复苏的拐点，同时 11 月行业销量增速会开始加速改善，预计明年二季度为新一轮汽车周期销量增速的高点。该阶段为光大汽车时钟下的复苏时区，建议积极把握行业周期拐点上板块估值修复的机会。

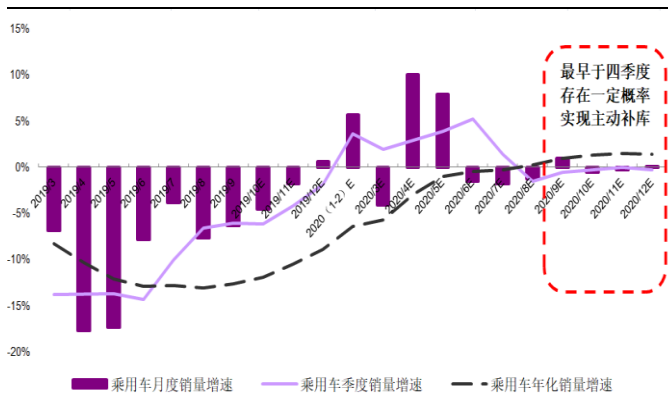
同时我们认为行业于明年二季度前较难开启主动补库（过热期），这意味着行业于明年二季度前汽车需求增速改善的主要因素为基数效应，难以看到需求的显著回暖（汽车年化销量增速转正）。我们对 2020 年乘用车需求增长做了不同情景假设：1) 若 2020 年乘用车销量增速低于 2%，明年全年行业将无法开启动补库（过热期）；2) 销量增速 3% 左右，最早于明年四季度存在一定概率开启主动补库；3) 销量增速 5%-7%，最早于 2020 年三季度存在一定概率开启主动补库；4) 销量增速 8%-10%，最早于 2020 年二季度后期存在一定概率开启主动补库。我们认为乘用车行业“大规模普及期”内第三库存周期下需求的潜在增速中枢约为 3%，在没有强刺激政策出台的情况下，行业明年开启主动补库的难度较大，持续性较弱。我们建议降低对新一轮汽车周期下行业盈利端回复力度和持续性的预期。

图 66：2020 年乘用车零增长假设下行业销量增速预测



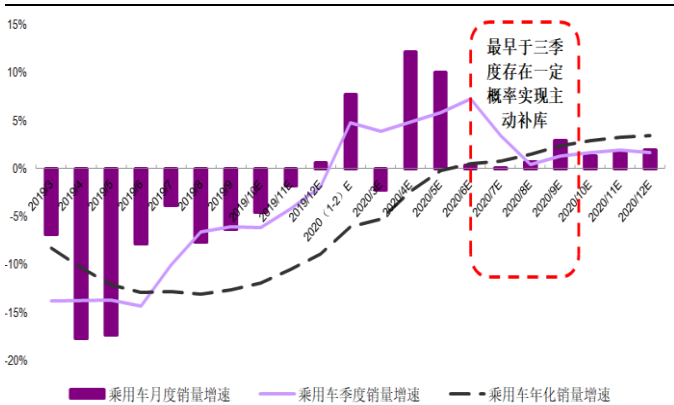
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 67：2020 年乘用车销量 3%增长假设下行业销量增速预测



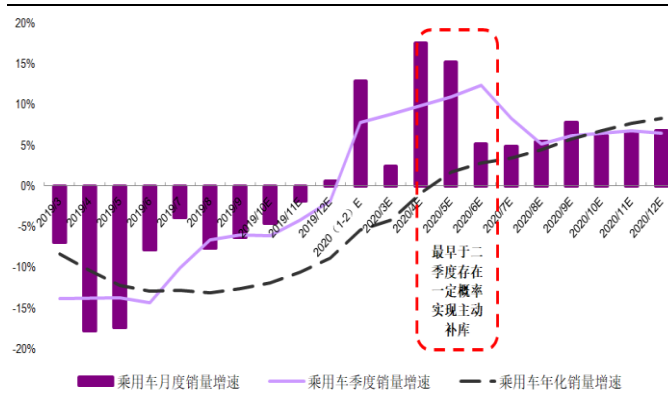
资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 68：2020 年乘用车销量 5%增长假设下行业销量增速预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

图 69：2020 年乘用车销量 10%增长假设下行业销量增速预测



资料来源：Wind，光大证券研究所预测

最后，鉴于 2020-2023 或成为新一轮朱格拉周期触发汽车行业新技术新产品普及的重要时点，新能源汽车为载体的智能网联车有望接力 SUV 成为行业未来行业朱格拉周期中重要的“抓手”，而智能网联车最主要的投资环节在单车的动力系统和电子通信系统，预计下一轮行业朱格拉周期的投资方向主要在汽车零部件领域，中长期看零部件板块的利润空间更大。建议确认行业切换至复苏时区后，除了配置早周期的乘用车板块，同时积极关注零部件板块中业绩增速提前零部件行业触底回升，同时积极转型电动化、智能网联化的公司，建议关注汽车精细化学品龙头德联集团。

考虑到 11 月将大概率确认 9 月为汽车行业新一轮周期拐点，11 月至 2020 年二季度行业销量增速有望加速提升，目前时点至明年二季度建议积极把握汽车新一轮周期复苏时区板块的估值修复性机会。A 股汽车方面：上调行业评级至“买入”。个股推荐长安汽车和长城汽车（A），建议关注行业龙头上汽集团。零部件板块建议关注行业龙头华域汽车及特斯拉国产供应商德联集团。港股汽车方面：上调行业评级至“增持”，个股推荐长城汽车（H），建议关注吉利汽车。

7、重点公司推荐

7.1、长城汽车 (2333.HK、601633.SH)

◆ 3Q19 销量同比增长 12.6%/环比增长 10%

3Q19 公司汽车总销量约 23.1 万辆（同比增长 12.6%/环比增长 10%）；其中，H 系列同比下降 6.9%/环比增长 18.1%至 13.2 万辆，F 系列环比增长 3.7%至 3.6 万辆，皮卡同比增长 1.8%/环比增长 17.7%至 3.3 万辆，WEY 品牌同比下降 17.6%/环比增长 13.3%至 2.3 万辆（H 系列/F 系列/皮卡/WEY 品牌的销量占比分别约 57.3%/15.8%/14.5%/10.0%）；受新能源行业补贴政策波动，欧拉品牌环比下降 60.0%至 5,173 辆（销量占比约 2.2%）。

◆ 3Q19E 单车盈利环比或略有改善

受益于国 VI 新版车型的上市，3Q19 公司整体折扣率环比持平（部分车型略有收窄）/返点节奏也与此前保持一致。我们判断，1) 国 VI 新版车型单车盈利或保持稳定（折扣率的收窄对应零配件成本的增加）、叠加产品结构优化/皮卡销量占比上升（环比上升约 1 个百分点）等，有望对冲欧拉品牌的承压影响；2) 预计销量环比改善/规模效应等有望带动公司 3Q19E 单车盈利环比略有改善；3) 我们预计前三季公司扣非后业绩同比下降 45%-47%至约人民币 19-20 亿元（vs. 1H19 同比下降 65%）。

◆ 维持市场弹性最大标的之一

我们维持此前判断，1) 谨慎压库/基数/旺季等因素或导致 2H19E 乘用车销量同比下降幅度收窄；2) 预计 2H19E 行业销量环比改善/单车盈利环比持平或略有改善的趋势确立，市场有望于 4Q19E 初有基于周期底部边际改善驱动的估值扩张机会；3) 受益于产品结构优化（皮卡/F 系列的毛利率贡献）、以及 2H18 较低基数（3Q18/4Q18 销量分别约 20.5 万辆/37.6 万辆，3Q18/4Q18 扣非后单车盈利分别约人民币 248 元/649 元），维持公司为 2H19E 行业边际改善驱动的估值扩张/盈利弹性最大标的之一。

◆ 维持 H 股“买入”评级，维持 A 股“买入”评级

我们维持 2019E/2020E/2021E 归母净利润分别约人民币 61.2 亿元/68.0 亿元/81.7 亿元。鉴于市场估值扩张机会，我们维持 H 股目标价至 HK\$6.45（对应约 10.3x 2020E PE），维持“买入”评级；维持 A 股目标价至 RMB9.53（对应约 12.3x 2020E PE），维持“买入”评级。

◆ 核心风险提示：2H19E 行业边际改善不及预期；新能源车型盈利拖累。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（人民币，百万元）	101,169	99,230	100,589	111,028	134,166
营业收入增长率	2.6%	-1.9%	1.4%	10.4%	20.8%
归母净利润（人民币，百万元）	5,027	5,207	6,124	6,797	8,169
归母净利润增长率	-52.4%	3.6%	17.6%	11.0%	20.2%
EPS（人民币）（摊薄）	0.55	0.57	0.67	0.74	0.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.2%	9.9%	10.9%	11.3%	12.6%
P/E（H 股）	10.5	10.2	8.7	7.8	6.4
P/E（A 股）	16.8	16.2	13.8	12.5	10.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 6 日

7.2、长安汽车（000625.SZ）

◆ 公司 3Q19 营收、扣非归母净利润同环比改善

公司自主品牌 3Q19 销量 21.5 万辆，同比+3.2%/环比+10.0%。营收 152.4 亿元，同比+7.3%/环比+9.9%。合资公司长安福特销量 5.4 万辆，同比-33.6%/环比+40.1%；长安马自达销量 3.5 万辆，同比-9.3%/环比+24.9%。合资公司投资收益-4.7 亿元，亏幅同比和环比有所扩大。公司 Q3 归母净利润-4.2 亿元，同比改善，环比亏幅扩大；扣非后归母净利润-6.2 亿元，亏幅同比和环比均收窄。

公司 3Q19 毛利率 18.8%，同比+0.8pct/环比+6.9pct。毛利率改善主要因 1) 年初采购降本延后至下半年体现；2) 终端折扣收窄；3) 新品上市提升单车价值。三项费用率 16.8%，同比-2.3pct/环比+2.4pct。Q3 公司新品上市使销售费用率环比提升。管理费用率和研发费用率合计环比、同比下降，公司降本成果显现。

◆ 自主品牌：改革聚焦重点，新品周期逐步兑现

公司开启“第三次创业”，优化品牌架构，聚焦重点业务，对部分业务板块实施混改，减轻公司资本开支压力，改善亏损业务对公司业绩影响。2019 下半年造车新势力爱驰汽车入股公司下属合资企业江铃控股 50% 股份，实现对亏损资产的混改。后续公司还将积极推进商用车板块和新能源汽车板块的混改。

公司加速产品更新，力争打造爆款车型。截至 9 月，公司于今年已推出全新车型 CS75plus、CS85，中期改款车型 CS15，蓝鲸动力版的逸动和 CS35 Plus。CS75plus 9 月销量 1.1 万辆，随着产能释放，其月销量将进一步增长。另外，今年年底上市的中期改款 CS55 有望进一步拉动公司 2020 年销量。

除长安品牌外，作为公司第二乘用车品牌的欧尚于今年开启了转型后的首个新品投放周期。截至 9 月欧尚已连续投放尼欧 II、科赛 3、科赛 5、科赛和科尚 5 款新车。后续全新紧凑型 SUV 欧尚 X7 将于今年 11 月上市。

◆ 长安福特：林肯国产加速业绩修复

19 年 4 月，福特汽车发布“福特中国 2.0”战略计划，福特中国地位提升。9 月，重庆长安和福特中国发布“福特加速计划”，将加速产品更新、提升本土研发等。

18 年底开始，福特主力车型逐步完成改款换代，长安福特销量和亏幅企稳。19 年 12 月福特品牌全新 SUV Escape 和豪华品牌林肯 Corsair 将上市，有望提振公司明年业绩。根据长安福特规划，从 2019 年到 2021 年底，长安福特将投放至少 18 款新车型，其中包含 5 款新能源产品。相比于 2013 年开启的上一轮产品周期，本轮的产品周期的特点在于林肯品牌的导入将提升公司单车利润，加速业绩修复。

◆ 行业需求边际复苏，公司业绩改善显现，维持公司“买入”评级

9 月行业汽车销量 227.1 万辆，同比-5.2%/环比+16.0%，销量自 8 月连续环比改善，市场需求或迎来复苏。

在行业需求复苏预期逐步加强的背景下，考虑到四季度公司自主和合资品牌新品周期逐步兑现，销量有望持续环比提高，销量结构也有望升级。同时，叠加降本控费等举措，公司毛利率、期间费用率大概率改善，公司业绩或将迎来拐点。

我们维持公司 19-21 年归母净利润-1.8 / 34.6 / 48.7 亿元的预测，对应 EPS 为-0.04 / 0.72 / 1.01 元，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**

1. 汽车市场复苏不及预期；2. 市场竞争加剧，新品销售不及预期；3. 长安福特单车利润改善不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	80,012	66,298	63,693	80,319	82,463
营业收入增长率	1.87%	-17.14%	-3.93%	26.10%	2.67%
净利润（百万元）	7,137	681	-180	3,457	4,874
净利润增长率	-30.61%	-90.46%	NA	NA	40.98%
EPS（元）	1.49	0.14	-0.04	0.72	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.99%	1.47%	-0.39%	6.99%	9.15%
P/E	5	52	NA	10	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 11 月 6 日

8、风险分析

- 1. 行业增长不及预期：**房地产对消费挤压效应超预期，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：**中美贸易摩擦趋紧，经济需求预期偏弱，导致企业没有投资意愿；原材料成本超预期上升，令行业毛利率低预期恢复。

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, 也不, 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