

2010 年 6 月 1 日

策略如何看乘用车？

——打造乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制

相关研究

《策略如何看房地产—打造房地产的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 5 月 6 日

《煤飞色舞，牛市之始：倒煤透顶，色即为空—上游投资逻辑》—2010 年 3 月 23 日

《策略如何看有色—打造有色的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 3 月 3 日

《策略如何看煤炭—打造煤炭的“驱动力”和“信号验证”机制》—2010 年 1 月 25 日

分析师

凌鹏（策略）(A0230209090482)
lingpeng@swsresearch.com

姜雪晴（汽车）(A0230209120487)
jiangxq@swsresearch.com

吴昊（汽车）(A0230208080454)
wuhao@swsresearch.com

李鹏（金融工程）
lipeng@swsresearch.com

冯宇（策略）
fengyu@swsresearch.com

苏畅（宏观）
suchang@swsresearch.com

联系人

戴卉卉
(8621)63295888x410
daihh@swsresearch.com

地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com> (Law0788) 使用 1

主要内容：

- 2009 年，汽车股超额收益为 207.94%。自 2001 年以来，乘用车仅在 2004 年和 2008 年跑输市场。这两年毛利率均下滑，2004 年是需求下滑和供应过剩共同作用所致，2008 年主要是需求萎缩。2009 年，需求再次爆发，产能不足，供不应求使毛利率达到五年新高。2010 年，货币退出、政策到期使投资者始终担心需求下滑，下半年的产能释放使毛利率有下降压力。
- 从损益表角度，汽车关注需求、价格、库存和成本，需求是核心。需求跟踪汽协、乘联会和公安部的数据，其中汽协和乘联会是厂商销售数据，公安部是汽车的上牌数，更接近终端销售数据。缺乏有代表性的价格指数，这里选用统计局的轿车出厂价格指数。厂商库存由产销差额数据动态把握，经销商库存依赖调研推断。钢铁、橡胶和玻璃构成主要成本，但成本对汽车毛利率的影响远不如需求大。
- 人均 GDP、人均可支配收入、保有量等长期指标无法解释乘用车短期需求波动，而短期波动恰是引发股价变动的重要原因。我们引入申万宏观领先指标、M2 和央行住户储蓄欲望指标来把握短期需求变动，前两者和乘用车销量同向同步，后者与乘用车销量同步反向。三者很好解释 04 年和 08 年需求的下滑。
- 汽车行业的固定资产投资、产能释放和需求有密切关系，呈现蛛网模型态势。汽车厂商根据当前需求进行固定资产投资，投建周期一般是两年。两年后，产能建成，需求如达不到预期，降价幅度加大，毛利率萎缩，产能利用率下降。
- 投资汽车股要踏准供给和需求的时间差。供不应求，毛利率上行是投资汽车股的最佳时机，恰如 2009 年；供过于求，毛利率下滑是投资汽车股最差的时候，正如 2004 年。但需求难以判断，成功的投资不能仅把赌注放在对需求的判断上，供应也是布局的关键。在供应不足的年份，需求稍微不错，毛利率就会上行，超额收益就可能产生；在供应充足的年份，需求必须超乎寻常好，否则毛利率很难改善。供应能被统计，对供应有了判断后，跟踪需求才是可行之道。供应决定布局，需求决定收益。

目 录

1.乘用车的“驱动力”+“信号验证”机制.....	3
1.1 乘用车属于消费、重卡连接投资	3
1.2 乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制	5
1.3 乘用车“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证	7
2.超额收益分析：踏准供应和需求的时间差	10
2.1 乘用车收益分析：供应影响布局、需求决定收益	10
2.2 策略如何看乘用车：介于房地产和必须消费品之间	11

图表目录

图 1：乘用车的驱动力和信号验证图	5
图 2：乘用车的毛利率变化	6
图 3：乘用车的旺季在 3-4 月份和 11-12 月份	7
图 4：重卡的旺季在 3-5 月	7
图 5：乘用车销售同比和宏观领先指标同步同向	7
图 6：乘用车销售同比和 M2 同比增速同步同向	7
图 7：乘用车销售同比和储蓄意愿同步反向	8
图 8：04 年和 08 年汽车毛利率出现极大下滑	9
图 9：乘用车产能释放在 04 年和 07 年达到高峰	9
图 10：汽车投资增速随销售增速变动	9
图 11：踏准需求与供给“错步”的节拍	11
表 1：汽车整车主要分为乘用车、载货车和载客车	3
表 2：汽车行业关注需求、价格、库存和成本	4
表 3：汽车涉及到众多领域	5
表 4：2004 年汽车消费信贷大量减少	8
表 5：乘用车在 7 月取得超额收益概率最大	10
表 6：策略跟踪的汽车中观数据库	12

2009 年，汽车股超额收益达到 207.94%。自 2001 年以来，乘用车仅在 2004 年和 2008 年跑输市场，毛利率下滑是这两年的共同特征。2004 年毛利率下滑是需求下滑和供应过剩共同作用的结果，2008 年毛利率下滑主要由需求萎缩导致。2009 年，在政策刺激和货币宽松环境下，需求突然爆发，产能提不上来，供不应求导致毛利率达到五年新高。2010 年，货币退出、政策到期使投资者始终担心需求下滑，下半年的产能释放使毛利率有下降压力。

1. 乘用车的“驱动力”+“信号验证”机制

根据申万行业分类标准，汽车隶属交运设备。汽车整车共 21 家上市公司，流通市值占比为 1.77%，分为乘用车（包括轿车、MPV 和 SUV）、载客车和载货车（包括重卡、轻卡等）。

乘用车、载货车和载客车的投资逻辑截然不同，乘用车与消费相关、载货车与投资相关、载客车相对稳定，与投资 and 消费行为均无太大关系。本文着重分析乘用车的研究和投资逻辑。

表 1：汽车整车主要分为乘用车、载货车和载客车

申万行业分类	公司数	总市值占比	流通市值占比
交运设备	87	3.48%	3.94%
非汽车交运设备	35	1.55%	1.34%
汽车服务	2	0.04%	0.06%
汽车零部件	29	0.74%	0.76%
汽车整车	21	1.15%	1.77%
乘用车	8	0.79%	1.28%
商用载货车	6	0.25%	0.33%
商用载客车	6	0.09%	0.14%
专用汽车	1	0.02%	0.02%

资料来源：Wind，申万研究

1.1 乘用车属于消费、重卡连接投资

从损益表角度，汽车关注需求（产量和销量）、价格、库存和成本，其中需求是核心。需求旺时，降价幅度小，甚至上涨，传导成本的能力也较强，毛利率扩大。需求方面的数据有三个，分别来自中国汽车工业协会、乘用车联席会和公安部，其中汽协和乘联会是厂商销售数据，公安部是汽车的上牌数，更接近终端销售数据。我们一般跟踪汽协月度数据，乘联会的周度数据仅供参考。

价格受关注程度不大，不同车型、不同地区、不同 4S 店的报价不同，因此难以找到一个整体性指标综合衡量汽车价格。这里选用统计局的轿车出厂价格指数。

库存涉及两个环节，分别是厂商和经销商。通过乘用车的产销差额数据动态把握厂商库存，通过调研推断经销商库存。一般而言，2 个月左右的销售存

量是经销商所能承受的极限。倘若能够得到公安部的上牌数，就能较准确地推算生产和流通环节的库存数。

钢铁、橡胶和玻璃是主要的成本，重卡受成本的影响要大于乘用车。但整体而言，成本对汽车毛利率的影响远不如需求那么大。

表 2：汽车行业关注需求、价格、库存和成本

利润表项目	核心指标	跟踪指标	下游驱动因素
一、营业收入			
	销量	乘用车销量（辆） 重卡销量（辆）	长期关注人均 GDP、人均可支配收入、保有量；短期关注宏观经济景气、货币、央行调研指数 FAI（房地产投资及新开工面积）；公路货运量及货物周转量；BDI；大宗商品（铁矿石/原煤/铜材/粗钢产量和进/出口量）
	产量	乘用车、重卡销量（辆）	
	价格	轿车出厂价格指数	
	库存	厂商库存（产量-销量） 经销商库存	
二、营业总成本			
其中：营业成本			
		薄钢板 丁苯橡胶/平板玻璃	
	营业税金及附加		
	销售费用		
	管理费用		
	财务费用		
	资产减值损失		
加：	公允价值变动收益		
	投资收益		
三、营业利润			
加：	营业外收入		
减：	营业外支出		
四、利润总额			
减：	所得税		
五、净利润			
	少数股东损益		
	归属于母公司所有者的净利润		

注：为保证损益表的完整性，我们保留空白部分，其他行业在这些部分可能有指标

资料来源：申万研究

表3：汽车涉及到众多领域

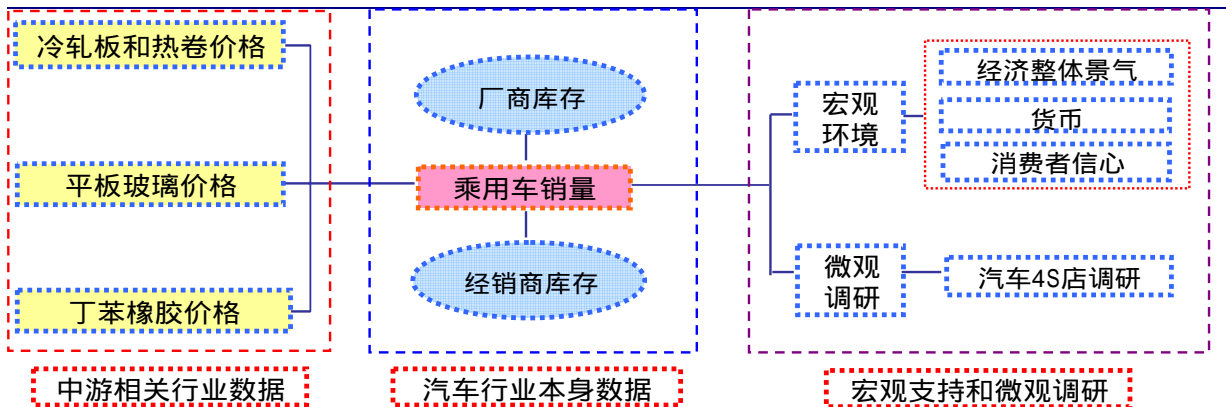
行业	与汽车关系	主要指标
整体经济层面(经济景气指标、人均 GDP、人均可支配收入)		
宏观	决定汽车消费	货币层面 (M2)
		消费者信心 (消费者信心)
		投资相关 (FAI、房地产新开工面积)
石油	用车成本	国内汽油出厂价
煤炭	决定重卡需求	原煤产量、煤进口量
有色	决定重卡需求	铜材进口、铜材产量
钢铁	制造成本、决定重卡需求	薄钢板价格、粗钢产量、钢材出口量
玻璃	制造成本	平板玻璃价格
化工	制造成本	丁苯橡胶价格
房地产	乘用车相关需求	房地产销售
	开工决定重卡需求	房地产新开工面积
公路铁路	验证重卡使用情况	公路货运量、公路货物周转量
银行	乘用车相关指标	消费信贷
保险	乘用车相关指标	汽车保险

资料来源：申万研究

1.2 乘用车的“驱动力”和“信号验证”机制

和房地产类似，乘用车的逻辑图也涉及三个层面，分别是中游相关行业指标、乘用车本身指标和需求决定指标。中游相关行业指标和乘用车本身指标均较简单，关键是需求决定指标。

图1：乘用车的驱动力和信号验证图



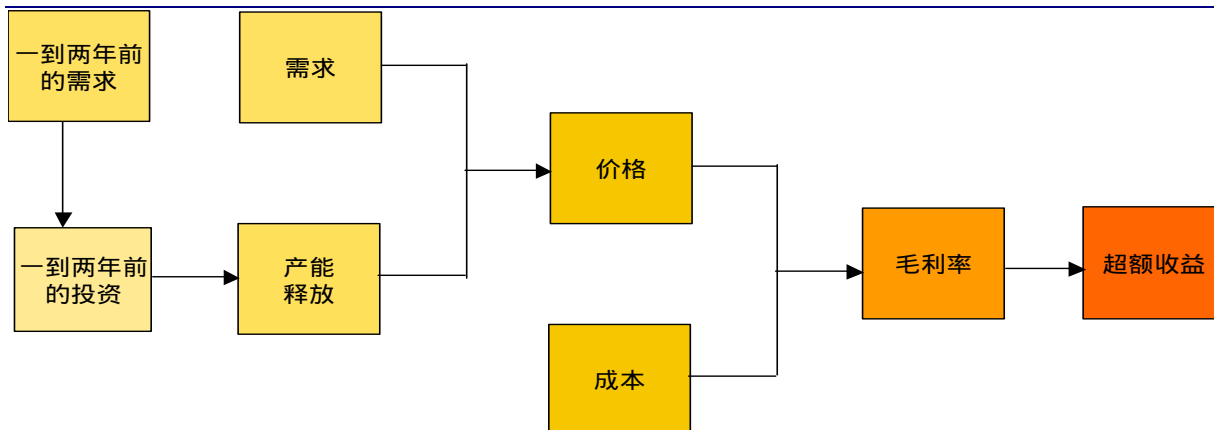
资料来源：申万研究

和房地产一样，乘用车隶属终端的大宗可选消费品。需求受人均 GDP、人均可支配收入、汽车保有量、公路里程等指标影响，但这些稳定的长期指标无法解释短期需求的波动，而正是这种短期的波动变化引发股价变化，所以我们必须尝试对短期波动做出解释。

从逻辑上讲，大宗耐用消费品对经济周期敏感度大，具备一定的投资和金融属性，所以我们可以从经济景气、货币环境和消费者信心等角度出发寻找其

短期需求波动的根源。我们运用申万金融工程小组编制的申万宏观领先指标¹来综合描述经济景气，用 M_2 表示货币环境²，运用央行城镇储户调研中的储蓄意愿体现消费者信心。这三个指标相互联系，宏观领先指标中已经包括了 M_2 、储蓄意愿随宏观景气变化。所以我们仅将这三个指标分别跟乘用车销售做比较，不将三者合成。另外，在微观层面，必须跟踪 4S 店的人流变化推断汽车需求。

图 2：乘用车的毛利率变化



资料来源：申万研究

毛利率非常重要，和超额收益息息相关，跑输大盘的 2004 年和 2008 年恰是毛利率大幅下滑的年代。但毛利率只是结果，关键要分析毛利率变化的原因，通过这些因素的预测和跟踪，把握毛利率变化方向。

根据简单的会计法则，毛利率取决于价格和成本。对于汽车行业，价格比成本重要。价格取决于需求和产能释放速度，所以一方面我们关注短期需求的变化，另外一方面必须关注产能的扩张。

从历史上看，汽车行业的固定资产投资、产能释放和需求有密切关系，呈现蛛网模型的态势。汽车厂商根据当前需求进行固定资产投资，产能投建周期一般是两年³。两年后，产能建成，需求如果达不到预期，就有可能导致价格战，毛利率萎缩，产能利用率下降。据分析员经验，一旦产能利用率低于 65%，利润会负增长。2005 年产能利用率曾经达到 55%，2009 年底产能利用率达到 120%。

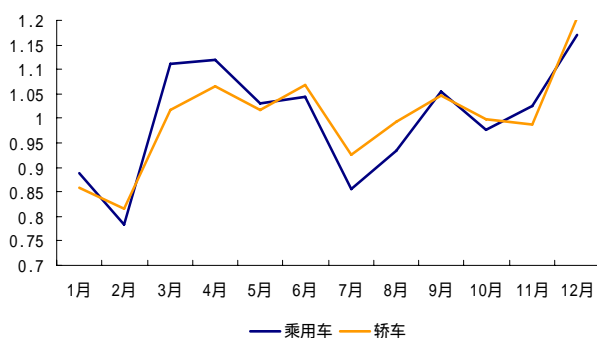
另外，我们分析了乘用车和重卡的季节性因素，发现乘用车在三、四月份和十一、十二月份销售较好，主要分布在大的节假日后。重卡在三至五月销售较好，因为这段时间是房地产新开工的旺季。

¹ 申万宏观领先指标以工业增加值为基准指标，与统计局的领先指标有差异，其分类指标包括 M_2 、货物吞吐量等十个指标。

² 货币环境包括数量和利率两个因素，数量可以有货币供应量、信贷和储蓄等几个维度，房地产受信贷和利率的影响较大。

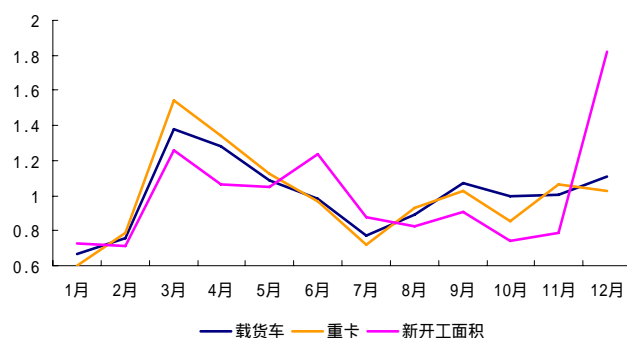
³ 汽车和房地产的开发周期均为两年，但是汽车一旦投资，两年后产能必然出来。而房地产开发和销售可以人为控制，这一点有本质区别。

图3：乘用车的旺季在3-4月份和11-12月份



资料来源：中汽协，申万研究

图4：重卡的旺季在3-5月



资料来源：中汽协，申万研究

1.3 乘用车“驱动力”和“信号验证”机制的历史验证

根据上述说明，本部分主要验证两个问题：

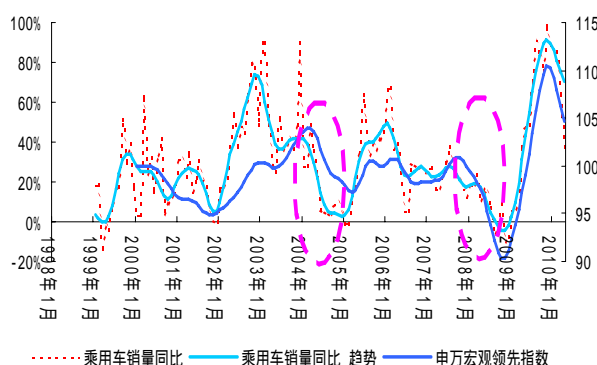
第一，申万宏观先行指标、M2 和储蓄意愿指标三者能较好解释乘用车需求短期的波动。

将乘用车的月度数据做平滑处理，从趋势上看，2004 年和 2008 年有较大幅度下滑，我们必须解释这两段需求下滑的原因。

从图形上看，我们发现 2004 年和 2008 年宏观先行指标下滑、M₂ 同比增速下滑、居民储蓄意愿的上升。所以用这三个指标可以把握乘用车的短期需求波动。

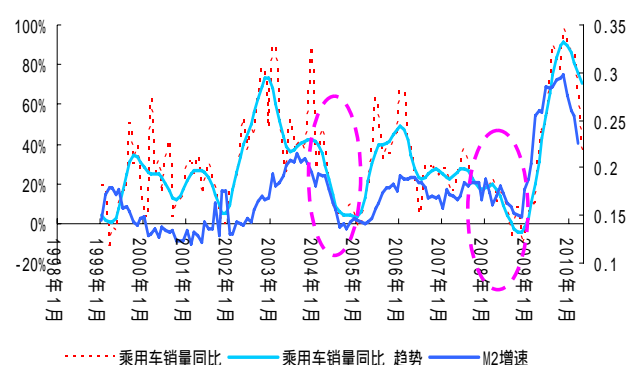
乘用车销量之所以与宏观先行指标同步，是因为乘用车销售也是经济的领先指标，乘用车一方面代表下游的消费能力、另外一方面也体现货币环境的微妙变化。

图5：乘用车销售同比和宏观领先指标同步同向



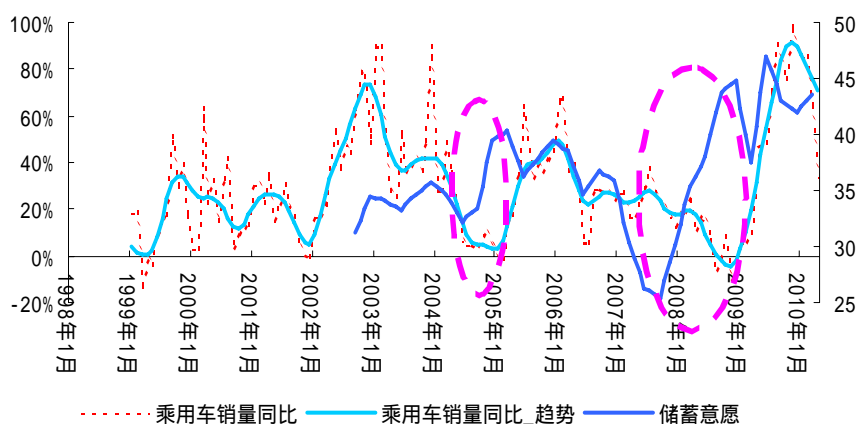
资料来源：中汽协，WIND，申万研究

图6：乘用车销售同比和 M2 同比增速同步同向



资料来源：中汽协，WIND，申万研究

图7：乘用车销售同比和储蓄意愿同步反向



资料来源：中汽协，WIND，申万研究

当然，2004 年销售下滑，除了经济和货币环境恶化、消费者信心下滑外，消费信贷的收紧也是重要原因。2004 年汽车消费信贷坏帐率突升，银行收紧消费信贷。当时有很多消费者靠银行贷款买车，所以信贷收紧对乘用车销售打击极大。

表4：2004 年汽车消费信贷大量减少

	整车主营业务收入	直接消费	信贷消费	信贷占比	信贷净增额
2001	2,458	2,022	436	18%	
2002	3,407	2,257	1,150	21%	714
2003	5,142	3,303	1,839	13%	689
2004	5,491	3,904	1,587	-5%	-252
2005	5,583	4,496	1,087	-9%	-500
2006	7,339	6,331	1,008	-1%	-79
2007	9,254	8,147	1,107	1%	99
2008	10,356	8,773	1,583	5%	476

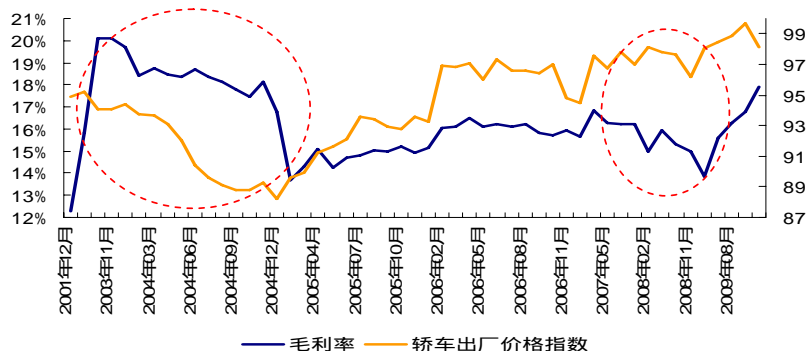
资料来源：《汽车工业年鉴》，申万研究

第二，2004 年毛利率下滑是需求下滑和供应过剩共同作用的结果，2008 年毛利率下滑主要由需求萎缩导致。

上市的乘用车公司做了大量的并购，合并报表不能真实反映上市公司主体的盈利情况，所以自下而上的汇总无法反映乘用车的毛利率变化，我们退而求其次，用统计局公布的整车毛利率代替。

从图 8 可知：汽车整车毛利率在 2004 年和 2008 年出现较大下滑，其余时间均稳步上升，2009 年更升至近五年来的高点。2004 年轿车出厂价格指数也出现较大幅度的下滑，而 2008 年下降幅度不大。我们由此可以推断 2004 年毛利率下滑是需求下滑和供应过剩共同作用的结果，2008 年毛利率下滑主要由需求萎缩导致。

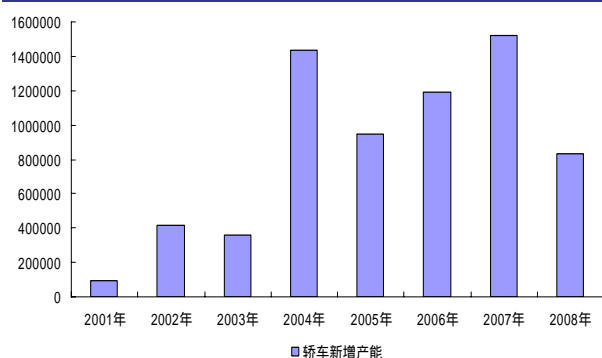
图8：04年和08年汽车毛利率出现极大下滑



资料来源：WIND，申万研究

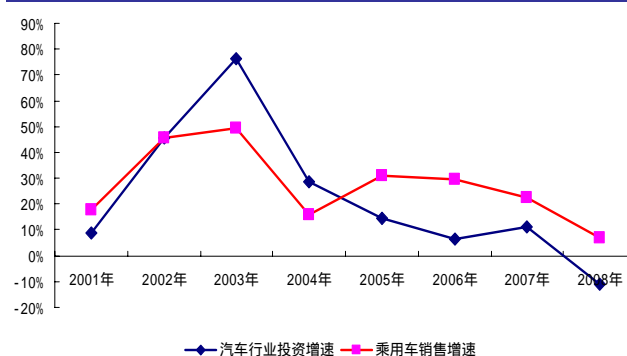
以上分析可知：2004年和2008年，经济领先指标、 M_2 均出现下滑，储蓄意愿上升，只是2008年较2004年态势更剧烈。从供给端看，产能释放的高峰期在2004年和2007年，2008年产能释放的压力并不大。观察汽车行业的投资增速，发现其与乘用车销售增速趋势非常一致，这说明汽车厂商确实是根据当年的销售情况安排投资计划，而这些投资在一到两年后形成产能⁴。

图9：乘用车产能释放在04年和07年达到高峰



资料来源：WIND，申万研究

图10：汽车投资增速随销售增速变动



资料来源：CEIC，申万研究

于是完整的图片如下：2001—2003年，在长期因素的影响下，居民购车需求进入第一轮爆发期，乘用车销售同比增速迅速上升，在此背景下，汽车厂商在2002年和2003年大量投资，这些产能在2004年和2005年投放，形成巨大的供应压力。另一方面，2004年开始宏观调控，宏观经济景气向下、货币环境变差、居民储蓄欲望上升，与此同时，银行收紧汽车信贷，乘用车需求大幅下跌。供过于求导致价格战，汽车毛利率下滑，产能利用率在2005年达到历史最低的55%，利润负增长。恶劣的市场环境使汽车厂商减少行业投资，2004年到2008年汽车行业投资增速不断下滑（2008年是-11%），所以从2005年到2007年供应环境有所改善，汽车毛利率回升。2008年，需求再次下滑，毛利率再次下降，但这次供应压力并不大，所以价格同比下降幅度不大。2009年，在汽车政策和宽松货币的双重刺激

⁴ 这里是轿车新增产能和汽车行业投资增速，不能一一对应，但是仍然可以看出02年是投资高峰，04年是产能高峰。

下，需求突然爆发，产能却再遇瓶颈，供不应求使价格下降幅度很小，甚至上升，毛利率上升到五年最高。09年下半年始，产能利用率达到120%，厂商开始加大投资力度。进入2010年，第一季度的销售依然超预期，但是货币政策收紧、经济景气向下使投资者始终担心销售增速会掉头，而09年陆续兴建的产能也凸显2010年下半年的供应压力，所以2010年汽车毛利率存在向下的压力，即使全年销售增速还能达到20%。

2. 超额收益分析：踏准供应和需求的时间差

2.1 乘用车收益分析：供应影响布局、需求决定收益

我们计算了过去十年乘用车行业月度超额收益，发现如下三个结论：

表5：乘用车在7月取得超额收益概率最大

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	超额收益概率
1月	-12.15%	6.53%	-0.16%	4.21%	-2.56%	3.96%	4.58%	9.82%	-2.79%	2.91%	60%
2月	-9.72%	5.31%	-2.13%	2.75%	2.43%	2.04%	0.27%	21.97%	-6.11%	14.77%	70%
3月	1.88%	3.06%	-2.70%	12.97%	-10.52%	-10.07%	-5.10%	-11.28%	-11.29%	8.15%	40%
4月	5.58%	-2.53%	5.55%	28.02%	-3.24%	-4.07%	-4.57%	-10.15%	4.51%	17.79%	50%
5月	1.81%	-0.14%	2.15%	5.26%	-4.18%	13.19%	10.02%	-2.63%	-6.05%	7.79%	60%
6月	3.18%	-5.12%	6.22%	-2.61%	-5.32%	-0.44%	4.65%	7.14%	-13.73%	-11.67%	40%
7月	6.01%	0.66%	-1.04%	0.36%	-8.93%	4.72%	1.38%	9.19%	4.68%	10.00%	80%
8月	-4.92%	-0.03%	3.15%	-0.21%	5.08%	-4.16%	-5.29%	-2.35%	-4.95%	4.34%	30%
9月	-4.53%	1.92%	-1.68%	2.22%	-5.40%	2.84%	-5.74%	14.16%	6.67%	8.33%	60%
10月	-2.81%	5.05%	4.40%	5.78%	-19.69%	-3.11%	0.92%	-10.35%	0.06%	9.54%	60%
11月	4.25%	-3.34%	8.76%	1.86%	-4.15%	-1.73%	5.31%	4.40%	6.37%	2.79%	70%
12月	-0.63%	0.05%	2.93%	0.47%	-3.51%	1.44%	7.71%	-3.69%	-4.35%	3.89%	60%
年超额收益	-17.64%	9.18%	22.75%	73.59%	-40.20%	2.13%	21.79%	62.65%	-12.24%	207.94%	
价格增速		-2.89%	-8.36%	-4.48%	-9.14%	-8.17%	-3.53%	-2.74%	-2.37%	-1.41%	
销售增速	19.51%	17.90%	45.48%	49.40%	15.96%	30.85%	29.57%	22.32%	7.14%	52.88%	

资料来源：Wind，申万研究

第一，汽车股获得超额收益概率大，需重点关注产生负超额收益原因。

过去十年，乘用车指数有七年跑赢申万A股指数，获得超额收益概率大。从人均GDP、人均可支配收入和汽车保有量等中长期指标看，汽车正在成为家庭必备的生活用品，其销售增速会保持一个较高水准，超额收益也比较稳定。投资汽车股，关键是要分析负超额收益的原因，警惕这些因素的出现。

第二，产生负超额收益的共同点是毛利率下滑。

2004年和2008年的年度超额收益分别是-40.2%和-12.24%，其共同特征是毛利率下滑。前者是需求和供给共同作用的结果，2004年销售增速下降到15.96%，价格同比下跌9.14%。2008年，产能释放并不严重，但百年

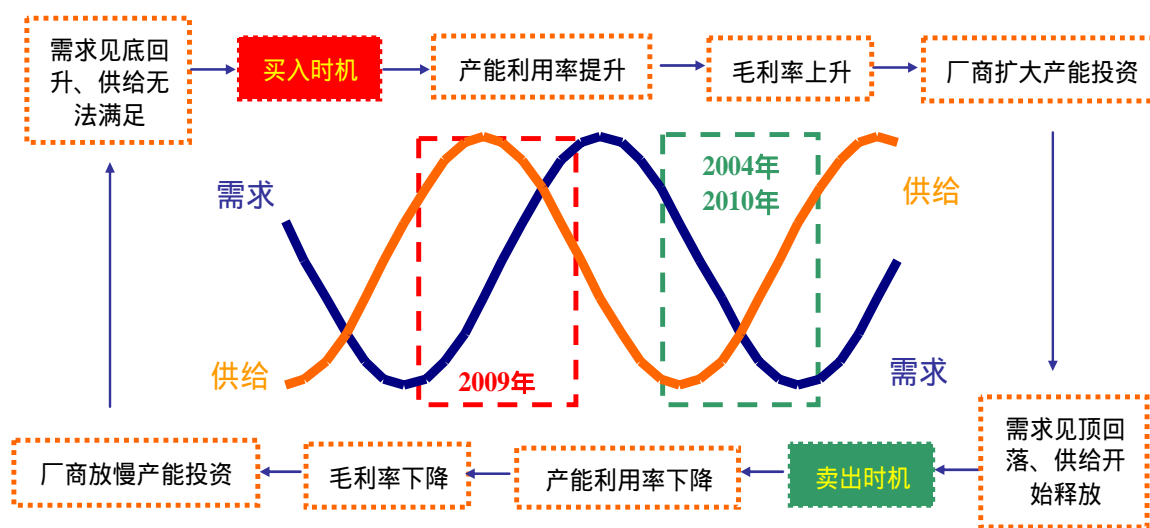
一遇的金融危机使需求下滑更加厉害，销售增速仅有 7.14%。毛利率下滑的原因上文已详细分析。从这点可以知道，需求并不一定带来超额收益，2010 年需求可能会超预期，但是如果毛利率下滑，那么依然很难产生超额收益。

第三，投资乘用车股就要踏准供应和需求的时间差。

供不应求，毛利率上行是投资汽车股的最佳时机，恰如 2009 年；供过于求，毛利率下滑是投资汽车股最差的时候，正如 2004 年。所以踏准供应和需求的时间差是投资汽车股的关键。

虽然我们尽力运用各种指标和微观调研来把握汽车的短期需求波动，但必须承认，下游行业（包括房地产）的需求难以很前瞻地判断，成功的投资不能仅把赌注放在对需求的判断上，汽车供应情况也是布局的关键。在供应不充足的年份，需求只要稍微不错，毛利率就会上行，超额收益就有可能产生；在供应充足的年份，需求必须超乎寻常得好，否则毛利率很难改善。而供应是能够跟踪和计算的，可以根据一到两年汽车行业的投资状况自上而下的判断，通过跟踪主要厂商的投产计划和生产计划自下而上分析。对供应有了大致的判断后，跟踪需求才是可行之道。所以我们说：供应决定布局，需求决定收益。

图 11：踏准需求与供给“错步”的节拍



资料来源：申万研究

2.2 策略如何看乘用车：介于房地产和必需消费品之间

乘用车研究需要借助调研了解事实真相：向 4S 店询问销售、人流、库存和折扣情况；向厂商调研产能投放、资本开支计划、新车型、研发情况等；向行业专家咨询行业政策。

乘用车投资要把握三个层次。第一要关注人均 GDP、人均可支配收入和保有量等长期指标，因为这些指标将影响整个行业的生态环境。第二要跟踪行业

投产计划和年度产能释放节奏。最后，把握短期的需求波动，踏准需求和供应的时间差。过去几年，乘用车需求、投资和产能释放呈现蛛网模型效应，但经过几个周期，汽车厂商也会变得聪明，产能投放的盲目性可能会有所缓解。

汽车和房地产同属大宗可选消费品，但至少有三点区别。第一，房地产对中游制造业和国民经济的拉动作用大于汽车行业，房价关于民生问题，所以房地产更易成为政策调控工具，受信贷、利率等因素的影响更大。第二，房地产的开工、销售弹性很大，汽车产能释放节奏比较明确。第三，房地产销售受政策影响大，汽车、航空等消费更能反映终端需求的消费能力和意愿。

在整个体系中，下游需求是一个重要的外生变量，上游的需求取决于中游订单，中游的订单取决于下游的需求。一般中上游的需求变化有传导时间，不会突然消失。上游最关注价格（中国基本是价格接受国，定价权在国外），下游最关注需求，中游是观察上游成本和下游需求变化最好的过渡地带。

下游的需求只能通过宏观逻辑推导和微观企业调研来共同把握，在整个体系中，行业分析员更多还是把握供应情况。乘用车的需求介于房地产和必需消费品之间，它不像房地产那样受政策扭曲，也不像必需消费品那样一成不变，乘用车需求变化对经济周期比较敏感，是观察下游需求变化最好的指标。

我们会在6月申万年中投资策略会推出策略思考第八篇报告《下游投资逻辑》，系统阐述可选消费品（房地产、汽车）和必需消费品的投资逻辑。

策略跟踪的汽车中观数据库结构如下：

表6：策略跟踪的汽车中观数据库

大类	行业	行业关键指标	数据来源	频度	更新日期
下游	汽车	乘用车销量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		乘用车销量	乘用车联席会	周	每周
		轿车销量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		载货车销量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		重卡销量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		轿车出厂价格指数	统计局	月	每月20日
		乘用车产量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		乘用车产量	乘用车联席会	周	每周
		轿车产量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		载货车产量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		重卡产量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		轿车出口量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		重卡出口量	中国汽车工业协会	月	每月20日
		汽车整车制造销售收入	统计局	月	2/5/8/11月
		汽车整车制造销售成本	统计局	月	2/5/8/11月
		外生关键指标	数据来源	频度	更新日期
		货币供应量(M1、M2)	人民银行	月	每月20日
		申万宏观经济领先指标	申银万国证券研究所	月	每月25日

城镇固定资产投资完成额	统计局	月	每月 20 日
房地产新开工面积	统计局	月	每月 20 日
原煤产量	统计局	月	每月 20 日
煤进口量	海关总署	月	每月 20 日
铁矿石原矿量产量	统计局	月	每月 20 日
铁矿砂及其精矿进口量	海关总署	月	每月 20 日
铜材产量	统计局	月	每月 20 日
铜材进口量	海关总署	月	每月 20 日
粗钢产量	统计局	月	每月 20 日
钢材出口量	海关总署	月	每月 20 日
丁苯橡胶价格	中国石油和化学工业协会	月	每月 20 日
薄钢板出厂价格	中国联合钢铁网	月	每月 20 日
平板玻璃价格指数	华通人	月	每月 20 日
公路货运量	交通运输部	月	每月 20 日
公路货运周转量	交通运输部	月	每月 20 日
BDI	Bloomberg	周	每周一
城镇储户调查	人民银行	季	每季 20 日

资料来源：申万研究

分析师承诺

凌鹏、姜雪琴、吴昊：策略、汽车。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。