



跟踪行业景气，获取超额收益

姚宏光
汽车行业研究员
+755-8249 2723

Jun 2009



目录

- 汽车股长期收益——周期性特征
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及国内汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

汽车股长期收益——周期性

- 从较长的时间段（10年以上）看，汽车行业主要体现出很强的周期性

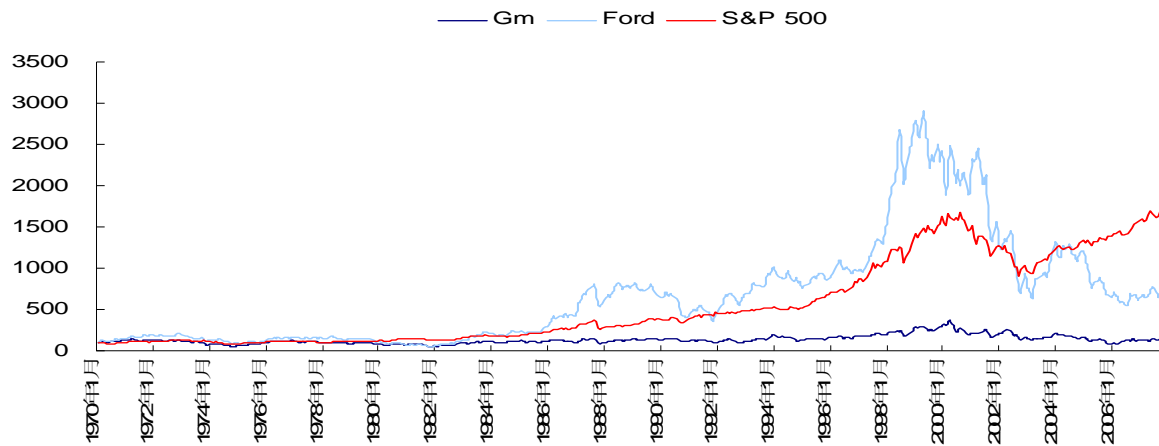
表1 公司列表

	美国市场	德国市场	瑞典市场	韩国市场
乘用车企业	GM、Ford、 Toyota、Honda	Volkswagen		Hyundai
商用车企业	Volvo	Man	Scania	

数据来源：联合证券研究所

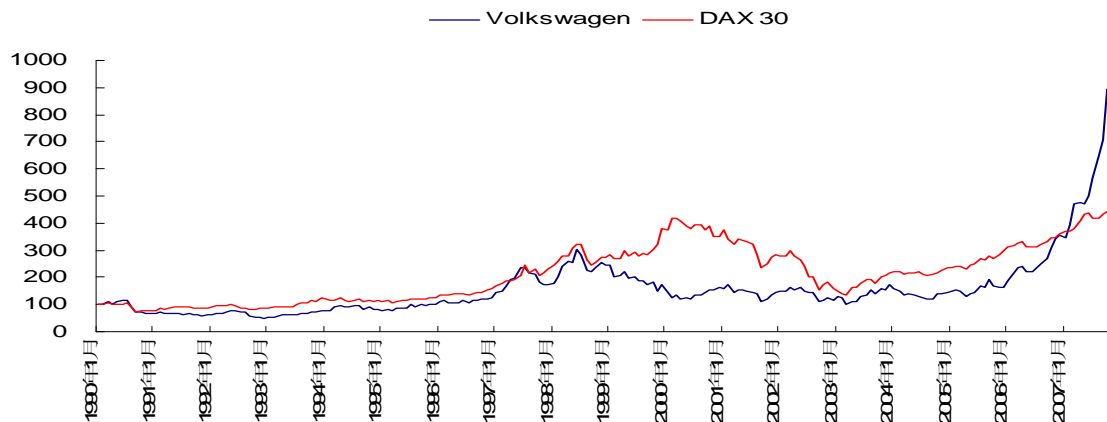
汽车股长期收益——周期性

图 1 1970~2007 GM、Ford、S&P500 走势



数据来源：华尔街日报，Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1970 年 1 月数据为基准（100）。

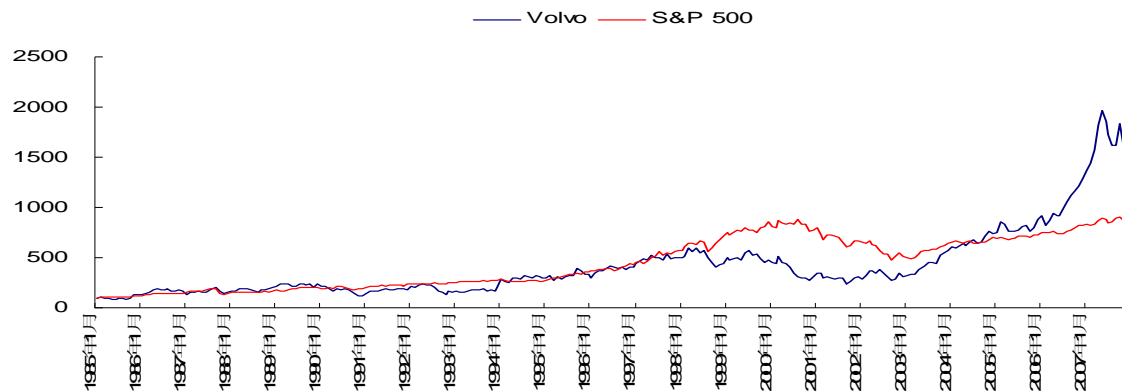
图 3 1990~2007 Volkswagen、DAX 30 走势



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1990 年 1 月数据为基准（100）。

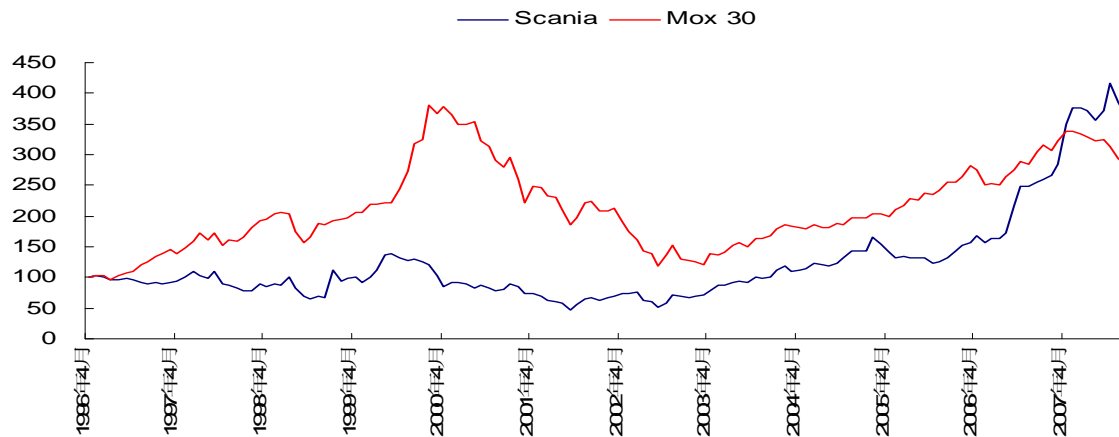
汽车股长期收益——周期性

图 5 1985~2007 Volvo、S&P 500 走势



数据来源： 华尔街日报，Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1985 年 1 月数据为基准（100）。

图 7 1996~2007 Scania、Mox 30 走势



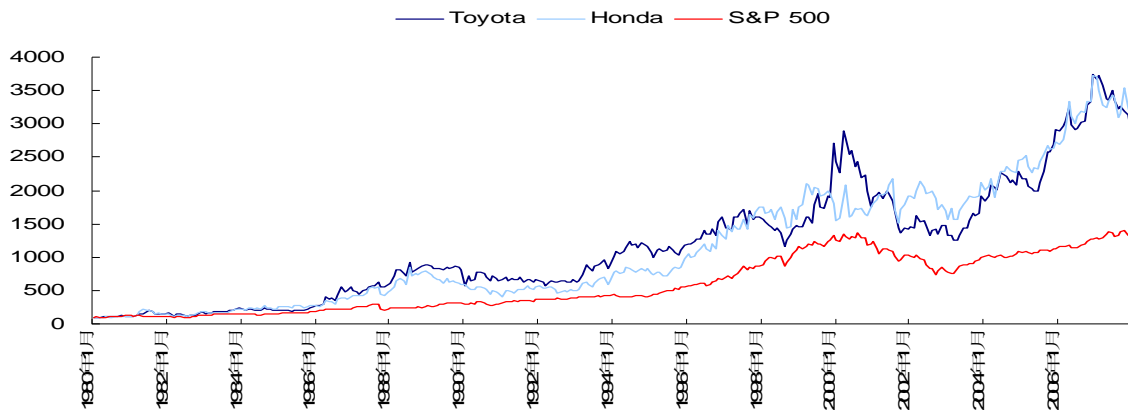
数据来源： Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1996 年 1 月数据为基准（100）。

汽车股长期收益

■ 但某些企业也体现出了很好的长期成长性

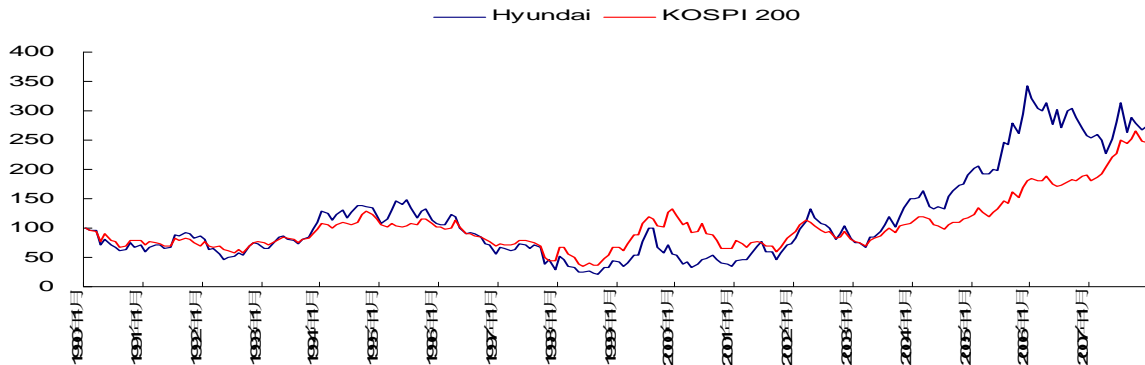
经济全球
化浪潮中
具有长期
竞争力的
企业市场
份额的持
续扩张

图 2 1980~2007 Toyota、Honda、S&P500 走势



数据来源：华尔街日报，Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1980 年 1 月数据为基准（100）。

图 4 1990~2007 Hyundai、KOSPI 200 走势



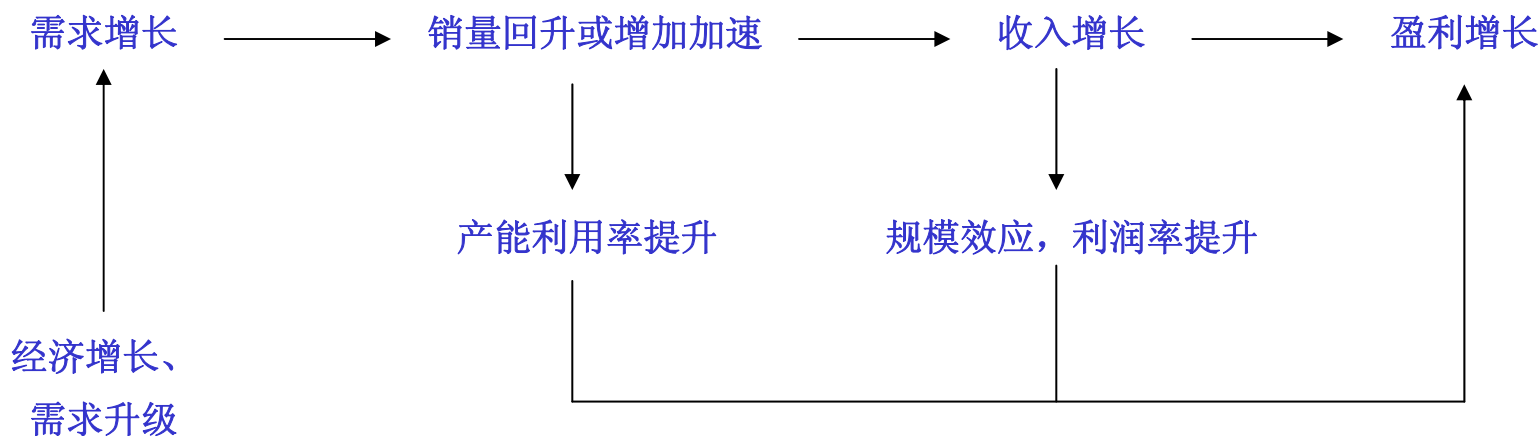
数据来源：Bloomberg，联合证券研究所
注：以 1990 年 1 月数据为基准（100）。

- 汽车股长期收益——周期性特征
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及国内汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

决定汽车行业周期性特征的内因

直观理解，这是典型的高经营杠杆特征

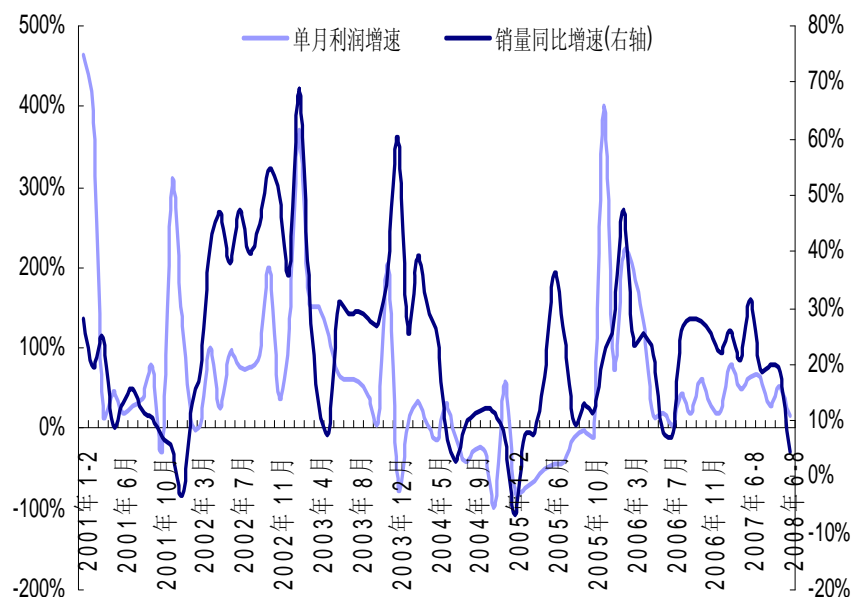
- 探寻汽车行业周期性波动的内因实际上转化为对行业盈利周期波动原因的探讨
- 规模效应将带来盈利数倍于销量的增长率，但销量的下滑也会带来反方向盈利的剧烈收缩



决定汽车行业周期性特征的内因

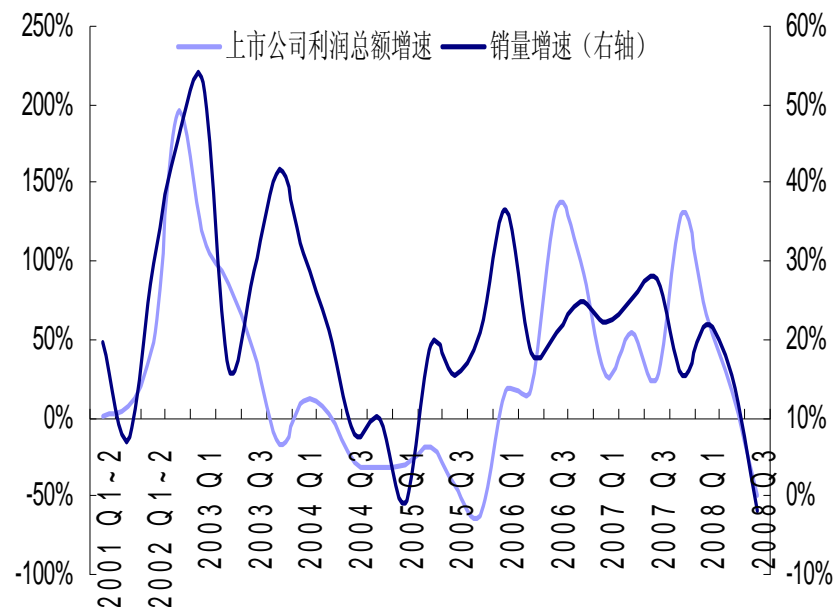
■ 企业盈利通常是销量变化的放大器

利润与销量增速变化关联性的行业统计数据比较



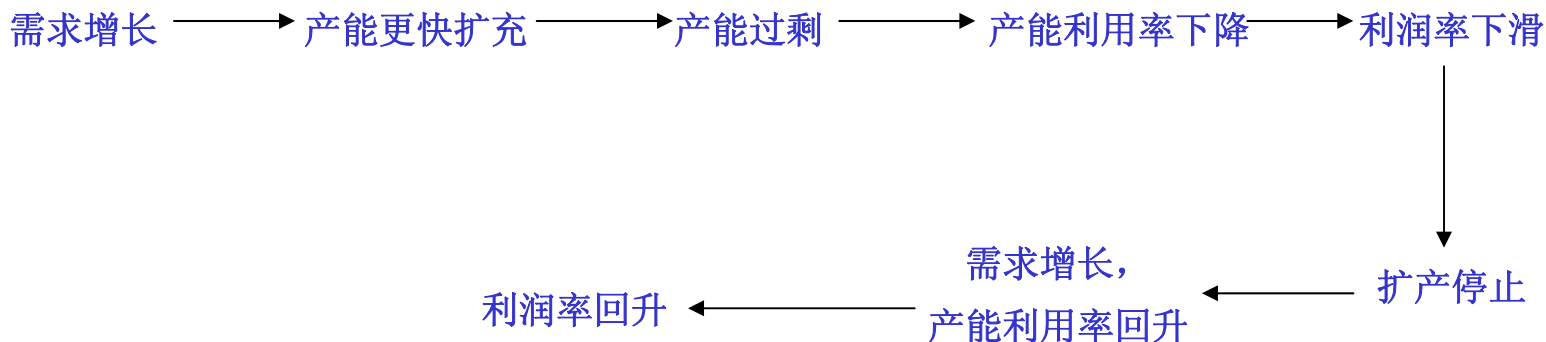
数据来源：汽车工业协会

上市公司利润和销量增速变化比较



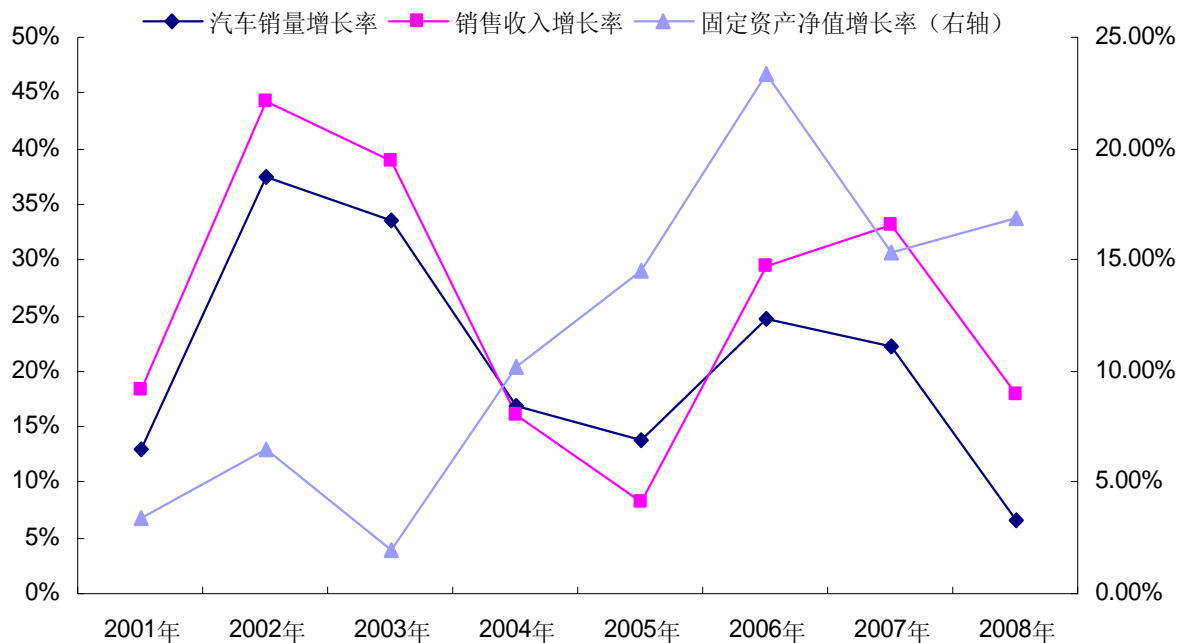
决定汽车行业周期性特征的内因

- 产品降价、成本上升都会导致利润率下降，但需求的景气变化在绝大部分情况下是行业拐点的内因
- 产能扩充与需求增长的不匹配导致阶段性供给过剩，竞争加剧，利润率水平下降，在行业景气下滑阶段，这种矛盾会被十分显著的放大



决定汽车行业周期性特征的内因

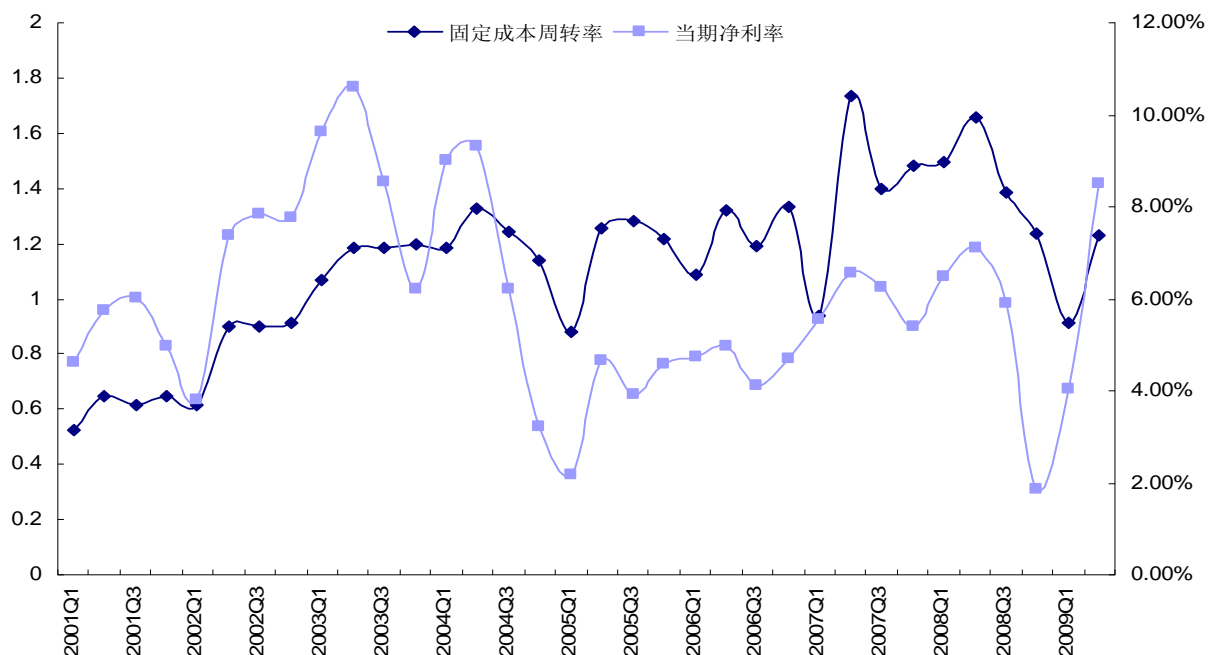
- 统计数据显示企业产能扩充相对市场需求变化确实滞后



决定汽车行业周期性特征的内因

- 官方统计数据显示资产运营效率和利润率长期趋势上的正相关性

行业固定资产（含固定费用）运营效率

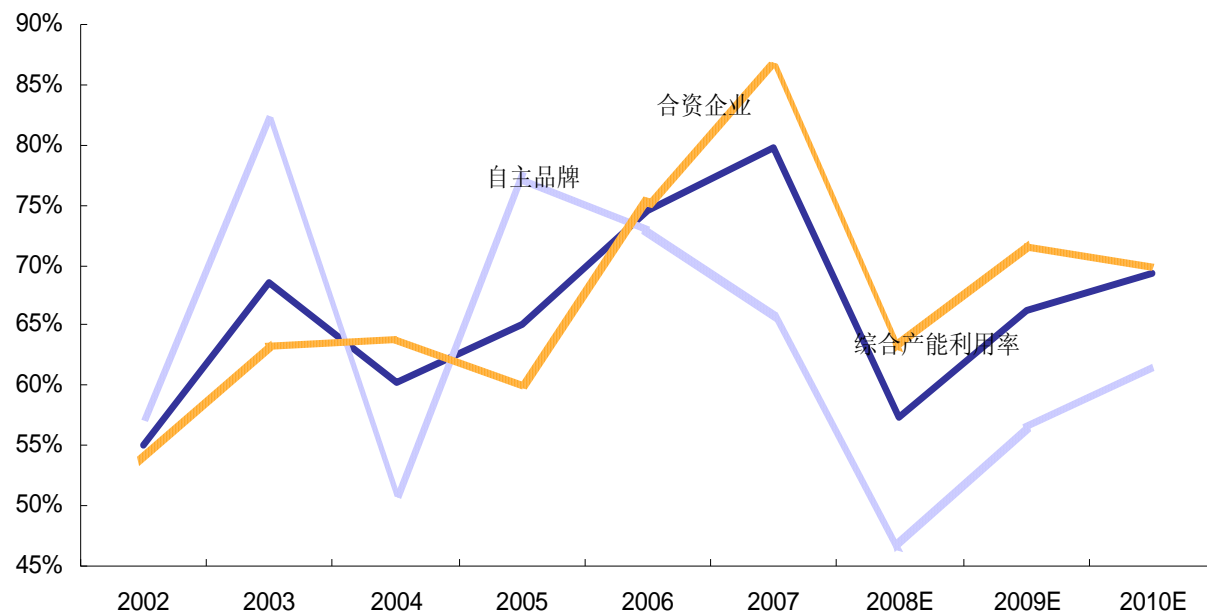


数据来源：联合证券要就所

决定汽车行业周期性特征的内因

- 经验数据也确实表明汽车行业的规模效应特征

乘用车产能利用率变化估计



联合证券呀牛所

- 汽车股长期收益
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及国内汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

油价对汽车消费影响

- 迄今被公认的三次石油危机，分别由1974年的第四次中东战争、1979年的两伊战争和1990年的海湾战争所引发。另外在1999-2000年，石油均价在两年内也出现了大幅上涨

表1 石油危机时间表

单位：美元/桶

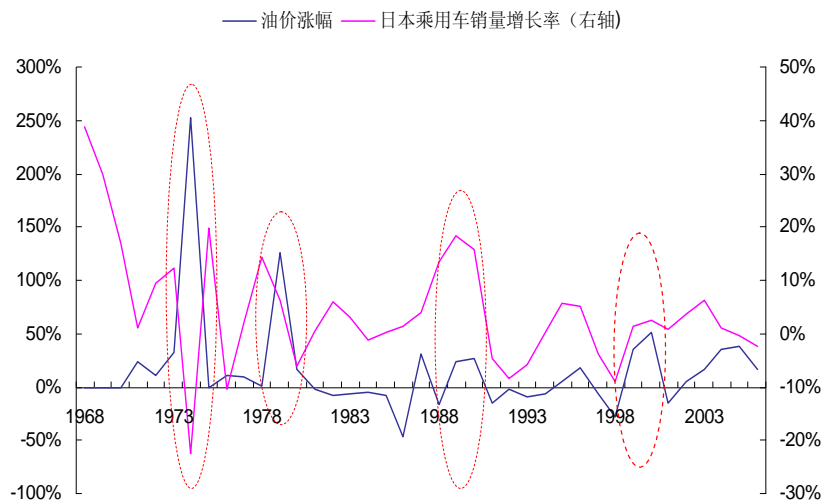
时间	油价变化	涨幅
1974 年	3.29→11.58	251.98%
1979 年末-1980 年初	14.02→31.61	125.46%
1989-1990 年	15.94→24.81	55.65%
1999-2000 年	14.58→29.74	103.98%

数据来源：Bloomberg 联合证券研究所

油价对汽车消费影响

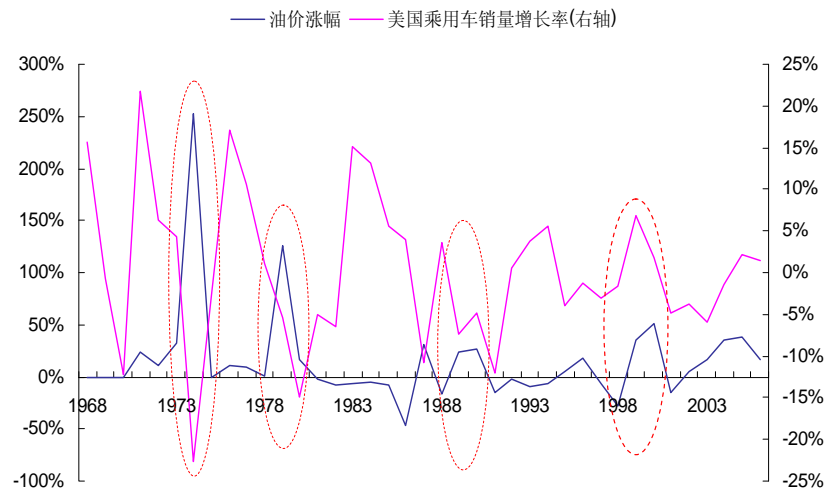
- 从历史数据可以看出，前两次石油危机中油价的大幅飙升都重创了乘用车的销售，但是从上世纪90年代后期开始，二者显现为较强的正相关

图 1 1968~2006 日本乘用车销量增长率和油价涨幅



数据来源：日本汽车工业协会，Bloomberg，联合证券研究所

图 2 1968~2006 美国乘用车销量增长率和油价涨幅



数据来源：美国商务部，Bloomberg，联合证券研究所

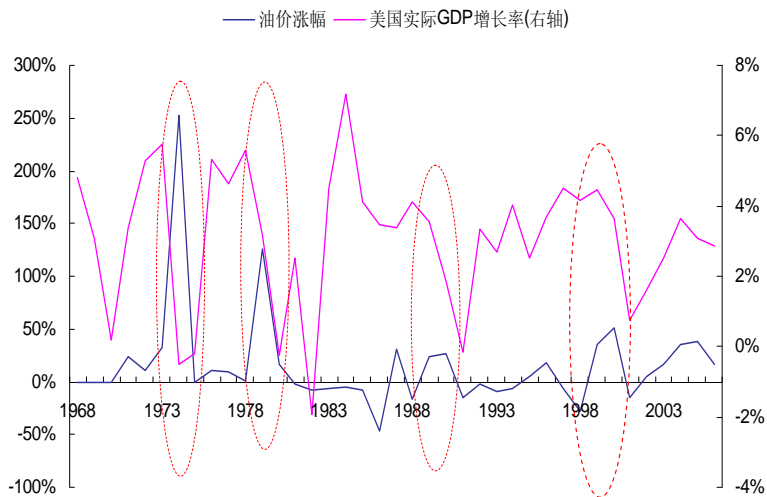
油价对汽车消费影响

- 可能油价涨幅的差异对汽车消费的实际影响有差异
- 美元持续贬值也使其相对涨幅的表观数据失真
- 美国、日本和韩国由于均极度依赖原油进口，因此每次油价的飞涨都对其经济造成了重大冲击，石油危机都引发了实际GDP增长率的下滑，并且这种影响将持续了1~2年
- 日本在和韩国在后两次油价大涨的阶段出现明显背离常态的情况，可能是由于：一、第三次石油危机期间，日本GDP增长依然处于高位；二、1999~2000年日韩的异常走势则是两国从1997-1998年亚洲金融危机造成的动荡中缓解过来

油价对汽车消费影响

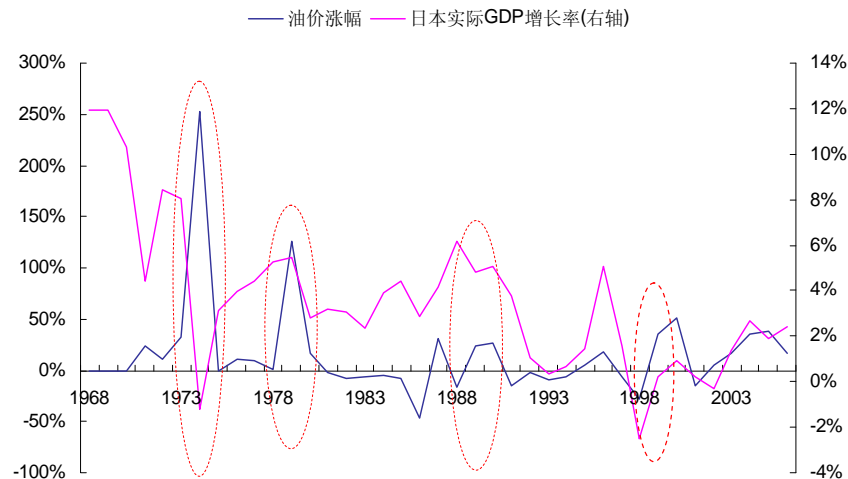
- 需要进一步考虑的是，90年代前后的油价和GDP关系，到底谁是因谁是果？

图4 1968~2006 美国实际 GDP 增长率和油价涨幅



数据来源：美联储，Bloomberg，联合证券研究所

图5 1968~2006 日本实际 GDP 增长率和油价涨幅

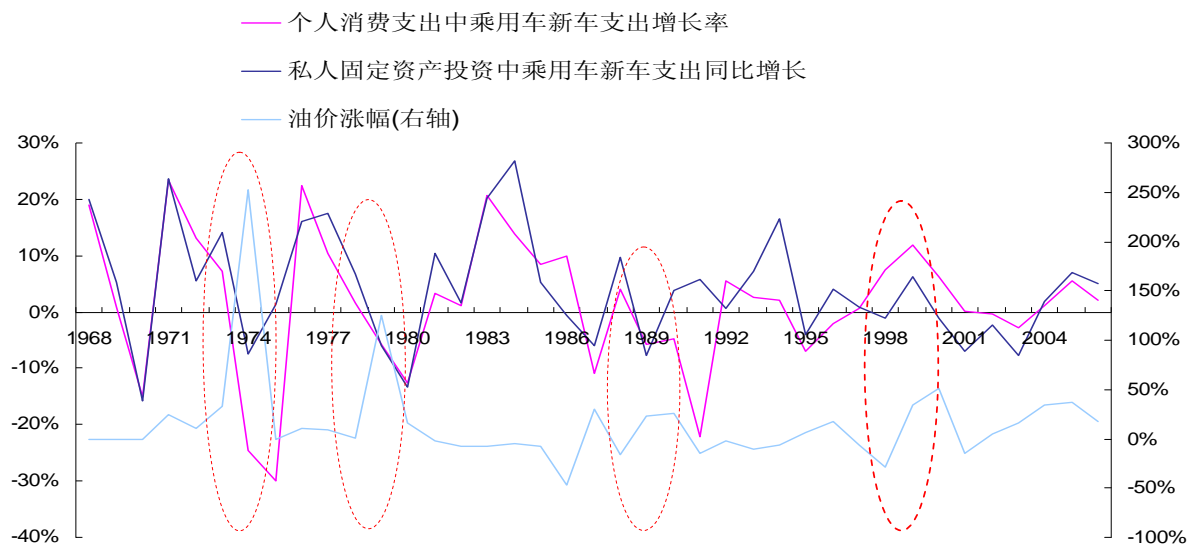


数据来源：CEIC，Bloomberg，联合证券研究所

油价对汽车消费影响

- 比较美国历史上个人消费支出中乘用车新车支出，私人固定资产投资中乘用车新车支出，后者波动明显较小，而在油价回落后也表现出了更强劲的反弹。商务（公务）型乘用车在高油价期间会有更加出色的销售情况

图 10 1968~2006 美国乘用车新车支出分类别增长率和油价涨幅



数据来源：美国商务部，Bloomberg，联合证券研究所

油价对汽车消费影响

背后的原因是什么？

- 1970~1975年第一次石油危机过后，日本550cc以下的微型车销量大幅下滑78.09%。直至1985~1990年间，由于财富效应刺激汽车整体销量大涨，以及日本政府采取的一系列推广、支持小排量乘用车的政策手段，微型车销量才得以恢复到1970年的水平

表 2 1970~1990 日本乘用车分排量销量数据

	辆				
排量	1970	1975	1980	1985	1990
660cc 以下*	717170	157120	174030	161017	795948
661~1000cc*			59230	165535	138900
1001cc~1500cc	1652899	2531396	1021112	1163425	1262385
1501cc~2000cc			1527873	1540563	2437936
2001cc 以上	9068	49125	71931	73543	467490

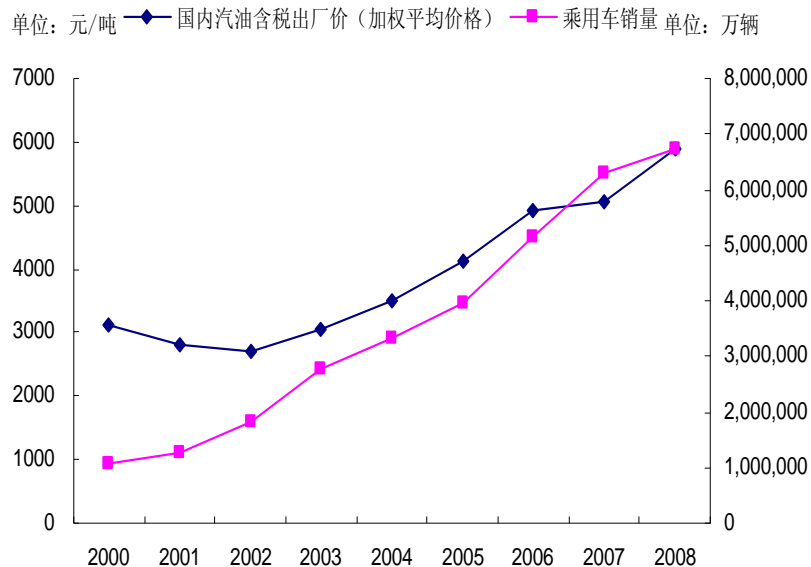
数据来源：日本汽车工业协会，联合证券研究所

注：*1989 年前分别为 550cc 以下和 501cc~1000cc

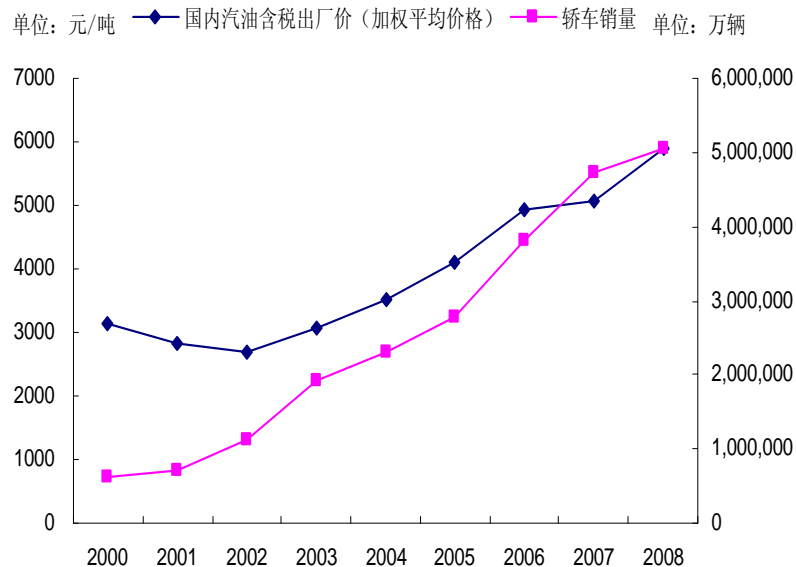
油价对汽车消费影响

- 首次购车的刚性似乎对油价无任何敏感性，甚至可能是油价不断上升的主要驱动因素——油价对消费影响的显性价格区域在哪里？

乘用车销售与成品油价关系



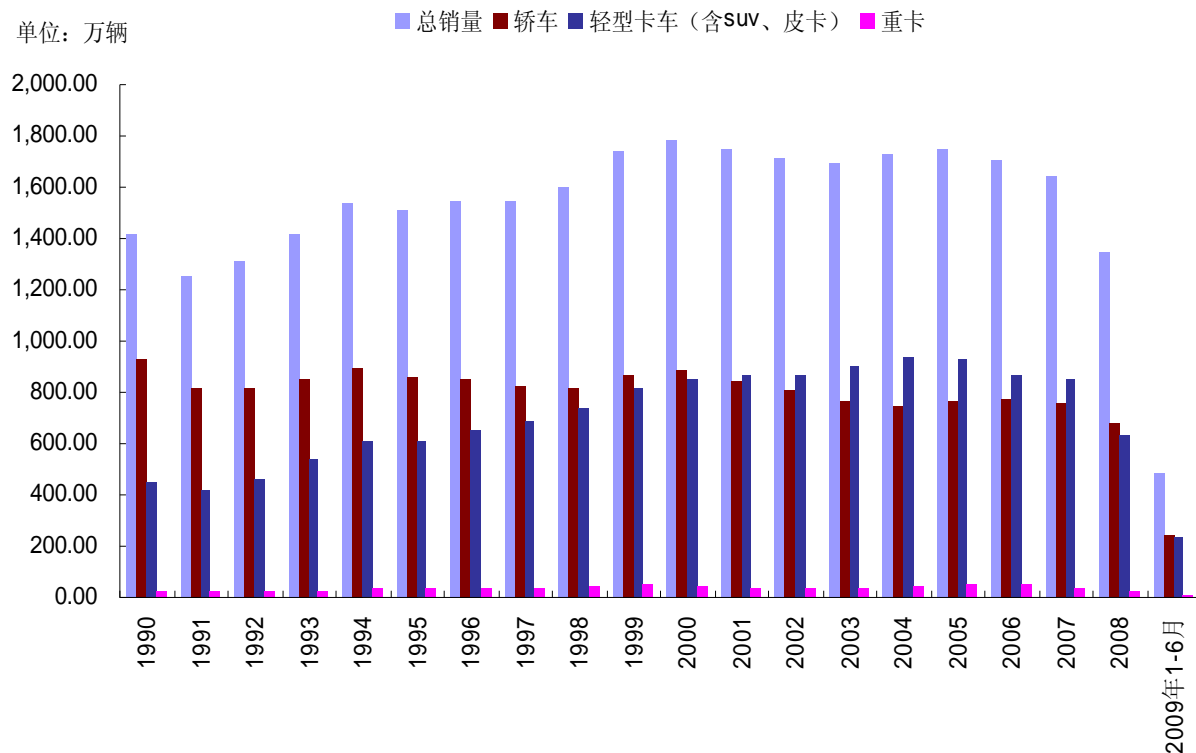
轿车销售与成品油价关系



- 汽车股长期收益
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及中国汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

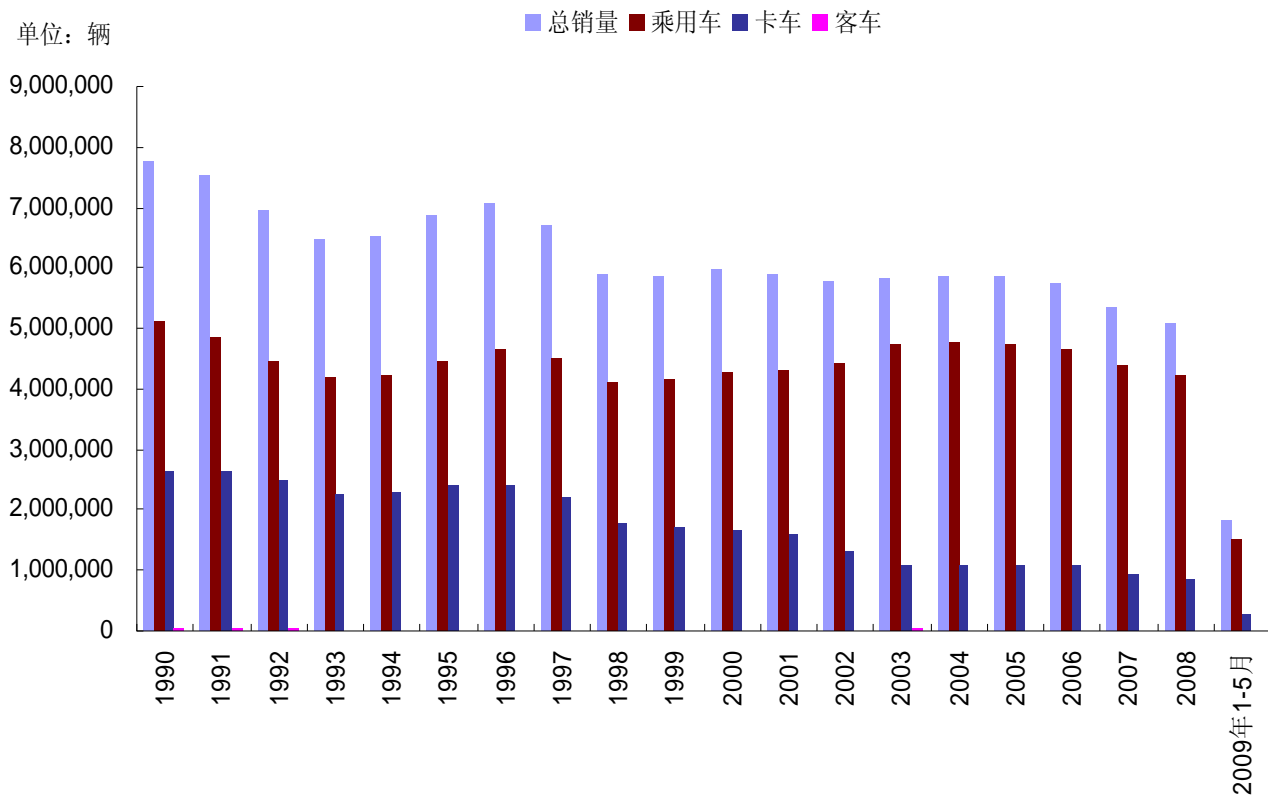
全球及中国汽车产业格局

- 美国正常年度销量应在**1,400**万辆以上，仍会是最大的市场。关注市场结构的变化，如大油耗**SUV**销量的下滑可能难以恢复



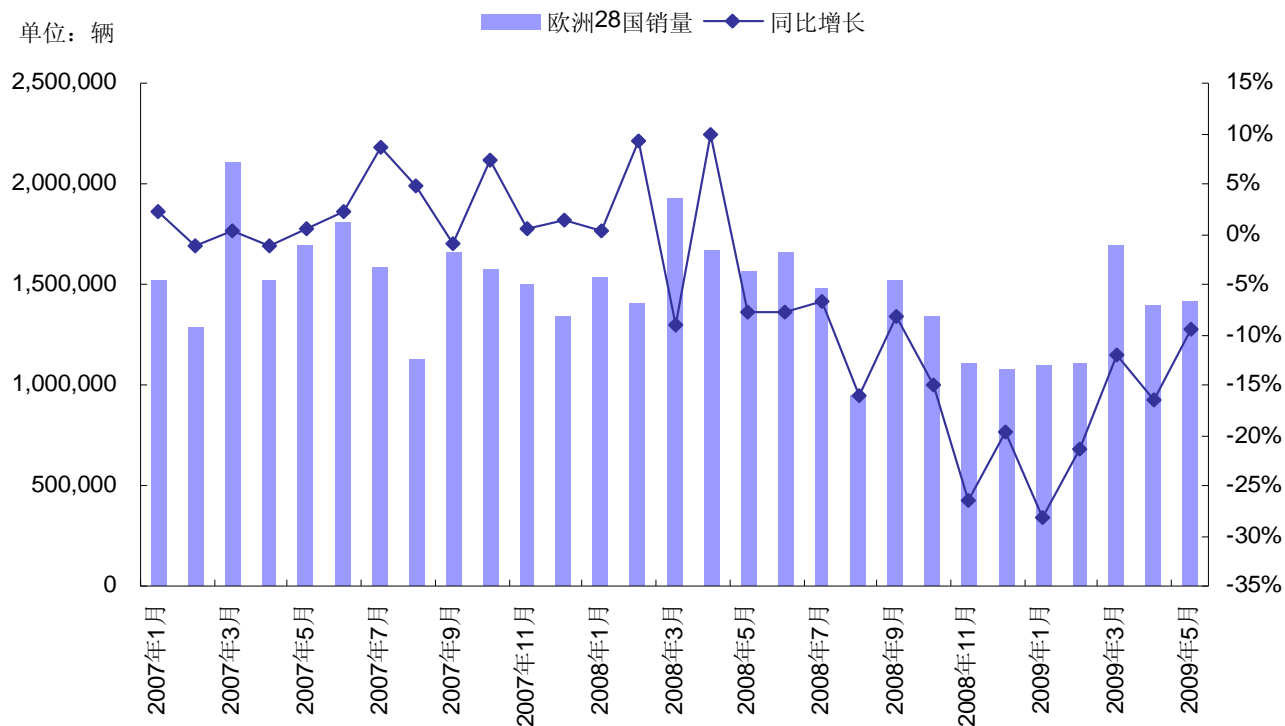
全球及中国汽车产业格局

- 日本汽车销量几乎连续下降了**10**年，本次危机后何时能真正复苏和复苏程度目前都难以做出乐观的判断



全球及中国汽车产业格局

- 依靠购车现金补贴政策，欧洲市场最先走出低谷，目前离摆脱销量下滑仅一步之遥，部分国家（如德国）已出现增长



全球及国内汽车产业格局

■ 全球老6+3

- 通用—菲亚特—铃木—富士重工—五十铃集团
- 福特—马自达—沃尔沃集团
- 戴姆勒—克莱斯勒—三菱集团
- 丰田—大发—日野集团
- 大众—斯堪尼亚集团
- 雷诺—日产—三星集团
- 以及本田、标致—雪铁龙、宝马（三小）

全球及国内汽车产业格局（07~08年）

	排名	销量（万辆）	排名	销量（万辆）
通用	1	936.9	2	835.0
丰田	2	936.6	1	897.0
福特	3	650.0	5	540.0
大众	4	619.2	3	623.0
雷诺+日产	5	616.2	4	609.0
现代+起亚	6	396.2	6	420.0
本田	7	376.7	7	378.3
标致+雪铁龙	8	342.8	8	295.2
克莱斯勒	9	267.6	11	187.0
菲亚特	10	262.1	10	215.3
铃木	11	237.5	9	262.4

全球及国内汽车产业格局

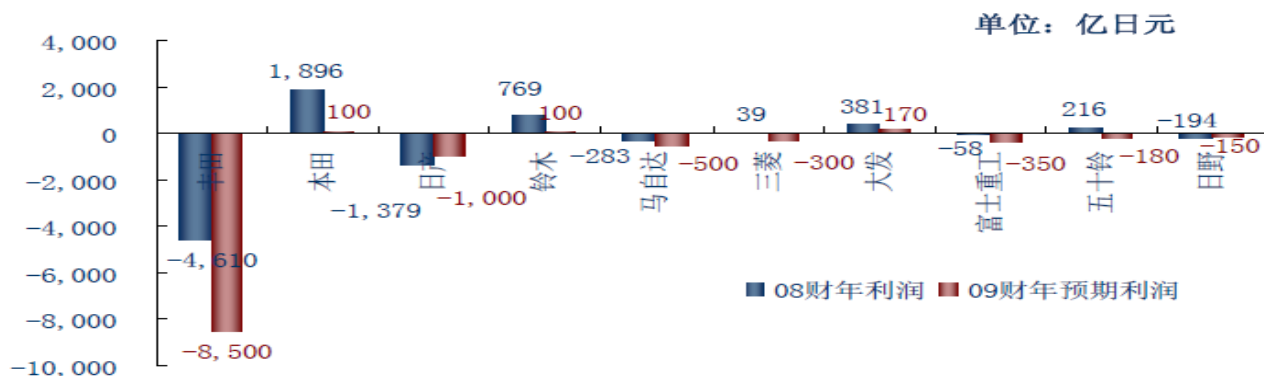
- 通用2005年2月出售菲亚特股份，10月出售富士重工股份，2006年4月出售五十铃股份，2006年和2008年出售铃木股份；2009年出售欧宝、萨博，并重组
- 戴姆勒—克莱斯勒2007年5月解体
- 现代—起亚集团2008年全球销量第六
- 新的6大集团：丰田、大众、新通用、福特、雷诺—日产联盟、菲亚特—克莱斯勒联盟
- 新的3小集团：现代—起亚、本田、标致—雪铁龙
- 其他潜在力量：戴姆勒、宝马、铃木、中国企业、印度企业
- 新“6+3”占据全球80%以上的市场份额

全球及国内汽车产业格局

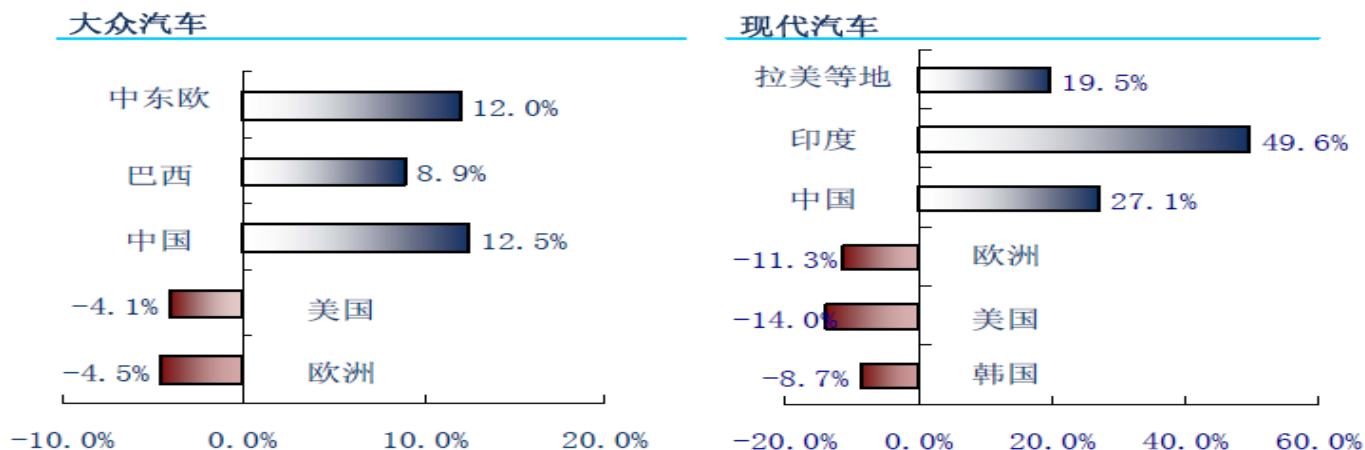
- 美国汽车业本次受伤最深，两家破产保护，零部件企业损失惨重
- 日本汽车业过度依赖美国市场的缺陷爆发，丰田74年来首次亏损。日本企业过去几年的扩张战略和管理模式受到质疑，亟需调整
- 美国和日本汽车业的重创，给了不依赖美国市场的德国和韩国业机会。以大众、现代为代表，在欧美下滑幅度小于美日车企，新兴市场则呈现高增长

全球及国内汽车产业格局

日本车企 2008 财年利润和 2009 财年预期利润



大众汽车、现代汽车 2008 年全球主要市场销量同比



全球及国内汽车产业格局

- 中国商用车行业基本为内资和自主技术垄断，虽然大部分核心技术都是在不同年代引进，但已全部消化并逐步实现升级
- 商用车自主品牌和技术的强势与中国目前经济发展水平相一致，大中客车和轻型商用车的技术换代非常缓慢
- 中国重汽和曼的全面合作是重卡平台一次非常重大的突破，可以期待未来中国重汽在重卡领域优势地位的进一步强化
- 中国乘用车的核心技术和市场基本为外资掌控，自主乘用车领域，交叉乘用车完全垄断，1.6L以下轿车市场占有率达到50%左右

- 乘用车行业利润估计高达**90%**为合资或独资企业占有

图 21 分级别自主品牌市场占有率（08 年数据）

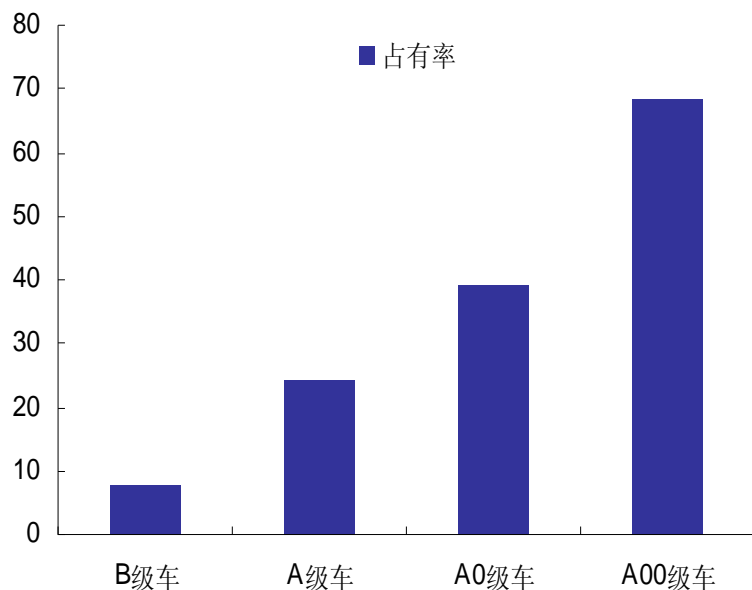
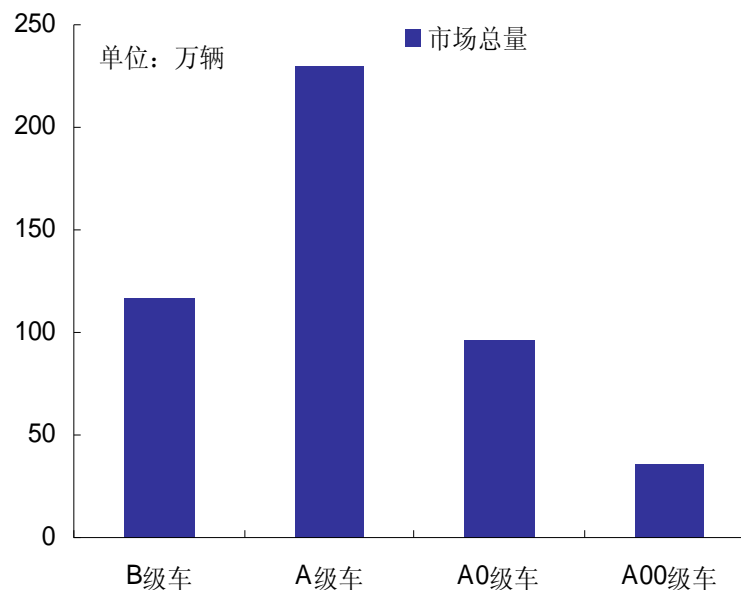


图 22 分级别轿车市场销量（08 年数据）



数据来源：联合证券研究所

全球及国内汽车产业格局

■ 自主品牌轿车扎堆低端市场且市场格局极其混乱

表 4 国内轿车自主品牌

	B 级		A 级		A0 级		A00 级
一轿	红旗、奔腾 B70	海马	福美来、海马 3	夏利	夏利、威志	奇瑞	QQ
奇瑞	东方之子	奇瑞	旗云、A520、A3	奇瑞	A1	哈飞	路宝
		吉利	远景、海迅、海域、	吉利	金刚、优利欧、自由舰、	比亚迪	福莱尔、
南汽	MG-7		海尚、海锋		金鹰、海悦		F0
比亚迪	F6	哈飞	赛豹	哈飞	赛马	昌河	爱迪尔
上汽	荣威 750	东南	菱帅	江淮	同悦	长安	奔奔
江淮	宾悦	华晨	骏捷、酷宝	陆风	风华	江南	精灵
		上汽	荣威 550	长安	悦翔	吉利	LC-1
		力帆	520、620	南汽	MG-3	长城	精灵
		比亚迪	F3、F3-R	力帆	320		
		长安	志翔	长城	绚丽		

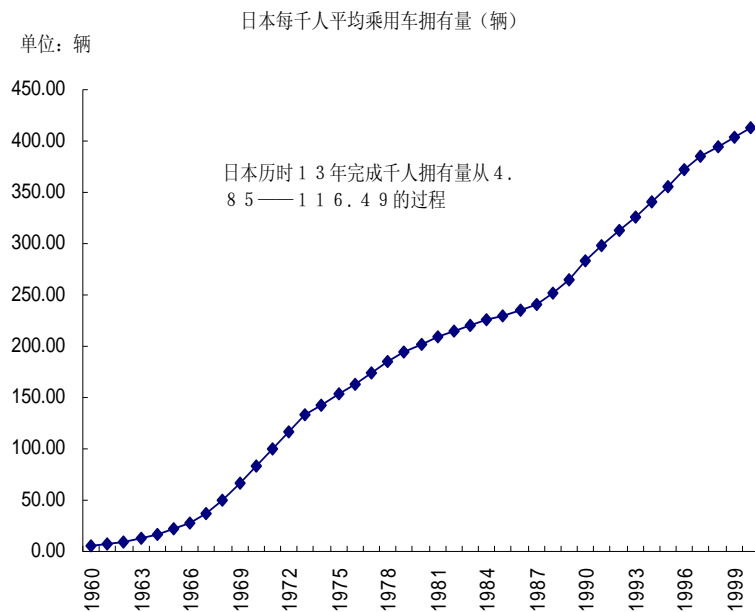
数据来源：联合证券研究所整理

- 汽车股长期收益
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及国内汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

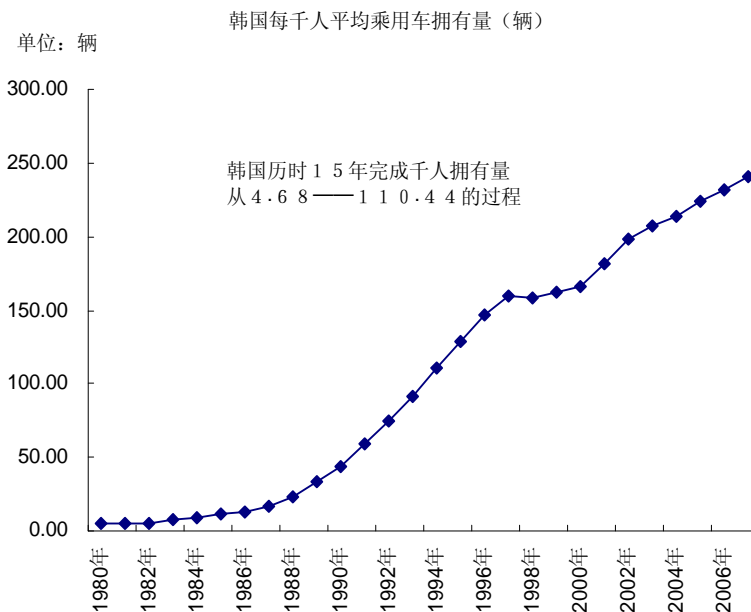
中国汽车产业所处阶段

- 成熟国家千人乘用车保有量从5左右到180左右均经历了持续快速增长期，其中从20辆到140之间是增长最为迅猛的时期，期间没有停顿

日本千人乘用车保有量



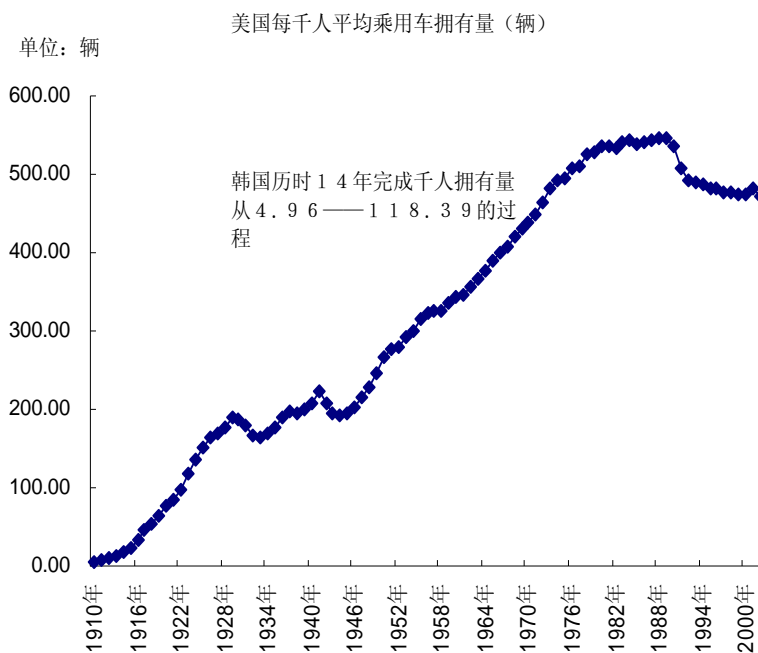
韩国千人乘用车保有量



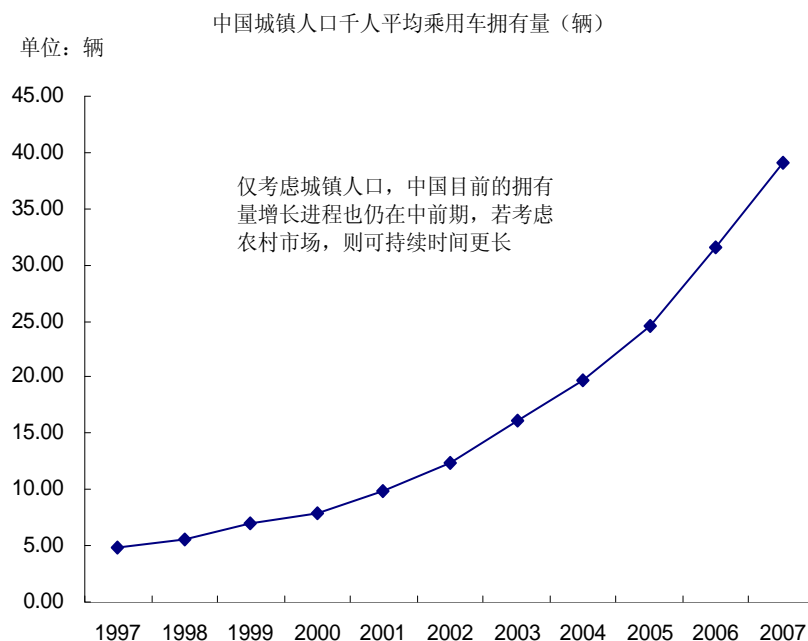
中国汽车产业所处阶段

- 如果这一规律同样成立，中国目前仅仅处在快速增长前期，至少有6~8年的加速增长期

美国千人乘用车保有量



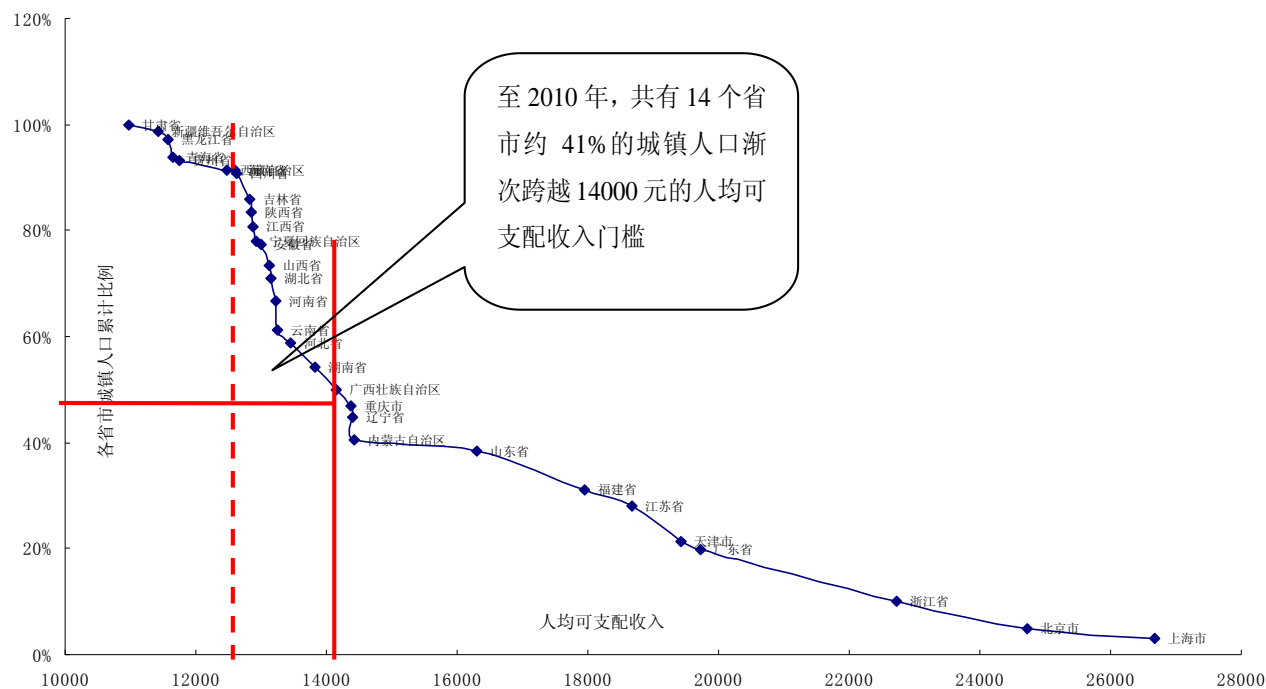
中国千人乘用车保有量



中国汽车产业所处阶段

■ 农村低端车消费可能也已经悄然启动

图 19 每百户家庭轿车拥有量对应的省市和人均可支配收入



数据来源：国家统计局

- 汽车股长期收益
- 决定汽车行业周期性特征的内在因素
- 油价对汽车消费影响
- 全球及国内汽车产业格局
- 中国汽车产业所处阶段
- 汽车行业研究的关键点

汽车行业研究的关键点

在产能利用率由**60%**到**85%**左右的阶段，规模效应十分显性

- **把握行业周期节奏是重中之重**
- 中国汽车消费每年都在增长而具有刚性，但增长率的变化导致利润剧烈波动，历史经验证明，景气周期的前期是利润增长最快的阶段因而是投资最佳时期

图1 国内乘用车销量数据

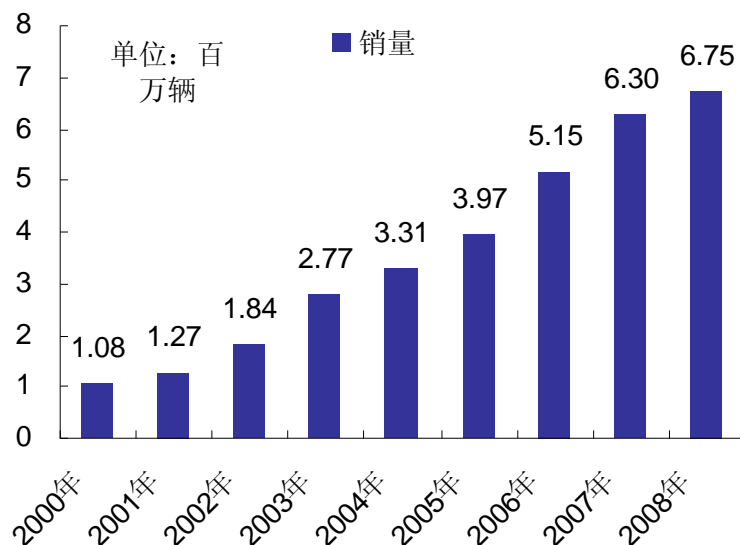
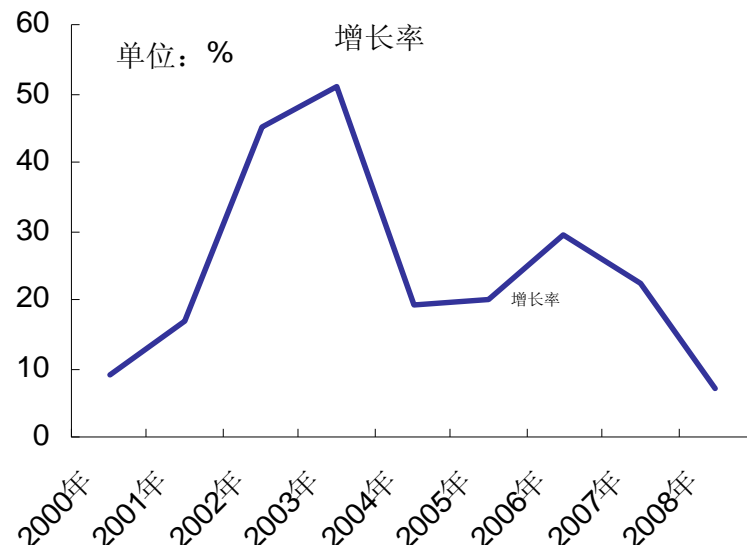


图2 乘用车销售增长率变化

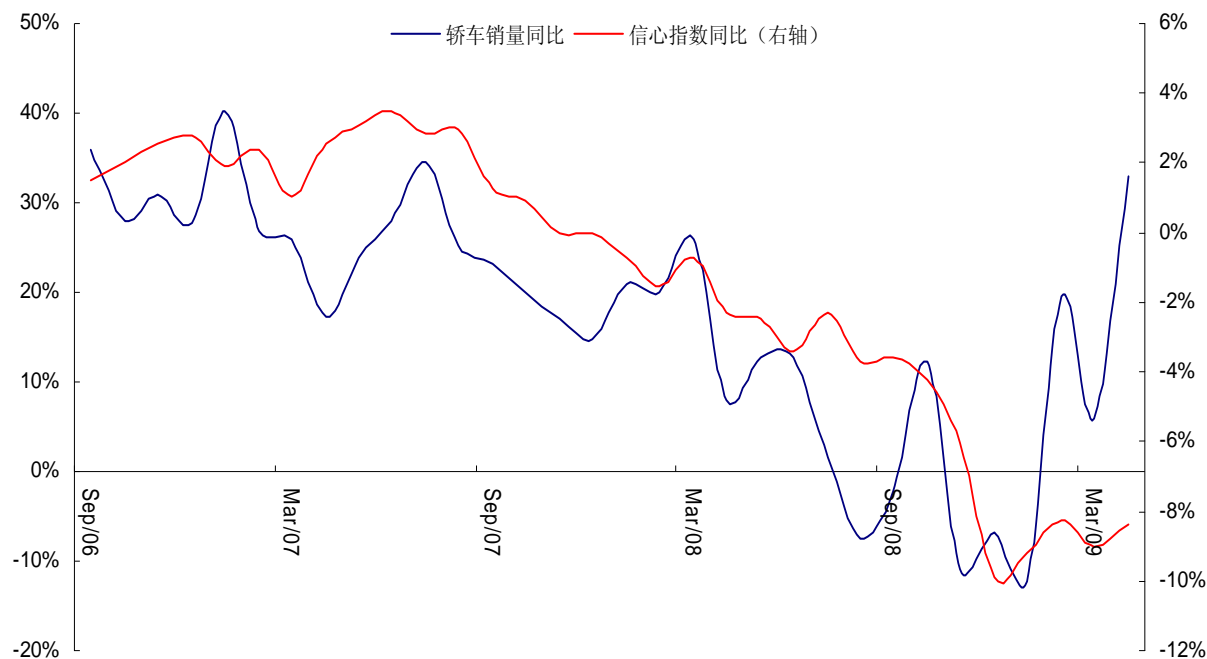


数据来源：汽车工业协会

汽车行业研究的关键点

- 把握行业周期性十分困难，但仍然需要努力去做——现行和同步指标；密切跟踪
- 同步指标——消费信心指标

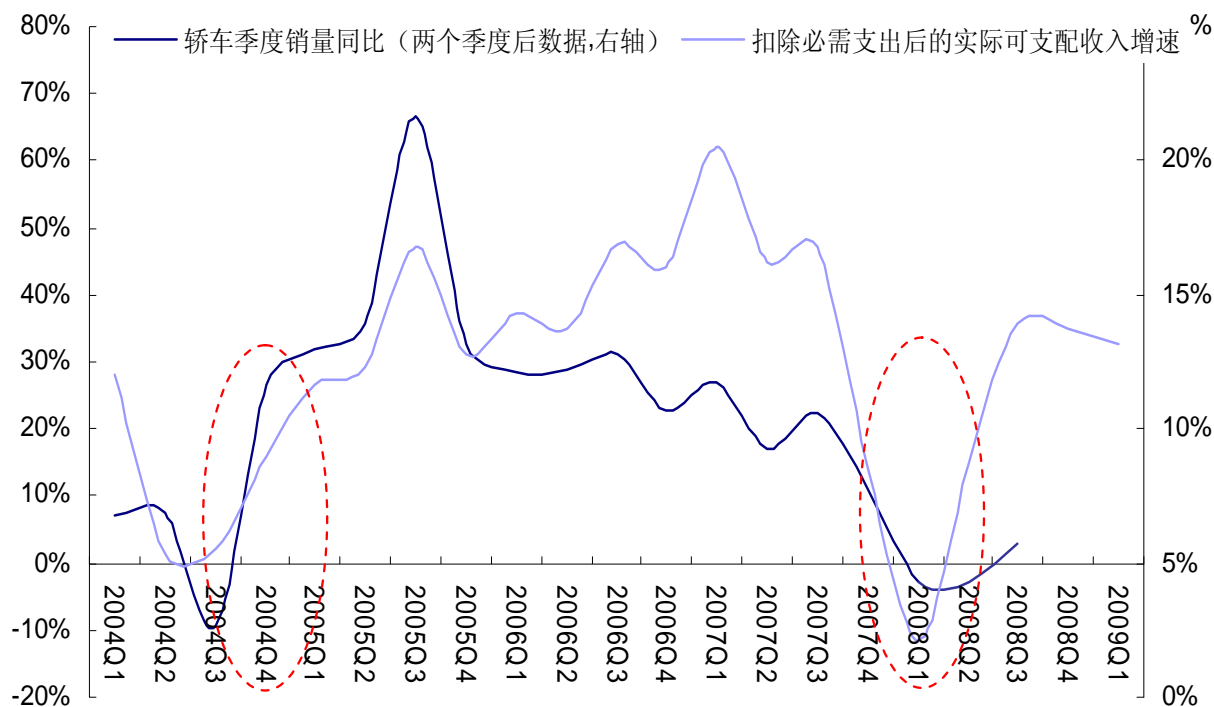
图 1 消费信心指数与轿车消费的关联比较



数据来源：国家统计局，汽车工业协会

■ 领先指标——修正后可支配收入

图2 修正后人均可支配收入与轿车销量季度同比增长率比较

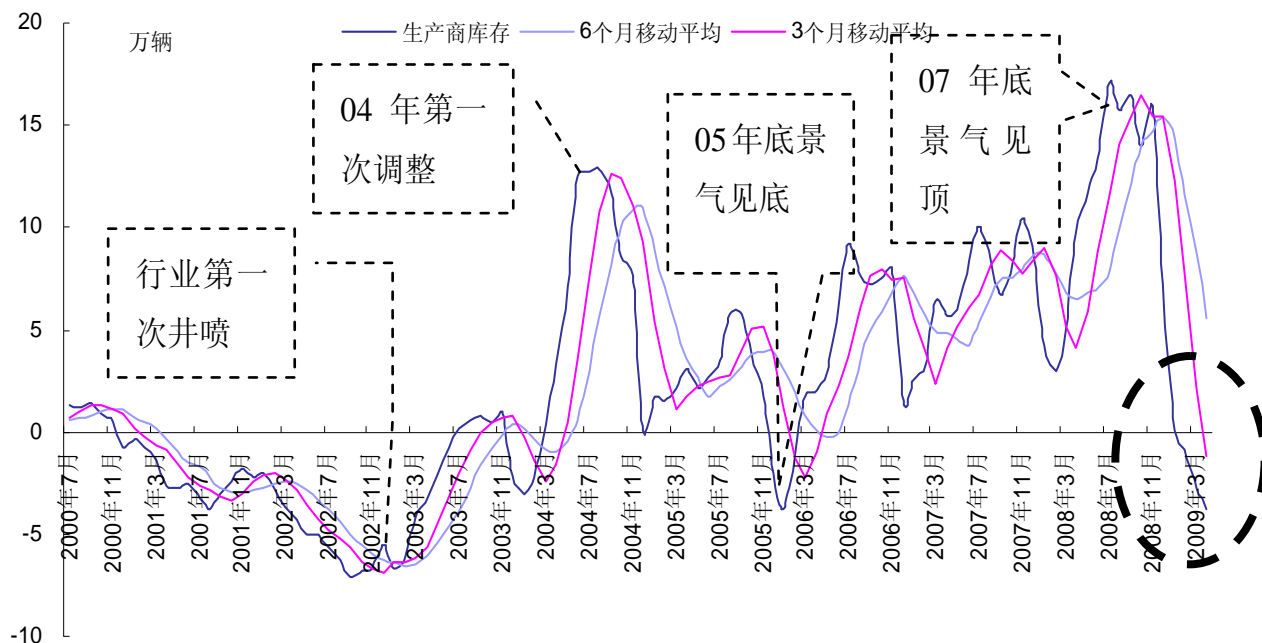


数据来源：国家统计局，联合证券研究所

汽车行业研究的关键点

■ 同步？领先？

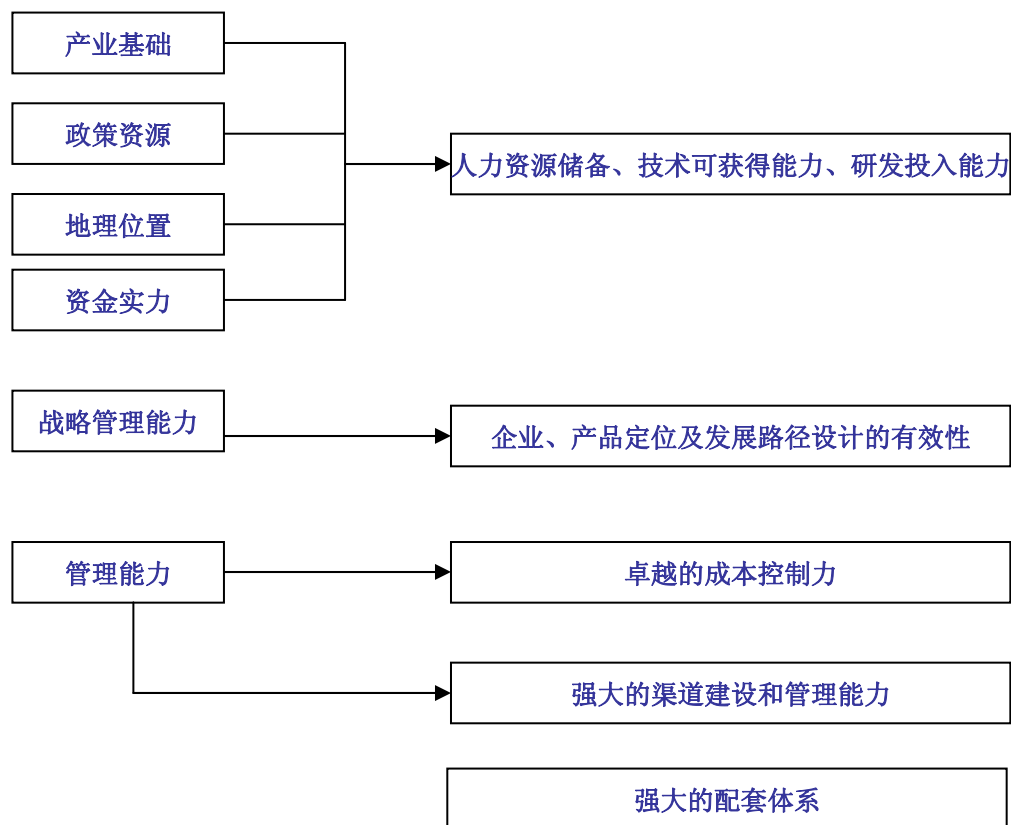
图3 企业库存周期性变化演示



数据来源：汽车工业协会，联合证券研究所

汽车行业研究的关键点

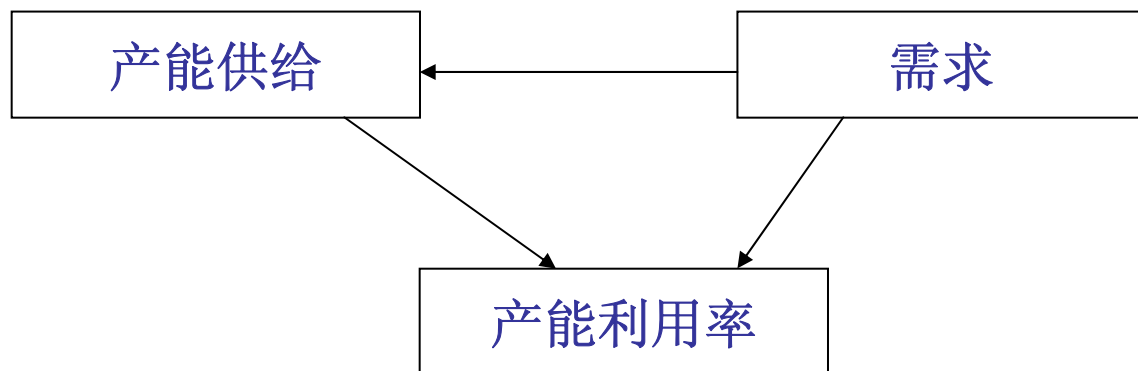
- 在景气初期，所有企业都受益，但在景气中期以后，竞争开始导致分化，并侵蚀行业利润



核心竞争力五大要素

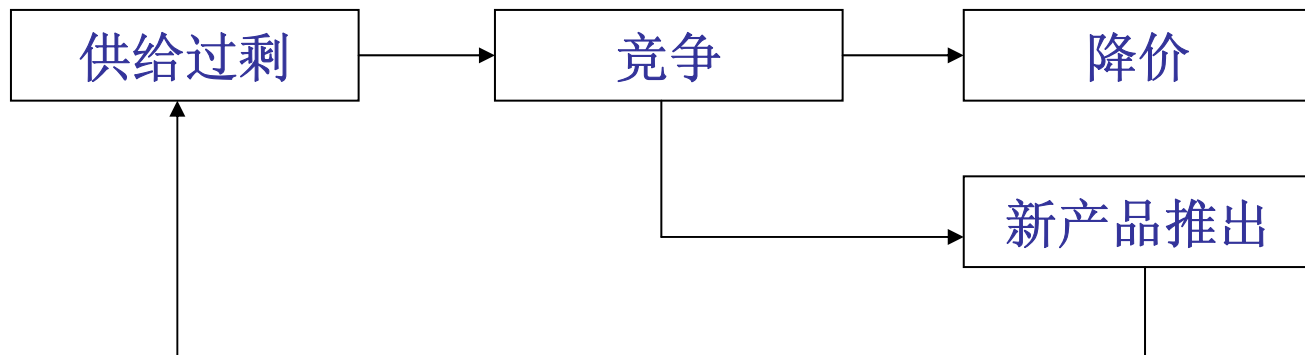
汽车行业研究的关键点

- 产能利用率与盈利能力的关系源于产业较大的固定资产摊销、持续的巨额研发支出以及广告支出
- 需求刺激产能扩充，而产能扩充的固有周期导致企业盈利大幅波动
- 当然，规模效应不仅仅反映在固定成本的摊销上，零部件采购成本也将因采购规模而成倍下降



汽车行业研究的关键点

- 汽车行业的不良属性集中体现于长期的供给过剩导致的恶性竞争，产品价格因此而持续走低，产品换代不断加快，给企业以持续的投入压力
- 产品竞争力、品牌影响力和成本控制力成为抵御恶性竞争的的决定性因素



汽车行业研究的关键点

- 从行业层面的成本影响主要为固定投入和材料成本
- 从企业微观层面的成本影响主要体现为固定投入、人力成本、渠道成本和材料成本

表 1 汽车分类别钢材成本估计

金额单位：亿元

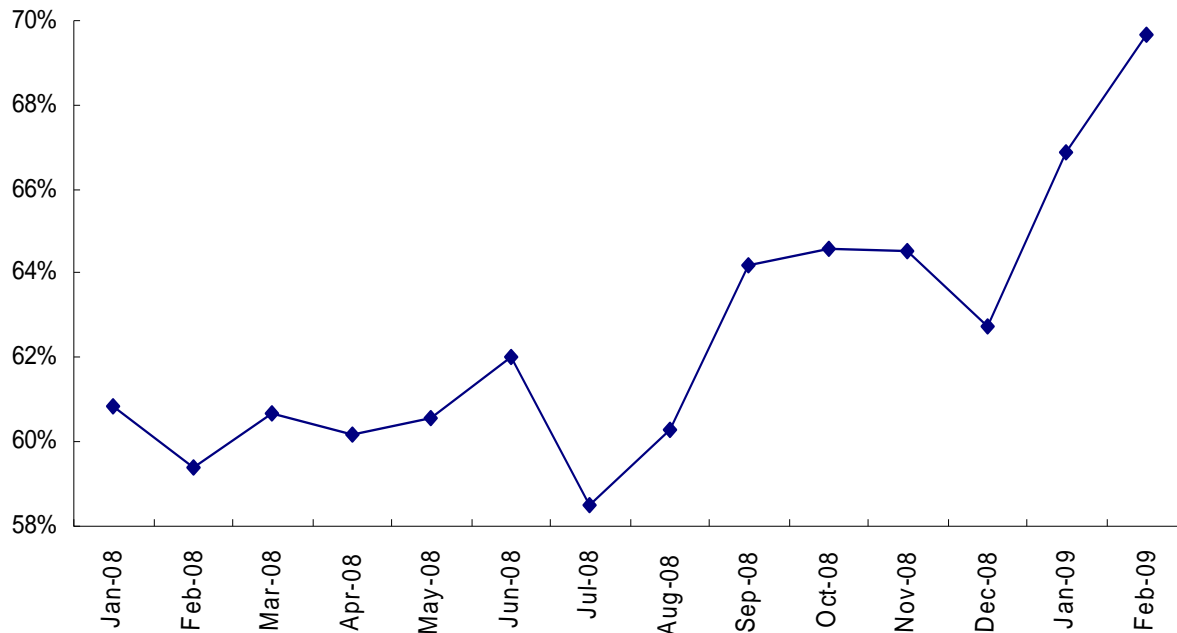
汽车类别	钢材单耗 (吨/辆)	其中板材单耗 (吨/辆)	产量单位 万辆	2008 年(涨价前估算)				2008 年(涨价后估算)					
				钢材耗量		板材耗量		产量		钢材耗量		板材耗量	
				质量 万吨	金额 亿元	质量 万吨	金额 亿元	质量 万吨	单位 万辆	金额 亿元	质量 万吨	金额 亿元	
轿车	0.8415	0.58905	480	404	53	283	143	480	404	61	283	166	
重型货车	7.15	5.005	48.8	349	45	244	124	48.8	349	53	244	143	
中型货车	3.624	1.9685	23.5	85.2	17	46.3	23	23.5	85.2	20	46.3	27	
轻型货车	1.12	0.56	112	126	27	62.9	32	112	126	32	62.9	37	
微型货车	0.766	0.51	31	23.7	3	15.8	8	31	23.7	4	15.8	9	
大型客车	7.566	2.757	4.1	31	9	11.3	6	4.1	31	10	11.3	7	
中型客车	2.551	1.716	7.8	19.9	3	13.4	7	7.8	19.9	3	13.4	8	
轻型客车	1.033	0.921	22.4	23.1	1	20.6	10	22.4	23.1	1	20.6	12	
微型客车	0.7272	0.51	100	72.7	9	51	26	100	72.7	11	51	30	
总计			569	1134	168	748	379	569	569	195	748	439	

数据来源：联合证券研究所

汽车行业研究的关键点

■ 产品结构变化也将导致毛利率水平的变化

图 20 1.6L 以下轿车销量占比变化情况



数据来源：汽车工业协会

联手共创财富 合智同迎辉煌

谢 谢！

United Securities Co., Ltd.

 联合证券有限责任公司
UNITED SECURITIES CO., LTD.

地址：中国深圳市福田区深南东路5047号金茂大厦11楼

电话：0086755-82482000

传真：0086755-82482000

邮编：518004

http://www.lhzq.com

E-mail: sfhua@lhzq.com

UNITED SECURITIES
United Securities