

# 汽车行业：租车巨头破产，第一块多米诺骨牌倒下？

——汽车后市场系列报告之（三）

2020年05月27日

看好/维持

汽车 行业报告

全球汽车租赁巨头——美国赫兹租车（HTZ.N）于5月22日申请破产。赫兹的倒下已对美国租车、二手车乃至新车市场造成了扰动，但中长期对市场的破坏其实有限。然而，赫兹公司的倒下或是出行领域商业模式变革的第一环。在网约车深入人心的今天，欧美传统的自驾租车模式已有式微的迹象，而自动驾驶出租车队（RoboTaxi）已经崭露头角。

COVID-19 疫情只是赫兹公司破产的导火索，破产的深层次原因包括：

- **替代品的入侵：**Uber 和 Lyft 等互联网公司进入出行领域，凭借新的业务模式抢占汽车自驾租赁模式的市场份额，赫兹公司的业务也自然受到挤压；
- **旧车销售业务受挑战：**租车公司大量利润来自出售旧车，但前几年随着美国经济稳健增长，二手车价格不时受到新车价格的打压，导致残值下降；
- **高杠杆经营不利于抵抗突发事件：**公司近几年资产负债率均在 90%以上，购买租赁业务所需新车的费用主要来自公司借款，导致日常经营对现金流流动性的要求较高。本次疫情导致全球航空业运力大幅减小，直接重创了对机场业务依赖度较高的赫兹公司。

赫兹破产对美国汽车产业的直接影响包括：1、公司的新车采购锐减，将拖累美国整车厂的新车销售；2、公司为偿还债务不得不变卖车队车辆，大量供给涌入将对二手车市场短期的量价复苏产生影响。

租车这一商业模式不会消失，只是将从自驾租车逐渐向网约车、自动驾驶车队（RoboTaxi）转变。赫兹业务重整后，相关的新车采购和二手车销售都将恢复。

赫兹破产对中国汽车产业的影响不大，零部件企业海外业务有望很快恢复。导致赫兹破产的直接内因（高杠杆经营）和外国（经济活动停滞）在中国租车企业身上都不明显。赫兹破产加剧了美国新车销量下滑，但美国的经济有韧性，二手车销量已经开始快速反弹。中企海外业务不会受到根本性的打击。

**投资策略：**关注海外疫情恢复后，有全球竞争力的中国汽车零部件企业，以及自动驾驶配套企业。推荐伯特利、华域汽车。

**风险提示：**COVID-19 疫情影响扩大；乘用车销售不及预期。

## 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
伯特利	0.98	1.24	1.54	28.4	22.4	18.0	4.2	推荐
华域汽车	2.05	1.62	1.81	9.8	12.5	11.1	1.33	推荐

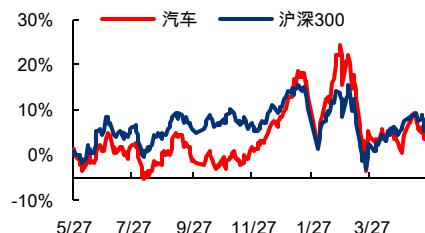
资料来源：wind、东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月行业大事：

2020 年 6 月中旬：各车企公布 5 月产销数据

行业基本资料		占比%
股票家数	172	4.49%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	21187.71	3.23%
流通市值(亿元)	14991.13	3.12%
行业平均市盈率	33.09	/
市场平均市盈率	18.01	/

## 行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517080001

## 研究助理：刘一鸣

021-25102862

liu\_y\_m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480118060021

## 研究助理：张觉尹

021-25102862

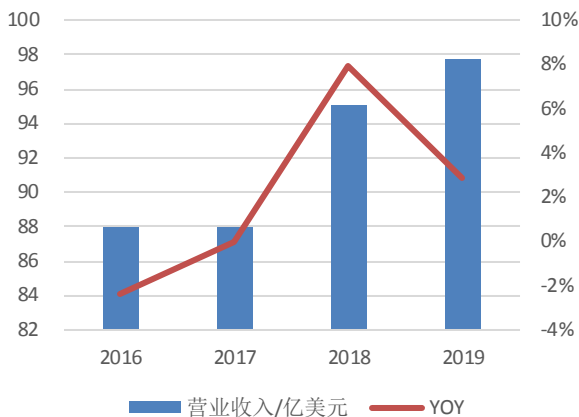
zhangjueyin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070035

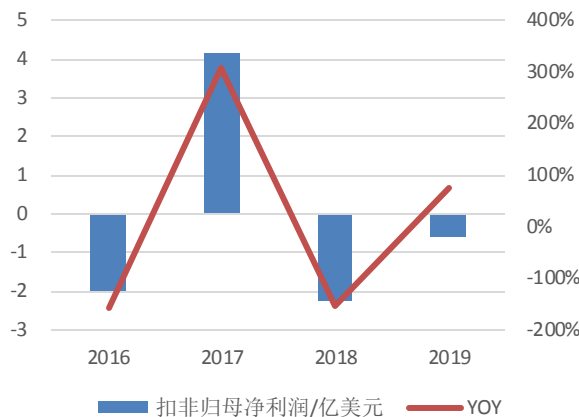
赫兹公司（Hertz Global Holdings, Inc.）成立于1918年，是全球汽车租赁行业的头部企业。公司于美国当地时间2020年5月22日申请破产。本文探讨破产的深层原因和影响，并分析中国汽车租赁行业的走向。

图1：赫兹公司营业收入及 YOY



资料来源：WIND；东兴证券研究所

图2：赫兹公司扣非归母净利润及 YOY



资料来源：WIND；东兴证券研究所

## 1. 赫兹公司破产的前因后果

### 1.1 百年租车公司倒下仅仅因为 COVID-19 疫情？

“The impact of COVID-19 on travel demand was sudden and dramatic, causing an abrupt decline in the Company's revenue and future bookings.”

赫兹公司在官网的声明中指出，COVID-19 疫情对旅游业产生的影响是突然且剧烈的，从而导致公司的收入和未来订单量锐减。我们认为，疫情只是赫兹公司破产的导火索，它暴露了长期以来公司高杠杆经营模式的弊端。公司破产的深层次原因包括：

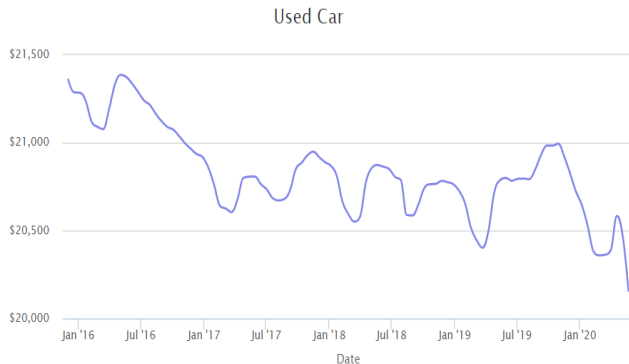
- **替代品的入侵：**Uber 和 Lyft 等互联网公司进入出行领域，凭借新的业务模式抢占汽车自驾租赁模式的市场份额，赫兹公司的业务也自然受到挤压。
- **旧车销售业务受挑战：**公司大量利润来自出售旧车，但前几年随着美国经济稳健增长，二手车价格不时受新车打压，导致残值下降。公司近几年车队的车辆数目在 48-53 万辆之间，车均周转天数约 290 天，我们保守估计公司每年卖出 20 万辆旧车，测算可知公司的旧车销售业务至少可以贡献 40% 以上的收入，二手车价格自 2015 年高点回落后使赫兹公司该业务每年营业利润至少损失 1-2 亿美元。
- **高杠杆经营不利于抵抗突发事件：**赫兹公司近几年资产负债率均在 90% 以上，购买租赁业务所需新车的费用主要来自公司借款，日常经营对现金流的要求较高。2018 年至今，公司利润被大量的有息负债所束缚，本次疫情导致全球航空业运力大幅减小，直接重创了对机场业务依赖度较高的赫兹公司（公司 2019 年在美国市场约 66% 的收入来自机场业务）。

**表1：赫兹公司旧车销售业务测算（表内二手车价格为 CarGuru 二手车价格指数）**

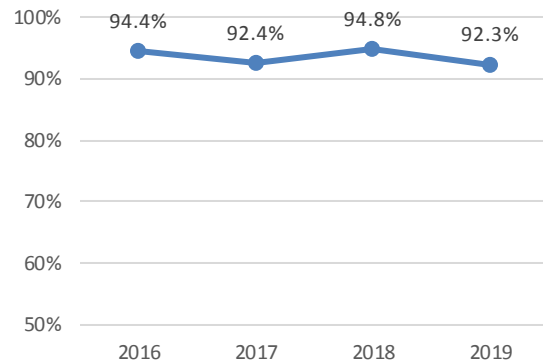
		2015年 (基准年)	2016年	2017年	2018年	2019年
以报告期内 二手车价格 最大值为当 期价格	二手车价格/美元	22,029	21,384	20,942	20,870	20,992
	二手车销量/万辆	-	20	20	20	20
	出售二手车收入/亿美元	-	42.8	41.9	41.7	42.0
	占当期总收入的比例	-	<b>49%</b>	<b>48%</b>	<b>44%</b>	<b>43%</b>
	当期二手车价与基准年的价差/美元	-	645	1,087	1,159	1,037
	损失的利润/亿美元 <sup>(1)</sup>	-	<b>1.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>
以报告期内 二手车价格 最小值为当 期价格	二手车价格/美元	21,150	20,909	20,615	20,560	20,405
	二手车销量/万辆	-	20	20	20	20
	出售二手车收入/亿美元	-	41.8	41.2	41.1	40.8
	占当期总收入的比例	-	<b>48%</b>	<b>47%</b>	<b>43%</b>	<b>42%</b>
	当期二手车价与基准年的价差/美元	-	241	535	590	745
	损失的利润/亿美元 <sup>(1)</sup>	-	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>

资料来源：赫兹公司公告，CarGuru；东兴证券研究所

<sup>(1)</sup>注：假设公司购入新车价格不变，则二手车价格的变动与销量的乘积就是公司利润受二手车价格影响而变动的部分

**图3：CarGurus 二手车价格指数**


资料来源：CarGurus；东兴证券研究所

**图4：赫兹公司资产负债率**


资料来源：WIND；东兴证券研究所

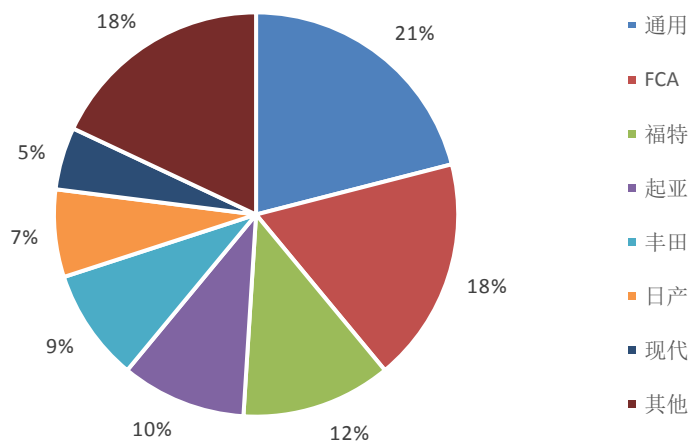
## 1.2 破产后对美国汽车行业有什么影响？

根据公司 2019 年年报披露，报告期内公司在美国市场最多拥有 57 万辆汽车，其中约 29% 的车辆属于项目车辆（租车公司从整车厂购买时签署回购协议，到指定期限后厂商将按约定价格向租车公司购回符合条件的车辆），剩下 71% 的车辆将通过拍卖、零售等渠道出售。

赫兹公司破产对美国汽车产业的直接影响包括：

- **赫兹公司的新车采购锐减，将拖累美国整车厂的新车销售。**据彭博社报道，汽车制造商每年将 10% 的新车卖给汽车租赁公司。截至 2019 年底，公司车队车辆的主要供应商为通用、FCA 和福特，占比分别为 21%、18% 和 12%。

图5：赫兹公司车队主要厂商组成



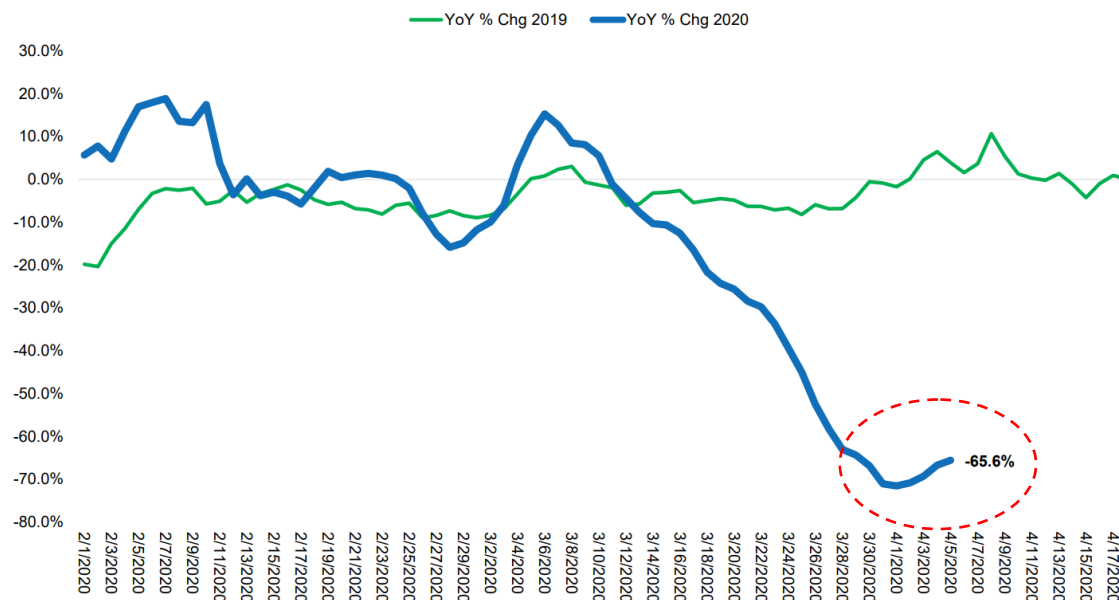
资料来源：赫兹公司公告；东兴证券研究所

- 大量供给涌入将对二手车市场短期的量价复苏产生影响。赫兹公司为了偿还债务不得不变卖车队车辆，除了项目车辆会卖给整车厂以外，剩余的旧车将流入二手车市场。

### 1.3 疫情后美国二手车市场的走向如何？

从美国二手车拍卖龙头 Manheim 官方公布的数据来看，从3月 COVID-19 疫情爆发至今，二手车的销量和价格已经走出低谷，且韧性强于新车。5月8日至5月14日期间，美国新车零售销量同比-31%，较3月底的-71%有所回升，同期二手车销量同比-6%，较3月底的-67%提升明显。可以看出，美国二手车的刚需较新车更强劲，销量将率先复苏，之后带动价格的提升，新车销售的复苏慢于二手车销售。

图6：美国新车日销量同比增速



资料来源：Cox Automotive；东兴证券研究所

## 2. 头部企业破产后的美国租车行业将走向何方？

美国租车市场的内部格局将持续高集中度。目前美国租车市场是 Hertz、Avis 和 Enterprise 三足鼎立，它们占据了约 95% 的市场份额。长期来看，美国长途出行市场中“飞机+租车”的出行方式不会改变，此类需求将随着疫情得到控制而恢复。赫兹公司租车业务的市场份额或在重组后得以保留，或被其他两家巨头蚕食。

从出行领域看，租车这一商业模式不会消失，只是将从自驾租车逐渐向网约车、自动驾驶车队（RoboTaxi）转变。租车公司相较网约车的弊端在于资产重——车队归属于公司，而优势在于不存在司机成本。2016 年赫兹公司与 Uber 和 Lyft 达成合作——为它们提供车队，这可以看作互联网时代下，租车公司针对替代对手抢占市场份额时对新业务模式的一种合作尝试。或许这只是过渡阶段，未来租车公司更倾向于通过自建或招募司机团队来盘活自己的车辆资产，将控制权把握在自己手中。此外随着自动驾驶技术的发展，直接组建自动驾驶车队（RoboTaxi）更是大势所趋。而赫兹公司的破产，或将是出行模式变动过程中倒下的第一块多米诺骨牌。

## 3. 中国汽车租赁行业何去何从？

### 3.1 为什么中国有很多“本本族”，短租车市场的发展却不如美国？

中国汽车租赁行业仍处于发展阶段，其特点是渗透率低、集中度相对不高。中国整体出行领域格局分散，伴随互联网诞生了一批互联网出行服务商。目前中国租车市场的头部企业为神州租车和一嗨租车，2019 年它们运营车辆的规模分别为 15 万辆和 8 万辆。

图7：中国主要互联网出行服务商一览



资料来源：易观咨询；东兴证券研究所

短租车的需求主要来自个人和机构客户日益增长的休闲及商务需求，以及持有驾照但无汽车的驾驶人员的一般用车需求。虽然中国驾照持有人数与私家车数目之间的差额仍在扩大，但短租车市场发展远不如美国，我们认为主要有以下原因：



- **从公共交通便利性来看：**美国的人力成本较高，致使打车出行或 Uber 出行等方式较贵，所以公共交通不是特别发达；中国打车便宜，且国家注重高铁等公共交通的建设，便利的公共交通大大降低了人们自驾出行的必要性。
- **从出行需求来看：**旅游方面，美国地广人稀，旅游地也以国家公园为主，没有汽车极为不便；商务出差方面，美国有很多大公司坐落在小城市中，出差时依赖“飞机+租车”的方式，不似中国的公司多分布于交通便利的大城市中。
- **从国人性格来看：**租车自驾比较耗费精力，符合美国人的性格，而中国人则更喜欢省时省力的方式。

### 3.2 COVID-19 疫情与赫兹公司破产对中国零部件企业的海外业务有影响吗？

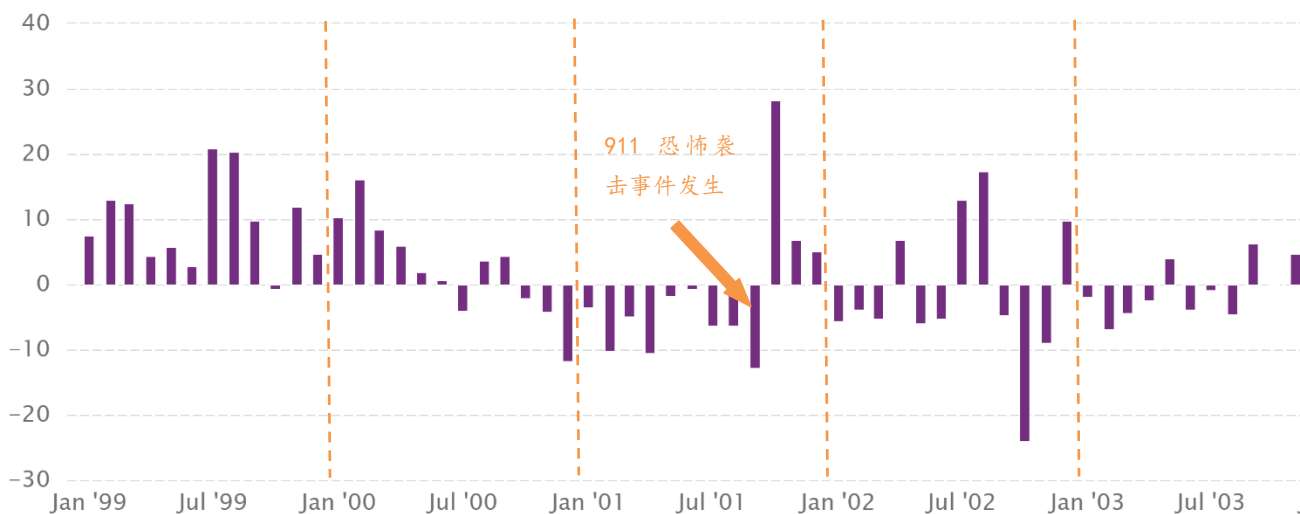
赫兹公司破产对中国汽车产业的影响不大，零部件企业海外业务有望很快恢复。导致赫兹公司破产的直接内因（高杠杆经营）和外部原因（经济活动停滞）在中国租车企业身上都不明显。

短期来看，赫兹公司破产会加剧美国整车厂 2020 年新车型销量的下滑。

中长期来看，美国的经济韧性较强，中国零部件企业的海外业务，不会受到根本性的打击。目前美国新车零售量的同比增速较 COVID-19 疫情爆发时三月份的销量增速已有所改善，密歇根大学消费者信心指数也由 4 月的 71.8 提升至 5 月初的 73.7，反映了消费者对当前市场的态度转暖。

**911 恐怖袭击事件后美国新车销量出现反弹，我们认为 COVID-19 疫情对车市的影响与之相似。** COVID-19 疫情和 911 恐怖袭击事件都属于公共卫生安全事件，二者的相似点包括：1、911 事件发生后，民众对乘坐飞机产生恐惧，美国航空乘客人数短期内剧烈收缩，之后缓慢恢复；COVID-19 疫情爆发后，出于安全考虑，各国取消了大部分航班，同时乘客也减少了不必要的出行，这些都导致了短时期内飞机旅客运输量的锐减，现在全球的航空运力也在缓慢恢复；2、911 事件和 COVID-19 疫情都让民众对公共交通出行产生了一定的恐惧，更倾向于私密性、安全性更强的私人汽车，所以事件发生期间被抑制的购车需求都在形势得到控制后出现反弹。

图8：911 恐怖袭击事件时期新车销量的同比增速变化



资料来源：CEIC；东兴证券研究所

## 4. 投资建议

出行模式变更方面：我们认为自动驾驶的推广是必然趋势，自动驾驶出租车或将在乘用车领域最先实现 L4。建议关注有望实现商业化运营的自动驾驶系统公司，以及为 L2 以上车型配套的执行器、传感器零部件公司。

海外疫情方面：海外乘用车需求反弹是大概率事件。建议关注中国企业有全球竞争力，行业格局较为稳定的汽车零部件细分赛道。

建议关注标的：伯特利（603596.SH）、华域汽车（600741.SH）。

## 5. 风险提示

COVID-19 疫情影响扩大；乘用车销售不及预期。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	汽车后市场产业：“后”积薄发，“后”发制人	2020-04-20
行业普通报告	汽车行业：减税降负，经销商自营二手车轻装上阵	2020-04-03
行业深度报告	后疫情时代系列报告之三：风吹投资起，疫毕机遇生	2020-03-29

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

## 研究助理简介

### 刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，CFA 持证人，7年国内外汽车行业技术及管理经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

### 张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526