

淡季不淡，谨慎看好下半年车市

报告要点

- 八月份汽车行业总体销量达 1,322,282 辆，同比增长 16.1%，环比上升 6.3%。从环比同期表现来看，2005 年至 2009 年同期 8 月较 7 月环比平均下降 0.19%，2005 年至 2007 年同期 8 月较 7 月环比平均下滑 0.01%。8 月份行业的表现超过了往年，这与 7 月中下旬以后乘用车的全面降价、8 月上旬以后商用车大规模降价有一定的关系。2010 年截至八月累计销售 11,582,775 辆，同比增长 39.3%。我们预计汽车行业全年将走出“前高后稳”的局面，同比增速将达 25%，略超市场预期。
- 八月乘用车销售了约 102 万辆，同比增长约 18.7%，环比上升约 7.7%，表现略好于历史同期；其中，1.6L 及以下乘用车销量约 68.7 万辆，环比上升近 11%，占乘用车整体销量的 67.4%，市场份额有 2% 的回调，同比增速 18.1%，较上月水平有一定增长，节能补贴政策提振作用显现。
- 商用车市场八月共销售约 30.3 万辆，同比增长约 8.2%。八月重卡产品共销售约 6.5 万辆，同比增长仅为下滑至约 14%，环比增速-7.6%，环比数据的下滑并不能掩盖绝对量的依然高企，6-8 月的走势符合此前我们“淡季不淡”的判断，预计后 4 个月的走势符合我们“旺季不旺”的走势，预计后 4 个月的月销量在 6-7 万台/月，全年走出“前高后稳”的走势，略超市场此前“前高后低”的预期。
- 建议重点关注上半年运行状况最佳、综合实力较强、具备中长期看点的乘用车行业龙头上海汽车（600104.SH）；大集团下的优质零部件平台华域汽车（600741.SH）；以结构性增长对冲行业周期性影响的商用车零部件公司威孚高科（000581.SZ），云内动力（000903.SZ）；厚积薄发同心多元的松芝股份（002454.SZ）。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

相关研究

《汽车行业：增速回落凸显季节因素》2010-8-18

《汽车行业运营研究之公告品种篇》2010-8-11

《前半程大步向前，后半程脚踏实地》2010-7-19

联系人：

联系人：

谭焜元/张乐

(8621) 68751760

tanky@cjsc.com.cn / zhangle@cjsc.com.cn

分析师：

刘元瑞

(8621)68751760

liuyr@cjsc.com.cn

正文目录

八月销量回暖，全年有望走出“前高后稳”的走势	4
乘用车	6
小排量比重有所回升，中高排量比重继续增长受阻	6
乘用车整体回升，多功能车持续受热	7
结构性，销量分化到盈利分化仍在继续	10
商用车	13
老订单消化于本月基本消化完毕，商用车有所回落	13
重卡增速维持高位，牵引车下滑导致环比下降	13
轻卡行业：关注高端轻卡	16
投资建议	17

图表目录

图 1: 汽车行业八月销量有明显回升	4
图 2: 汽车行业整体月度销量增速持续低位运行	5
图 3: 乘用车市场分排量变化	7
图 4: 乘用车市场分排量市场份额变化	7
图 5: 轿车月度销量	9
图 6: 轿车月度销量同比增速	9
图 7: MPV 月度销量	9
图 8: MPV 月度销量同比增速	9
图 9: SUV 月度销量	9
图 10: SUV 月度销量同比增速	9
图 11: 微客月度销量	10
图 12: 微客月度销量同比增速	10
图 13: 轿车各企业市场占有率变化	11
图 14: MPV 各企业市场占有率变化	11
图 15: SUV 各企业市场占有率变化	12
图 16: 微客各企业市场占有率变化	12
图 17: 重卡合计月度销量	14
图 18: 重卡月度销量同比增速	14
图 19: 重卡整车月度销量	14
图 20: 重卡整车月度销量同比增速	14
图 21: 重卡底盘月度销量	15
图 22: 重卡底盘月度销量同比增速	15
图 23: 半挂牵引车月度销量	15
图 24: 半挂牵引车月度销量同比增速	15
图 25: 重卡合计各企业市场占有率变化	16
图 26: 轻卡合计月度销量	16
图 27: 轻卡月度销量同比增速	16
图 28: 分企业轻卡销量	17
图 29: 轻卡合计各企业市场占有率变化	17
表 1: 国内主要汽车集团销量	5
表 2: 乘用车分排量销量概况	6
表 3: 乘用车市场概况	8
表 4: 轿车市场概况	10
表 5: 商用车市场概况	13
行业重点上市公司估值指标与评级变化	19

八月销量回暖，全年有望走出“前高后稳”的走势

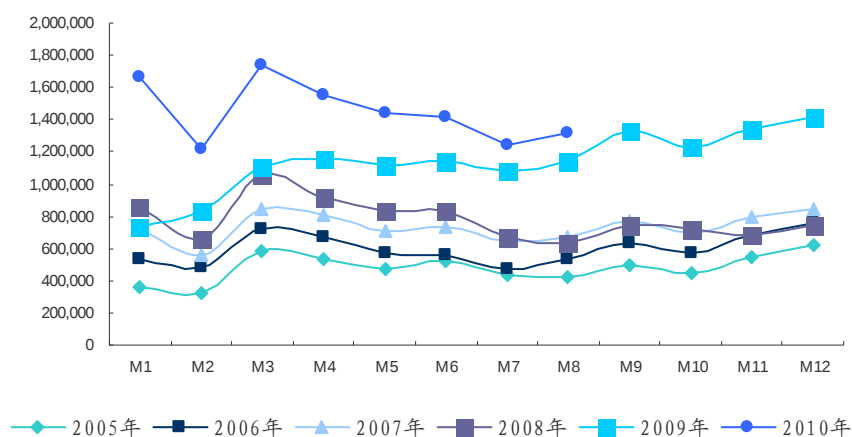
八月份汽车行业总体销量达 1,322,282 辆，同比增长 16.1%，环比上升 6.3%。从环比同期表现来看，2005 年至 2009 年同期 8 月较 7 月环比平均下降 0.19%，2005 年至 2007 年同期 8 月较 7 月环比平均下滑 0.01%。8 月份行业的表现超过了往年，这与 7 月中下旬以后乘用车的全面降价、8 月上旬以后商用车大规模降价有一定的关系。

7-8 月汽车市场降价趋势结论如下：

- 1、轿车中进口车和大排量车的价格坚冰开始松动，降价的压力开始从自主品牌向合资品牌和进口车传递。
- 2、MPV 和 SUV 市场是今年市场的奇兵，但目前价格也开始松动。
- 3、新车型降价的比重更高，一方面是经销商降价的空间较大，另一方面也将逐步将新车利润降低至正常水平。
- 4、8 月重卡行业也开始了大规模的降价，行业内的价格战已经提前打响（往年 9 月旺季才有），东风、重汽、福田、解放都已经参战，部分厂商降价的幅度达到 5000-10000 元/辆。

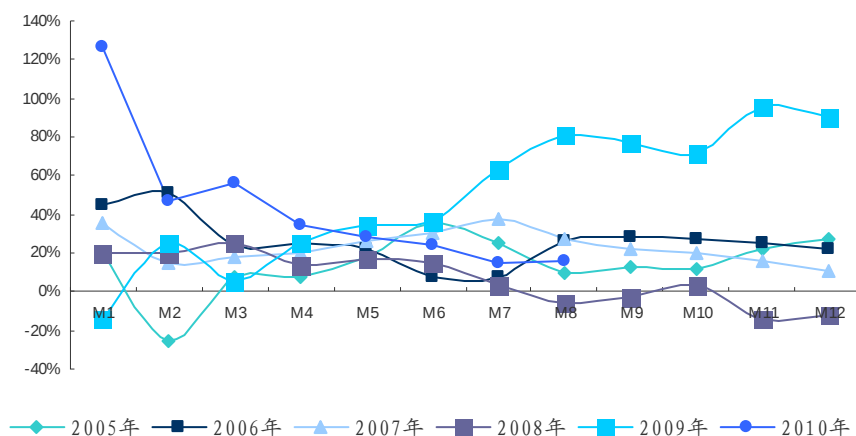
回顾过去八个月市场表现，销售的绝对量依然维持高位，今年较去年同期仍实现 39.3% 的较大增长，且八月在行业“以价换量”市场策略下出现较为明显市场反应。我们预计汽车行业全年将走出“前高后稳”的局面，同比增速将达 25%，全年行业有望实现约 25% 的增长，略超市场预期。

图 1：汽车行业八月销量有明显回升



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

图 2：汽车行业整体月度销量增速持续低位运行



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

按类型分拆，本月乘用车销售了 1,018,977 辆，同比增长 18.7%，环比上升约 7.7%，环比表现略好于历史同期；商用车销售了 303,305 辆，同比增长 8.2%，较上月增速 17.8%下降了约 10%，环比上升 1.8%，销量基本持平，同期的高基数导致了 8 月增速的迅速回落。观察本期累计数据，乘用车和商用车分别共销售 8,685,951 和 2,896,824 辆，同比增长 39.8%、38.1%，累计的高速增长下显现的是回归正常后的季节性表现。

去年四月份开始的高速增长带来的高基数效应同样导致绝大多数车企二季度销量同比增速较一季度均出现大幅度下降，七月份进入淡季后，季节性因素导致了进一步的回落，不过八月份市场有所回暖，不少车企在去年同期基数进一步增大的情况下，同比增速出现恢复性上扬，如一汽、东风、长安、奇瑞、华晨等，整体来看季节因素趋于淡化，销售逐步回暖明显。不过比亚迪、江淮、吉利等同比增速却出现大幅下降，比亚迪甚至出现负增长，总体来看，合资企业在这轮的表现依然优于自主品牌。从累计销量同比增速来看，各车企均有不同程度下滑，长安汽车、华晨汽车、江淮汽车分别以 73.3%、60.6%、62.9% 的保持增幅前三。

表 1：国内主要汽车集团销量

月度销量	2010Q1	YOY	2010Q2	YOY	2010-7	YOY	2010-8	YOY	累计销量	YOY
奇瑞汽车	163,584	74.44%	145,352	23.76%	39,085	12.40%	56,933	41.80%	412,552	44.20%
长安汽车集团	728,011	74.56%	539,162	44.76%	122,838	11.10%	140,741	32.10%	1,553,162	73.30%
上汽集团	887,929	63.91%	877,425	29.88%	276,319	24.10%	284,145	21.70%	2,313,628	38.20%
华晨汽车集团	118,015	67.78%	142,848	74.73%	33,533	18.20%	36,888	21.00%	338,574	60.60%
东风汽车集团	623,621	82.85%	657,667	40.81%	189,684	15.80%	188,880	19.90%	1,661,476	47.10%
一汽集团	630,758	72.94%	611,392	22.75%	179,310	13.20%	203,171	16.30%	1,606,324	33.90%
广汽集团	189,058	57.63%	159,619	11.67%	63,986	16.00%	52,950	9.70%	467,066	29.40%
吉利汽车	110,580	67.22%	90,389	11.74%	26,225	18.40%	25,451	8.80%	251,754	30.70%
江淮汽车集团	131,577	102.85%	121,150	39.02%	31,077	18.90%	30,952	8.20%	314,727	52.90%
北汽集团	360,397	43.86%	385,818	16.32%	106,309	8.50%	114,979	2.30%	955,102	20.50%

比亚迪汽车 163,528 110.13% 125,486 26.76% 33,046 4.30% 31,069 -19.10% 353,801 45.20%

资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

乘用车

小排量比重有所回升，中高排量比重继续增长受阻

八月份,1.6L及以下乘用车销量约68.7万辆,环比上升近11%,占乘用车整体销量的67.4%,市场份额有2%的回调,同比增速18.1%,较上月水平有一定增长,节能补贴政策提振作用显现。自年初以来明显抢占1.6L以下小排量汽车市场份额的1.6-2.0L的经济型乘用车同比增速维持29%水平,但市场份额小幅回落至22.5%。2.0-2.5L的中高端乘用车同比增速继续下落到1.8%,市场份额也有0.8%的下降。2.5L以上排量的中高级轿车以及豪华轿车维持高位,环比小幅回落。总体而言,本轮表现,受益节能补贴效应进一步凸显,小排量有所回复。

我们认为乘用车市场的增长在高基数下将继续放缓,以SUV为代表的个性车型和轿车中的高端车型受到了消费者的广泛追逐,意味着车市保有量更新需求带来的换车、第二辆车个性化购置追捧。在市场对于增速放缓有所预期的情况下,逐步走出淡季后环比数据的回暖将是市场情绪的风向标,行业在“以价换量”的市场策略和节能汽车刺激的双重效果下平稳甚至超预期的度过了8月份,后市值得关注 and 期待。

节能汽车前两批补贴目录发布,我们认为,国家节能车政策的3000元由于直接补贴生产者,目前部分厂商根据本企业情况,对于该补贴处理并未全部补贴给经销商,且经销商在本次政策刺激下降价空间并不如前期市场判断的大。这意味着行业内的价格战虽较激烈,但尚有余地,国家的补贴缓解了竞争加剧后整车厂盈利的下滑。后续行业的关键是看需求能否提振,但无论如何,车企由于可以拿到补贴,都将提升整体的盈利水平。

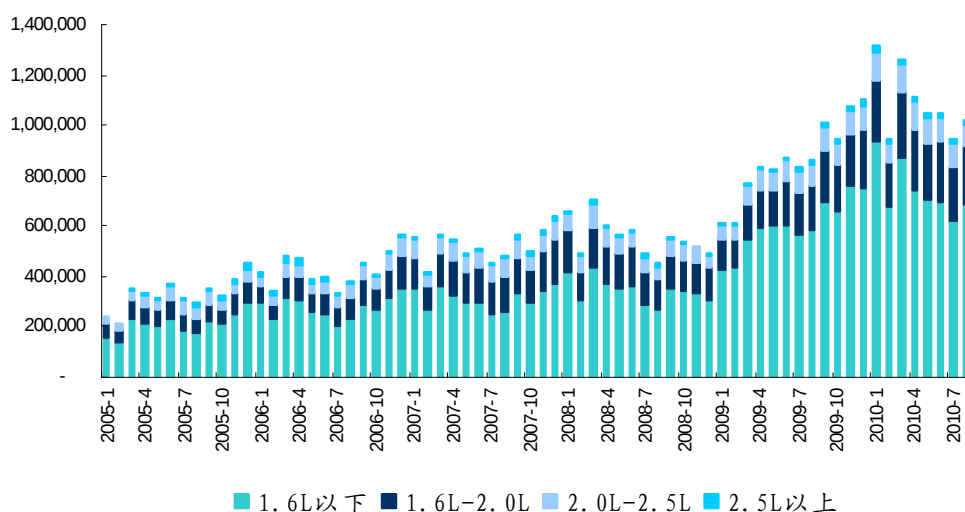
对于最新的车企被要求把补贴全部拿出来补贴给消费者的规定,我们认为由于市场竞争变化莫测,很难有一个具备可操作性的办法来监管整车厂的定价和降价行为,只能寄希望于企业的自觉,因此监管者关于补贴如何发放的约束不会改变市场整体的运行趋势,也不会改变补贴给企业带来的利润实质性利好的事实。

表 2: 乘用车分排量销量概况

月度销量	2010-5	YOY	2010-6	YOY	2010-7	YOY	2010-8	YOY	累计销量	YOY
国内制造+CKD	1,066,015	28.58%	1,045,343	19.76%	946,172	13.6%	1,018,977	18.7%	8,711,271	40.19%
1.0L 以下	141,546	24.39%	133,089	22.40%	109,962	22.5%	121,324	39.2%	1,205,118	50.88%
1.0L-1.6L	565,132	16.67%	562,763	13.57%	508,684	6.7%	565,245	14.4%	4,724,795	33.01%
1.6L 以下	706,678	18.14%	695,852	15.16%	618,646	9.2%	686,569	18.1%	5,929,913	36.29%
1.6L-2.0L	220,342	49.32%	239,733	38.60%	217,836	29.2%	229,141	29.1%	1,829,974	54.15%
2.0L-2.5L	97,740	30.94%	93,093	11.60%	89,386	6.2%	83,986	1.8%	768,552	29.85%
2.5L-3.0L	15,229	107.73%	13,504	39.68%	15,959	50.6%	15,458	6.5%	135,599	90.30%
3.0L-4.0L	2,770	133.76%	2,731	22.08%	3,913	59.0%	3,318	53.8%	20,874	80.41%
4.0L 以上	461	171.18%	430	21.81%	432	81.5%	505	90.6%	3,564	155.67%
2.5L 以上	18,460	112.53%	16,665	35.95%	20,304	52.7%	19,281	13.9%	160,037	90.03%

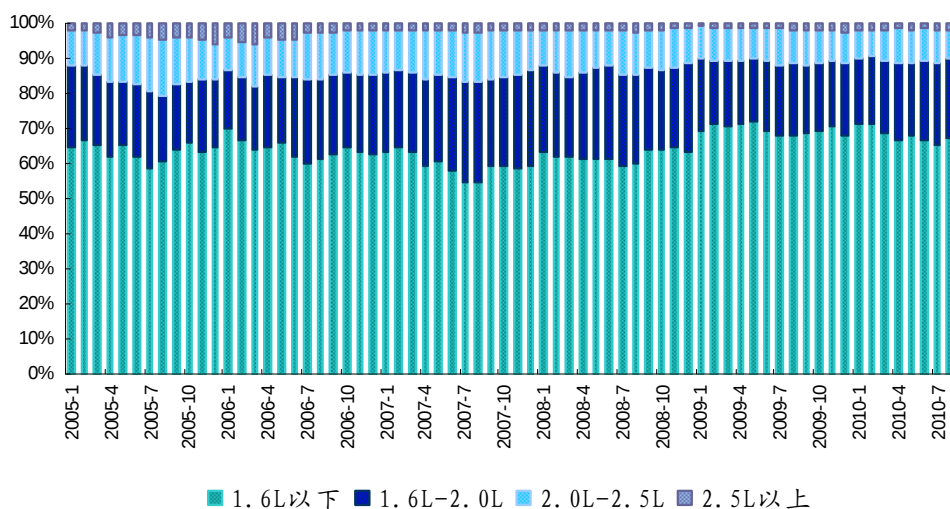
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 3：乘用车市场分排量变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

图 4：乘用车市场分排量市场份额变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

乘用车整体回升，多功能车持续受热

观察今年的乘用车市场表现，高端家用持续受热将使其逐步成为主要的需求释放点。

轿车市场八月销量开始回升，同比增速上升至 12.9%，销售绝对量为 71.1 万辆，回升至 6 月份水平，季节性表现趋弱。该细分市场今年累计销售 595.3 万辆，同比增长 33.3%，表现明显落后于受 SUV 和 MPV 强劲拉动的乘用车行业整体 39.8% 的增长。

SUV 市场表现强势，随着传统淡季影响的提前减弱，销量有较大幅度增加，达到全年单月最高销量 11.7 万辆，同比增速也回升至 94%，始终处于绝对高速增长态势。该细分市场近年来已连续 6 个月销量破 10 万，其巨大的潜力和绝对量已经不再可以作为传统的小众市场

加以分析。由于消费群体主要为中高端消费者，通常对购置税优惠和车辆使用成本不太敏感。个性化、高端化、驾驶舒适化的市场需求的不断发展将持续刺激该市场的稳健高速增长。

MPV 市场表现也依然抢眼，八月同比增速受同期高基数影响回落至 67%，但环比销量有所上升，上半年累计销量同比增长依然有 95.4%，维持近一倍的增长。回顾 MPV 市场表现，08 年受国内商务活动的减少影响，市场表现低迷；09 年开始走出低谷，但仍落后于乘用车总体市场增长幅度。2010 年上半年，随着家用 MPV 市场销售潜力的不断挖掘以及社会商务活动的活跃，销量和同比增速均有明显增长，且大幅高于乘用车总体市场增长幅度，预计下半年这种情况仍将得到维持。

微客市场八月销量略有回升，同比增速也摆脱了负增长的尴尬，但我们认为需求并没有得到实质性提振。去年微客在多重优惠政策及地域发展、经济因素的刺激下，出现了农村生产资料购置的爆发式增长，形成了较高的基数。该部分的需求成长速度较为刚性，部分购买力的提前释放带来近期增长迅速放缓的态势。我们认为，高基数叠加传统淡季因素，微客市场下滑幅度仍在预期之内。不过随着在秋收前后和新年前后农民工的返乡对于该类生产资料需求的刺激下，我们认为微客市场后续环比下滑的幅度将得到部分缓解。

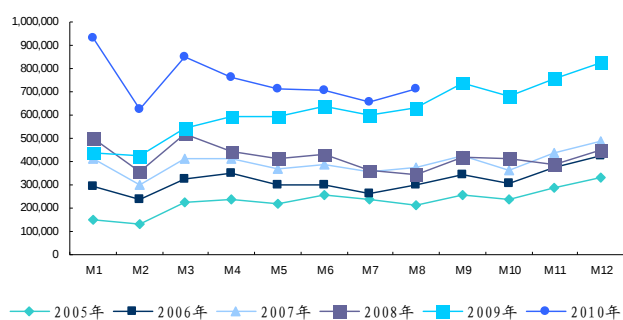
市场在炒作新能源概念以后，几乎忽略了柴油微客市场的进展。我们认为，从短期看，上汽和长安两家微客市场的龙头企业对于柴油微客非常关注，政策的出台将倒逼两家企业抓紧开发柴油产品，谁也不敢落后。从长期来看，在柴油乘用车具备了推广基础的前提下，在柴油发动机经济性得到政策和市场的双重认可的基础下，在未来可能具备相关核心动力总成的整车厂的大力推动下，柴油微客将成为未来独立于市场景气度而快速发展的一块巨大的蛋糕，未来有望占到微客行业的 30-40%。

表 3：乘用车市场概况

月度销量	2010-5	YOY	2010-6	YOY	2010-7	YOY	2010-8	YOY	累计销量	YOY
乘用车总计	1,043,220	25.83%	1,042,818	19.47%	946,172	13.6%	1,018,977	18.7%	8,685,951	39.8%
轿车	720,062	21.78%	704,884	10.04%	655,054	8.9%	710,714	12.9%	5,953,546	33.3%
MPV	33,708	92.62%	34,534	83.57%	31,046	76.4%	33,754	67.0%	274,137	95.4%
SUV	103,084	116.29%	111,397	108.84%	109,652	87.7%	117,294	94.0%	814,032	119.6%
交叉型乘用车	186,366	7.95%	192,003	19.87%	150,420	-3.0%	157,215	6.1%	1,644,236	33.0%

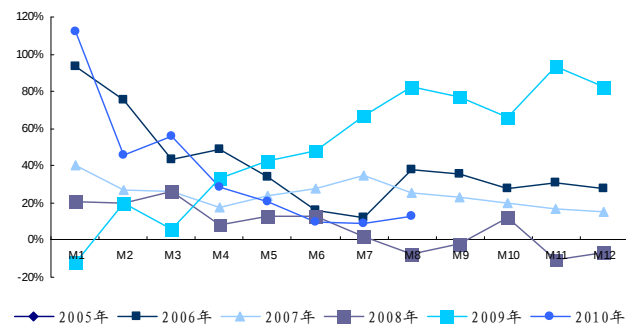
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 5: 轿车月度销量



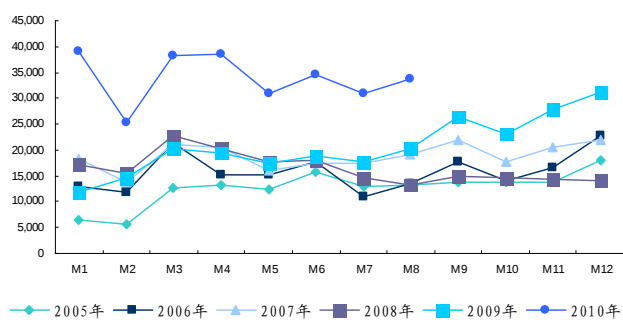
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 6: 轿车月度销量同比增速



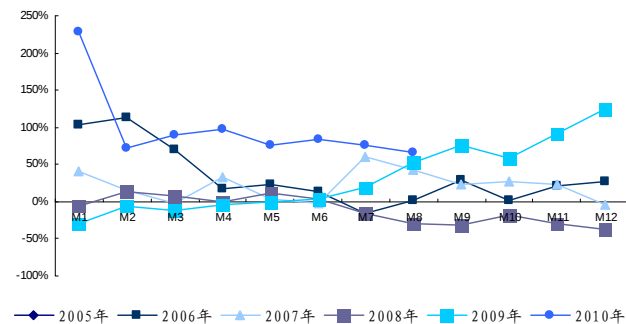
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 7: MPV 月度销量



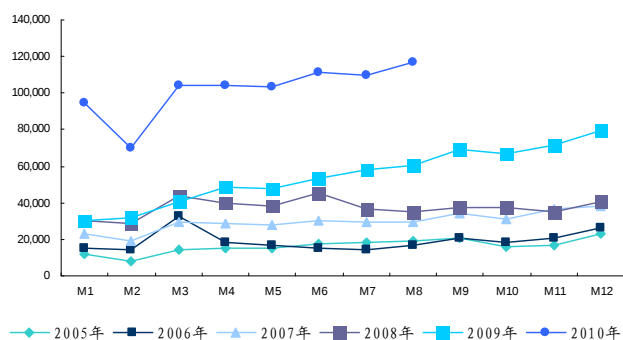
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 8: MPV 月度销量同比增速



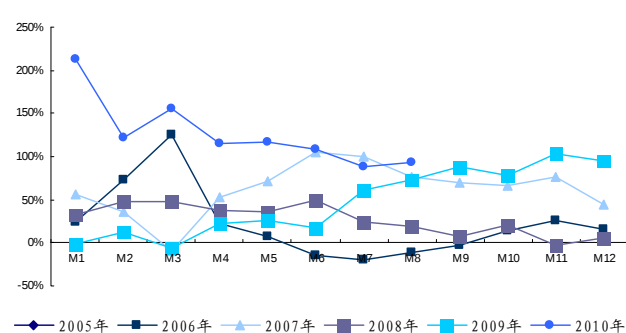
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 9: SUV 月度销量

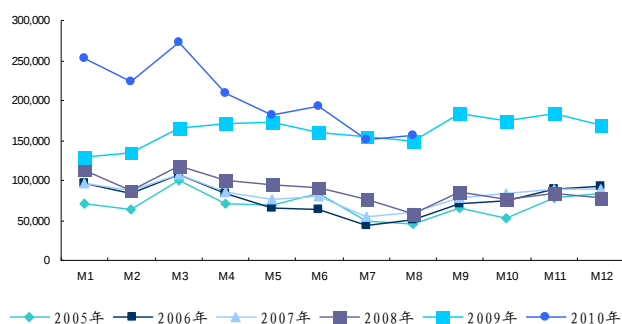


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

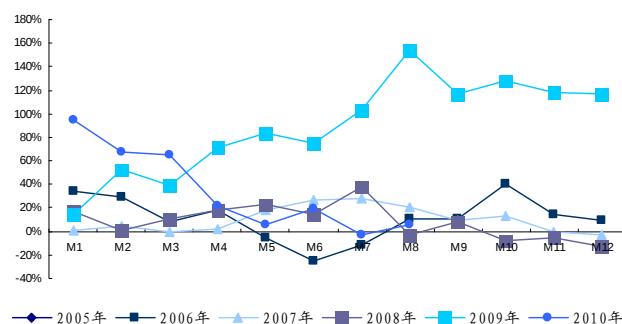
图 10: SUV 月度销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 11: 微客月度销量


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 12: 微客月度销量同比增速


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

结构性，销量分化到盈利分化仍在继续

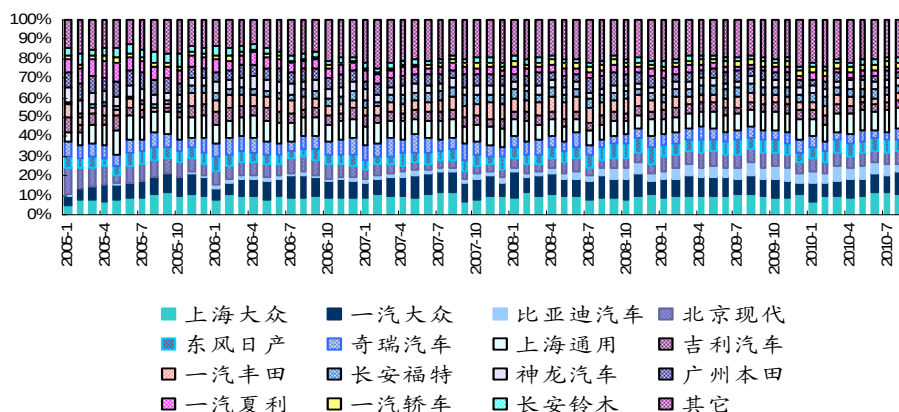
我们将轿车市场按累计销量增速进行排序，可以看到高于行业增速的企业中，第一梯队的企业仍然是一汽轿车、上海通用、比亚迪等，比亚迪由于八月表现不佳，累计销量同比增速从 55% 左右降至 44.8%。从绝对销量上来看，上海通用、上海大众和一汽大众仍然稳健占据前三位，行业格局稳定中有调整，八月份三家领军企业与上月表现正好相反，上海通用和上海大众市场份额均略有下滑，一汽大众则较上月上升 1.8%，市场份额首次突破 11%。从八月的销量增速情况来看，受市场回暖影响，大部分企业同比增速出现回升，一举摆脱上月负增长的情况，但比亚迪、一汽丰田、一汽夏利、广州本田仍呈现同比负增长，相较一汽轿车、上海通用、一汽大众等，销量分化格局已进一步得到体现。

表 4: 轿车市场概况

月度销量	2010-5	YOY	2010-6	YOY	2010-7	YOY	2010-8	YOY	累计销量	YOY
长安铃木	16,316	33.73%	18,193	44.03%	10,012	-6.72%	16,503	40.65%	131,101	41.73%
奇瑞汽车	38,373	27.35%	28,698	-7.32%	26,809	-3.25%	42,209	29.69%	292,714	21.82%
一汽轿车	22,500	120.16%	23,586	17.23%	20,065	19.29%	20,117	26.13%	169,843	57.14%
上海通用	76,708	47.22%	63,401	14.72%	73,220	41.77%	73,662	25.63%	587,514	56.63%
一汽大众	67,842	17.11%	73,254	20.00%	62,375	21.97%	80,099	23.68%	544,070	29.44%
神龙汽车	29,816	37.97%	25,082	15.25%	24,767	22.48%	25,341	19.60%	225,298	41.93%
上海大众	66,432	18.04%	79,025	32.95%	72,843	19.86%	75,951	19.23%	564,590	31.09%
轿车	720,062	21.78%	704,884	10.04%	655,054	8.91%	710,714	12.92%	5,953,546	33.30%
吉利汽车	30,016	2.97%	28,006	11.86%	26,225	18.39%	25,451	8.83%	252,645	31.21%
北京现代	46,741	0.24%	44,486	2.69%	37,580	-4.94%	48,329	4.34%	371,344	15.52%
东风日产	44,528	22.65%	47,319	17.74%	45,523	-4.38%	38,675	3.35%	368,185	29.90%
长安福特	27,634	0.84%	30,982	6.09%	25,145	-4.93%	28,760	2.13%	251,286	30.20%
一汽夏利	18,741	-4.17%	17,879	-3.63%	11,175	-23.10%	14,546	-1.47%	150,762	7.19%
广州本田	17,726	-36.97%	22,608	-31.29%	30,456	-5.22%	24,178	-7.07%	198,760	-4.98%
一汽丰田	23,776	-0.53%	22,655	-28.79%	27,223	-14.88%	28,186	-7.08%	241,036	17.73%
比亚迪汽车	45,013	37.94%	35,350	3.17%	33,029	4.27%	30,859	-19.62%	352,883	44.87%

资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

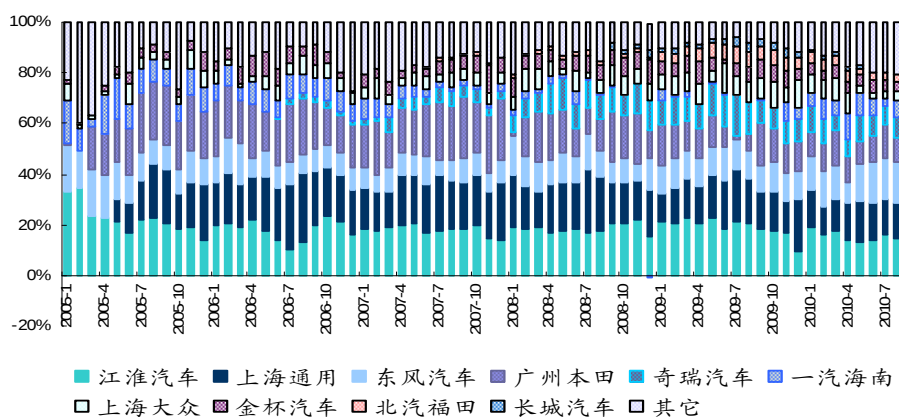
图 13: 轿车各企业市场占有率变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

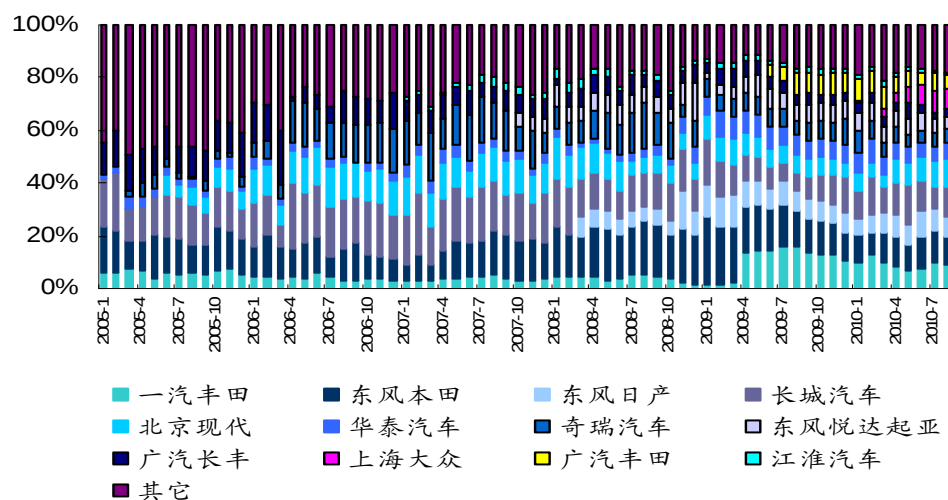
MPV 市场上东风汽车、江淮汽车、上海通用分别以 16.1%、14.8%、14.0% 的市场份额位居市场前三，第一梯队各企业市场份额上升总体略有下降，但行业集中度仍较大，CR3 达到 44.9%。广州本田八月市场份额有较大幅度下降，从 13.1% 降至 9.1%，但由于行业较集中，仍位居市场销量第四。

图 14: MPV 各企业市场占有率变化



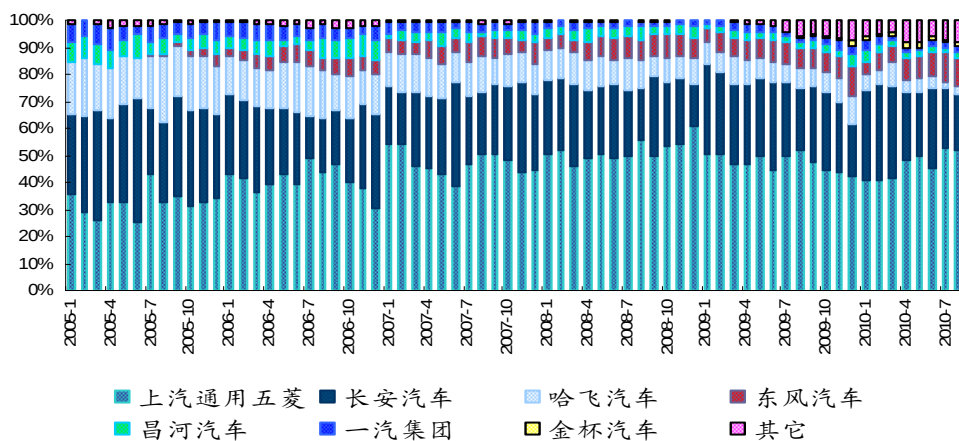
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

SUV 市场格局本月出现较大变化，长城汽车凭借其中低端SUV车型哈弗系列重回销量榜首，北京现代凭借IX35的进一步放量和途胜的稳定发挥位列第二，东风本田的CR-V依然受宠，位列第三。此外，一汽丰田、东风日产也都表现不俗，总的来看，随着SUV市场新车型的增多，该细分市场竞争将逐渐激烈，但我们认为，市场竞争的优胜劣汰后，行业集中度仍将稳步提升。

图 15: SUV 各企业市场占有率变化


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

微客市场同比增速本月摆脱负增长，但仍处低位，销量环比略有回升。从市场份额上看，行业增速下行周期龙头企业的领先优势将进一步得到市场认可，今年来市场集中度逐步提高，至8月份已较年初增加3.2%至83.6%。上海通用五菱八月份额占比51.5%，较年初上升了10.6%。在政策与市场的双重推动下，柴油微客将成为微客市场的新蛋糕。

图 16: 微客各企业市场占有率变化


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

对于仍处于成长期的我国汽车市场，乘用车行业供给与需求的剪刀差可能将长期存在，如我们中期报告中提到的，成长中具备大量不确定性主导的市场下，企业的市场表现和对于趋势的把握将直接影响其短期发展。市场份额的变化可能仅仅是企业在行业中地位的表象，而其行业地位的体现最终还是要落实到企业的盈利上。我们认为，从短期数据印证市场变迁，从公司规划判断中期企业与市场契合度，从企业战略推导长期发展可持续性对市场的有效分析模式。对于下半年企业的分化将从盈利上得到直观体现。

商用车

老订单消化于本月基本消化完毕，商用车有所回落

商用车市场八月共销售 30.3 万辆，同比增长 8.2%，环比增长 1.8%，累计共销售 289.7 万辆，同比增长 38.1%。

从细分市场来看，与乘用车市场的回暖不同，商用车不少车型八月销量出现了环比下滑，各车型同比增速大多出现回落，这主要是去年的高基数与年初的订单本月基本消化完毕造成的。其中，中卡延续负增长，中客增速也仍处低位，符合我们之前关于卡车、客车市场向两极分化的观点。半挂牵引车增速更是大幅下滑，成负增长态势，除季节性因素外，去年八月的高基数是主要原因。重卡行业八月销量下落至约 6.5 万辆，同比增长 14%，累计销售 71.9 万辆，同比增长 86.7%，依然是商用车各细分市场中增速最高的子行业。其中，重卡底盘八月销售 2.71 万辆，同比增长 17.6%，重卡整车和半挂牵引车分别销售 1.7 和 2.1 万辆，同比增长 67%和-11.7%，季节性因素影响明显。从本期累计情况来看，重卡整车和半挂牵引表现较好，同比增速分别为 98.7%和 130.3%。

轻卡行业季节性回落明显，八月轻卡销售 13.6 万辆，同比增速进一步降至 5.4%，一至八月累计销售 130.8 万辆，同比增长 34%。考虑到去年较高的基数，同比下滑幅度仍在预期之内。

在客车市场，同样是大、轻客保持着较高的同比增速，而中型客车八月同比增速虽有所上升，但仍处低位，为 2.3%。总体而言，客车市场销量增长态势较为稳定，大中客和轻客累计同比增幅均为 30.9%，季节性回落幅度并不大。从中长期看，受到高铁大范围建设的影响，客车市场也面临着市场分化、转型的困惑。

表 5：商用车市场概况

月度销量	2010-5	YOY	2010-6	YOY	2010-7	YOY	2010-8	YOY	累计销量	YOY
商用车总计	395138	35.95%	369260	37.18%	297,866	17.8%	303,305	8.2%	2,896,824	38.1%
重型卡车	107008	90.49%	93838	74.77%	70,184	30.7%	64,842	14.0%	719,251	86.7%
重卡整车	28529	146.90%	23265	135.57%	18,321	81.7%	16,704	67.0%	175,189	98.7%
重卡底盘	43560	47.08%	36059	40.59%	25,250	21.9%	27,089	17.6%	294,613	56.1%
半挂牵引	34919	132.75%	34514	89.97%	26,613	16.3%	21,049	-11.7%	249,449	130.3%
中型卡车	26693	-0.14%	20837	6.01%	17,222	-4.7%	18,071	-10.1%	185,638	8.3%
中重卡合计	133701	61.27%	114675	56.34%	87,406	21.8%	82,913	7.7%	904,889	62.6%
轻型卡车	176791	36.70%	163261	35.79%	132,775	18.1%	135,861	5.4%	1,308,195	34.0%
微型卡车	47253	-7.52%	53438	20.69%	43,396	8.2%	47,073	10.3%	401,285	14.9%
大型客车	4297	48.22%	5871	64.50%	5,356	47.1%	5,986	41.5%	40,494	72.3%
中型客车	6999	4.85%	7327	-11.02%	6,867	-2.2%	7,948	2.3%	54,882	11.2%
大中客合计	11296	17.99%	13198	11.82%	12,223	14.6%	13,934	16.1%	95,376	30.9%
轻型客车	26097	47.05%	24688	26.47%	22,066	22.5%	23,524	19.5%	187,079	30.9%

资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

重卡增速维持高位，牵引车下滑导致环比下降

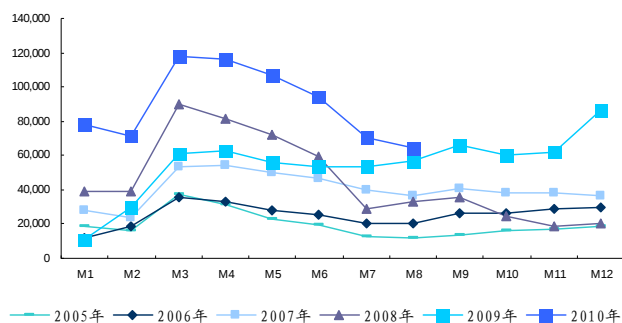
八月重卡产品共销售约 6.5 万辆，同比增长仅为 14%，环比增速 -7.6%；一至八月累计销

售 71.9 万辆，同比增长高达 86.7%。去年不断走高的月销量基数使得同比增速趋于放缓，环比增速则受传统淡季影响回落明显。

八月的重卡销售数据符合预期，8月重卡的销量仍以季节性的下滑为主。值得注意的是，本月重卡行业下滑了大约5000量，主要是牵引车下滑了5500辆造成的。我们的机械研究员跟踪到的工程机械行业8月也保持了旺盛的需求，我们估计这可能与各地保障性住房开工不错以及固定资产投资仍有较快的增速有关。预计下半年物流重卡的提升仍然很难，而自卸车仍会保持较高的需求。

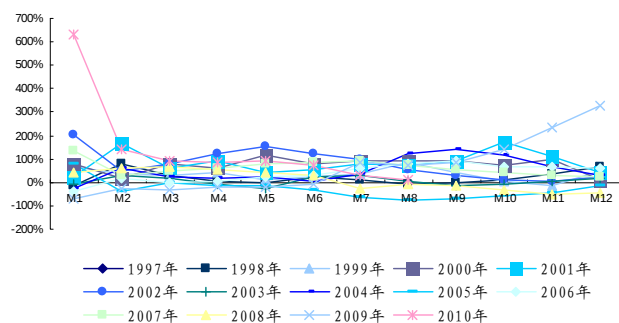
6-8月重卡行业的走势符合我们此前“6-8月淡季不淡（绝对数据不低）”的判断。7-8月行业的订单数大约在3-4万台，我们认为9-12月行业将走出“旺季不旺（相对6-8月）”走势，月销量大体在6-7万台。全年将走出“前高后稳”的走势，略超市场的预期，全年销量有望略超95万台。考虑到本次地产调控可能是一个长期和复杂的过程，地产调控对本细分行业的影响有较大的变速，将制约重卡股估值的持续提升。

图 17：重卡合计月度销量



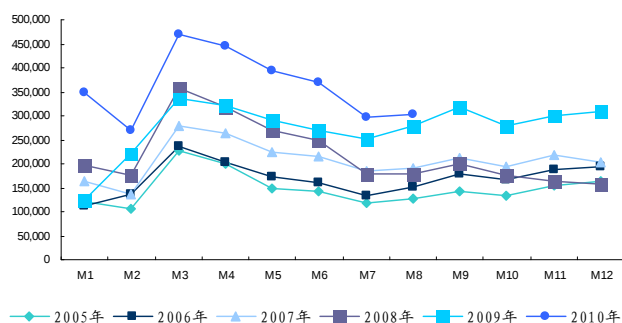
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 18：重卡月度销量同比增速



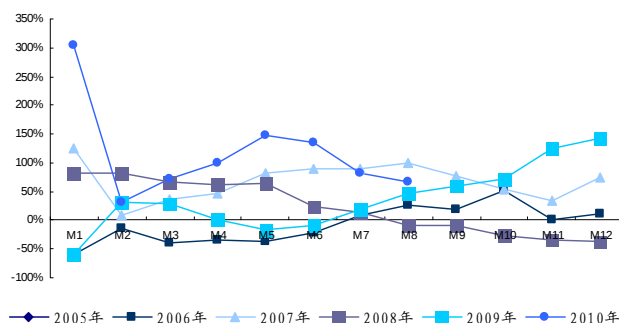
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 19：重卡整车月度销量



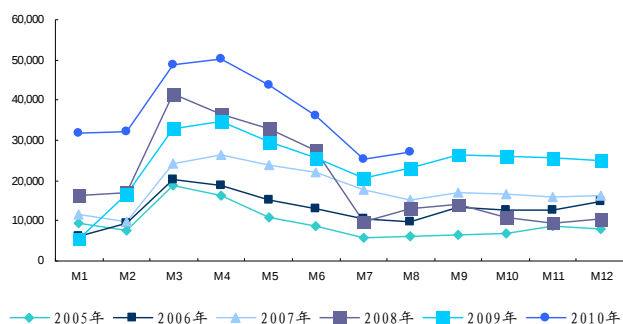
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 20：重卡整车月度销量同比增速



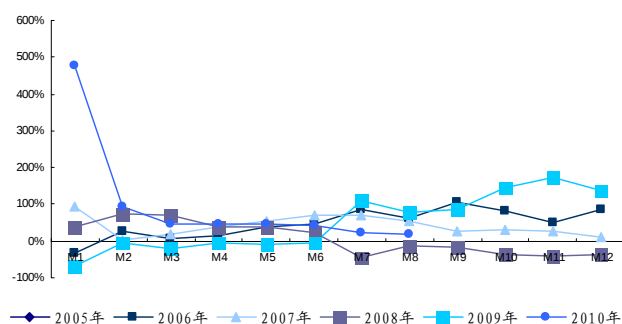
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 21：重卡底盘月度销量



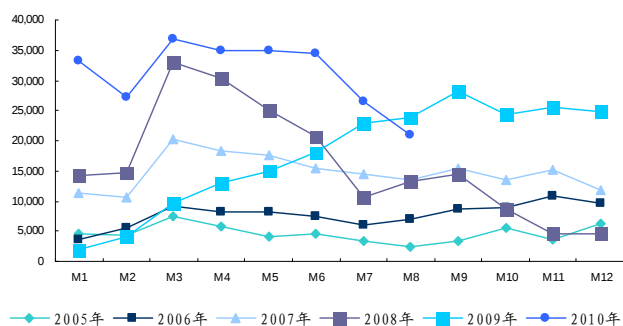
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 22：重卡底盘月度销量同比增速



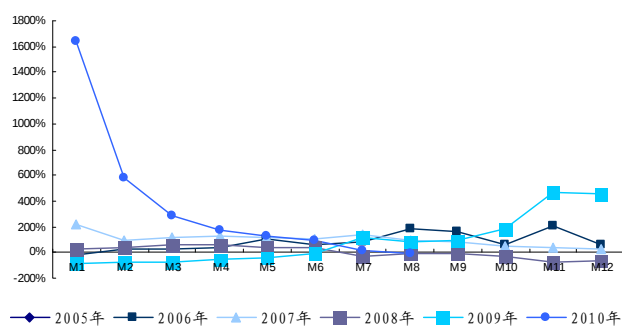
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 23：半挂牵引车月度销量



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 24：半挂牵引车月度销量同比增速

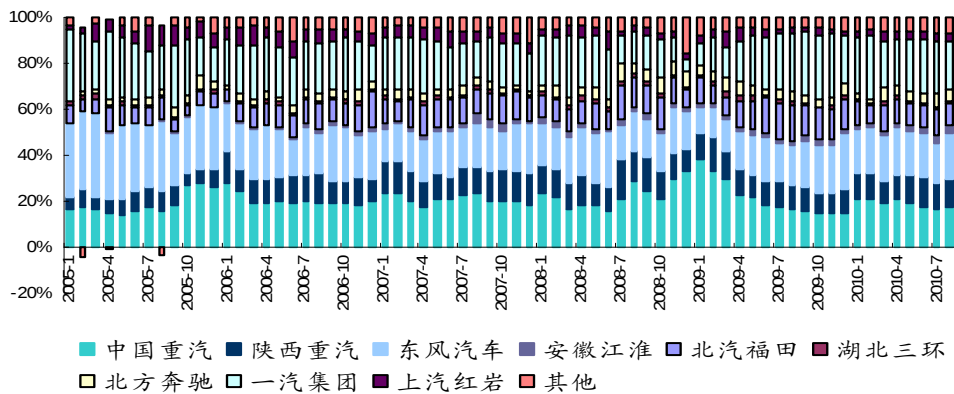


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

分企业来看，各企业的排位没有变化。一汽单月销售 13,407 辆，位列销量第一；东风汽车位居第二，8 月单月销量 12,949 辆。重汽、陕汽、北汽分列第三、四、五位。

目前市场关注的热点在于行业的库存。我们在《汽车行业运营研究之公告品种篇》对于汽车行业各细分市场的特征作了描述，总体上看，重卡行业因为品种最多，市场变化较快，各地政策影响大，因此重卡企业对于市场的走势变化其实是最为敏感的。

8 月主流重卡几乎都在积极调整库存结构，控制库存总量，目前市场存销比除个别企业外，行业的库存量仍在合理范围内，若行业没有出现超越积极性的下滑，发生恶价格战的可能性将下降，有助于各公司盈利能力的稳定。随着 9 月经销商订单的逐步回暖，目前业内企业对于库存将逐步从比较谨慎转为谨慎的乐观，企业的盈利水平也将有所提升。

图 25：重卡合计各企业市场占有率变化


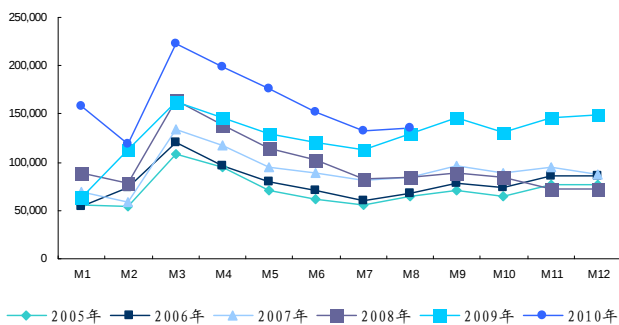
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

轻卡行业：关注高端轻卡

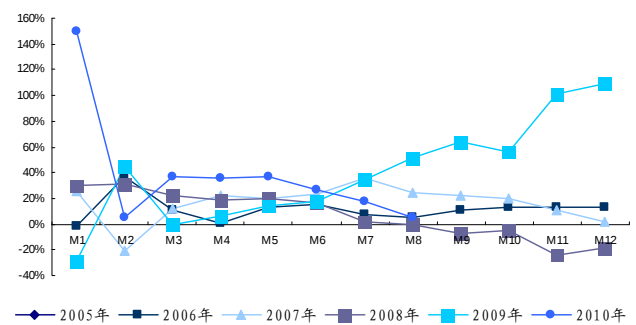
轻卡行业季节性回落明显，八月轻卡销售13.6万辆，同比增速进一步降至5.4%，一至八月累计销售130.8万辆，同比增长34%。

从分企业的占有率来看，福田汽车市场份额虽有下降至22.2%，但仍稳居轻卡行业龙头地位，东风汽车市场份额小幅提升至13.2%。

我们必须指出，汽车行业由于规模经济效应巨大，未来几年必然面临大规模战略重组以提升效率，由于高端轻卡市场具有较高的盈利水平，且从长期看，市场比重也将逐渐提升，这个市场必将成为主流汽车企业，比如“4大4小”高度关注的市场，目前的行业龙头江铃汽车和正在进入这个市场的福田汽车以及其他潜在进入者在未来5年内对于该细分市场的争夺将成为汽车行业值得高度关注。投资者若以长期投资的角度来看待高端轻卡市场的投资机会，我们建议要谨慎的选择投资标的。

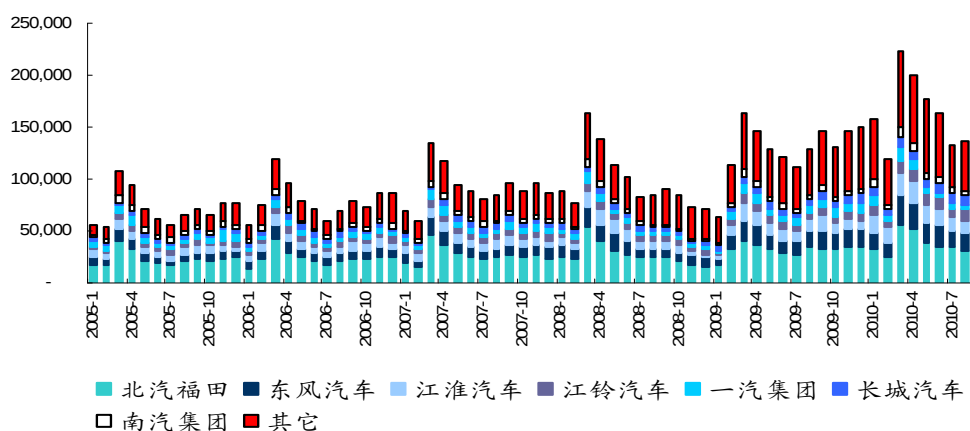
图 26：轻卡合计月度销量


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

图 27：轻卡月度销量同比增速


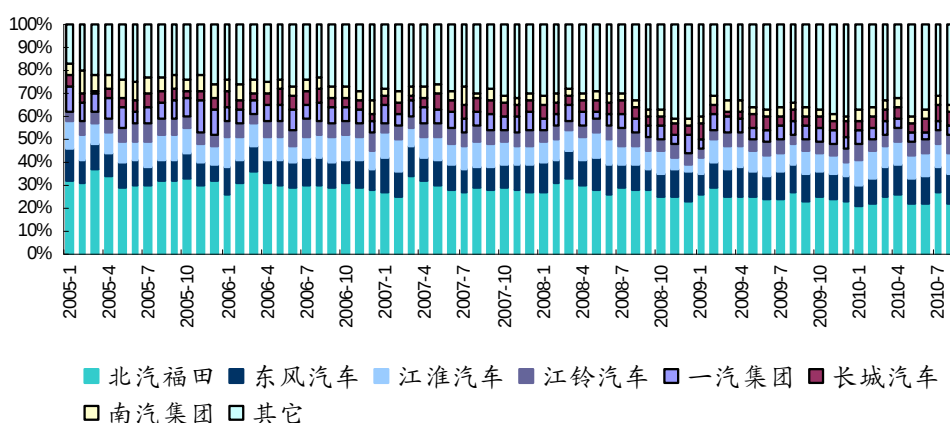
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

图 28: 分企业轻卡销量



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

图 29: 轻卡合计各企业市场占有率变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

投资建议

关注目前为止数据表现，合资公司中高端车型产能释放稳健，扩产计划合理，供求稳定，预计盈利能力将得到维持，如上海通用、上海大众、一汽大众等。相较而言，自主品牌扩产力度偏大，产能过剩情况严重，库存压力大，其下半年表现将取决于政策刺激利好能否有效释放。

上海汽车（600104.SH）在乘用车市场龙头地位彰显。公司旗下定位中高端的上海大众和上海通用以及自主品牌均有不少车型布局在中高排量、中高价位市场。受益于该车型销量的稳定走强，公司上半年不仅在销售数据、更在产品结构上表现优秀。同时，在以价格划分的各个细分市场，公司也均有主力车型，新赛欧、朗逸、科鲁兹、新君越、新君威、新领驭、GL8、途观等均在各自市场展现出强大的销售能力。从发展模式上看，公司合资品牌健康发展，自主品牌有望扭亏。上海通用自08年末开始对老车型进行更新换代来，新车型销量一路走强，大面积收复了08年的失地。上海大众坚持对每款新车都进行本地化改进，使得其

车型往往更贴近国内市场，本土化这一可复制的成功模式令我们看好其未来前景。上汽通用五菱虽受市场影响，增速回落，但销量仍居高位，在下半年季节因素和政策因素影响下全年销量仍将保持增长。自主品牌的中华元素已取代原有英伦风格，真正适合国内市场，其销量也一路走强，扭亏为盈已值得期待。从未来走势看，公司在短期、中期、长期均有新看点，分别是短期看：生产线调整，途观有望再攀高峰；中期看：合理扩产，解决产能瓶颈；宝骏出世带来均衡发展；长期看：自主品牌内修外炼实现全面布局；国际市场一向印度进军。预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.28 元、1.52 元，对应 9 月 15 日公司收盘价 16.99 元，动态 PE 分别为 13.27、11.18 倍。投资风险主要在于乘用车行业景气度下行、行业竞争加剧，宏观经济下滑影响可选消费品消费等。

华域汽车 (600741.SH) 受益于配套增长与业务整合，业绩上半年增长迅速。公司主要配套的上汽汽车、上海大众、上海通用、长安福特马自达、东风神龙、广汽丰田等上半年增长迅速，上半年共实现销售约 149 万辆，同比增长 54.5%，较 09 年下半年增长 11.05%。经过了约一年三个月的经营，公司在各项业务步入正轨后逐步依据业务规划和发展战略对下属企业进行整合，包括对于拖内、锻造的整合，制动系统的整合及拖拉机工贸的整合等。目前协同效应显现，各费率稳健下降，各公司间整合和协同效应正在逐步显现。依托上汽坚实基础，具备长期发展期望。公司目前具有现金及现金等价物约 78 亿元，充裕的现金流为公司提供了丰富的发展操作空间。在之前的报告中我们提到，目前公司对该部分现金可能主要体现在依据集团战略和利润贡献比重进行相应子公司的扩产规划，进一步加强对其下子公司的控制能力和依据发展战略进行适用于公司主营业务的目标标的的合资及收购。内部调整战略已在如上叙述中体现，而外延式的增长将为公司提供更大的业绩弹性，主要体现可能包括：1. 加大集团外配套市场开拓；2. 进行适用于公司主营业务的目标标的的合资及收购。今年在汽车行业进行资源整合、结构调整的大环境下，我们认为公司将充分利用其资源优势完成相应动作。预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 0.93 元和 1.06 元，对应 9 月 15 日公司收盘价 12.32 元，动态 PE 分别为 13.19、11.63 倍，维持“推荐”评级。投资风险主要存在于原材料上涨对应的传导渠道风险，公司业务整合风险，外延式发展风险及汽车行业景气度的影响。

商用车领域由于面临宏观调控不确定性的影响，我们关注未来有结构性成长机会、从而对冲行业周期不利预期影响的零部件上市公司，如威孚高科 (000581.SZ)，云内动力 (000903.SZ)。

威孚高科 (000581.SZ) 是国内最大的汽车发动机燃油喷射系统生产商。公司主要生产柴油燃油喷射系统产品，广泛使用于各档功率的柴油机，为各类载货车、客车、工程机械、发电机组等配套。从公司盈利来源来看，公司盈利主要来自投资收益，尤其是博世汽柴的投资收益。此外，受益于排放法规升级，威孚力达的后处理业务收益也将大大增加。

有别于市场认为法规的实施是公司未来基本面不断优化的观点，我们否认排放法规将有助于公司共轨系统市场份额的提升，但由于国家各级监管水平差异大，生产一致性不严格，短时间内难以有大的改变，法规的实施更多是在中心城市的示范作用，对于更广大的农村、山区，共轨系统未来市场份额的提升主要还是取决于其较机械泵在内在的经济性、增值服务方面等诸多优点的内在优势上，公司的产品也的确具备这些优势。共轨路线目前占重卡行业的比重大约 35%-40%，5 年后有望达到 50-60% 甚至更高的份额，提升公司博世汽柴的投资收益。

云内动力 (000903.SZ) 在国内同行中有着成熟的轿柴产品，对整车企业吸引力较大。原有

的 1.6、1.9L 产品完全可能通过减少发动机气缸数的办法来减小排量,做到排量大约 0.9L 左右的排量,且能满足共线生产的要求。在之前的报告中我们也已经论述了公司传统小柴业务对部分没有发动机资源的轻卡厂商也有较高重置价值。未来公司若能与整车厂加大合作,在微客业务的配套对于公司来说将是个净增长,微客销售台份有望达到或超过 10 万台,在排量稍大的轿车柴油机业务上也有望政策的东风获得市场的突破。公司 9 月 14 日的收盘价 12 元,对应 PB 约 1.65 倍,估值远低于主流汽车股(如威孚高科、福田汽车、潍柴动力、中国重汽、上海汽车、一汽轿车)3-4.5 倍左右 PB 的估值,考虑到公司业务的重置价值较高,股价具有足够的安全边际,同时公司受益于“节能产品惠民工程”,我们维持“推荐”投资评级。

松芝股份 (000245.SZ) 是一家专业的车辆空调制造商,车辆空调是车辆的重要部件之一,公司产品广泛应用于大中型客车、乘用车、货车、轻型客车和轨道车等各类车辆。我们认为传统业务的爆发式增长主要来源于几个方面: 1、中大客业务: 在传统客户较为稳定的新增和更新公交车需求之外,国内大型活动对于公交车的提前更换和新增采购对于公司销售规模起到了较好的刺激。2、乘用车空调业务: 原有客户配套的供应量逐步提升对于公司带来的不仅是规模成长为收入和利润率带来的提升,更重要的是信赖感的逐步增强。我们认为,公司将逐步从该领域的新进入者,过渡到自主品牌空调通用件的有力竞争者,现有客户和新客户新车型的配套和既有车型不符项目的整改都将为公司带来新的机会。我们认为,上市为公司带来的不仅是资金量的扩充,其作为特种空调供应商不为大众所知的劣势也得到了补足,为公司提供了更多的发展机会。公司未来业务拓展可能主要集中于轨道空调和冷链空调的配套方面,目前均在积极争取。依托公司在其他市场的配套经验,公司对于该市场争取的积极态度有望得到相关下游的企业的认可,为公司带来新的市场开拓机会。1、轨道配套: 铁路项目需长期准备; 城轨项目步入发展轨道。2、冷链配套。我们认为现阶段公司存在的发展风险和公司的发展战略具有较强针对性。公司目前正在进行自有压缩机逐步替换; 同时开拓新市场,多元发展; 与终端客户紧密合作,以公司合作为中心; 将注意力集中在有效利润的获取上。我们预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 1.1 元和 1.3 元,对应 9 月 15 日公司收盘价 29.06 元,对应 PE 分别为 26.42、21.85 倍。投资风险主要存在于乘用车配套低于预期,未来市场开拓低于预期等。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券 代码	公司 简称	股价	EPS (元)			PE			PB			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000800	一汽轿车	19.00	1.00	1.41	1.82	19.00	13.48	10.44	4.86	3.90	3.09	推荐	推荐
600104	上海汽车	16.99	1.01	1.28	1.52	16.82	13.27	11.18	2.62	2.24	1.92	谨慎推荐	推荐
600418	江淮汽车	11.09	0.26	0.67	1.01	42.65	16.55	10.98	3.31	2.88	2.36	谨慎推荐	谨慎推荐
600166	福田汽车	21.57	1.13	1.76	1.90	19.09	12.26	11.35	4.84	3.47	2.73	推荐	推荐
600742	一汽富维	31.49	1.68	2.28	2.97	18.78	13.79	10.60	4.03	3.23	2.56	谨慎推荐	谨慎推荐
600741	华域汽车	12.32	0.59	0.93	1.06	20.78	13.19	11.63	2.57	2.20	1.90	推荐	推荐
600841	上柴股份	16.75	0.15	0.25	0.22	111.67	67.00	76.14	4.97	4.36	4.18	中性	中性
000338	潍柴动力	77.88	4.09	6.04	6.27	19.04	12.89	12.42	5.52	4.05	3.17	推荐	推荐
000903	云内动力	12.00	0.45	0.57	0.58	26.73	21.24	20.73	1.77	1.65	1.55	推荐	推荐
000581	威孚高科	21.78	0.79	1.08	1.16	27.57	20.24	18.86	4.31	3.65	3.14	谨慎推荐	谨慎推荐
600081	东风科技	16.96	0.10	0.69	0.75	174.85	24.58	22.64	14.75	9.77	7.15		谨慎推荐
002434	万里扬	29.85	1.08	1.02	1.43	27.66	29.15	20.92	9.06	6.24	6.21		谨慎推荐
002454	松芝股份	29.06	0.84	1.10	1.33	34.60	26.42	21.85	11.36	2.61	3.06		谨慎推荐
000887	中鼎股份	18.30	0.47	0.77	0.95	38.94	23.77	19.24	9.29	6.97	5.33		谨慎推荐

资料来源: 长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%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% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。