

估值震荡下跌，静待行业趋势明朗

报告要点

- 汽车行业十二月总体销量达 1,666,651 辆，同比增长 17.9%，2010 年全年累计销售 18,041,817 辆，同比增长 32.45%，基本符合我们全年增长约 30% 的预期。超市市场预期的是企业的盈利能力，由于规模经济的存在，企业盈利能力屡超所谓的“外部人的市场预期”，考虑到汽车行业上市公司 09 年财务上已经普遍比较谨慎，2010 年的规模经济效益将进一步增大企业利润调节的灵活度，这在主题投资机会时往往成为股价重要的催化剂。
- 乘用车十二月销售了 18,041,817 辆，同比增长 35.8%，环比上升约 11.7%；其中，1.6L 及以下乘用车销量约 84.1 万辆，环比进一步上升约 2%，占乘用车整体销量的 69.9%，自节能补贴政策出台后该小排量乘用车区间受政策提振，市场份额连续回升，并在年底购置税优惠结束前表现了一波较为明显的退出效应。但我们认为，随着北京限堵政策带来的购车数量限制预期，未来高端车的销售比例可能进一步上升，而小排量车比重的回升面临压力。
- 商用车 12 月销售了 335,458 辆，同比增长 19.9%，环比下降约 2.8%，销量符合季节性表现。重卡行业 12 月销量在备货需求、销量调节后的报表数据约 7.5 万辆，同比增速回升至 16.9%，2010 年累计销售约 101 万辆，同比增长 59.7%，依然是商用车各细分市场中增速最高的子行业。
- 随着主流乘用车股 2010 年 PE 最低跌到了 9-10 倍，而主流重卡股 PE 最低跌到了 11-12 倍，我们认为，汽车板块 PE 整体上的杀跌已经告一段落，股价后续的涨跌除了与大盘相关外，主要取决于包括治堵与十二五规划在内的各种政策的明朗和行业销量趋势的明确，我们估计敏感的时间窗口在 2-3 月。我们期待逐步发布的十二五规划给汽车行业，尤其是一些核心零部件企业带来惊喜，这也将点燃整个汽车板块的投资热情，对处于两市各版块中估值较低的汽车行业起到提振的作用。
- 建议重点关注估值合理、传统与新兴业务相辉映的曙光股份（600303.SH）；上海国资整合背景下，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）。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600303	曙光股份	推荐
600741	华域汽车	推荐
600104	上海汽车	推荐
002355	兴民钢圈	推荐
002434	万里扬	推荐
002454	松芝股份	推荐
600166	福田汽车	推荐
000581	威孚高科	推荐

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

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《长江证券汽车行业 2011 投资策略：主旋律乃稳健成长，高音符是结构演变》2011-1-5
 《长江证券汽车行业 2011 投资策略 PPT-主旋律乃稳健成长，高音符是结构演变》2010-11-24
 《汽车行业运营研究之产能调控篇》2010-11-19

分析师：

刘元瑞
 (8621)68751760
 liuyr@cjsc.com.cn
 执业证书编号：S0490510120022
 联系人：
 谭焜元/张乐
 (8621) 68751760

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

正文目录

量增利更增，车市 2010 年大丰收	4
乘用车	5
相对销量的走势，政策预期更是市场关注的重点	5
长期看好，狭义乘用车持续增长仍将持续	7
分化依旧，市场表现凸显行业地位	9
商用车	12
季节性、备货需求和销量的平滑处理决定了 12 月的销量	12
重卡累计增速维持高位，牵引车销量有所恢复	13
轻卡行业：行业整合继续，竞争在加剧	15
投资建议	16

图表目录

图 1: 政策退出对于汽车行业年底销量的提振	4
图 2: 高基数下, 汽车行业整体月度销量逐步增速回落至正常水平	4
图 3: 乘用车市场分排量变化	6
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	8
图 6: 轿车月度销量同比增速	8
图 7: MPV 月度销量	8
图 8: MPV 月度销量同比增速	8
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	9
图 12: 微客月度销量同比增速	9
图 13: 轿车各企业市场占有率变化	10
图 14: MPV 各企业市场占有率变化	10
图 15: SUV 各企业市场占有率变化	11
图 16: 微客各企业市场占有率变化	11
图 17: 重卡合计月度销量	13
图 18: 重卡月度销量同比增速	13
图 19: 重卡整车月度销量	13
图 20: 重卡整车月度销量同比增速	13
图 21: 重卡底盘月度销量	14
图 22: 重卡底盘月度销量同比增速	14
图 23: 半挂牵引车月度销量	14
图 24: 半挂牵引车月度销量同比增速	14
图 25: 重卡合计各企业市场占有率变化	14
图 26: 轻卡合计月度销量	15
图 27: 轻卡月度销量同比增速	15
图 28: 分企业轻卡销量	15
图 29: 轻卡合计各企业市场占有率变化	16
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	9
表 5: 商用车市场概况	12
行业重点上市公司估值指标与评级变化	17

量增利更增，车市 2010 年大丰收

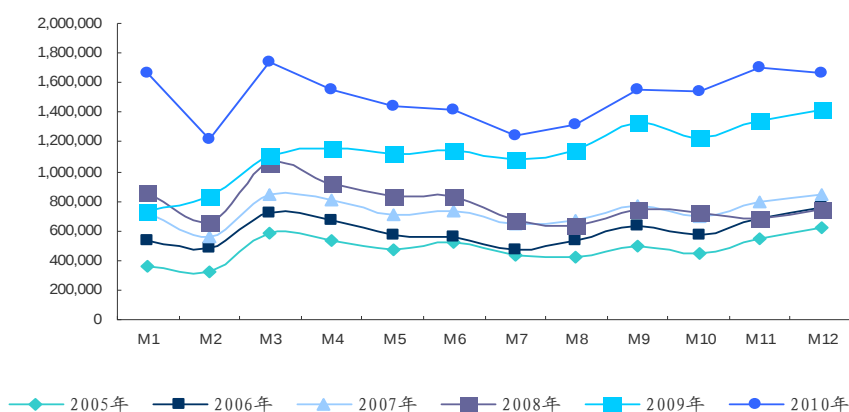
汽车行业十二月总体销量达 1,666,651 辆，同比增长 17.9%。2010 年全年累计销售 18,041,817 辆，同比增长 32.45%，基本符合我们全年增长约 30% 的预期。

超市场预期的是企业的盈利能力，增速将超行业销量增速。由于规模经济的存在，在恶性价格战并未爆发时，企业盈利能力惊人，屡超所谓的“外部人的市场预期”，考虑到汽车行业上市公司 09 年财务上已经比较谨慎，2010 年的规模经济效应将进一步增大企业利润调节的灵活度，这在主题投资时往往成为股价重要的催化剂。

从乘用车市场销售数据看，全行业淡季通过“以价换量”平稳度过，进入四季度后在较为宽松的节能车补贴政策的刺激下实现市场平稳表现，最后两个月在年末购置税减 2.5% 优惠及汽车下乡政策的退出预期下，重现了 09 年末提前消费的车市高潮表现，而政策也“符合预期的”退出了。

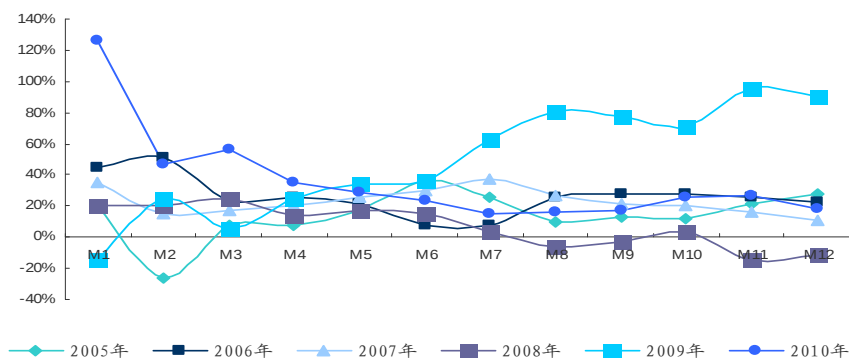
商用车市场 2010 年累计增速达到 29.8%。在 4 万亿的最后一年，重卡市场是商用车市场表现最好的一个细分市场，2010 年全年累计增速达到 59.7%。其次是大客车市场，全年累计增速达 48.6%。

图 1：政策退出预期提振汽车行业年末销量再攀高峰



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：高基数下，汽车行业整体月度销量逐步增速回落至正常水平



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

12月乘用车销售了1,308,575辆,同比增长18.6%,环比下降约2.3%;商用车销售了358,076辆,同比增长15.4%,环比上升约0.2%。观察2010年全年累计数据,乘用车和商用车分别共销售13,748,884和4,292,933辆,同比增长33.3%、29.8%,连续的高速增长与高企的销售数据说明目前汽车行业2010年又是一个大年。

从集团分类来看,国内“四大”汽车集团的核心地位及销量规模很难撼动,而“四小”及后几名集团之间的规模距离被不断拉近,同时出现了单月表现更迭的现象。我们认为在这样的竞争格局下,各车企的品牌架构、车型定位均成为了其是否能够把握并适应市场发展,不断进步而不落后的重要核心竞争力,值得持续关注并分析。

表 1: 国内主要汽车集团销量

月度销量	年度销量	YOY	Oct-10	YOY	Nov-10	YOY	Dec-10	YOY	2010Q4	YOY
上汽集团	3,546,250	31.03%	306,330	22.8%	314,665	25.48%	289,922	3.58%	910,917	18.31%
东风汽车集团	2,645,759	40.52%	226,823	21.1%	257,797	47.33%	254,977	21.97%	742,814	32.06%
一汽集团	2,539,859	29.89%	230,040	14.8%	254,752	29.26%	230,836	24.26%	712,411	26.47%
长安汽车集团	2,401,227	58.24%	205,755	27.5%	236,386	24.65%	220,456	32.88%	662,597	36.27%
北汽集团	1,477,583	18.87%	118,954	7.2%	136,891	19.62%	132,367	19.63%	388,212	17.96%
广汽集团	725,596	19.43%	56,722	8.6%	66,063	4.13%	68,967	8.14%	191,752	5.97%
奇瑞汽车	689,658	37.85%	64,088	31.6%	67,833	23.37%	74,849	17.01%	206,770	27.08%
比亚迪汽车	520,478	16.94%	40,578	-14.8%	41,714	-17.64%	51,300	-14.71%	133,592	-15.15%
华晨汽车集团	508,657	47.35%	48,274	24.0%	45,654	30.99%	31,651	0.85%	125,579	24.91%
江淮汽车集团	458,453	42.85%	35,191	10.6%	41,599	44.97%	30,827	22.67%	107,617	32.74%
吉利汽车	415,277	26.18%	38,988	10.6%	44,568	23.09%	47,380	21.29%	130,936	23.63%

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

相对销量的走势,政策预期更是市场关注的重点

12月份,1.6L及以下乘用车销量约92.6万辆,环比小幅下降约1.4%,但占乘用车整体销量继续回升0.7%至70.8%,同比增速小幅下降至约23.3%。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下降至8.8%的水平,市场份额继续回落至19%,随着先进节能技术的使用和节能补贴的放宽,小马拉大车的车型受到进一步市场追捧。2.0-2.5L的中高端乘用车同比增速略有回升至13.7%,市场份额小幅缓慢增长至8.5%的水平。2.5L以上排量的中高级轿车以及豪华轿车同比增速连续三个月下降,十二月为-12.6%,市场份额小幅上升至1.7%。总体而言,节能补贴效应进一步凸显,小排量份额进一步提升,不过这一趋势在购置税政策退出及各地若提高购车门槛后面临着较大的压力。12月份乘用车超预期的出现了环比下滑,我们认为该现象反映了政策退出的抢购在减弱,同时也反应了主流整车企业对于11年的谨慎预期带来的销量延后确认等现象,并不能完全真实反应市场情况。

由于资本市场的“超前性”,市场开始更多关注2011年的市场表现和政策的导向。对于以北京为代表的城市出台治堵方案的担忧及优惠政策退出对行业不利影响的担忧,汽车及零部件板块10月底开始下跌,12月份持续下跌,部分乘用车龙头企业2010年的动态PE最低跌到了9倍。其中包含的信息或许对应着市场对于乘用车行业2011年的增速担忧大约会达到-10%左右。

我们认为 2011 年的乘用车市场无需过度担心，狭义乘用车的消费属性将逐渐超越其周期属性。日本进入收入分配体系变革的“刘易斯拐点”后乘用车具备长达 20 年的平稳增长为我们坚定了信心，对于龙头企业在行业平稳增长的运营态势下无需担忧。

我们在北京治堵方案出台时给予评价，不应过早妖魔化其影响，对于其实施的细则和效果需要保持密切关注。同时我们认为对于全国治堵措施跟进的担忧需要关注 1 月底各大城市两会议题的确认，若跟进城市过少或跟进措施较为宽松则市场的谨慎与其可以得到一定程度的缓解。

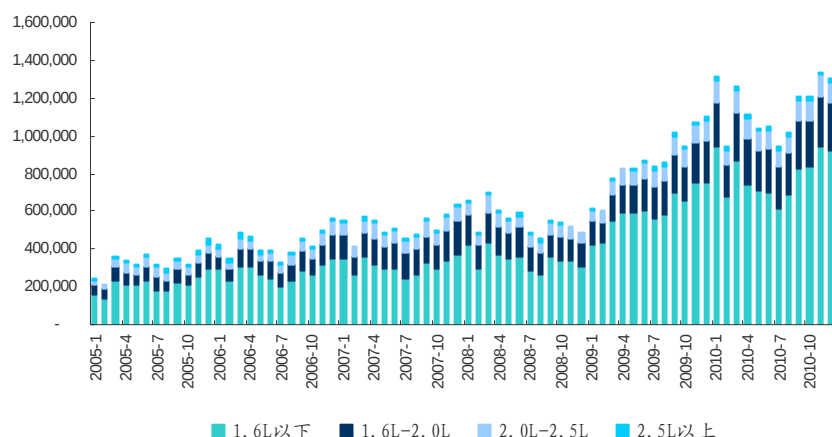
考虑到监管层制定政策的出发点已经由重“量”，转化为重视产业安全，我们期待逐步发布的十二五规划给汽车行业，尤其是一些核心零部件带来惊喜，这也将点燃整个汽车板块的投资热情，对于整体 PE 处于两市各版块较低的汽车行业起到提振的作用。

表 2：乘用车分排量销量概况

月度销量	2010-9	YOY	2010-10	YOY	2010-11	YOY	2010-12	YOY	年度销量	YOY
国内制造+CKD	1,211,428	19.34%	1,203,174	27.12%	1,339,756	24.66%	1,308,575	18.60%	13751409	32.82%
1.0L 以下	162,059	37.99%	186,860	62.05%	215,141	69.67%	193,181	78.53%	1962359	54.94%
1.0L-1.6L	661,218	13.93%	654,370	20.93%	724,262	15.10%	733,034	13.99%	7497679	26.10%
1.6L 以下	823,277	17.98%	841,230	28.15%	939,403	24.26%	926,215	23.28%	9460038	31.16%
1.6L-2.0L	261,858	32.23%	243,017	32.01%	270,761	32.44%	248,394	8.82%	2854004	42.56%
2.0L-2.5L	103,525	3.50%	98,220	10.29%	109,321	14.64%	111,422	13.68%	1191040	22.24%
2.5L-3.0L	18,566	12.28%	17,098	19.14%	15,397	-0.53%	17,616	-19.67%	204276	46.38%
3.0L-4.0L	3,699	52.16%	3,086	28.10%	4,106	39.80%	4,073	22.94%	35838	58.16%
4.0L 以上	503	106.15%	523	350.86%	767	72.75%	855	56.88%	6212	126.47%
2.5L 以上	22,768	18.52%	20,707	22.70%	20,270	7.48%	22,544	-12.58%	246326	49.33%

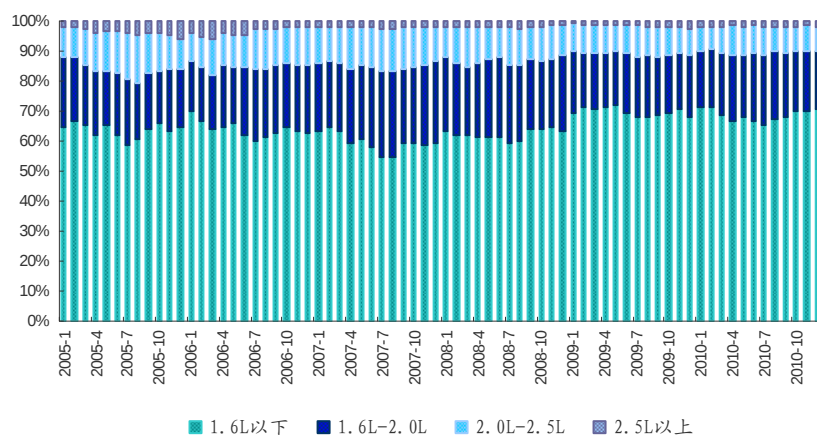
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

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

长期看好，狭义乘用车持续增长仍将持续

由于基数效应，轿车市场 12 月同比增速下降至 11.77%，销售约 92.1 万辆，该细分市场 2010 年累计销售约 948.9 万辆，同比增长 27.2 %。

我们认为，未来高端家用轿车市场将受益于地方治堵带来的购车门槛提升，而三四线市场的持续成长将成为未来轿车市场的双轮驱动。

SUV 市场表现依然强势，单月销量约 12.6 万辆，同比增速下降至约 59.0%。该细分市场背后的消费群体是对油价不敏感的社会高收入阶层，今后销售的比例仍将不断提升，我们认为该细分市场单月稳定在 11 万辆以上或成为未来常态。此外，受制于我国公路建设的发展不均衡，在广大的路况较差地区，为出游甚至日常行车需求所驱动，SUV 已成为部分家庭购车的第一选择，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 市场表现依然抢眼，12 月共销售约 4.9 万辆，同比增速下降至 56.88%，2010 年累计销售约 44.25 万辆，同比增长约 77.75%，维持此前的高增长。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，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 2011 年增速仍将大幅高于行业。

我们认为，在刘易斯拐点带来的大消费时代到来的今天，狭义乘用车行业的稳定需求将是长期而持续的，并不会出现明显的衰退。可支配收入的提升带来汽车消费的旺盛，持续稳定的增长将是狭义乘用车未来的持续大趋势，行业的周期性表现将逐渐淡化，而消费性表现将增强。

微客市场 12 月销售约 21.3 万辆，同比增幅仍然保持回升，达到了 25.8%，全年累计增速达到 18.4%。2009 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。而 2010 年汽车下乡的作用主要体现在产品档次升级上，“原来可以买辆一般的车，但省下来的钱可以买辆更好的”，这对我国整个农村地

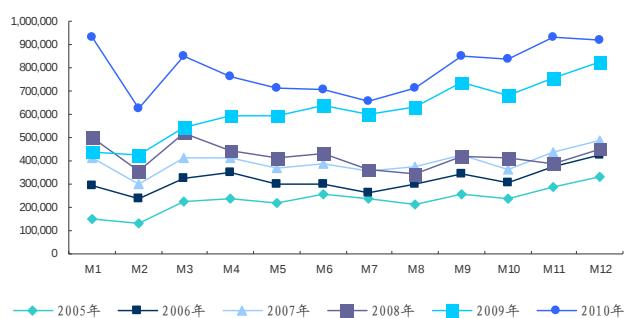
区的生产效率提升均具备不可替代的意义。我们估计随着中国经济的持续发展,未来微客市场仍能保持 10%左右的增速。此外,我们长期看好柴油微客市场的进展。在长安与云内动力完成重组后,这一块市场的推进将提速。从长期来看,由于柴油微客相对汽油微客具备内生的经济性,在柴油发动机经济性得到政策和市场的双重认可的基础上,柴油微客将成为未来独立于市场景气度而快速发展的一块巨大的蛋糕,未来有望逐渐将份额提占到微客行业的 30-40%。

表 3: 乘用车市场概况

月度销量	2010-9	YOY	2010-10	YOY	2010-11	YOY	2010-12	YOY	年度销量	YOY
乘用车总计	1,211,428	19.34%	1,203,174	27.12%	1,339,756	29.27%	1,308,575	18.60%	13,748,884	33.29%
轿车	850,766	15.81%	835,199	22.54%	933,897	23.83%	920,786	11.77%	9,494,194	27.26%
MPV	40,335	52.54%	39,723	71.21%	42,115	51.89%	49,091	56.88%	445,401	78.91%
SUV	125,034	79.89%	119,548	79.70%	132,757	85.87%	126,214	59.01%	1,317,585	100.39%
交叉型乘用车	195,293	5.84%	208,704	19.17%	230,987	26.18%	212,484	25.81%	2,491,704	27.89%

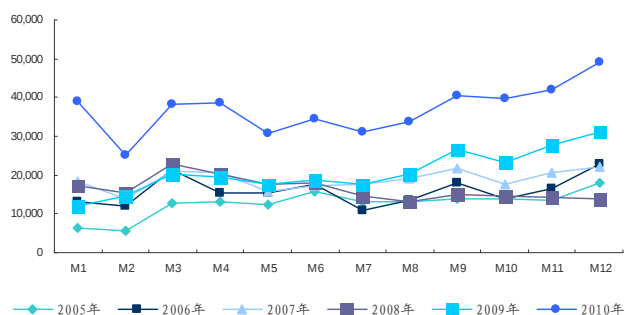
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 5: 轿车月度销量



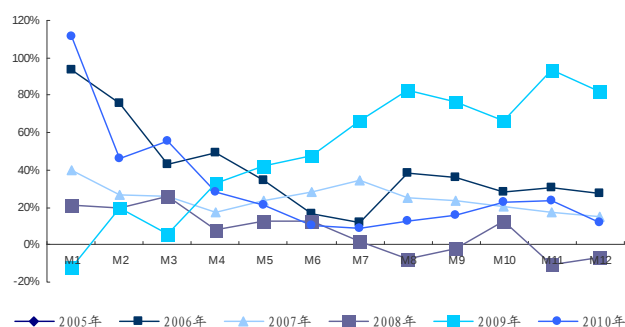
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 7: MPV 月度销量



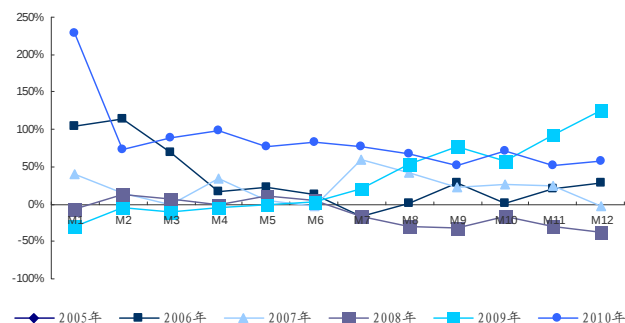
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 6: 轿车月度销量同比增速



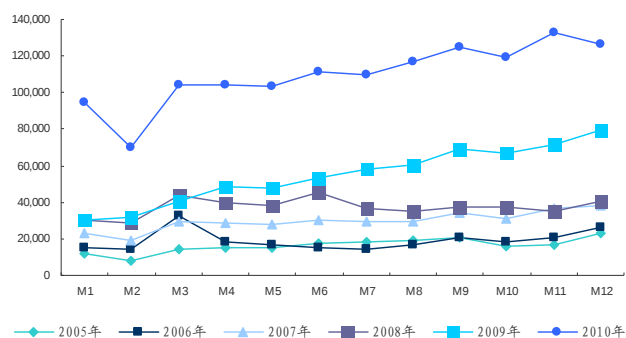
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 8: MPV 月度销量同比增速



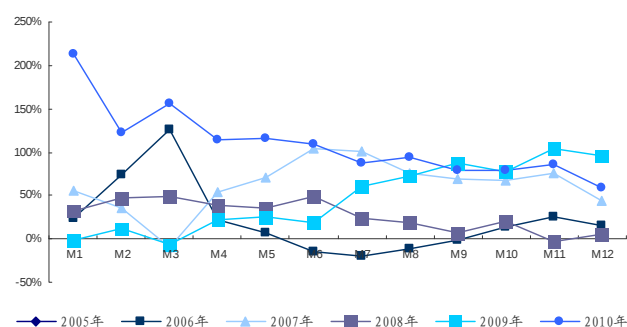
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 9: SUV 月度销量



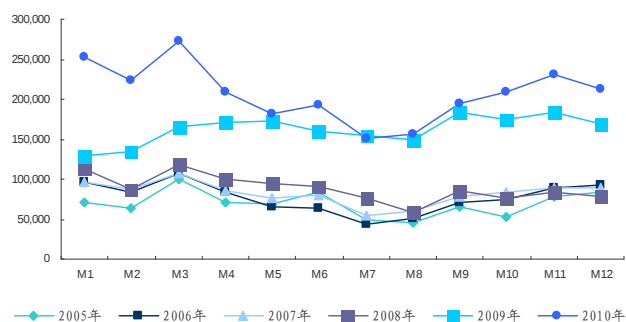
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 10: SUV 月度销量同比增速



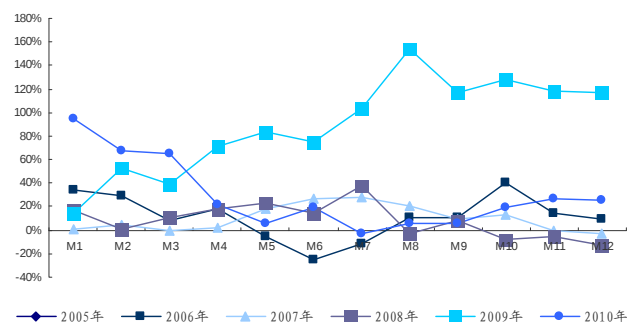
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

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

分化依旧，市场表现凸显行业地位

轿车市场来看，上海通用、上海大众和一汽大众行业第一集团地位依然难以撼动。我们认为乘用车作为可选消费品，其市场的渗透有效与否，除了产品设计、性能及质量本身的价值，后期的市场定位、市场推广也同样非常重要。上海通用依托其精准的市场定位和不断提升的品牌形象，充分受益 2010 年高端家用市场的表现。而南北大众的产能均存在一定程度的瓶颈，在 09 年国内市场超预期的爆发之后，有效地跟进产能扩张是当前两大中的当务之急。12 月自主品牌表现较为良好，比亚迪、奇瑞等均出现了约 1% 的市场份额提升，我们认为这从一个侧面体现了年末三四线市场的需求开始发力的迹象。

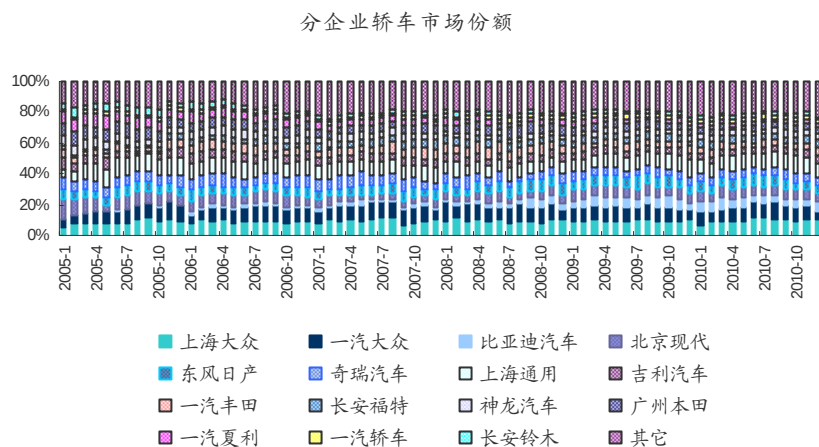
表 4: 轿车市场概况

月度销量	年度销量	YOY	Oct-10	YOY	Nov-10	YOY	Dec-10	YOY
上海通用	952,910	42.60%	93,298	45.96%	102,024	38.05%	83,001	-6.53%
上海大众	918,859	29.76%	81,030	32.70%	99,747	56.57%	89,841	6.69%
一汽大众	837,947	25.22%	75,852	15.29%	80,295	22.85%	58,006	10.13%
北京现代	580,812	11.49%	47,487	9.87%	54,487	6.84%	51,330	3.36%
东风日产	562,050	22.38%	42,736	-5.04%	45,926	9.24%	50,031	16.50%
比亚迪汽车	516,632	23.26%	40,174	-13.87%	41,164	-18.73%	50,103	46.49%
奇瑞汽车	501,421	22.52%	49,239	44.13%	52,406	20.37%	53,310	7.81%
吉利汽车	417,156	26.76%	38,988	27.26%	44,568	23.09%	47,380	21.29%

长安福特	404,716	29.91%	36,259	25.17%	40,746	26.49%	42,591	55.97%
一汽丰田	386,406	15.46%	30,948	6.03%	40,288	23.56%	42,805	18.79%
神龙汽车	373,333	38.27%	32,305	37.83%	40,018	45.47%	40,005	21.78%
广州本田	325,619	-3.44%	27,704	0.31%	32,696	-1.31%	33,185	-2.97%
一汽轿车	268,511	42.72%	23,710	37.25%	24,963	27.69%	28,619	19.09%
一汽夏利	250,915	18.23%	24,849	54.53%	29,518	39.45%	23,950	46.93%
长安铃木	203,028	35.29%	17,003	23.97%	21,114	50.44%	16,119	3.86%

资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

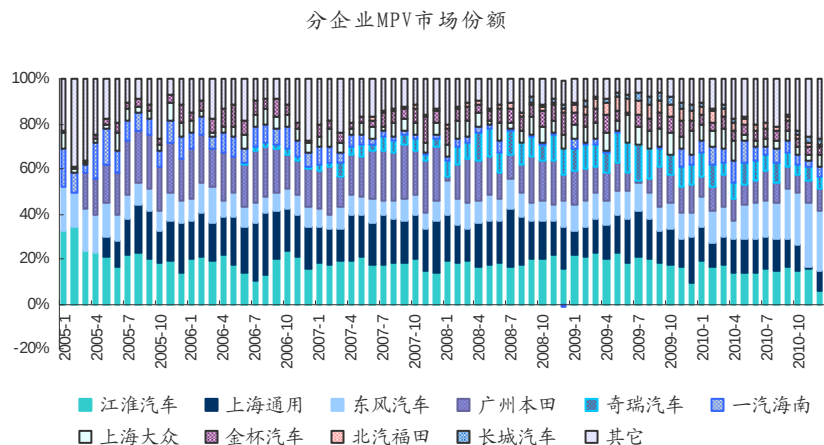
图 13：轿车各企业市场占有率变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

MPV 市场来看，传统的 MPV 强势企业如上海通用，广州本田 2010 年以来市场份额出现持续下滑，而东风汽车、江淮汽车、长城汽车等则维持了稳定增长的市场表现。我们认为这其中的主要原因在于 MPV 的家用性和其与作为生产资料的高端轻客的替代性凸显，在该状况下产品的性价比得到了更大的重视，而定位单一于商务接送的“纯 MPV”市场增长落后于细分市场平均水平。我们认为未来 MPV 市场仍将保持远超汽车行业销量的增速水平，在其销量规模稳定在高位之后将作出对汽车行业整体更大的贡献。

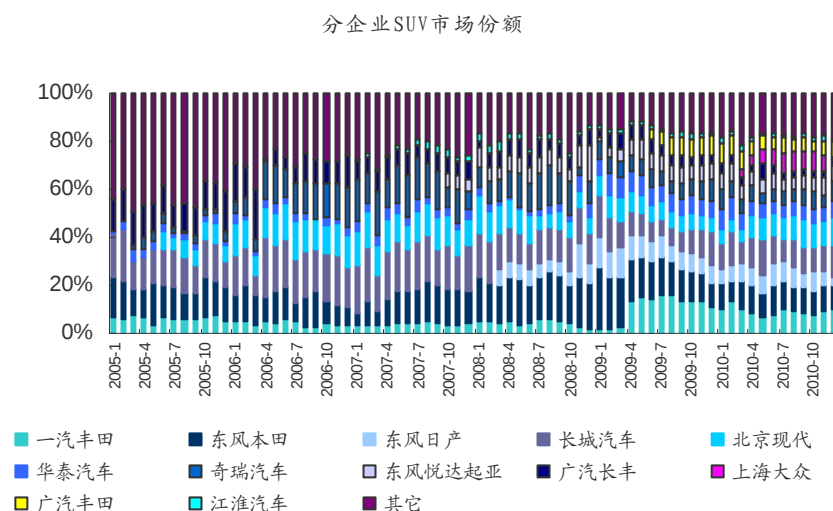
图 14：MPV 各企业市场占有率变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

SUV市场格局稳定，长城汽车、东风本田和北京现代位列前三，而上海大众、东风悦达起亚等企业追赶势头非常明显。简单观察可以看到，在我国，SUV的新型市场基本被以性价比作为卖点的韩系、自主品牌车型和以性能作为卖点的德系车型所占据，而老牌的日系车型将面临愈加激烈的竞争。我们认为SUV市场的家用化、市场发展双极化的趋势将在2011年继续延续。

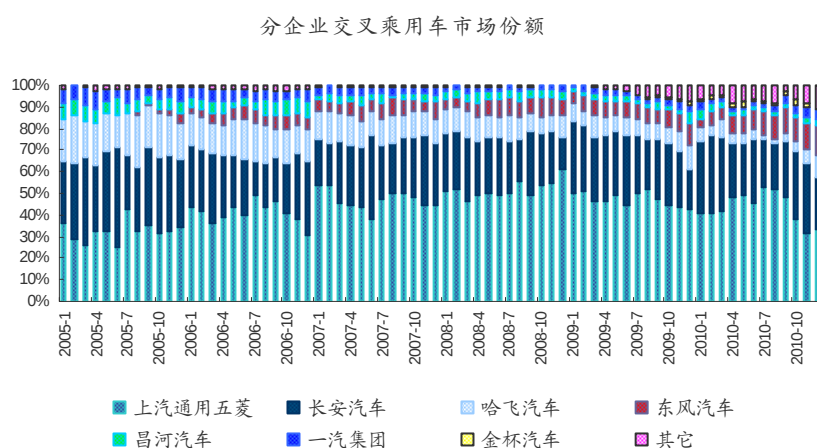
图 15: SUV 各企业市场占有率变化



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

微客市场同比增速保持低位，销量环比略有回升约24%，符合季节表现。由于微客市场的高增长，2010年以来不少新进入者都获得了可观的销量，在增速放缓的同时，未来微客市场的竞争可能仍然加剧，该细分市场将很难单独产生具有长期投资价值的优质企业。

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

从产能的角度考虑，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。尽管产能很难统计，且很难按照统一口径统计，但在与行业专家的广泛交流

后，我们认为，2011 年乘用车企业的整体产能释放按照同比口径，并不是一个特别离谱的数字，仅仅在 15-16% 因此，产能的增加并不是决定汽车行业走势的关键因素，可以持续关注行业优质龙头企业。

商用车

季节性、备货需求和销量的平滑处理是 12 月的销量的决定因素

商用车市场十二月共销售 35.8 万辆，同比增长 15.4%，环比小幅增长 0.2%，累计共销售 429.3 万辆，同比增长 29.8%。当然，销量的数据是有“调控余地的”，有些细分市场因为备货产生了较多的开票量，还有些细分市场部分厂家，出于各种考虑，在年底有做低 2010 年销量为 2011 年销量做保障的动力。

从细分市场来看，中卡和中客累计增速仍处低位，主要是该细分市场不符合卡车、客车市场向两极分化的规律，而重卡和大客是增速最快的细分市场，重卡行业 12 月销量回落至 7.55 万辆，同比增长率下滑至 20.5%，累计销售 101.5 万辆，同比增长 59.7%。从全年累计情况来看，重卡整车和半挂牵引表现较好，同比增速分别为 85.1% 和 67.8%。

轻卡行业 12 月轻卡销售 16.33 万辆，同比增速下降至 9.2%，全年累计销售 195.3 万辆，累计同比增长 26.1%，同比增速仍略超我们年初的预期。

城市拥堵、公交优先的政策对客车行业的影响从 12 月份的销量上很难看出来，因为公交优先需要地方财政的支持，而各地财政拨款的力度、线路规划工作在时间进度及金额的大小上都存在着非常大的差异。客车细分市场受益于公交优先的力度后续还需要仔细跟踪。

表 5：商用车市场概况

月度销量	2010-9	YOY	2010-10	YOY	2010-11	YOY	2010-12	YOY	年度销量	YOY
商用车总计	345,290	9.01%	335,458	19.87%	357,285	18.59%	358,076	15.40%	4,292,933	29.85%
重型卡车	69,226	4.80%	70,247	16.88%	80,777	31.24%	75,465	20.46%	1,014,966	59.69%
重卡整车	15,240	31.02%	15,382	61.12%	18,323	76.05%	21,447	66.04%	245,581	85.10%
重卡底盘	27,443	4.48%	25,180	-3.68%	34,177	33.09%	33,516	34.91%	414,929	42.27%
半挂牵引	26,543	-5.73%	29,685	21.59%	28,277	11.06%	20,502	-17.61%	354,456	67.80%
中型卡车	24,383	8.89%	22,913	20.03%	19,476	-6.21%	20,307	3.70%	272,717	7.72%
中重卡合计	93,609	5.84%	93,160	17.64%	100,253	21.79%	95,772	16.47%	1,287,683	44.89%
轻型卡车	159,764	9.12%	156,001	19.06%	165,867	14.05%	163,290	9.24%	1,953,117	26.11%
微型卡车	49,888	10.81%	51,896	27.79%	49,514	23.96%	56,475	42.68%	609,058	18.38%
大型客车	6,736	9.05%	5,392	47.85%	6,691	27.69%	9,349	22.42%	68,662	48.61%
中型客车	9,045	0.28%	6,862	9.48%	9,105	19.41%	10,058	-10.90%	89,952	7.65%
大中客合计	15,781	3.84%	12,254	23.59%	15,796	22.78%	19,407	2.55%	158,614	22.23%
轻型客车	26,248	21.17%	22,147	15.86%	25,855	24.82%	23,024	14.63%	284,353	26.69%

资料来源：中国汽车工业协会产销快讯，长江证券研究部

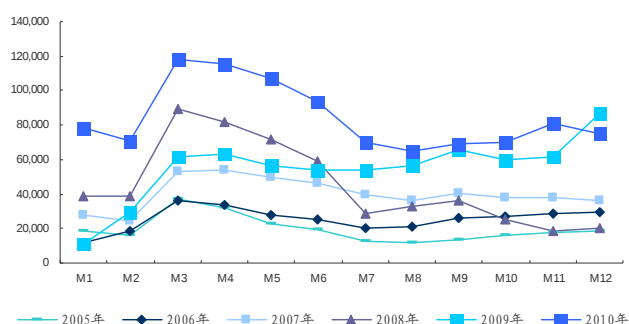
重卡累计增速维持高位，牵引车销量有所恢复

12月重卡产品共销售约7.5万辆，同比增长降为20.5%，环比下降0.7%；全年累计销售101.5万辆，同比增长高达59.7%。2009年不断走高的月销量基数使得同比增速趋于放缓，环比增速出现小幅下降。

重卡12月份的表现大体符合正常的季节性，不过重卡销量的数据与实际情况可能仍有出入，市场的真实需求可能会低于实际的销量，因为不少销量（开票数）是厂家销售给经销商的，是为了备货而产生的，而非真实的需求，我们估计2010年年底到2011年年初重卡行业的新增备货量将达到10万辆，大大超过了09年年底到2010年年初新增的备货量约32000辆。

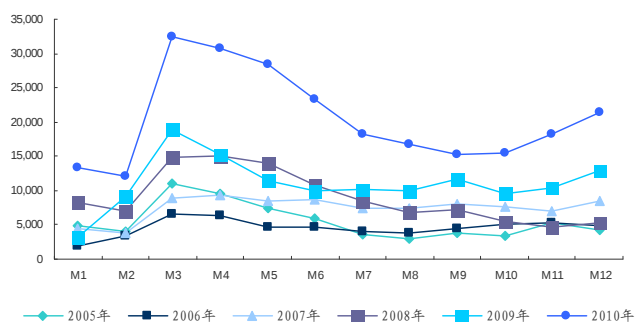
不过重卡行业的主流企业备货量的大幅增长未必是因为业内对于2011年非常乐观，事实上，2011年重卡行业主流企业的产能增速也在15-16%，很多“乐观备货”的企业是吸取了2010年年初供不应求的“教训”，担心“踏空”而采取的做法。我们之前判断，2011年重卡行业市场的启动时间将在2月中下旬到3月初，将与2009和2010年有较大的差异，因为前2年主要是因为4万亿的很多项目提前审批了，从行业目前的情况来看，基本符合我们的预期。鉴于重卡行业历来比较难以准确判断走势，我们估计2月和3月将成为敏感的时间窗口。从股价来看，重卡类股票目前对应2010年的PE为11倍-12左右，我们判断，短期股价将以震荡为主，2-3月由于行业趋势资本市场能够更好的把握，股价将可能突破现在的震荡区间。

图 17：重卡合计月度销量



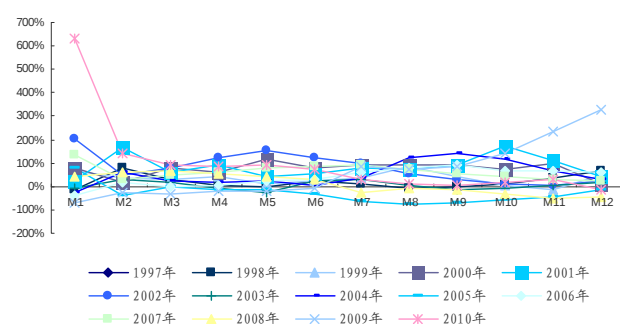
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 19：重卡整车月度销量



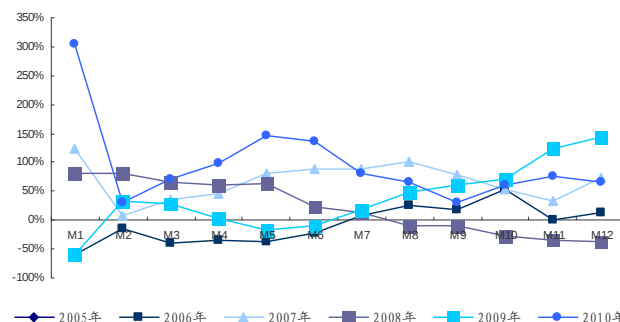
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 18：重卡月度销量同比增速



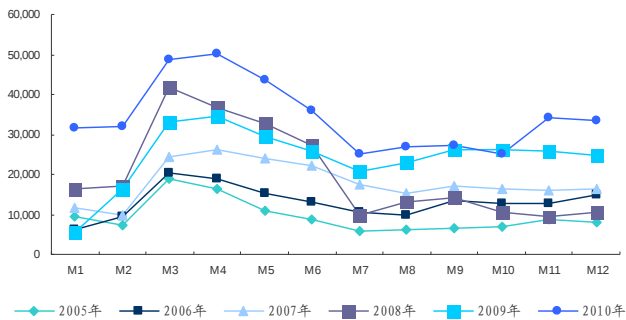
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 20：重卡整车月度销量同比增速



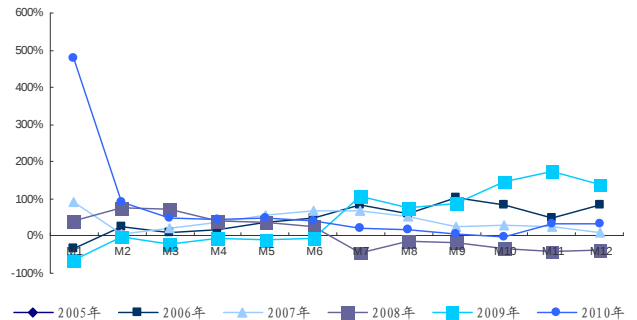
资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 21: 重卡底盘月度销量



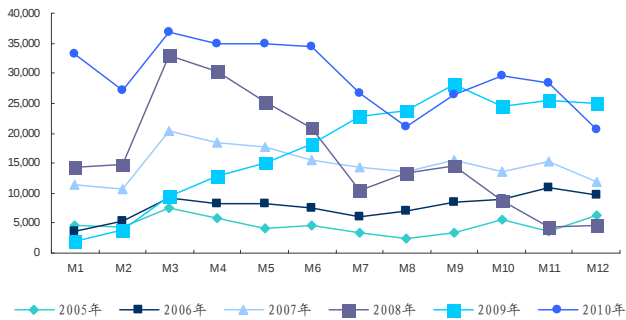
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯, 长江证券研究部

图 22: 重卡底盘月度销量同比增速



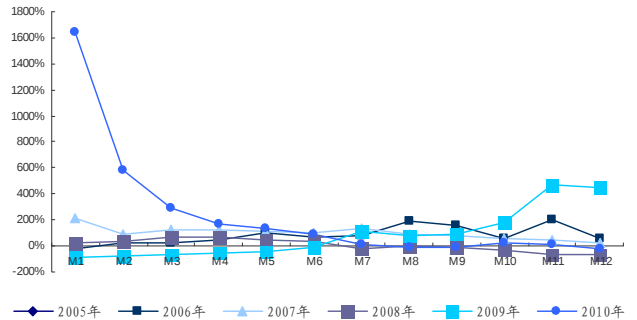
资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯, 长江证券研究部

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

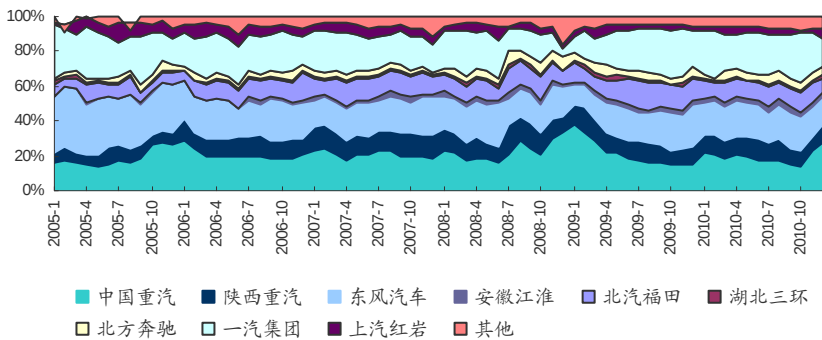


资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯, 长江证券研究部

分企业来看, 重汽 12 月单月销售 20,403 辆, 位列销量第一; 一汽位居第二, 12 月单月销量 12,131 辆。东风汽车、陕汽、北汽福田分列第三、四、五位。从投资的角度, 我们应该关注短期没有负面新闻的上市公司, 规避负面新闻利空尚未处尽的公司。

图 25: 重卡合计各企业市场占有率变化

分企业重卡合计市场份额



资料来源: 中国汽车工业协会产销快讯, 长江证券研究部

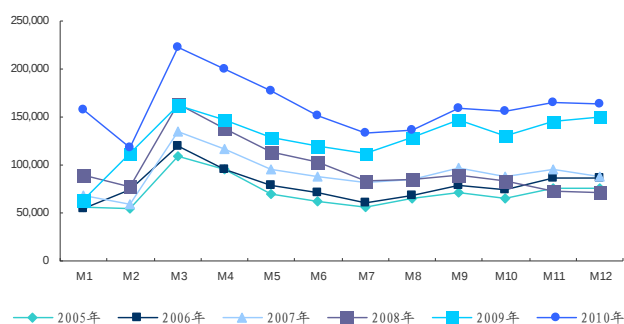
轻卡行业：行业整合继续，竞争在加剧

轻卡行业季节性回落明显，12月轻卡销售16.3万辆，同比增速回落至9.2%，全年累计销售195.3万辆，同比增长26.1%。

从分企业的占有率来看，福田汽车市场份额保持在23.6%的水平，仍稳居轻卡行业龙头地位，其市场份额的逐年下滑主要是统计口径造成的，并不是公司竞争力下降的表现。

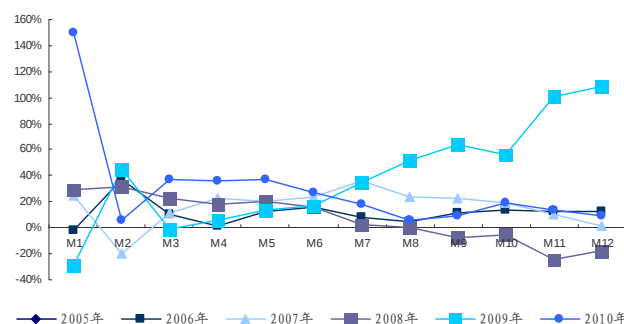
轻卡行业从投资的角度来看，未必是一个非常好的细分市场，因为盈利能力较弱，且竞争在持续加剧。由于汽车行业规模经济效应巨大，为了追求规模经济和范围经济，很多汽车龙头企业不断产业链的不断延伸，比如之前福田汽车从农机到轻卡再到重卡，而重汽拟从重卡延伸到轻卡。同时，我们轻卡内部的细分市场的参与厂家的界限也会逐步打破，比如，我们此前一直在关注的高端轻卡市场，由于其具有较高的盈利水平，且从长期看，市场比重也将逐渐提升，这个市场必将成为主流汽车企业，比如“4大4小”高度关注的市场，未来5年内对于该细分市场的争夺将成为汽车行业值得高度关注。我们依然建议投资者，若以长期投资的角度来看待中高端轻卡市场的投资机会，要谨慎选择投资标的。

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

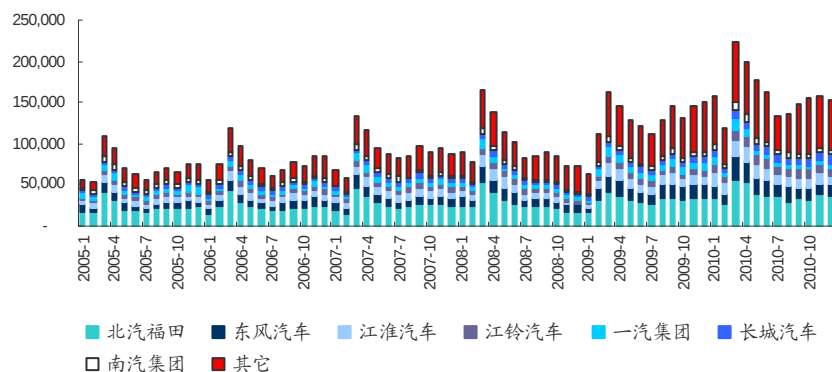
图 27：轻卡月度销量同比增速



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

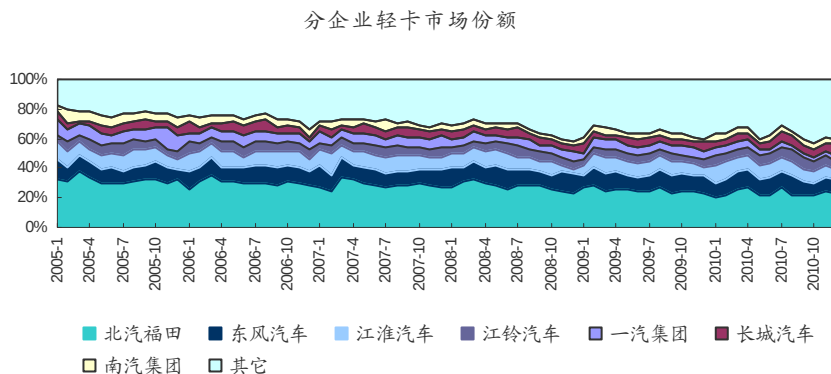
图 28：分企业轻卡销量

分企业轻卡月度销量



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯,长江证券研究部

图 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

随着主流乘用车股票 2010 年 PE 最低跌到了 9 倍,而主流商用车股票 2010 年 PE 最低到了 11-12 倍,我们认为,由于行业基本面的趋势及政策面不支持进一步下跌,短期已经失去了大幅下跌的动能,而政策与行业基本面的敏感时间窗口在 2-3 月。在月度投资策略上,建议重点关注估值合理、传统与新兴业务相辉映的曙光股份 (600303.SH);同时可以关注上海国资整合背景下,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)。

曙光股份 (600303.SH) 在于南车株洲所完成战略合作后,完成了公司的技术布局、区域布局和产品布局,意味着公司历经三年的战略布局已经完成,未来将在传统产业加速上扬,同时新兴产业抢占国内技术的制高点,为其作为国内确定受益新能源汽车产业的优质投资标的奠定了较为坚实的基础。我们认为公司传统产业的持续增长提供了安全边界,新兴产业的未来发展具备长期关注度,预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 0.82、1.04 元,给予公司推荐评级。投资风险主要在于传统业务增长低于预期、新能源业务推广进度低于预期等。

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。受益于该类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。规模的增长带来业绩的持续超预期,预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.53 元、1.9 元。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。公司主要配套的上海汽车、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，2010 年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。2010 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。投资风险主要存在于公司业务整合风险，外延式发展风险及汽车行业景气度的影响。

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）			P/E（X）			P/B（X）			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
600303	曙光股份	18.81	0.6	0.82	1.04	31.6	21.42	16.94	2.8	2.4	2.6	无投资评级	推荐
600104	上海汽车	16.03	1	1.5	1.9	16	10.7	8.4	2.4	2	1.7	推荐	推荐
600741	华域汽车	11.05	0.6	0.9	1.1	18.4	12.3	10	2.2	1.9	1.7	推荐	推荐
002355	兴民钢圈	17.63	0.5	0.6	0.9	35.3	29.4	19.6	7.6	6	4.5	推荐	推荐
002434	万里扬	28.99	1.1	1	1.4	26.4	29	20.7	8.4	5.8	5.7	推荐	推荐
002454	松芝股份	28.94	0.8	1.1	1.3	36.2	26.3	22.3	10.7	2.5	2.9	推荐	推荐
600166	福田汽车	20.08	1.1	1.8	1.9	18.3	11.2	10.6	4	2.8	2.2	推荐	推荐
000581	威孚高科	34.93	0.8	1.5	1.9	43.7	23.3	18.4	6.3	5.3	4.6	推荐	推荐
000800	一汽轿车	15.98	1	1.3	1.7	16	12.3	9.4	4	3.2	2.5	推荐	推荐
000338	潍柴动力	49.34	4.1	6	6.3	12	8.2	7.8	3	2.2	1.7	推荐	推荐
000903	云内动力	12.17	0.4	0.6	0.6	30.4	20.3	20.3	1.6	1.5	1.5	推荐	推荐
600418	江淮汽车	10.69	0.3	0.7	1	35.6	15.3	10.7	2.7	2.4	1.9	谨慎推荐	谨慎推荐
600742	一汽富维	29.38	1.7	2.4	3	17.3	12.2	9.8	3.4	2.7	2.2	谨慎推荐	谨慎推荐
600081	东风科技	11.67	0.1	0.7	0.7	116.7	16.7	16.7	10.2	6.7	4.9	谨慎推荐	谨慎推荐
000887	中鼎股份	24.46	0.5	0.8	1	48.9	30.6	24.5	11.8	8.9	6.8	谨慎推荐	谨慎推荐
600841	上柴股份	14.92	0.2	0.3	0.2	74.6	49.7	74.6	4.3	3.8	3.7	中性	中性

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。