

汽车整车行业

10月月报：行业景气度延续

由于国4排放对商用车数据的干扰，行业景气度近期主要看乘用车。10月汽车总体销量约198.7万辆，同比增长2.8%，汽车行业销量整体平稳，乘用车同比增长6.4%，商用车同比下降14.9%。

从关键的上牌量数据看，9月狭义乘用车上牌量151.0万，同比增长18.6%；前3季度累计上牌量为1162.1万辆，同比增长13.8%，9月终端上牌量数据表现良好。其中，2线城市前3季度上牌量同比增长22.3%，高于行业水平。

● 汽车行业10月上涨，估值较上月略微上升

10月汽车板块整体上涨2.6%，涨幅较沪深300指数（涨2.3%）高0.3个百分点，整体估值水平较9月底略微上升。

● 宏观经济增速回落，复苏迟缓

前三季度GDP增速为7.40%，仍处于低水平，宏观经济整体增速回落。从汽车行业相关指标来看：

领先指标：固定资产新开工投资额同比增速为13.7%，较9月份下降0.7个百分点；M2继续低速增长；CPI为1.6%，与9月保持一致；新增贷款同比上升8.3%。

同步指标：中采PMI下降，为50.8%，汇丰PMI略微回升，为50.4%，高于荣枯线。

● 汽车行业：乘用车结构上移，商用车销量下降迎接排放升级

乘用车：10月MPV、SUV销量增速仍处于高位，同比分别增长76.4%、36.3%，轿车销量同比下降0.6%，微客销量同比减少23.1%。高端车型的销量占比进一步提升，有利于整车厂商盈利能力提高。狭义乘用车中自主品牌市占率同比下降，各车企表现分化。上海汽车受益于荣威350、荣威E50等车型销量的增加，10月销量同比增幅达到72.4%，一汽夏利、力帆销量降幅均超过20%。

商用车：整体销量下降，重卡和轻卡表现不佳，天然气重卡销量增速较高，与基期销量较低、拉煤牵引车销量增加有关。大中型座位客车销量企稳有利于稳定客车企业盈利水平，剔除出口下降影响，10月客车内销同比增长8.1%。

● 投资建议

我们认为，在我国经济增长从“增量经济”转向“存量经济”的大背景下，汽车行业增速下降，把握结构性的节能减排、并购重组是汽车行业的投资主线。我们认为，排放升级、新能源汽车、汽车电子、汽车轻量化、汽车后市场等几个细分领域是汽车行业投资的重点。我们推荐受益于国4排放产业链受益的江铃汽车、中国汽研、云内动力、福田汽车、上柴股份，推荐属于新能源产业链的江淮汽车，汽车电子推荐京威股份、威孚高科。传统汽车和零部件方面推荐长城汽车、长安汽车、精锻科技。

● 风险提示

房地产泡沫破灭带来的居民财富缩水；汽车行业竞争加剧超预期。

行业评级

行业评级	持有
前次评级	持有
报告日期	2014-11-27

相对市场表现



分析师：张乐 S0260512030010

021-60750618

gfzhangle@gf.com.cn

相关研究：

联系人：闫俊刚 021-60750621
yanjungang@gf.com.cn

联系人：唐哲 021-60750618
tangzhe@gf.com.cn

目录索引

核心观点	4
行业基本面保持平稳.....	4
投资策略：关注排放升级、新能源汽车、汽车电子、轻量化、后市场	4
行业 10 月上涨，估值较上月略微上升	5
10 月汽车板块整体上涨，跑赢大盘 0.3 个百分点	5
汽车板块估值水平略微上升	7
宏观经济增速回落，未见明显复苏	8
10 月汽车：乘用车结构上移，商用车销量下降迎国 4	10
乘用车：10 月 MPV、SUV 维持高速增长，9 月终端上牌量表现良好	11
商用车：整体销量下降，重卡景气度下降、轻卡调整迎接国 4	14
行业相关运营指标	17
原材料成本持续下降	17
消费旺季经销商库存减少，整体成交价格下降，优惠力度略微提高	18
投资策略：关注排放升级、新能源汽车、汽车电子、轻量化、后市场	19
风险提示	20

图表索引

图 1 汽车整车行业市盈率.....	7
图 2 汽车整车行业相对市盈率.....	7
图 3 汽车整车行业市净率.....	8
图 4 汽车整车行业相对市净率.....	8
图 5 广义货币 M2 总额 (万亿元/左轴) 及增速 (右轴)	9
图 6 CPI 指数月度值 (%)	9
图 7 新增人民币贷款量 (万亿元/左轴) 及增速 (右轴)	9
图 8 城镇固定资产新开工投资额累计值 (万亿元/左轴) 及累计增速 (右轴)	9
图 9 工业增加值同比变动情况 (%)	10
图 10 全社会发电量 (亿千瓦时/左轴) 及增速 (右轴)	10
图 11 两 PMI 指数 (%) 变化情况.....	10
图 12 分城市 1-9 月上牌量增速情况	14
图 13 分城市上牌量占比	14
图 14 主要厂商 1-9 月上牌量占比情况.....	14
图 15: 大中客销量 (辆) 及增速情况	16
图 16: 座位客车销量 (辆) 及增速情况.....	16
图 17: 客车 (含轻客) 分区域销量 (辆) 情况.....	17
图 18 广发汽车原材料综合价格指数	18
图 19 轿车原材料成本指数.....	18
图 20 重卡原材料成本指数.....	18
图 21 国内终端库存 (辆) 及优惠幅度 (元)	19
表 1: 汽车与汽车零部件主要板块市场表现.....	5
表 2 重点上市公司 10 月表现 (按一月变动由高到低排序)	6
表 3 经验及计量分析结果较为一致的宏观指标.....	8
表 4 汽车市场总体销售情况 (单位: 辆)	11
表 5 乘用车市场销售情况 (单位: 辆)	12
表 6 分企业同、环比份额变化情况	12
表 7 商用车市场销售情况 (单位: 辆)	15
表 8: 客车行业销量 (辆) 情况.....	16
表 9: 客车 (含轻客) 分区域销量 (辆) 情况.....	17

核心观点

行业基本面保持平稳

10月汽车总体销量约198.72万辆，同比增长2.8%，环比增长0.2%。其中，狭义乘用车销量162.41万辆，同比上升9.8%，环比增长2.0%；商用车销售约27.83万辆，环比下降3.2%，同比下降14.9%。整体来看，乘用车结构上移、商用车销量下降的态势。

从上牌量数据来看，9月狭义乘用车上牌量月151.0万，同比增长18.6%；前三季度累计狭义乘用车上牌量为1162.1万辆，同比增长13.8%，终端上牌量数据表现良好。其中，2线城市前三季度上牌量同比增长22.3%，高于行业水平。

10月汽车行业原材料成本继续下降，对整车厂商盈利能力有正面影响；批发销量与期初库存量总和小于零售销量与出口销量总和导致的经销商库存减少，属于正常的季节性现象；整体市场成交价继续回落，主要由于“十一”黄金周后各经销商进一步降价以刺激需求，以及部分具有惠民补贴车型陆续到店，小排量车型现金优惠有所上升所致；合资市场份额下降、国家恢复节能补贴政策等促使本月车市整体优惠力度略微上升。

我们认为，汽车行业将保持平稳增长。短期来看，我国宏观经济未见明显改善，前三季度GDP增速为7.40%。中长期来看，经济增速中枢趋势向下，由于我国千人保有量仍远低于国际、财富效应支撑、换车需求升级、乘用车行业仍能保持较为平稳的增长，但行业整体供求关系未能明显改善。

汽车行业较其他周期性行业更早的开始了去杠杆，对于汽车企业来说，比拼耐力和内力，提升企业核心能力是最关键的应对策略；对投资者来说，寻找具有良好商业模式和具有核心竞争力的公司则是精选投资标的的重要线索。

我们对汽车行业整体维持“持有”评级，关注节能减排和并购重组这两大中长期大主题。

投资策略：关注排放升级、新能源汽车、汽车电子、轻量化、后市场

我们认为，在我国经济增长从“增量经济”转向“存量经济”的大背景下，汽车行业将保持平稳增长，把握结构性的节能减排这一大主题投资是汽车行业的投资主线。我们认为，排放升级、新能源汽车、汽车电子、汽车轻量化、汽车后市场五个领域是汽车行业投资的重点。

排放升级：2015年1月1日将全面实施柴油车国4排放法规，我们认为，在商用车销量平稳甚至略有下降的情况下，国4排放升级为商用车行业带来结构性的投资机会，排放升级将带来关键零部件如高压共轨系统、后处理系统等零部件渗透率的快速提升。同时，排放升级将推动轻卡行业洗牌，在供给改善和盈利能力提升的共同作用下，轻卡行业龙头企业有较大的业绩弹性。

新能源汽车：由于能源危机和环境污染日益严重，国家和地方政府先后调整或

出台补贴政策扶持新能源汽车产业发展，体现出政府发展新能源汽车的决心。新能源汽车产业链市场空间巨大。

汽车电子：节能减排和消费升级是驱动相关汽车电子产品渗透率快速提升的核心驱动力，产品快速增长、行业壁垒较高的品种是重要投资标的。另外，随着新能源汽车销量快速增长，汽车电子行业市场关注度提升，或有主题性投资机会。

汽车轻量化：汽车轻量化是实现节能减排的重要手段之一。根据学术研究，燃油消耗的50%是由于汽车的质量引起的，当整车质量减轻10%，汽车的燃油经济性可提高3.8%，二氧化碳排放量减少4.5%。而目前铝合金车身和碳纤维车身的渗透率较低，未来发展空间巨大。

汽车后市场：后市场涵盖汽车销售以后的一切服务，包括汽车维修包养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易、汽车拆解等。我们认为，随着后市场政策法规完善及汽车电商的兴起，后市场将进入快速发展阶段。同时，由于后市场属于服务业，其盈利水平相对较高，收入空间巨大。

我们推荐受益于国4排放产业链受益的江铃汽车、中国汽研、云内动力、福田汽车、上柴股份，推荐属于新能源产业链的江淮汽车，汽车电子推荐京威股份、威孚高科。传统汽车和零部件方面推荐长城汽车、长安汽车、精锻科技。

行业 10 月上涨，估值较上月略微上升

10 月汽车板块整体上涨，跑赢大盘 0.3 个百分点

10月汽车板块整体上涨2.6%，涨幅较沪深300指数（涨2.3%）高0.3个百分点。分子行业看，仅商用载货车板块有所下跌，跌幅为3.0%，其他子行业均出现不同幅度的上涨，但乘用车、专用车、汽车销售板块涨幅较沪深300指数小。

表 1：汽车与汽车零部件主要板块市场表现

代码	指数	最新价	一月变动	二月变动	三月变动	六月变动	一年变动
882105.WI	Wind 汽车与汽车零部件指数	5,896.7188	2.6%	10.7%	13.7%	35.3%	43.6%
801094.SI	SW 汽车整车	4,776.81	1.6%	5.5%	5.5%	19.5%	20.1%
850911.SI	SW 乘用车	5,810.70	2.1%	5.5%	5.8%	17.5%	13.8%
850912.SI	SW 商用载货车	3,056.20	-3.0%	2.8%	3.2%	22.3%	38.9%
850913.SI	SW 商用载客车	5,920.37	4.2%	8.5%	6.7%	25.9%	32.9%
850914.SI	SW 专用汽车	3,012.75	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
850921.SI	SW 汽车零部件III	3,982.66	2.8%	13.6%	19.5%	48.4%	60.4%
850941.SI	SW 汽车销售	950.85	0.1%	11.7%	20.0%	21.1%	16.8%
000300.SH	沪深 300	2,508.33	2.3%	7.3%	6.7%	16.2%	5.7%

000001.SH	上证综合指数	2,420.18	2.4%	9.2%	9.9%	19.4%	13.0%
881001.WI	万得全 A 指数	2,946.80	2.1%	12.0%	15.1%	30.8%	27.1%
	Wind 汽车与汽车零部件指数-沪深 300		0.2%	8.4%	11.3%	32.9%	41.3%
	SW 申万整车-沪深 300		-0.8%	3.2%	3.2%	17.1%	17.7%
	SW 乘用车-沪深 300		-0.3%	3.2%	3.5%	15.2%	11.5%
	SW 商用载货车-沪深 300		-5.3%	0.5%	0.9%	20.0%	36.6%
	SW 商用载客车-沪深 300		1.8%	6.1%	4.3%	23.6%	30.6%
	SW 专用汽车-沪深 300		-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
	SW 汽车零部件 III-沪深 300		0.5%	11.2%	17.1%	46.1%	58.0%
	SW 汽车销售-沪深 300		-2.3%	9.4%	17.6%	18.7%	14.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 2 重点上市公司 10 月表现 (按一月变动由高到低排序)

公司	月末收盘价	一月变动	二月变动	三月变动	六月变动	一年变动
一汽夏利	6.21	27.8%	23.0%	45.8%	68.8%	55.6%
一汽轿车	12.98	16.8%	18.2%	16.6%	32.8%	-4.3%
日上集团	14.01	14.6%	28.9%	53.3%	78.3%	101.8%
中鼎股份	15.16	12.0%	34.4%	49.2%	78.5%	106.6%
长安汽车	14.65	8.6%	10.6%	10.4%	24.5%	26.1%
威孚高科	28.07	8.0%	4.1%	9.7%	13.3%	8.2%
精锻科技	19.45	7.5%	14.6%	35.5%	64.2%	66.7%
金龙汽车	13.49	7.1%	17.0%	16.7%	55.0%	62.0%
万里扬	14.89	6.7%	13.1%	28.0%	51.6%	64.5%
华域汽车	13.52	5.8%	15.2%	23.9%	51.3%	34.3%
福田汽车	6.06	5.4%	10.8%	13.5%	22.8%	20.4%
松芝股份	16.64	4.3%	14.8%	12.1%	46.5%	118.9%
悦达投资	11.11	4.2%	8.1%	6.1%	23.3%	7.3%
国机汽车	17.8	3.7%	2.6%	14.9%	23.6%	4.8%
庞大集团	6.03	3.3%	16.0%	28.3%	24.8%	2.7%
曙光股份	6.23	3.1%	22.6%	27.1%	68.8%	50.5%
宇通客车	18.6	1.9%	-1.0%	0.9%	13.8%	17.8%
福耀玻璃	10.65	1.8%	5.4%	6.6%	34.5%	34.5%
长城汽车	30.63	1.2%	-3.3%	-2.6%	-3.8%	-27.3%
东风科技	14.22	1.1%	4.8%	-1.2%	33.1%	68.4%
东风汽车	5.7	1.1%	31.3%	79.2%	91.3%	90.0%
潍柴动力	20.33	0.8%	-0.7%	1.0%	20.0%	8.1%
一汽富维	27.41	-0.4%	7.6%	11.9%	48.7%	67.5%

亚夏汽车	9.36	-1.5%	-0.1%	42.0%	54.4%	72.5%
上汽集团	17.86	-1.8%	4.1%	9.8%	32.0%	32.9%
京威股份	12.89	-1.8%	15.6%	49.9%	61.9%	103.2%
中国汽研	13.35	-2.8%	2.5%	5.9%	2.0%	28.3%
江铃汽车	27.98	-3.6%	-10.3%	-6.4%	8.4%	57.6%
中国重汽	15.28	-4.1%	9.5%	10.7%	36.9%	34.4%
比亚迪	46.97	-4.2%	-8.1%	-5.4%	1.7%	19.6%
广汽集团	7.8	-5.1%	-2.9%	-1.6%	8.5%	0.7%
上柴股份	11.15	-6.5%	8.6%	10.6%	10.5%	-8.2%
东安动力	6.69	-7.2%	22.3%	39.1%	83.8%	32.0%
江淮汽车	11.42	-10.1%	-14.5%	-15.6%	12.0%	38.1%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

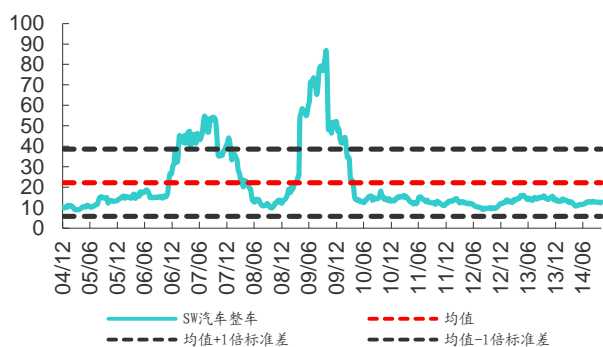
汽车板块估值水平略微上升

2014年10月底汽车板块估值水平较9月底有所上升：

10月底申万汽车整车、汽车零部件PE估值分别为12.8倍、20.58倍，而9月底申万汽车整车、汽车零部件PE估值分别为12.68倍、20.39倍；2005年以来两者的平均水平分别为21.67倍、24.81倍，最低水平分别为9.00倍、9.32倍；2009年以来两者的平均水平分别为20.8倍、20.95倍，最低水平分别为9.11倍、11.55倍。

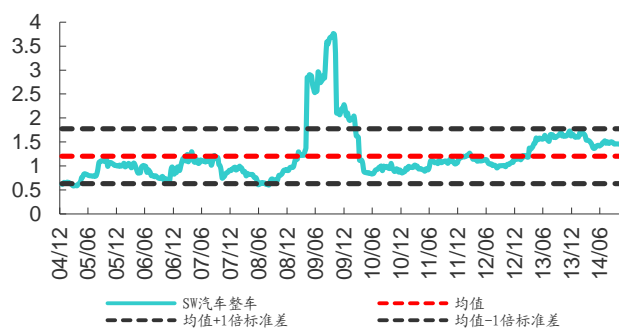
10月底申万汽车整车、汽车零部件PB估值分别为2.16倍、3.18倍，而9月底申万汽车整车、汽车零部件PB估值分别为2.15倍、3.01倍；2005年以来两者的平均水平分别为2.49倍、3.31倍，最低水平分别为1.09倍、1.56倍；2009年以来两者的平均水平分别为2.51倍、3.23倍，最低水平分别为1.42倍、1.78倍。

图 1 汽车整车行业市盈率



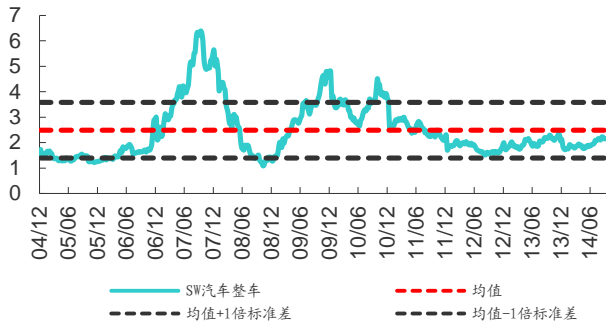
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 2 汽车整车行业相对市盈率



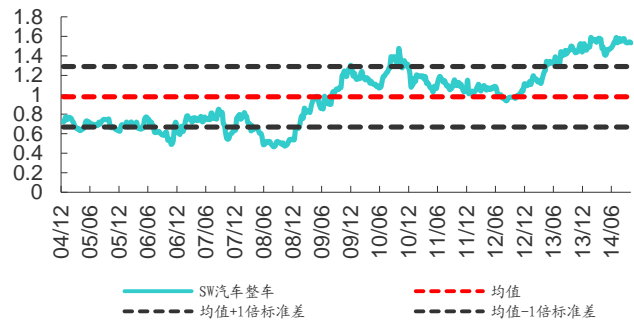
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 3 汽车整车行业市净率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 4 汽车整车行业相对市净率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

宏观经济增速回落，未见明显复苏

在我们此前发布的深度报告《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》，我们的研究结论可以简单归纳为：

- ✓ **M2和新增固定资产投资增速是狭义乘用车和中重卡的领先指标**
- ✓ **狭义乘用车和中重卡行业波动方向通常是一致的，轿车略微领先。**
- ✓ **其他宏观指标对于拐点预测能力一般，多数都是同步或者滞后指标。**
- ✓ **新增信贷（新增人民币贷款）是中重卡行业本轮周期的领先指标**

表 3 经验及计量分析结果较为一致的宏观指标

	领先指标	同步指标	滞后指标
狭义乘用车	固定资产新开工投资总额：5 个月	工业增加值	公路货运周转量：5 个月
	宏观经济景气度领先指标：3-4 个月	全社会发电量	房屋新开工面积：*
	新增人民币贷款：5-6 个月	全社会用电量	GDP：*
	M2：4-5 个月		PPI：*
	CPI：*		
中重卡	固定资产新开工投资总额：6-7 个月	工业增加值	GDP：3-4 个月
	宏观经济景气度领先指标：5-6 个月	全社会发电量	国房景气指数：3-4 个月
	M2：*	全社会用电量	公路货运周转量：3 个月
	CPI：*		PPI：4-5 个月

注：*为领先滞后期数不确定

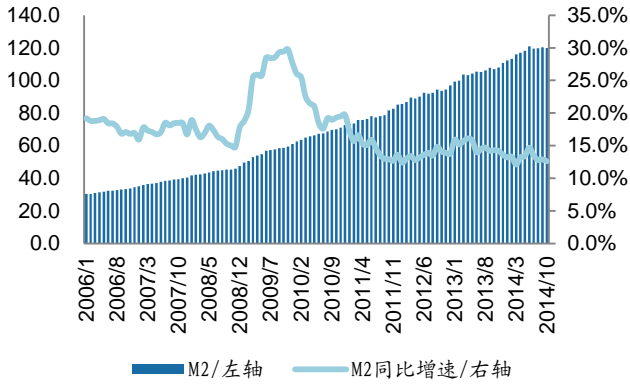
数据来源：广发证券发展研究中心

- ✓ 从本月各宏观指标看：
- ✓ 领先指标：固定资产新开工投资额同比增速为13.7%，较9月份下降0.7个百分点；M2继续低速增长；CPI为1.6%，与9月保持一致；新增贷款同比

上升8.3%。

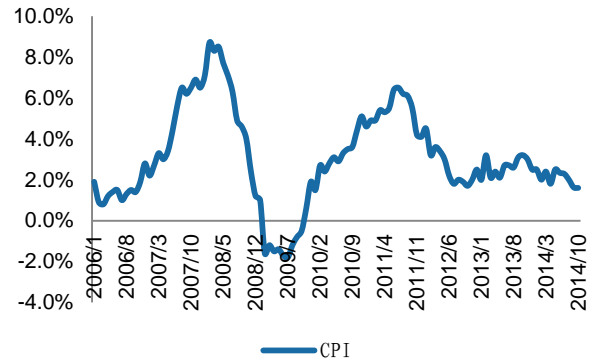
- ✓ 同步指标：中采PMI下降，为50.8%，汇丰PMI略微回升，为50.4%，高于荣枯线0.4个百分点。

图 5 广义货币M2总额(万亿元/左轴)及增速(右轴)



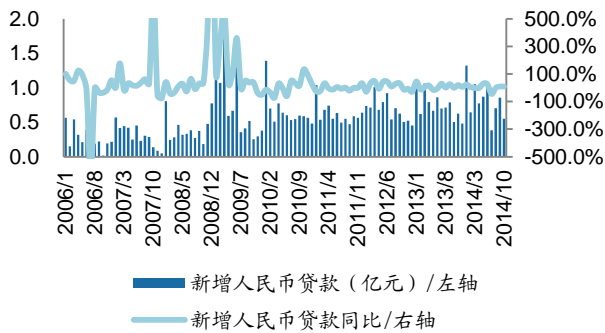
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 6 CPI 指数月度值 (%)



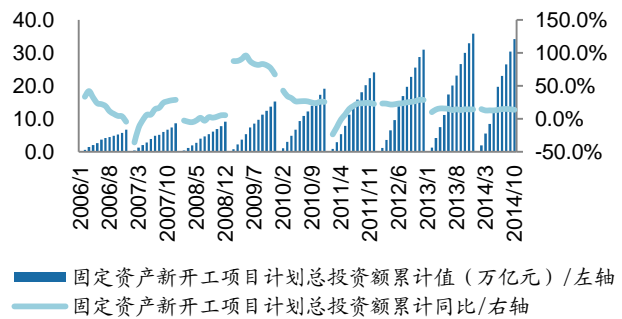
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7 新增人民币贷款量(万亿元/左轴)及增速(右轴)



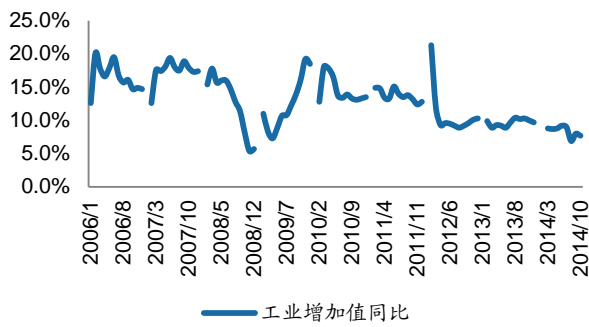
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

图 8 城镇固定资产新开工投资额累计值(万亿元/左轴)及累计增速(右轴)



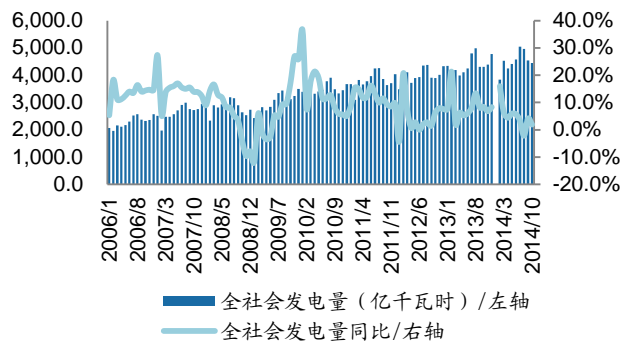
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 9 工业增加值同比变动情况 (%)



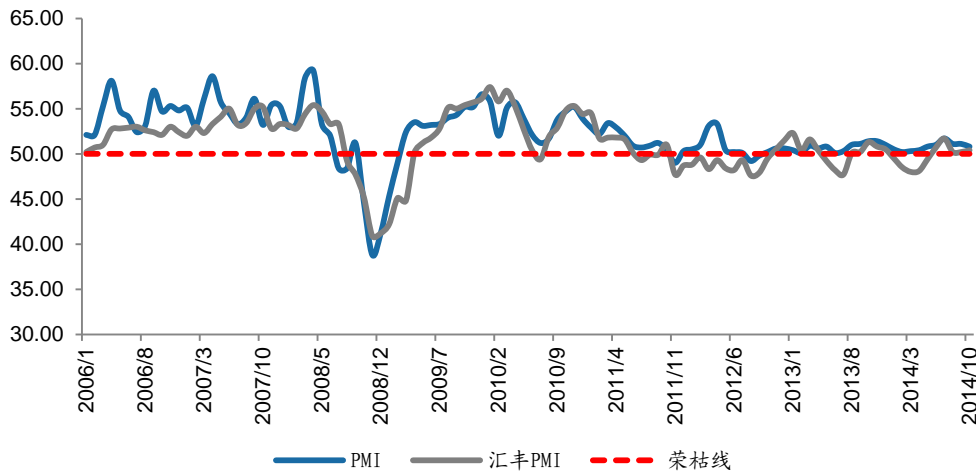
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 10 全社会发电量(亿千瓦时/左轴)及增速(右轴)



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 11 两PMI指数 (%) 变化情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

10 月汽车：乘用车结构上移，商用车销量下降迎国 4

由于国4排放对商用车数据的干扰，行业景气度近期主要看乘用车。

10月汽车总体销量约198.7万辆，同比增长2.9%，环比增长0.2%。广义乘用车销量为170.9万辆，同比增长6.4%，狭义乘用车销量为162.4万辆，同比增长9.8%；商用车销量为27.8万辆，同比下降14.6%，其中轻卡销量为11.7万辆，同比下降24.6%。

数据说明：大中客数据来自中客网，商用货车、轻客、乘用车数据来自产销快讯；我们对微客、MPV的数据按照12年的统计口径进行了调整，主要是将长安欧诺和五菱宏光调回微客，未对商用车、乘用车和狭义乘用车的数据进行调整。

表 4 汽车市场总体销售情况 (单位: 辆)

总体概况	2014 M10	同比	环比	2014 累计	累计同比
汽车总计	1,987,298	2.9%	0.2%	18,986,125	6.6%
广义乘用车	1,708,861	6.4%	0.8%	15,864,888	9.8%
狭义乘用车	1,624,052	9.8%	2.0%	14,709,094	12.7%
轿车	1,052,423	-0.6%	-1.3%	10,036,977	3.4%
MPV	119,039	76.4%	32.5%	752,847	48.5%
SUV	387,316	36.3%	8.6%	3,172,140	33.7%
微客	150,083	-23.1%	-17.8%	1,902,924	1.7%
商用车总计	278,437	-14.6%	-3.1%	3,121,237	-7.1%
中重卡合计	71,440	-13.4%	-4.1%	833,956	-4.3%
重型卡车	51,296	-15.3%	-5.8%	633,177	0.9%
中型卡车	20,144	-7.9%	0.4%	200,779	-17.5%
轻型卡车	116,983	-24.6%	4.8%	1,377,360	-13.7%
微型卡车	44,871	1.3%	-0.1%	435,125	-2.7%
大中客合计	11,292	-8.7%	-24.5%	122,787	-2.6%
大型客车	5,483	-9.7%	-28.9%	64,581	0.4%
中型客车	5,809	-7.7%	-19.7%	58,206	-5.7%
轻型客车	33,851	6.2%	-18.0%	352,009	11.0%

数据来源: 中汽协、中客网、广发证券发展研究中心

乘用车: 10月 MPV、SUV 维持高速增长, 9月终端上牌量表现良好

10月广义乘用车销量约170.9万辆, 同比增长6.4%, 环比增长0.8%; 狭义乘用车销量为162.4万辆, 同比增长9.8%, 环比增长2.0%。10月广义乘用车累计销量约1,586.5万辆, 同比增长9.8%; 狭义乘用车累计销量约为1,470.9万辆, 同比增长12.7%。乘用车在没有总体政策刺激或打压的情况下整体销量平稳增长符合我们之前的预期。

从各子行业情况来看, 10月MPV、SUV销量增速仍处于高位, 同比分别增长76.4%、36.3%, 轿车销量同比减少0.6%, 微客销量同比减少23.1%。10月份MPV累计同比增长48.5%, SUV累计同比增长33.7%, 轿车累计同比增长3.4%, 微客累计同比增长1.7%。从车型销量结构来看, 高端车型的销量占比进一步提升, 有利于整车厂商盈利能力的提高。

表 5 乘用车市场销售情况 (单位: 辆)

	2014 M10	同比	环比	2014 累计	累计同比	2014 M9	同比	环比
广义乘用车	1,708,861	6.4%	0.8%	15,864,888	9.8%	1,696,001	6.4%	15.5%
狭义乘用车	1,624,052	9.8%	2.0%	14,709,094	12.7%	1,591,728	9.4%	16.4%
轿车	1,052,423	-0.6%	-1.3%	10,036,977	3.4%	1,066,800	0.1%	17.1%
MPV	119,039	76.4%	32.5%	752,847	48.5%	89,820	46.3%	17.1%
SUV	387,316	36.3%	8.6%	3,172,140	33.7%	356,760	25.8%	14.6%
微客	150,083	-23.1%	-17.8%	1,902,924	1.7%	182,621	-0.2%	7.8%

数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

合资企业中, 华晨宝马、广州丰田、北京奔驰增速较高, 同比分别增长54.7%、34.6%、30.6%, 高端车型销量表现良好一定程度上提升了乘用车市场的整体价格水平; 自主品牌部分企业表现两极分化, 上海汽车受益于荣威350、荣威E50等车型销量的增加, 10月销量同比增幅达到72.4%, 一汽夏利、力帆销量降幅均超过20%, 吉利、华晨汽车销量降幅超过10%。

表 6 分企业同、环比份额变化情况

10月销量			份额		
狭义乘用车	环比	同比	2014M10	2014M9	M10-M9
上汽集团					
上海通用	-12.5%	4.4%	8.7%	10.1%	-1.4%
上海大众	-3.4%	4.7%	8.6%	9.1%	-0.5%
上海汽车	-8.3%	72.4%	0.7%	0.8%	-0.1%
上通五菱	4.1%	41.0%	5.5%	5.4%	0.1%
长城汽车					
长城汽车	14.0%	8.6%	3.8%	3.4%	0.4%
长安汽车					
长安福特	0.1%	-1.6%	4.3%	4.4%	-0.1%
长安铃木	4.4%	24.9%	0.8%	0.8%	0.0%
长安汽车	1.2%	45.7%	4.3%	4.3%	0.0%
长安马自达	-15.3%	25.7%	0.6%	0.7%	-0.1%
悦达投资					
东风悦达起亚	0.0%	25.3%	3.5%	3.6%	-0.1%
一汽夏利					

一汽夏利	7.3%	-47.9%	0.3%	0.3%	0.0%
一汽丰田	8.3%	18.9%	3.5%	3.3%	0.2%
一汽轿车					
一汽轿车	1.3%	-5.4%	1.8%	1.8%	0.0%
广汽集团					
广州本田	6.8%	12.3%	2.7%	2.6%	0.1%
广州丰田	-3.8%	34.6%	2.1%	2.2%	-0.1%
江淮汽车					
江淮汽车	18.9%	18.3%	1.2%	1.0%	0.2%
吉利汽车					
吉利汽车	18.4%	-18.2%	2.8%	2.4%	0.4%
华晨中国					
华晨汽车	3.1%	-12.8%	1.0%	1.0%	0.0%
东风集团					
东风日产	17.3%	-6.4%	5.3%	4.6%	0.7%
东风本田	62.6%	-28.6%	1.6%	1.0%	0.6%
神龙汽车	-6.4%	27.1%	3.7%	4.0%	-0.3%
东风悦达起亚	0.0%	25.3%	3.5%	3.6%	-0.1%
东风乘用车	5.4%	33.8%	2.2%	2.2%	0.1%
其他					
一汽大众	-2.4%	6.0%	9.0%	9.4%	-0.4%
北京现代	-2.9%	15.5%	5.7%	6.0%	-0.3%
北京奔驰	-12.5%	30.6%	0.8%	1.0%	-0.1%
华晨宝马	-5.5%	54.7%	1.4%	1.5%	-0.1%
比亚迪	16.0%	1.7%	2.6%	2.3%	0.3%
力帆	25.0%	-43.5%	0.8%	0.7%	0.2%
奇瑞汽车	-13.7%	7.2%	2.3%	2.7%	-0.4%

数据来源：中汽协、广发证券发展研究中心

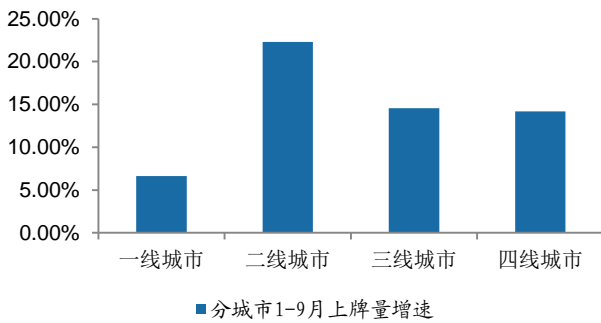
从上牌量数据来看，9月狭义乘用车上牌量月151.0万，同比增长18.6%；前3季度累计上牌量为1162.1万辆，同比增长13.8%，终端上牌量数据表现良好。其中，2线城市前3季度上牌量同比增长22.3%，高于行业水平。

从城市上牌量占比来看，三线城市1-9月上牌量占比最高，为20.5%，二线城市

为20.2%。二三线城市上牌量的增长是全国上牌量增长的主要原因。

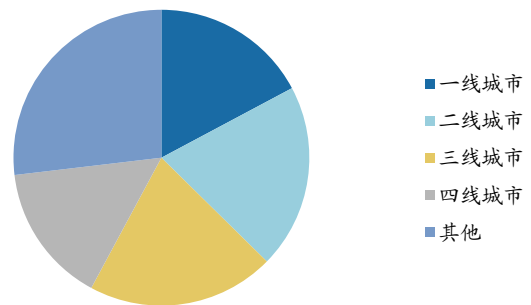
分公司来看,9月上牌量最高的三个公司分别为上海大众、一汽大众、上海通用,其上排量分别为16.2万、15.8万、15.5万,占9月全国上牌量的比率分别为10.7%、10.4%、10.3%;1-9月上牌量最高的三个公司分别为一汽大众、上海大众、上海通用,上牌量分别为129.3万、128.2万、114.7万,占全国1-9月上牌量的比率分别为11.1%、11.0%、9.7%。

图 12 分城市1-9月上牌量增速情况



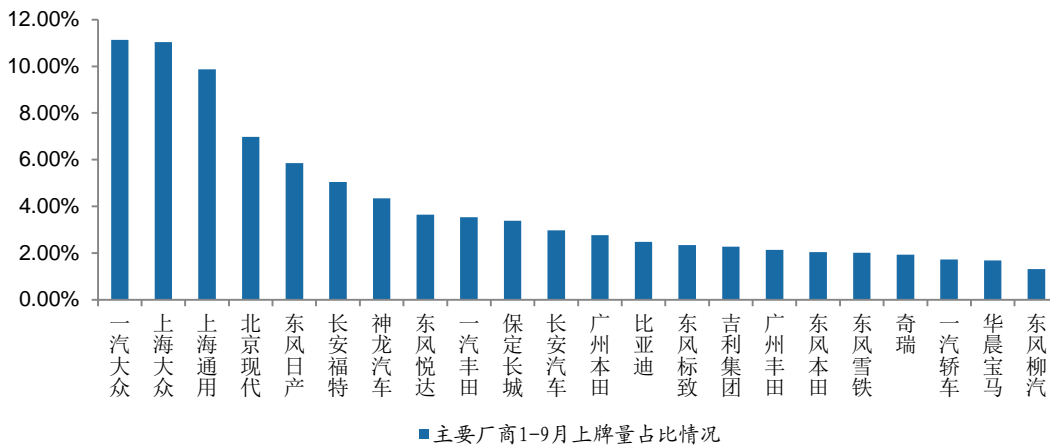
数据来源: 上牌数、广发证券发展研究中心

图 13 分城市上牌量占比



数据来源: 上牌数、广发证券发展研究中心

图 14 主要厂商1-9月上牌量占比情况



数据来源: 上牌数、广发证券发展研究中心

商用车: 整体销量下降, 重卡景气度下降、轻卡调整迎接国 4

商用车2014年10月销售27.8万辆, 同比下降14.6%, 环比下降3.1%。

中重卡: 10月销量约为7.1万辆, 同比下降13.4%, 环比下降4.1%。其中, 重卡同比减少15.3%, 环比减少5.8%; 中卡销售2.0万辆, 同比减少7.9%, 环比增加0.4%。

天然气重卡10月是热点。10月主流天然气重卡厂商合计销售天然气重卡约3800台，同比增长68.9%。天然气重卡销量同比大幅增长，与去年涨价后下半年基数较低有关。另外，6*2牵引车中的拉煤车型由于定点、定线，且连续下跌的煤炭价格使终端用户有强烈的降低成本的愿望，是LNG重卡的主要需求对象。8-10月是拉煤的6*2牵引车销售旺季，近期天然气重卡销量表现良好，与拉煤牵引车销量增长有关。

轻卡：10月销量约为11.7万辆，同比下降24.6%，环比增加4.8%。中汽协的轻卡数据包含了纯轻卡、工程车和皮卡。轻卡销量的大幅下降与轻型柴油车排放监管升级有关。

大中客：根据中客网数据统计，10月大中客市场销量约1.1万辆，同比减少8.7%。其中大型客车销量同比减少9.7%，环比减少28.9%；中客销量同比下降7.7%，环比下降19.7%。分车型看，公交客车销售4674辆，同比下降24.0%；核心利润点的座位客车销售5980辆，同比增长11.5%。

座位客车销量企稳有利于稳定客车企业盈利水平。大中型座位客车是客车企业的主要盈利点。座位客车经过三年下滑，销量逐渐企稳，主要由于公路客运在我国的旅客运输体系中仍扮演着重要角色，座位客车存在刚性需求。座位客车销量企稳，有利于稳定客车企业盈利水平。这一点在3季报中已经有所体现。

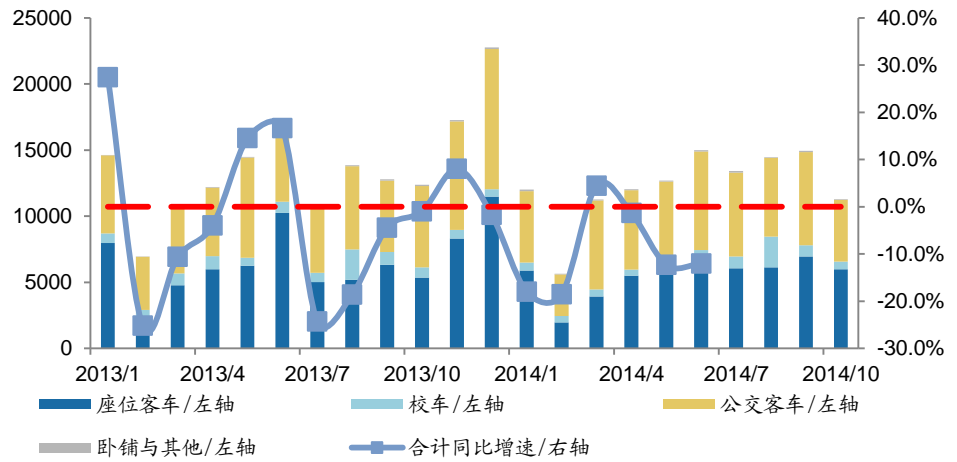
另外，10月客车（含轻客）出口2330辆，同比下降34.1%；内销16878辆，同比增长8.1%。出口量的大幅下降影响客车销量。10月座位客车内销10028辆，同比增长27.3%，出口1930辆，同比下降24.6%；公交客车内销4762辆，同比下降15.4%，出口397辆，同比下降53.3%。出口量对座位客车、公交客车销量均有负面影响。

表 7 商用车市场销售情况（单位：辆）

销量	2014 M10	同比	环比	2014 累计	累计同比	2014 M9	同比	环比
商用车总计	278,437	-14.6%	-3.1%	3,121,237	-7.1%	287,208	-15.8%	15.6%
中重卡合计	71,440	-13.4%	-4.1%	833,956	-4.3%	74,491	-14.5%	16.0%
重型卡车	51,296	-15.3%	-5.8%	633,177	0.9%	54,437	-15.0%	13.1%
重卡整车	9,543	-25.6%	-18.4%	174,901	-4.0%	11,696	-25.2%	-1.7%
重卡底盘	17,659	-24.7%	-4.6%	230,442	-3.3%	18,510	-15.4%	7.5%
半挂牵引车	24,094	-0.9%	-0.6%	227,834	9.9%	24,231	-8.7%	27.4%
中型卡车	20,144	-7.9%	0.4%	200,779	-17.5%	20,054	-13.1%	24.5%
轻型卡车	116,983	-24.6%	4.8%	1,377,360	-13.7%	111,595	-31.2%	19.6%
微型卡车	44,871	1.3%	-0.1%	435,125	-2.7%	44,895	-0.3%	11.7%
大中客合计	11,292	-8.7%	-24.5%	122,787	-2.6%	14,947	16.9%	3.3%
大型客车	5,483	-9.7%	-28.9%	64,581	0.4%	7,712	21.8%	6.8%
中型客车	5,809	-7.7%	-19.7%	58,206	-5.7%	7,235	12.0%	-0.2%
轻型客车	33,851	6.2%	-18.0%	352,009	11.0%	41,280	21.9%	14.0%

数据来源：中汽协、中客网、广发证券发展研究中心

图 15: 大中客销量 (辆) 及增速情况



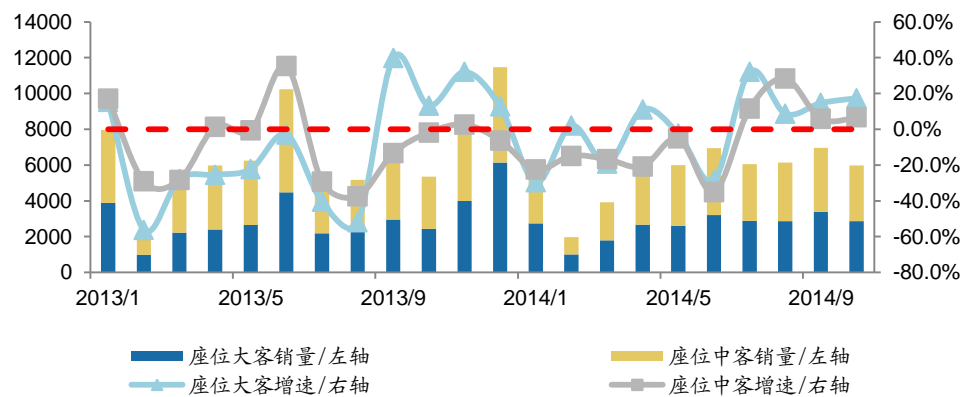
数据来源: 中客网、广发证券发展研究中心

表 8: 客车行业销量 (辆) 情况

	10 月销量	同比增速	环比增速	1-10 月累计销量	累计同比
大客	5483	-9.7%	-28.9%	64581	0.4%
中客	5809	-7.7%	-19.7%	58206	-5.7%
大中客	11292	-8.7%	-24.5%	122787	-2.6%
轻客	7916	16.7%	-6.5%	77543	10.9%
合计	30500	-3.2%	-20.5%	323117	0.4%

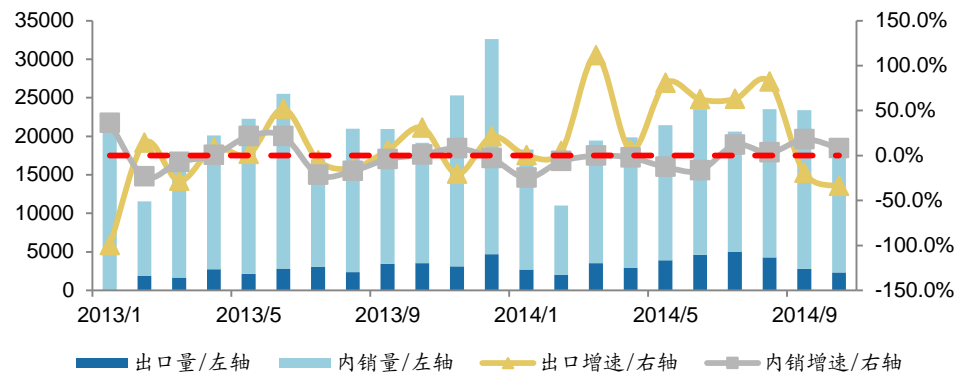
数据来源: 中客网、广发证券发展研究中心

图 16: 座位客车销量 (辆) 及增速情况



数据来源: 中客网、广发证券发展研究中心

图 17: 客车 (含轻客) 分区域销量 (辆) 情况



数据来源: 中客网、广发证券发展研究中心

表 9: 客车 (含轻客) 分区域销量 (辆) 情况

	10 月出口量	10 月出口增速	10 月内销量	10 月内销增速
座位客车	1930	-24.6%	10028	27.3%
校车	0	-100.0%	1781	-5.8%
公交客车	397	-53.3%	4762	-15.4%
卧铺与其他	3	0.0%	307	38.9%
合计	2330	-34.1%	16878	8.1%

数据来源: 中客网、广发证券发展研究中心

行业相关运营指标

本月汽车行业原材料成本继续下降, 对整车厂商盈利能力有正面影响; 批发销量大于零售销量导致的经销商库存增加属于正常的季节性现象; 整体市场成交价继续回落, 主要由于‘十一’黄金周后各经销商进一步降价以刺激需求, 以及部分具有惠民补贴车型陆续到店, 小排量车型现金优惠有所上升所致; 合资市场份额下降、国家恢复节能补贴政策等促使本月车市整体优惠力度略微上升。

原材料成本持续下降

2014年10月广发汽车原材料成本指数为6396, 同比下滑14.5%, 环比下滑1.5%。其中: 轿车原材料成本指数为6201, 同比下降14%, 重卡原材料成本指数为10384, 同比下降15%。

从各原材料成本价格变动来看, 其中:

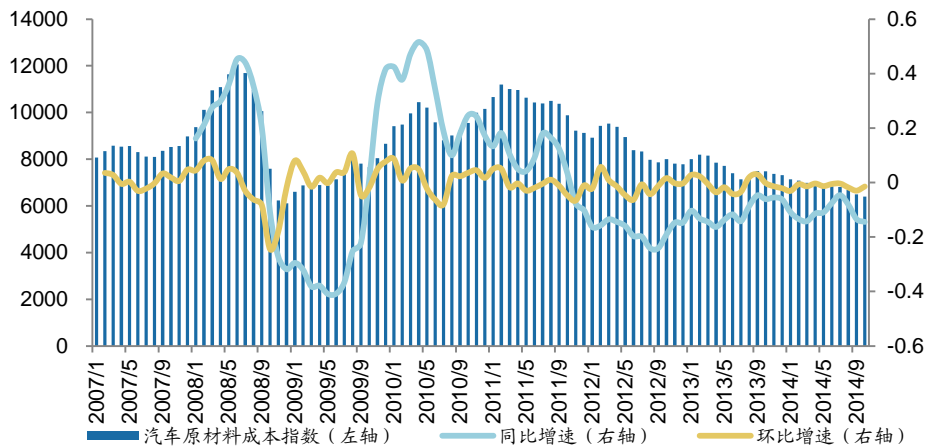
环比方向: 钢材综合价格小幅回升, 环比增加0.05%; 工业生产者购进价格中, 有色金属材料及电线类价格下降1.0%, 燃料动力类价格下降0.8%; 橡胶和塑料制品业工业生产者出厂价格下降0.2%;

同比方向: 钢材综合价格减少12.52%; 工业生产者购进价格中, 有色金属材料

及电线类价格下降2.5%，燃料动力类价格下降3.8%；橡胶和塑料制品业工业生产者出厂价格下降1.5%；

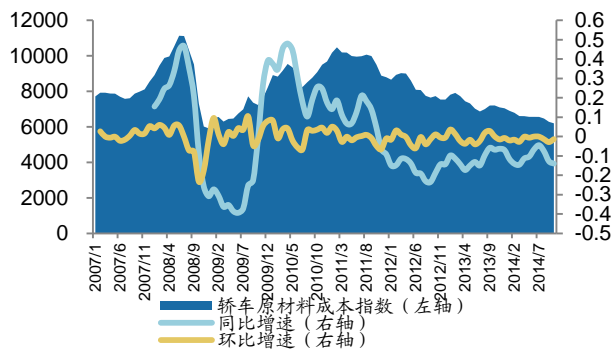
10月原材料成本指数环比下滑1.5%，仍处于历史较低水平，这有利于部分缓解企业的营运压力。

图 18 广发汽车原材料综合价格指数



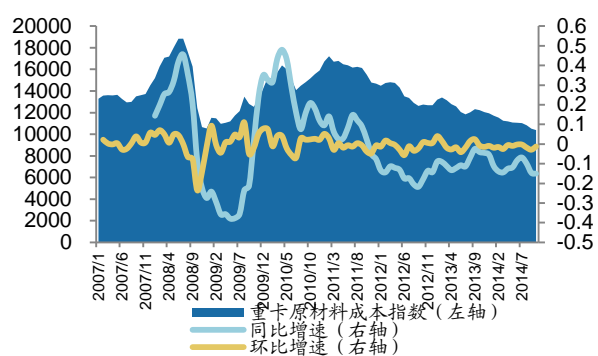
数据来源：广发证券发展研究中心

图 19 轿车原材料成本指数



数据来源：广发证券发展研究中心

图 20 重卡原材料成本指数



数据来源：广发证券发展研究中心

消费旺季经销商库存减少，整体成交价格下降，优惠力度略微提高

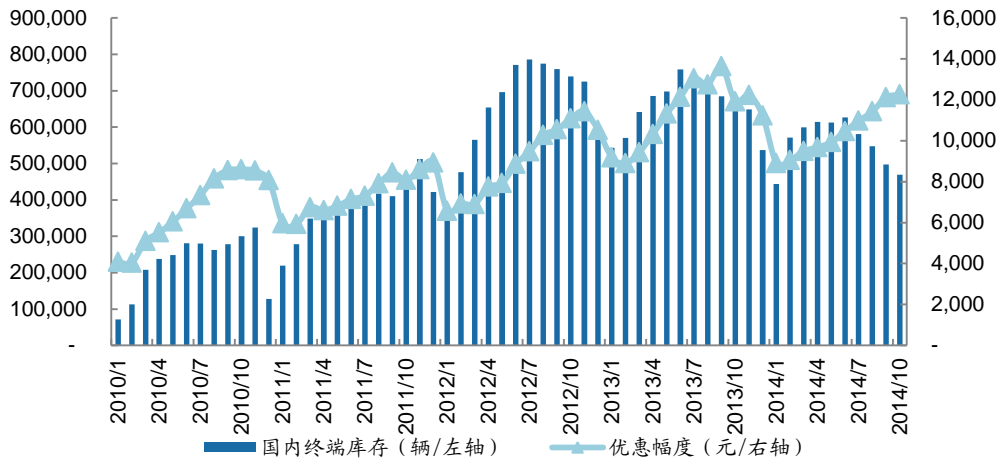
根据乘联会数据，10月由于批发销量和库存量总和低于零售销量与出口量总和，经销商库存下降，环比减少5.7%。经销商库存增加主要是季节性因素导致。

从安路勤跟踪的优惠情况看，10月整体市场成交价继续回落，主要由于“十一”黄金周后各经销商进一步降价以刺激需求，以及部分具有惠民补贴车型陆续到店，小排量车型现金优惠有所上升。

10月整体终端优惠指数为-0.73，终端优惠力度略微提高，优惠额度增加134元，环比下降1.1%，主要受到A级别、B级别和SUV级别细分市场的影响。

具体来看，本月除MPV、SUV级别优惠幅度出现环比下滑趋势，其他级别车型，包括A00、A0、A、B、C级别，优惠幅度均有所增加，增加幅度较大的级别是C级别车型。各级别优惠幅度的变动共同促使整体市场优惠幅度增加。

图 21 国内终端库存（辆）及优惠幅度（元）



数据来源：乘联会、安路勤、广发证券发展研究中心

投资策略：关注排放升级、新能源汽车、汽车电子、轻量化、后市场

我们认为，在我国经济增长从“增量经济”转向“存量经济”的大背景下，汽车行业将保持平稳增长，把握结构性的节能减排、并购重组两大汽车行业的投资主线。我们认为，排放升级、新能源汽车、汽车电子、汽车轻量化、汽车后市场五个领域是汽车行业投资研究关注的重点。

排放升级：2015年1月1日将全面实施柴油车国4排放法规，我们认为，在商用车销量平稳甚至略有下降的情况下，国4排放升级为商用车行业带来结构性的投资机会，排放升级将带来关键零部件如高压共轨系统、后处理系统等零部件渗透率的快速提升。同时，排放升级将推动轻卡行业洗牌，在供给改善和盈利能力提升的共同作用下，轻卡行业龙头企业有较大的业绩弹性。

新能源汽车：由于能源危机和环境污染日益严重，国家和地方政府先后调整或出台补贴政策扶持新能源汽车产业发展，体现出政府发展新能源汽车的决心。新能源汽车产业链市场空间巨大。

汽车电子：节能减排和消费升级是驱动相关汽车电子产品渗透率快速提升的核心驱动力，产品快速增长、行业壁垒较高的品种是重要投资标的。另外，随着新能源汽车销量快速增长，汽车电子行业市场关注度提升，或有主题性投资机会。

汽车轻量化：汽车轻量化是实现节能减排的重要手段之一。根据学术研究，燃

油消耗的50%是由于汽车的质量引起的，当整车质量减轻10%，汽车的燃油经济性可提高3.8%，二氧化碳排放量减少4.5%。而目前铝合金车身和碳纤维车身的渗透率较低，未来发展空间巨大。

汽车后市场：后市场涵盖汽车销售以后的一切服务，包括汽车维修包养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易、汽车拆解等。我们认为，随着后市场政策法规完善及汽车电商的兴起，后市场将进入快速发展阶段。同时，由于后市场属于服务业，其盈利水平较高，业绩弹性很大。

我们推荐受益于国4排放产业链受益的江铃汽车、中国汽研、云内动力、福田汽车、上柴股份，推荐属于新能源产业链的江淮汽车，汽车电子推荐京威股份、威孚高科。传统汽车和零部件方面推荐长城汽车、长安汽车、精锻科技。

风险提示

房地产泡沫破灭带来的居民财富缩水；汽车行业竞争加剧超预期。

广发汽车行业研究小组

- 张乐： 分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车相关产业工作经历，5年卖方研究经验，2011、2012、2013年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名；水晶球公募基金最佳汽车行业分析师2012年第五名、2013年第四名；2013年金牛奖第三名，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 闫俊刚： 联系人，吉林工业大学汽车专业学士，13年汽车产业工作经历，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 唐哲： 联系人，复旦大学金融学硕士，浙江大学金融学学士，2014年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。