

2014-4-1

行业研究(深度报告)

 评级 **看好** **维持**

分析师: 章诚

☎ (8621) 68755308

✉ zhangcheng1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512010001

联系人: 谢利

☎ (8621) 68755308

✉ xieli@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

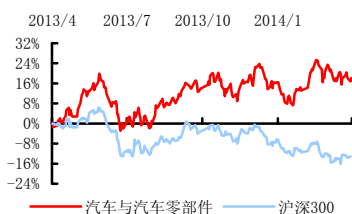
☎ (8621)68751636

✉ yangjif@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
000581	威孚高科	推荐
002126	银轮股份	推荐
000550	江铃汽车	推荐
600104	上汽集团	推荐
600066	宇通客车	推荐
600418	江淮汽车	推荐
002594	比亚迪	推荐

市场表现对比图(近12个月)



资料来源: Wind

相关研究

《大众新能源车战略落地中国》2014-3-30

 《新能源汽车3月报(第1期)乘风破浪正当时!》
 2014-3-26

汽车与汽车零部件行业

汽车4月策略: 博弈再启, 甄选真价值

报告要点

■ 市场回顾: 整体承压, 估值收敛

受宏观经济下滑担忧, 本月汽车与汽车零部件指数下跌1%, 跑输沪深300指数0.6个百分点。月末受预期宏观经济政策托底影响, 风格有所转换传统业务板块企稳回升; 确定性成长的清洁柴油板块表现良好; 而新能源车、汽车电子板块在高估值见顶之下内部开始分化。估值继续收敛, 整体向沪深300收敛, 新兴板块估值回落。

■ 乘用车: 行业增速将转向平淡

2月销量增速虽不俗, 但更多的是扰动因素的驱动: 1) 春节因素造成了去年低基数; 2) 整车厂商迅速的向渠道加库存, 也造成了批发销量的上升。3月同比增速将环比下滑, 行业增速逐渐转平淡: 1) 汽车中周期面临着增速回落的境况; 2) 节后库存的迅速上升, 表明行业真实需求并没有超越厂商的预期, 短暂加库存的积极影响作用将无法持续; 3) 优惠幅度的提升时间明显早于去年, 表明真实需求明显弱于去年。

■ 商用货车: 平稳增长下的隐忧

2月商用货车同比增长17.63%, 其中中重卡增长33.27%。漂亮数据主要是受到春节因素的影响。但是平稳需求背后面临着地产投资增速下滑的隐忧, 而消费拉动的物流车的需求亦难言持续。从监控的运价指标来看, 货运需求相对疲弱, 这从货运周转量的增速也能够得到验证。当前较差的宏观经济状况, 成为市场预期政府托底的重要依据, 成为影响行业的重要变量。

■ 商用客车: 轻客需求稳步增长

大中客需求持续下行, 轻客需求依旧旺盛。1) 以长途客运为主的大中客, 受高铁等分流的影响日益突出。2) 能满足中短途客货运一体化的轻客, 受网购下快递物流兴起的积极影响, 需求相对良好。

■ 投资建议: 向“确定性成长”、“价值”集中

1) 持续看好清洁柴油车行业的投资机会: 国IV法规的强制性以及充足的市场空间将造就相关公司成长的确定性, 维持推荐“江铃汽车”、“银轮股份”、“威孚高科”。 2) 适度向价值集中, 积极配置“上汽集团”: 稳增长预期带来的偏好转变、受益集中度提升、积极转型带来的溢价, 将促使公司估值合理回归。3) 新能源车预计短期在风险偏好回落的情况下承压, 但是长期投资价值明显。

目录

市场回顾：整体承压，估值收敛	5
乘用车：行业增速将转平淡	7
周期印证：乘用车仍处于回落期初中段	7
销量情况：整体同比 18%，SUV 同比 51%	8
价格及优惠：优惠力度回升	12
库存情况：库存增长明显	13
成本情况：钢价下行，原材料整体持续下降	14
商用货车：平稳增长下的隐忧	14
周期印证：短期反复不改周期景气下行	14
需求指标：难言乐观	15
销量情况：整体同比 17.6%，中重卡同比 33.27%	17
价格：车价小幅上升，柴油价小幅下降	19
商用客车：轻客需求稳步增长	20
需求指标：长途客运疲软，中短途客货运兴起	20
销售情况：整体同比 12.9%，轻客同比 20.7%	21
价格：车价稳定	24
投资建议：向“确定性成长”、“价值”集中	24

图表目录

图 1：受宏观经济下滑担忧，3 月汽车指数下跌 1%（单位：%）	5
图 2：受京津冀一体化影响 3 月地产领涨市场（单位：%）	5
图 3：汽车内部清洁柴油 3 月表现领先（单位：%）	5
图 4：题材及新能源车上市公司 3 月表现领先（单位：%）	5
图 5：汽车估值 3 月向沪深 300 收敛	6
图 6：汽车内部板块估值差收敛	6
图 7：汽车各投资领域 3 月估值差收敛	6
图 8：乘用车仍处于回落期初中段	7
图 9：乘用车 2 月销量同比增长 18%	8
图 10：轿车 2 月销量同比增长 12%	8
图 11：SUV 2 月销量同比增长 51%	9
图 12：MPV 2 月销量同比增长 57%	9
图 13：微客 2 月销量同比负增长 8%	10
图 14：乘用车 2 月出口同比下滑 25%	10
图 15：分国别车型增速	11
图 16：分国别市场份额	11

图 17: 分排量车型增速.....	11
图 18: 分排量市场份额.....	11
图 19: 2 月广义乘用车公司销量排名.....	11
图 20: 乘用车价格指数小幅上升	12
图 21: 乘用车优惠小幅上扬, 为季度促销做准备.....	12
图 22: A0 级车优惠小幅上扬.....	12
图 23: A 级车优惠有所提升.....	12
图 24: B 级车优惠有所回暖.....	13
图 25: C 级车优惠波动下行	13
图 26: MPV 优惠大幅下滑.....	13
图 27: SUV 车优惠增幅明显	13
图 28: 狭义乘用车社会库存增加	13
图 29: 狭义乘用车库存累计变化处于合理水平	13
图 30: 原材料价格持续下降, 处于底部	14
图 31: 短期反复不改周期景气下行.....	15
图 32: 2 月固定资产投资同比增速下滑 (剔除价格)	15
图 33: 2 月固定资产投资本年新开工项目计划额上升	15
图 34: 2 月义乌货物运输价格指数小幅下降.....	16
图 35: 2 月房地产业固定资产投资完成额同比增速 19.11	16
图 36: 2 月交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额同比 21%.....	16
图 37: 2 月水利、环境和公共设施管理业固定资产投资同比 24%	16
图 38: 公路货运周转量增速	16
图 39: 2 月社会消费品零售总额稳步上升	16
图 40: 商用载货车销量月度情况	17
图 41: 中重卡月度情况.....	17
图 42: 轻卡销量月度情况	18
图 43: 货车出口月度情况	18
图 44: 2 月份中重卡销量前 10 名.....	19
图 45: 2 月份轻卡销量前 10 名	19
图 46: 轻型货车价格持续下降.....	19
图 47: 中型货车价格平稳	19
图 48: 重型货车价格小幅回升	20
图 49: 0 号柴油价格微幅上升	20
图 50: 公路客运周转量增速有所下降.....	20
图 51: 快递业务量保持持续高增长.....	20
图 52: 客车月度情况	21
图 53: 大型客车月度情况	21
图 54: 中型客车月度情况	22
图 55: 轻型客车月度情况	22
图 56: 大中客销量前十名情况.....	23
图 57: 轻客销量前十名情况	23
图 58: 客车出口月度情况	23
图 59: 大型客车价格环比下降.....	24

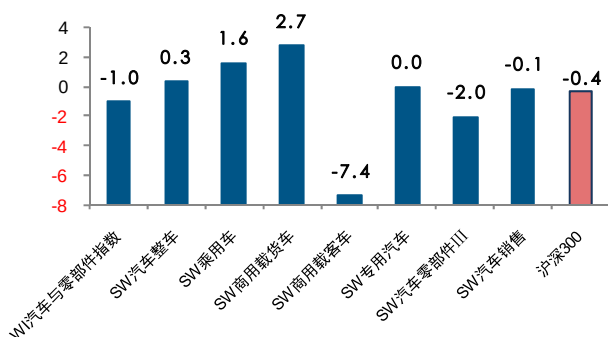
图 60: 轻型客车价格环比上升	24
------------------------	----

表 1: 行业重点上市公司盈利与估值	25
--------------------------	----

市场回顾：整体承压，估值收敛

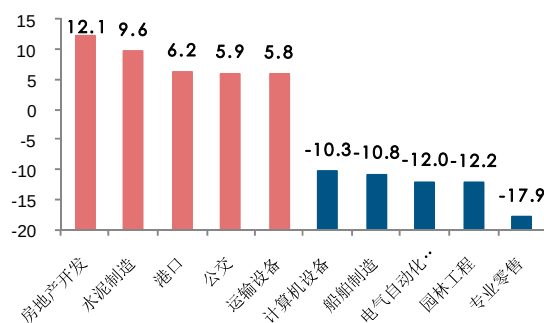
受宏观经济下滑担忧，本月汽车与汽车零部件指数下跌 1%，跑输沪深 300 指数 0.6 个百分点。汽车整车上升 0.3%，跑赢沪深 300 指数 0.7 个百分点；整车板块中乘用车上涨 1.6%，跑赢沪深 300 指数 2 个百分点；商用载货车上升 2.7%，跑赢沪深 300 指数 3.1 个百分点；商用载客车板块下跌 7.4%，跑输沪深 300 指数 7 个百分点；汽车零部件板块下跌 2%，跑输沪深 300 指数 1.6 个百分点。

图 1：受宏观经济下滑担忧，3 月汽车指数下跌 1%（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：受京津冀一体化影响 3 月地产领涨市场（单位：%）



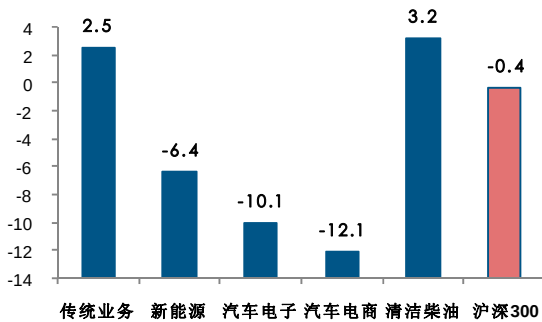
资料来源：Wind，长江证券研究部

预期宏观经济政策托底，风格有所转换传统业务板块企稳回升；确定性成长的清洁柴油板块表现良好；而新能源车、汽车电子板块在高估值见顶之下内部开始分化。1) 传统业务上涨 2.5 个百分点，跑赢沪深 300 指数 1.9 个百分点；2) 新能源下跌 6.4 个百分点，跑输沪深 300 指数 6 个百分点；3) 汽车电子下跌 10.1 个百分点，跑输沪深 300 指数 9.7 个百分点；4) 汽车电商下跌 12.1 个百分点，跑输沪深 300 指数 11.7 个百分点；5) 清洁柴油上涨 3.2 个百分点，跑赢沪深 300 指数 2.8 个百分点。

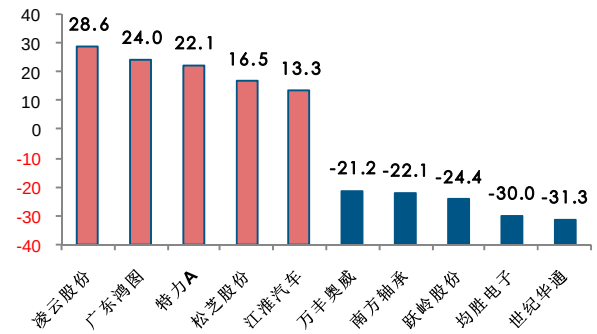
题材及新能源车仍然占涨幅领先股票的多席。保定题材股凌云股份、新能源车板块松芝股份、江淮汽车表现出色。本月涨跌幅前五为凌云股份、广东鸿图、特力 A、松芝股份和江淮汽车，后五是万丰奥威、南方轴承、跃岭股份、均胜电子和世纪华通。

图 3：汽车内部清洁柴油 3 月表现领先（单位：%）

图 4：题材及新能源车上市公司 3 月表现领先（单位：%）



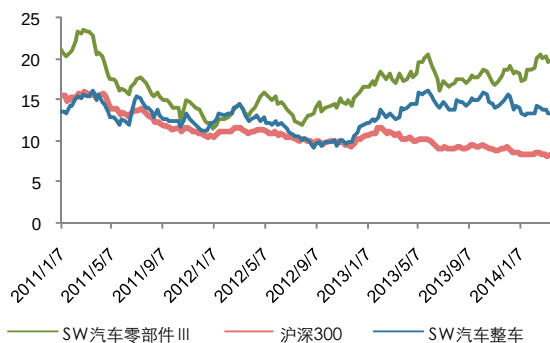
资料来源: Wind, 长江证券研究部



资料来源: Wind, 长江证券研究部

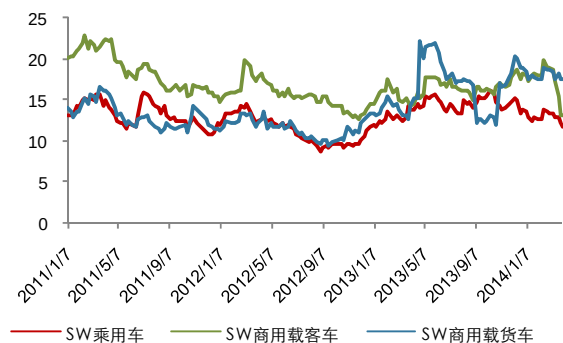
估值继续收敛，整体向沪深 300 收敛，新兴板块估值回落。1) 分二级行业看，SW 汽车整车本月 PE 是 12.26，环比下降 1.56，是沪深 300 的 1.51 倍，SW 汽车零部件本月 PE 是 18.61，环比下降 1.54，是沪深 300 的 2.29 倍。2) 从三级行业看，SW 乘用车本月 PE 是 11.8，环比下降 1.37，是沪深 300 的 1.45 倍，SW 载货车本月 PE 是 17.54，环比下降 1.14，是沪深 300 的 2.16 倍，SW 载客车本月 PE 是 12.94，环比下降 5.83，是沪深 300 的 1.6 倍。3) 分投资领域看，传统业务本月 PE 是 12.05，环比下降 0.89，新能源本月 PE 是 40.89，环比下降 12.84，汽车电子本月 PE 是 28.92，环比下降 4.69，汽车电商本月 PE 是 14.9，环比下降 2.51，清洁柴油本月 PE 是 16.5，环比下降 0.33。

图 5: 汽车估值 3 月向沪深 300 收敛



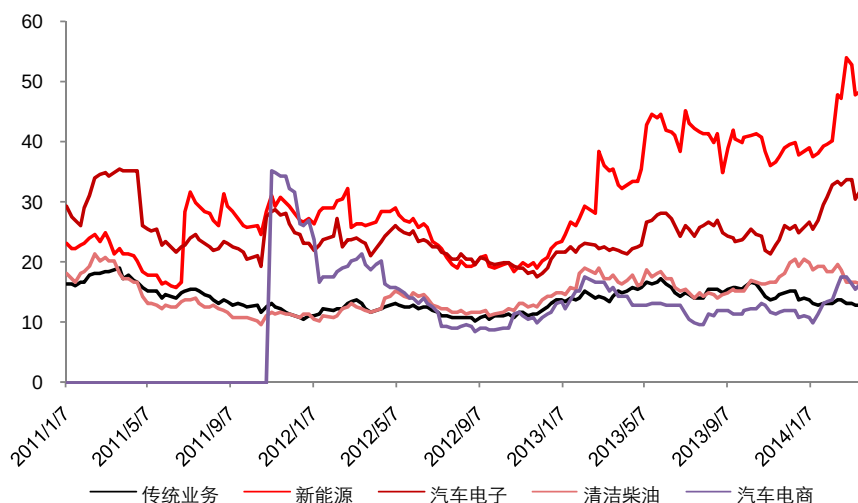
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 6: 汽车内部板块估值差收敛



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 汽车各投资领域 3 月估值差收敛



资料来源：Wind，长江证券研究部

乘用车：行业增速将转平淡

2月销量增速虽不俗，但更多的是扰动因素的驱动：1) 春节因素造成了去年的低基数，去年春节放假的影响集中在2月份，而今年春节的提前造成了约有1个星期影响作用是在1月份；2) 整车厂商迅速的向渠道加库存，也造成了批发销量的上升。

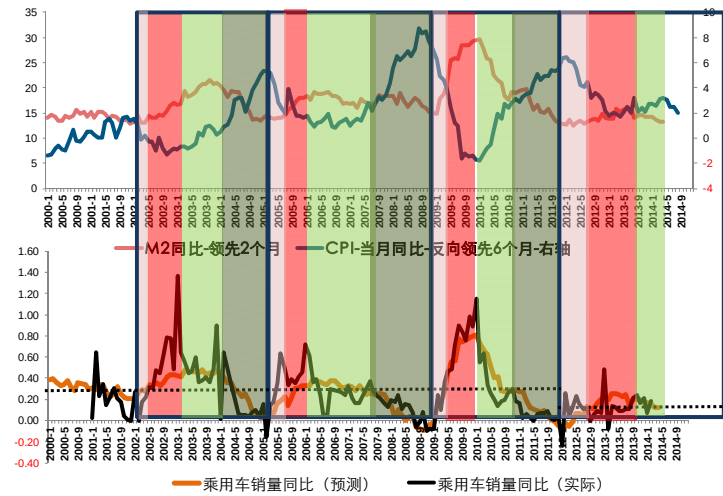
3月同比增速将环比下滑，行业增速逐渐转平淡：1) 汽车周期景气度在去年10月见顶之后，中周期面临着增速回落的境况；2) 节后库存的迅速上升，表明行业真实需求并没有超越厂商的预期，而目前来看厂商对于今年行业增速也就是8%-10%的预期，因而短暂加库存的积极影响作用将无法持续；3) 优惠幅度的提升时间明显早于去年，2013年春节后一个月之后优惠幅度才开始回升，而2014年春节后一周之后优惠即开始回升，这表明真实需求明显弱于去年。

周期印证：乘用车仍处于回落期初中段

从中期的角度来看，当期乘用车仍处于回落期初中段。根据“乘用车行业的双因子景气跟踪模型”判断：2014年乘用车行业景气度逐步下行，由繁荣期转向衰退期。从目前已公布的CPI和M2的实际数据来看，其领先性昭示着乘用车行业仍然将处于周期回落之中。

备注：“乘用车行业的双因子景气跟踪模型”由我们自己构建，初次公开发布于《汽车行业2014年度投资策略：结构机会，各自精彩》，CPI领先销量增速6个月，M2领先回归方程：乘用车行业销量同比=0.026*M2同比+(-0.053)*CPI同比+(-0.056)，调整R²=0.516，Sig F=0.000。

图 8：乘用车仍处于回落期初中段

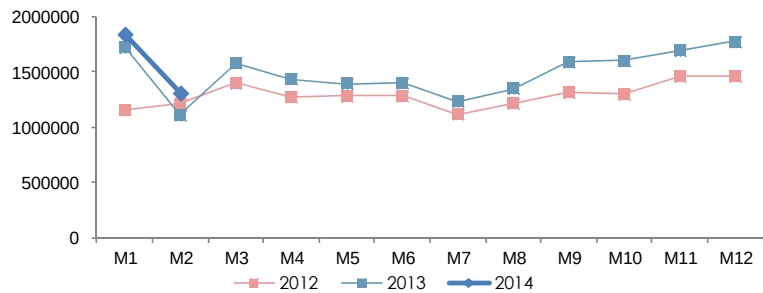


资料来源：长江证券研究部

销量情况：整体同比 18%，SUV 同比 51%

2 月份乘用车共销售 131.22 万辆，同比增加 18.01%，其中轿车销售 83.05 万辆，同比增加 11.74%；SUV 销售 23.72 万辆，同比增长 50.74%；MPV 销售 13.43 万辆，同比增加 56.56%；微客销售 11.66 万辆，同比减少 7.75%。销量增速较好的主要原因在于：1) 春节因素造成了去年的低基数，去年春节放假的影响集中在 2 月份，而今年春节的提前造成了约有 1 个星期影响作用是在 1 月份；2) 整车厂商迅速的向渠道加库存，也造成了批发销量的上升。

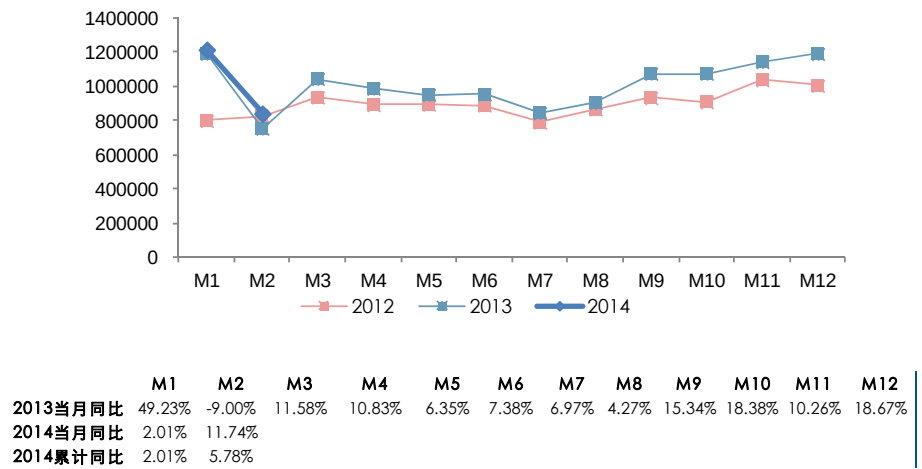
图 9：乘用车 2 月销量同比增长 18%



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	48.68%	-8.34%	13.25%	12.96%	8.97%	9.29%	10.48%	11.02%	21.13%	23.62%	16.08%	21.47%
2014当月同比	7.03%	18.01%										
2014累计同比	7.03%	11.34%										

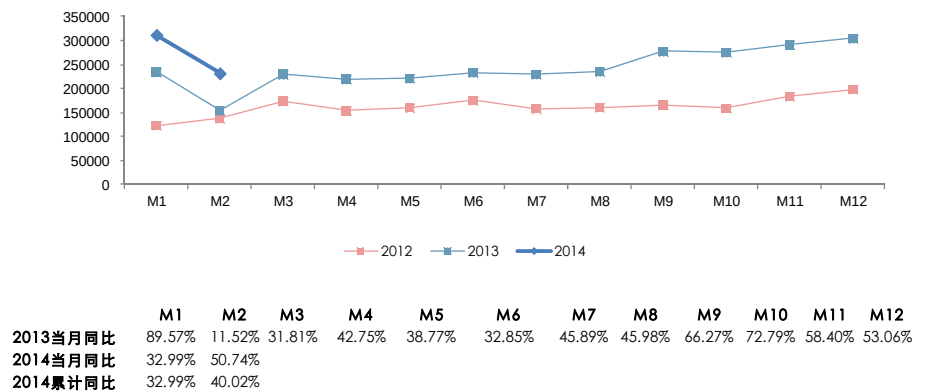
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 10：轿车 2 月销量同比增长 12%



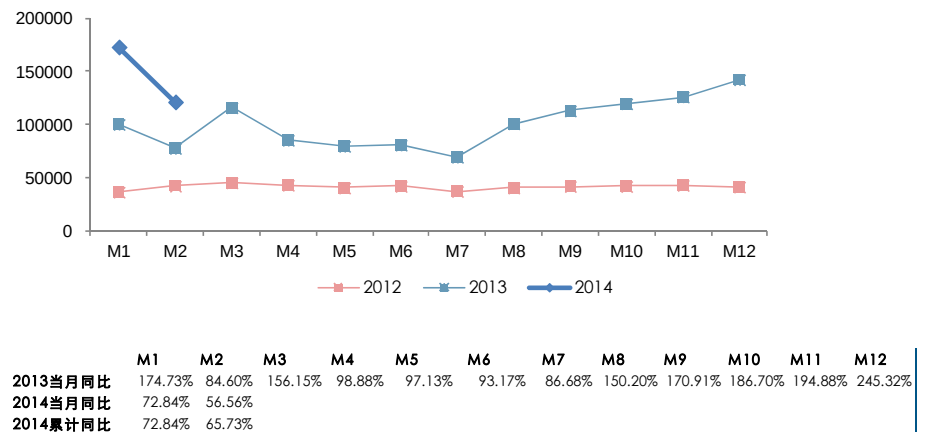
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 11: SUV2 月销量同比增长 51%



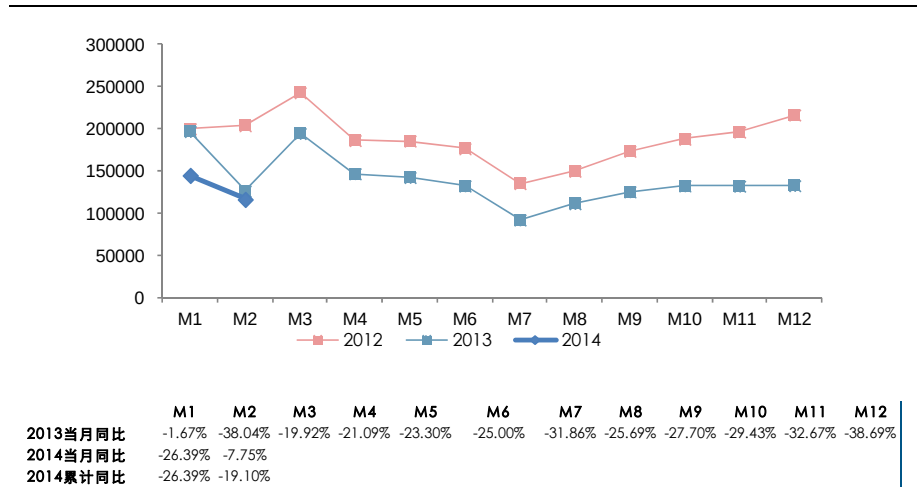
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 12: MPV2 月销量同比增长 57%



资料来源：CAAM, 长江证券研究部

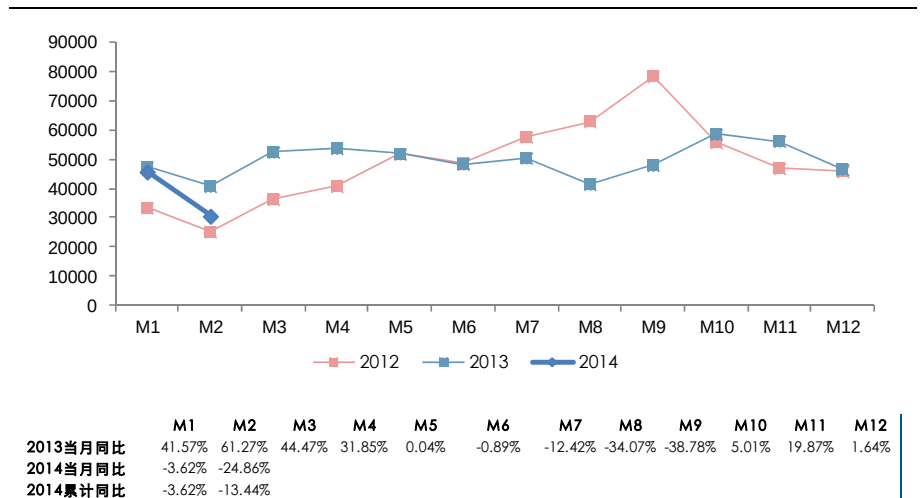
图 13：微客 2 月销量同比负增长 8%



资料来源：CAAM, 长江证券研究部

乘用车出口方面，2 月乘用车共出口 3.05 万辆，同比下降 24.86%，连续两月下降。

图 14：乘用车 2 月出口同比下滑 25%



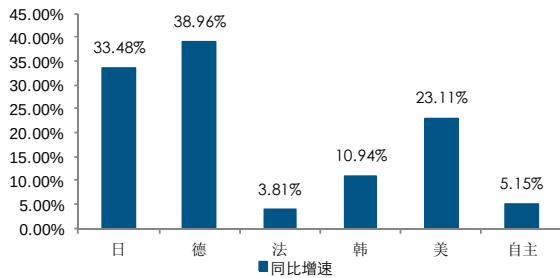
资料来源：CAAM, 长江证券研究部

分国别情况来看，其中德系车仍然保持较快的增长，2 月的增速达 38.96%，而法、美系在中国市场依旧高速扩张，增速分别为 33.48%、23.11%；自主品牌销量有所增长，同比增速为 5.15%。

分排量来看，1.0L-2.0L 的主流车型增速最快：1.0L-1.6L 增速为 36.5%，1.6L-2.0L 增速为 21.2%，增速明显。1L 以下排量车同比下降 52.3%，连续两月下降。2.0L-2.5L 销量同比下降 1.99%，2.5L-3.0L 销量同比上涨 11.8%。受公车改革与优惠幅度大幅减

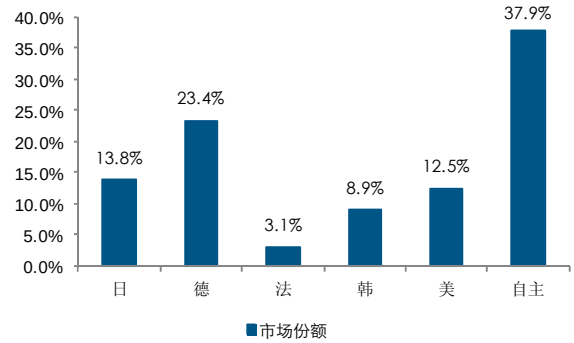
少等因素影响, 3.0L-4.0L 大排量汽车销量持续减少, 同比降低 51.3%, 4L 以上车由于基数较小, 波动幅度较大, 不具可比性。

图 15: 分国别车型增速



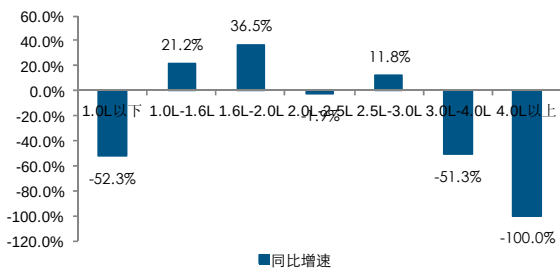
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 16: 分国别市场份额



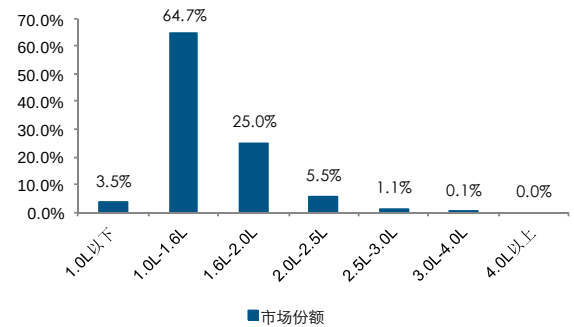
资料来源: CAAM, 长江证券研究部

图 17: 分排量车型增速



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

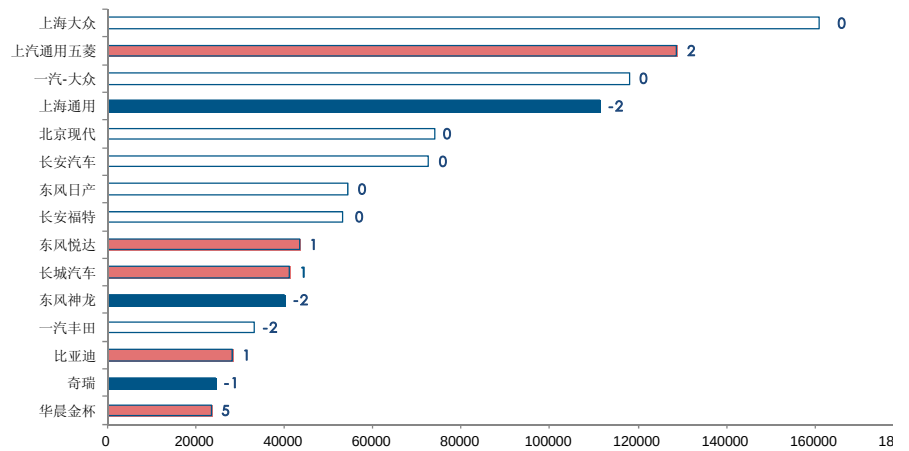
图 18: 分排量市场份额



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

乘用车销量前 15 名公司来看, 2 月份上海大众、上海通用五菱、一汽大众排名前三甲, 其中上海大众 2014 年销量持续领先。本月排名相对稳定, 基本未出现大的波动, 其中上海通用五菱业绩有所恢复, 重新回到前三甲的行列中, 华晨金杯排名上升明显, 上升了 5 位, 进入到前 15 名的企业名单当中。

图 19: 2 月广义乘用车公司销量排名

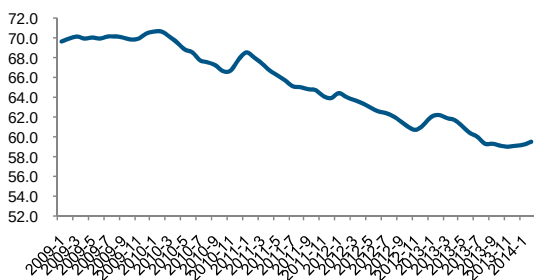


资料来源: CAAM, 长江证券研究部

价格及优惠: 优惠力度回升

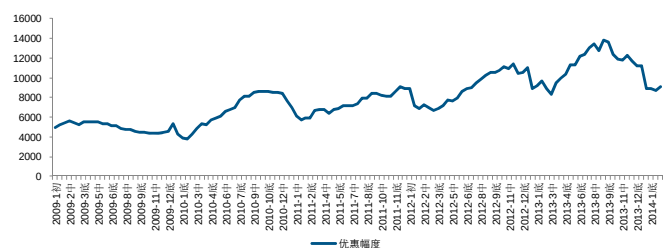
2月乘用车市场优惠力度增大。从优惠幅度看, 除个别细分市场外, 2月整体及细分市场普遍呈现上升趋势, 这一优惠回升时间明显早于去年年后优惠的情况。具体数据如下: 乘用车整体优惠 9051 元, 其中 A00 级优惠 2842 元, A0 级优惠 5423 元, A 级优惠 7657 元, B 级优惠 16884 元, C 级优惠 31726 元, MPV 优惠 6383 元, SUV 优惠 9969 元。从价格指数看, 2月为 59.6, 环比小幅上升 0.3。

图 20: 乘用车价格指数小幅上升



资料来源: 网上车市, 长江证券研究部

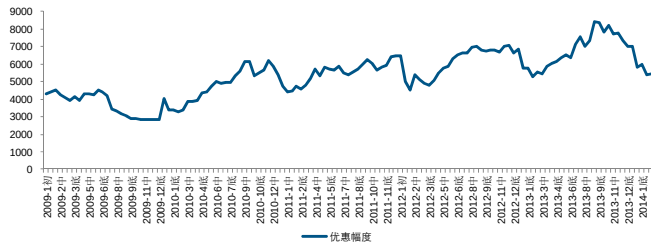
图 21: 乘用车优惠小幅上扬, 为季度促销做准备



资料来源: 安路勤 长江证券研究部

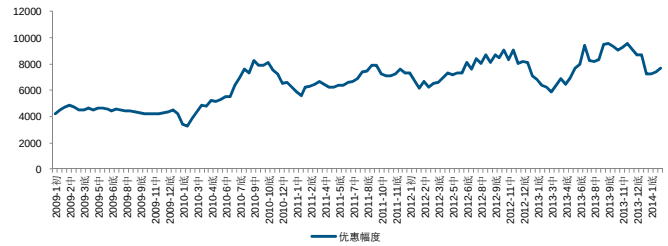
图 22: A0 级车优惠小幅上扬

图 23: A 级车优惠有所提升



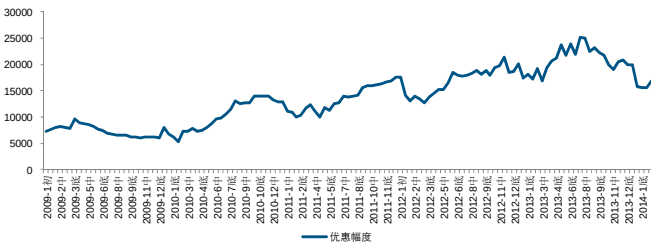
资料来源：安路勤，长江证券研究部

图 24: B 级车优惠有所回暖



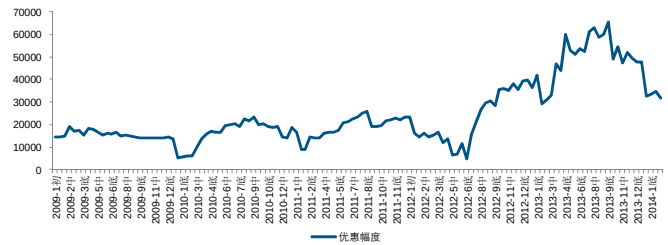
资料来源：安路勤 长江证券研究部

图 25: C 级车优惠波动下行



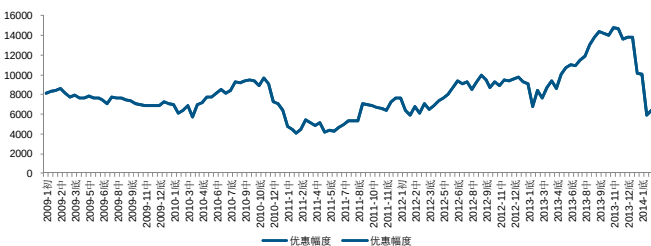
资料来源：安路勤，长江证券研究部

图 26: MPV 优惠大幅下滑



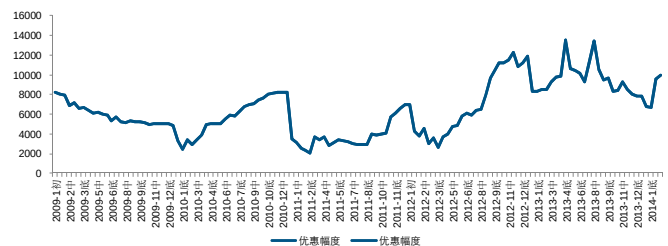
资料来源：安路勤 长江证券研究部

图 27: SUV 车优惠增幅明显



资料来源：安路勤，长江证券研究部

图 28: 狭义乘用车社会库存增加

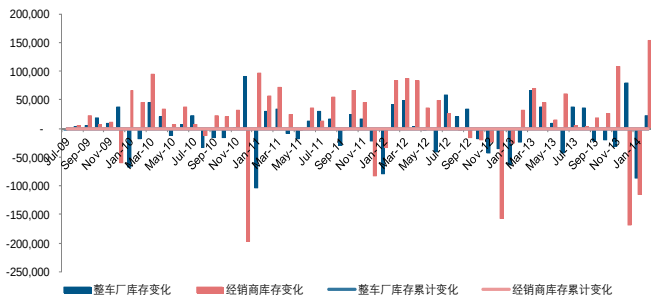


资料来源：安路勤 长江证券研究部

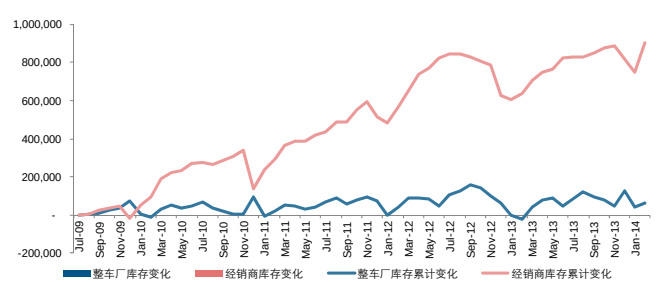
图 29: 狭义乘用车库存累计变化处于合理水平

库存情况：库存增长明显

整车厂商与经销商库存均有所增长。狭义乘用车库存数据显示，2月份整车厂商库存增加了22003辆，经销商库存增加了152734辆，整车厂库存累计（自2009年7月始）62512辆，经销商库存累计900932辆，均有一定程度的上升。节后库存的较快上升，表明行业真实需求并没有超越厂商的预期，而目前来看厂商对于今年行业增速也就是8%-10%的预期，因而短暂加库存的积极影响作用将无法持续。



资料来源：CAAM,乘联会，长江证券研究部

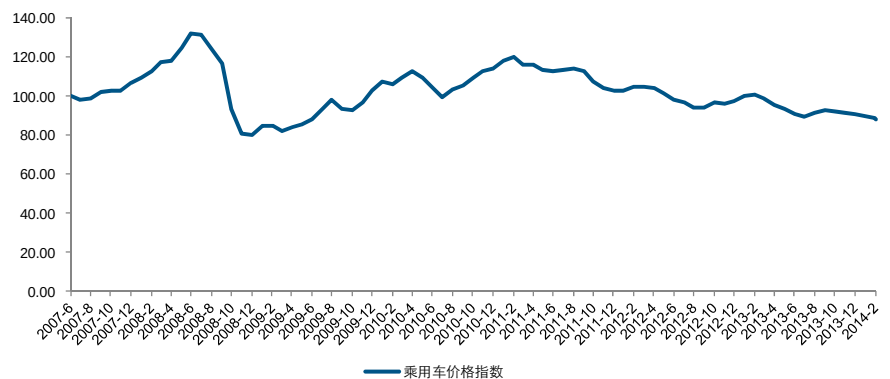


资料来源：CAAM, 乘联会，长江证券研究部

成本情况：钢价下行，原材料整体持续下降

据长江证券乘用车原材料价格指数显示，2 月份指数小幅下降至 87.85，连续两月下降。预计钢铁等主要原材料价格的将会平稳，后续的成本将处于低位震荡之中。

图 30：原材料价格持续下降，处于底部



资料来源：Wind，长江证券研究部

商用货车：平稳增长下的隐忧

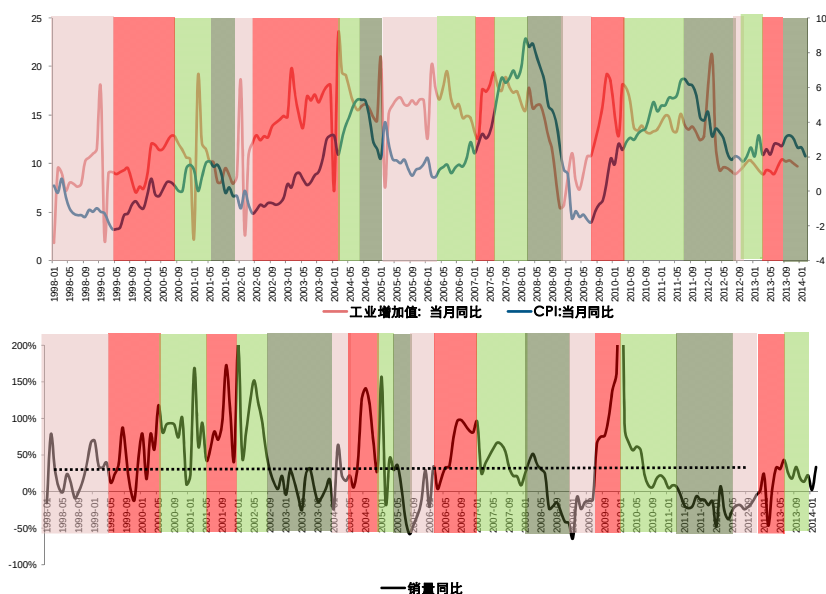
2 月商用货车同比增长 17.63%，其中中重卡增长 33.27%。漂亮数据主要是受到春节因素的影响。但是平稳需求背后面临着固定资产投资增速下滑尤其是地产投资增速下滑的隐忧，而消费拉动的物流车的需求亦难言持续。从监控的运价指标来看，货运需求相对疲弱，这从货运周转量的增速也能够得到验证。当前较差的宏观经济状况，成为市场预期政府托底的重要的依据，尤其是对于财政政策的放松预期将影响商用货车行业短期运行的重要变量。

周期印证：短期反复不改周期景气下行

假据“商用货车行业的双因子景气跟踪模型”判断：2014 年商用货车行业景气度逐步下行，由繁荣期转向衰退期，全年行业增速为 10%左右。当前宏观周期出现了继续恶化的情况，宏观经济有衰退风险。短期商用货车虽然出现跳点，但是其持续性不足，依然是维持在景气下行的状态中。

备注：“商用货车行业的双因子景气跟踪模型”由我们自己构建，回归方程：商用货车销量同比=2.299*工业增加值同比+(-5.363)*CPI 同比+(-0.00964)，调整后 R 方 0.534，Sig F 0.000。

图 31：短期反复不改周期景气下行



资料来源：长江证券研究部

需求指标：难言乐观

2 月房地产业固定资产投资完成额为 9620 亿元，同比增长 19.11%；交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额为 2576 亿元，同比增速 21.13%；水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额为 2313 亿元，同比增速回升至 24.09%；社会消费品零售总额为 23059 亿元，同比增长 13.6%。但是地产投资增速后续回落概率较大，基建投资类需求难言乐观。

2 月份义乌货物运输价格指数为 103.59，与上月基本持平。13 年 12 月之后的运价回落，应该有燃油价格回落的因素影响，这表明公路货运需求尚稳健，物流车需求仍然具有一定保障。

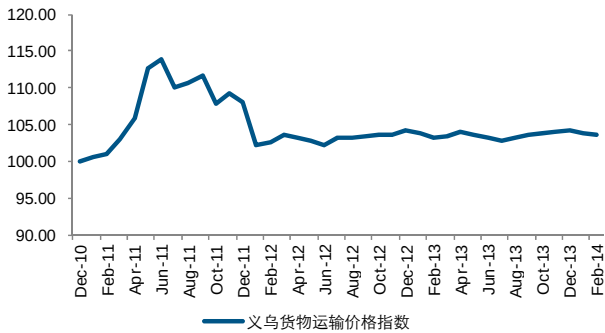
图 32：2 月固定资产投资同比增速下滑（剔除价格）

图 33：2 月固定资产投资本年新开工项目计划额上升



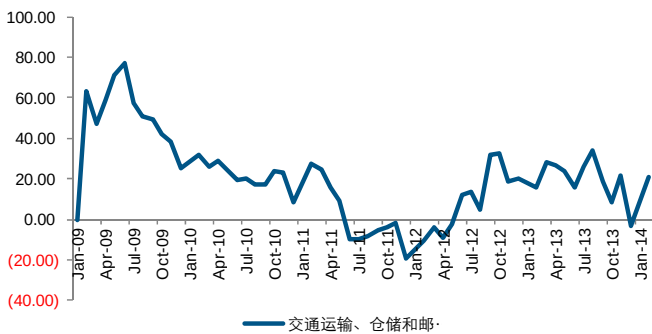
资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 34: 2月义乌货物运输价格指数小幅下降



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 36: 2月交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额同比21%



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 38: 公路货运周转量增速



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 35: 2月房地产业固定资产投资完成额同比增速19.11



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 37: 2月水利、环境和公共设施管理业固定资产投资同比24%



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

图 39: 2月社会消费品零售总额稳步上升

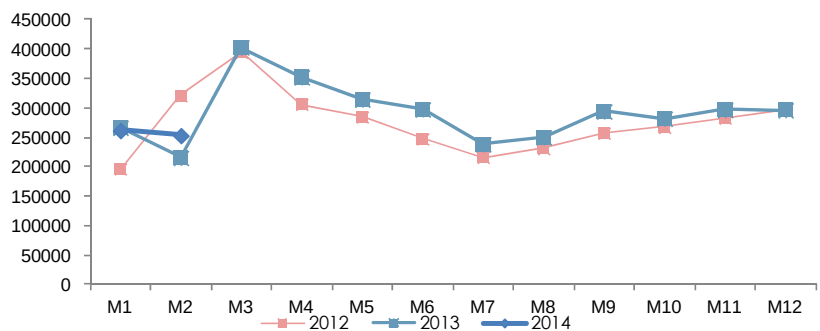


销量情况：整体同比 17.6%，中重卡同比 33.27%

2 月份商用载货车共销售 25.3 万辆，同比上升 17.63%，其中：中重卡销售 7.28 万辆，同比增加 33.27%；轻卡销售 18 万辆，同比增加 12.31%。

（备注：中重卡包括重型货车+中型货车+半挂牵引车；轻卡包括轻型货车+微型货车）。

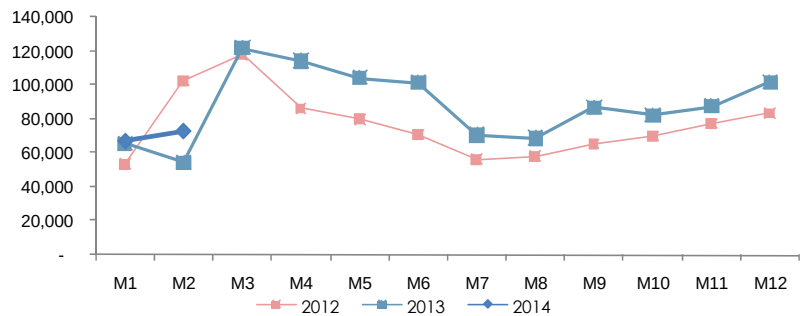
图 40：商用载货车销量月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	35.48%	-32.89%	2.13%	14.97%	10.32%	20.24%	10.23%	8.45%	14.36%	5.52%	4.81%	0.18%
2014当月同比	-1.79%	17.63%										
2014累计同比	-1.79%	6.88%										

资料来源：CAAM, 长江证券研究部

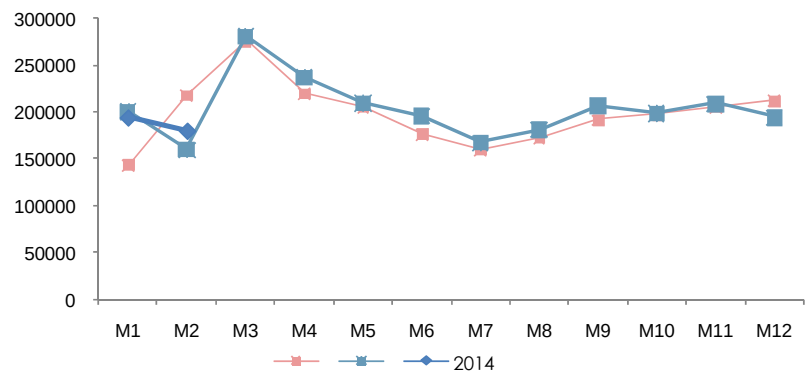
图 41：中重卡月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	22.68%	-46.77%	3.09%	32.32%	30.59%	42.93%	24.74%	####	33.34%	####	13.28%	21.85%
2014当月同比	2.16%	33.27%										
2014累计同比	2.16%	16.30%										

资料来源：CAAM, 长江证券研究部

图 42：轻卡销量月度情况

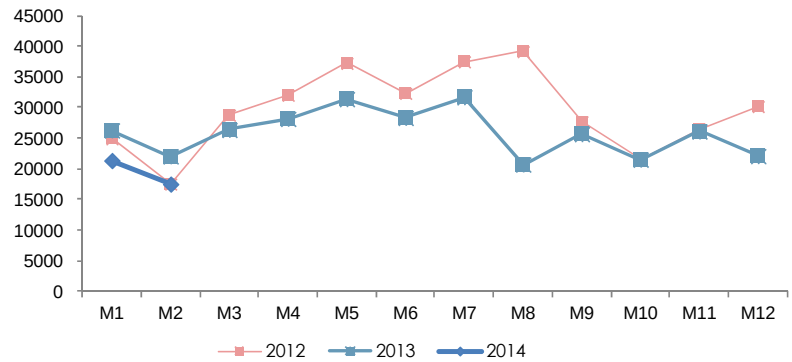


	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	40.25%	-26.37%	1.72%	8.16%	2.42%	####	5.09%	5.29%	7.91%	1.11%	1.63%	###
2014当月同比	-3.08%	12.31%										
2014累计同比	-3.08%	3.76%										

资料来源：CAAM, 长江证券研究部

出口方面，2 月份商用车出口总计 1.75 万辆，同比减少 20.5%。货车出口销量连续 12 个月同比增速下降，前景不甚明朗。

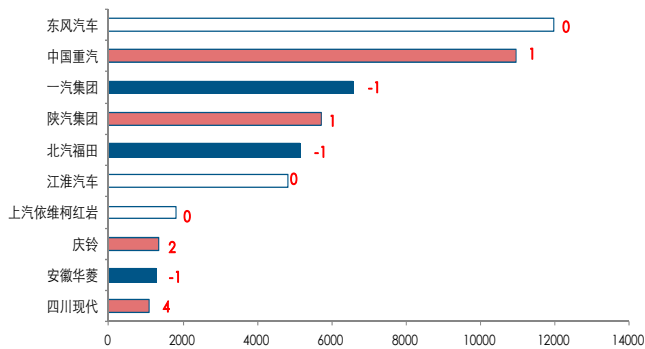
图 43：货车出口月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	5.4%	25.8%	-8.3%	-12.0%	-15.6%	-12.4%	-15.4%	-47.0%	-7.2%	-0.1%	-1.4%	-26.8%
2014当月同比	-18.7%	-20.5%										
2014累计同比	-18.7%	-19.5%										

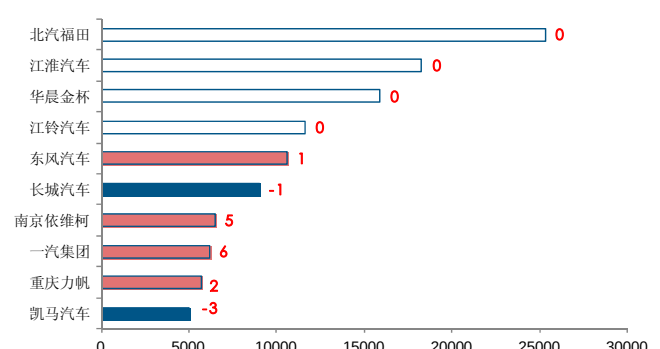
资料来源：CAAM, 长江证券研究部

图 44: 2 月份中重卡销量前 10 名



资料来源：CAAM, 长江证券研究部

图 45: 2 月份轻卡销量前 10 名



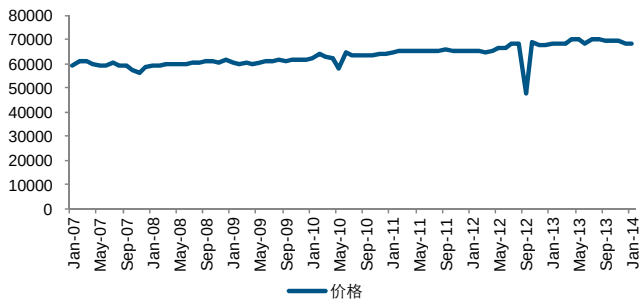
资料来源：CAAM, 长江证券研究部

价格：车价小幅上升，柴油价小幅下降

1 月商用车单车价格整体小幅上升，环比增加 2000 元。其中轻型货车降低 200 元，中型货车增加 6600 元，重型货车增加 300 元。2 月份 36 城市柴油月平均价格为 8334 元/吨，相比上月小幅下降。

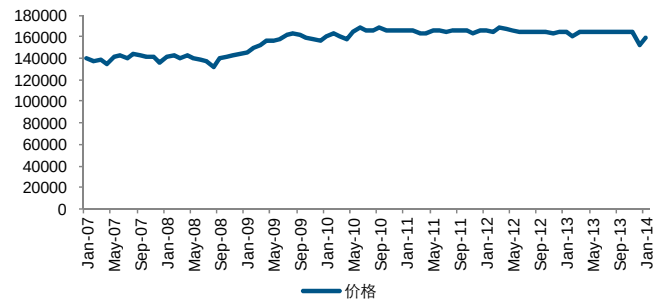
图 46: 轻型货车价格持续下降

图 47: 中型货车价格平稳



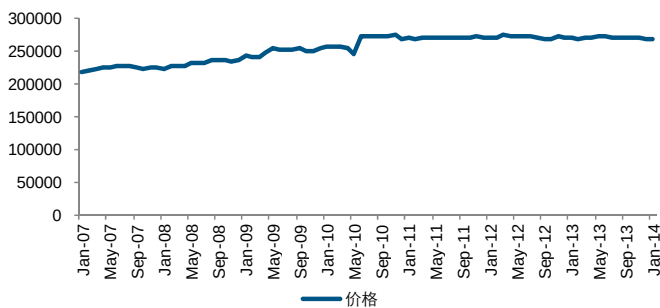
资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 48: 重型货车价格小幅回升



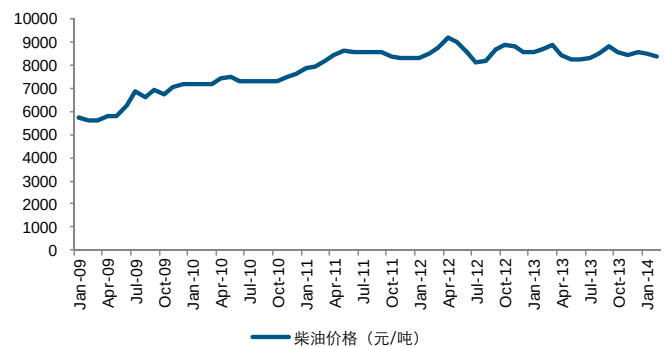
资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 49: 0号柴油价格小幅上升



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

资料来源：国家统计局, 长江证券研究部



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

资料来源：国家统计局, 长江证券研究部

商用客车：轻客需求稳步增长

需求指标：长途客运疲软，中短途客货运兴起

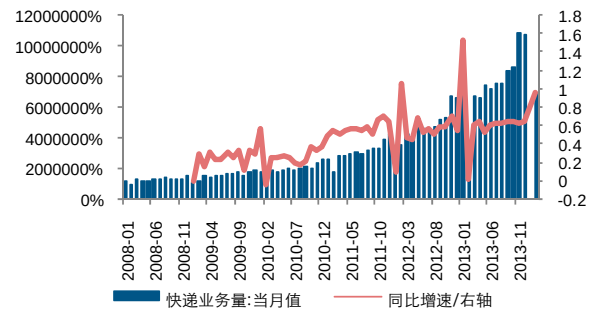
大中客需求持续下行，轻客需求依旧旺盛。1) 以长途客运为主的大中客，受高铁等分流的影响日益突出，即使春节过后需求较旺的2月份客运周转量同比仅增长4.2%。2) 能满足中短途客货运一体化的轻客，受网购下快递物流兴起的积极影响，需求持续保持旺盛。

图 50: 公路客运周转量增速有所下降

图 51: 快递业务量保持持续高增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

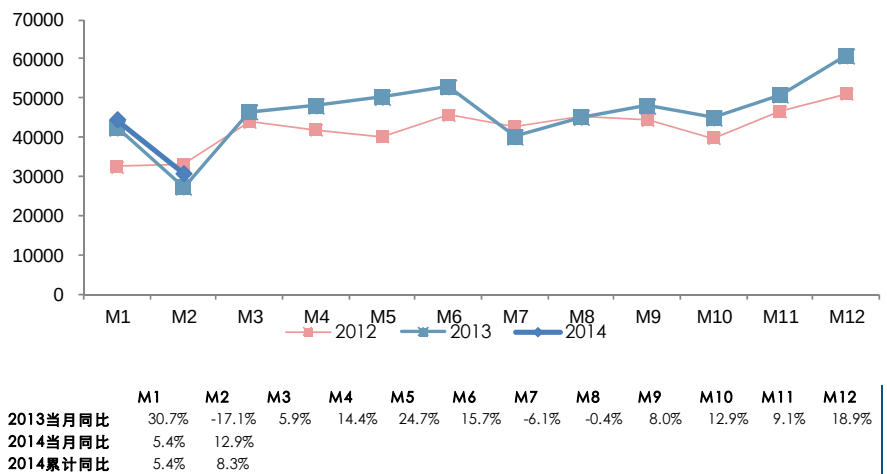


资料来源：CAAM，长江证券研究部

销售情况：整体同比 12.9%，轻客同比 20.7%

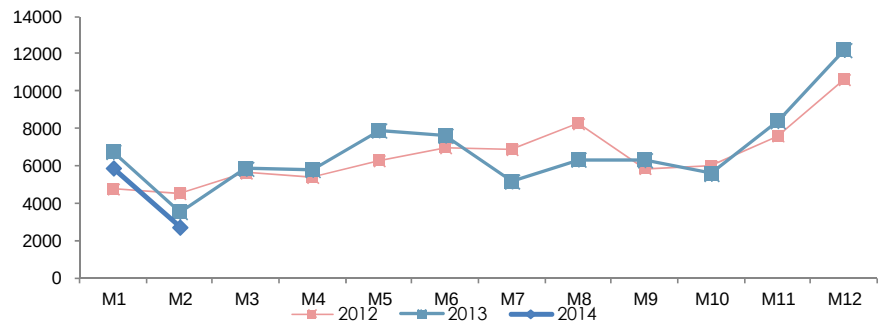
2 月份商用客车共销售 3.09 万辆，同比增长 12.9%，其中大型客车销售 0.27 万辆，同比减少 22.82%，中型客车销售 0.37 万辆，同比增长 4.07%，轻型客车销售 2.44 万辆，同比增长 20.71%。

图 52：客车月度情况



资料来源：CAAM，长江证券研究部

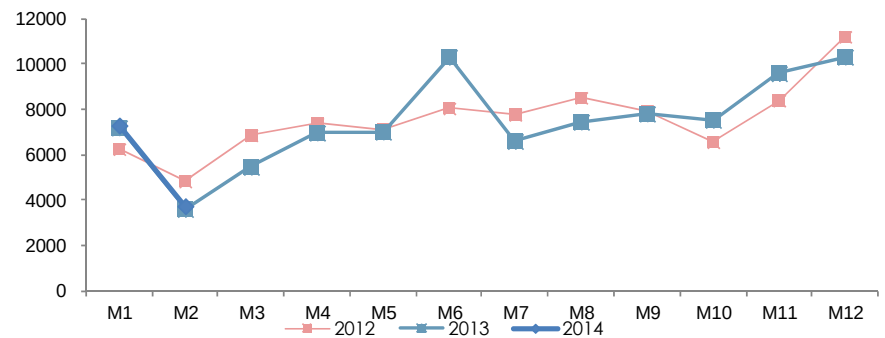
图 53：大型客车月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	41.6%	-21.8%	4.0%	7.3%	25.8%	9.2%	-24.9%	-23.3%	7.6%	-6.9%	10.3%	14.9%
2014当月同比	-12.7%	-22.8%										
2014累计同比	-12.7%	-16.2%										

资料来源：CAAM, 长江证券研究部

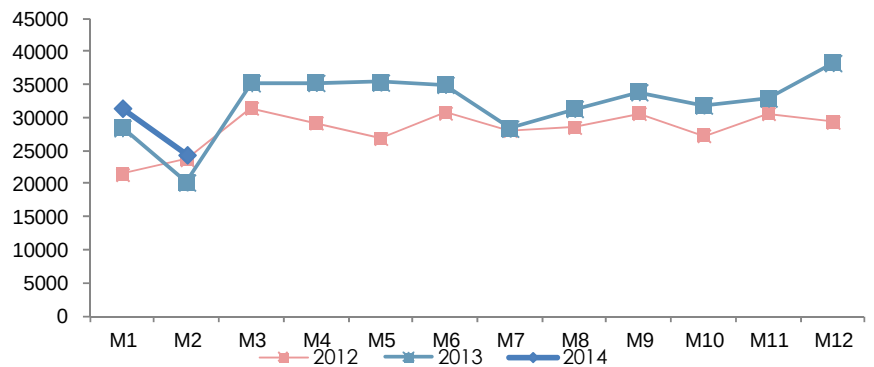
图 54：中型客车月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	15.1%	-25.5%	-20.5%	-5.5%	-1.7%	28.1%	-15.1%	-12.6%	-1.7%	14.8%	14.1%	-8.0%
2014当月同比	1.4%	4.1%										
2014累计同比	1.4%	2.3%										

资料来源：CAAM, 长江证券研究部

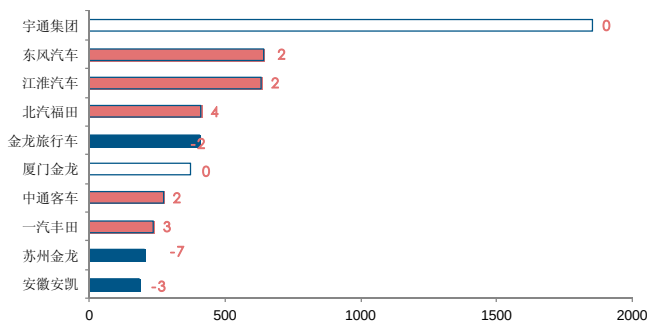
图 55：轻型客车月度情况



	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2013当月同比	32.8%	-14.5%	12.0%	20.7%	31.5%	14.0%	1.0%	9.8%	10.6%	16.8%	7.5%	30.7%
2014当月同比	10.7%	20.7%										
2014累计同比	10.7%	14.9%										

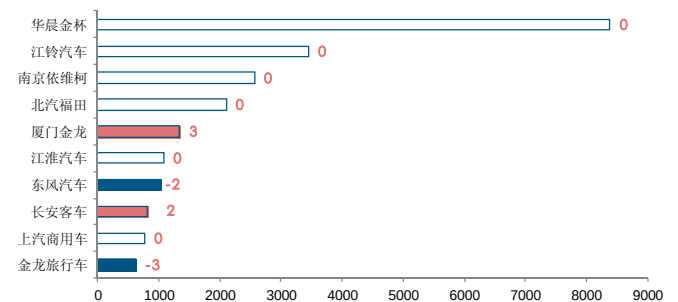
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 56：大中客销量前十名情况



资料来源：CAAM，长江证券研究部

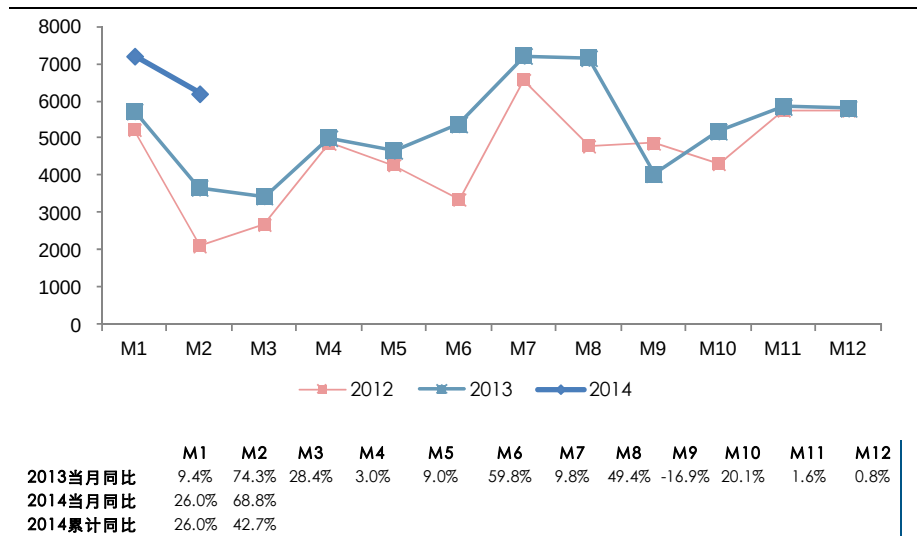
图 57：轻客销量前十名情况



资料来源：CAAM，长江证券研究部

出口情况，12 月份客车共出口 0.62 万辆，同比增长 42.7%，增长幅度明显。

图 58：客车出口月度情况

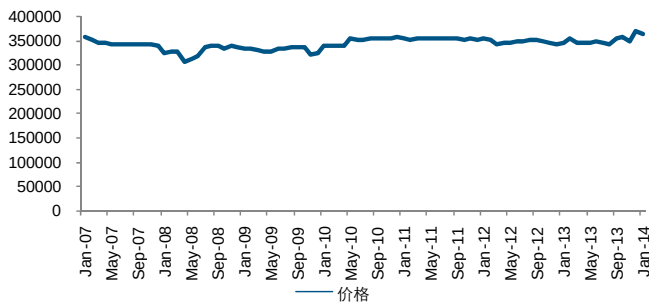


资料来源：CAAM, 长江证券研究部

价格：车价稳定

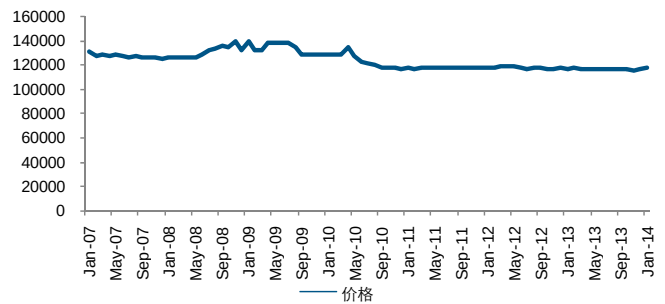
1月商用客车单车价格整体环比小幅下降2700元，但仍处于相对高位。其中大型客车单价36.09万元，环比下降7000元，轻型客车单价11.78万元。环比增加1500元。

图 59：大型客车价格环比下降



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

图 60：轻型客车价格环比上升



资料来源：CEIC, 长江证券研究部

投资建议：向“确定性成长”、“价值”集中

1、持续看好清洁柴油车行业的投资机会：1) 国 IV 排放的升级给清洁柴油车产业链带来了重大发展机遇，法规的强制性以及充足的市场空间将造就相关公司成长的确定性。2) 上游技术出众的核心零部件企业将明显受益，技术服务公司包括检测类企业也将获得明显的业务增量；下游整车企业中的强势企业也将呈现明显的投资机会。3) 近期无论是从厂商、经销商、零部件供应商都表明清洁柴油产业链处于高景气状态。4) 维持推荐“江铃汽车”、“银轮股份”、“威孚高科”。(详细情况可参见深度报告《20140213

清洁柴油机技术深度报告：商用清洁柴油车时代的开启!》、《20131112 江铃汽车：公司深度：赢在江铃，重回高增长之路!》、《20140106 银轮股份：公司深度：势在银轮，转型带来中周期增长》、以及相关公司系列点评。)

2、适度向价值集中，积极配置“上汽集团”：1) 在估值偏好回落，“保增长”预期加强的背景之下，低估值的乘用车总优质公司价值进一步凸显。2) 当前乘用车估值水平已经隐含了极度悲观的行业前景，无论是从价值还是博弈的角度都具备明显吸引力。3) 优选“上汽集团”：新车效应以及行业集中度提升作用下，14-15 年合资业务仍将稳健增长；公司转型积极，公司在新能源车领域以及汽车电商领域积极探索并已经走出实质性步伐，其在中国市场的长期竞争优势将得以维系。(详细情况可参见近期公司点评。)

3、新能源车预计短期在风险偏好回落的情况下承压，但是长期投资价值明显：1) 2014 年是新能源车规模化发展的一年，政策大力支持、强势企业主导潮流、新一代新能源车性价比明显提升、消费者意识提升之下将促使行业快速发展。2) 2 月国内同比增长 366%，在全球市场中一枝独秀，验证了我们对于新能源车看好的判断。3) 供给以及研发加速，在新一轮补贴政策引导下各自主车企加紧推广和研发新能源车型，尤其是大众加码中国新能源车市场。4) 建议持续关注新能源车汽车产业链的投资机会。维持“比亚迪”、“江淮汽车”、“宇通客车”的推荐。(详细情况可参见《20140217 新能源汽车产业链分析：扬帆起航!》、《20140326 新能源车汽车 3 月报：乘风破浪正当时!》、以及相关公司点评报告。)

表 1：行业重点上市公司盈利与估值

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			评级
			13E	14E	15E	13E	14E	15E	
000550	江铃汽车	23.52	1.97	2.37	3.68	11.94	9.92	6.39	推荐
002126	银轮股份	11.96	0.13	0.29	0.47	94.36	41.94	25.60	推荐
000581	威孚高科	23.32	0.87	1.09	1.46	26.75	21.39	15.97	推荐
600104	上汽集团	13.89	2.25	2.48	2.68	6.17	5.60	5.18	推荐
000625	长安汽车	9.58	0.77	1.18	1.66	12.43	8.15	5.78	推荐
601633	长城汽车	32.62	2.70	3.44	4.11	12.08	9.48	7.94	推荐
600418	江淮汽车	10.15	0.71	0.98	1.18	14.30	10.36	8.60	推荐
600066	宇通客车	16.19	1.43	1.74	1.97	11.32	9.30	8.22	推荐
002594	比亚迪	48.50	0.23	0.79	1.34	210.87	61.39	36.19	推荐
300304	云意电气	27.8	0.94	1.12	1.51	29.57	24.82	18.41	推荐

资料来源：长江证券研究部

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@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。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，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。