



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车

胡文洲, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004
(8621) 2032 8520
eric.hu@bocichina.com

王玉笙

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120041
(8621) 2032 8523
yusheng.wang@bocichina.com

*宋佳佳为本报告重要贡献者

宇通客车：有望受益于大气污染防治工作的推进

中央及地方大气污染防治规划或将陆续出台

5月28日，山东省发布《山东省2013-2020年大气污染防治规划（征求意见稿）》，并面向社会公开征求意见。而根据媒体报道，全国性“大气污染防治行动规划”亦有望于近期出台。如该政策能顺利出台，将是继2012年10月《重点区域大气污染防治“十二五”规划》出台之后，第二部全国性的、针对大气污染防治的重要政策。我们认为，针对大气污染的政策密集出台，显示了中央和地方政府对大气污染的高度重视以及坚决治理的态度。

黄标车淘汰是大气污染防治工作的重点发力点

我们认为，黄标车由于其社会保有量大、污染物排放多等，已成为城市大气污染的主要贡献者之一。同时，淘汰黄标车项目由于易于实施、见效快、效果持久，已成为中央和地方政府治理大气污染工作的重点。近期，中央和地方政策均将黄标车淘汰项目作为大气污染防治工作的重要发力点。

- 根据《重点区域大气污染防治“十二五”规划》，2012-15年全国将累计投入资金约940亿元（占全部投入资金的27%），在重点区域淘汰黄标车544万台。2012-2015年重点区域大型客车、中型客车、重型卡车、中型卡车累计淘汰量将分别达到34.8万台、39.2万台、61万台和77.8万台。如淘汰计划能够严格实施，上述车型年均淘汰量将分别达到2012年销量的110.2%、108.4%、23.8%和67%。（见图表1、2，详情请见我们2013年2月20日报告《黄标车淘汰有望加速，客车和中重卡板块最受益》）。
- 山东省在“大气污染防治规划”的征求意见稿中亦提出大力推进城市公交车、出租车、客运车、运输车（含低速车）集中治理和更新淘汰。到2015年，淘汰2005年底前注册运营的黄标车。同时，山东省拟至2015年底，淘汰高污染机动车80万辆（《重点区域大气污染防治“十二五”规划》中为山东设定的淘汰目标仅40万台）。

大中型客车将受益于黄标车淘汰和新能源客车推广

如《重点区域大气污染防治“十二五”规划》能严格实施，未来几年内，重点区域的大中客市场黄标车年均淘汰量将达2012年全国大中客销量的1.1倍。如黄标车淘汰计划在全国范围内执行，每年淘汰数量将更多。我们认为，黄标车淘汰项目的实施将保证大中客市场需求的平稳提升。在淘汰黄标车的同时，大范围推广节能与新能源汽车也是各个地方政府防治大气污染的重要手段。目前各地政府均积极推动CNG/LNG客车、混合动力公交车以及纯电动公交车的推广工作。我们认为，这将有利于大中型客车市场结构的优化。

混动公交补贴或将拉下帷幕，但新一轮新能源公交补贴政策有望很快推出

在大中客市场中销量占比最大的公交车，由于其采购和运营主要由政府主导，体现出较强的政策性和公益性，这一市场更有利于黄标车淘汰，以及节能与新能源汽车推广工作的顺利展开。“十城千辆”和2012年国家出台的3,000-5,000台混合动力公交推广政策均主要针对公交市场。

2013年1-4月，在混合动力公交补贴政策的推动下，大中型公交车销量达到20,210台，同比增长22.8%，而同期大中客市场出现小幅下滑。我们估计，5,000台混合动力公交的补贴配额目前已基本用完，该政策可能将很快退出。而新的新能源公交补贴政策尚未出台。未来几个月内，公交市场的销量（尤其是混合动力公交）可能会因为新能源公交补贴政策真空期而出现一定的回落。

我们认为，虽然“十城千辆”及混合动力公交补贴政策均已告一段落，但针对节能与新能源公交市场的补贴政策并不会就此中断。在推动新能源汽车产业健康发展的政策导向和巨大的环保压力下，政府有望很快推出新一轮新能源公交客车的补贴政策。我们估计，未来新能源客车的补贴额度可能会有所减少，但补贴区域和范围仍有可能扩大。这将更加有利于具备技术优势和成本优势的客车企业扩大在新能源客车领域的市场份额。

宇通客车——大气污染防治及新能源客车发展的最大受益者

我们相信，自2011年下半年起，**宇通客车**(600066.CH/人民币17.96，买入)混合动力客车技术已逐步发展成熟并获得市场的广泛认可。公司采用超级电容智能启停技术路线的混合动力公交车能够做到30%左右的节油(气)水平，在各地公交系统的运营中取得良好的效果。根据各地媒体报告，公司混合动力公交已在十余个大中型城市拿到大批量订单，同时在三四线城市亦开始批量销售。我们估计，2013年1-4月公司混合动力公交销量已超去年全年水平。目前公司在混合动力客车市场占据40%甚至更多的市场份额。

我们认为，公司混合动力技术以其出色的节油性能和广泛的客户认同，已成为现阶段公交领域节能减排的主流技术路线，有望持续受益于国家大气污染防治工作的推进和新能源客车的财政补贴政策。另外，我们按照公司当前的节油(气)性能计算，单车每年可节省燃料成本5-6万元，而单车采购价较传统车型贵50万元左右，如无政府补贴，需10年左右才可收回成本，因此纯市场化的推广可能比较困难。但我们同时也认识到，如单车成本能进一步下降，或节油性能进一步加强，这类车型即便在政府不补贴的情况下，亦有望实现大规模推广。

根据中客网数据，2013年1-4月公司实现大中型公交销售5,003台，同比增长78.5%，大幅好于行业22.8%的增长，成为混合动力客车行业补贴及公交市场更新需求释放的最大受益者。我们认为，未来随着公交市场对于节能与新能源技术要求不断提升，宇通有望凭借其领先的技术逐步打破公交领域的区域垄断，进一步提升其市场份额。

我们认为，公司混合动力技术代表了中国客车产业发展、技术演进的方向，未来有望持续提升其销量水平及盈利贡献。我们仍维持**宇通客车**买入评级。

图表1.根据《重点区域大气污染防治“十二五”规划》，2012-2015年重点区域“黄标车”计划淘汰数量

(台)		北京	天津	河北	上海	江苏	浙江	珠三角	辽宁中部	山东	其他地区	全国合计
载客汽车	微型	62,900	33,777	98,949	9,346	21,162	11,800	24,402	10,174	33,732	106,039	412,281
	小型	149,200	36,351	103,642	32,483	110,073	71,900	393,357	185,136	109,058	602,441	1,793,641
	中型	37,700	13,962	7,016	24,519	61,573	47,500	72,400	23,418	32,873	71,388	392,349
	大型	19,000	4,654	9,400	15,242	68,470	47,400	74,182	16,319	34,194	59,324	348,185
载货汽车	微型	0	0	24,316	1,755	1,190	6,900	116	289	1,203	19,722	55,491
	轻型	23,000	27,921	59,301	28,264	22,970	47,200	541,346	90,655	60,779	145,967	1,047,403
	中型	26,000	5,370	51,149	60,005	156,140	97,000	119,538	19,698	67,497	175,209	777,606
	重型	18,500	7,178	138,139	19,993	87,538	36,600	101,883	53,921	60,071	85,974	609,797
合计		336,300	129,213	491,912	191,607	529,116	366,300	1,327,224	399,610	399,407	1,266,064	5,436,753

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表2.“黄标车”计划淘汰量占汽车保有量和2012年汽车销量的比重

(万台)	2011年底保有量	2012-15年计划淘汰量	计划淘汰量占保有量比重(%)	2012年销量	2012-15年年均计划淘汰量	年均计划淘汰量占2012年销量比重(%)
载客汽车	微型	377	41	10.9	226	10
	小型	6,828	179	2.6	1358	45
	中型	147	39	26.6	9.05	10
	大型	127	35	27.5	7.9	9
载货汽车	微型	18	6	31.7	53	1
	轻型	1,042	105	10.1	184	26
	中型	268	78	29.0	29	19
	重型	461	61	13.2	64	15
合计	9,266	544	5.9	1931	136	7.0

资料来源：环保部，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371