

黄标车加速淘汰，受益明显

买入 首次

目标价格：22.40元

投资要点：

各级政府大力推动大气污染治理，加速黄标车淘汰，带来大中客车巨量需求，宇通客车受益明显。

报告摘要：

- 黄标车是汽车污染主要源头。黄标车指的是不满足国1排放的汽油车，以及不满足国3排放的柴油车，按时间推定，2001年以前的轿车，2008.6.30之前的客车及货车，都是黄标车。目前全国黄标车占汽车保有量比例约10%，但排放污染物占比超过50%。
- 大气污染治理将是本届政府的重要施政路线，各级政府有意愿、有能力、也有实际行动来推动黄标车淘汰工作。**近日国务院常务会议部署大气污染防治十条措施，限期淘汰黄标车是首条措施之一。
- 大中客车黄标车加速淘汰将释放出巨量更新需求。**根据《重点区域大气污染防治“十二五”规划》中黄标车淘汰项目要求，2012-2015年重点区域大型客车、中型客车累计淘汰量将分别达到34.8万台和39.2万台。而2012年大、中客车行业销量为7.9万台和9.1万台。如严格执行，平均每年的淘汰更新需求将是2012年大、中客车销量的147%和144%。公交客车增长将明显加速，今年一季度同比增长29%，其中新能源和节能客车更是实现爆发式增长，混合动力客车一季度同比增长393.7%。
- 宇通客车在公交领域占比不断提升，产品结构上移，带动销量和毛利提升，最受益黄标车淘汰。**2013年一季度，宇通共销售公交车3876台，同比增长96.6%，市占率达到24.36%，比2012年提高了7%，是2009年的两倍多，市占率提升的趋势十分明显。新能源客车市占率接近40%。

汽车行业研究组

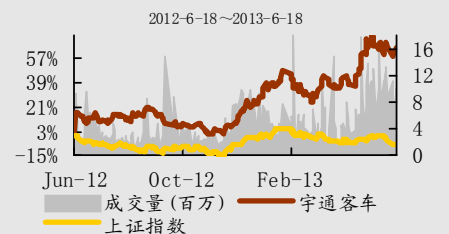
分析师：

何亚东(S1180513050001)

电话：010-88013562

Email: heyadong@hysec.com

市场表现



相关研究

- 《为什么说广汽、长安会翻倍》
2013/1/21
- 《长安汽车-为什么我们超市市场预期50%》
2013/1/22
- 《福特PS可靠性超越大众DSG》
2013/3/20
- 《蒙迪欧外观及发动机远超其它竞品》
2013/4/3

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	16932	19763	24703	29644	35572
增长率(%)	25.62	16.72	25%	20%	20%
归母净利润(百万)	1182	1550	1791	2149	2579
增长率(%)	37.43	31.18	15%	20%	20%
每股收益	0.93	1.22	1.44	1.73	2.07
市盈率	14.94	15.45	13.1	10.6	8.9

目录

一、大中客车黄标车淘汰更新带来巨量的市场空间.....	4
(一) 中央与地方联动，黄标车淘汰有望加速	4
(二) 黄标车淘汰带来的更新需求巨大	4
(三) 公交车置换将成为黄标车淘汰的确定抓手，增速较快，座位客车置换需求也较为乐观.....	4
二、宇通客车在新增市场中市占率和毛利不断提升，充分享受黄标车淘汰带来的红利.....	5
(一) 宇通在高速增长的公交领域市占率不断提升	5
(二) 宇通产品结构提升带来高毛利水平，而全行业的产品结构提升过程也有利于宇通这样的强势品牌进一步扩大占有率	6
三、宇通客车长期受益城镇化和环境治理，各领域空间广阔，估值水平有待提高.....	7
(一) 预计城镇化和环境治理政策后续将陆续密集出台，带来制度红利和广阔空间.....	7
(二) 投资评级—强烈推荐	7

插图

图 1: 行业公交车销量与宇通车市占率情况.....6

一、大中客车黄标车淘汰更新带来巨量的市场空间

（一）中央与地方联动，黄标车淘汰有望加速

国务院总理李克强 14 日主持召开国务院常务会议，部署大气污染防治十条措施。其中第一条中提到限期淘汰黄标车，该措施预计将带来巨量的大、中客车淘汰更新需求；第三条提到大力发展公共交通，长期利好城市公交建设；第六条提到大力培育新能源产业，对于新能源汽车产业是一种支持。

以上措施中，限期淘汰黄标车这项措施目标明确，对于环境治理短期收益明显，各地政府可操作性也较强，成为落实推动可能性很高的一项措施。

近期各地政府密集出台黄标车淘汰政策，主要政策包括黄标车限行、加强黄标车检查、加快公交车更新等措施。其中，黄标车禁行的执行时间主要集中在今年下半年，留给黄标车淘汰的时间所剩无几。

今年黄标车淘汰进程有望加速，主要有以下几个原因：1) 今年雾霾事件频发，无论是政府还是民众，环保意识均上升到了新高度，形成了良好的社会基础 2) 今年中央政府多名常委表态要加强环境治理，决心强 3) 各级政府今年刚经过换届，环保指标纷纷纳入各级政府考核内容，有较强的动力去落实相关环保政策 4) 黄标车监测手段已经成熟，采用节能/新能源客车替代可行性高，黄标车淘汰机制不断完善 5) 禁行的执行时间集中在下半年，留给黄标车淘汰的时间已不多。

（二）黄标车淘汰带来的更新需求巨大

2012 年 10 月，环保部印发《重点区域大气污染防治“十二五”规划》的通知。根据该规划中黄标车淘汰项目要求，2012-2015 年重点区域大型客车、中型客车累计淘汰量将分别达到 34.8 万台和 39.2 万台。而 2012 年大、中客车行业销量为 7.9 万台和 9.1 万台。如果按 3 年淘汰周期计算，则平均每年带来 11.6 万台大客和 13.1 万台中客淘汰更新需求，是 2012 年销量 147% 和 144%。

问题在于 1) 黄标车淘汰政策是否严格执行，2) 黄标车淘汰后是否能转变为更新需求。

首先黄标车淘汰是历史必然，执行严格与否区别仅在于是 2015 年淘汰还是 2016 年淘汰完毕的问题，即使花 4 年时间进行淘汰，大、中客车的年均淘汰量也将达到 2012 年销量的 110% 和 108%。其次，黄标车淘汰后，是否可以转化为更新需求？其中，公交领域基本可以认为淘汰就是更新需求。可以假设普通座位客车领域有 50% 的淘汰量转化为更新需求，公交车和座位客车黄标车存量比例为 1:2，则整体更新需求占淘汰量的 66%。所以在黄标车淘汰期限放宽至 2016 年完成执行和部分淘汰量未能转化为更新需求复合情况下，因黄标车淘汰而引起大中客车的年均更新需求也将达到 2012 年销量的 66% 左右。

（三）公交车置换将成为黄标车淘汰的确定抓手，增速较快，座位客车置换需求也较为乐观

存量大中客黄标车主要由座位客车和公交车构成。淘汰和更新过程中，黄标公交车的

置换措施确定性较高，是当地政府治理黄标车的抓手之一，公交车行业已经并将持续快速增长。因为 1) 公交公司一般为政府资产，有带头进行黄标车淘汰的责任 2) 相对于一般企业，公交公司对于置换产生的经济损失不敏感 3) 黄标公交车淘汰后只要公交线路不发生变化，则必然能转化为更新需求 4) 国家大力推进新能源和节能公交，并提供相应补贴，为黄标公交车置换提供了良好的置换对象。

黄标座位客车相对于公交，由于经济问题，淘汰必然会面临一些阻力。但是从历史经验看，黄标车淘汰还是会对当地销量形成明显促进作用，以重卡为例，2013 年广州地区和厦门地区实行了黄标车城区禁行措施，终端反应黄标车车主均出现明显的换车行为。所以整体而言，座位客车的置换需求也较为乐观，但受黄标车淘汰政策的执行力度影响较大。

自 2012 年 12 月以来，公交车行业呈现高速增长态势，对于我们的判断形成了印证。2012 年公交客车销量共计 70383 辆，同比增长 1.67%，增速低于预期。这与 2012 年的密集颁布 7 项公交相关政策的基本面不符，原因在于 1) 政策落实需要一定周期 2) 各级政府等待换届。在中央和地方换届后，政策效果发力明显。2012 年 12 月，公交客车销量成功突破万辆，达到 10964 辆，同比增长 24.41%，创造了新的公交客车月度销量纪录。2013 年一季度公交车领域增长 29%，是增长最快的客车分支，我们预计这一趋势将起码持续 2-3 年。

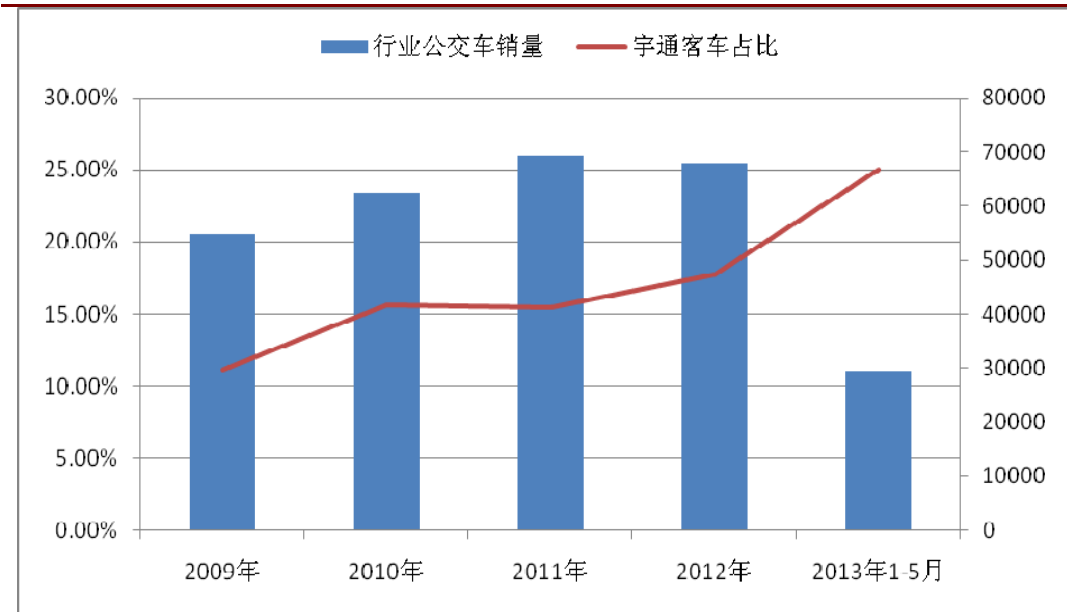
二、宇通客车在新增市场中市占率和毛利不断提升，充分享受黄标车淘汰带来的红利

(一) 宇通在高速增长的公交领域市占率不断提升

以往公交客车市场由于 1) 地方保护主义的存在，各厂商固守一方，实力相当，2) 公交行业回款周期长等问题，宇通汽车自身并未投入大量资源在公交领域，所以整个公交车市场竞争格局未出现明显的龙头企业。

但近几年，公交客车尤其是新能源客车门槛和招标规范性提高，另一方面宇通开始重视公交行业订单，市占率开始稳步提升，行业竞争格局被打破，宇通开始领先。2013 年一季度，宇通共销售公交车 3876 台，同比增长 96.6% (公交行业增速 29%)，市占率达到 24.36%，比 2012 年提高了 7%，是 2009 年的两倍多，市占率提升的趋势十分明显。截止到 2013 年 5 月，宇通公交车销售了 7387 台，市占率达到 25.1%，可以看到，整个公交车行业在加速，宇通的销售在加速，宇通的市占率在提升。宇通在公交领域实现座位客车 30% 以上的市场占有率可能性非常大。

图 1: 行业公交车销量与宇通车市占率情况



资料来源: 中客网 宏源证券

(二) 宇通产品结构提升带来高毛利水平, 而全行业的产品结构提升过程也有利于宇通这样的强势品牌进一步扩大占有率

客车行业目前比较明显的趋势是新能源和节能 (LNG) 客车并喷推高客车消费结构。PM2.5 的主要来源是排放超标的客车和中重卡。淘汰黄标车, 引进混合动力/电动/燃气公交车是防治大气污染最主要的手段之一, 也能提高汽车产业水平, 各级政府均已深刻认识到这一点, 近两年中央和各地不断推出各项政策推动此项工作, 相关经费到位也十分及时。

2013 年 5 月非试点城市新能源推广项目提前实现 5000 台的推广目标, 静待后续接替政策, 大概率持续高速增长。2012 年, 全行业新能源公交车共销售 1.28 万辆, 第四季度销售 0.58 万辆, 占全年销量的 45%。2013 年一季度, 新能源公交车仍保持快速增长趋势。根据节能与新能源汽车网披露, 2013 年一季度国内共生产了 2809 辆混合动力客车, 同比增长 393.7%, 并已连续多月同比增长 100% 以上, 混合动力客车已占同期公交客车产量的 18.0%。5 月底四部委由于提前完成 5000 辆的推广任务, 结束了非试点城市新能源客车推广项目, 但我们估计后期将有类似的不限定推广城市的新能源客车推广项目接替, 可能对于节油率提出更高的要求, 待政策明朗后新能源客车高速增长将进一步延续。

宇通客车在新能源客车领域有较强的技术实力, 采用超级电容器技术路线, 相比较单纯锂电池模式具有安全性高、稳定性好、充放电效率高时间快的优点。在 2012 年底四部委开展的非试点城市混合动力公交客车推广项目中, 宇通凭借其在整车控制系统、节能技术等方面的竞争优势有 8 款车中标, 其中标入围车型节油率可达到 30% 以上, 能获得最高 42 万元的最高补贴, 产品结构较好。宇通客车 2013 年 5 月底前, 在非试点城市已实现了近 2000 辆混合动力客车的销量, 占 5000 辆总推广数的 40%, 已超过了传统客车的市场占有率, 相比 2012 年 28% 的新能源客车市场占有率有了进一步提升, 证明 1) 宇通在新能源客车领域综合实力转化为实际订单的能力很强 2) 行业产品结构提升中有利于强势品牌扩大占有率。2012 年宇通混合动力客车实现销售 1800 台 (相比 2011 年增长 160%), 今年有望进一步加速, 实现 5000-6000 辆的销量 (销售总量的 10%)。新能源客车的毛利

要远高于传统客车，新能源客车利润占比达到 20%。

LNG 多方受益，驱动明确，将持续增长。区别于其他缺乏经济性的环保措施，采用燃气发动机（LNG/CNG）的公交车在全生命周期内成本更低，可以形成政府、传统油气供应商、公交车公司、普通民众多方共赢的局面，成为极其确定的趋势。随着天然气充气设施的完善，将有越来越多的需求转向环保经济的 LNG 客车。根据中客网披露 2012 年燃气客车共计销售 33527 辆，同比增幅高达 78.0%，燃气客车占客车总销量的比例由 2011 年的 7.78% 上升到 13.15%。宇通客车在 2012 年销售燃气客车 6000 台，其中，CNG 客车占 70%，LNG 客车占 30%。2013 年 1-4 月公司燃气客车产量达 2295 辆。我们预计随着基础设施完善，2013 年燃气客车需求将进入加速期，全年销量将达到 9000 台。LNG 客车由于单车售价高，单车毛利也略高。

经与公司沟通，今年宇通新增的 10000 台新能源（含节能客车）生产线产能基本满产，印证了公司在高毛利产品上的快速发展势头。

三、宇通客车长期受益城镇化和环境治理，各领域空间广阔，估值水平有待提高

（一）预计城镇化和环境治理政策后续将陆续密集出台，带来制度红利和广阔空间

公交车属于政府采购，政府的意志和行为将对该领域产生极大影响。未来几年，公交车的销量将得到两方面政策的长期驱动：1）城镇化建设 2）环境治理。这两项政策是本届政府领导下的国策，其层次之高，推动力度之大非一般汽车产业政策可以比拟。后续相关政策必然会陆续出台，给公交领域和新能源客车领域不断注入强心剂。

目前虽然尚未出台城镇化建设指导纲要，但是可以明确的是，我国城镇化率将持续提高，城市人口将不断提高，现代化城市和城镇建设将加速。各级城市的公交体系建设均还有很长的一段路要走。近年一二线城市拥堵问题日益突出，政府加大了对公共交通的支持力度，强调公交优先的政策，带来公交扩容、更新需求。三、四线城市及卫星城的城镇范围扩大，将迎来更多的城镇人口，需要增加公交线路，提升运行密度。

截至 2012 年底，我国公交车保有量约 44 万辆。国家规定的全国文明城市万人拥有公交车 12 标台的标准，出行分担率达到 20%。而根据“公交都市”建设示范工程目标，公交出行分担比例需要达到 40% 以上，常住人口万人公交保有量需达到 15 标台以上。综合考虑，远景我国公交车保有量将达到 90 万台以上，空间广阔。

截至 2012 年，全国新能源客车投入运营约 1.1 万辆，占公交车比例仅约 2.5%，根据各城市新能源公交发展目标，到 2020 年有望达到 50% 以上，新能源加燃气客车未来有望实现 70% 以上的比例。未来几年新能源客车的发展空间巨大，至少每年将带来百亿以上市场。此外，由于目前新能源技术客车路线未确定，未来必然有大量新能源客车由于技术原因将再次淘汰更新，从而进一步扩大新能源客车市场需求。

宇通作为城镇化和大气治理两大投资主题的良好标的，空间广阔，增长确定，估值水平可以看高一线。

（二）投资评级—强烈推荐

盈利预测：预计宇通客车全年实现 5.9 万辆客车销量（全年 15%），增量主要来自于 3500 辆新能源客车，3000 辆燃气客车。而出口、校车和座位客车保持平衡。由于客车结构持续优化，单车均价将能提升 10%（参考 1 季度 42 万均价），销量金额增长将达到 25%，由于今年将新增折旧约 4 亿元，预计 2013 年利润增速在 15%，全年每股盈利 1.40 元，对应于 6 月 19 日收盘价 13.1 倍 PE，预计未来两年公交车领域（含新能源和 LNG）的快速增长仍将延续，随着黄标车加速淘汰更新，宇通客车至少能保持 15% 以上的增长，且存在零部件注入预期，作为城镇化和大气治理的良好标的，给予 2013 年 16 倍 PE，目标价 22.4 元，给予“强烈推荐”评级。

主要风险点：

- 1) 新能源客车后续补贴政策出台缓慢
- 2) 校车和出口持续疲软

作者简介:

何亚东: 宏源证券研究所汽车行业研究员, 清华大学汽车工程系毕业, 广汽 4 年工作经验, 2 年汽车行业证券研究经验。

机构销售团队

区域	姓名	手机号	手机号	邮箱
华北区域	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com
华东区域	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	周迪	0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。