

2022年民生汽车投资时钟展望

——汽车行业2022年投资策略系列一（周期定位篇）

邵将



01

库存周期下民生汽车投资时钟的构建

02

历史上汽车周期带来的启示

03

本轮汽车周期的主要特征

04

库存周期和朱格拉周期有望于2022H2共振上行

05

投资建议

06

风险提示

CONTENTS

目录

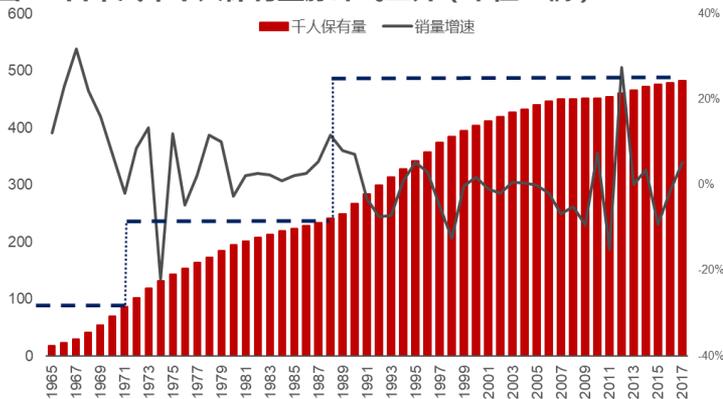


1. 库存周期下民生汽车投资时钟的构建

➤ 汽车行业销量增速呈周期波动为耐用消费品的内生属性

- 市场一般定义汽车为早周期行业，并把汽车板块作为经济复苏期率先触底反弹的配置品种。耐用消费品的长寿命带来其保有量曲线呈阶梯式变化，这决定了其销量增速周期波动与生俱来。

图1：日本汽车千人保有量脉冲式上升（单位：辆）



资料来源：CEIC，民生证券研究院

图2：中国固定资本形成脉冲式上升（单位：亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

01

库存周期下民生汽车投资时钟的构建

➤ 库存周期和美林时钟对应

- 和美林时钟对应，库存周期可划分为四个阶段：被动去库、主动补库、被动补库和主动去库。
- 2000年以来，我国经历了6轮完整的工业周期，当下正处于第七轮工业周期的补库阶段。

表1：2000年至今中国6轮完整工业周期分布

序号	周期起始时间	持续时长 (月)	补库时长 (月)	去库时长 (月)
1	2000.06-2002.10	29	13	16
2	2002.11-2006.06	44	26	18
3	2006.07-2009.08	38	26	12
4	2009.09-2013.08	48	30	18
5	2013.09-2016.06	34	12	22
6	2016.07-2019.11	41	11	30
	均值	39	20	19
7	2019.12-?	-	-	-

资料来源：民生证券研究院整理

表2：库存周期和美林时钟对应关系

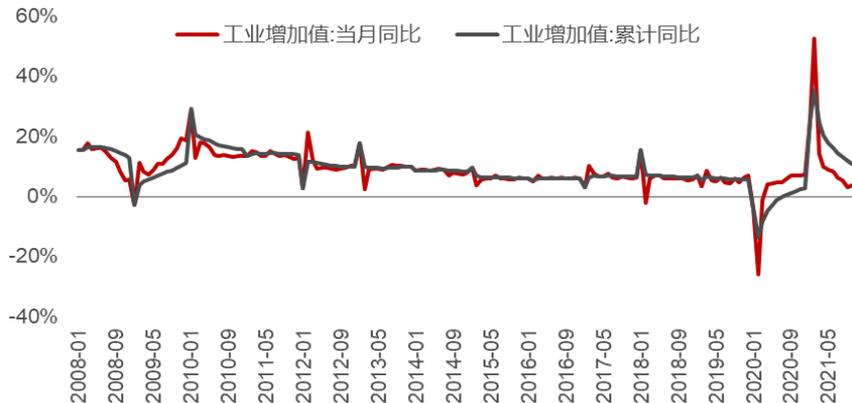
美林时钟	复苏期	过热期	滞胀期	衰退期
库存周期	被动去库	主动补库	被动补库	主动去库
供需情况	需求回升， 边际向好，供给来 不及反应	需求上升，明显向 好，供给预期积极	需求下降，边际变 差，供给来不及收 缩	需求下降，趋势变 差，供给预期消极

资料来源：民生证券研究院整理

➤ 美林时钟的钝化和汽车时钟的构建

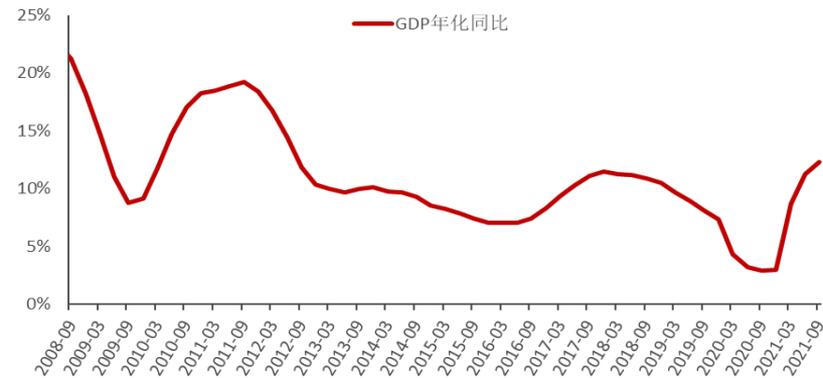
- 美林时钟的意义在于利用增长和通胀的不同组合建立了一套“时区”观，在不同的“时区”有不同的资产配置模式，但近年来表征增长的指标出现“钝化”（2020年后指标受到疫情扰动）。
- 汽车行业是增长维度颗粒度更细的中观指标，有望承接美林时钟对经济时区实现更精细化的描述。

图3：工业增加值增速走势趋于平坦



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：GDP增速走势趋于平坦



资料来源：Wind，民生证券研究院

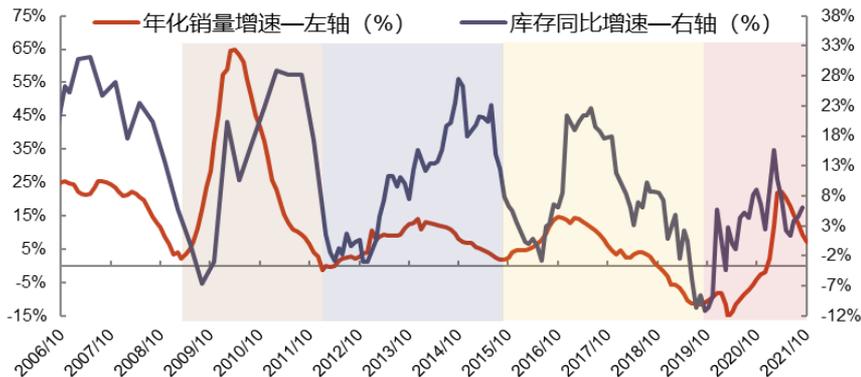
01

库存周期下民生汽车投资时钟的构建

➤ 民生汽车投资时钟的构建：景气周期的“春夏秋冬”

- 类比库存周期框架，我们用汽车行业年化销量增速和库存增速构建民生汽车投资时钟，并定义被动去库（复苏期）为行业“春季”；主动补库（过热期）为行业“夏季”；被动补库（滞胀期）为行业“秋季”，主动去库（衰退期）为行业“冬季”。
- 汽车时钟的意义在于令我们清晰地描述行业的周期位置，进而对不同“时区”采取相应的投资策略。

图5：2009年以来4轮汽车周期



资料来源：Wind，中汽协，民生证券研究院

表3：民生汽车投资时钟的构建与投资

民生汽车投资时钟	春	夏	秋	冬
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
供需情况	需求回升， 边际向好，供给来不及反应	需求上升，明显向好， 供给预期积极	需求下降，边际变差， 供给来不及收缩	需求下降，趋势变差， 供给预期消极
投资特征	估值修复	盈利驱动	补涨滞涨	防范风险

资料来源：民生证券研究院整理

➤ 民生汽车投资时钟下的投资策略

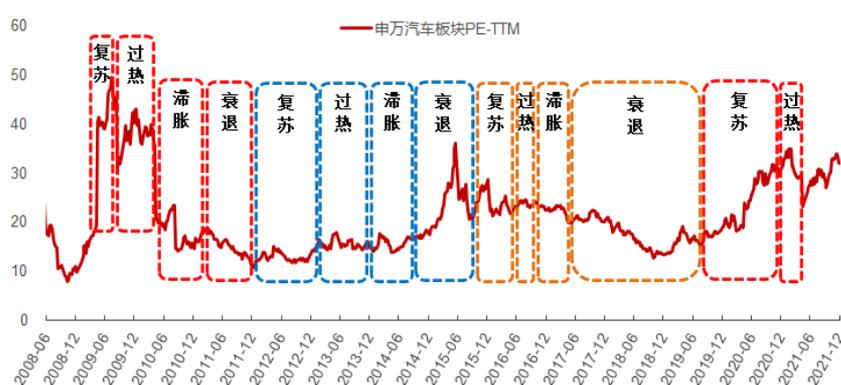
- **复苏期**为40个月左右周期级别下汽车板块确定的**估值提升阶段**，历史上几轮周期板块的估值都发生确定性修复，带来汽车板块性配置机会；**过热期**汽车板块投资机会主要由**业绩驱动**，超额收益同样较为确定；**滞胀期**主要是**补涨滞涨**阶段，超额收益的实现具有不确定性；**衰退期**行业景气度持续下行，主要是**防范利润端不及预期**风险，以及行业下行期流动性宽松带来的**估值端潜在上行风险**。

图6：民生汽车时钟各阶段下行业利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图7：民生汽车时钟各阶段下行业估值情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

库存周期下民生汽车投资时钟的构建

➤ 汽车时钟研究框架有效性回溯：汽车时钟系列报告对板块超额收益有较强的预测性

图8：汽车时钟研究框架对本轮周期内板块超额收益有较强的预测性



资料来源：Wind，民生证券研究院（截至2021.12.22）



2. 历史上汽车周期带来的启示

➤ 2012年以来的朱格拉周期内三轮汽车周期各不相同

- 第一库存周期春夏秋冬“四季分明”；第二库存周期“夏短冬长”；第三轮库存周期“春长夏短”，预计“秋长冬短”。

表4：上一轮汽车周期中夏季、冬季显著偏离历史均值

民生汽车投资时钟	时间	春	夏	秋	冬
第一库存周期	2012.02-2015.09 44个月	11个月	12个月	10个月	11个月
第二库存周期	2015.10-2019.08 47个月	9个月	4个月	8个月	26个月
历史周期均值（月）	42	8	8	9	16
第三库存周期	2019.09-2023.02 (依据汽车时钟42个月均值情况预测)	16个月	4个月	?	?

资料来源：民生证券研究院整理

➤ 第二库存周期夏季偏短：新旧动能的“空档期”导致朱格拉周期和库存周期错配

- 第二库存周期夏季较短：2012年以来的朱格拉周期由SUV的快速普及驱动，2017年SUV销量见顶，而新一轮朱格拉周期（以电动车为载体的智能网联技术）还处于酝酿期，新旧动能的“空档期”下，产能周期与库存周期错配，导致第二库存周期成长性缺失，夏季偏短。

图9：SUV销量在2017年见顶



资料来源：Wind，中汽协，民生证券研究院

图10：2020年前新能源乘用车渗透率处于较低水平

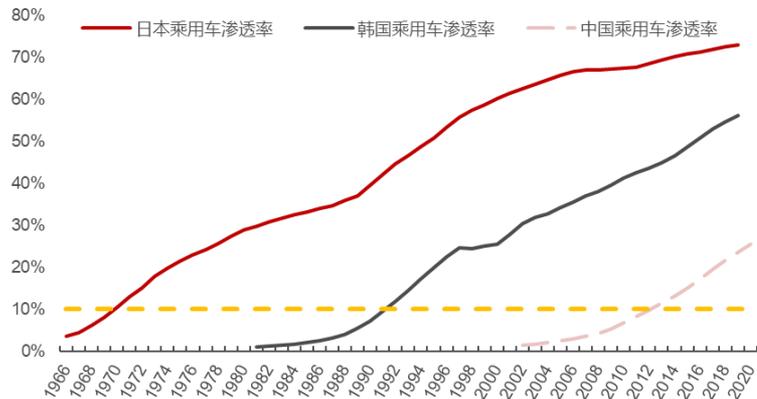


资料来源：中汽协，民生证券研究院

➤ 第二库存周期冬季漫漫：渗透率接近日韩可比历史阶段潜在需求增速中枢回归导致

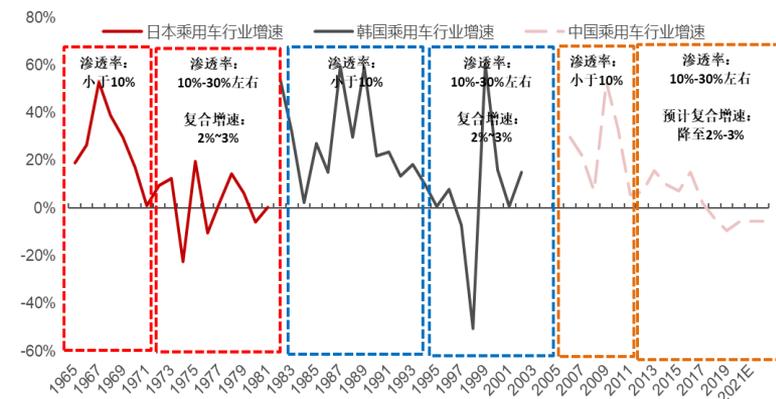
- 亚洲主流汽车市场均经历两轮朱格拉周期，渗透率接近30%随后进入成熟期。结合日韩的历史可比区间，中国汽车复合增速中枢由2017年的9%切换到2-3%，由此导致第二库存周期中冬季漫漫。

图11：中日韩乘用车产业渗透率曲线



资料来源：CEIC，民生证券研究院

图12：导入期复合增速中枢下移至2-3%



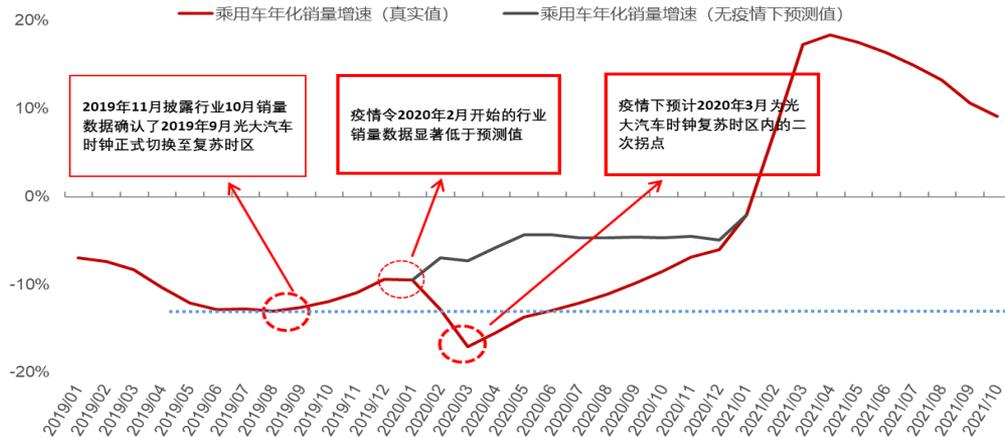
资料来源：CEIC，民生证券研究院

3. 本轮汽车周期的主要特征

➤ 第三库存周期春季漫长：疫情导致行业本轮复苏过程曲折反复

- 乘用车行业于2019年9月确认本轮周期复苏，2020年2月开始受到疫情影响复苏夭折。
- 随着疫情的控制，2020年7月行业确认二次复苏，疫情导致本轮行业复苏过程曲折反复，春季漫长。

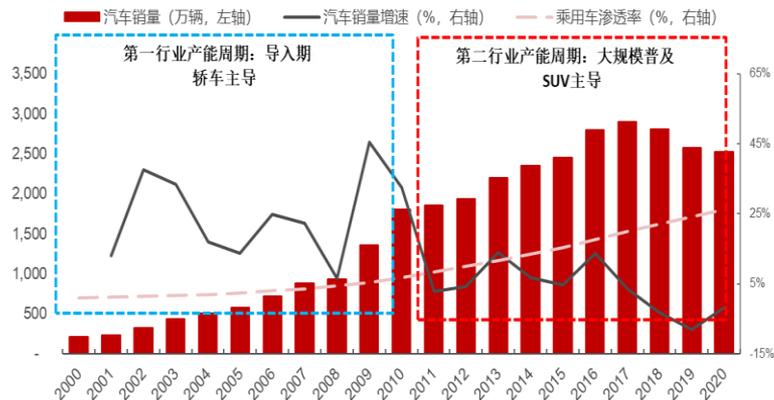
图13：乘用车行业2019年Q4确认复苏，疫情后于2020年下半年二次确认复苏



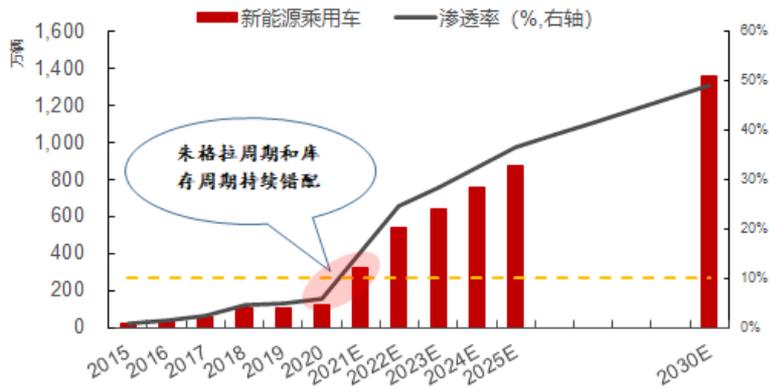
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

➤ 第三库存周期夏季偏短：朱格拉周期和库存周期持续错配

- 2000年至今，中国汽车经历了两轮朱格拉周期（产能周期），2012年以来的产能周期驱动力为SUV的快速普及。
- 2021年电动车渗透率首次突破10%，新一轮产能周期处于启动的临界点，朱格拉周期和产能周期持续错配导致第三库存周期夏季偏短。

图14：中国汽车行业经历了两轮朱格拉周期


资料来源：中汽协，民生证券研究院

图15：朱格拉周期和库存周期持续错配


资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

本轮汽车周期的主要特征

➤ 第三库存周期秋长冬短：缺芯背景下，秋季补库被拉长，冬季去库缩短

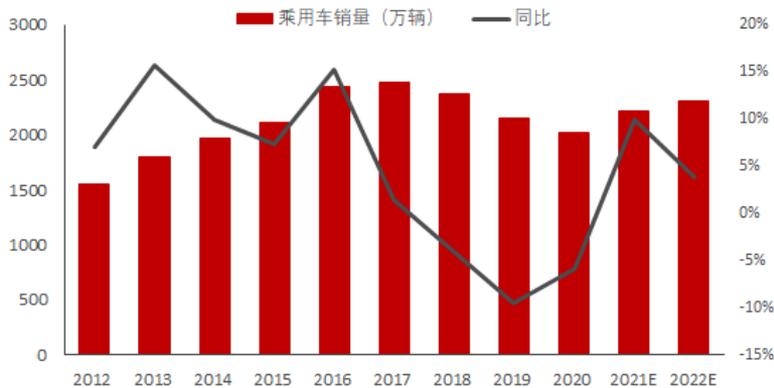
- 缺芯影响下，我们对2021年全年的乘用车增速预估，由年初的10%下调至当前的5.7%。厂商补库节奏被缺芯打乱，库存持续处于低位，秋季补库时间被拉长，同时库存处于较低水平也将导致冬季去库时间缩短。

图16：缺芯情况下2021E、2022E乘用车销量预计



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图17：不考虑缺芯情况下2021E、2022E乘用车销量预计



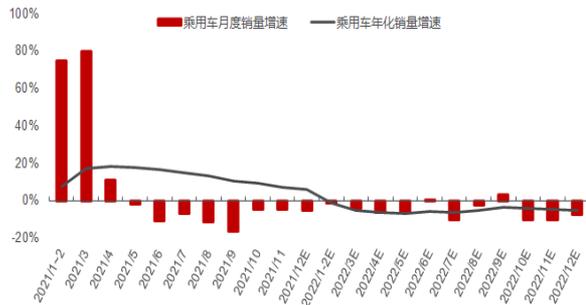
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

本轮汽车周期的主要特征

➤ 乐观及中性假设下，预计2022H2汽车行业开启新一轮复苏

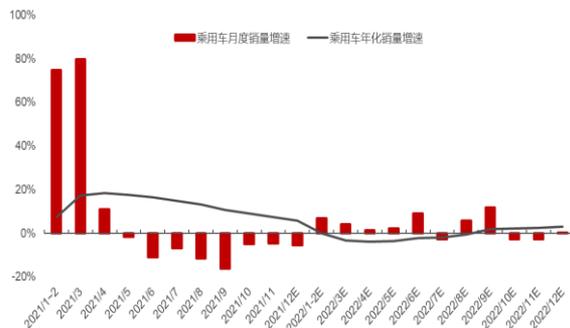
- 乐观和中性假设下预计2022H2确认汽车行业新一轮库存周期复苏。
- 悲观假设下预计2023年汽车行业有望开启新一轮复苏。

图18：悲观假设下乘用车月度销量增速及年化销量增速（2022E销量增速：-5%）



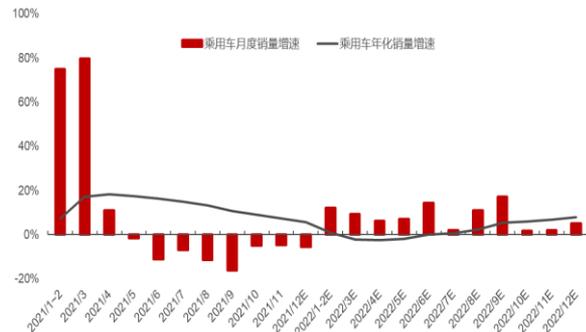
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图19：中性假设下乘用车月度销量增速及年化销量增速（2022E销量增速：3%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图20：乐观假设下乘用车月度销量增速及年化销量增速（2022E销量增速：8%）



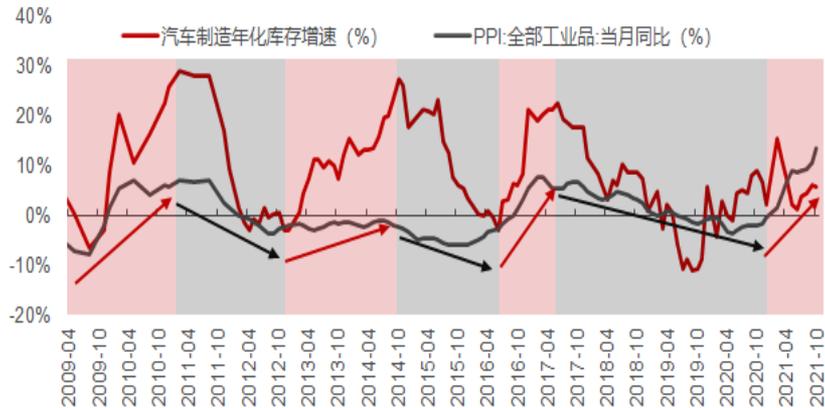
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

本轮汽车周期的主要特征

➤ 预计PPI下行将加速汽车行业进入被动去库周期

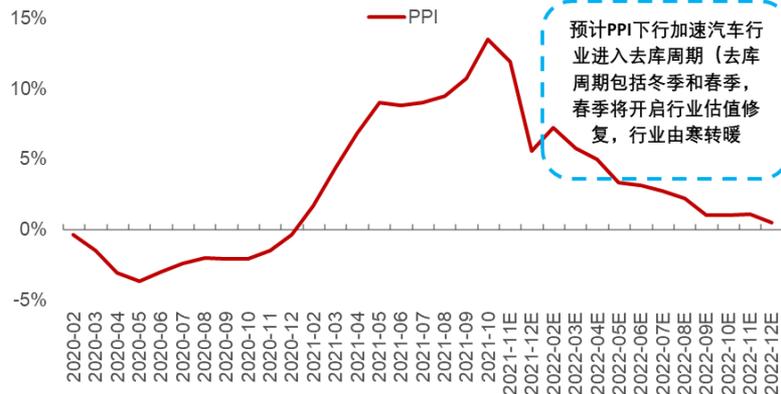
- 汽车行业库存周期具有领先性，历史三轮汽车周期来看，PPI的上行均加速了汽车被动补库周期的开启，PPI的下行均加速了汽车被动去库周期的开始。依据wind一致预期，预计明年PPI下行将加速汽车行业进入去库周期。
- 去库包括冬季（主动去库）和春季（被动去库），其中春季是行业复苏的起点，该阶段的特征是行业估值修复带来确定性的超额收益。

图21：4轮库存周期中PPI和库存增速相关性较强



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图22：预计PPI下行加速汽车行业进入复苏



资料来源：wind一致预期（预测截止时间为2021.12.22）

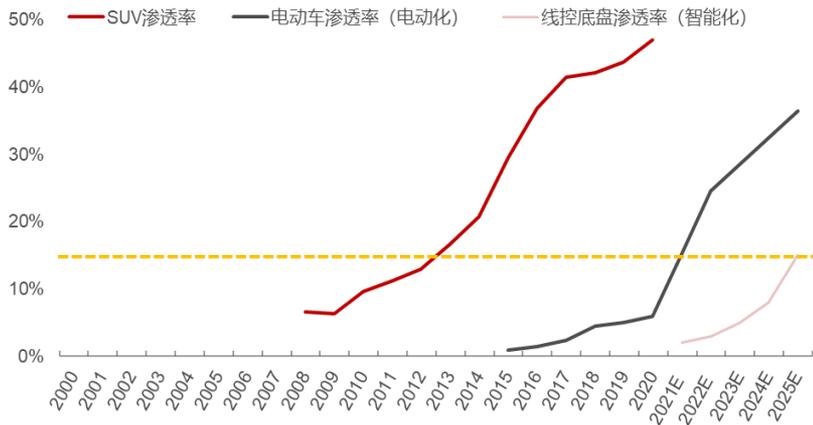
4. 库存周期和朱格拉周期有望于2022H2共振上行

库存周期和朱格拉周期有望于2022H2共振上行

➤ 需求端：以电动车为载体的智能网联技术成为新一轮朱格拉周期的重要抓手

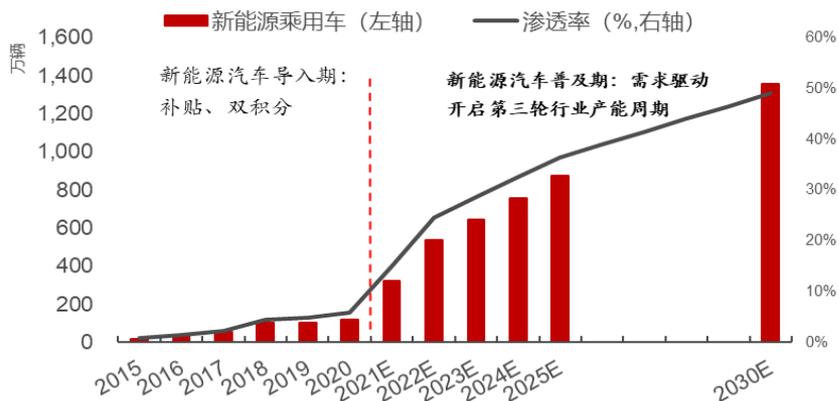
- 类似2011年SUV渗透率至10%左右后驱动汽车行业第二产能周期开启，预计2022年电动车渗透率将到20%左右，以电动车为载体的智能网联技术成为行业本轮朱格拉周期的重要抓手，需求驱动开启行业第三产能周期。
- 汽车作为制造业，进入从传统车向智能电动车升级的阶段，新一轮朱格拉周期的主要驱动力在于供应链的重构升级。

图23：汽车行业于2021年正式开启第三轮朱格拉周期



资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

图24：需求驱动开启第三轮行业产能周期



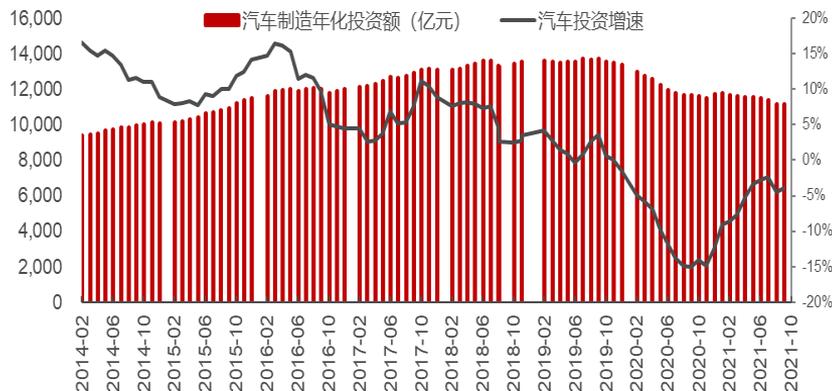
资料来源：中汽协，民生证券研究院预测

库存周期和朱格拉周期有望于2022H2共振上行

➤ 供给端：“去库存”升级为“去产能”，供给端收缩充分

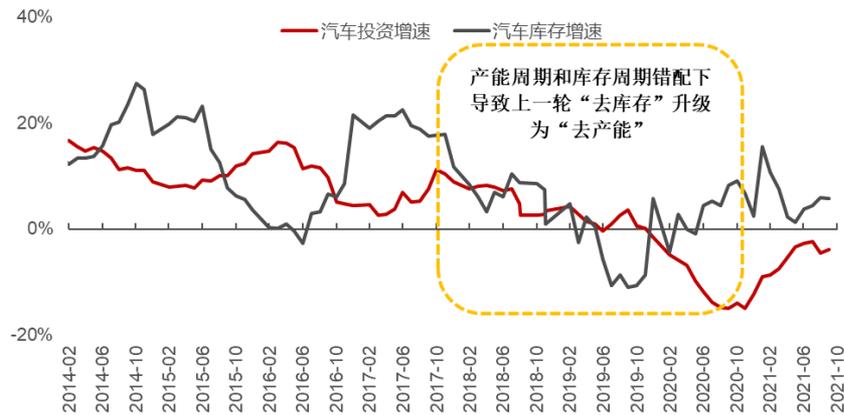
- 库存周期和朱格拉周期错配，“新旧动能”切换的空窗期下行业固定资产投资难开启，汽车行业在过去一轮去库周期中“去库存”升级为“去产能”，上一轮产能周期下固定资产总额收缩，供需结构进一步优化。

图25：2019年至今汽车行业投资增速下行



资料来源：Wind，民生证券研究院

图26：上一轮“去库存”升级为“去产能”



资料来源：Wind，民生证券研究院

库存周期和朱格拉周期有望于2022H2共振上行

➤ 供给端：主流车企新增资本开支已完成向“新动能”的切换

- 主流车企均已布局纯电平台及全新电子电气平台发架构，在电动车和智能化两个维度开启资本开支，迎接行业新一轮产能周期。

表5：整车厂纯电平台布局

车企	纯电平台名称	发布时间	代表车型
比亚迪	E1.0	2009	比亚迪e6
	E2.0	2018	元EV、唐EV
	E3.0	2021	比亚迪元 Plus EV
长安汽车	EPA平台	2021	C385
	CHN平台	2021	阿维塔11
吉利汽车	PMA	2018	几何C
	SEA浩瀚	2020	极氪001
广汽新能源	GEP 2.0	2019	埃安S、埃安V、埃安LX
	GEP 3.0	2023	-
长城	ME平台	2020	欧拉
荣威	E0	2018	荣威ERX5
	E1	2021	Marvel R
	E2	2022	荣威ERX7

资料来源：各公司官网，民生证券研究院

表6：自主品牌电子电气架构布局

车企	2021年	2022年	2023年	2025年
长城	GEEP3.0x 4个功能域控制器，应用软件自主开发硬件解耦	GEEP4.0，中央计算+区域架构		GEEP5.0，中央大脑架构+智能区域控制
吉利	浩瀚架构SEA与集中式电子架构(GEEA2.0)	从部分集中化向域集中化、域融合演进		GEEA3.0中央计算平台架构，支持整车级OTA
长安	已建成V3.0 OTA通道能力，支持娱乐域、车控域等10余个控制域的OTA迭代升级	域架构	准中央域架构	中央域架构
广汽		自主品牌中首个实现车推出基于车云一体化载以太网组网量产应用的“星灵”电子电气构建车内信息高速公路架构，全面支撑SDV实现域控制架构量产及L4级自动驾驶实现		
比亚迪	E3.0具备四大域控制器，分别为智能域控制系统、左车身域控制系统、右车身域控制系统、动力域控制系统			
蔚来	千兆以太网网络+高性能电控单元			
理想		中央算力平台，实现中心计算化		
小鹏	以中央网关模组为核心，连自动驾驶、智能座舱两大域控制器，以及车身控制单元(BCM)、整车控制器(VCU)、电池管理系统(BMS)等控制相关ECU			

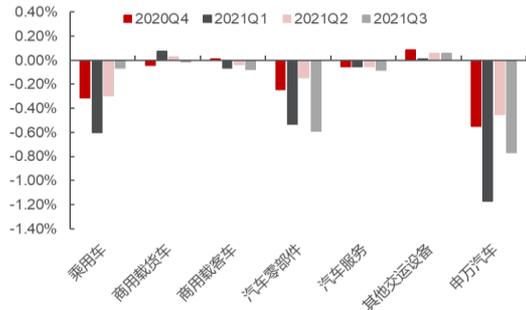
资料来源：各公司官网，民生证券研究院

5. 投资建议

➤ 汽车板块处于持续低配，零部件受大小盘风格因子影响处于配置比例的“洼地”

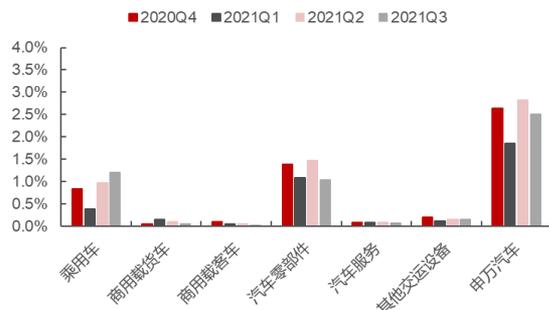
- 汽车本轮周期配置比例不到2.5%，低于3-5%历史区间，零部件板块显著低配。

图27：汽车行业基金持仓超/低配情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图28：近4季度汽车行业基金持仓占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

图29：乘用车跑赢沪深300及各子版块



资料来源：Wind，民生证券研究院

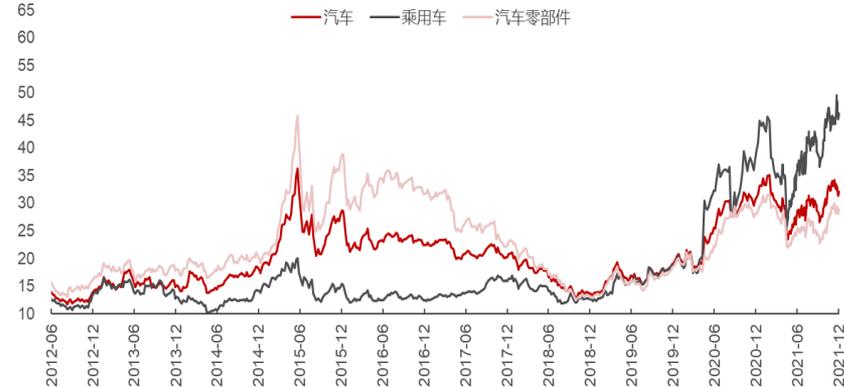
- 当前汽车板块风险溢价高于一倍标准差，板块估值修复充分，零部件板块估值相对较低

图30：当前汽车板块风险溢价处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院（截至2021.12.22）

图31：汽车板块估值修复已经完成（单位：倍）



资料来源：Wind，民生证券研究院（截至2021.12.22）

- **中性及乐观假设下**：预计汽车行业于2022H2进入新一轮复苏，复苏期建议超配早周期属性的乘用车板块。
- **悲观假设下**：预计汽车行业有望于2023年开启新一轮复苏周期，2022Q4建议超配早周期属性的乘用车板块。
- **基于朱格拉周期视角零部件板块有望开启10年长牛**：预计2022年行业开启新一轮朱格拉周期，零部件的重构升级为主要驱动力，且目前零部件板块持续低配，乐观及中性假设下2022H2零部件板块有望迎来10年长牛。
- **乘用车板块**：推荐**广汽集团**，建议关注**长城汽车、长安汽车、比亚迪和吉利汽车**；
- **零部件板块**：推荐**中鼎股份、亚太股份和兆丰股份**，建议关注**德赛西威**（通信组覆盖）。

表7：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价				EPS			PE			评级
		12月22日	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
002284.SH	亚太股份	9.96	0.02	0.09	0.17	498	105	60	推荐			
000887.SH	中鼎股份	21.76	0.40	0.86	0.94	54	25	23	推荐			
300695.SH	兆丰股份	64.98	2.40	1.93	3.74	27	34	17	推荐			
002920.SH	德赛西威	157.28	0.94	1.48	1.81	167	106	87	推荐			
601238.SH	广汽集团	15.20	0.58	0.60	0.86	26	25	18	推荐			
000625.SH	长安汽车	16.06	0.68	0.60	0.76	24	27	21	推荐			
601633.SH	长城汽车	52.26	0.58	0.86	1.30	89	61	40	未评级			
002594.SH	比亚迪	279.22	1.55	1.64	3.01	180	170	93	未评级			
0175.HK	吉利汽车	18.13	0.56	0.72	1.06	32	25	17	未评级			

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：长城汽车、比亚迪、吉利汽车EPS数据为Wind一致预期；德赛西威为通信组覆盖；吉利汽车现价为人民币计价（1港币=0.8167人民币）

6. 风险提示

- (一) 经营风险：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；原材料成本超预期上升令行业毛利率恢复不及预期。
- (二) 市场风险：补库周期内业绩为主，部分高估值公司业绩存不及预期风险。
- (三) 其他风险：全球芯片紧缺对国内汽车行业供给约束超预期，导致销量不及预期。

THANKS 致谢

汽车研究团队：



分析师 邵将

执业证号：S0100521100005

电话：18610589797

邮件：shaojiang@mszq.com

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座19层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明：

投资建议评级标准	评级	说明	
以报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A股以沪深300指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅5%以上

免责声明：

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。