

策略视角看汽车产业链

——策略看产业链系列之一——



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

穆启国

SAC 执业证书编号:S1000510120006

(021)5010 6020

muqg@mail.htlhsc.com.cn

姚卫巍, CFA

SAC 执业证书编号:S1000511020001

(021)5010 6033

yaoww@mail.htlhsc.com.cn

感谢实习生陈怡在本文资料归纳与数据整理中的重大贡献。

本报告尝试从产业变迁（生命周期）、经济周期、估值资金三个维度，对于汽车产业链超额收益进行框架式梳理。

成长性：短期虽有回落，但汽车消费处于快速起飞期

按照销量驱动力拆分法，2011-2013 年乘用车销量增长分别为 9.7%、18.9%、14.2%。将销量增速拆分成五部分：行业内生的稳定需求来源于社会财富的积累以及已购车者的示范效应；经济增长超预期带动的需求则源于对未来收入增速预期的提高；不确定因素包括政策刺激、特定收入临界点等；通胀及流动性的影响。

按照分区域销量拆分法，2011-2013 年乘用车销量增长分别为 0.8%、30.1%、23.7%。2010 年我国乘用车千人保有量 46 辆，达到日本（1968 年）、韩国（1990 年）汽车普及起飞期水平。分省市来看，利用不同 R 值水平对应不同的保有量弹性，结合 GDP 增速预测，得到分省市的保有量预测数据，进一步可以计算销量增速。

经济周期和中观产业链：典型的早周期行业

宏观驱动：工业增加值、物价水平和流动性提示汽车行业景气。乘用车和载货车作为可选消费品和资本品的代表和从理论上分别在经济复苏初期和扩张中期受益。其中，载货车受固定资产投资影响较大；乘用车消费通常被通胀所抑制；M1 代表的流动性则同时影响两类车型的需求。

中观印证：产业链景气联动，需求为王。汽车上游产业钢铁、轮胎橡胶和玻璃等销量同比和汽车同步变化。载货车销量还受下游的固定资产投资、房地产开发和公路货运量等影响。原材料成本对汽车行业盈利影响较弱，产能利用率才是影响毛利率的核心，而对产能利用率的研究关键在于对需求的预测。

市场验证：超额收益和绝对收益的宏观背景。从宏观背景看，历史上乘用车出现投资机会的时期经济一般处于复苏和扩张阶段；载货车投资机会出现在经济扩张的短期顶部区域。汽车板块在上涨行情中往往强于大市，乘用车相比载货车是更具有进攻性的投资标的。整车板块超额收益和钢铁、汽车玻璃、轮胎和房地产板块联动性较强，其中载货车板块超额收益和物流板块也呈现出同步共振性。汽车销量、毛利率和产业政策是锁定汽车板块投资机会的重要指标。

估值：龙头公司市值仍有提升空间

横向与美国、日本、韩国市场的汽车行业相比，A 股汽车的 PE 和 PB 均比其他市场高，但纵向与历史相比，目前处于历史低位。从汽车行业与本国的股市的相对估值来看，上海汽车与丰田和现代相当，福田汽车相对市场估值与曼恩相当。从市值来看，上海汽车相对于现代、丰田市值比低于营收占比。

毛利率对于估值的影响，载货车比乘用车板块显著。当前汽车板块的 ROE 从高点回落但出于历史较高水平，毛利率处于历史平均水平。

目 录

引言.....	7
一、行业生命周期——我国汽车行业成长空间广阔.....	9
60 年风雨兼程，我国汽车工业的前世今生	9
我国汽车消费处于成长期.....	11
我国汽车消费高速增长的动力.....	12
我国未来汽车销量数据预测	18
二、宏观驱动力	22
工业产值、物价水平和流动性提示行业景气.....	22
汽车行业和经济周期	24
三、中观数据印证——产业链分析和供需分析.....	25
产业链角度	26
行业盈利分析	28
四、板块投资收益分析.....	35
宏观背景	35
和市场收益的关系——强于大市	39
汽车上下游板块收益同步共振.....	40
锁定超额收益——销量为王，政策助力	43
五、它山之石，以史为鉴——汽车板块估值比较.....	45
板块估值国际比较.....	45
同行业公司估值国际比较	47
板块估值和盈利	53
板块估值和超额收益	54
六、结论	55
七、风险提示	56

图表目录

图 1:	华泰联合策略对产业链的分析框架.....	7
图 2:	乘用车和载货车整车制造企业分布	8
图 3:	中国汽车工业大事记	10
图 4:	我国汽车产量 08 年起跃升世界第一	10
图 5:	过去十年中国汽车销量增长迅猛	10
图 6:	自主品牌基金布局产品线	11
图 7:	汽车消费周期和行业生命周期对照	11
图 8:	过去十年中国汽车销量增速高于成熟市场国家	11
图 9:	中国乘用车千人保有量达到日、韩起飞期同期水平	12
图 10:	韩国每百户汽车拥有量对应人均可支配收入	13
图 11:	中国各省市人均可支配收入和累计人口比例	14
图 12:	当 R 值在 3 到 1 之间时韩国进入汽车消费起飞期	14
图 13:	2010 年半数以上乘用车所在地区进入消费起飞期	15
图 14:	我国二手车交易量不断攀升	16
图 15:	我国二手车交易量相对新车销量有巨大提升空间	16
图 16:	SUV 和 MPV 占乘用车销量比重	16
图 17:	MPV 和 SUV 销售增速在 2010 年达到高位	16
图 18:	我国各地区汽车千人保有量	17
图 19:	二、三级地区*汽车千人保有量增速赶超一级地区	17
图 20:	新能源汽车销量节节攀升	18
图 21:	新能源汽车主要政策一览	18
图 22:	政策刺激降低购车收入临界点	19
图 23:	政策退出对销量产生影响的原理	19
图 24:	基于销量驱动力拆分法的未来三年销量预测	20
图 25:	韩国千人汽车保有量增速对应人均 GDP 弹性	20
图 26:	从 R 值看 2010 年中国大部分地区还处在孕育期	21
图 27:	基于 R 值的区域销量拆分法的未来三年销量预测	22
图 28:	美国汽车销量和 GDP 同比	23
图 29:	德国汽车需求和 GDP 同比	23
图 30:	日本汽车销量和 GDP 同比	23
图 31:	中国汽车销量和 GDP 同比	23
图 32:	工业增加值和卡车销量同步	23
图 33:	CPI (逆序) 代表购买力领先于轿车销量同比	23
图 34:	M1 的变化能较好的拟合轿车销量变化	24
图 35:	M1 的变化从 05 年下半年以来和卡车销量变化基本同步	24
图 36:	在流动性偏紧时经济周期和行业复苏顺序	25
图 37:	在流动性宽松时经济周期和行业复苏顺序	25
图 38:	汽车行业产业链	26
图 39:	货车和乘用车相关上下游部门	26
图 40:	汽车产量和冷轧薄板产量高度相关	27
图 41:	汽车产量和钢化玻璃累计同比相关性显著	27

图 42:	汽车产量变化和轮胎外胎产量同步	27
图 43:	固定资产投资计划新开工项目领先于卡车销量	27
图 44:	卡车销量领先于房屋新开工面积	28
图 45:	卡车销量同步于公路货运量	28
图 48:	橡胶成本同步于整车毛利率	29
图 49:	冷轧薄板价格同比和乘用车毛利率	29
图 50:	2004 年过剩产能挫伤利润	29
图 51:	交运设备行业资本支出和 ROE 同步	30
图 52:	交运设备制造业固定资产投资增速处于高位	30
图 53:	产能利用率是汽车行业利润率变动的核心要素	30
图 54:	美国汽车和零部件行业产能利用率和毛利率	31
图 55:	德国汽车行业产能利用率和毛利率	31
图 56:	日本交运设备产能利用率和毛利率	31
图 57:	中国汽车综合产能利用率和毛利率比较	31
图 58:	影响汽车需求的长期因素	32
图 59:	乘用车短期需求影响因素	32
图 60:	载货车短期需求影响因素	32
图 61:	购买力对乘用车车消费的影响	33
图 62:	商品房销售面积略领先于乘用车销量	33
图 63:	私车牌照拍卖中标价体现乘用车购买冲动	33
图 64:	中国二手车价格同比和乘用车销量	33
图 65:	历年乘用车行业政策一览	33
图 66:	固定资产计划投资额领先载货车销量 10 个月	34
图 67:	房地产新开工领先载货车销量	34
图 68:	载货车销量和波罗的海运费相关性强	34
图 69:	载货车销量和港口货物吞吐量同步	34
图 70:	钢材出口领先于载货车销量	34
图 71:	煤炭进口和载货车销量关系	34
图 72:	历年载货车政策一览	35
图 73:	美国汽车板块出现绝对收益和超额收益的时期	36
图 74:	美国汽车板出现绝对收益和超额收益时期利率情况	36
图 75:	汽车板块在四个时期取得大幅超额收益	37
图 76:	汽车超额收益和通胀周期的关系	37
图 77:	汽车超额收益和 M1 同比增速关系	37
图 78:	中国乘用车板块出现绝对收益和超额收益的时期	38
图 79:	中国载货车板块出现绝对收益和超额收益的时期	39
图 80:	美国汽车板块超额收益和大盘同步性很强	39
图 81:	汽车超额收益和大盘收益同步	40
图 82:	A 股行业超额收益和大盘同步月数	40
图 83:	汽车主要上游及需求拉动部门	40
图 84:	汽车整车板块和钢铁板块收益联动性强	41
图 85:	汽车整车和钢铁板块周超额收益同步	41
图 86:	汽车整车板块和福耀玻璃收益联动性强	41

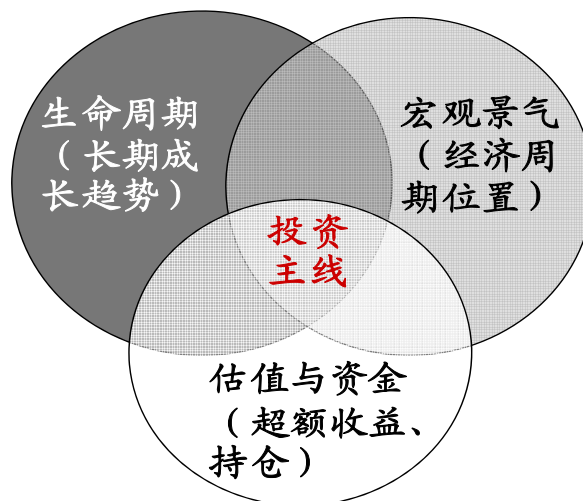
图 87: 汽车整车和福耀玻璃周超额收益同步	41
图 88: 汽车整车板块和轮胎板块收益联动性强	42
图 89: 汽车整车和轮胎板块周超额收益同步	42
图 90: 载货车和物流板块收益联动性强	42
图 91: 载货车和物流板块周超额收益同步	42
图 92: 汽车整车和房地产板块收益联动性强	43
图 93: 汽车整车和房地产板块周超额收益基本同步	43
图 94: 美国汽车板块超额收益和汽车销量同比正相关	43
图 96: 中国汽车板块超额收益和汽车销量同比正相关	44
图 97: 汽车超额收益和毛利率正相关	45
图 98: 2011 年的汽车销量类似于 2004 年	45
图 99: 2009 年汽车产业利好政策带来汽车板块超额收益井喷	45
图 100: S&P500 汽车板块市盈率	46
图 101: S&P500 汽车板块市净率	46
图 102: 日本汽车板块市盈率	46
图 103: 日本汽车板块市净率	46
图 104: 韩国汽车板块市盈率	46
图 105: 韩国汽车板块市净率	46
图 106: 申万整车板块市盈率	47
图 107: 申万整车汽车板块市净率	47
图 108: 福特汽车市盈率	48
图 109: 福特汽车市净率	48
图 110: 曼恩汽车市盈率	48
图 111: 曼恩汽车市净率	48
图 112: 现代汽车市盈率	48
图 113: 现代汽车市净率	48
图 114: 丰田汽车市盈率	49
图 115: 丰田汽车市净率	49
图 116: 上海汽车市盈率	49
图 117: 上海汽车市净率	49
图 118: 福田汽车市盈率	49
图 119: 福田汽车市净率	49
图 120: 比亚迪市盈率	50
图 121: 比亚迪市净率	50
图 122: 吉利汽车市盈率	50
图 123: 吉利汽车市净率	50
图 124: 东风集团 (H 股) 市盈率	51
图 125: 东风集团 (H 股) 市净率	51
图 126: 广汽集团市盈率	51
图 127: 广汽集团市净率	51
图 128: 上海汽车 V.S. 福特汽车市值	52
图 129: 福田汽车 V.S. 曼恩汽车市值	52
图 130: 上海汽车 V.S. 现代汽车市值	52

图 131: 上海汽车 V.S. 丰田汽车市值	52
图 132: 申万整车 ROE*和市盈率	53
图 133: 申万乘用车 ROE 和市盈率	53
图 134: 申万载货车和市盈率	53
图 135: 申万整车毛利率*和市盈率	53
图 136: 申万乘用车毛利率和市盈率	54
图 137: 申万载货车毛利率和市盈率	54
图 138: 汽车板块年超额收益	54
表格 1: 汽车行业基本面检测指标	8
表格 2: 销量驱动力拆分模型回归结果	19
表格 3 基于 R 值的分区域销量拆分汇总	21
表格 4: 美国汽车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景	36
表格 5: 汽车板块获得大幅超额收益的时期	37
表格 6: 中国乘用车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景	38
表格 7: 中国载货车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景	39
表格 8 汽车板块估值的国际比较	47
表格 9 行业龙头公司估值的国际比较	50
表格 10 香港上市内资汽车股估值一览	51
表格 11 行业龙头公司市值的国际比较	53
表格 12 A 股汽车板块盈利历史比较	54
表格 13 A 股汽车板块年超额收益	55

引言

从策略角度看行业，归根结底是要找到行业出现投资机会的时机，踏准板块的买卖时点。而要找寻这个答案，需要考察三个方面：一、行业的长期成长性；二、当前的宏观景气阶段；三、行业的估值和超额收益。本报告以整车板块为例，我们试图回答该板块什么时候将出现绝对收益和超额收益。

图 1： 华泰联合策略对产业链的的分析框架



资料来源：华泰联合证券研究所

第一，行业生命周期确定大波段。一个行业所处的行业周期阶段决定了这个板块是否存在较高的业绩弹性。汽车作为周期性消费品，仍处于成长期，具有成长股的特性，对应市值也存在扩容的空间。

第二，基本面数据锁定行业景气。这又要经过宏观-中观-市场的三重验证。

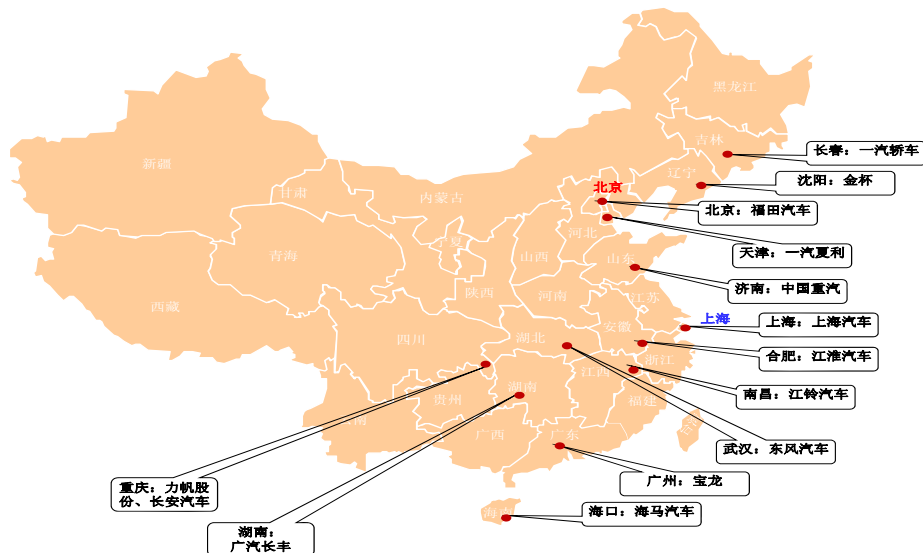
1、宏观驱动力确定方向。股市是经济的晴雨表，短期的价格偏离并不改变基本面对价值的决定作用。通过把握驱动行业景气的宏观指标，可以提前判断行业所处的景气周期阶段，不至于在大方向上出错。

2、中观数据印证。对中观数据分析的目的是考察影响该行业景气程度的直接变量，中观数据包括汽车行业的供需情况、产能利用率等；以及和该行业相关产业链的数据，比如上游的原材料价格等等。汽车分乘用车、商用载客车以及载货车（重卡等），每个子板块的投资逻辑都有所不同，乘用车看消费，载货车（重卡等）则和投资密切相关。下游需求的影响因素一方面取决于宏观背景的变化，另一方面依赖于政策导向。

3、市场层面的验证。这部分对应之前“宏观-中观”的分析逻辑，市场层面的验证又包括三个方面，首先是汽车板块超额收益出现时宏观背景如何，是否和经济周期中的行业景气轮动相关；第二是汽车行业和 A 股市场的联动性，即汽车行业的 BETA，研究的主要目的是为了确定汽车行业在不同市场环境下的进攻和防御特性；第三是求证汽车产业链的景气传递，考察汽车行业和其他相关上下游行业是否存在收益联动。

本报告重点分析按照申万 3 级行业分类的乘用车和商用载货车板块，所覆盖的公司地理分布图如下：

图 2： 乘用车和载货车整车制造企业分布



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

我们整理的涉及的汽车行业基本面的监测指标如下：

表格 1：汽车行业基本面检测指标

分析层次	类别	指标	相关程度	该指标相对于产/销量的同步性	数据发布时间	公布机构	判断趋势 (至 2011.06. 30)	
宏观驱动力	汽车	GDP 增长率	+	滞后	1,4,7,10 月中旬	国家统计局	↓	
		M1 同比	++	同步	每月 12 号左右	中国人民银行	↓	
	乘用车	CPI	- -	领先	每月 15 号左右	国家统计局	→	
		M1 同比	++	同步	每月 12 号左右	中国人民银行	↓	
	载货车	工业增加值	++	同步	每月 14 号左右	国家统计局	↓	
中观层面	产业链	汽车	冷轧薄板产量	++	滞后	每月底	国家统计局	↑
			钢化玻璃产量	+	同步	每月 15 号左右	国家统计局	↓
			橡胶轮胎外胎产量	++	同步	每月底	国家统计局	↓
	载货车		固定资产投资新开工项目计划投资额	+	领先	每月 15 号左右	国家统计局	↑
			房屋新开工面积	++	滞后	每月 15 号左右	国家统计局	↓
			公路货运量	++	同步	每月 25 号左右	国家统计局	↑
	盈利分							
	析-成本	汽车	天然橡胶价格指数	++	滞后	每月 20 号左右	中国物流信息中心	↓
	因素							

	乘用车	冷轧普通薄板 1mm 含税价	+	滞后	每周	金属观察网	↓
	载货车	热轧普通薄板 3mm 含税价	++	滞后	每周	金属观察网	↓
		普通中板 20mm 含税价	++	滞后	每周	金属观察网	↓
盈利分析-供需因素	汽车	产能利用率	++	同步	每年	华泰联合汽车组数据库	↑（2010 年）
		资本支出同比增速	++	*同步于 ROE	公司年报公布后	WIND	↑（2010 年）
		交运设备制造业固定资产投资增速	-	*作为行业产能建设的代理变量	每月 15 号左右	CEIC	↑
	乘用车	商品房销售面积	++	领先	每月 15 号左右	国家统计局	↑
		上海私家车牌照拍卖平均中间价	+	同步	每月 20 号左右	上海国际拍卖有限公司	↑
		二手车价格	+	同步	第二年初	中汽协	↓
	载货车	固定资产投资新开工项目计划投资额	+	领先	每月 15 号左右	国家统计局	↑
		房屋新开工面积	++	滞后	每月 15 号左右	国家统计局	↓
		波罗的海运费指数	++	领先	每天公布	波罗地海航交所	↓
		沿海主要港口货物吞吐量	++	同步	每月 25 号左右	国家统计局	↓
		钢材出口量	+	领先	每月 10 号左右	海关总署	↓
		煤炭进口量	+	领先	每月底	海关总署	↑

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

一、行业生命周期——我国汽车行业成长空间广阔

策略角度看行业,首先需要把握行业在生命周期中现处的位置,从而判定行业的长期投资价值。尽管今年 4 月份以来车市表现低迷,但长周期来看我国汽车行业仍处于蓬勃发展的快速普及时期,中国汽车的黄金时代让人期待。

60 年风雨兼程,我国汽车工业的前世今生

1949 年 10 月,中央重工业部汽车工业筹备组的设置标志着我国汽车工业的起步。由于没有建设现代化汽车工业的经验,成立初期我国汽车工业无论从技术、设备还是产房都完全依赖于前苏联的援助。1959 年全国共生产各类汽车 1.6 万辆,在和前苏联的关系破裂后,我国汽车工业和许多其他工业部门一样进入了自力更生的时代。北京汽车厂(北汽集团前身)和第二汽车制造厂(东风汽车前身)在此期间落成。改革开放后,百废待兴的汽车工业开始寻求新的发展之路,邓小平于 1978 年 12 月批示汽车业“合资经营可以办”,从此中国汽车工业进入了合资经营、跨越发展的新时期。1994 年,中国第一部产业政策《汽车工业产业政策》颁布,其最大的作用在于向跨国汽车

公司昭示了中国政府坚决发展汽车产业的决心，使得外国直接投资有“法”可依，客观上大大促进了新一轮外国直接投资高潮的到来。在 2001 年我国加入 WTO 之后，日益亲民的汽车价格使轿车迅速走进千家万户，2003~2004 年出现了家庭汽车保有量的第一次快速上升，中国汽车行业自此迈入了腾飞阶段。

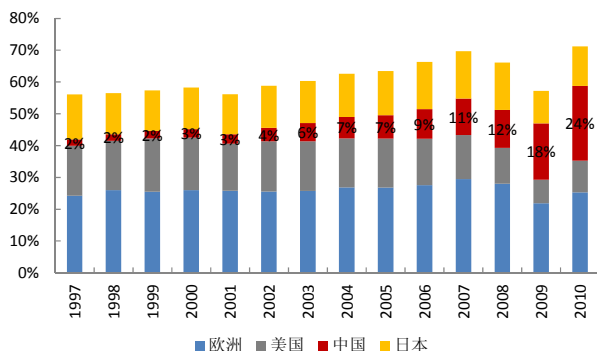
图 3：中国汽车工业大事记

重要历史时期	中国汽车工业大事记	
初创阶段 (1949—1958年)	1949年10月，汽车工业筹备组成立 1953-1958年，五大汽车生产基地——一汽、南京、北京（北汽集团前身）、上海（上汽前身）、济南（中国重汽）汽车制造厂先后落成 1956年，第一辆“解放牌”汽车下线	
自主发展阶段 (1959-1983年)	1959年国庆典礼，自主制造的“红旗”轿车亮相 1964-1969年，川汽、陕汽、二汽（东风汽车前身）落成 1982年5月7日，中国汽车工业公司在北京正式成立，饶斌任董事长 1983年4月11日，第一辆上海桑塔纳牌轿车在上海汽车厂组装成功	 
合资发展阶段 (1984-2002年)	1985年3月21日，中国与德国合营的上海大众汽车有限公司正式成立 1991年2月8日，一汽-大众汽车有限公司正式成立 1994年，中国第一部产业政策《汽车工业产业政策》颁布 1997年3月25日，中美合资上海通用汽车有限公司成立 1998年7月1日，广州本田汽车有限公司成立 2000年，“十五计划”明确提出：鼓励轿车进入家庭，大力发展公共交通业，第一次将有关汽车消费、轿车进入家庭列入国家发展规划。 2002年4月29日，中国加入WTO后第一家中外合资汽车企业“北京现代汽车有限公司”成立	
腾飞阶段 (2003年至今)	2003年初，奇瑞轿车在伊朗以技术转让方式合作建厂。同年5月，吉利集团生产出中国首辆跑车“美人豹” 2004年，广汽丰田、北京奔驰成立 2005年，马自达与长安合作 2007年，上汽发布自主品牌“荣威” 2009年，2009年中国超越美国成为全球第一大汽车市场 2010年，广汽集团发布自主品牌“传祺”	

资料来源：网络公开资料，华泰联合证券研究所

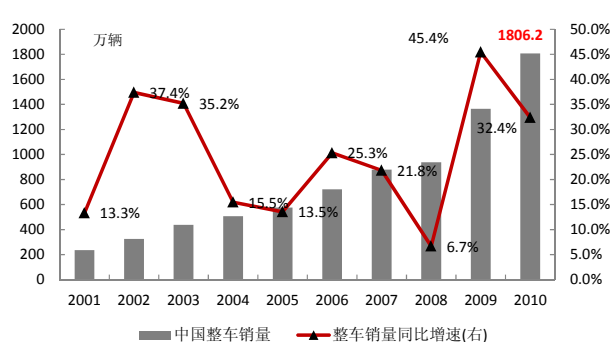
欧洲、美国、日本三大汽车制造区一直以来占据了全球整车制造 50%以上的份额，1997 年我国整车生产 158 万辆，全球占比仅 2%，同期日本生产整车占比 14%，美国 16%，欧洲 24%，到 2008 年，我国汽车产量提升为 930 万辆，跃居全球首位。2009 年我国全年累计销售汽车 1364 万辆，超越美国成为全球第一大汽车市场。2010 年，中国汽车产销分别达到 1826.5 万辆和 1806.2 万辆，同比均增长了 32%，继续蝉联全球产销第一。

图 4：我国汽车产量 08 年起跃升世界第一



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 5：过去十年中国汽车销量增长迅猛



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从品牌竞争上看，我国自主品牌试图打破合资品牌的垄断，积极布局产品线。2010 年，国内上市全新乘用车车型共 53 款，自主品牌不仅在传统 A 级车市场上投入新车型，还和合资品牌共同抢滩 SUV 市场，并且积极填补 MPV 领域的空白。民营汽车品牌的崛起使中国汽车行业呈现国有、外资、民营三大资本共同竞争的格局。

图 6：自主品牌基金布局产品线

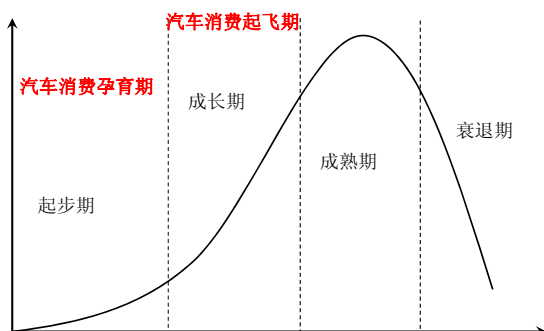


资料来源：SINOTRUST，华泰联合证券研究所

我国汽车消费处于成长期

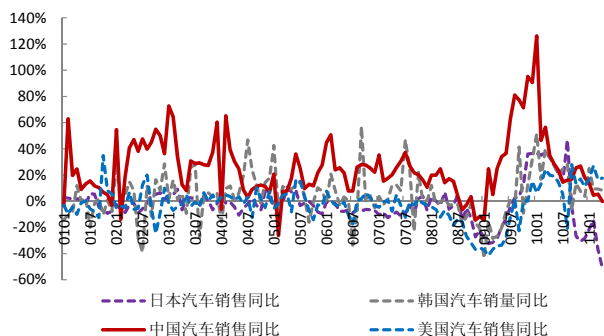
根据日韩的汽车普及经验，汽车消费会经历两个快速发展阶段，和行业的生命周期对照，分别对应其中的起步期和成长期。把汽车的消费分为新车首次购置消费和旧车置换消费，分别代表新增需求和改善性需求，第一种需求相对第二种需求刚性相对较大。处在起步期的汽车市场以第一类消费为主，改善型需求并不占主导，这正是中国汽车市场 2002-2003 年第一次消费井喷的情况；当进入成长期后，有相当一部分消费者跨入了汽车消费的门槛，因此新增需求不减，而在第一次汽车消费浪潮中的购车者正好处在换车或者购置第二部车的阶段，两种需求的叠加效应造就了汽车需求的第二次高速发展，这正是 2009 年以来我国汽车市场的情况。而当汽车消费进入成熟期后，汽车消费则以改善需求为主，再叠加占比不大的新增需求，总体而言消费增长较为稳定。例如，过去十年中国汽车销量年平均增长率为 24.6%，而已经完成汽车普及的韩国、日本和美国同期年增长率分别为 6%，-4%和 1%，相对而言增长比较稳定。

图 7：汽车消费周期和行业生命周期对照



资料来源：华泰联合证券研究所

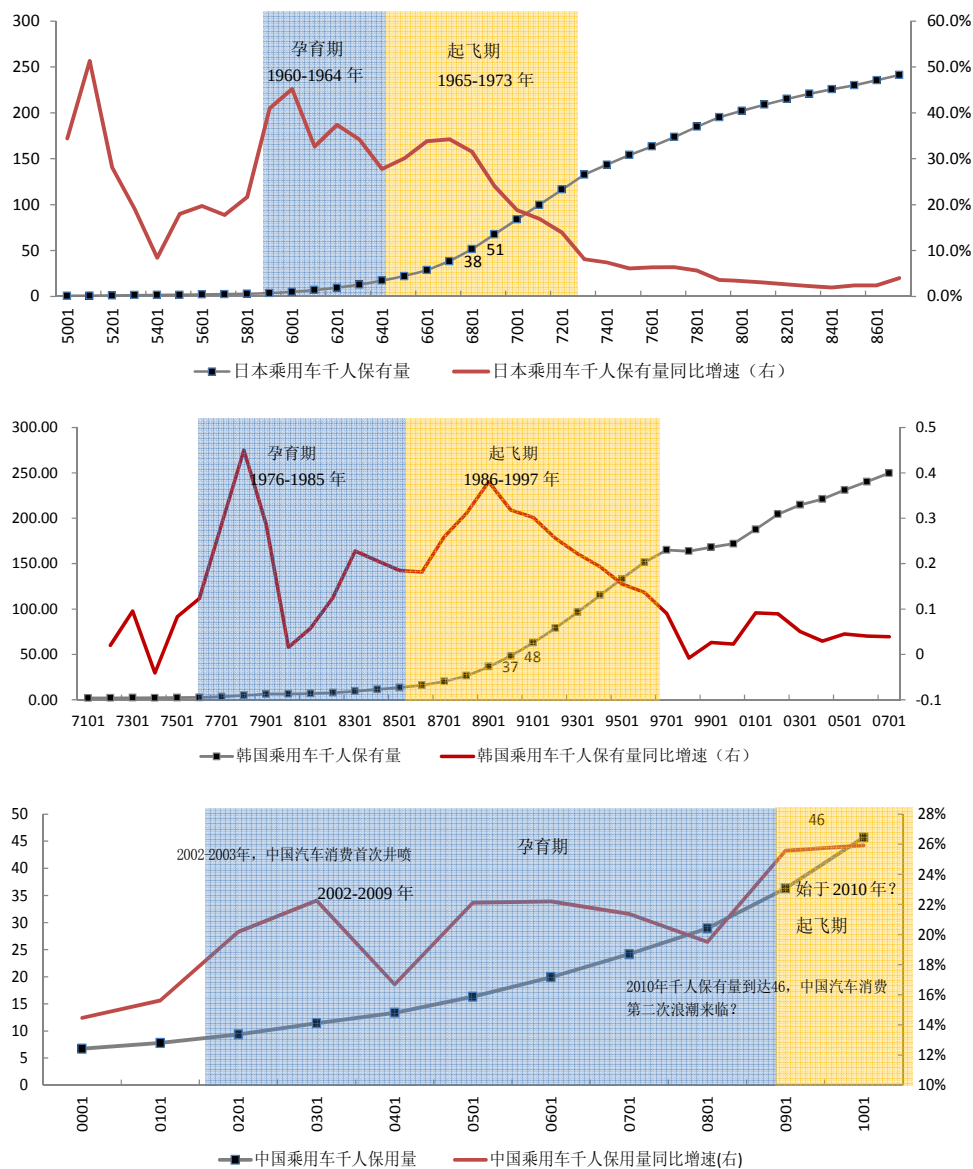
图 8：过去十年中国汽车销量增速高于成熟市场国家



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

2010 年我国乘用车千人保有量同比增长 26%，达到 46 辆，相当于日本在 1968 年、韩国在 1990 年左右的水平，而这两个国家在当时都处于汽车普及的起飞期。

图 9：中国乘用车千人保有量达到日、韩起飞期同期水平



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

我国汽车消费高速增长的动力

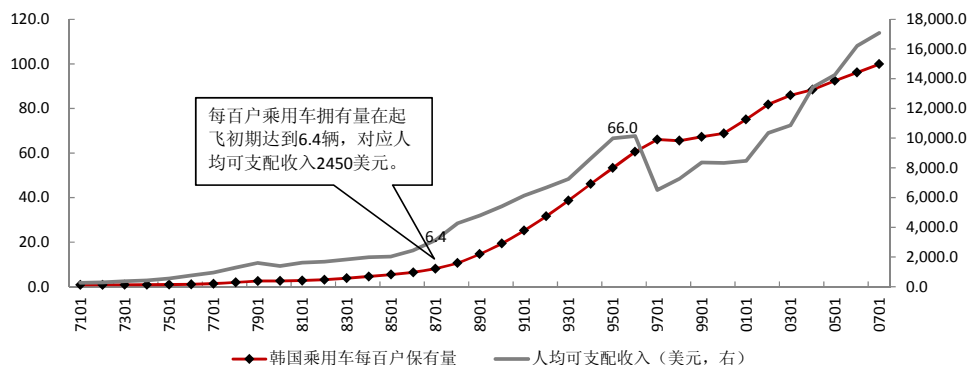
在连续两年维持超过 30% 的增速、蝉联全球汽车产销第一之后，日益凸显的道路拥堵和环境污染问题使投资者担心未来的需求下滑。我们认为，至少有以下三点原因表明中国汽车消费至少在未来 3 年不会出现大幅下滑：第一，由于我国东西部发展水平存在差异，使得西部（三、四线省市）汽车消费水平向东部发达（一、二线省市）地区

追赶，首次购买需求和改善型需求共振；第二，国民财富水平的提高，可支配收入持续增长；第三，科技创新的作用，主要体现为新能源汽车的开发普及，这也是在试图缓和汽车普及所面临的环境制约问题。

从购买力看我国已经具备汽车快速普及的条件

根据华泰联合汽车组的研究（《迎接中国汽车消费的第二次浪潮》），韩国汽车行业的发展对我国而言是一个很好的参照系，因为两国的经济发展轨迹较为接近，足够长的时间区间提供良好的研究样本。韩国私人汽车的大规模启动大约始于 1986 年，当时人均可支配收入约合 2450 美元，之后的黄金 10 年中，韩国百户（假设平均每户 4 人）汽车拥有量由约 6.4 辆上升到接近 70 辆，基本实现国民汽车的普及。如果以 7 辆以上的每百户私人汽车保有量为汽车开始大规模进入家庭的分水岭，并且取发达地区的较高标准，那么人均可支配收入要达到 14000 元，和国际上 2000 美元的历史经验基本吻合。

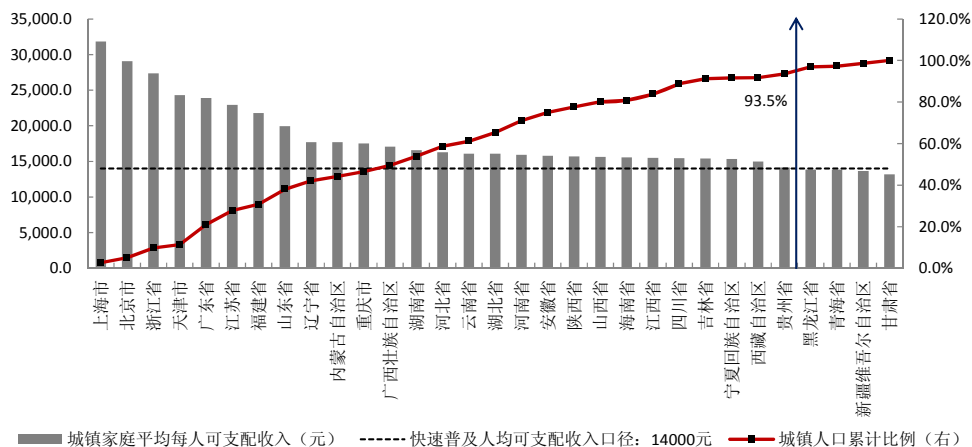
图 10： 韩国每百户汽车拥有量对应人均可支配收入



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

考察我国 31 个省市在 2010 年的城镇人均可支配收入，已经有 27 个省跨过了 14000 元的收入口径，因而从理论上而言，截止 2010 年底已经有 93.5% 的城镇人口进入汽车普及的起飞阶段。此外，按照华泰联合汽车组的观点，14000 元是根据我国发达地区制定的标准，欠发达地区的标准则更低，因而，从人均可支配收入这个角度上看，我国已经完全具备了汽车消费快速增长的基础。

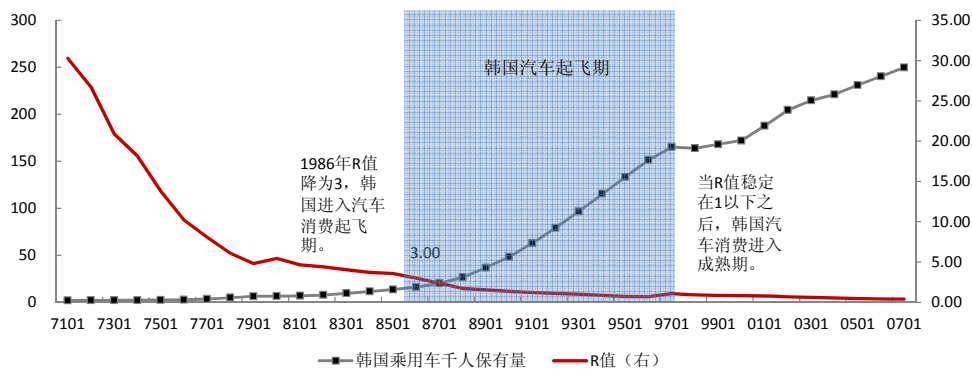
图 11： 中国各省市人均可支配收入和累计人口比例



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

另一个对汽车消费能力的判断方法是 R 值理论， $R = \text{平均汽车价格} / \text{人均 GDP}$ ，国际轿车市场发展历史表明：一个国家轿车市场的中长期发展趋势主要是由 R 值决定的。一个经验性的统计口径是 3，当 R 值降到 3 以下，千人保有量就会迅速提升，日本和韩国的 R 值分别在 60 年代和 80 年代初达到 3，之后千人保有量大幅增长。韩国汽车消费市场在进入成熟期之后，R 值稳定在 1 以下。

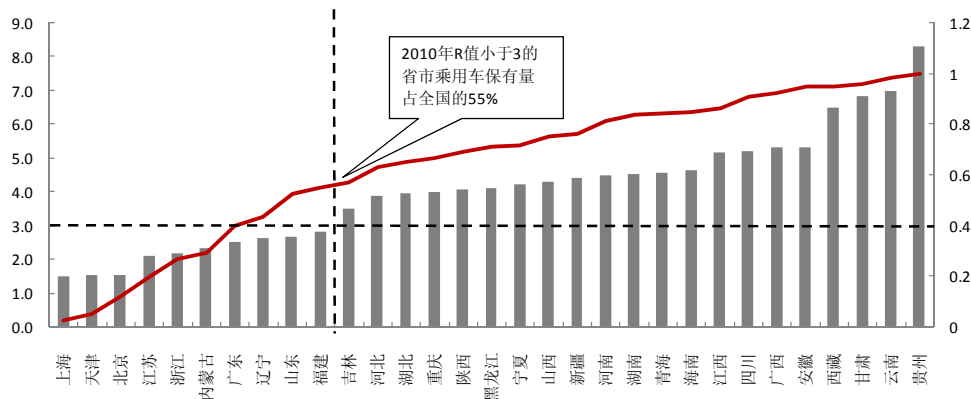
图 12： 当 R 值在 3 到 1 之间时韩国进入汽车消费起飞期



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

目前主流轿车的均价在 11 万人民币左右，取 2010 年 31 个省市自治区的人均 GDP 来考察各地区是否已经满足汽车快速普及的消费水平。31 个行政区中只有 10 个的 R 值低于 3，但这 10 个地区的乘用车保有量已经占到全国保有量的 55%，并且距离进入成熟期的标志 $R < 1$ 还有一段距离，说明这几个地区还正处在汽车消费起飞期中。伴随着其他地区逐渐步入汽车消费高速发展的门槛，我们对汽车未来销量持乐观态度。

图 13： 2010 年半数以上乘用车所在地区进入消费起飞期



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

在下文的汽车销量预测中，我们将会选取较为保守的 R 值模型作为我们估计的理论基础。

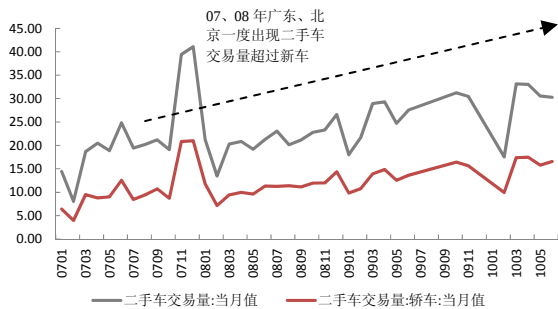
从二手车市场和新车消费结构看改善性需求

根据发达市场国家的经验，二手车市场是一个成熟的汽车市场不可或缺的一部分。二手车市场不仅提示了改善性需求的活跃程度，一个完善的二手车市场也有助于形成汽车市场中产品和资金流通的良性循环，这无疑又大大推动了新车的交易。

一般而言，现在的购车者会在 3~5 年之后考虑换置新车，即二手车的销售增长要滞后新车 3~5 年，对应 2002 年至 2003 年的汽车销量井喷，这些车辆将陆续在 2006 年之后流入二手车市场。我国二手车市场一直保持快速增长势头，据统计，2006~2010 年复合年增长率达 25%，其中 07、08 年在发达城市和地区一度出现二手车交易量超过新车的现象。据媒体报道，截至今年 4 月底，今年我国的二手车交易量达 141 万辆，同比增长 15.1%，二手车交易增速已超过新车。

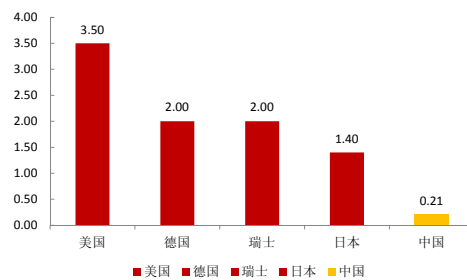
目前美国、德国、瑞士、日本等国二手车销量分别是新车销量的 3.5 倍、2 倍、2 倍、1.4 倍，而根据中汽协的数据统计，2010 年全国共交易二手车 385.19 万辆，同比增长 15.37%，二手车的交易量与新车的比例仅为 21%，远远低于成熟市场。这进一步放大了二手车市场快速增长的想象空间，成为新车销售市场消费增长的一个新的支撑点。

图 14： 我国二手车交易量不断攀升



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

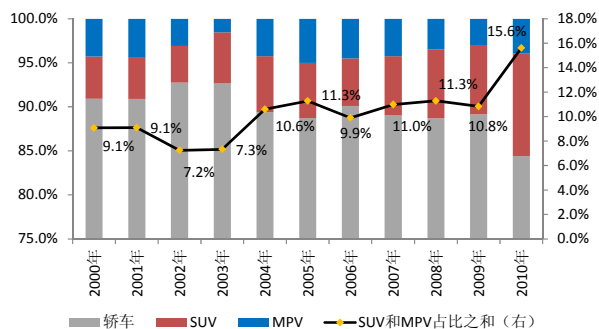
图 15： 我国二手车交易量相对新车销量有巨大提升空间



资料来源：中汽协，华泰联合证券研究所

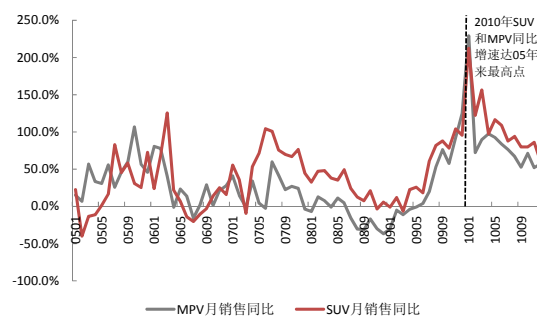
此外，消费车型的变化也在一定程度上反映了改善性需求的增长，多功能乘用车（MPV）以及运动型多用途乘用车（SUV）一般而言是二次购车的消费者所青睐的车型。从两类车型占狭义乘用车销售的比重看，十年前这一比重还不到 10%，而 2010 年的数据显示，这两类车型的销售占比已经达到 15.6%。2010 年，SUV 销量为 130.9 万辆，MPV 为 44.5 万辆，同比增幅分别为 99%和 79%，无疑成为了 2010 年乘用车车市中最耀眼的车型。

图 16： SUV 和 MPV 占乘用车销量比重



资料来源：中汽协，华泰联合证券研究所

图 17： MPV 和 SUV 销售增速在 2010 年达到高位

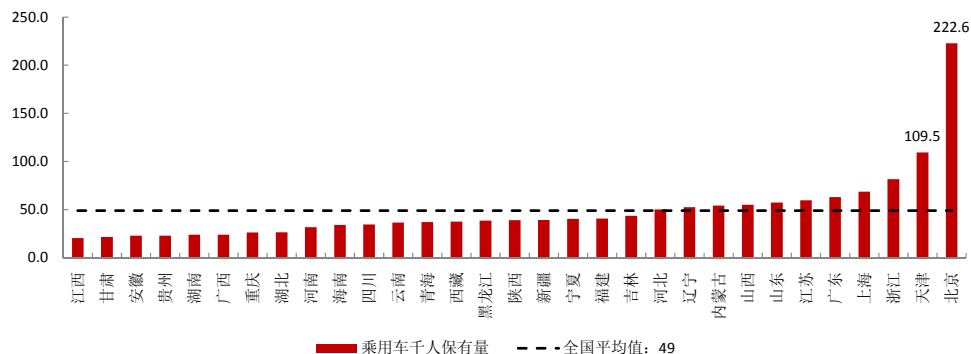


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

二、三线城市需求是支撑中国车市的重要力量

我国地域广大，中西部地区和东部地区的经济发展水平差异较大，汽车保有量差别悬殊。北京、天津是唯一两个千人保有量超过 100 的城市，达到了世界平均水平，31 个省市自治区中，仅有 12 个地区的千人保有量超过全国平均值，汽车消费水平很不均衡。据国家信息中心统计，国内一线城市汽车消费数量在全国市场中的总体份额逐年下降，二三线市场却呈现出比较旺盛的态势。二三线城市由于人口基数庞大，人均汽车保有量低，所以将成为国内车市未来主要的增量市场，汽车市场需求重心由一线城市向转移将是顺势所趋。

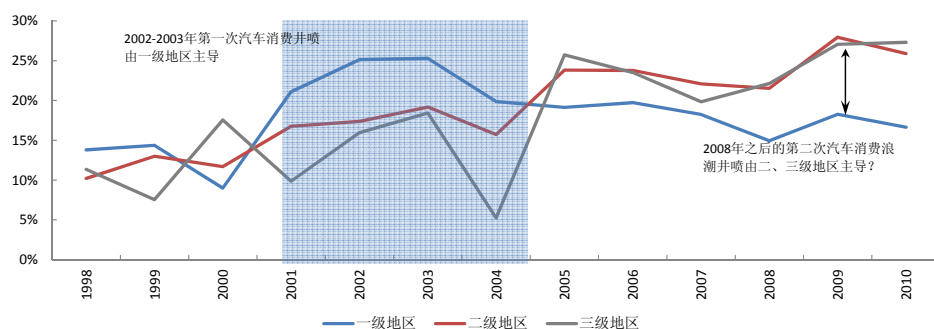
图 18： 我国各地区汽车千人保有量



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

汽车消费最先起步的发达地区，尤其是北京、上海、深圳等一线市场已经开始步入成熟期，再加上道路拥堵、车位紧张和环境污染等矛盾日益突出，地方政府已经开始采取控制总量的消费政策，比如北京去年底启动的“摇号限购”治堵方案，这都将使一线城市乘用车消费的高速增长态势受到较大程度的抑制。而相比之下，二、三线城市的消费需求仍有较大潜力，随着中西部经济发展和家庭生活水平的提高，中西部城市将逐渐进入私人汽车的消费门槛，据国家信息中心今年的统计数据显示，许多二三线城市的增长率已超过 30%。此外，农村地区的汽车消费潜力也不容忽视，随着惠农政策的出台、农民收入水平的提高，农村市场的广阔空间让人期待。因而，在未来几年，随着城镇化进程的推进以及人民生活水平的提高，二三线城市甚至三四线城市将是未来国内汽车市场增长的主导性力量。

图 19： 二、三级地区^{*} 汽车千人保有量增速赶超一级地区



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

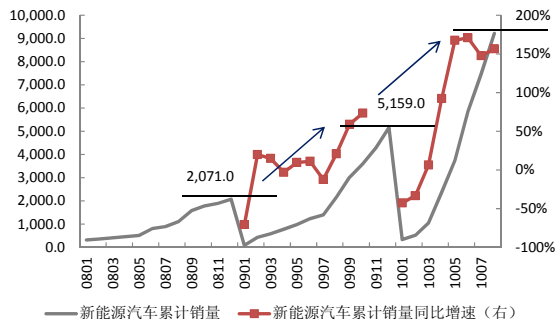
注*：地区的分级根据城镇人均可支配收入划分。

新能源汽车是未来行业新增长点

当国别之间、地区之间的追赶效应都竭尽后，技术创新将成为需求增长最后的保障。在能源紧张和节能减排的巨大压力下，开发普及新能源汽车已经被各国提升到了战略性高度。作为国家七大战略性新兴产业之一，我们对新能源汽车的市场前景乐观，因

为新能源汽车是打破汽车消费资源和环境制约的唯一途径，在政府频频出台产业政策保驾护航之下，我们认为新能源汽车市场前景从长远而言是广阔而确定的。

图 20： 新能源汽车销量节节攀升



资料来源：中汽协，华泰联合证券研究所

图 21： 新能源汽车主要政策一览

时间	主要新能源汽车产业政策文件	政策要点
2009.03	《汽车产业调整和振兴规划》	提出未来3年新能源汽车形成50万辆产能，占乘用车销量的5%；推动新能源车及关键零部件产业化。
2010.06	关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知	确定在上海、长春、深圳、杭州、合肥等5个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作，纯电动乘用车每辆最高补贴6万元。
2010.03	工信部与六车企就新能源汽车路线达成共识	T10峰会上，工信部、科技部官员最终同国内六大企业达成共识无论电动车、混合动力，还是包括以甲醇、天然气、乙醇等为燃料的传统汽车，只要能够达到节能的目的，国家
2011.07	《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020年)》	2011年到2020年的10年间，中央财政将投入1000亿元支持节能与新能源汽车的技术研发与产品推广。总体目标依然是2020年我国新能源汽车产销总量达到500万辆。

资料来源：网络公开资料，华泰联合证券研究所

我国未来汽车销量数据预测

2010 年我国整车销量 1806.2 万辆，其中乘用车 1375.8 万辆，占比 76.2%；商用车中载货车 384.9 万辆，占商用车比重为 90%。下面我们建立乘用车的需求模型来预测销量。

销量驱动力拆分法

乘用车的需求可以分五部分，行业内生的长期增长趋势、经济超预期增长带动的需求、政策等不确定因素引起的需求变动、通胀负向影响需求、资金成本影响需求。行业内生的稳定需求来源于社会财富的积累以及已购车者的示范效应；经济增长超预期带动的需求则源于对未来收入增速预期的提高；不确定因素包括政策刺激、特定收入临界点等；CPI 影响实际收入增速从而影响需求；M1 代表流动性情况影响资金成本。

02、03 年的高速增长源于人均收入达到临界点，消费者购车观念的建立，汽车消费市场启动，是汽车行业的快速发展期。从 04 年开始市场进入增长的稳定期，增长率保持在 20%左右。08 年汽车行业受金融危机的影响增速放缓，09 年得力于汽车政策的刺激快速回升，10 年经济复苏、政策余温犹存，增速同样较高。

我们建立模型来实现对于乘用车销量增速的拆分：

乘用车销量增速=内生增长趋势（短期内可视为常量）+系数 1×变量 1（GDP-潜在 GDP）+系数 2×哑元变量 2（有政策刺激为 1，无政策刺激为 0）+系数 3×变量 3（通胀 CPI）+系数 4×变量 4（信贷 M1）

由于只有 2000 年以来的销量数据，我们每年取年中和年末两个数据点，截止 2011 年 6 月共有 21 条数据。回归结果如下：

乘用车销量增速=15.2%+2.9×（GDP-潜在 GDP）+13.2%×（1, 0）+2.4%×（4-CPI）+0.9%×（M1-13）

在千人保有量低于之前，可以假设行业内生增速能够保持在 15.2%；经济增速每高于潜在增长率 1%，拉动汽车销量增速 3.1%；政策刺激能带来 13.2%的增长，通胀高于 4%将对销量形成负拉动，信贷低于 13%将对销量形成负拉动。

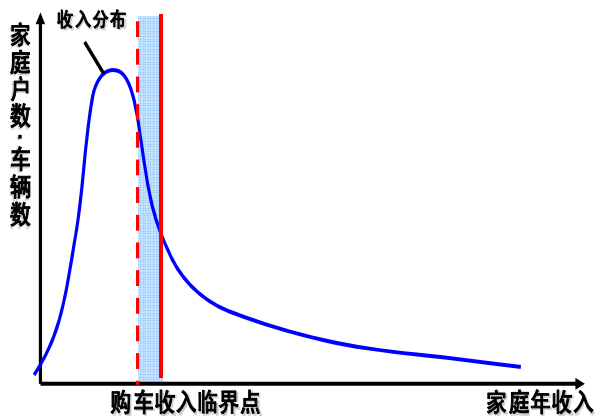
表格 2：销量驱动力拆分模型回归结果

拟合优度	0.79				
调整后拟合优度	0.73				
观测值	21				
方差分析					
	自由度	方差	均方差	F 值	F 值显著度
回归分析	4	0.32	0.08	14.87	0.00
残差	16	0.09	0.01		
总计	20	0.41			
	参数值	标准误差	t 检验	P 值	
常量	15.2%	0.02	7.05	0.00	
变量 1	2.85	1.51	1.89	0.08	
变量 2	13.2%	0.06	2.33	0.03	
变量 3	2.4%	0.01	2.88	0.01	
变量 4	0.9%	0.00	1.97	0.07	

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

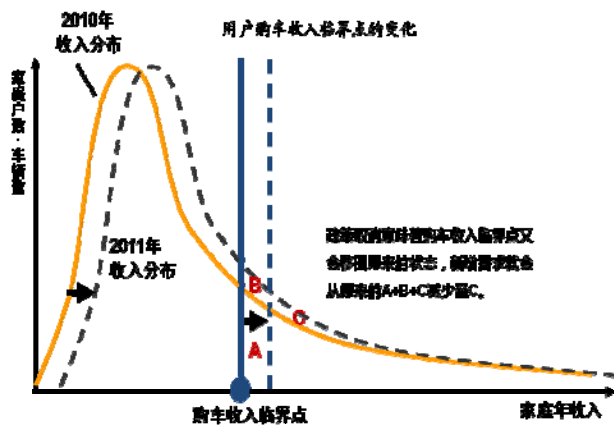
从模型的结果来看，政策刺激或者收入临界点的出现对汽车销量的影响非常大。政策刺激使得购车收入临界点降低，所以 09、10 年的销量大增。对于 2011 年而言，政策刺激退出之后，使原先新增的 A+B+C 的需求减少到 C。

图 22：政策刺激降低购车收入临界点



资料来源：国家信息中心咨询中心，华泰联合证券研究所

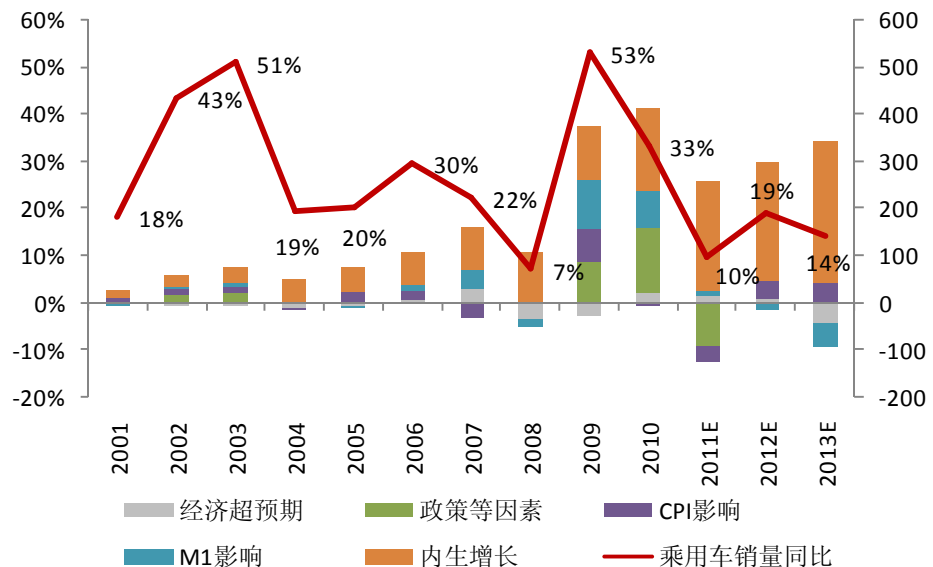
图 23：政策退出对销量产生影响的原理



资料来源：国家信息中心咨询中心，华泰联合证券研究所

按照模型预测 2011-2013 年乘用车销量增长分别为 9.7%、18.9%、14.2%。

图 24： 基于销量驱动力拆分法的未来三年销量预测

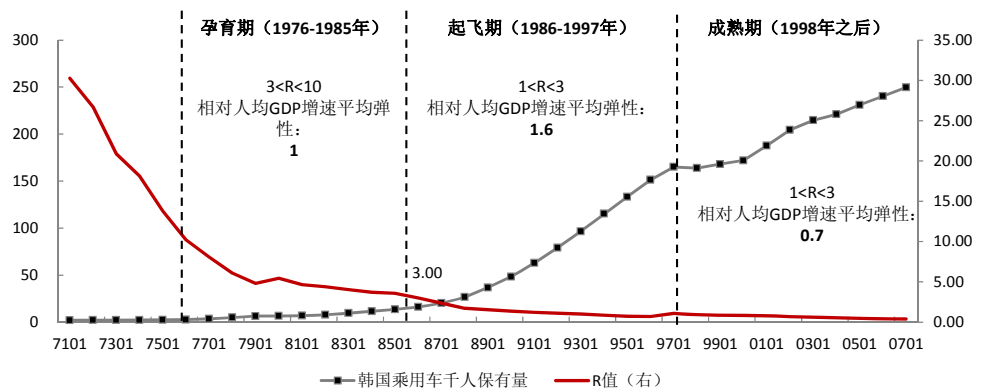


资料来源：国家信息中心咨询中心，华泰联合证券研究所

基于 R 值的区域销量拆分预测

用 R 值（车价/人均 GDP）来看汽车消费所处的阶段，当 R 值大于 3 时，汽车消费市场处于孕育期，处于 1 到 3 之间时，市场处于起飞期，千人乘用车保有量快速上升，而当 R 值低于 1 之后，市场进入成熟期，千人乘用车保有量增长放缓。我们用 R 值处于不同的区间时对应的保有量增速就可以估计出全国各省市在未来的乘用车保有量增量，考虑到汽车的保有量增速跟经济环境密切相关，汽车购买力由收入水平决定的，因而我们需要一个中间变量——千人保有量增速相对人均 GDP 的弹性。通过韩国的历史数据可得，在孕育期、起飞期和成熟期，千人汽车保有量相对人均 GDP 弹性分别为 1、1.6 和 0.7。

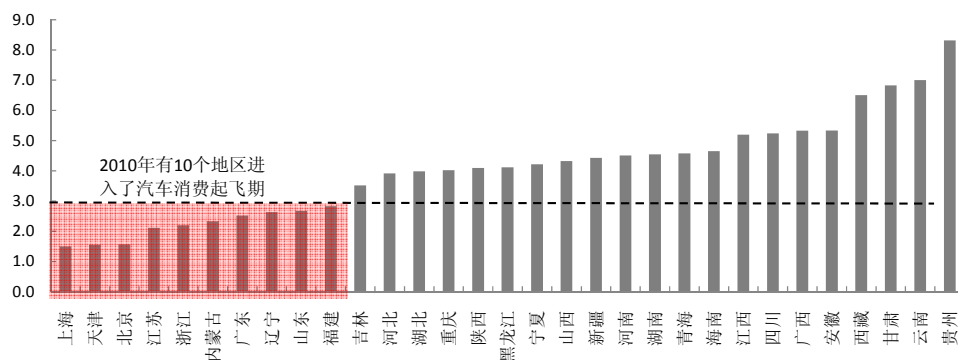
图 25： 韩国千人汽车保有量增速对应人均 GDP 弹性



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

从 R 值看 2010 年我国 31 个省市自治区的汽车消费市场发展阶段，除了京津沪和长三角等发达地区，全国大部分地区还处在汽车消费的孕育期。随着人均 GDP 的不断提升，更多地区会进入消费起飞期，也有一部分城市结束起飞期进入成熟期。

图 26： 从 R 值看 2010 年中国大部分地区还处在孕育期



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

对 2011 年至 2013 年的销量数据进行估计，并假设平均车价以每年 5000 元递减，2011-2013 年乘用车销量增长分别为 0.8%、30.1%、23.7%。

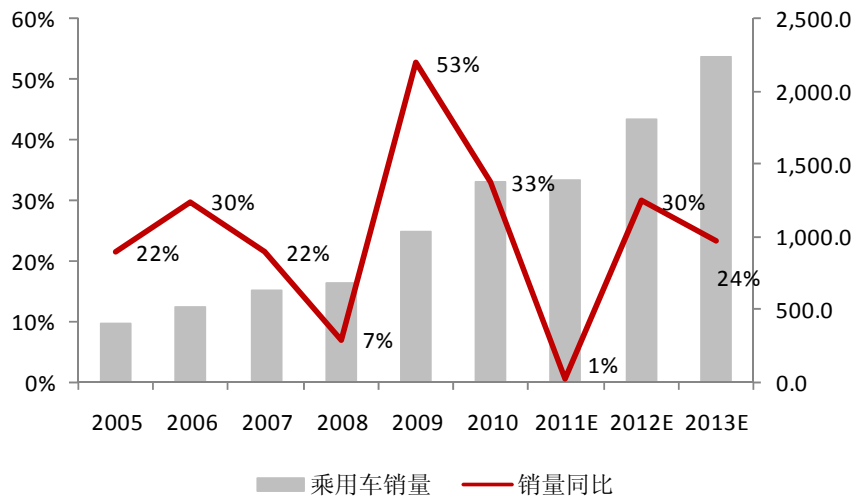
表格 3 基于 R 值的分区域销量拆分汇总

预测区间：2011-2013 年

主要假设	人均 GDP 增速	人口增速	车价
	过去 5 年平均增速	过去十年平均增速	110000 (不变)
预测结果	2011 年全国乘用车保有量(万)	2012 年全国乘用车保有量(万)	2013 年全国乘用车保有量(万)
	7510.4	9313.9	11544.2
	2011 年全国乘用车销量(万)	2012 年全国乘用车销量(万)	2013 年全国乘用车销量(万)
	1386.3	1803.6	2230.2
	2011 年全国乘用车销量同比增速	2012 年全国乘用车销量同比增速	2013 年全国乘用车销量同比增速
	0.8%	30.1%	23.7%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 27： 基于 R 值的区域销量拆分法的未来三年销量预测



资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

二、宏观驱动力

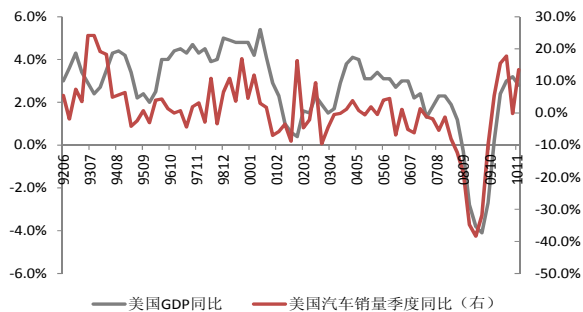
策略角度看行业，目的是要提前发现行业景气的拐点。我们通过大量的宏观驱动力指标及中观行业数据的印证来确定行业景气出现拐点的可能性，因为左侧配置的重点在于确定性，不同于右侧配置关注的是空间。通过宏观指标一方面可以确定经济周期的位置，进而根据投资时钟来确定投资时点，另一方面找到对于行业景气影响最大的宏观变量，确定行业周期的方向。

工业产值、物价水平和流动性提示行业景气

汽车属于耐用消费品，需求弹性较大，并且短期需求的弹性要大于长期弹性，因此汽车的短期需求变化相比其他消费品更为剧烈。另外，汽车行业的产能建设周期较长（2 年左右），存在蛛网模型效应。因此从需求和成本两方面来看，汽车属于周期性的消费品。

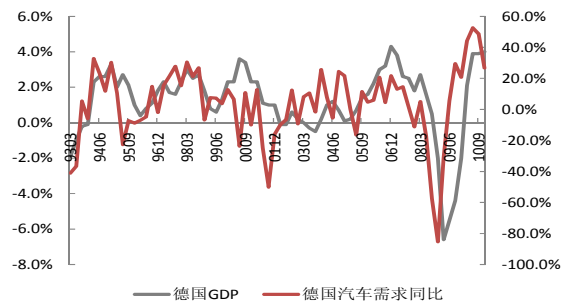
从发达国家的数据来看，汽车销量领先于 GDP 增长。汽车产业关系到国民经济的许多部门，比如汽车生产的原材料包括钢铁、有色、玻璃、塑料等，涉及冶金、机械制造、化工、轻工业等众多工业部门。汽车的销售还关系到金融、商业、运输服务等众多第三产业。2010 年，中国规模以上汽车企业完成工业总产值 4.34 万亿元，同比增长 36.25%，占 GDP 比重为 10.9%，其景气状况常常被认为是经济的先行指标。

图 28：美国汽车销量和 GDP 同比



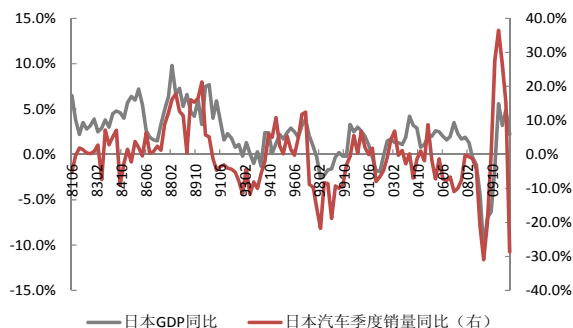
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 29：德国汽车需求和 GDP 同比



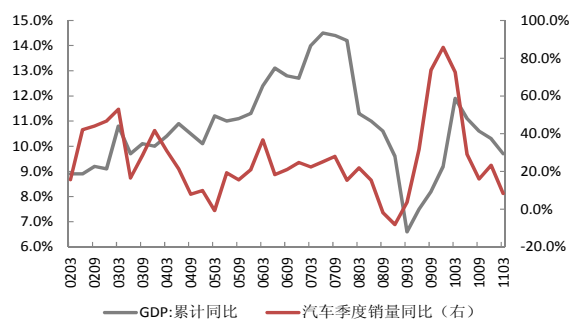
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 30：日本汽车销量和 GDP 同比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

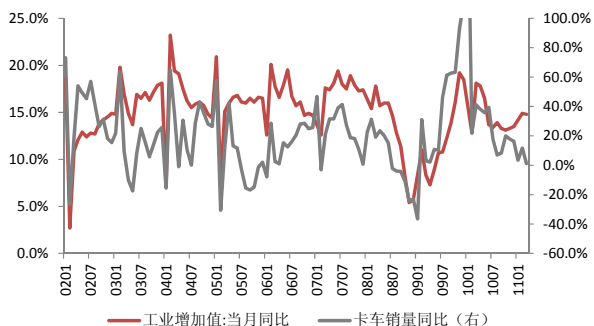
图 31：中国汽车销量和 GDP 同比



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

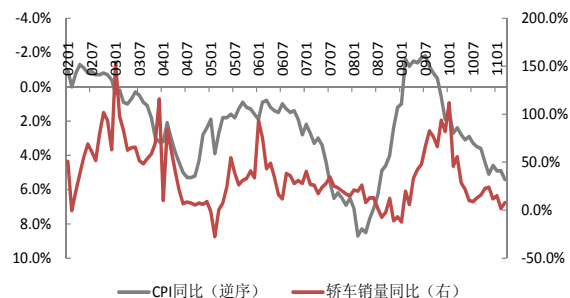
由于我国之前的经济周期均是投资拉动，而非消费拉动，所以我国汽车销量与 GDP 的吻合度并不高。在 GDP 季度同比增速平均达到 13% 的 2006 和 2007 年，汽车销量同比反而出现了下降，但 08 以来行业景气显著领先于整体经济。09 年下半年和 10 年一季度在“四万亿”和汽车消费优惠政策的刺激下汽车销量出现井喷，之后迅速回落，并带动实体经济一起下滑。

图 32：工业增加值和卡车销量同步



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 33：CPI（逆序）代表购买力领先于轿车销量同比

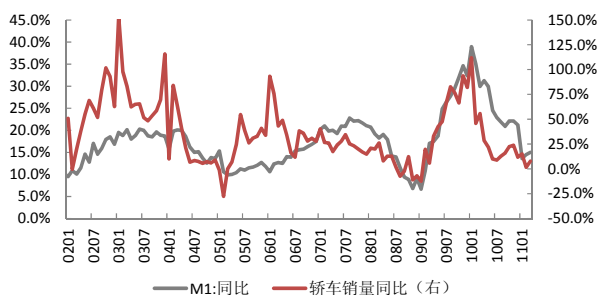


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

宏观经济对载货车和乘用车市场的影响程度是不一样的：载货车依赖于投资，其市场波动与宏观经济有直接的关联效应，影响相对较大；但是乘用车主要受到消费需求的影响。

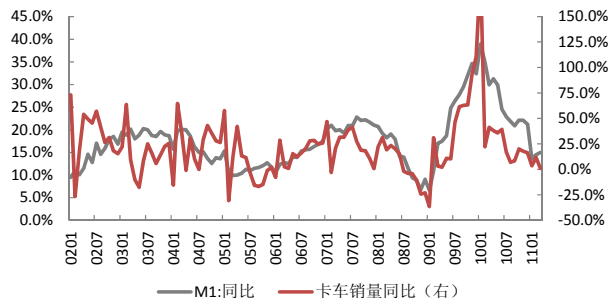
选取轿车作为乘用车的代表，选取卡车作为载货车的代表。载货车关注投资，固定资产投资拉动运输需求，载货车最受益。乘用车关注通胀，通胀降低居民实际收入水平，抑制消费需求的过程中可选消费受影响最大。M1 间接影响两类车型的需求，投资方面，当流动性宽松的时候，信贷成本低，资本存在投资冲动；消费方面，因为流动性周期领先于经济景气周期，流动性逐渐宽松的过程往往也是经济逐渐升温的过程，随着居民财富积累，对可选消费品的需求也逐渐回暖。

图 34： M1 的变化能较好的拟合轿车销量变化



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 35： M1 的变化从 05 年下半年以来和卡车销量变化基本同步



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

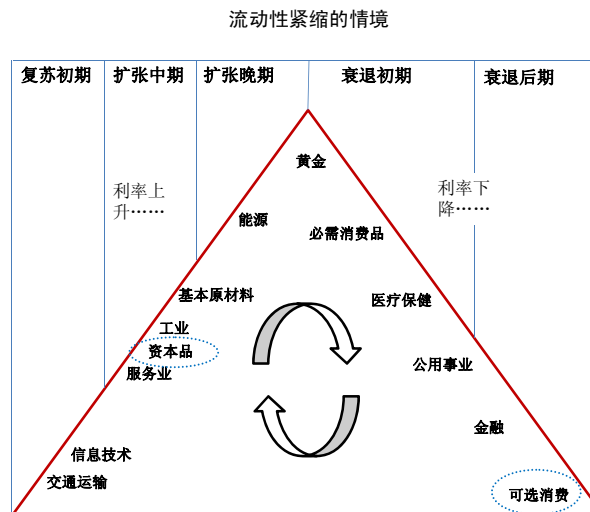
汽车行业和经济周期

在“复苏——过热——紧缩——衰退”的经济周期中，汽车行业属于早周期行业，即汽车行业是在经济周期中最早景气的行业。在周期的演进中，流动性、经济增长和通胀水平的不同阶段，对应不同的行业在不同的经济环境中表现不同。

乘用车和载货车分别受消费和投资拉动，在经济周期中受益的阶段也不同。国外来看，经济复苏通常是由居民消费所带动的，在经过经济衰退之后，利率和通胀水平都已经到达较低的水平，消费者重拾信心，此时可选消费行业成为经济的领头羊，乘用车、房地产、家电等耐用品先行复苏。随着产出的扩张，经济进入复苏中期，此时日益高涨的投资需求使得资本品市场进入繁荣期，这使得载货车和其他生产资本品的中游制造业迎来景气。

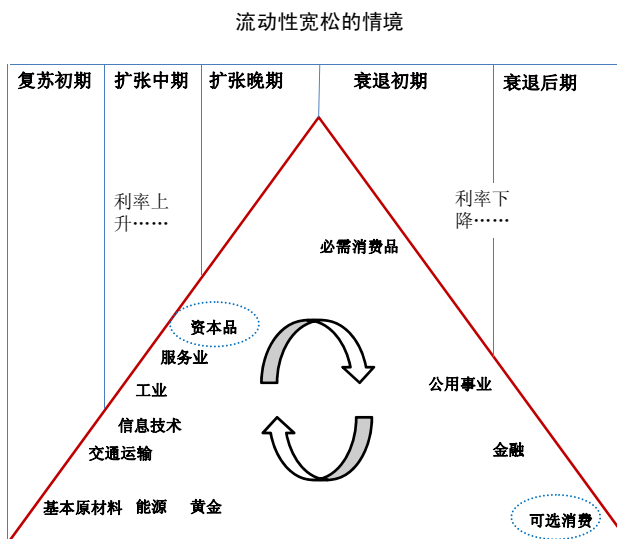
根据美国市场 1965 年至 2009 年的数据，进一步将经济划分为流动性紧缩和流动性宽松两种情况，这两种情景的唯一区别是，在流动性宽松时，紧随金融行业和可选消费行业复苏的是受流动性推动的黄金、能源和基础原材料等部门，交通运输和信息技术行业随后迎来景气。乘用车和载货车作为可选消费品和资本品代表和从理论上分别看分别在经济触底和扩张中期受益。

图 36： 在流动性偏紧时经济周期和行业复苏顺序



资料来源：technicalspeculator，华泰联合证券研究所

图 37： 在流动性宽松时经济周期和行业复苏顺序



资料来源：technicalspeculator，华泰联合证券研究所

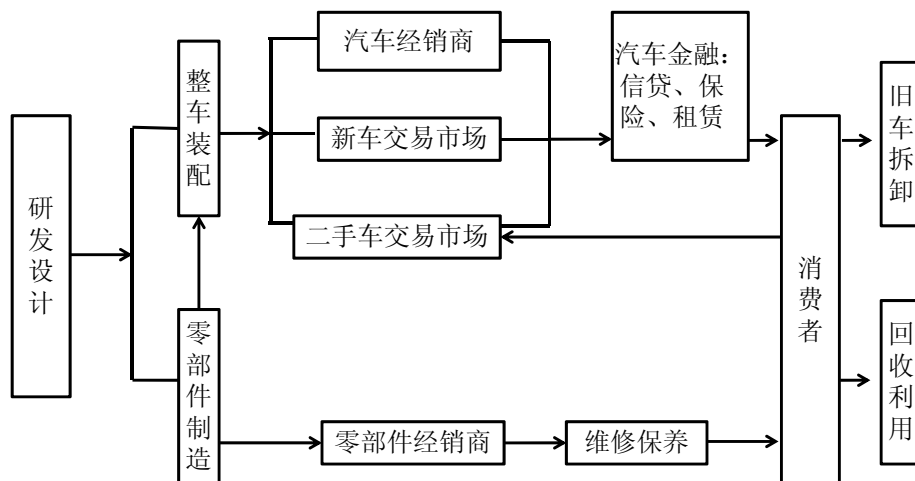
三、中观数据印证—产业链分析和供需分析

宏观驱动力的分析可以让我们定性地把握汽车行业所处的大环境,但是工业产值、CPI和流动性等宏观指标无法解释短期需求的波动,但股价恰恰对短期行业波动反映最为敏感,因此我们还必须从中观的层面对行业进行剖析。这其中涵盖两方面,一从产业链角度,二从供需的角度。

产业链角度

汽车产业链长、辐射面广，汽车行业的发展和钢铁、机械、电子、橡胶、玻璃等多个相关行业有密切联系。一个完整的汽车产业链链条包括研发设计、零部件制造、整车装配、销售服务和最后的回收利用五个环节。

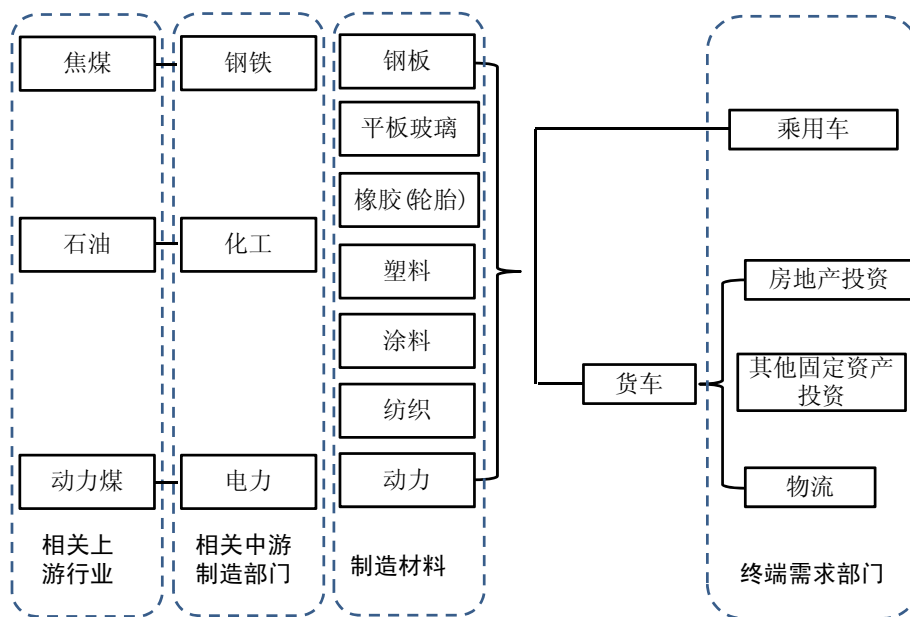
图 38：汽车行业产业链



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

对应到具体的中游制造部门和终端需求部门，乘用车和载货车上游对应的部门相同，有钢铁、玻璃、橡胶、塑料、涂料、纺织、电子等等；但和乘用车不同，载货车本质上不属于终端消费品，它作为资本品还和房地产投资、城镇基础建设和物流等部门相联系。

图 39：货车和乘用车相关上下游部门

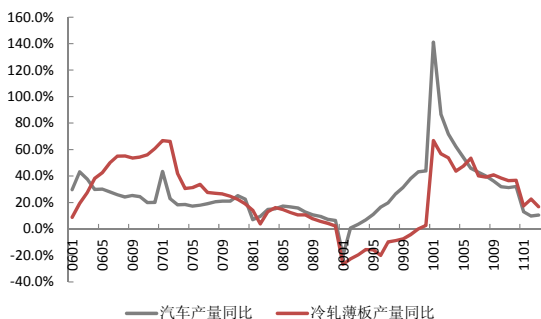


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

通过汽车产量和冷轧薄板产量的对比图，二者变动的相关程度较高，即使是在同比增长的绝对水平上也较为接近，汽车产量略微领先于冷轧薄板的产量变动。事实上，冷轧薄板和汽车产量的高度相关性是因为钢材是汽车的主要原材料。

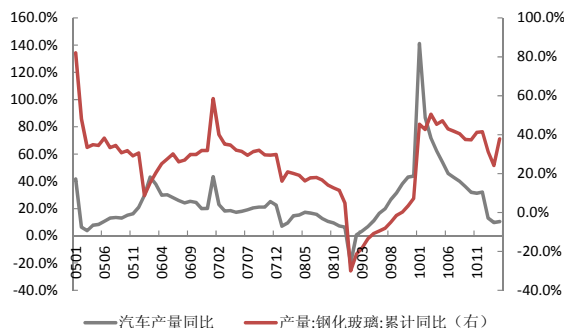
汽车产量和钢化玻璃同比增长存在相关性。橡胶按产品用途的不同可以分为轮胎与其它橡胶制品，汽车用轮胎产量和汽车产量几乎是同步的，非常依赖于汽车行业的生产需求状况。而塑料、涂料、纺织和用电量等变量涉及的行业过多，因此在此不特别做比较分析。

图 40：汽车产量和冷轧薄板产量高度相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

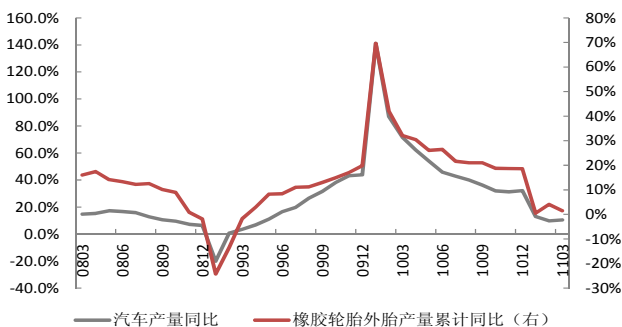
图 41：汽车产量和钢化玻璃累计同比相关性显著



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

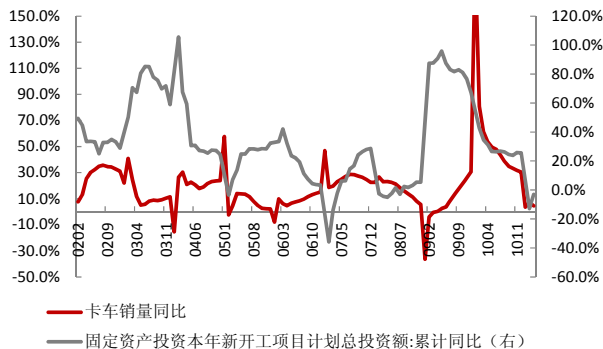
和乘用车不同，卡车等商用车还是其他行业生产的资本品，因此其下游行业的景气程度也影响需求。从历史数据来看，计划固定资产投资、房地产新开工面积是领先指标，公路货运量是同步指标。

图 42：汽车产量变化和轮胎外胎产量同步



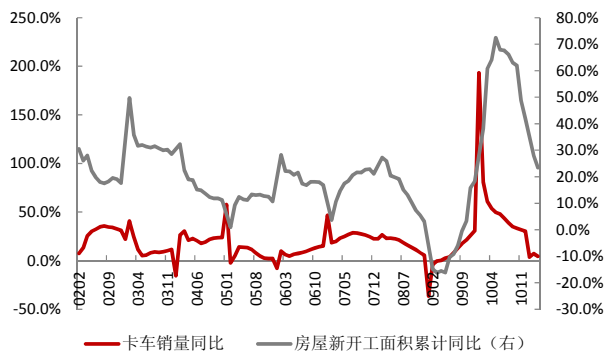
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 43：固定资产投资计划新开工项目领先于卡车销量



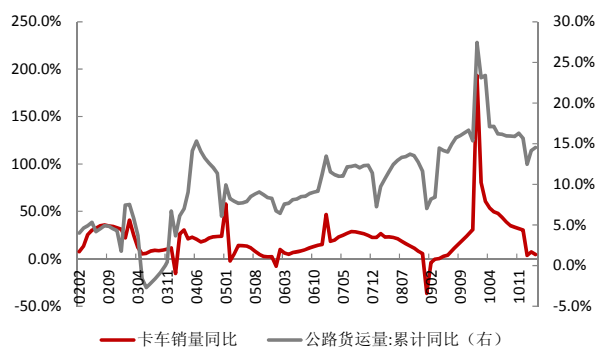
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 44： 卡车销量领先于房屋新开工面积



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 45： 卡车销量同步于公路货运量



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

行业盈利分析

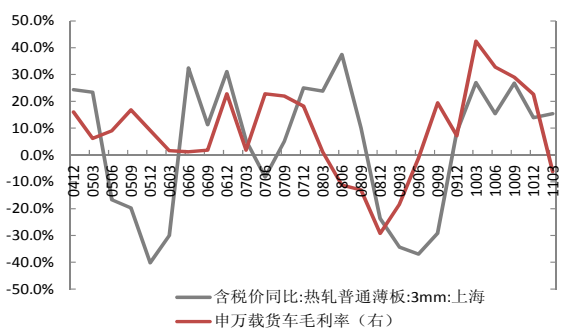
原材料成本对行业盈利影响较弱

汽车制造的原材料主要是钢材，其他包括玻璃、橡胶等。

钢材是汽车制造所需的主要原材料，约占重量的 70%。其中和乘用车关系最大的是冷轧薄板，用作乘用车外壳，热轧薄板以及中板和重卡联系更为紧密，由于全国价格数据不全，我们不妨选取上海的价格作为参照。钢板价格和汽车毛利率的趋势相同，毛利率略领先于钢板价格，在载货车方面表现尤为明显。但是钢板价格的上升并不总是伴随着利润率的大幅下降，同样钢板价格的下降也并不总是伴随着利润率的大幅上升。

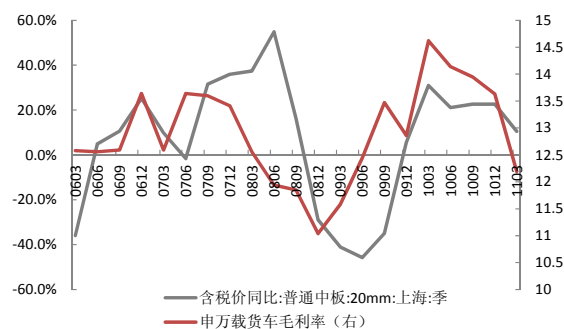
汽车轮胎的主要材料由合成橡胶和天然橡胶混合构成，我们选取天胶的价格指数作为橡胶价格的代表，毛利率和天然橡胶的价格基本呈现同步正相关的关系。

图 46： 热轧薄板价格同比和载货车毛利率



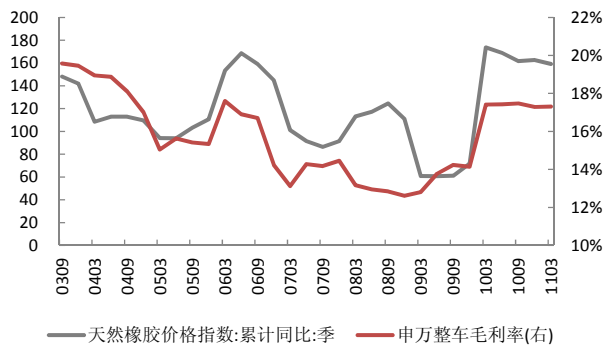
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 47： 普通中板价格同比和载货车毛利率



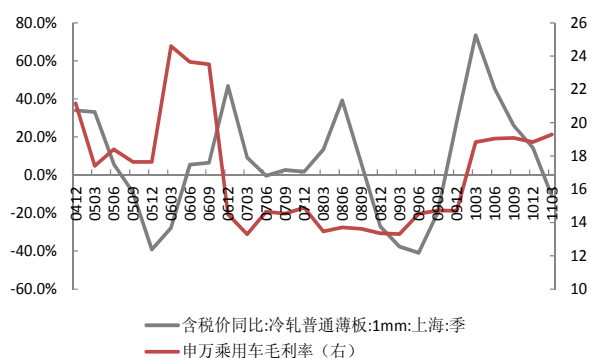
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 48： 橡胶成本同步于整车毛利率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 49： 冷轧薄板价格同比和乘用车毛利率



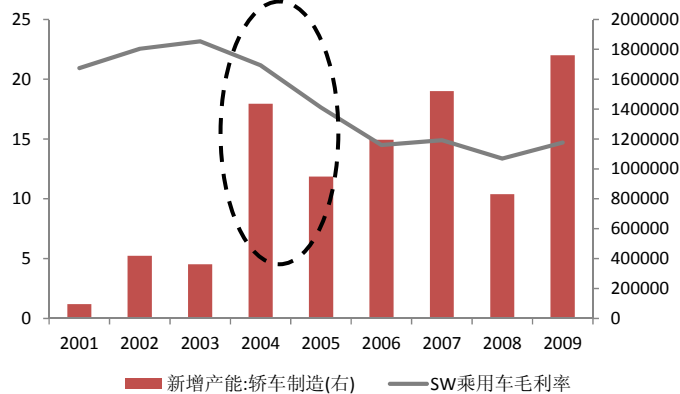
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

产能利用率才是决定盈利的关键

把握供需状况是诊断周期性行业的关键。整车制造商固定投资额大，而且投资周期较长（2 年），当行业景气度较高时，企业受到本身产能的限制，而无法扩大规模，导致供小于求；企业开始扩大产能，由于时间较长（2 年），当新建产能释放时，需求未必能够得到相应幅度的增长和维持，会造成产能过剩。需求的弹性大于供给，供给相对于需求有滞后性，从而带来整体行业的周期性。

2001-2003 年，居民购车需求出现第一次爆发性增长，乘用车销售同比增速迅速上升，汽车制造商在此间大量扩建产能，这些产能在 2 年后集中投放形成巨大供给压力，导致 2004-2005 年毛利率大幅下滑。

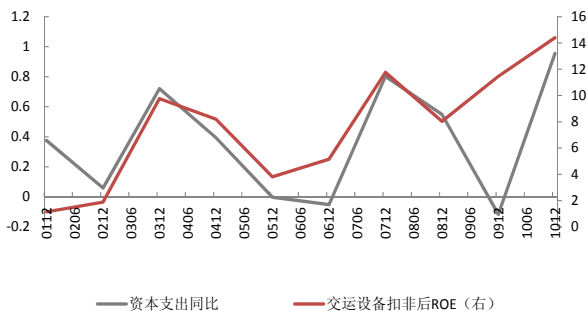
图 50： 2004 年过剩产能挫伤利润



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

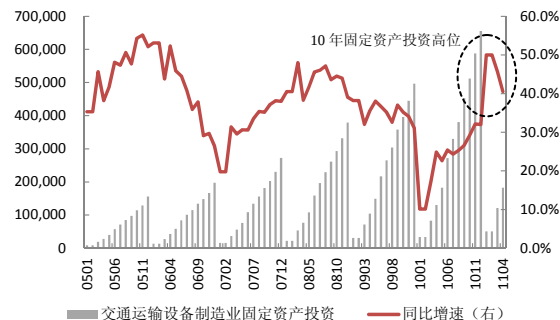
利用资本支出可以跟踪产能扩张。资本支出和 ROE 有很强正相关性，随着 ROE 的提高，厂商有扩大生产的冲动，因此可以通过跟踪固定资产投资情况来定位行业景气阶段以及未来的产能情况。可以看到 2010 年行业的固定资产投资增速处在历史的较高水平，这也和市场普遍认为汽车在 2012 年将会实现最大产能投放的观点相符。

图 51: 交运设备行业资本支出和 ROE 同步



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

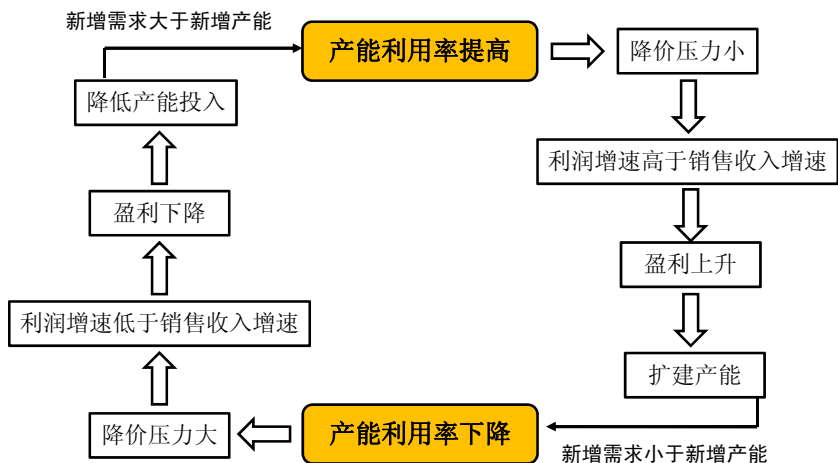
图 52: 交运设备制造业固定资产投资增速处于高位



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

产能利用率与车企盈利水平直接相关。产能大幅投放的年份并不都伴随着盈利能力的下降，比如 2007 年和 2009 年都是产能投放的高点，但是由于当年新增需求也较大，因此车企利润没有恶化。因此，判断盈利要关注新增产能和新增需求两方面内容，产能利用率就自然成为了一个良好的观察指标。产能利用率是实际产能和设计产能的比率，它体现了汽车行业供给和需求之间的匹配关系。当新增需求远大于新增产能时，产能利用率上升，制造商没有动力主动降价，利润总额增速大于销售收入增速，盈利上升；当新增需求小于新增产能时，产能利用率下降，制造商主动降价以保证产能利用率。但此时利润总额增速小于销售收入增速，盈利下滑。

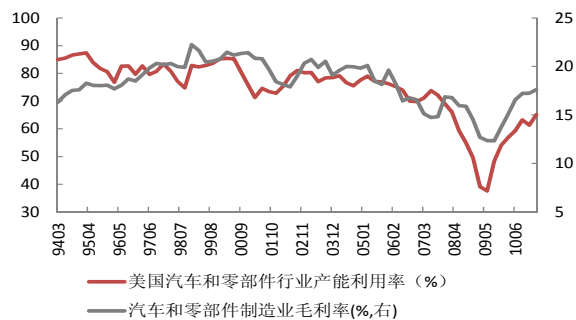
图 53: 产能利用率是汽车行业利润率变动的核心要素



资料来源: 华泰联合证券研究所

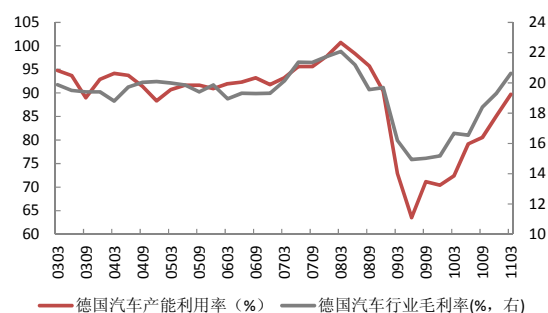
观察美国、德国和日本汽车行业产能利用和盈利水平的比较，我们都可以发现行业毛利率伴随产能利用率下降的趋势。产能利用率略微领先于毛利率，可以通过判断产能利用率来判断毛利率的变动水平。

图 54： 美国汽车和零部件行业产能利用率和毛利率



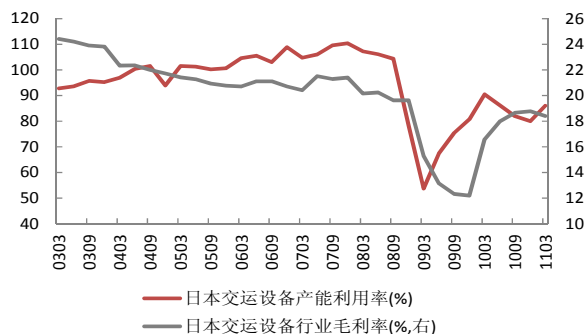
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 55： 德国汽车行业产能利用率和毛利率



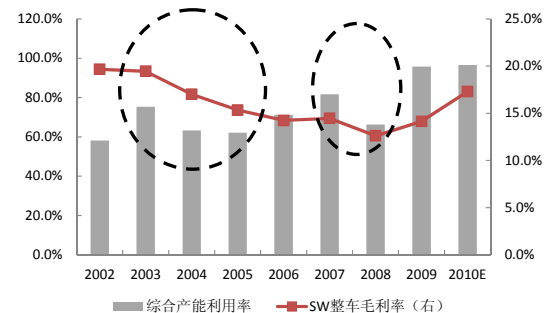
资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

图 56： 日本交运设备产能利用率和毛利率



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 57： 中国汽车综合产能利用率和毛利率比较

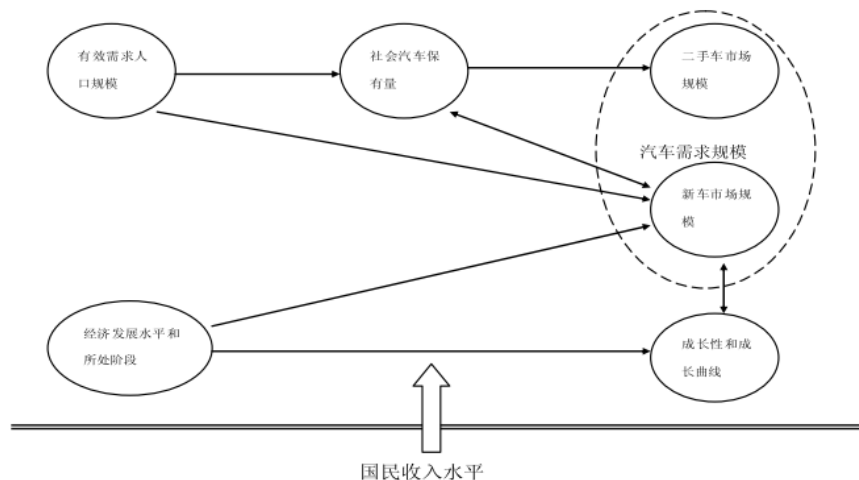


资料来源：CEIC，华泰联合证券研究所

鉴于汽车行业产能建设的特点，其新增产能相对清晰，易于研究，但需求波动性高难于预测，因此对供需的研究要放在对汽车总需求的跟踪和预测上。

在华泰联合研究所汽车组关于汽车需求的模型中，决定汽车消费的长期走势和规模的主导因素包括：汽车保有量规模（决定了普及水平和二手车交易规模）、有效需求人口规模（决定保有量人均水平）和汽车消费的国别特征（经济发展的水平和所处阶段，由此决定了汽车普及率提升的速度）。但引起市场波动的往往是需求端的短期变动，因此我们还必须进一步对可能的短期因素加以考察。

图 58： 影响汽车需求的长期因素

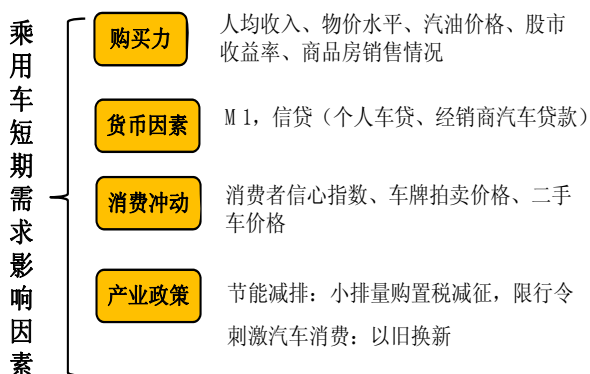


资料来源：华泰联合证券研究所汽车组

影响乘用车需求的短期因素主要包括：第一、购买力，实际可支配收入增速对轿车消费有领先作用，房屋销售旺盛代表的财富效应；第二、货币因素，货币因素直接影响汽车信贷，包括个人车贷和经销商汽车贷款；第三、消费冲动，车辆的牌照价格以及二手车价格；第四、行业政策，一是由于资源约束而“节能减排”，比如考虑到道路拥堵状况以及环境和能源的有限负荷而推出的限行令以及小排量汽车购置税减征等。

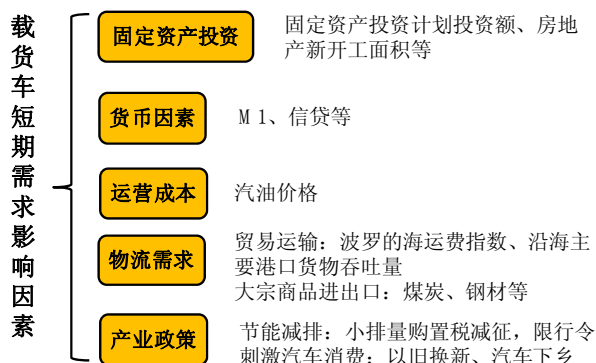
影响载货车需求的短期因素主要包括，第一、固定资产投资，房地产新开工等；第二、货币因素影响；第三、物流需求对载货车的影响，关注指标包括波罗的海综合运费指数反映了国际贸易的景气程度、沿海主要港口货物吞吐量。最后，和乘用车一样，载货车消费也在很大程度上受到政策的影响。

图 59： 乘用车短期需求影响因素



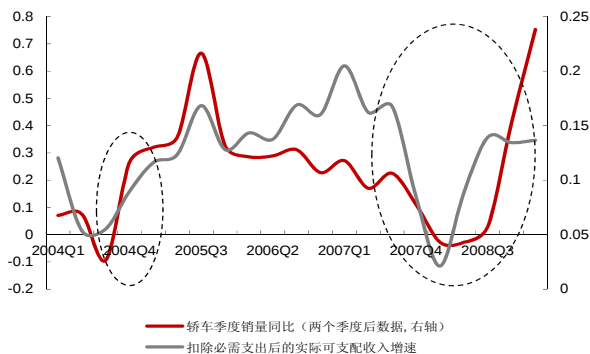
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 60： 载货车短期需求影响因素



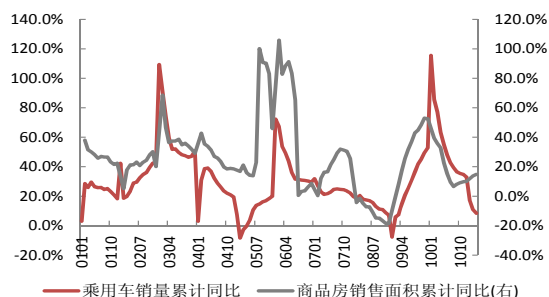
资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

图 61: 购买力对乘用车消费的影响



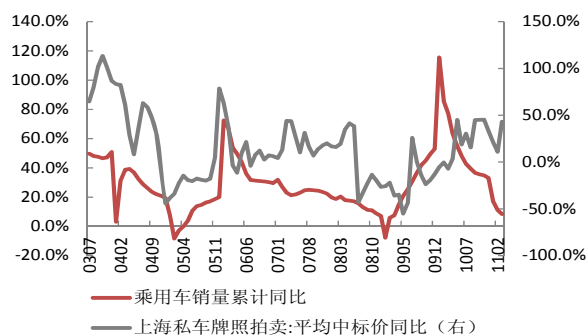
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 62: 商品房销售面积略领先于乘用车销量



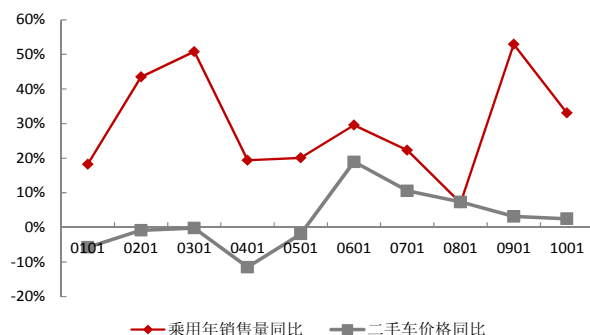
资料来源: WIND, 华泰联合证券研究所

图 63: 私车牌照拍卖中标价体现乘用车购买冲动



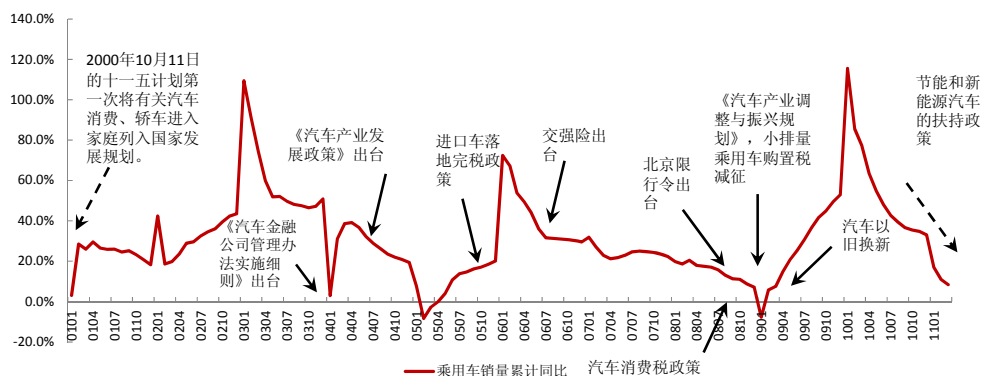
资料来源: BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 64: 中国二手车价格同比和乘用车销量



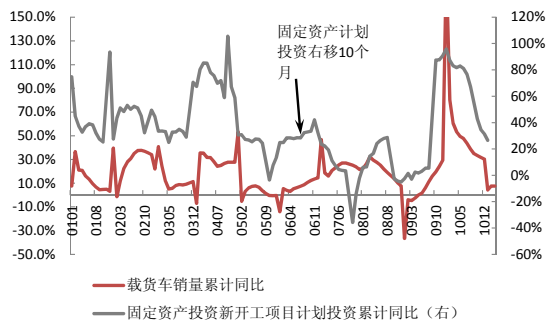
资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

图 65: 历年乘用车行业政策一览



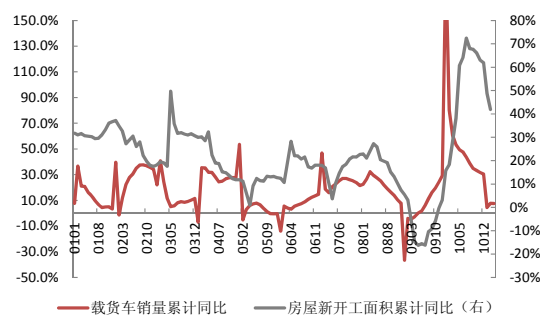
资料来源: 华泰联合证券研究所

图 66： 固定资产计划投资额领先载货车销量 10 个月



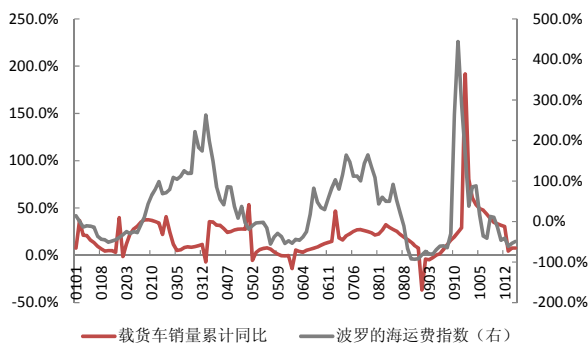
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 67： 房地产新开工领先载货车销量



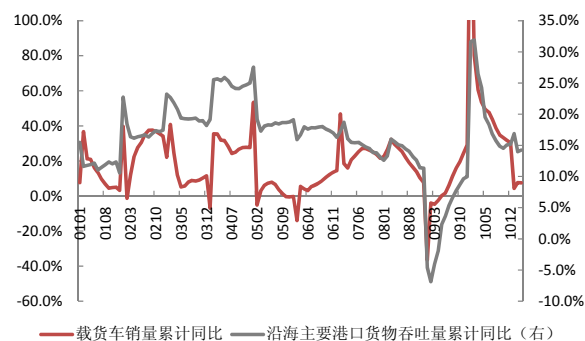
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 68： 载货车销量和波罗的海运费相关性强



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

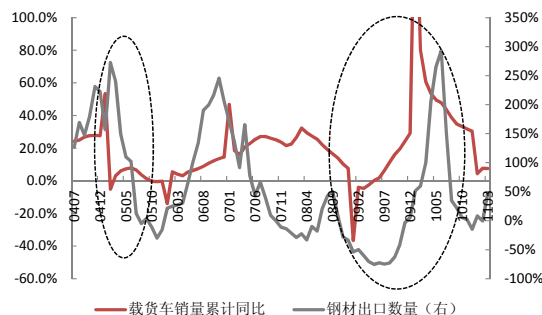
图 69： 载货车销量和港口货物吞吐量同步



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

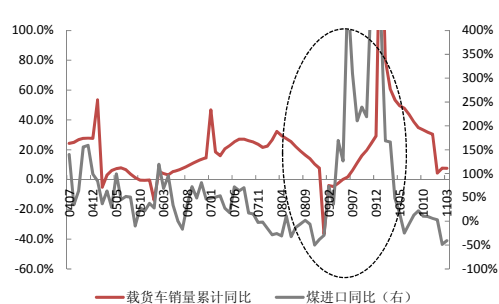
钢材主要的运输方式是海运，煤炭是火车，但是二者仍需要重卡支持短途运输。考察钢材出口和煤炭进口对载货车销量的拉动作用，发现载货车销量和钢材出口更为相关；煤炭和钢材都于 2009 年先于载货车销量同比上升，具有一定的领先作用。

图 70： 钢材出口领先于载货车销量



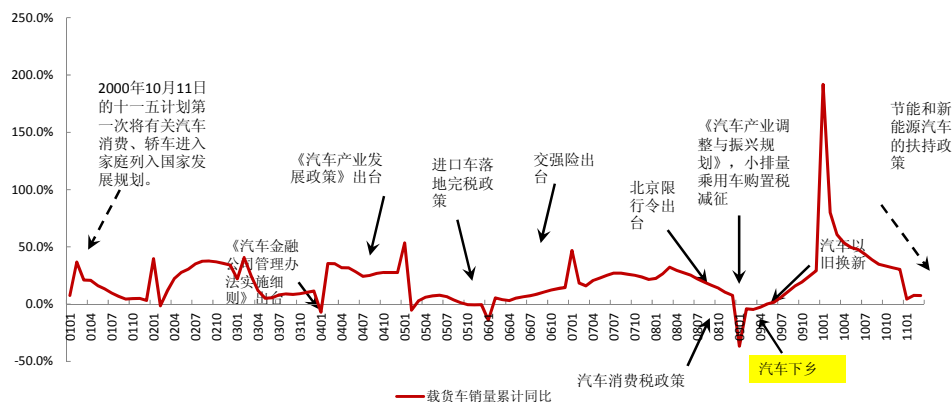
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 71： 煤炭进口和载货车销量关系



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 72： 历年载货车政策一览



资料来源：华泰联合证券研究所

四、板块投资收益分析

在对汽车行业的基本面做了从宏观到微观的分析后，我们对汽车板块的投资收益进行分析，总结行业出现绝对收益和超额收益的背景，从而能够在不同的经济背景下，选择合适的时机给出最优的资产配置建议。

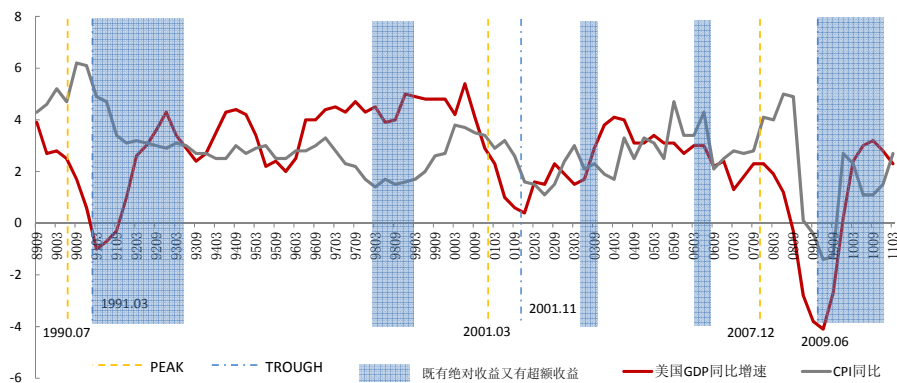
宏观背景

首先考虑出现投资机会时的宏观背景。

我们先看成熟市场上的规律，以美国市场为例。我们选取的市场指数为标普 500 指数，汽车板块的指数为标普 500GICS 三级的汽车行业指数（S5AUTO），成分股为福特汽车和哈雷摩托车，都为制造商。为了和宏观数据（比如 GDP）相匹配，并且考虑到美国的数据较长，我们不妨选取数据频率为季度，样本区间为 1989 年至今，总共有 87 个季度数据。

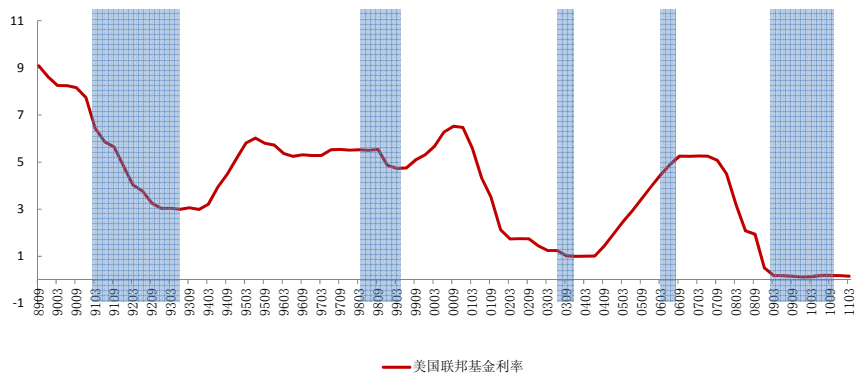
结合第一部分对板块轮动和经济周期的分析来考察汽车板块同时出现绝对收益和超额收益的时期。根据美国 NBER 对美国经济周期的划分，下图标出了经济周期的高点（PEAK）和低谷（TROUGH），并且用阴影标出了汽车板块同时出现绝对收益和超额收益的时期。

图 73： 美国汽车板块出现绝对收益和超额收益的时期



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 74： 美国汽车板出现绝对收益和超额收益时期利率情况



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

汽车板块出现超额投资收益时美国经济一般处于两种状态中，一是复苏，二是经济出现过热端倪。第一、三、五个时期，经济处于复苏期中，投资者确定经济触底后，可选消费板块出现显著超额收益；在经济临近过热阶段时，从历史上看，汽车又会出现一波行情，这是由财富效应所带来的第二次消费浪潮所致。

表格 4： 美国汽车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景

出现超额收益的时期	期间收益	板块收益排名 (GICS 1)	GDP 同比	CPI 同比	利率	处于的经济阶段
一：1991.03-1993.06	54%	1	触底后大幅回升	下行	下降	复苏
二：1998.03-1999.03	30%	1	平稳上升	到达底部后略有抬头	稳中略降	有过热端倪
三：2003.06-2003.12	41%	1	上升	平稳	利率下行即将见底	复苏
四：2006.03-2006.09	24%	1	增速放缓	从前期高位回调	上行	有过热端倪
五：2009.06-2010.12	167%	1	触底后大幅回升	触底后回升	下调	复苏

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

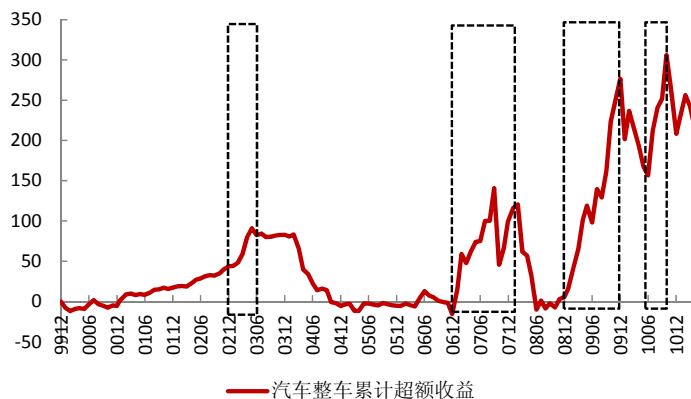
我们用申万的行业指数来考察中国汽车行业获得投资收益的情况，先看整车板块的总体情况。汽车板块在四个时期获得了大幅超额收益，对应图中虚线标出的时期。

表格 5：汽车板块获得大幅超额收益的时期

开始	结束	持续（月）	股市表现	行业表现	超额收益
2002.12	2003.05	5	16.1%	44.3%	28.2%
2007.01	2008.02	13	56.1%	100.6%	44.5%
2008.12	2009.12	12	80.0%	271.6%	191.6%
2010.07	2010.10	3	12.9%	29.2%	16.3%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

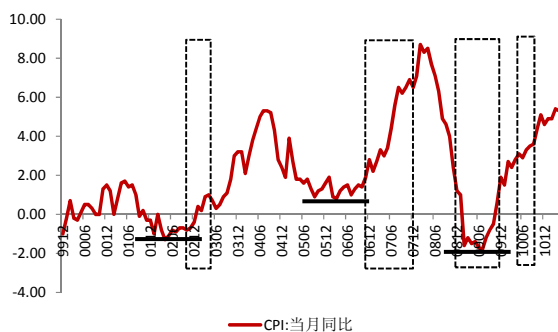
图 75：汽车板块在四个时期取得大幅超额收益



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

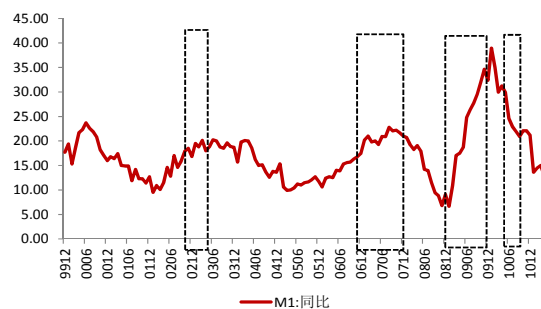
汽车板块获得超额收益的时候往往是通胀走出底部并处在上升区间之时。一般而言，M1 同比上升的时期也正是汽车板块取得超额收益的时期，例外的是 2010 年的三季度，流动性往下走，但是汽车仍然取得了短暂的超额收益，这主要是针对汽车市场的利好政策所致，但 2010 年四季度开始，流动性紧缩对汽车板块的抑制作用开始呈现出来。

图 76：汽车超额收益和通胀周期的关系



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

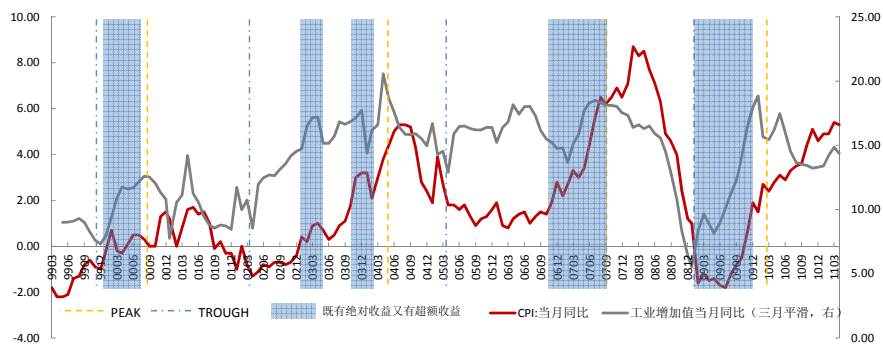
图 77：汽车超额收益和 M1 同比增速关系



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

由于乘用车和载货车投资逻辑不同，我们分别用申万三级行业中的乘用车指数和载货车指数作为跟踪指数，详细分析乘用车和载货车的投资机会。样本区间为 1999.12 至 2011 年 4 月的月数据，总共有 137 个月收盘价格。

图 78： 中国乘用车板块出现绝对收益和超额收益的时期



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

历史上乘用车出现投资机会的五个时期中，除了第四个时期超额收益延续到经济过热阶段，其余时期都处于复苏和扩张阶段，这和汽车行业可选消费品早周期的属性密不可分。除了第四个时期 CPI 迅速从 1.4% 攀升到 6.2% 的高通胀水平，其余阶段经济都处于通缩或者低通胀的环境中。同时，政策基调维持宽松或者中性。

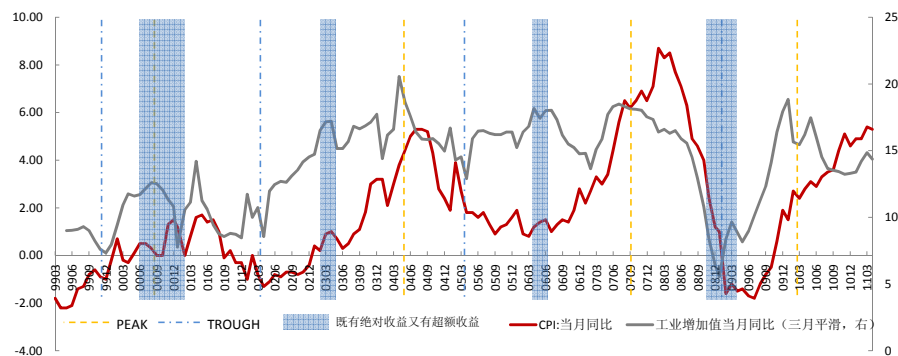
表格 6：中国乘用车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景

出现超额收益的时期	期间收益	板块收益排名 (申万 I)	GDP 同比	通胀情况	货币政策	财政政策	经济阶段
一：2000.02-2000.07	40.00%	3	上升	通缩-低通胀	稳健	积极	复苏-扩张
二：2003.01-2003.05	61.30%	1	上升	通缩-低通胀	稳健	积极	复苏
三：2003.06-2004.02	27.70%	8	上升趋势中	低通胀	稳健	积极	扩张
四：2006.10-2007.09	435%	2	上升	低通胀-高通胀	稳健	稳健	扩张-过热
五：2009.01-2009.12	256.30%	1	大幅上升	通缩-低通胀	适度宽松	积极	复苏

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

载货车出现绝对收益和超额收益的四个时期中，前三个时期都处于工业增加值的短期高位，第四个时期工业增加值处于底部，受四万亿投资刺激载货车超额收益大幅飙升。此外，载货车出现投资机会的时期通胀都处于低位，货币和财政政策基调维持在中性或者宽松。

图 79： 中国载货车板块出现绝对收益和超额收益的时期



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 7： 中国载货车板块出现绝对收益和超额收益时期的宏观背景

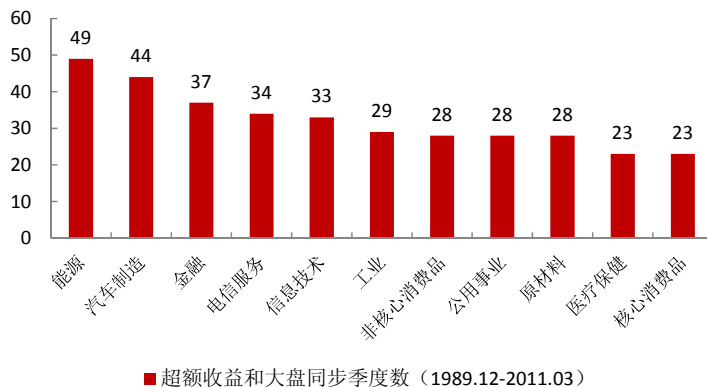
出现超额收益的时期	期间收益	板块收益排名 (申万 I)	GDP 同比	通胀情况	货币政策	财政政策	经济阶段
一：2000.06-2001.02	17.10%	1	触顶后下降	低通胀	稳健	积极	过热-紧缩
二：2003.02-2003.05	14.50%	4	上升	低通胀	稳健	积极	复苏
三：2006.04-2006.06	31.20%	6	上升	低通胀	稳健	稳健	复苏
四：2008.11-2009.04	96%	2	触底回升	低通胀-通缩	适度宽松	积极	衰退-复苏

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

和市场收益的关系——强于大市

美国 1989 年以来的 64 个季度中，汽车板块超额收益和市场指数同涨共跌的季度数为 44，仅次于能源行业，与大盘具有很强的同步性。汽车行业出现绝对收益的 42 个季度中，有 34 个季度出现了超额收益，比例达到了 81%，这表明汽车行业在上涨行情中 BETA 值高，一旦出现上涨行情，将会是具备较强攻击性的配置品种。

图 80： 美国汽车板块超额收益和大盘同步性很强



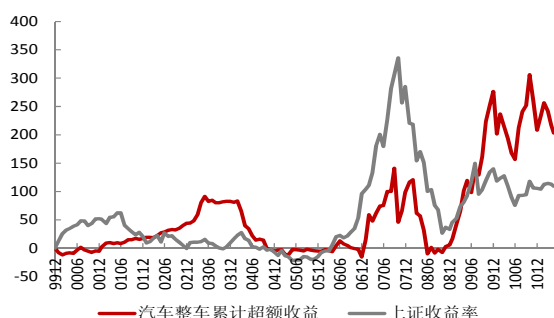
■ 超额收益和大盘同步季度数（1989.12-2011.03）

资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

A股汽车板块和大盘的同涨共跌性也很强,汽车板块的超额收益基本和大盘收益同步。由于乘用车和载货车投资逻辑不同,我们分别用申万三级行业中的乘用车指数和载货车指数作为跟踪指数。用于比较的行业分类采用申万一级行业(剔除交运设备和综合)。样本区间为1999.12至2011年4月的月数据,总共有137个月收盘价格。考察各个板块的超额收益和大盘收益同步的月度数,乘用车体现出较强的周期性,位于第三位,载货车为倒数第二位。

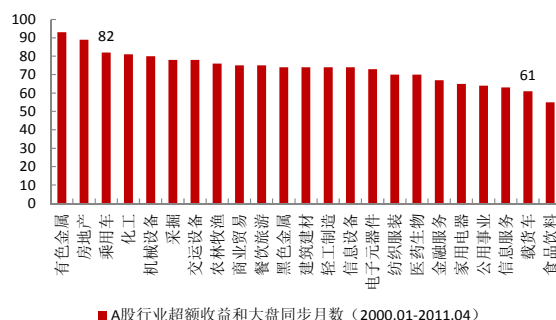
在乘用车板块取得绝对收益的75个月中,取得超额收益的有66个月;载货车取得绝对收益的84个月中,取得超额收益的有54个月——无论从周期性还是从取得超额正收益的比例上看,乘用车相比载货车都是更具有进攻性的投资标的。

图 81: 汽车超额收益和大盘收益同步



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 82: A股行业超额收益和大盘同步月数

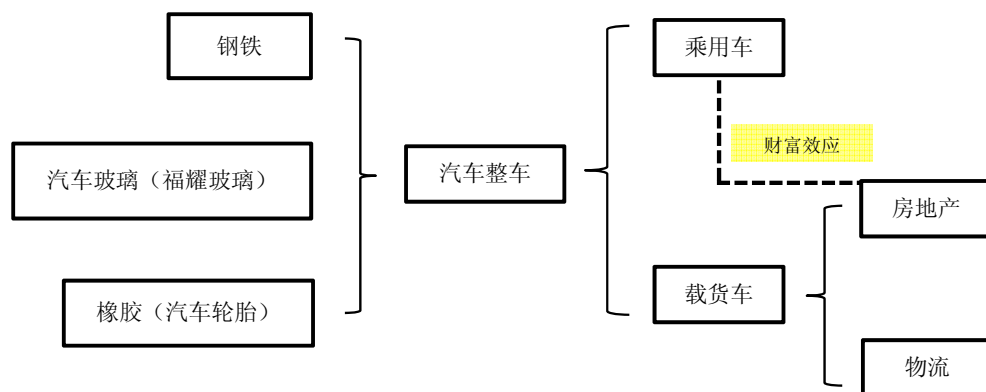


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

汽车上下游板块收益同步共振

前文第二部分对汽车行业的上下游相关行业做了一个梳理,这部分我们将求证汽车产业链上的景气传递,考察汽车行业和其他相关上下游行业是否存在收益联动,这对于行业配置是有意义的,通过调整投资组合中的行业搭配有利于控制整体风险和收益。

图 83: 汽车主要上游及需求拉动部门

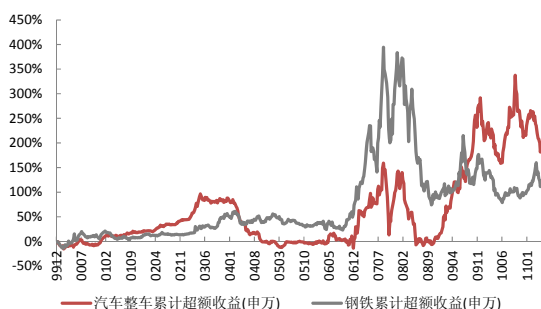


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们先考察汽车和其上游行业的收益相关性。分别是汽车整车和钢铁、汽车玻璃、橡胶。其中除了汽车玻璃我们专门用国内汽车玻璃的行业龙头福耀玻璃作为考察标的，其余都采用申万行业指数。

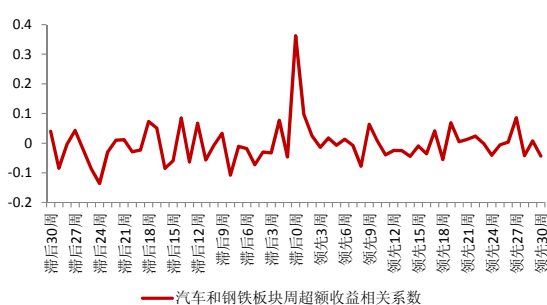
汽车整车和钢铁板块累计超额收益的相关系数为 0.47，两个板块的周超额收益基本保持同步，同期相关系数为 0.36；汽车整车板块和福耀玻璃累计超额收益的相关系数高达 0.8，周超额收益在同期的相关系数最高，为 0.36；汽车整车和轮胎板块的累计超额收益相关系数为 0.55，周超额收益的相关系数同样在同期最高，为 0.35。汽车和其上游板块在剔除系统风险之后的投资收益呈现出显著的“共振性”，周超额收益基本同比，这和前文所考察的汽车产量和钢材、玻璃以及轮胎产量呈同步变化的结论相吻合。

图 84：汽车整车板块和钢铁板块收益联动性强



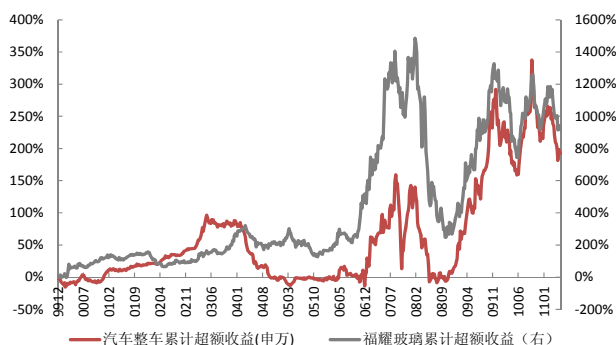
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 85：汽车整车和钢铁板块周超额收益同步



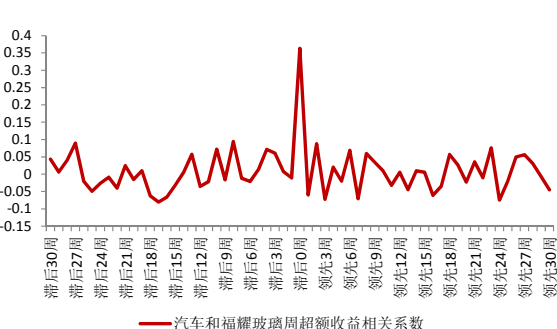
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 86：汽车整车板块和福耀玻璃收益联动性强



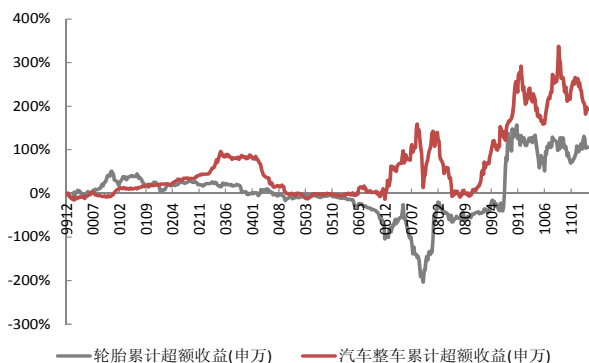
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 87：汽车整车和福耀玻璃周超额收益同步



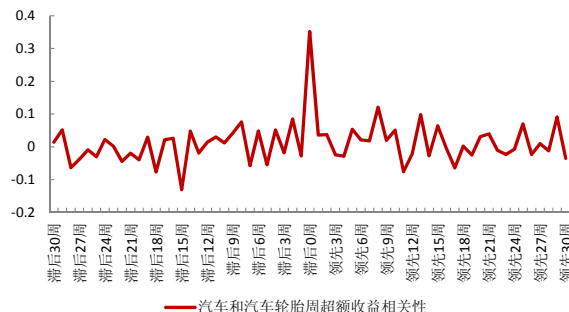
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 88： 汽车整车板块和轮胎板块收益联动性强



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 89： 汽车整车和轮胎板块周超额收益同步

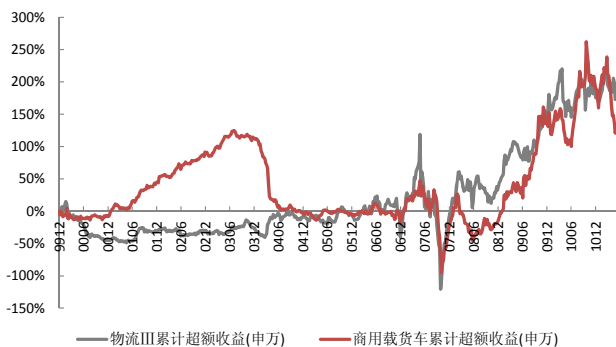


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

对于载货车而言，投资品的属性决定了它还存在下游行业——房地产和物流——对其需求存在拉动作用；乘用车已经为终端消费品，因此只能从购买力、货币因素等其他方面（上文已详尽分析）寻找影响其需求的相关行业，我们最后锁定的是通过财富效应影响乘用车销量的房地产板块。因此，既然房地产板块对两车型都有拉动作用，我们不妨直接考察整个汽车板块和房地产的收益相关性。

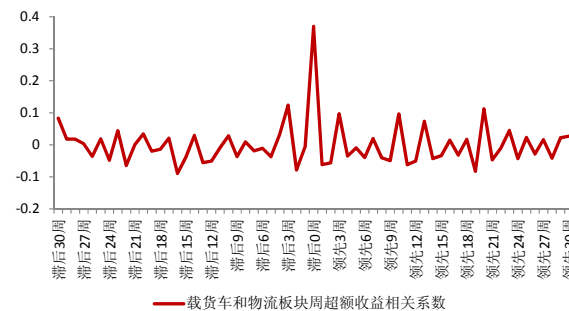
载货车和物流板块累计超额收益的相关系数为 0.65，周超额收益的相关系数同样在同期最高，为 0.37；汽车整车板块和房地产累计超额收益的相关系数为 0.71，但收益的同步性相对其他行业较差，为 0.16，这和房地产板块持续受政策调控影响有关。

图 90： 载货车和物流板块收益联动性强



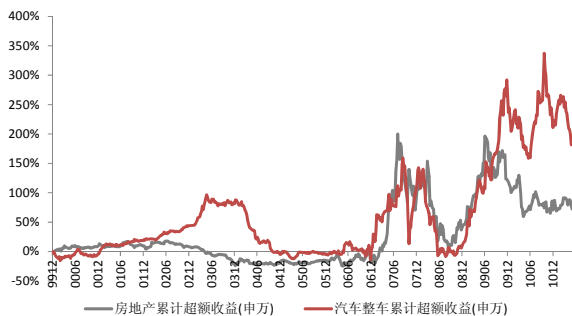
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 91： 载货车和物流板块周超额收益同步



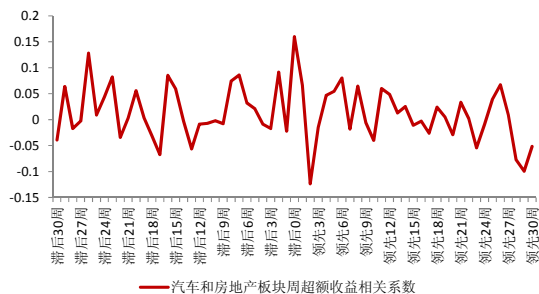
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 92： 汽车整车和房地产板块收益联动性强



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 93： 汽车整车和房地产板块周超额收益基本同步



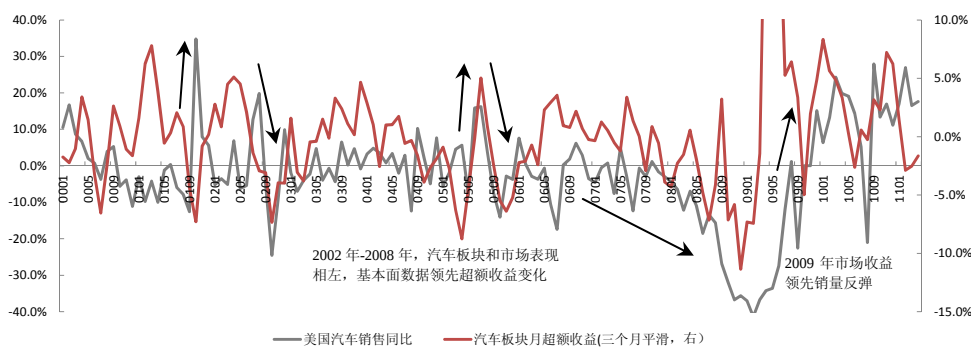
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

锁定超额收益——销量为王，政策助力

综合美国、日本和中国的数据，发现和板块超额收益最相关的是汽车销量，代表盈利的毛利率、ROE 等等相关性相对较弱。

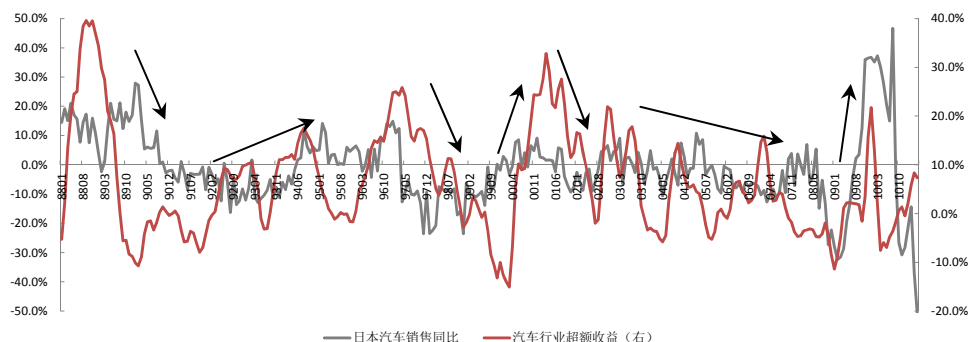
观察美国和日本汽车每月销量同比和汽车板块月超额收益的关系，可以发现，“汽车销量变化→板块超额收益变化”是一个充分非必要条件。即当汽车销量变化的同时，市场一定会对之做出反应，但是市场的相对收益变化不能完全依靠汽车销量来解释。并且，基本面和板块收益变化的领先滞后效应并不稳定，受经济现状和投资者对经济前景预期的影响。比如，在 2009 年二季度，次贷危机后经济最艰难的时期已经过去，早周期的汽车板块领先经济复苏，表现为汽车股超额收益领先于汽车销量反弹。而在 2002 年到 2008 年之间，汽车销量数据要领先于市场收益变化。

图 94： 美国汽车板块超额收益和汽车销量同比正相关



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

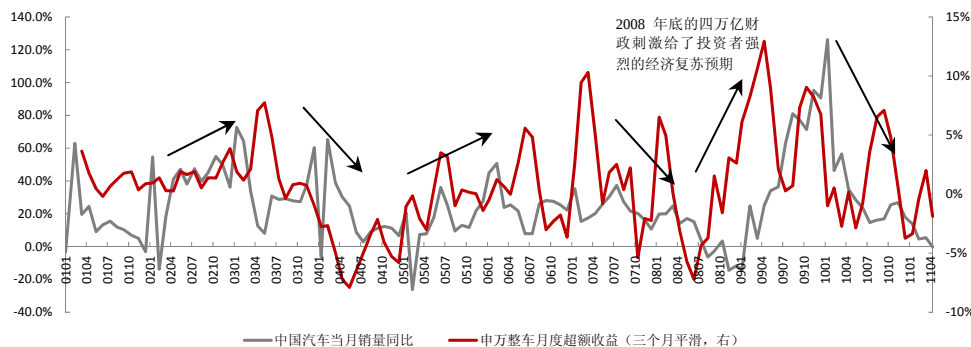
图 95： 日本汽车板块超额收益和汽车销量同比正相关



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

A 股汽车板块表现来看，“汽车销量变化→板块超额收益变化”是充分非必要条件这个命题依然成立，2007 年汽车板块随着大市大幅上涨就没有得到基本面的支持。中国市场上汽车销量和超额收益的领先滞后性也不稳定，和美国一样，2008 年底中国经济触底，在强烈的经济复苏预期下，汽车板块相对收益先于基本面数据反弹。

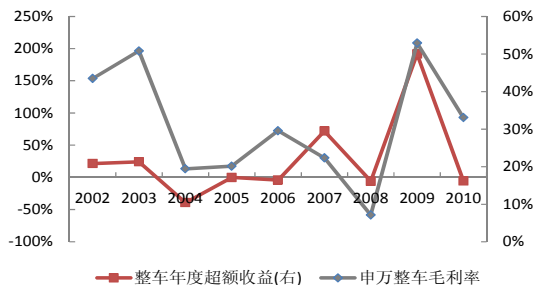
图 96： 中国汽车板块超额收益和汽车销量同比正相关



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

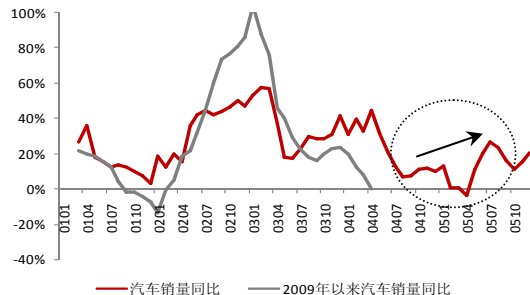
虽然在成熟国家市场，毛利率和超额收益没有必然的联系，但是在中国仍存在一定的正相关性。从毛利率看汽车超额收益出现的时点，而这同样有较强的正相关性，整车板块超额收益大幅下滑的 2004、2008 和 2010 年，同样是毛利率快速下行的年份。从汽车销售的周期来看，08 年以来的周期和 01-05 年的周期非常相似，02-03 年汽车销售首次突破 3 百万辆，年同比增长分别达到了 37.5%和 33.5%，直到 2009 年，这两年的销售同比增长记录才被打破——2009 年汽车销量突破 1000 万辆，09 年和 10 年的汽车销量数据分别为 1362 万辆和 1804 万辆，同比增长分别达到了 45.6%和 32.5%。但自今年开始，汽车销量增长乏力，和历史上 04 年的情况有相似之处。如果汽车需求重复 04 年的路径，那么我们认为汽车销量将在下半年复苏。

图 97：汽车超额收益和毛利率正相关



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

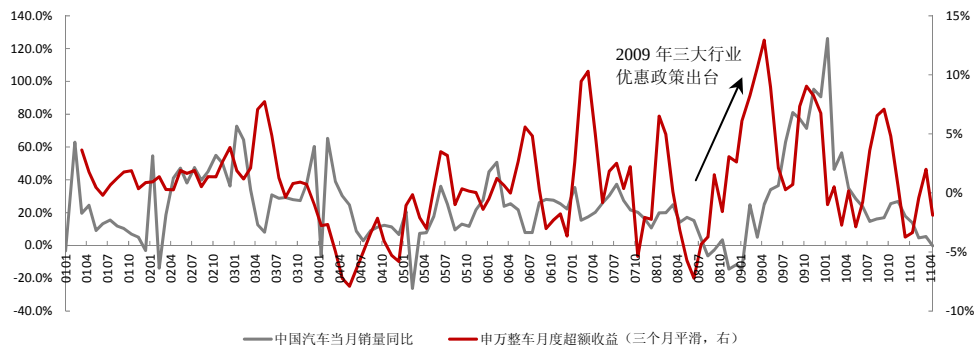
图 98：2011 年的汽车销量类似于 2004 年



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

另外，投资 A 股不能不考虑政策的重要作用。09 年三大优惠政策：小排量乘用车购置税减征、汽车“以旧换新”、汽车下乡，带来了汽车板块有史以来最长的一波上涨。但自 2010 年起，投资者对政策退出后的行业基本面开始担忧，因此板块收益也随之下行。

图 99：2009 年汽车产业利好政策带来汽车板块超额收益井喷



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

五、它山之石，以史为鉴——汽车板块估值比较

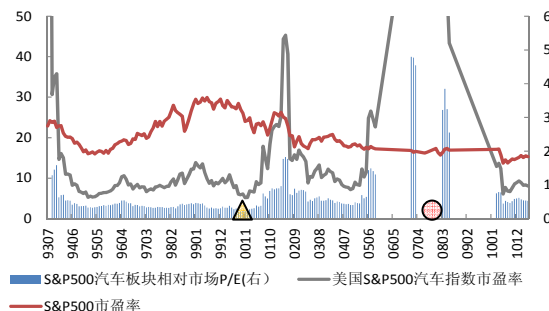
估值比较的目的是为了判断股价是否偏离合理水平，又可分为四个层面：一为同一板块估值的国际间比较；二为同行业公司估值的国际比较；三为估值水平和行业盈利的对比；四为板块估值和超额收益的关系。

板块估值国际比较

我们选取美国、日本和韩国三个国家的数据作为参照。这三个国家已经先后完成了汽车普及，最晚的是韩国，于 1996 年左右实现。因此，理论上而言，韩国的估值对我国当前市场的参照意义最大，随着我国汽车行业的进一步成熟，我们的估值会向日本美国靠近。由于各国样本期间受到金融危机的影响（比如 97 年亚洲金融危机、2000 年科网泡沫破裂和 2008 年爆发的次贷危机等），市盈率和市净率在危机期间因每股盈

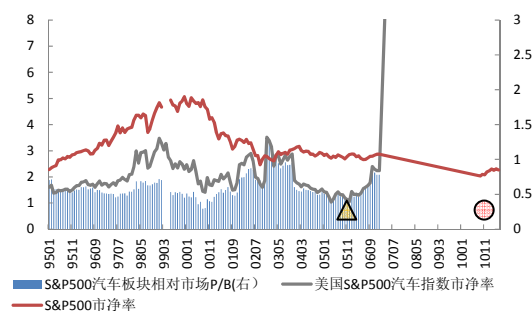
利或账面价值的急剧缩水会出现极端值，因此我们在计算绝对估值和相对估值的平均值时根据以下规则剔除异常值：1. 剔除大于 100 的市盈率；2. 剔除大于 10 的市净率。另外需要说明的是，从 Bloomberg 上获取的市盈率和市净率无法像 WIND 那样在计算时做“剔除负值”的处理，但计算结果是负值的时期自动缺失（如美国市场上的 2007、2008、2009 年是缺失的），作图时默认线性平滑，但注意平滑区域不代表此期间的真实估值水平。图中圆圈表示 P/E（P/B）最高点出现的时点，三角形表示最低点出现的时点。

图 100: S&P500 汽车板块市盈率



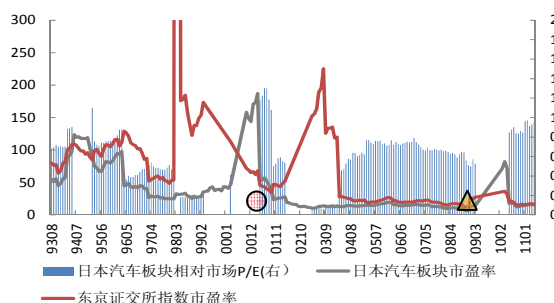
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 101: S&P500 汽车板块市净率



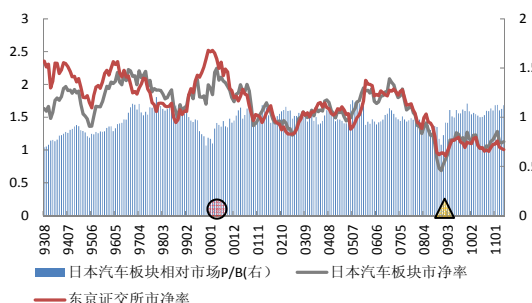
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 102: 日本汽车板块市盈率



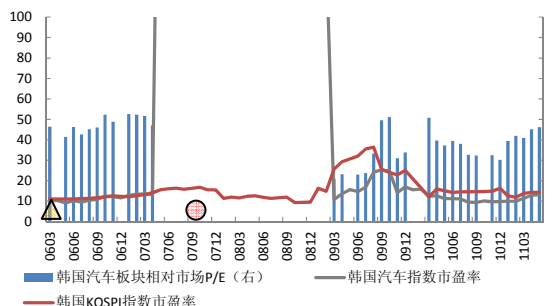
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 103: 日本汽车板块市净率



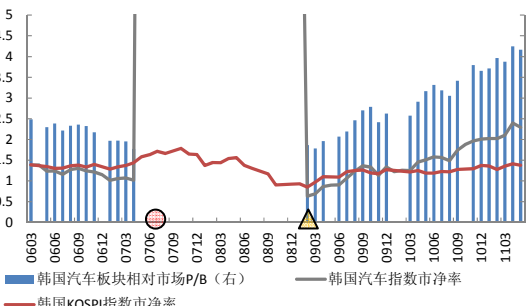
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 104: 韩国汽车板块市盈率



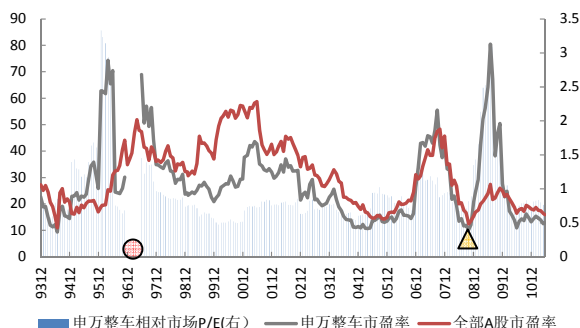
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 105: 韩国汽车板块市净率



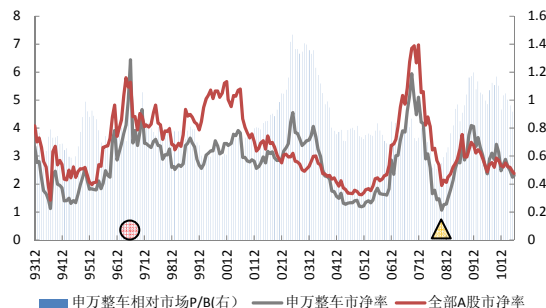
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 106: 申万整车板块市盈率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 107: 申万整车汽车板块市净率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

一览各国汽车板块的估值图表，可以看到汽车板块的 P/E、P/B 和市场市盈率、市净率有很强的联动性，特别是市净率。从汽车板块 P/E 的历史均值来看美、日、韩中最高的是日本的 28 倍，最低的是韩国的 8.4 倍（但对韩国市场得出的结论还需谨慎对待，因为样本期较短），从相对于整个市场的相对 P/E 来看，美、日、韩依次为 0.7、0.6 和 0.5。中国汽车板块的估值相对较高，平均市盈率为 31.1，平均相对估值为 0.94。从 P/B 的历史均值来看，美国高于日韩，为 1.9，但中国的数据高达 2.8，P/B 的相对水平日本最高为 1，我国仅次于日本为 0.8。因此，无论从绝对估值还是相对估值来看，我国汽车板块的历史平均估值在国际上都处于较高水平。

目前（截止 2011 年 6 月 22 日），除了韩国以外，美日中的市盈率都下降到低于历史平均水平。我国汽车板块估值已经降到历史低点，特别是 P/E，和其他三国的差距减小，相对市场 P/E 已经和日韩市场接近但仍高于美国的水平。美国汽车公司的账面价值受次贷危机重挫，至今仍未回复到正常水平，因此 P/B 畸高，不作为比较对象。中日 P/B 都已经低于历史水平，但相对 P/B 和历史平均水平接近，说明目前的低估值更多受到系统性风险的影响。

表 8 汽车板块估值的国际比较

国家	P/E 历史 平均值	最大值/ 最小值	相对市场 P/E 历史平均值	P/E 现 值*	相对 P/E 现值	P/B 历史 平均值	最大值/ 最小值	相对市场 P/B 历史平均值	P/B 现 值	相对 P/B 现值
美国	13.1	186/5.2	0.7	7.4	0.5	1.9	141/1.0	0.6	>10	>10
日本	28	187/6.6	0.6	15.6	0.9	1.6	2.2/0.7	1	1.1	1
韩国	8.4	342/9.1	0.5	12.5	0.9	0.9	32.4/0.6	0.7	2.2	1.7
中国	31.1	171/10.21	0.94	12.8	0.8	2.8	6.4/1.1	0.8	2.3	1

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

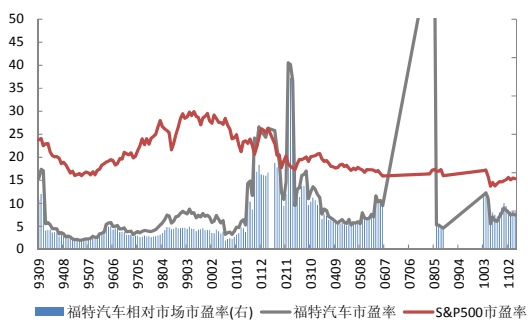
同行业公司估值国际比较

在估值比较体系中，对不同国别之间的相同行业龙头进行对比是有意义的。一方面在于，由于行业龙头公司在各自国内市场上经营模式和市场地位类似，那么投资者在给

予估值时所考虑的情景和假设也会相似，因此成熟市场上投资者给出的估值因子对我国具有一定的参照意义。另一方面，我们锚定市值这个绝对估值变量，随着经济全球化浪潮的不断推进，企业已经渐渐失去了“国籍”，跨界资本在进行全球资产配置时也会根据企业在行业上的国际地位来指导投资决策。

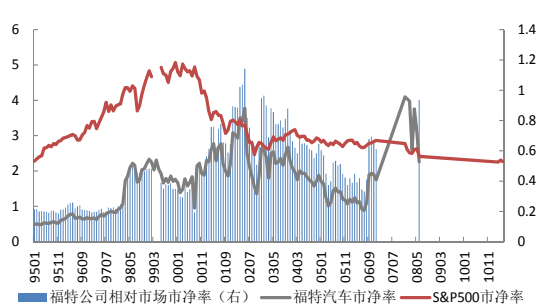
对于乘用车的国际龙头，我们选取的是福特公司（Bloomberg 代码：F US EQUITY），载货车的国际龙头，我们选取的是德国曼恩（MAN）公司（Bloomberg 代码：MAN GR EQUITY）。韩国和日本市场上并没有对乘用车和载货车做特别划分，韩国的现代（Bloomberg 代码：005380 KS EQUITY）和日本的丰田（Bloomberg 代码：7203 JT EQUITY）在这两类车型上都是绝对的行业龙头。在中国，乘用车的行业龙头是上海汽车、载货车是福田汽车。这部分沿用上文的数据处理规则。

图 108： 福特汽车市盈率



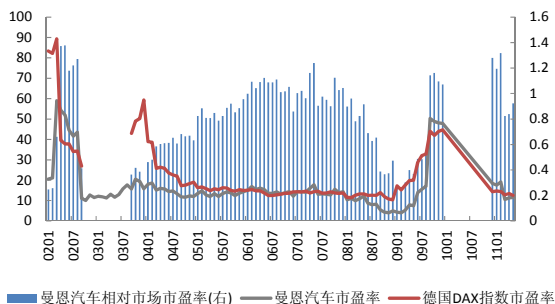
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 109： 福特汽车市净率



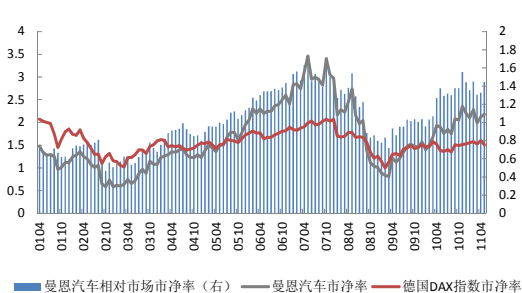
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 110： 曼恩汽车市盈率



资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

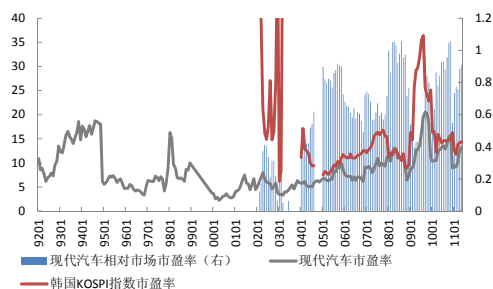
图 111： 曼恩汽车市净率



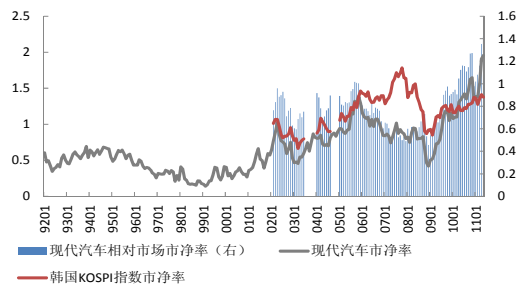
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 112： 现代汽车市盈率

图 113： 现代汽车市净率

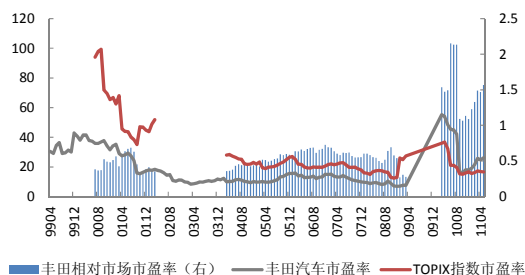


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



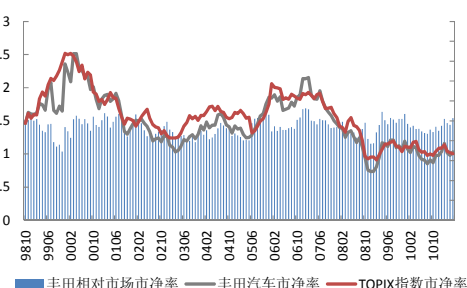
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 114: 丰田汽车市盈率



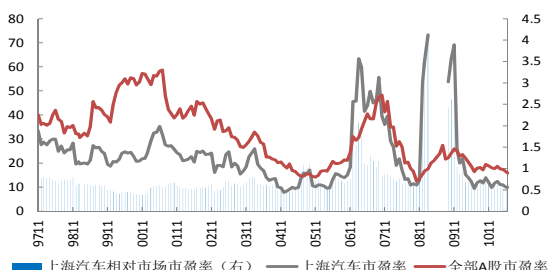
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 115: 丰田汽车市净率



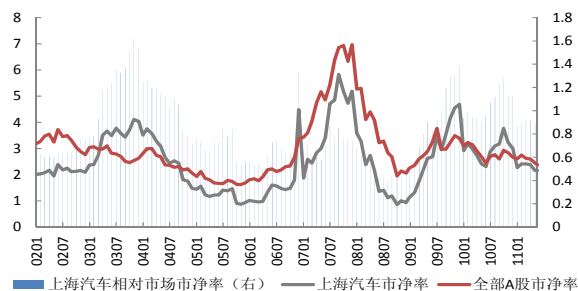
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 116: 上海汽车市盈率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 117: 上海汽车市净率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 118: 福田汽车市盈率

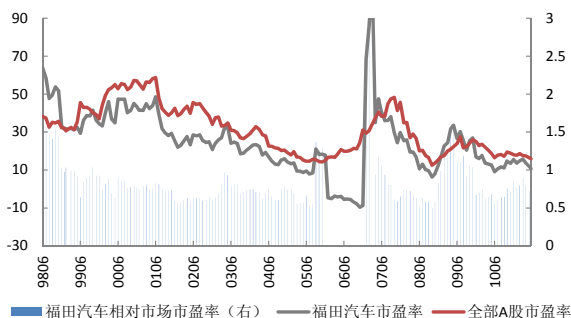
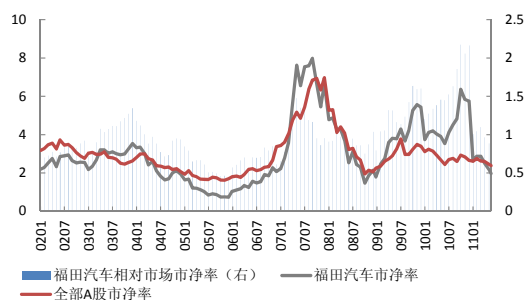


图 119: 福田汽车市净率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

从数据上看, 中国汽车行业龙头 P/E、P/B 绝对值的历史平均水平比国际同行要高。但目前 A 股汽车估值已经处于历史低点, 和国际行业龙头的差距也在拉近。上海汽车的绝对 P/E 和相对 P/E 仍然高于福特汽车, 但低于现代和丰田, 福田汽车的估值水平则已经显著低于其行业的国际龙头曼恩汽车。

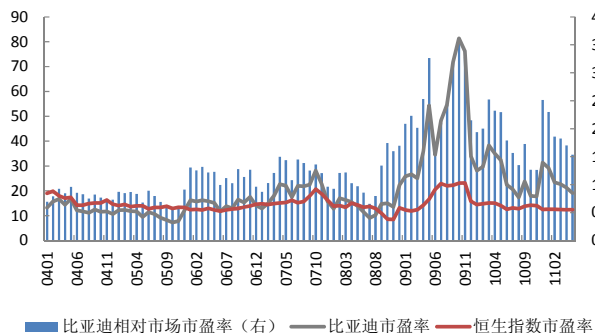
表格 9 行业龙头公司估值的国际比较

行业龙头公司名称	P/E 历史平均值	相对 P/E 历史平均值	P/E	相对 P/E	P/B 历史平均值	相对 P/B 历史平均值	P/B	相对 P/B
福特 (乘用车)	9.5	0.4	6.6	0.4	1.7	0.5	>10	>10
曼恩汽车 (载货车)	16.6	0.8	11.3	0.9	1.7	1	2.1	1.5
现代 (综合)	8.6	0.7	11.9	0.9	0.7	0.8	1.8	1.4
丰田 (综合)	18.8	0.7	24.9	1.5	1.5	0.9	1.0	1.0
上海汽车 (乘用车)	23.2	0.8	10.8	0.7	2.5	0.8	2.3	1.0
福田汽车 (载货车)	27.0	0.8	10.6	0.7	3	1	2.1	0.9

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

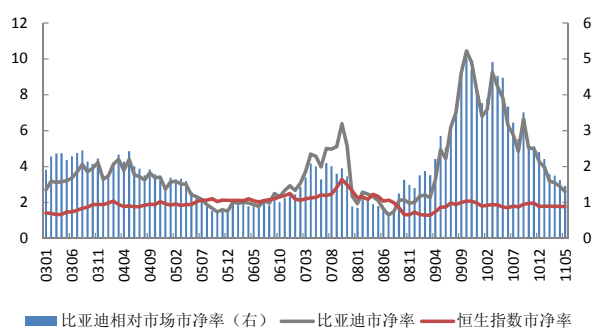
此外, 在香港上市的内资汽车股估值也是一个良好的估值参照, 由于港交所没有编制汽车板块指数, 因此我们列出几支市值较大的汽车股估值情况, 选取的标的有比亚迪 (Bloomberg 代码: 1211 HK EQUITY)、东风集团 (Bloomberg 代码: 489 HK EQUITY)、吉利汽车 (Bloomberg 代码: 175 HK EQUITY) 和广汽集团 (Bloomberg 代码: 2238 HK EQUITY)。

图 120: 比亚迪市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

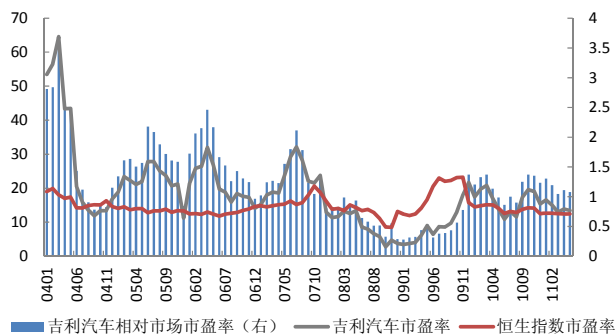
图 121: 比亚迪市净率



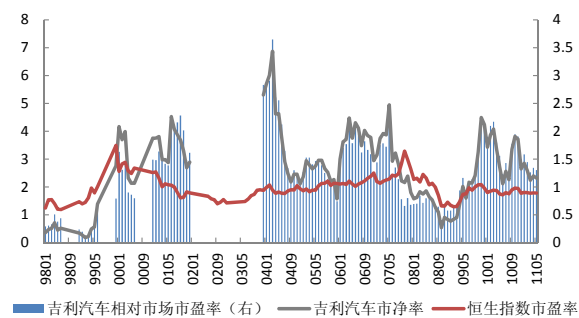
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 122: 吉利汽车市盈率

图 123: 吉利汽车市净率

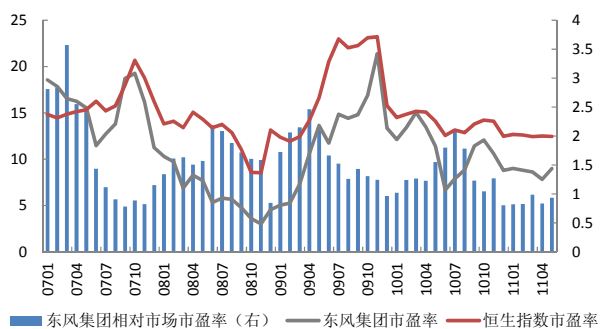


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所



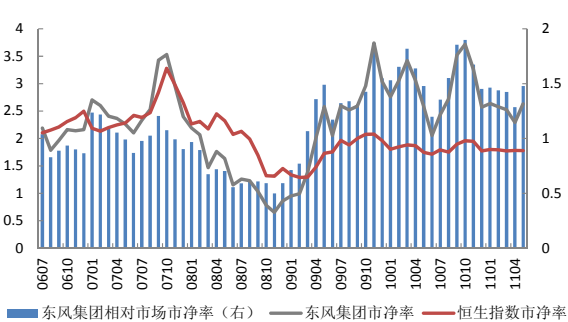
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 124: 东风集团（H 股）市盈率



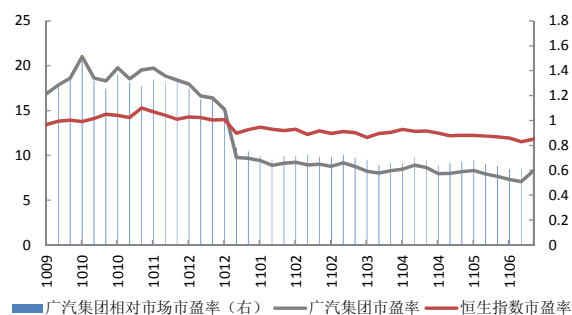
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 125: 东风集团（H 股）市净率



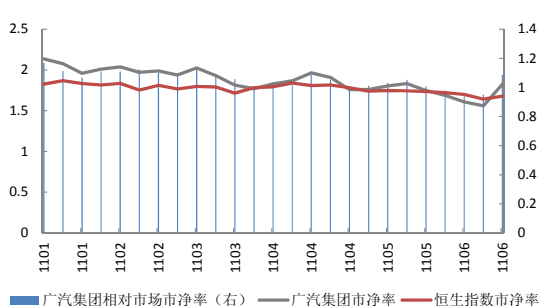
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 126: 广汽集团市盈率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 127: 广汽集团市净率



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从 P/E 的历史均值来看，中资汽车 H 股的估值要低于 A 股，目前也处在估值回调的过程中，但下调幅度低于 A 股。

表格 10 香港上市内资汽车股估值一览

内资汽车 H 股公司	P/E 历史平均值	相对市场 P/E 历史平均值	P/E 现值	相对 P/E 现值	P/B 历史平均值	相对市场 P/B 历史平均值	P/B 现值	相对 P/B 现值

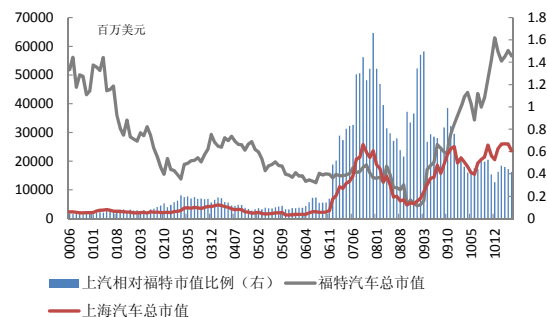
比亚迪	21.1	1.4	16.3	1.4	3.7	2.0	2.2	1.3
吉利汽车	18.7	1.2	12.8	1.1	2.7	1.3	2.2	1.3
东风集团（H股）	11.2	0.7	9.2	0.8	2.3	1.1	2.7	1.6
广汽集团	12.3	0.9	7.3	0.6	1.9	1.1	1.6	1.0
对照 A 股代表公司								
上海汽车	23.2	0.8	10.8	0.7	2.5	0.8	2.3	1.0
福田汽车	27.0	0.8	10.6	0.7	3	1	2.1	0.9
东风汽车	22.9	0.8	14.8	0.9	2.3	0.8	1.4	0.6

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

一般而言,上市公司的市值与其在行业中的地位相匹配,如果出现公司市值和其市场份额不匹配的情况,往往是套利的机会。举个例子,我国行业龙头的市值天花板是行业国际龙头的市值,中国石油的市值天花板是埃克森美孚。中国石油 07 年 11 月上市,市值高达 5.8 万亿,远超当时埃克森美孚的市值 3.4 万亿,但上市后一路下跌,至 09 年 11 月市值减少为 1.9 万亿,缩水了 2/3,而当时的美孚市值约 2.8 万亿。之后每一次中国石油市值超过美孚之后,就会出现下跌。我们尝试在汽车板块中也找到这样的规律。

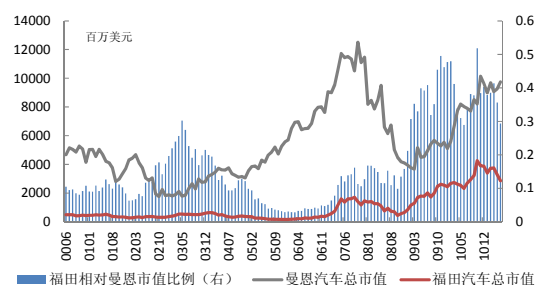
我们将上海汽车的市值和福特、现代以及丰田对比,由于福田和曼恩的产品类型相对单一为载货车,我们单独将福田和曼恩汽车对比。

图 128: 上海汽车 V.S. 福特汽车市值



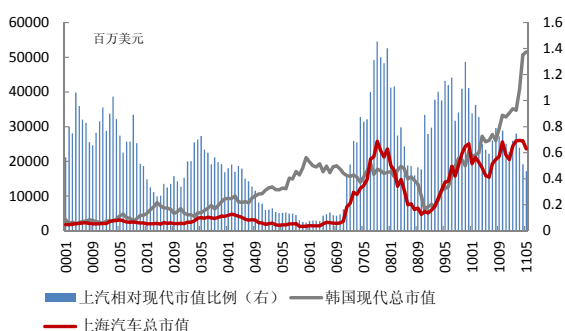
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 129: 福田汽车 V.S. 曼恩汽车市值



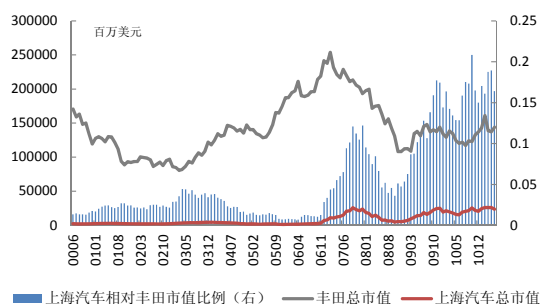
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 130: 上海汽车 V.S. 现代汽车市值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 131: 上海汽车 V.S. 丰田汽车市值



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

国内公司相对国际龙头公司的市值占比变动幅度很大，但从趋势来看，随着我国汽车工业的发展，占比在逐渐上升。我们选取各公司 2010 年的营业收入水平作为行业地位的参照。除了相对福特汽车的市值占比低于营收占比，上海汽车相对现代、丰田的市值都低于各自的营收占比，特别是相对现代汽车，上汽的营收是现代的 1.4 倍，在行业国际地位上已经超越现代，但在市值上仍然得不到应有的体现。福田汽车相对曼恩汽车的营收占比为 38%，市值占比仅为 38%。因此从和营业收入的配比上看，上汽和福田的市值仍然有成长的空间。

表格 11 行业龙头公司市值的国际比较

行业龙头公司名称	福特汽车	现代汽车	丰田汽车	上海汽车	曼恩汽车	福田汽车
2010 年营业收入（十亿美元）	129	34	236	48	21	8
A 股公司营收占国际龙头公司比重	0.37	1.4	0.2	-	0.38	-
市值现值（百万美元）	50591.9	47480.5	139295.7	25480.6	19424.5	2461.5
相对市值最小值	0.04	0.06	0.007	-	0.03	-
相对市值最大值	1.66	1.45	0.21	-	0.5	-
相对市值现值	0.5	0.54	0.18	-	0.18	-

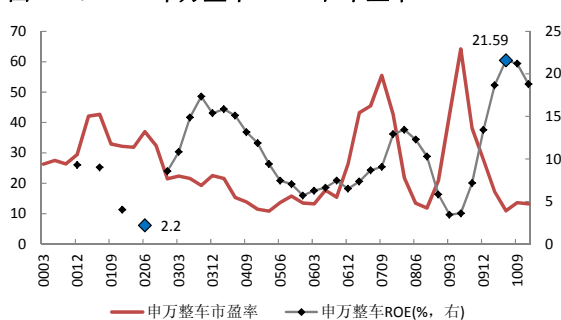
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰联合证券研究所

板块估值和盈利

从历史来看，估值水平（P/E）领先于盈利能力（ROE 和毛利率）。汽车 ROE 的最小值都出现在经济衰退的最低点——比如 2002 年二季度和 2009 年一季度，最高点出现在 2010 年二季度——经济在刺激政策下复苏。毛利率的最低点出现在最近一次经济衰退的低点——2009 年上半年，整个整车行业毛利水平的最高点出现在 2003 年一季度，当时汽车需求爆发性增长，产能供不应求。

当前汽车板块的 ROE 从高点回落但出于历史较高水平，毛利率处于历史平均水平。

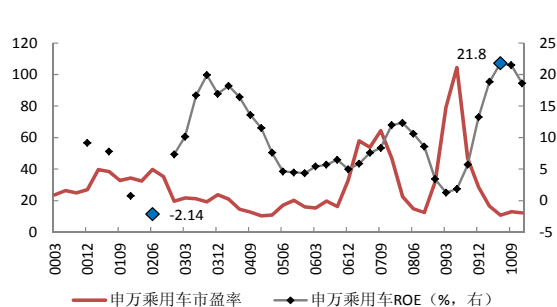
图 132：申万整车 ROE 和市盈率



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

注*：ROE 已经季调，下同

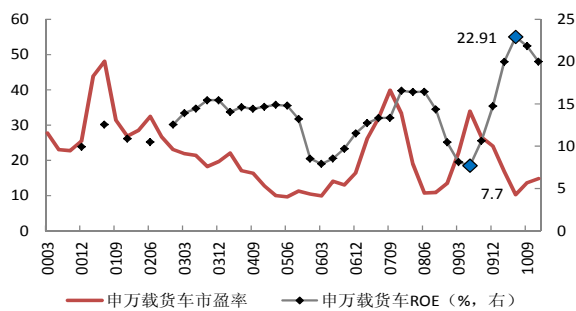
图 133：申万乘用车 ROE 和市盈率



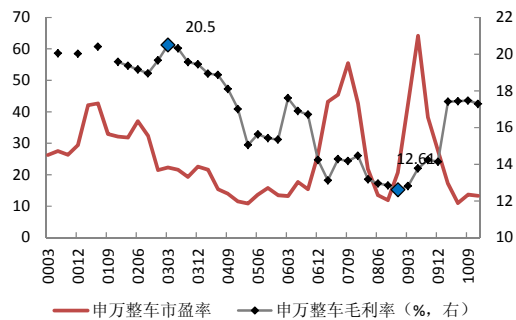
资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

图 134：申万载货车和市盈率

图 135：申万整车毛利率和市盈率



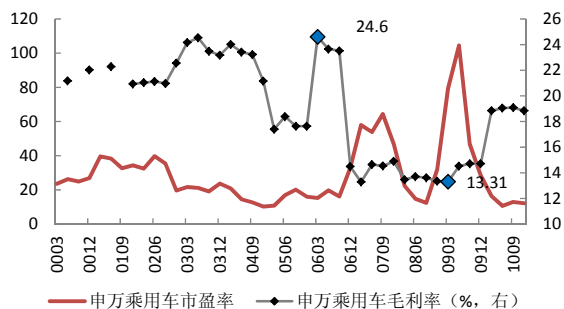
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

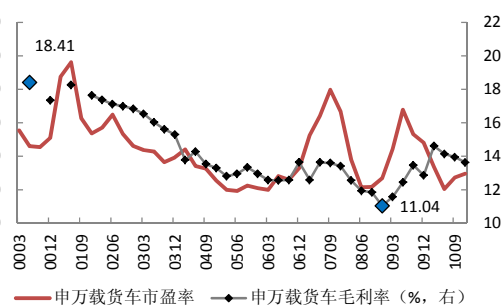
注*: 2002 年 3 月毛利率 WIND 计算错误, 用平滑处理, 下同

图 136: 申万乘用车毛利率和市盈率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 137: 申万载货车毛利率和市盈率



资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

表格 12 A 股汽车板块盈利历史比较

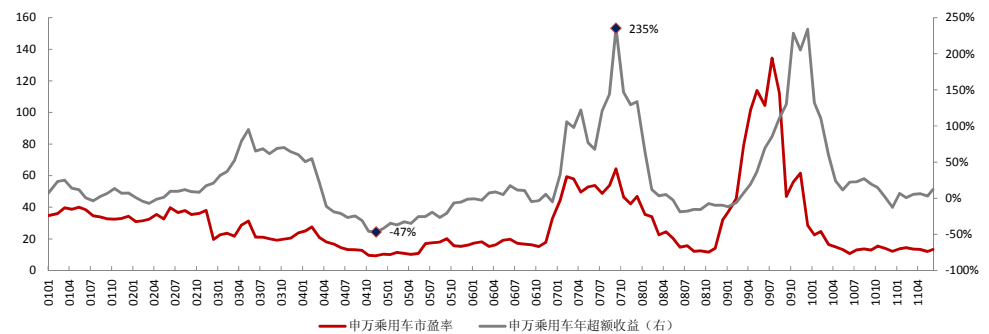
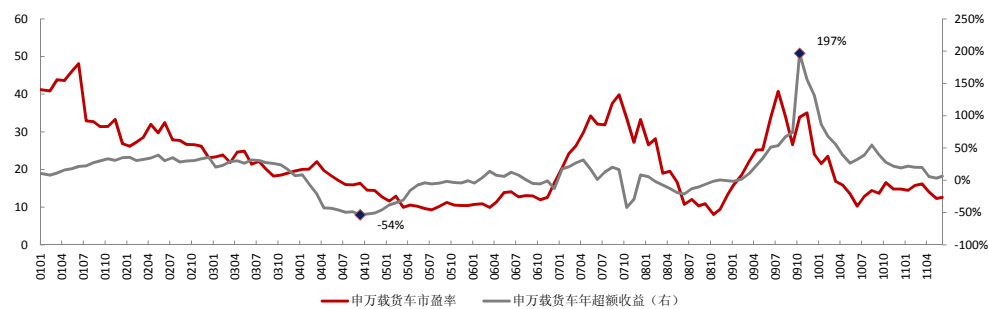
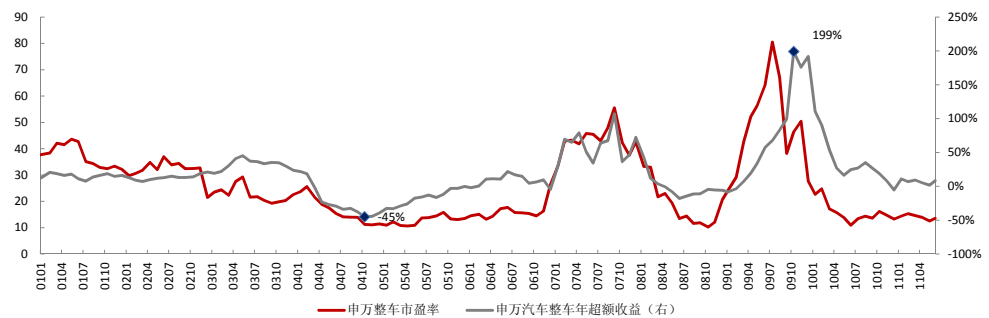
盈利指标	ROE			毛利率		
	最大值	最小值	最新 (2010 年底)	最大值	最小值	最新 (2010 年底)
申万整车	21.6%	2.2%	18.8%	20.5%	12.6%	17.3%
申万乘用车	21.8%	-2.1%	18.6%	24.6%	13.3%	18.8%
申万载货车	22.9%	7.7%	20.0%	18.4%	11.0%	13.6%

资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

板块估值和超额收益

板块的同比超额收益（按月滚动）和板块估值水平呈正相关，市盈率略微领先于超额收益。目前汽车板块的年超额收益都已经回落到低于平均值扣除 10 个百分点的低位，其中乘用车 5 月份的超额收益已经低于平均值 25 个百分点。

图 138: 汽车板块年超额收益



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

表格 13 A 股汽车板块年超额收益

板块年超额收益	最大值	最小值	平均值	最新 (2011. 05. 31)
申万整车	199%	-45%	19%	2%
申万乘用车	235%	-47%	28%	3%
申万载货车	197%	-54%	14%	3%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

六、结论

综合以上分析，我们归结出以下结论：

1、看成长性：我国乘用车消费处于起飞期。中国居民购买力的普遍提高、二三线城市消费向一线城市的追赶效应以及节能汽车的开发保证了我国汽车消费还将在未来一段时间持续高速增长的动力。

2、看基本面：乘用车和载货车作为可选消费品和资本品的代表和从理论上分别在经济复苏初期和扩张中期受益。载货车受制于投资、乘用车受制于通胀，流动性则同时牵制两类车的消费。受汽车行业景气联动影响的上游行业为钢铁、轮胎橡胶和玻璃等，下游行业为房地产、物流等。汽车行业盈利的决定因素不是成本，而是产能利用率。

对基本面的市场验证：历史上乘用车出现投资机会的时期经济一般处于复苏和扩张阶段；载货车投资机会出现工业增加值短期高位的阶段，而且受政策左右。汽车板块在上涨行情中往往强于大市，乘用车相比载货车是更具有进攻性的投资标的。整车板块超额收益和钢铁、汽车玻璃、轮胎和房地产板块联动性较强，其中载货车板块超额收益和物流板块也呈现出同步共振性。汽车销量、毛利率和产业政策是锁定汽车板块投资机会的重要指标。

3、看估值：横向、纵向比较都显示汽车板块估值当前处于低位。从横向来看，我国汽车板块和国际市场相比，无论绝对估值还是相对估值都已经处于历史低位；我国汽车行业龙头市值和国际龙头公司的比值也已经偏离了参照营收界定的合理水平。从纵向来看，汽车板块的估值也处于低位，并且和相对较高的 ROE 和毛利水平不匹配。

七、风险提示

本报告是从策略角度来分析行业投资机会，个股不作推荐，提及的个股存在行业研究员尚未覆盖的可能性。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn