

## 汽车产能压力评估(一): 合资乘用车

中性 (维持)

2012年10月15日

### 重点公司

重点公司	11E	12E	评级
长安汽车	0.21	0.25	买入
宇通客车	1.75	2.05	买入
福耀玻璃	0.76	0.77	买入
庞大集团	0.25	0.28	增持
东风汽车	0.23	0.10	增持
潍柴动力	2.80	1.65	增持
上汽集团	1.83	1.80	增持
江铃汽车	2.17	1.86	增持
长城汽车	1.13	1.76	中性

### 相关报告

《上牌量仍较快增长，库存连续两月回落》20120913

《上牌量异常高增长，产能边际压力趋弱》20120817

《终端销量回落，库销比创新高》20120720

《降价保量，尚难言暖》20120614

《基数效应下的回暖假象》20120516

《客车与SUV仍是亮点》20120414

分析师:

聂清廉

021-3856 5954

nieql@xyzq.com.cn

S0190511070002

分析师:

李纲领

021-3856 5920

ligangl@xyzq.com.cn

SAC:S0190510120004

### 投资要点

- 供给的剧烈变化是当前汽车行业的主要矛盾，产能利用率成为影响汽车企业盈利能力的关键因素。

从广义乘用车上牌量增速来看，在经历了2011年的调整消化后，2012年乘用车需求增速已经恢复至10~15%的长期均衡水平。在经济不严重恶化的前提下，我们预计2013年乘用车销量增速仍将稳定在10%~15%的正常水平。而供给方面由于滞后于需求周期2年左右，2011年开始进入高速增长期，2012年增幅达到顶峰，成为当前影响汽车行业盈利能力的关键因素。

- 合资品牌乘用车产能利用率2013年1季度开始将停止下降，直至年末。

2011年9月至2012年8月，是合资品牌乘用车新建工厂和扩建工程竣工的高峰期，这一期间总共增加产能255万辆，占此前总产能的40%。考虑到产能的爬坡期，2012年下半年的产能压力将达到极致；2012年9月至2013年6月，是合资品牌新竣工项目的空档期，仅增加43万辆产能。这一期间的产能压力将主要来自前一阶段新建厂房的产能爬坡；2013年下半年，新竣工产能约为100万辆，预计2013年4季度后产能压力将再次上升，但是幅度有限。

产能利用率方面，我们预计合资品牌乘用车总体产能利用率将从2011年的121%下降至2012年的105%，2013年仍为105%，2014年为99%（假设2012~2014年销量分别增长14.5%、15%、10%）。

分企业看，主要日系厂商2013、2014年均无新建产能，环比压力相对较低。

- 合资品牌乘用车新增产能对利润率的压力评估：

**成本角度：**假设固定成本率(含折旧性成本和人工成本)为6%(多数企业的实际水平)，则预计由于产能利用率下滑使得固定成本增加，进而导致税后净利润率绝对水平同比下滑的幅度，2012~2014年分别为0.68%、0.01%、0.32%。由于2011年合资品牌乘用车净利润率大多在10%上下，因此预计2014年前这一因素导致的净利润总损失在10%以内。

**竞争角度：**不考虑销量的补偿，每10%的价格下降将带来2~3个百分点的净利润率损失；考虑销量增加以及相应的产能利用率提升所致固定成本摊薄影响后，需求的价格弹性必须达到2~3倍，厂商的降价行为才能不致于导致利润的下降。

由于一方面合资品牌厂商做为整体的需求价格弹性，主要来自于对中低端车的替代效应，很难达到上述水平；另一方面合资品牌厂商的产能利用率水平较高，固定成本摊薄效应较弱，因此整车厂通过降价扩大销量并非有效的业绩改善手段。

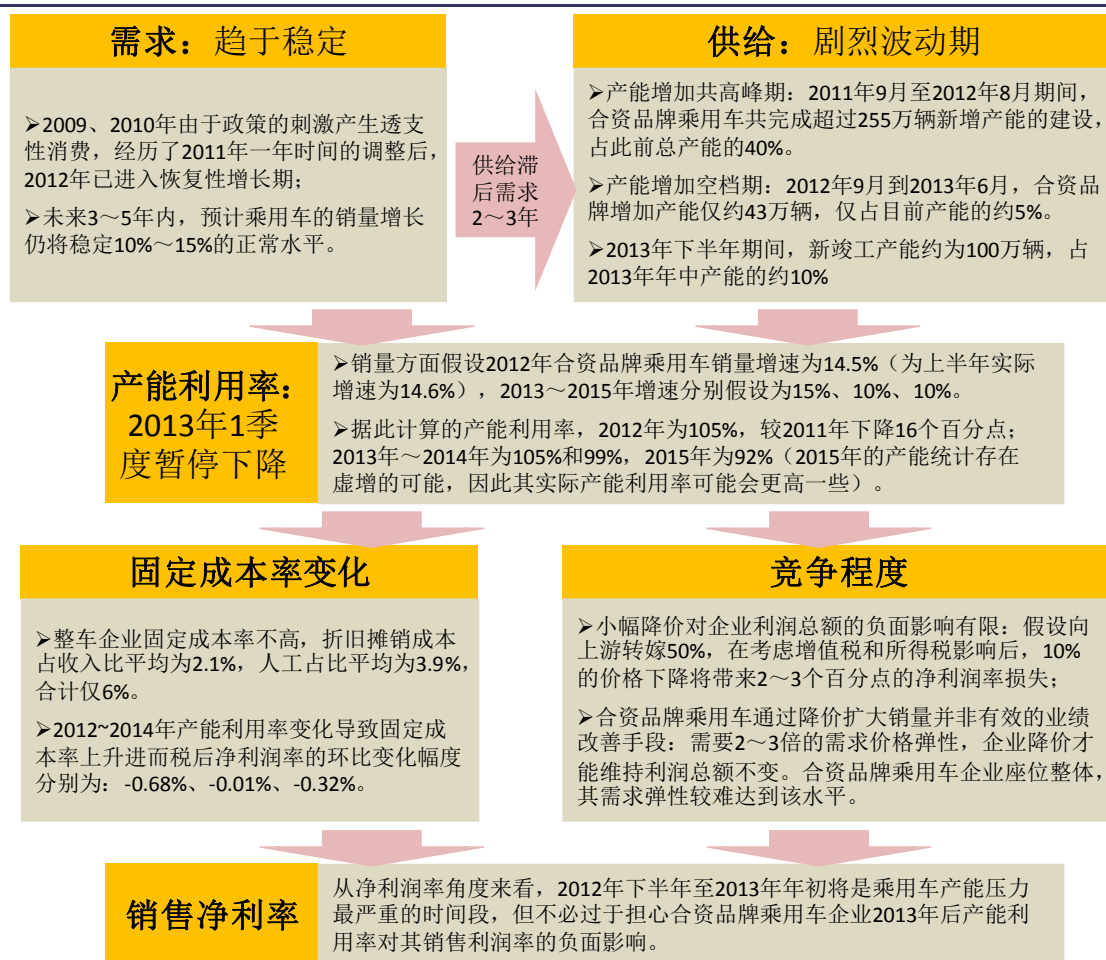
- 2013年后合资品牌乘用车企业产能问题对利润的负面影响有限

原因如下：1)、产能压力主要集中于2012年；2)、产能利用率下降通过固定成本增厚效应导致的利润率下降幅度较低；3)、产能利用率较高的背景下，大规模价格战并非合资品牌厂商的理性选择；4)、由于向上游零部件企业的成本转嫁、税费的降低，小幅降价对企业利润影响有限。

## 目 录

一、研究汽车产能问题的逻辑与框架 .....	4 -
1.1、为什么研究汽车产能问题：供给端的剧烈变化成为主要矛盾 .....	4 -
1.2、汽车产能问题的分析框架：产能利用率对企业利润率的影响途径 .....	5 -
二、乘用车行业的产能利用率：2013 年 1 季度或是拐点 .....	7 -
2.1、合资品牌乘用车产能利用率波动情况 .....	7 -
2.2、分企业的产能压力情况 .....	9 -
三、合资品牌乘用车产能压力评估 .....	11 -
3.1、成本角度的产能压力 .....	11 -
3.2、竞争角度的产能压力 .....	14 -
3.3、结论：2013 年后合资品牌乘用车企产能问题对利润的负面影响有限 .....	16 -
图 1、本报告逻辑与框架 .....	3 -
图 2、广义乘用车上牌量及其增速 .....	4 -
图 3、需求、供给与产能利用率周期变化的先后顺序 .....	5 -
图 4、合资品牌总设计产能及增速情况 .....	7 -
图 5、合资品牌乘用车销量及产能利用率 .....	7 -
图 6、主要乘用车上市公司 2011 年固定成本占收入比 .....	12 -
图 7、乘用车行业加权平均固定成本率 .....	12 -
图 8、主要货车类上市公司固定成本占收入比 .....	12 -
图 9、货车行业加权平均固定成本率 .....	12 -
图 10、主要客车类上市公司固定成本占收入比 .....	12 -
图 11、客车行业加权平均固定成本率 .....	12 -
表 1、不同幅度的产能利用率变化导致的固定成本率变化幅度 .....	6 -
表 2、2011 年以来合资品牌新建或扩建产能情况 .....	9 -
表 3、分企业未来产能压力衡量 .....	10 -
表 4、不同固定成本率假设下产能利用率下降导致的成本率上升幅度 .....	13 -
表 5、合资品牌乘用车企业产能利用率下降将导致的净利润率损失 .....	13 -
表 6、降价给整车企业带来的净利润率损失 .....	14 -
表 7、考虑降价带来不同幅度的销量增长后的利润总额损失 .....	15 -

图 1、本报告逻辑与框架



资料来源：兴业证券研究所

## 一、研究汽车产能问题的逻辑与框架

### 1.1、为什么研究汽车产能问题：供给端的剧烈变化成为主要矛盾

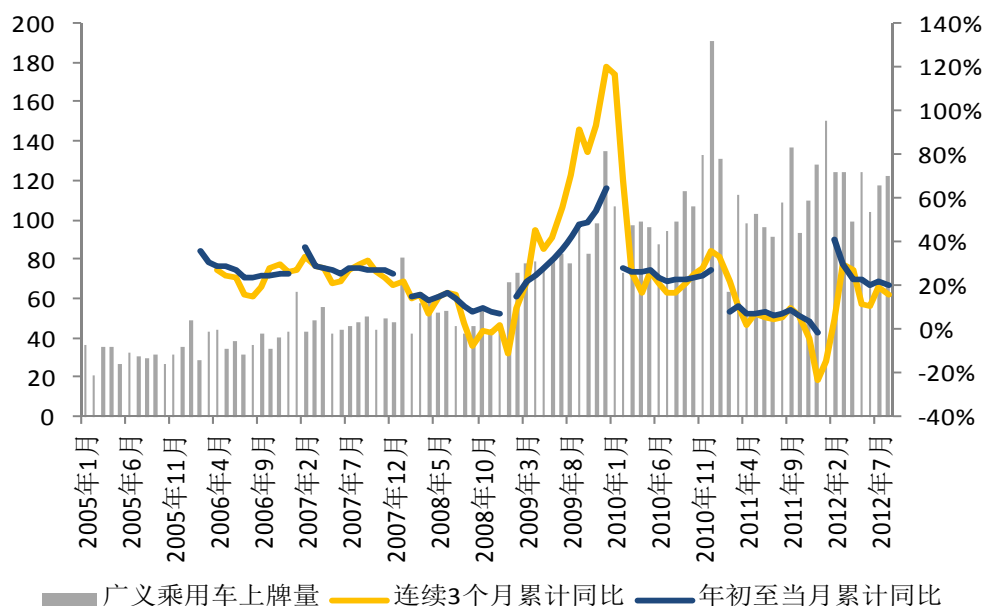
1)、终端需求增速 2012 年已经恢复至长期均衡水平，预计 2013 年仍将稳定在 10%~15%的正常增速

从广义乘用车上牌量数据来看，需求端增速已经恢复至正常水平：2009、2010 年由于政策的刺激产生透支性消费，经历了 2011 年一年时间的调整后，2012 年已进入恢复性增长期。2012 年以来，广义乘用车上牌量连续 3 个月累计同比增速保持在 10%到 20%之间(4 月前由于基数偏低接近 30%)，远高于 2011 年的个位数增长或者负增长。

我们在报告《沃土出芳华—汽车经销商行业深度报告(20110705)》中，在对美、日、韩汽车普及的历史经验进行对比分析后，判断“国内未来 5 年汽车销量复合增速将从目前的 26%下降至 15%左右，此后销量趋于平稳，个位数增长甚至零增长将成为常态”(分析过程请见该报告，此处不赘述)。我们认为，目前的终端销售状况，初步验证了我们的分析逻辑和判断。

由于汽车快速普及期尚未结束，同时乘用车消费的稳定性，我们认为，未来 3~5 年内，在经济不严重恶化的前提下，我们认为乘用车的销量增长仍将稳定 10%~15%的正常水平。

图 2、广义乘用车上牌量及其增速



资料来源：兴业证券研究所

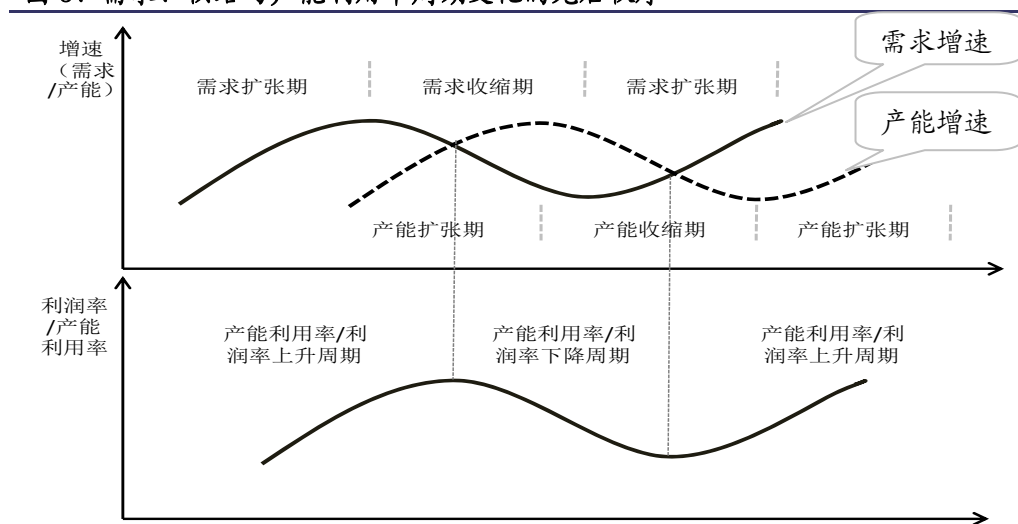
## 2)、在需求稳定增长的背景下，供给能力的变化成为影响行业利润率水平的关键因素。

供给层面，包括汽车生产与销售两个环节的产能，前者的变化取决于工厂建设的速度，后者则取决于销售网点扩张速度。本报告中，我们主要分析整车厂的盈利能力变化，因此着重于分析生产能力的变化。主要影响销售渠道盈利能力的销售产能问题我们将在后述报告中分析。

理论上，由于汽车新建产能一般需要 2 年~3 年的时间周期，因此，汽车的供给周期也应滞后于需求周期 2 年~3 年。由于汽车行业需求爆发式增长始于 2009 年，因而汽车产能的加速增长始于 2011 年，2012 年进入竣工高峰期。而需求的增速显然很难与之匹配，因此汽车行业产能利用率水平在 2012 年出现大幅下滑。

因此，后续情况如何？产能利用率的下滑对盈利能力的影响有多大？将是本报告将要解答的问题。

图 3、需求、供给与产能利用率周期变化的先后秩序



资料来源：兴业证券研究所

## 1.2、汽车产能问题的分析框架：产能利用率对企业利润率的影响途径

对于单个企业而言，产能利用率对利润率的影响主要通过一下两个途径，其结果都是导致利润率水平跟随产能利用率的变化而同向变化：

**1)、固定成本摊薄。**企业生产中，固定成本主要包括固定资产折旧、无形资产摊销已经长期待摊费用摊销，此外，由于员工人数以及平均薪酬短期内的刚性，员工薪酬也可以归入固定成本之内(研发费用、部分营销费用等相对固定的费用，由于与产能规模和产能利用率不直接相关，不列入我们此处分析的固定成本范畴)。



产品价格中，固定成本比例越高，产能利用率变化对产品成本的影响也就越大。

表 1、不同幅度的产能利用率变化导致的固定成本率变化幅度

固定成本率假设	产能利用率增减幅度(相对幅度)							
	-40%	-30%	-20%	-10%	+10%	+20%	+30%	+40%
5%	3.3%	2.1%	1.3%	0.6%	-0.5%	-0.8%	-1.2%	-1.4%
10%	6.7%	4.3%	2.5%	1.1%	-0.9%	-1.7%	-2.3%	-2.9%
20%	13.3%	8.6%	5.0%	2.2%	-1.8%	-3.3%	-4.6%	-5.7%
30%	20.0%	12.9%	7.5%	3.3%	-2.7%	-5.0%	-6.9%	-8.6%
40%	26.7%	17.1%	10.0%	4.4%	-3.6%	-6.7%	-9.2%	-11.4%

资料来源：兴业证券研究所

## 2)、低产能利用率下企业具有更强的降价动机，且最终带来的将是行业利润率的下降

理性而言，企业降价动机取决于利润对价格的弹性。一方面，降价直接导致净利润率的损失(其幅度等于降价幅度扣减税收降幅、以及产业链上向上传递的部分)，另一方面，降价使得销量得以扩大，从而有收入规模的扩大，同时产能利用率的提高又降低单位产品的固定成本，从而部分弥补降价带来利润率损失。企业是否降价，取决于这两者对利润的共同影响，其关键在于两个因素：需求的价格弹性与固定成本率对产能利用率的弹性。

在产能利用率较低的情况下，固定成本率对产能利用率具有更高的弹性，因而，企业在低产能利用率下具有更强的降价动机：例如，一个在产能利用率为 100% 时固定成本率为 10% 的企业，其产能利用率由 60% 上升至 66% 时，单位产品固定成本率将降低 1.5 个百分点，其产能利用率从 90% 上升至 99% 时，固定成本比率仅降低 1 个百分点。

但是，从全行业来看，单个企业的降价必然通过竞争关系带来全行业的降价，如果行业总需求的价格弹性较低，则意味着行业的降价很难带来总销量的增长，整个行业的利润率将会降低，其幅度等同于行业平均降价幅度。尽管如此，类似于卡特尔组织对所有企业最有利但是最终难以维持一样，产能利用率普遍偏低很容易导致利益共损的价格战。

因此，若不考虑总需求的价格弹性，产能利用率偏低，将容易导致企业的降价行为，这一决策在其他企业不作出同样反映的情况下对企业是有利的，但是最终带来的必然是所有企业利润率水平的下移。

## 二、乘用车行业的产能利用率：2013 年 1 季度或是拐点

本报告仅考虑合资品牌的产能问题，原因如后：1) 自主品牌乘用车企业的历史产能统计较为困难，且无效产能较多；2)、自主和合资品牌乘用车在产品定位上重叠较少，基本上是两个分隔较为明确的市场。后述统计中，均不含自主品牌占比较高的东南汽车、昌河铃木与以出口为导向的本田中国。

### 2.1、合资品牌乘用车产能利用率波动情况

1)、合资品牌乘用车总体产能利用率 2012 年下滑较大，2013 年预计保持平稳，2014 年后再次下滑但仍将保持在 90%以上的较高水平：

2012 年是合资品牌乘用车企的产能释放高峰年，全部合资车企全年新增产能 203 万辆，较上年末的 753 万辆增长 27%，2013 年~2015 分别新增设计产能 146、168、212 万辆，分别同比上年年末增长 15%、15%和 17%。其中 2015 年数据为目标数据，2015 年 212 万辆产能增量中，99 万辆来自长安福特、广本、东风日产、北京现代四个新工厂，另外的 113 万辆主要来自现有工厂的扩建目标，这些项目目前均尚未开建，能否实现具有较大的不确定性，因此 2015 年数据可能被虚增。

为了更真实的计算实际产能利用率水平，我们对当年新增产能按照投产月份数除以 12 为系数进行折算后，计算当年的设计产能总量。据此计算，2012~2015 年的实际产能增速分别为 32%、15%、17%、19%。销量方面假设 2012 年合资品牌乘用车销量增速为 14.5%（上半年实际增速为 14.6%），2013~2015 年增速分别假设为 15%、10%、10%。

据此计算的产能利用率，2012 年为 105%，较 2011 年下降 16 个百分点；2013 年~2014 年为 105%和 99%，2015 年为 92%（2015 年的产能统计存在虚增的可能，因此其实际产能利用率可能会更高一些）。

图 4、合资品牌总设计产能及增速情况

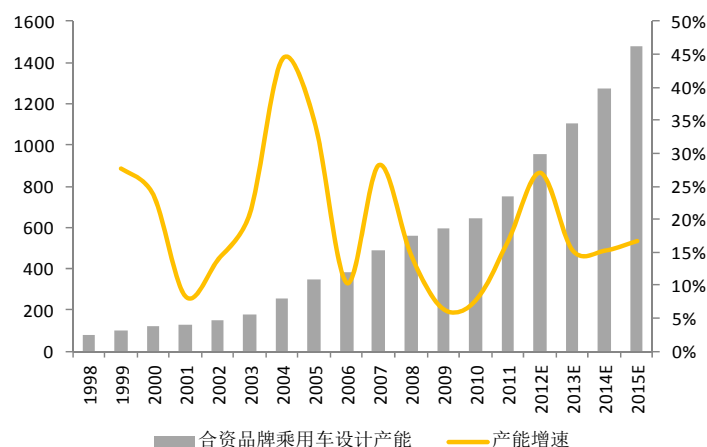
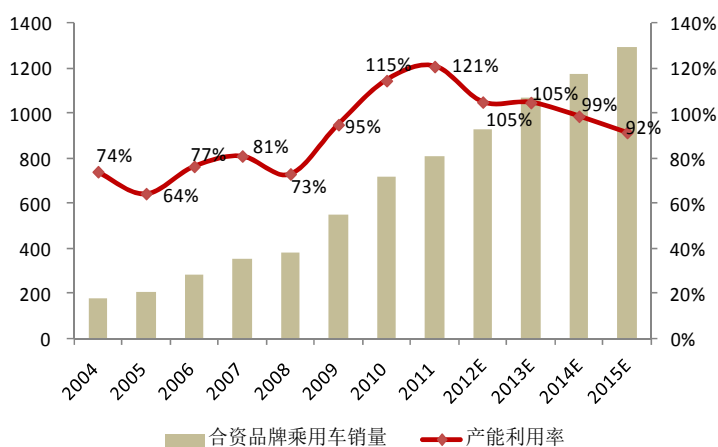


图 5、合资品牌乘用车销量及产能利用率



数据来源：兴业证券研究所

注：计算产能利用率时，对于当年新建的产能，按照投产月数/12 做为系数对产能进行折算。2012~2015 合资品牌乘用车销量增速分别假设为 14.5%（上半年实际增速）、15%、10%、10%。

2)、具体时间段的产能压力：2013 年 1 季度前产能压力持续扩大，此后环比持平甚至减小，直至 2013 年年末后产能压力再次上升。

从新建工厂或扩建工厂竣工投产时间来看，不同时间段内新增产能的差异较大，将导致实际产能利用率在不同时间段的波动：

- 2011 年 9 月至 2012 年 8 月期间，是合资品牌乘用车新建或扩建工厂竣工的密集区，期间共完成超过 255 万辆新增产能的建设，占此前总产能的 40%。由于这一期间的销量增速并不高，上牌量数据反映的终端销售 2011 年期间是同比下降的，2012 年 3 月以来（1~2 月份基数异常期，因此不考虑）也仅同比增长 13.5%，因而产能利用率出现较大下滑。考虑到新竣工工厂的产能爬坡所需时间，我们判断这一阶段的产能释放压力会延续到 2013 年年初。
- 2012 年 4 季度到 2013 年上半年期间，新竣工产能仅有郑州日产中牟工厂的扩产、沃尔沃成都工厂、大庆工厂、一汽大众成都工厂的扩建工程，合计增加产能仅约 43 万辆，仅占目前产能的约 5%。由于销量增速预计将维持在目前水平(14.5%)的概率较高，同时考虑到新工厂的产能爬坡时间，预计从 2013 年 1 季度至年末期间，合资品牌乘用车的产能压力将环比持平甚至略有下降。
- 2013 年下半年期间，新竣工产能约为 100 万辆，占 2013 年年中产能的约 10%。考虑到产能爬坡期，预计 2013 年 4 季度后产能压力将再次上升，但是幅度有限。

3)、产能的结构变化，由于无法统计，且厂商可部分按需调节产能结构，本文暂不考虑。



表 2、2011 年以来合资品牌新建或扩建产能情况

车企	工厂	类别	增加产能 (万辆)	投产时间	生产车型
广州本田	增城工厂	扩建	12	2011年8月	雅阁、奥德赛、哥诗图
上海大众	第4工厂（江宁）	扩建	20	2011年8月	志俊、新帕萨特
一汽大众	成都工厂	新建	35	2011年10月	NCS新速腾、捷达NF
华晨宝马	铁西工厂	新建	10	2011年11月	X1/X3
东风日产	花都2工厂	新建	24	2011年12月	骐达、玛驰
长安福特马自达	重庆第二工厂	新建	15	2012年初	新福克斯、翼虎等
华晨宝马	大东工厂	扩建	6	2012年初	宝马5系与3系
一汽丰田	长春2工厂	新建	10	2012年5月	卡罗拉等
上海大众	第5工厂（仪征）	新建	30	2012年5月	大众/YETI
上海通用	东岳工厂	扩建	24	2012年6月	景程、乐风、乐驰、新赛欧
广汽菲亚特	长沙工厂	新建	14	2012年6月	菲翔等
北京现代	第3工厂	新建	40	2012年6月	“朗动”，C级车、D级车及SUV车型
东风本田	东本2工厂	新建	24	2012年7月	思域、CRV、思铂睿
东风日产	襄樊工厂	扩建	8	2012年8月	蓝鸟、天籁、轩逸、楼兰
北京奔驰	亦庄工厂	扩建		2012年9月	新A级车、B级车、小型SUV车型BLK
郑州日产	中牟工厂	扩建	10	2012年底（预计）	皮卡、帕拉丁、NV200
沃尔沃	成都工厂	新建	10	2012年底（预计）	S60L、XC60等
一汽大众	成都工厂	扩建	15	2013年3月（预计）	NCS新速腾、捷达NF
一汽大众	南海工厂（佛山）	新建	30	2013年6月（预计）	大众F-11，奥迪W-66，新能源车
沃尔沃	大庆工厂	新建	8	2013年上半年（预计）	XC60、MPV
长安标志雪铁龙	深圳工厂	新建	20	2013年下半年（预计）	雪铁龙DS系列
神龙汽车	神龙3工厂	新建	15	2013年9月（预计）	A0级
长安铃木	重庆第2工厂	新建	25	2013年底（预计）	未知
华晨宝马	铁西工厂	扩建	10	2013年底（预计）	X1/X3
长安福特马自达	重庆第三工厂	新建	35	2014年（预计）	未知
上海通用	北盛3工厂	新建	30	2014年（预计）	克鲁兹、别克GL8
上海通用	武汉工厂	新建	30	2014年（预计）	未知
上海大众	第6工厂（宁波）	新建	30	2014年（预计）	斯柯达品牌
上海大众	第7工厂（新疆）	新建	5	2014年（预计）	A级
东风悦达起亚	盐城3工厂	新建	30	2014年（预计）	新能源和合资自主车型
东风日产	大连工厂	新建	12	2014年（预计）	英菲尼迪SUV（EX\FX）
长安福特马自达	杭州工厂	新建	25	2015年（预计）	林肯品牌
广州本田	广本3工厂	新建	24	未知	未知
东风日产	花都3工厂	新建	30	未知	未知
北京现代	第4工厂	新建	20	未知	未知

数据来源：兴业证券研究所

## 2.2、分企业的产能压力情况

主流企业产能压力较小，但欧美系均存在产能利用率下降进而对利润率造成负面影响的

风险：2013 年，调整计算的产能较 2012 年没有继续增加的主流车企包括长安福特马自达、广汽丰田、广汽本田、东风悦达起亚，此外其余日系车企包括一汽丰田、东风日产、北京现代调整后产能的增幅也在 10%以内，预计上述企业 2013 年的产能利用率将较 2012 年有所上升。其余主要企业中，一汽大众、上海大众、东风本田、东风神龙、上海通用调整产能 2013 年增加较多，幅度分别为 29%、20%、17%、17%、14%，这些企业 2013 年产能利用率水平较 2012 年下滑的概率较大。

更远来看，我们从以下两个角度来衡量厂商的产能压力：

1)、供给与需求匹配角度指标——实现产能充分利用所需的销量增长：我们在下表中，计算了到 2014 年，为实现 100%的产能利用率，各企业销量所需实现的增长。该数据越高，表示企业未来面临的销售压力越大。

各合资品牌乘用车企业中，相对供给能力而言，未来销售压力相对较小主要是上海通用、一汽丰田、上海大众、广丰、广本、东风悦达、北京现代、东风日产等企业，预计上述企业 2014 年实际产能利用率将在 100% 以上；压力较大的依次是北京奔驰、华晨宝马、福建戴姆勒、郑州日产、长安铃木等，以上企业 2014 年为实现 100% 的产能利用率，其销量均需相对 2011 年实现超过 100% 的增长。

**2)、利润率角度指标——维持产能利用率不变所需的销量增长：**由于产能利用率的变化会直接通过固定成本摊薄影响利润率水平，因此从利润角度出发，需要研究各企业产能利用率下滑的问题。

我们计算了 2014 年产能利用率保持在 2011 年水平下所需的销量增幅，在不考虑企业销量增长差异的条件下，该数据越高，表明企业产能利用率相较 2011 年可能的下滑幅度越大，产品固定成本率上升的风险也越高。

各企业中，不考虑销量增长差异的前提下，2014 年前产能利用率下滑幅度最大的依次是北京奔驰、华晨宝马、长安铃木、上海大众、一汽大众等，上海通用则由于 2014 年竣工产能较大但压力将于 2015 年释放，因而 2014 年计算的数据衡量的压力较小；日系、韩系厂商除日产外，由于产能扩张较慢，未来产能利用率下滑风险较小。

表 3、分企业未来产能压力衡量

车企	年末设计产能					调整产能增速		2011 年产能利用率		2014 年实现 100% 产能利用率所需销量增长	2014 年产能利用率较 2011 年不下降所需的销量增长
	2011	2012	2013	2014	3 年复合增速	2012	2013	未调整	调整后		
上海通用	76	100	100	160	28%	16%	14%	156%	156%	-3%	51%
一汽丰田	51	61	61	61	6%	12%	7%	104%	104%	15%	20%
上海大众	75	105	105	140	23%	54%	17%	155%	200%	16%	131%
广汽丰田	36	36	36	36	0%	0%	0%	76%	76%	31%	0%
广汽本田	48	48	48	48	0%	20%	0%	75%	91%	32%	20%
东风悦达起亚	43	43	43	73	19%	0%	0%	101%	101%	34%	35%
北京现代	60	100	100	100	19%	50%	11%	123%	123%	35%	67%
东风日产	84	110	110	110	9%	68%	9%	96%	135%	36%	83%
一汽大众	96	96	141	141	14%	35%	29%	108%	146%	36%	99%
东风本田	24	36	36	36	14%	25%	20%	106%	106%	41%	50%
长安福特马自达	41	56	56	91	30%	37%	0%	102%	102%	76%	79%
东风神龙	45	45	75	75	19%	0%	17%	90%	90%	86%	67%
长安铃木	20	20	45	45	31%	0%	0%	110%	110%	105%	125%
广汽长丰	10	10	10	10	0%	0%	0%	31%	31%	221%	0%
郑州日产	10	18	18	18	22%	84%	0%	53%	53%	249%	84%
福建戴姆勒	4	4	4	4	0%	0%	0%	27%	27%	265%	0%
华晨宝马	20	26	36	36	22%	132%	2%	48%	87%	277%	227%
北京奔驰	10	18	26	34	50%	80%	44%	78%	78%	337%	240%

资料来源：兴业证券研究所

注：1)、2011 年产能利用率：调整前的产能利用率为按照年末总设计产能计算，调整后的产能利用率按照该企业各个工厂的投产时间进行调整后计算所得；

2)、2014 年实现 100% 的产能利用率所需销量增长：是指计算 2014 年的调整产能后，按照 100% 的利用率逆推销量，该销量相较 2011 年的增长幅度。该数据用以衡量企业未来为实现产能充分利用所面临的需求压力；

3)、2014 年实现产能利用率维持在 2011 年水平所需的销量增长：是指计算 2014 年的调整产能后，按照 2011 年调整产能利用率逆推销量，该销量相较 2011 年的增长幅度。该数据用以衡量企业产能利用率下滑风险的高低。

4)、北京奔驰各年产能为按照 2015 年产能目标 42 万辆在匀速扩产的假设下推测而来。

### 三、合资品牌乘用车产能压力评估

产能利用率与利润率的对应关系，如我们在 1.2 中所述，产能利用率通过固定成本摊薄和竞争关系对企业利润率分别造成直接和间接的影响。因此，以下关于乘用车企业利润率的讨论，同样从固定成本和行业竞争两个方面展开。

#### 3.1、成本角度的产能压力：2014 年前产能利用率下滑直接导致的净利润率损失在 1 个百分点以内

车企产能利用率发生变化时，会通过固定成本摊薄影响单车的生产成本，在车价不变的前提下，将直接导致利润率的变化。

在汽车制造中，固定的成本包括固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销以及研发费用。其中，研发费用占收入比主要取决于由需求决定的规模效应，而非供需双方共同决定的产能利用率，因此，我们在衡量产能利用率对利润率的影响时，不考虑研发费用项，仅考虑折旧摊销成本。

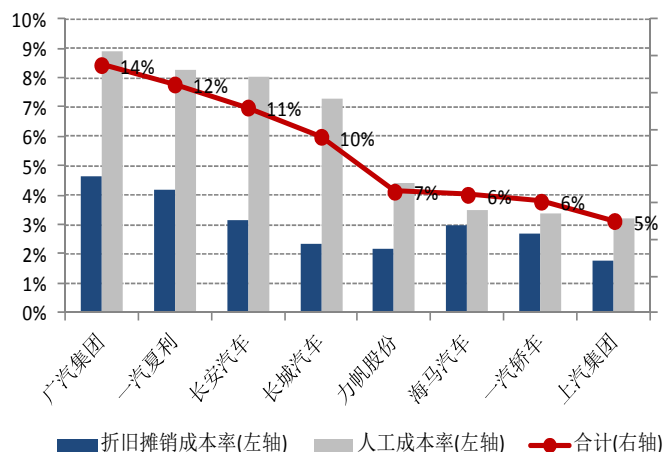
此外，人工成本由于员工人数与薪酬水准的刚性，具有较强的固定成本属性。当产能利用率发生变化时，单位产品中人工成本也将发送一定变化。因此，在衡量产能利用率对产品成本的影响时，需要考虑人工成本率的变化。

##### **1)、汽车制造中，折旧摊销成本占比普遍较低，人工成本相对较高且呈上升趋势**

仅对 A 股上市整车企业的统计显示，在乘用车制造中，参照 2011 年的数据，折旧摊销成本普遍仅占收入的 2%~3%，人工成本(包括所有员工)占比稍高，且不同企业差异较大，低者在 3%~4%之间，高者在 7%~9%之间。对上市乘用车企业进行加权平均处理后，2011 年其折旧摊销成本率平均为 2.1%，人工成本率平均为 3.9%，合计为 6%。

从固定成本率的历史变化来看，2007 年以来(加权平均成本率 2007 年受上海汽车重组影响较大，因此此前数据不可比)，摊销折旧成本率波动较小，最低为 2009 年的 1.9%，最高为 2007 年的 2.3%。人工成本变化率较大且呈上升趋势，2007 年仅为 2.7%，2011 年上升至 3.9%，且 2011 年当年增幅最大，我们判断这一变化反映的主要是人均薪酬的上涨趋势。类似的，货车行业的人工成本率 2007 年以来也出现了持续上涨的趋势。

图 6、主要乘用车上市公司 2011 年固定成本占收入比



数据来源：兴业证券研究所

图 7、乘用车行业加权平均固定成本率

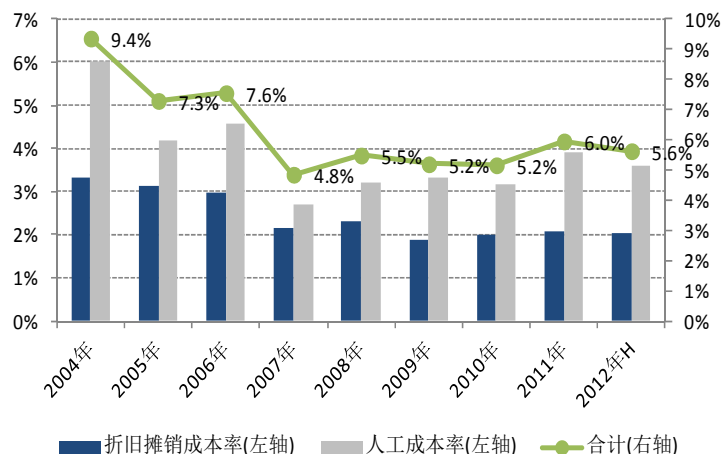
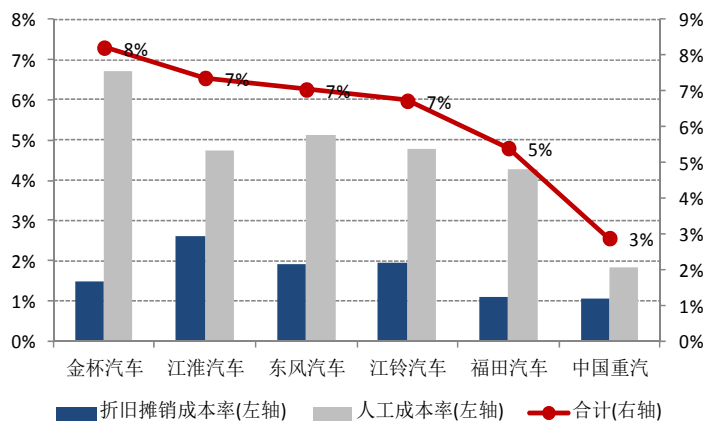


图 8、主要货车类上市公司固定成本占收入比



数据来源：兴业证券研究所

图 9、货车行业加权平均固定成本率

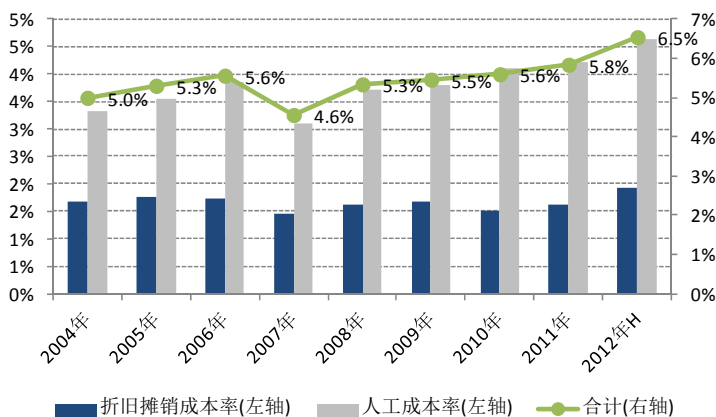
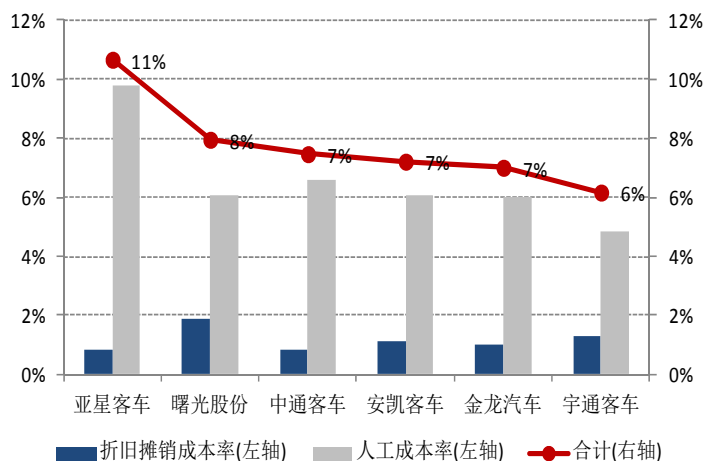
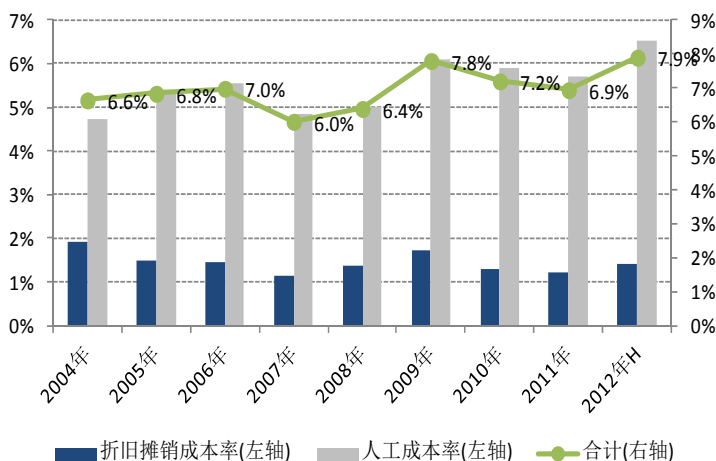


图 10、主要客车类上市公司固定成本占收入比



数据来源：兴业证券研究所

图 11、客车行业加权平均固定成本率



## 2)、产能利用率对固定成本率的影响估算：2014 年前产能利用率下滑直接导致的净利润率损失预计在 1 个百分点以内

下表列出了不同固定成本率假设下产能利用率下降导致的成本率上升幅度。例如，当固定成本率为 6% 时，产能利用率下降 10% 将带来固定成本率上升 0.67%，在产品价格不变的情况下，意味着税前利润率下降 0.67 个百分点，假设所得税率为 25%，则税后净利润率将下降 0.5 个百分点。对合资品牌乘用车行业，2012~2013 年产能利用率对利润率的影响分别估算如下：

- 2012 年：在 2.1 节中，我们的计算显示合资品牌产能利用率在 2012 年将较 2011 年下降约 13%（绝对水平下降 15 个百分点），若 2011 年固定成本率为 6%，则意味着 2012 年的固定成本率将上升 0.9 个百分点至 6.9%，对税后净利润率的影响幅度为 0.68 个百分点。
- 2013 年：产能利用率将维持在 2012 年的水平，因此不考虑人均薪酬变化的前提下，固定成本比率预计将维持在 2012 年的水平。
- 2014 年：产能利用率较 2011 年下降 18%（绝对水平下降 22 个百分点），固定成本率预计较 2011 年上升 1.3 个百分点，将导致税后净利润率较 2011 年下降约 1 个百分点。

表 4、不同固定成本率假设下产能利用率下降导致的成本率上升幅度					
固定成本率假设	产能利用率下降比率假设				
	5%	10%	15%	20%	30%
2%	0.11%	0.22%	0.35%	0.50%	0.86%
4%	0.21%	0.44%	0.71%	1.00%	1.71%
6%	0.32%	0.67%	1.06%	1.50%	2.57%
8%	0.42%	0.89%	1.41%	2.00%	3.43%
10%	0.53%	1.11%	1.76%	2.50%	4.29%
15%	0.79%	1.67%	2.65%	3.75%	6.43%
资料来源：兴业证券研究所					

表 5、合资品牌乘用车企业产能利用率下降将导致的净利润率损失					
时间	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
产能利用率估算	121%	105%	105%	99%	92%
固定成本率	6%	6.9%	6.9%	7.3%	7.9%
税前净利润率较 2011 年降幅		0.90%	0.92%	1.34%	1.92%
税后净利润率较 2011 年降幅		0.68%	0.69%	1.01%	1.44%
资料来源：兴业证券研究所					
注：假设企业所得税率为 25%					



### 3.2、竞争角度的产能压力：需要2~3倍的需求价格弹性，企业降价才能维持利润总额不变

正常而言，企业是否决定主动发起价格战，取决于价格战给企业带来的好处，这种好处可以是长期的也可以是短期的：短期而言，无非为扩大销售规模从而提高利润总额；长期而言，无非为改变行业竞争结构，提升自身在行业中的地位，从而获得更高的长期收益。

由于本报告主要评估产能利用率对企业利润率水平的影响，因此我们关于价格战的分析将主要围绕企业提高利润的动机展开。

在改变行业竞争结构的动力方面，我们认为对于合资品牌乘用车而言，由于各外资方均为国际汽车巨头，已建立各自较为成熟的竞争优势，简单的价格战并非获得更强的、可持续的竞争力的有效手段，不足以使得行业竞争格局发生稳固的转变，因此，我们判断合资品牌企业基于改变行业竞争格局的价格战动力较弱，这也是目前有别于2004~2005年大量合资品牌企业尚处于进入初期时的地方。

在价格战对利润的方面，我们需要分别衡量价格战带来的利润损失和收益：

#### 1)、价格战的损失：10%的价格下降将带来2~3个百分点的净利润率损失

价格战的损失直接来源于产品价格下降带来的利润率损失，理论上，将价格降幅扣除企业向上游转嫁的部分、增值税和所得税的减少后的部分，即时单车净利润的损失幅度。以降价10%、企业初始净利润率假设为10%为例，假设企业可以通过向上游零部件企业转嫁一半、再考虑到增值税和所得税的降低，单车净利润损失约为31%，按照降价后的车价计算的企业税后净利润率将下降约2.3个百分点。

与这一净利润率损失相关的因素包括降价幅度和初始净利润率，其中，降价幅度与净利润率降幅为正比例关系，初始净利润率与净利润率降幅为负相关关系。若价格降幅为10%，企业初始利润率为10%、8%、6%、4%、2%时净利润率的降幅分别为2.3%、2.6%、2.8%、3%、3.2%。

表6、降价给整车企业带来的净利润率损失

项目	降价幅度	通过向上游零部件企业转嫁所带来的成本下降	增值税的减少	所得税的减少	净利润率的降低	以降价后单车收入为分母计算的净利润率的降低
占收入的比例	10%	5%	0.85%	1.04%	3.11%	2.35%

注：1)、向上游零部件企业转嫁所带来的成本下降为假设数据，受厂商零部件自给率的影响；  
 2)、增值税的减少计算公式为 $(10\% - 5\%) \times 17\%$ ；  
 3)、企业所得税率假设为通常的25%（自主品牌企业大多按照高科技企业的15%征收）， $(10\% - 5\% - 0.85\%) \times 25\%$ ；  
 4)、增值税、所得税、净利润率的降低，其计算分母仍然为降价之前的车价；  
 5)、以降价后的单车收入为分母计算的净利润率的降低，由于车价下降，分母下降，因此重新计算的净利润率下降幅度较小。此处的计算中假设企业原有净利润率为10%，若降价10%，单车净利将降低31%，净利润率将降低2.3%至7.7%。除了与价格降幅成正比例关系外，这一降幅与企业初始利润率也有关，价格降幅为10%，企业初始利润率为10%、8%、6%、4%、2%时净利润率的损失分别为2.3%、2.6%、2.8%、3%、3.2%。

## 2)、价格战的收益：需要 2~3 倍的需求价格弹性，企业降价才能维持利润不变

分别来自量的增加带来收入的增长，和产能利用率的提升带来固定成本率的降低。下表中我们分别计算了价格下降 10% 后不同幅度的销量增长假设下企业利润总额的变化（前提假设为汽车初始净利润率为 10%、初始固定成本率为 6%）。结果显示，在价格下降 10% 后，若销量仅增长 10%，则净利润总额将下降 19.5%；若销量增长 20%，净利润总额将下降 8.1%；仅当销量增长 27% 时，净利润总额才能与降价前相当。当价格降幅为 5% 时，销量需增长 12% 才能实现净利润总额不变。

综合来看，需要 2~3 倍的需求价格弹性（也即销量增速必须是价格降幅的 2~3 倍），企业降价后才能维持利润不变。

表 7、考虑降价带来不同幅度的销量增长后的利润总额损失

降价幅度	销量增幅	收入增幅	固定成本率降低带来的净利润率增加	降价直接导致的净利润率下降	净利润率合计降幅	利润总额的变化幅度
10%	0%	-10%	0.00%	-2.35%	-2.35%	-31.1%
10%	10%	-1%	0.45%	-2.35%	-1.89%	-19.7%
10%	20%	8%	0.83%	-2.35%	-1.51%	-8.3%
10%	27%	15%	1.07%	-2.35%	-1.27%	0.0%
5%	0%	-5%	0.00%	-1.11%	-1.11%	-15.6%
5%	5%	0%	0.24%	-1.11%	-0.87%	-9.0%
5%	10%	4%	0.45%	-1.11%	-0.66%	-2.4%
5%	12%	6%	0.53%	-1.11%	-0.58%	0.0%

注：1）、销量增幅为 10% 的降价带来的销量增长假设  
 2）、收入增幅计算公式为  $(1 + \text{销量增幅}) \times (1 - \text{降价幅度})$   
 3）、固定成本率降低带来的净利润率增加的计算中，假设初始固定成本率为 6%，所得税率为 25%，具体计算公式为  $[(6\% - 6\% / (1 + \text{销量增幅})) / (1 - \text{降价幅度})] \times (1 - 25\%)$ 。  
 4）、降价直接导致的净利润率下降，为上表中以降价后单车收入为分母计算的净利润率的降低数据。  
 5）、企业利润总额的变化幅度计算的假设前提为，企业初始净利润率为 10%，计算公式为  $[(1 + \text{收入增幅}) \times (10\% - \text{净利润率合计降幅})] / (1 \times 10\%) - 1$ 。

## 3)、决定降价的利润效果的主要因素

按照我们上述推算，汽车企业降价后为维持利润总额不变所需的需求价格弹性(销量增速/价格降幅)，与一下因素相关：

- **向上游转移比例**：通过压低零部件成本，向上游转嫁降价损失的比例越高，降价对利润的负面影响越小；
- **初始净利润率**：净利润率越高的企业，价格下降导致的单车利润损失比例越低，靠销量提高来弥补的要求也越低；
- **固定成本率**：固定成本率越高，降价后销量扩大进而产能利用率上升，所带来的固定成本摊薄效应越明显，对净利润率的正面影响越大。
- **产能利用率**：对同一企业，产能利用率越低，固定成本率越高，降价行为越为有利。

- **税率：**增值税和所得税率越高，企业价格下降部分由税负承担的比例越高，对净利润的负面影响越小。

#### 4)、当前合资品牌乘用车降价压力及影响评估

按照上述定量分析，我们有如下结论：

**a、小幅降价对企业利润总额的负面影响有限，**原因主要在于通过向上游的转嫁、以及各项税费的降低，价格的降幅只有部分会转变成企业利润的损失。例如降价 5%，若降价的转嫁率能达到 50%、再考虑到增值税和所得税的变化，单车净利润的损失仅约为车价(降价前)的 1.6%，单车净利润率仅降低约 1.1%。若需求的价格弹性能达到 2，意即 5%的降价带来 10%的销量增长，则企业总利润仅下降约 2.4%。

**b、但是，合资品牌乘用车通过降价扩大销量并非有效的业绩改善手段。**

一方面，对于单个合资企业而言，其降价提升市场份额的尝试必然带来其他企业的跟随，因而最终是无效的。而对于合资品牌乘用车整体而言，由于乘用车总需求量的增长主要取决于经济状况而非车价，因此合资品牌乘用车需求的价格弹性仅来自于对中低端乘用车的替代效应，由于价格差异仍然较大，这种替代效应在较低的降价幅度下应该是较低的；

另一方面，合资品牌汽车企业目前产能利用率普遍较高，固定成本率较低，企业通过降价扩量以提升产能利用率获得的固定成本摊薄效应较低。例如，若初始固定成本率为 6%，则销量增加 10%所带来的固定成本率降低进而净利润率上升的幅度仅为 0.45 个百分点。

### 3.3、结论：2013 年后合资品牌乘用车企产能问题对利润的负面影响有限

综合上述定量分析，我们认为 2012 年下半年至 2013 年年初将是乘用车产能压力最严重的时间段，不必过于担心合资品牌乘用车企业 2013 年后基于产能充分利用的降价压力，原因如下：

1)、产能利用率的大幅下滑主要发生在 2012 年，2013~2014 年后的产能增速有限，产能利用率降幅较低，且仍在充分利用水平(总体仍在 100%附近)。

2)、相应的，按照我们的估算，相对 2011 年，由于产能利用率的下降直接导致固定成本率上升，进而税后净利润率下降的幅度，2012 年~2014 年分别为 0.68%、0.69%、1.01%和 1.44%。目前合资品牌乘用车企业净利润率大多在 8%~10%之间，因此，固定成本率上升的因素带来的利润损失在 10%以内，且主要于 2012 年下半年(产能利用率下滑最严重的时期)完成。

3)、价格战方面：按照我们上述分析，我们认为合资品牌乘用车通过降价扩大销量并非有效的业绩改善手段与理性选择，同时，小幅度的降价对企业利润的影响有限。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15%  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层  
邮编: 200135  
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层  
邮编: 100140  
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503  
邮编: 518048  
传真: 0755-82562090



### 【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

### 【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。