

中信汽车·车闻天下（第76期）

——世界汽车品牌介绍之七 法拉利

中信证券研究部 汽车行业研究组

李春波	许英博	高嵩	陈俊斌
电话: 010-60838203	电话: 010-60838704	电话: 010-60838822	电话: 010-60836703
邮件: lcb@citics.com	邮件: xuyb@citics.com	邮件: gs@citics.com	邮件: chenjb@citics.com
执业证书编号: S1010510120010	执业证书编号: S1010510120041	执业证书编号: S1010512020002	执业证书编号: S1010512070001

本期引言:

法拉利（Ferrari）是世界著名的意大利赛车和跑车生产厂家，主要制造一级方程式赛车、赛车及高性能跑车，1929年由划时代的汽车设计大师恩佐·法拉利（Enzo Ferrari）一手创办。早期法拉利公司主要赞助赛车手并生产赛车，1946年开始独立生产汽车。法拉利公司总部设于意大利摩德纳（Modena）附近的马拉内罗（Maranello），90%的股权为菲亚特公司所有，但由于其特殊的地位和影响力，运营始终独立于菲亚特公司之外。

本期『车闻天下』，我们将介绍世界知名的意大利跑车品牌法拉利。如有疑问欢迎交流。



资料来源：百度图片，中信证券研究部

目 录

法拉利品牌及发展历史	1
法拉利品牌	1
法拉利发展历史	2
股权结构	2
法拉利品牌上市情况	3
法拉利赛车与 F1	3
法拉利品牌的市场表现	4
法拉利品牌全球市场表现	4
法拉利品牌中国市场表现	5

法拉利品牌及发展历史

法拉利品牌

法拉利（Ferrari）是世界著名的意大利赛车和跑车生产厂家，主要制造一级方程式赛车、赛车及高性能跑车，1929 年由划时代的汽车设计大师恩佐·法拉利（Enzo Ferrari）一手创办。早期法拉利公司主要赞助赛车手并生产赛车，1946 年开始独立生产汽车。法拉利公司总部设于意大利摩德纳（Modena）附近的马拉内罗（Maranello），90%的股权为菲亚特公司所有，但由于其特殊的地位和影响力，运营始终独立于菲亚特公司之外。

图 1：法拉利的“跃马”徽标



资料来源：Google 图片，中信证券研究部

法拉利的“跃马”徽标正式作为法拉利的标志是在 1932 年，首先“跃马”徽标出现在了车队的信纸上，同年 7 月 9 日，“跃马”徽标出现在了代表阿尔法·罗密欧公司初赛的法拉利赛车上——黑色的马、黄色的背景。

1939 年，恩佐带领自己的车队第一次出塞时，将“跃马”徽标上马头顶的“ferrari”移到了马的脚下；1942 年，恩佐再次改动了徽标，将原先写作 FERRARI 的车队名改为 Ferrari，只有“F”一个字母大写；1946 年，法拉利公司将其注册为公司商标。从此，以金丝雀羽毛的金黄色为底色、带有黑色奔马的徽标正式成为

法拉利赛车和跑车的品牌标志。现在的法拉利标志是从 1952 年开始使用的，上部的绿、白、红条纹代表着意大利国旗，昂首奋蹄的骏马体现了法拉利赛车勇往直前的英雄性格。

法拉利发展历史

恩佐·法拉利 1898 年生于意大利摩德纳，20 岁从军队退役，与一位测试员配对赛车搭档，自费参加了森姆尼赛车队（Costruzione Meccaniche Nazionali），开始了赛车生涯。恩佐·法拉利在 22 岁时，获得了当年大奖赛的亚军，得到阿尔法·罗密欧汽车制造公司老板垂青，成为了一名试车员；32 岁时，恩佐·法拉利担任阿尔法·罗密欧汽车制造公司赛车队队长；39 岁时，已经是 Corse 部门经理的恩佐·法拉利将车队命名为“法拉利车队”。恩佐·法拉利在阿尔法·罗密欧公司的这段时间，法拉利车队先后在方程式赛车、24 小时跑车耐力赛、米勒·米格（Mille Miglia）、塔格·佛罗热（Targa Florio）等 39 场大赛中，获得了 11 场冠军。而在这期间，法拉利跑车标志性的“跃马”图案被用到法拉利的赛车上。“跃马”图案来自于第一次世界大战中阵亡的意大利空战英雄 Francesco Baracca 的座机标志，1923 年阿拉法赛车中 Francesco Baracca 的母亲康蒂丝·白丽查女士在法拉利赛车获胜时将“跃马”图案给予恩佐·法拉利使用，希望这能给法拉利车队带来好运。

图 2：法拉利之父恩佐·法拉利



资料来源：Google 图片，中信证券研究部

图 3：法拉利生产的第一辆赛车 Tipo 125



资料来源：Google 图片，中信证券研究部

由于法拉利车队的名噪一时和阿尔法·罗密欧公司对恩佐·法拉利的排挤，1939 年恩佐·法拉利离开了阿尔法·罗密欧公司，成立了 Auto Avio Costruzioni 公司。由于法拉利车队的赛车制造技术牵涉到了阿尔法·罗密欧公司的利益，该公司在成立 4 年内被禁止生产汽车，其主要业务是向罗马国家航空公司、Piaggio 和 Riv 等公司提供制造机床服务。之后，由于二战爆发，全世界赛车活动都陷入停顿，法拉利的工厂也于 1943 年被迫从摩德纳迁至马拉内罗，并且由于二战影响，直至 1947 年初，法拉利的工厂才生产出了第一辆真正的法拉利赛车 Tipo 125S。Tipo 125S 搭载的是 1.5L 排量、采用 DOHC 技术的 V12 发动机，压缩比 8.5，能产生 100 匹马力，这在当时已经算是非常优秀。125S 在问世的头一年就胜了七场比赛。在之后的 3 年时间里，法拉利又相继生产了 Tipo 166、Tipo 195、Tipo 212、Tipo 225 等赛车。

随着法拉利车队在各种赛车赛事上获得胜利，车迷们纷纷开始向法拉利公司求购跑车。而法拉利公司为了挣钱补贴车赛，也开始了跑车销售业务。最初法拉利公司只是出售预定产品，之后开始转为小批量生产超级跑车。在当时，法拉利小规模的跑车生产获利十分有限，难以支撑赛车庞大的开销，法拉利公司常常陷入经济困境。不过由于法拉利声誉极高，是意大利汽车业的形象代表，因此财大气粗的菲亚特公司在财政方面经常给与法拉利无私资助。美国福特汽车公司一度有意收购法拉利公司，但法拉利担心福特借法拉利赛车的成绩宣传福特汽车形象不利于意大利汽车工业，且法拉利赛车计划会因收购而受到干扰。

股权结构

1969年，菲亚特公司购买了法拉利50%的原始股，并且拥有剩余50%股份的购买选择权，但前提是菲亚特公司不得干扰法拉利的赛车相关活动，允许法拉利独立运营。1988年，法拉利汽车公司创始人恩佐·法拉利去世，菲亚特集团又购买了法拉利汽车公司40%的股份，剩余10%的股份由恩佐·法拉利的儿子皮尔洛·法拉利(Piero Ferrari)持有，同时他也是法拉利汽车公司的副经理。2002年，经济危机爆发，菲亚特由于经济拮据，将34%的法拉利股份出售给米兰投资银行(Mediobanca)，市值7.752亿欧元，但是保留了购买任意权。

2006年，菲亚特集团财政状况复苏，以近9亿欧元的价格，从多家银行(意大利的Mediobanca、德国的Commerz bank和意大利的Banca Popolare dell'Emilia Romagna)手中购回之前出售的29%的股份。但是剩下的5%的股份已被米兰投资银行出售给阿联酋的阿布扎比投资公司，且这部分股份的购买任意权已经过期，菲亚特集团为此与阿布扎比投资公司开始了磋商。2010年，菲亚特斥资1.22亿欧元回购05年出售给阿布扎比投资公司(Abu Dhabi Investment Company Mubadala)5%的法拉利股权，至此菲亚特拥有90%以上的法拉利股权。法拉利公司是菲亚特集团内部结构调整后盈利最高的品牌。

法拉利品牌上市情况

2010年11月，菲亚特集团CEO马尔乔内(Sergio Marchionne)曾向媒体透露，拟推动法拉利上市，以换取足够资金完成对美国第三大汽车制造企业克莱斯勒(Crysler)集团的收购。菲亚特收购克莱斯勒集团股份的源头要追溯到2008年，菲亚特开始与克莱斯勒洽谈，拟以技术为代价换取克莱斯勒公司的股权。2009年，菲亚特与克莱斯勒达成协议，菲亚特持有合作新公司20%的股份，并可根据协议增持条件，分三次逐渐增加到35%。2011年5月，继克莱斯勒汽车公司偿还了美国和加拿大政府提供的76亿美元贷款之后，菲亚特根据之前协议斥资13亿美元将其在克莱斯勒公司的持股比例从30%提升到46%。2011年6月，菲亚特汽车公司与美国财政部达成协议，将支付5亿美元收购其手中克莱斯勒6%的股权，至此，菲亚特集团已拥有克莱斯勒53.5%的股份，达到了绝对控股的持股比例。2012年，菲亚特进一步增持克莱斯勒5%股权，其持有股权达到58.3%。

在菲亚特集团成功抄底美国汽车巨头克莱斯勒后，2011年菲亚特-克莱斯勒集团净利润增幅超过75%。鉴于菲亚特-克莱斯勒集团的全球扭亏及快速复苏，菲亚特集团有意进一步增持克莱斯勒股权，但是资金无疑是实施该行动的最大障碍。而作为菲亚特旗下盈利能力最强的品牌法拉利，无疑成为了快速融资获取并购克莱斯勒资金的最大可能对象。目前多家投资银行正在与法拉利的股东方菲亚特接洽，游说其将旗下跑车制造商法拉利在香港证券交易市场IPO上市。根据意大利UniCredit银行分析师7月份报告，法拉利首次公开募股IPO市值或高达44亿欧元，而菲亚特集团CEO马尔乔内对法拉利的价值估计更高，在50亿欧元左右。将法拉利品牌上市，有助于菲亚特获得融资，以偿付约50亿欧元的债务，并且有助于提升菲亚特集团股票的估值，根据UniCredit银行预计，法拉利上市将促使菲亚特每股价格提升0.7欧元。

2011年9月，菲亚特集团CEO马尔乔内称近期汽车市场不景气，暂无意安排克莱斯勒或法拉利上市，2012年3月法拉利总裁蒙特泽莫罗(Luca Di Montezemolo)也称，法拉利暂时不打算进行首次公开募股，菲亚特目前运营良好，资金需求并不紧张，但也补充说未来法拉利是否上市还是个未知数。由此来看，目前法拉利品牌IPO上市的计划依旧在讨论之中，短期内法拉利不会上市，但长期来看法拉利上市的可能性较大。

法拉利赛车与F1

法拉利赛车队是世界著名的F1赛车队伍，自1950年F1大奖赛设立以来，法拉利是唯一一支每年都参赛的车队。自首次参加F1以来，法拉利所设计的赛车获得过16次车队总冠军和15次车手冠军、217场分站赛冠军(截止至2012年西班牙站)，该战绩是其他任何一家车厂或车队所未达到过的。

图 4：法拉利最新 F1 赛车 F2012

资料来源：www.ferrari.com，中信证券研究部

图 5：法拉利现役车手阿隆索和马萨



资料来源：Google 图片，中信证券研究部

表 1：国内市场主要 C 级车型

车队冠军年份

1961, 1964, 1975, 1976, 1977, 1979, 1982, 1983, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2007, 2008

车手冠军

年份	车手	国籍
1952、1953	阿尔伯特·阿斯卡里	意大利
1956	胡安·曼努·范吉奥	阿根廷
1958	麦克·豪索恩	英国
1961	菲尔·希尔	美国
1964	约翰·苏蒂斯	英国
1975、1977	尼吉·劳达	奥地利
1979	约迪·舒克特	南非
2000、2001、2002、2003、2004	迈克尔·舒马赫	德国
2007	吉米·莱科宁	芬兰

资料来源：Google，中信证券研究部

法拉利 F1 车队中最成功的车手无疑是来自德国的迈克尔·舒马赫，获得过 91 次分站赛冠军，他也是 F1 最成功的车手，各项获奖记录均占据着压倒性优势。此外，尼吉·劳达拿到过 15 次分站赛冠军，阿斯卡里拿到过 13 次分站赛冠军，现役车手菲利普·马萨拿到过 11 次分站赛冠军。

表 2：国内市场主要 C 级车型

年份	车型
1950-1959	375F1、212F1、553、625、555F1、D50、801F1、246F1、256F1
1960-1969	246P、156F1、158F1、512F1、246F1、312F1、
1970-1979	312B1、312B2、312B3、312T、312T2、312T3、312T4
1980-1989	312T5、126、126C2、126C3、126C4、156、F186、F187、640
1990-1999	641、683、F92A、F93A、412T1、412T2、F310、F310B、F300、F399
2000-2009	F12000、F2001、F2002、F2003-GA、F2004、F2005、F248、F2007、F2008、F60
2010-2012	F10、F150

资料来源：Google，中信证券研究部

法拉利品牌的市场表现

法拉利品牌全球市场表现

法拉利是菲亚特集团旗下盈利能力最强的品牌，2011 年利润率达到了 13.9%。2009 年由于受到经济影响，整个豪华跑车市场平均萎缩了 35%，且由于受到产量和产品结构的负面影响（这两项指标在 2008 年都

极为出色),加上汇率的不利,法拉利在2009年无论是营业收入和利润,还是销量都有所下滑。但是由于当年法拉利进一步完善车型系列,尤其是California取得了巨大成功,购买这款车型的客户中60%都是第一次购买法拉利跑车,这使得在当年整体市场和销售形势走低的情况下,法拉利品牌占豪华跑车市场的份额依旧提升了近10%。

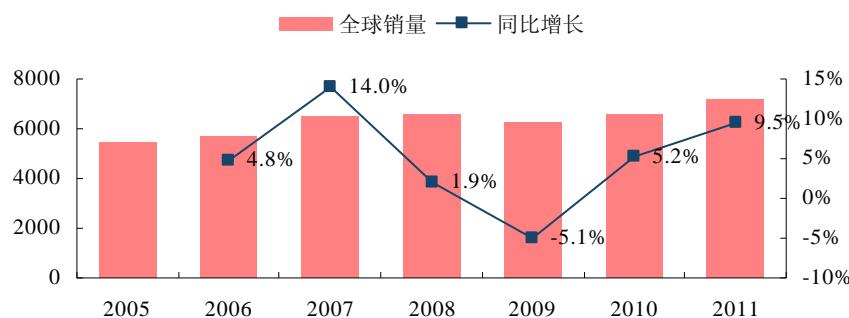
北美市场是法拉利历年来最大的单一市场,其销量超过法拉利全球销量的25%。欧洲市场也是法拉利长期以来较为稳定的销量重心之一。近年来,法拉利在中东地区以及亚太地区的销量增长表现夺目,均保持着超过20%的增速。

表3: 法拉利运营情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
营业收入(亿欧元)	12.89	14.47	16.68	19.21	17.78	19.19	22.51
同比增长		12.3%	15.3%	15.2%	-7.4%	7.9%	17.3%
营业利润(亿欧元)	1.57	1.83	2.66	3.39	2.45	3.027	3.124
同比增长		16.6%	45.4%	27.4%	-27.7%	23.6%	3.2%

资料来源: Google, 中信证券研究部

图6: 法拉利全球销量(2005-2011, 单位: 辆)

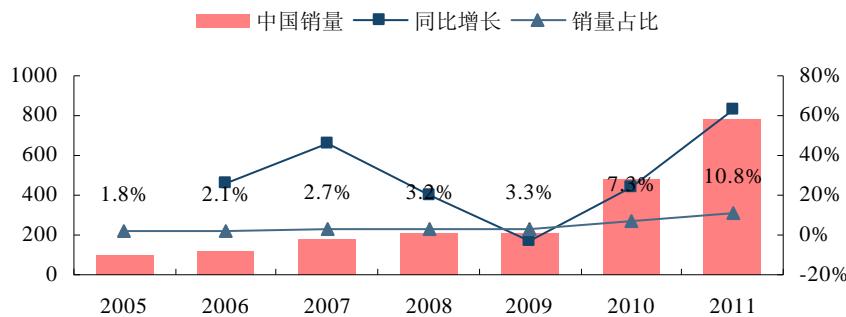


资料来源: Google, 中信证券研究部

法拉利品牌中国市场表现

法拉利品牌近年来在中国销量快速增长,鉴于中国市场的巨大潜力,法拉利高层制定的战略计划重心开始向中国市场倾斜。2005年法拉利全球五大市场分别是美国、德国、英国、意大利和日本,2010年法拉利在中国的销量超过日本,中国成功跻身法拉利全球五大市场。2011年法拉利在中国销量实现了62%的增长,达到777台,占法拉利全球市场份额的10.8%,至此中国已经成为法拉利全球市场仅次于美国的第二大市场。鉴于中国市场快速增长的势头,法拉利大中华区总裁兼CEO范艾闻预测,在未来五年至六年的时间里,中国将成为法拉利全球最大的市场。

图7: 法拉利中国销量(2005-2011, 单位: 辆)



资料来源: Google, 中信证券研究部

表 4: 法拉利部分在售及历史跑车车型

在售			
	法拉利 458 Italia	法拉利 FF	法拉利 California
即将上市			
	法拉利 599	法拉利 612	
2000-2009 (停售)			
	法拉利 F12berlinetta		
	法拉利 F430	法拉利 575M	法拉利 Enzo
1990-1999 (停售)			
	法拉利 360	法拉利 456	法拉利 550
	法拉利 355	法拉利 F50	法拉利 348

1980-1989 (停售)			
1970-1979 (停售)			
1960-1969 (停售)			
1950-1959 (停售)			
			

资料来源：汽车之家，中信证券研究部

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构(以下统称“中信证券”)违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准		评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	相对中行 300 指数涨幅 20% 以上；
		增持	相对中行 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
		持有	相对中行 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
		卖出	相对中行 300 指数跌幅 10% 以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：	行业投资评级	强于大市	相对中行 300 指数涨幅 10% 以上；
		中性	相对中行 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
		弱于大市	相对中行 300 指数跌幅 10% 以上

北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址： 北京市朝阳区亮马桥路 48 号中 信证券大厦 (100125)	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市福田区中心三路 8 号中信 证券大厦 (518048)	香港中环添美道 1 号中信大 厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而做的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司(简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号: Z20374000)制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。