

证券研究报告 • 行业动态

油价的传导效应

油价对汽车消费的传导效应

- ✓ 油价大幅的波动会显著影响汽车销售和使用行为。2000 年以来国内汽车销售达到或超出趋势水平都对应油价相对平稳或低于趋势水平。
- ✓ 油价大幅波动向 PPI、CPI 传导，及居民汽车购置和使用频率的改变会影响整体经济活力和政策空间，并进一步反作用于汽车行业景气。
- ✓ 基于 2010 年国际原油价格，考虑汇率、CPI、汽车油耗效率及消费者行为弹性，我们认为 2011 H2 油价维持在 95 美元左右、2012 油价维持在 105 美元左右，将能支撑国内汽车消费回升到趋势水平。

投资建议：油价有效回落、经济紧缩见顶，增持低估值汽车股

- ✓ 6 月 WTI 均价已回落到 96 美元，欧美经济复苏进程缓慢，以及 QE2 到期后出台 QE3 可能性较低，油价未来几个季度维持在相适水平的可能性大。
- ✓ 汽车行业景气触底回升、估值处于市场最低端，相对、绝对投资价值突出，推荐华域汽车、上海汽车、一汽富维、悦达投资、宇通客车、江铃汽车、潍柴动力、长安汽车、物产中大。

汽车和汽车零部件

维持

增持

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

执业证书编号：S1440210070001

发布日期：2011 年 6 月 30 日

市场表现



相关研究报告

11.06.14	汽车行业：需求渐稳、成本回落
11.05.11	汽车行业：地震效应加速数据见底
11.03.22	汽车行业：坚定看好汽车股行情持续性
11.01.27	汽车行业：继续看好低估值一线汽车股
11.01.12	汽车行业：政策、估值双双见底

国际原油价格剧烈波动

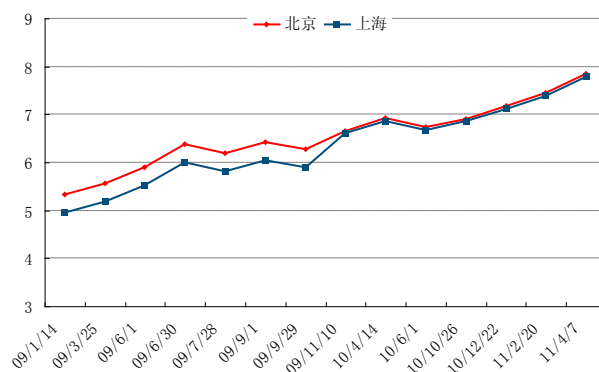
年初以来国际原油价格波动剧烈，WTI 从 2 月中旬最低的 84 美元/桶快速上升到 4 月底的 114 美元/桶、涨幅 36%，到 6 月 23 日又回落到 91 美元/桶、跌幅 20%，重新回到年初的价格区间。受其影响，国内汽油价格 2 月 20 日、4 月 7 日两次上调，以北京 93#汽油零售价为例（4 月 7 日上调后 7.85 元/升），现价较年初上升 9.5%、较去年同期上升 16.5%。由于价格调整机制及政府上半年控通胀的原因，2-4 月国内油价上涨滞后、涨幅低于国际市场，价格回调也相应滞后。

我们在前期报告（6.12，“需求渐稳、成本回落”）中提出，油价有效回落与经济紧缩力度见顶将支撑国内汽车需求回升，本篇报告试图较系统地讨论油价对汽车消费的传导效应。

图 1： WTI 走势，美元/桶



图 2： 北京、上海 93#汽油历次调价，元/升



资料来源：Bloomberg

资料来源：中信建投研发部

油价影响：微观分析

燃油占汽车消费成本 25%-30%

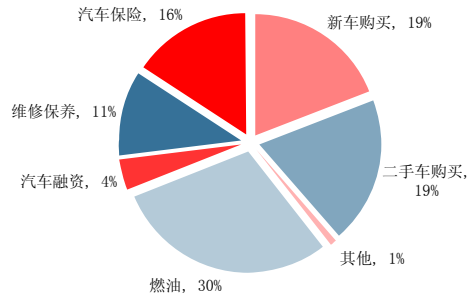
燃油支出是汽车消费成本最重要的构成部分之一。按美国的统计数据，燃油占家庭汽车消费支出的约 30%，仅次于汽车购置的 38%（图 3）；我们利用网上抽样数据估计了国内城市家庭的汽车消费成本，燃油支出占比约 25%，同样是排第二位的开支项，比例低于美国的原因是国内汽车停车相关支出占比高、且国内家庭汽车年均行驶里程低于美国。

油价上涨抑制汽车消费很容易理解：新购车者对汽车消费成本的预期上升，可能推迟新车购买；现有汽车消费者可能减少汽车的使用频率，及推迟升级购买大排量车型的计划。

需要强调，**油价上涨的现实及预期**（国际油价大幅上涨、国内油价调整滞后情形）都可能抑制汽车消费，尤其是新购车者，对未来油价较快上涨、维持高位预期很可能使其重新评估购车计划。

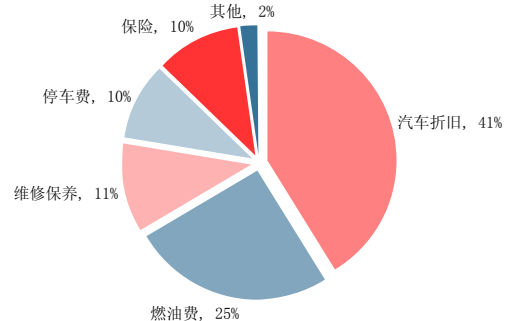


图 3：美国家庭汽车消费开支构成，2009



资料来源：CEIC，中信建投研发部

图 4：国内城市家庭汽车消费开支构成



资料来源：Wind，中信建投研发部

油价对汽车销量的非线性影响

燃油成本占汽车消费成本的 25%-30%、而汽车消费一般不超过有车家庭年均开支的 20%，燃油价格较小的变动，如 15% 以下，对汽车消费总成本的影响不超过 5%、对家庭总消费成本的影响不超过 1%，对汽车销售的影响也很小。

即使是油价较大幅度的变动，其对汽车销量的影响也是非线性的：

- 燃油价格处于低位时，消费者往往更频繁使用汽车（行驶里程高）、且更容易选择高油耗车型（如 SUV），当油价由低位上涨、即使是绝对涨幅较大，消费者可以减少汽车出行频率和选择更节油的车型来吸收油价上涨的大部分影响，而不至于直接放弃购买汽车，即对销量的影响不明显。
- 当油价已达到较高水平，消费者调整汽车使用频率和车型选择的弹性空间已很小，此时油价进一步的大幅上涨，更有可能直接促使消费者放弃购买，即明显影响销量。

中低端车主对油价更敏感

与高端车及中高端车消费者比较，中低端车消费者的购车行为对油价变动更敏感，在国内尤其如此，因为：

- 中低端车主的车价及维修保养支出较低，且大多分布在三、四线城市，停车、通行费支出远低于一、二线城市，而燃油支出占其汽车消费成本的比例更高。
- 中低端车主的总体消费能力有限，且车型向下选择的空间小。

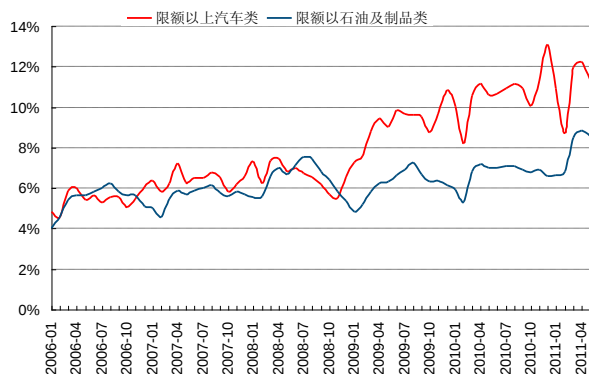
油价影响：宏观传导

油价变动除直接影响汽车消费成本，还通过对宏观经济的传导效应，间接影响汽车行业销量和盈利能力：

- 油价大幅上涨会推升 PPI 和 CPI，增加宏观经济紧缩的压力，提高汽车行业制造成本。

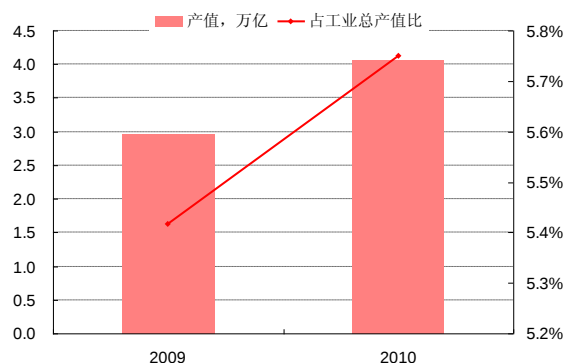
- 油价上涨对汽车消费的抑制，包括销量减少和汽车使用频率下降，会降低整体经济的活跃度（钢材、化工、电子、有色金属等行业直接受汽车业拉动），从而进一步负面影响汽车消费，反之亦然。随国内汽车销量和保有量的快速增长，汽车制造及消费在经济活动中的占比提高，汽车行业的先导性地位越发明显。

图 5：汽车类、石油制品类占社会消费品零售总额的比例



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 6：国内汽车工业总产值及占比



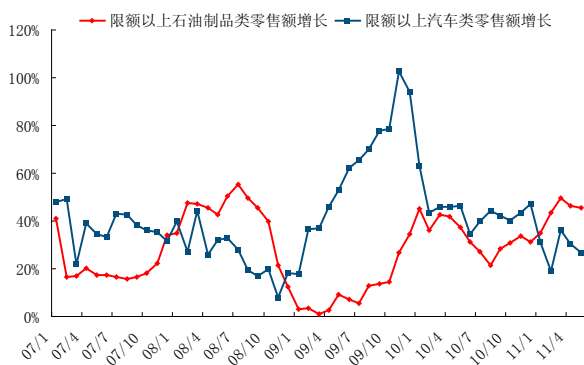
资料来源：中信建投研发部

油价影响：数据验证

我们比较国内汽车类、石油制品类产品零售额增长率（图 7），两者间的负相关性明显，即消费者因油价上涨而压缩汽车产品的消费，而且燃油支出的变动要稍领先汽车产品，反映油价较大幅度上涨、且持续一段时间才会明显抑制消费者的汽车消费。

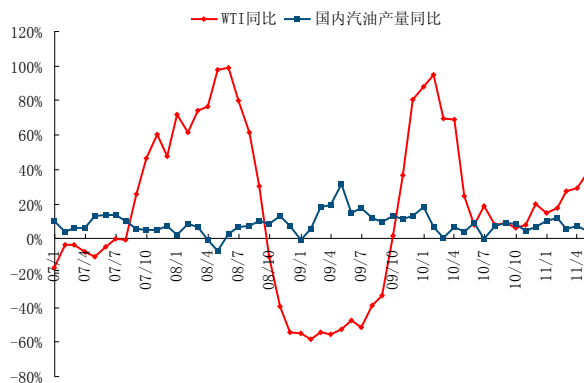
汽车类产品零售额主要反映汽车销售尤其是新车销售情况，为了衡量油价上涨对现有汽车消费者行为（汽车使用频率）的影响，我们比较了油价变动与汽油产量（消费量）之间的关系（图 8），与直觉类似，油价的大幅上涨推动汽油产量增长率走低，即现有汽车消费者减少了汽车使用频率。

图 7：汽车类、石油制品类零售额增长率比较



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 8：WTI、汽油产量同比较



资料来源：Bloomberg, Wind

更进一步，我们将 2000 年以来的国内汽车销量增长率与国际原油价格（Brent 原油按汇率、CPI 折算成 2010 年人民币价格，表 1）做比较，**油价相对位置的高低与国内汽车销量增速存在非常明显的负相关性：**

- 00-01 年，平均油价较此前的 98、99 年大幅提高了 72%，两年的汽车销量增长率仅 13%-14%，虽然当时国内汽车发展处于早期阶段，趋势增长率很高，但大幅提高的油价明显压制了销量增长；
- 02-03 年，油价在 00-01 年平台上持平，均价仅提高 1.5%，经济快速增长与油价平缓结合，汽车销量年均增速达到 35.5%；
- 04-05 年，油价再次大幅跃上新的平台，均价较此前两年提高 62%，汽车销量年均增长率下滑到 15.5%；
- 06-07 年，油价相对此前两年继续上升，均价上升约 34%，但相对 05 年价格仅上升 15%、已较平缓，期间年均增速 23.5%，处于中间水平；
- 08 年，油价在 06、07 年偏高的基础上继续上升约 17%，当年销量增速滑落到 6.6%（与爆发金融危机有关）。
- 09-10 年，油价较 06-08 年均价大幅回落 23%，真实价格与 2005 年水平相当，两年间国内汽车销量年均增长率高达 39%。

表 1：国际原油价格变动与国内汽车销量增速

	布伦特原油, 美元 /桶	人民币/美元	布伦特原油, RMB/桶	CPI	布伦特原油, 2010 RMB/桶	国内汽车销量 增速
1998	12.72	8.28	105	-0.80	129	
1999	17.97	8.28	149	-1.40	185	
2000	28.50	8.28	236	0.40	291	14.0%
2001	24.44	8.28	202	0.70	248	13.1%
2002	25.02	8.28	207	-0.80	256	37.5%
2003	28.83	8.28	239	1.20	292	33.5%
2004	38.27	8.28	317	3.90	373	16.9%
2005	54.52	8.19	447	1.80	516	13.8%
2006	65.14	7.97	519	1.50	591	24.8%
2007	72.39	7.61	551	4.80	598	22.3%
2008	97.26	6.95	676	5.90	693	6.6%
2009	61.67	6.83	421	-0.70	435	45.5%
2010	79.50	6.71	533	3.30	533	32.5%

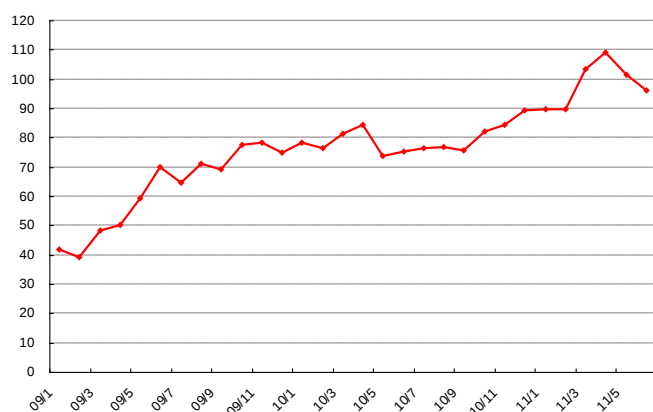
资料来源：BP，中信建投研发部

我们以上分析表明，国际原油价格大幅波动会对国内汽车销量增速带来显著的影响（低于或高于趋势值），同时我们并不认为油价是影响汽车销售的唯一重要因素，宏观经济无疑是另一个非常重要甚至是更重要的变量，但考虑到油价波动更广泛的宏观传导效应（这种传导效应随国内汽车保有量和销量快速增长可能正在增强），那么油价波动对国内汽车行业景气趋势的预示性意义更大。

油价稳定在 95、105 美元将支撑 10H2 及明年汽车需求向好

09 年下半年到 2010 年底，WTI 油价基本运行在 70-90 美元区间、呈平稳上升趋势，期间国内汽车销售总体处于良好状态。今年上半年 WTI 油价最高达到 114 美元，较去年均价 79 美元上升约 43%，其中 3-5 月份均价 105 美元，较去年均价上升约 32%，涨幅及持续的时间已对国内汽车销售带来负面影响，并且刺激了国内生产和消费价格指数的上升和宏观紧缩政策的强化。

图 9：WTI 月度均价走势，美元/桶



资料来源：Bloomberg

目前国际油价已有效回落，我们需要回答的问题是，未来一段时间油价维持在何等水平，将能支撑国内汽车销售达到其趋势水平？我们的估算方法如下：

- **2011 下半年：**与 2010 年下半年平均 81 美元的国际油价比较，考虑期间人民币汇率升幅（约 5%）、国内 CPI（约 5%）、汽车新车油耗的降低（年均约 2%-3%），即以美元计约 12.5% 的升幅（对应油价 91 美元/桶），不会影响国内居民真实收入增长带来的汽车消费力释放。适当考虑消费者行为弹性，我们认为**如果下半年原油均价不明显超过 95 美元，将支撑汽车需求向趋势水平回归。**
- **2012 年：**假设明年 CPI 及人民币升值幅度低于今年水平，汽车新车油耗降低速度不变，能支撑约 10% 的国际原油价格上涨，即原油均价处于 105 美元左右，国内汽车销售能达到趋势增长水平。

投资建议：油价回落支撑需求触底回升，增持一线汽车股

国际原油价格 6 月延续 5 月的回落态势，WTI 6 月均价 96 美元/桶，已接近我们估计的下半年汽车销售趋势相适水平，如油价水平延续，我们相信将推动三、四季度汽车需求较二季度回升（剔除季节性），同时伴随宏观经济紧缩力度见顶，汽车需求的回升弹性可能超出市场预期。

对国际油价（WTI）运行区间的任何假设无疑存在较大不确定性，但欧美经济复苏进程低于预期，以及 QE2 到期后推出 QE3 的可能性较小，使未来几个季度内油价运行在相适水平的可能性增大。



维持此前报告观点，随经济紧缩力度见顶、油价回落到相适区间，汽车行业基本面运行进入需求触底回升、成本见顶回落的景气上行区间，低估值、业绩增长确定的优质汽车股具备突出的相对、绝对收益投资价值，个股推荐华域汽车、上海汽车、一汽富维、长安汽车、悦达投资、福耀玻璃、宇通客车、江铃汽车、潍柴动力、物产中大。

风险分析

- 下半年油价向上运行明显超出我们预期的相适水平。



分析师介绍

陈政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业首席分析师。大型国企三年战略管理岗位工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析，现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。

刘韧：会计学硕士，汽车行业分析师。3 年汽车及交通运输行业研究员工作经验，专注于从成本、供给与需求趋势和产业链上下游角度研究具有投资价值的公司和行业。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。