



买入

43% ↑

目标价格: 人民币 24.95

原目标价格: 人民币 20.60

600066.CH

价格: 人民币 17.50

目标价格基础: 18倍 13年市盈率

板块评级: 中性

#### 本报告要点

- 宇通有望成为新能源客车行业高速发展最大的受益者。参考新能源汽车、大气污染防治板块估值水平, 及公司未来3年业绩成长性, 我们认为, 公司估值存在较大提升空间。

#### 主要催化剂/事件

- 新能源客车行业补贴政策出台
- “黄标车”淘汰计划顺利推进

#### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25	(4)	17	-
相对新华富时 A50 指数	44	14	37	-

发行股数(百万)	1270
流通股(%)	96
流通股市值(人民币 百万)	22,225
3个月日均交易额(人民币 百万)	117
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
郑州宇通集团	32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2013 年 6 月 24 日收市价为标准

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: 汽车

胡文洲, CFA

(8621) 2032 8520

eric.hu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

\* 宋佳佳为本报告重要贡献者

## 宇通客车

### 跨越周期, 持续成长的新能源客车龙头

我们认为, 过去 4 年, 中国新能源客车产销规模大幅提升, 技术进步显著, 目前大规模推广时机已经成熟。大气污染防治工作的推进将为新能源客车普及带来历史性机遇。未来 3 年, 新能源客车销量仍将保持 40% 以上的复合增长。宇通客车凭借领先的混合动力技术, 已成为新能源客车产销规模最大的企业, 市场份额或将逐步上升至 40% 左右。我们预计, 2013-15 年公司新能源客车销量复合增速有望达到 71%。随着股权激励计划实施和 3 万台产能陆续投放, 未来公司还将持续增加在传统客车 (尤其是公交) 市场的份额。我们预计, 2013-15 年公司销量和净利润的复合增速分别达到 13% 和 22%。我们上调公司目标价至 24.95 元, 维持公司买入评级。

#### 支撑评级的要点

- 新能源客车将进入大规模推广期。2010-12 年, 新能源客车销量复合增速达 70% 左右, 是“十城千辆”示范推广总量最大的车型。大气污染防治工作的推进为新能源客车行业带来历史性机遇。随着技术进步、成本下降和政策机制持续创新, 未来 3 年, 新能源客车行业复合增速有望达到 40% 左右。
- 宇通客车是新能源客车发展最大的受益者。宇通新一代混合动力综合采用超级电容和智能启停技术, 在实际运营中实现 30% 左右的节油率, 颗粒物和氮氧化物排放量相比于传统客车平均降低 50% 以上, 是目前最为领先, 最具大规模推广潜力的技术。公司插电式混合动力技术产业化步伐逐步临近, 可能达到 60% 的节油率, 有望引领行业技术发展。我们预计, 公司有望凭借领先的技术占据新能源客车市场 40% 左右的份额。
- 宇通在大中客市场的份额仍将持续提升。展望 2013-15 年, 我们预计, 在“黄标车”淘汰和“公交优先战略”推动下, 公交市场需求有望集中释放, 销量复合增速将达到 15%, 带动大中客行业保持 7% 左右的复合增速。为完成股权激励的业绩指标并迅速填满产能, 宇通销售政策可能有所放松, 预计宇通大中客市场份额每年增加 1 个百分点以上。

#### 评级面临的主要风险

- 公路客运市场出现大幅下降;
- 新能源客车产业补贴政策低于预期。

#### 估值

- 考虑到公司在新能源客车领域领先的技术优势和广阔的发展前景, 并参照目前新能源汽车、大气污染防治板块的估值, 我们将目标价由 20.60 元人民币上调至 24.95 元人民币, 相当于 18 倍 2013 年市盈率。维持买入评级。

#### 投资摘要

年份: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	16,850	19,647	23,189	27,055	30,725
变动(%)	24	17	18	17	14
净利润(人民币 百万)	1,181	1,550	1,768	2,161	2,801
全面摊薄每股收益(人民币)	1.262	1.221	1.386	1.694	2.196
变动(%)	36.0	(3.3)	13.5	22.2	29.6
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.374	1.660	2.060
调整幅度(%)	-	-	1	2	7
全面摊薄市盈率(倍)	13.9	14.3	12.6	10.3	8.0
每股现金流量(人民币)	1.55	1.08	1.48	1.73	2.05
价格/每股现金流量(倍)	11.3	16.2	11.8	10.1	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	10.6	7.8	6.2	4.9
每股股息(人民币)	0.167	0.389	0.441	0.539	0.699
股息率(%)	1.0	2.2	2.5	3.1	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 目录

投资摘要与估值.....	3
新能源客车行业迎来历史性发展机遇.....	6
大气污染防治为新能源客车普及带来历史性机遇.....	6
新能源公交技术路线逐步成熟，产销规模高速增长.....	8
新能源客车推广的政策机制有望持续创新.....	10
未来几年，新能源公交市场仍将保持 40% 以上的复合增速.....	11
宇通是新能源客车行业发展最大的受益者.....	12
宇通混合动力客车技术介绍.....	12
宇通混合动力实际工况下可实现 30% 的节油（气）率.....	14
市场化推广顺利，市场份额有望进一步扩大.....	16
公司加快插电式混合动力技术研发，持续引领行业技术发展.....	16
传统客车市场有望稳健增长，宇通份额仍将提升.....	18
预计 2013-15 年宇通销量复合增速为 13%.....	18
公交市场：需求进入集中释放期，宇通市场份额有望大幅提升.....	21
校车市场：具备持续成长空间，是宇通又一增长驱动力.....	25
座位客车市场：需求遇冷，宇通市场地位仍将进一步提升.....	27
附件：公司概况.....	30
研究报告中所提及的有关上市公司.....	33

## 投资摘要与估值

### 新能源客车将成为客车板块长期投资主线

新能源客车是解决大气污染（尤其是颗粒物和氮氧化物）和降低燃油成本的重要手段。过去4年，新能源客车是“十城千辆”示范推广最为顺利、同时销售规模最大的车型。截止至2012年底，新能源汽车累计推广2.74万台，其中新能源客车约占60%。2010-12年，新能源客车销量复合增速约70%左右。

**展望未来，我们认为新能源客车大规模推广的时机已经成熟。**其原因在于：1) 混合动力技术逐渐成熟，出色的节油（气）率受到市场广泛认可，用户采购热情高涨；插电式混合动力和纯电动技术成熟度持续提升，产业化步伐加速。2) 以宇通客车为代表的新能源客车企业规模效应初步体现，成本持续下降。3) 新一轮新能源客车推广政策有望很快出台，推广机制有望持续创新，有效消除地方保护主义，激励技术创新，行业规模化、产业化发展步伐将进一步加快。

**目前大气污染防治工作刻不容缓，中央对大气污染防治工作的高度重视将为新能源客车普及带来历史性机遇。**地方政府大力支持城市公交采购向节能及新能源客车方向转变。未来3年，新能源客车产销规模仍将保持40%左右的增长，至2015年新能源客车销量有望达到2万台，占大中客市场销量的10%。

我们认为，中国是世界上发展新能源客车政策环境、市场环境最好的国家，同时产业链配套资源也较为丰富，这将推动中国涌现出世界级新能源客车领导企业。我们判断，随着新能源客车技术的持续创新和市场空间的打开，新能源客车将成为汽车板块长期投资主线。

### 宇通是新能源客车发展最大的受益者

宇通新一代混合动力车型综合运用智能启停系统、超级电容等领先技术，在实际工况下能够实现30%左右的节油（气）水平，氮氧化物和颗粒物排放分别下降70%和90%左右，同时提供8年质量保证，在中央财政资金的补贴下，体现出显著的优越性。目前，公司已成为中国新能源客车产销规模最大的企业，市场份额逐步上升至40%左右，是中国新能源客车行业发展最大的受益者。

目前，公司正加速插电式混合动力客车的研发、生产工作。我们预计，公司插电式混合动力车型有望实现60%的节油（气）水平，同时污染物排放较传统混合动力进一步下降，而成本较混合动力车型仅小幅增加，卓越的节油性能将推动其在未来几年快速上量。同时，公司也在推进纯电动车型的研发工作。我们认为，公司将凭借持续高效的技术创新，引领新能源行业的技术发展。

我们判断，新一轮新能源客车推广政策出台只是时间问题，新政策有望扩大补贴总额，消除地方保护主义，重点补贴技术创新，鼓励具备核心技术的企业实现产业化、规模化发展。我们认为，新政策有利于宇通客车进一步扩大在新能源客车的市场份额。我们预计，受益于良好的政策环境和市场环境，宇通客车有望凭借持续的技术创新逐渐成长为世界级新能源客车领军企业。

我们预计，2013-15年，宇通新能源客车的销量将分别达到4,000台、6,000台和9,000台，市场份额分别达到36%、40%和45%。新能源客车将成为宇通未来重要的收入和利润来源。

## 客车行业有望保持稳健增长，宇通市场份额仍将提升

展望 2013-2015 年，我们预计大中客行业的销量分别为 17.8 万台、19.6 万台和 21 万台，行业复合增速为 7.3%。我们判断，未来几年各细分市场将出现显著的分化态势，公交市场将成为大中客行业增长的主要驱动力。

- **公交市场：**2013 年 1-5 月，大中型公交市场销量同比增长 31.4%。我们判断，在“黄标车”淘汰和“公交优先战略”的推动下，大中型公交更新及新增需求有望保持畅旺，预计未来 3 年复合增速有望达到 15%；
- **校车市场：**校车社会需求庞大，随着校车运营的逐渐规范，以及违规成本的提升，未来 3 年，校车需求有望保持 22% 的复合增速。我们判断，未来大中型校车占比将会出现下降，预计大中型校车复合增速为 11%；
- **座位客车市场：**在高铁、私家车分流的影响下，长途客运车辆产销规模或将出现下降，旅游、团体类客车仍将保持增长，预计未来 3 年大中型座位客车市场复合增速为 0.2%。

我们认为，公司股权激励计划实施和 3 万台产能陆续释放后，为完成股权激励的业绩指标以及迅速填满产能，公司销售政策可能有所放松，未来公司在大中客各细分市场的份额有望进一步提升。2013 年 1-5 月，宇通大中客市场份额上升至 30%，较 2012 年提升 2 个百分点。我们判断，至 2015 年公司大中客市场份额有望达到 32.8%，较 2012 年提升 4.8 个百分点。

我们判断，公司在公交市场的份额有望大幅提升。未来公交市场对节能与新能源技术要求将越来越高，节能与新能源车型的占比将持续增加，行业竞争有望缓和，市场集中度进一步提升。公司有望在快速发展的新能源公交市场占据 40% 左右的市场份额，同时也将进一步提升传统公交市场的销量。我们预计，未来公司在公交市场的份额有望由 2012 年的 18.6% 提升至 2013-15 年的 24%、26%、28%。2013-15 年公司公交销量分别为 1.91 万台、2.38 万台和 2.82 万台，销量复合增速达到 31.7%，其中新能源公交分别为 4,000 台、6,000 台和 9,000 台，复合增速 71%。除快速提升公交市场份额外，公司仍将进一步加强在座位客车、校车市场的领导地位和市场份额。

## 盈利预测

**销量：**我们预计，2013-2015 年，宇通客车销量有望分别达到 5.8 万台、6.6 万台和 7.4 万台，同比分别增长 12%、14%、12%，三年复合增长率将达到 13%。其中，新能源客车销量有望分别达到 4,000 台、6,000 台和 9,000 台，复合增速达到 71%，至 2015 年新能源客车在公司销量中的占比将达到 12%。

**收入：**随着均价较高的新能源客车和 CNG/LNG 客车占比持续提升，未来几年公司收入增速仍将明显超出销量增速。我们预计，2013-15 年，公司营业收入分别达到 233 亿元、272 亿元和 309 亿元，复合增速达到 16%，收入复合增速超出销量增速约 3 个百分点。

**毛利率：**未来 2 年，随着新能源基地 3 万台产能陆续投产，公司面临较大的折旧压力。我们预计 2013 和 2014 年公司毛利率（扣除主营业务税金及附加后）分别为 18.9% 和 18.7%，较 2012 年的 19.5% 有所下降。

**净利润：**我们预计 2013-15 年，公司归属于母公司净利润分别为 17.7 亿元、21.6 亿元和 28 亿元，公司业绩的复合增长率为 22%。未来 3 年，公司每股收益分别为 1.39 元、1.69 元和 2.20 元。



图表 1. 宇通分车型销量预测

	销量预测 (台)				销量增速 (%)			
	2012 年	2013E	2014E	2015E	2012 年	2013E	2014E	2015E
大中型客车销量	47,474	53,503	61,419	68,793	8.8	12.7	14.8	12.0
其中：座位客车	29,444	28,601	30,889	32,819	(4.7)	(2.9)	8.0	6.3
公交客车	12,318	19,087	23,779	28,169	15.6	54.9	24.6	18.5
卧铺及其他	635	480	300	240	(69.7)	(24.4)	(37.5)	(20.0)
校车	5,077	5,336	6,452	7,565	-	5.1	20.9	17.3
轻型客车销量	4,214	4,425	4,867	5,354	38.1	5.0	10.0	10.0
销量合计	51,688	57,928	66,286	74,147	10.7	12.1	14.4	11.9

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

## 估值

当前宇通客车估值水平相当于 2013 年 13 倍左右市盈率。而目前新能源汽车板块和大气污染治理板块的主要公司平均估值水平相当于 2013 年 26 倍和 28 倍预期市盈率。作为新能源客车龙头，以及最为受益于大气污染防治工作的公司，公司估值明显偏低。

考虑到公司在新能源客车领域领先的技术优势和广阔的发展前景，以及公司传统客车业务持续成长性，我们按照 2013 年 18 倍预期市盈率，给予公司目标价 24.95 元，该目标价相当于 2014 年 14.7 倍市盈率。

图表 2. A 股商用车板块重点上市公司估值表

公司名称	总市值 (人民币, 百万元)	每股收益(元)				每股收益增速(%)			市盈率(倍)			净资产收益率(%)		
		2011	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
比亚迪	69,069	0.59	0.03	0.48	0.76	(94.1)	1281.5	59.3	848.7	61.4	38.6	0.3	5.3	7.8
金龙汽车	4,076	0.58	0.48	0.47	0.75	(18.6)	(2.2)	60.3	19.3	19.7	12.3	5.6	8.6	12.1
万向钱潮	8,524	0.29	0.21	0.26	0.29	(28.7)	23.9	12.6	25.7	20.7	18.4	1.5	1.7	1.7
佛塑科技	3,207	0.55	0.13	0.15	0.17	(76.1)	17.3	11.3	26.7	22.7	20.4	5.6	6.8	7.0
杉杉股份	4,384	0.37	0.39	0.51	0.65	3.6	30.9	27.5	27.6	21.1	16.5	4.4	6.0	7.1
多氟多	2,535	0.36	0.19	0.30	0.40	(47.6)	60.4	31.9	60.3	37.6	28.5	2.6	4.2	5.3
江苏国泰	4,608	0.55	0.53	0.66	0.81	(2.6)	24.2	22.6	24.1	19.4	15.8	14.5	16.5	17.1
新宙邦	3,595	0.72	0.76	0.92	1.13	4.9	21.8	22.7	27.7	22.7	18.5	11.10	12.14	13.30
亿纬锂能	4,308	0.43	0.50	0.69	0.92	14.6	40.2	32.4	43.8	31.3	23.6	13.4	16.1	17.8
德赛电池	7,530	0.87	1.05	1.54	2.19	20.4	46.4	42.8	52.4	35.8	25.1	30.9	36.5	35.6
新能源汽车 板块平均									34.2	25.7	19.9	10.0	12.1	13.0
威孚高科	22,376	1.77	1.30	1.84	2.65	(26.6)	41.3	44.4	25.3	17.9	12.4	10.3	13.2	16.9
龙净环保	9,198	0.59	0.68	0.83	0.98	16.0	21.7	17.9	31.5	25.9	21.9	5.9	6.5	6.9
天壕节能	3,296	0.16	0.29	0.43	0.56	77.6	48.8	32.3	36.0	24.2	18.3	8.4	11.3	13.2
雪迪龙	4,317	0.59	0.72	1.02	1.28	20.8	42.5	25.3	43.8	30.8	24.5	9.0	11.5	12.6
贵研铂业	3,270	0.19	0.24	0.33	0.50	30.0	35.4	52.2	67.7	50.0	32.8	3.9	4.8	6.6
盾安环境	8,296	0.35	0.39	0.61	0.81	10.6	57.6	32.1	25.6	16.2	12.3	9.8	13.5	15.9
龙源技术	6,985	0.61	0.74	1.08	1.36	21.5	45.6	25.4	33.0	22.6	18.1	9.9	12.5	13.3
三聚环保	7,539	0.19	0.36	0.44	0.60	89.7	23.6	36.1	41.8	33.8	24.8	10.4	11.1	12.8
大气污染防治板块平均									38.1	27.7	20.7	8.4	10.6	12.3
宇通客车	22,225	1.26	1.22	1.39	1.69	(3.3)	13.5	22.2	14.3	12.6	10.3	12.1	11.5	11.8

资料来源：公司数据，万得资讯，中银国际研究

\*股价为 2013 年 6 月 24 日收盘价

由于比亚迪 2012 年市盈率异常，“新能源汽车-板块平均”中未包含比亚迪

## 新能源客车行业迎来历史性发展机遇

### 大气污染防治为新能源客车普及带来历史性机遇

#### 汽车保有量激增，燃油消耗和污染物排放与日俱增

2011 年全国民用汽车保有量已达到 9,356 万台，而 2001 年国内汽车保有量仅 1,802 万台，过去十年复合增速高达 18%。我们相信，随着汽车在国内普及率的提升，“十二五”期间国内汽车保有量仍将保持 15%左右的增速。

汽车数量的快速增长对大气环境带来严峻的挑战。根据环保部发布的《2012 年中国机动车污染防治年报》，2011 年全国机动车排放污染物 4,607.9 万吨，其中氮氧化物 (NOx) 637.5 万吨，颗粒物 (PM) 62.1 万吨，碳氢化合物 (HC) 441.2 万吨，一氧化碳 (CO) 3,467.1 万吨。机动车污染物排放成为空气中颗粒物和氮氧化物的重要来源。与此同时，汽车保有量的快速增长对于日益紧缺的能源也形成较大的压力。

#### 大中型客车（尤其是公交车）污染物排放尤其严重

根据《2012 年中国机动车污染防治年报》，大型载客汽车（指车长大于等于 6 米或者核定载客人数大于等于 20 人的载客汽车）仅占国内汽车保有量的 1.3%，但其所排放的氮氧化物和颗粒物分别占总排放的 18.6%和 17.8%，一氧化氮和碳氢化合物排放量占比也分别达到 10.0%和 11.3%。根据测算，一辆大型客车每年排放的氮氧化物是普通家用轿车的 100 倍以上，颗粒物排放量是普通家用轿车的 300 倍以上。

对于一台正常运营的大型公交车，日均运营里程达到 250 公里，百公里柴油消耗约 40 升，其每日柴油消耗量就达到 100 升，并且由于运行路况较差，其污染物排放量更大。由于公交车辆主要在城市市内运营，因此对城市大气环境的破坏力度大。中央和地方政府在大规模淘汰公交黄标车的同时，正大力普及节能与新能源公交，以缩减公交车尾气排放和改善城市大气环境。

图表 3. 2011 年各类型汽车污染物排放量分担率

	各类车型保有量占比 (%)	各类型汽车污染物排放量分担率 (%)			
		氮氧化物 (NOx)	颗粒物 (PM)	一氧化碳 (CO)	碳氢化合物 (HC)
重型载货汽车	5.0	48.6	61.0	21.1	25.9
中型载货汽车	2.9	14.2	8.6	6.0	8.6
轻型载货汽车	11.2	4.5	8.6	9.0	8.5
微型载货汽车	0.2	0.2	0.2	0.7	0.6
<b>大型载客汽车</b>	<b>1.3</b>	<b>18.6</b>	<b>17.8</b>	<b>10.0</b>	<b>11.3</b>
中型载客汽车	1.6	4.1	1.2	4.4	4.8
小型载客汽车	73.7	8.8	2.6	44.1	36.2
微型载客汽车	4.1	1.0	-	4.7	4.1

资料来源：环保部，中银国际研究

注：“大型载客汽车”指车长大于等于 6 米或者核定载客人数大于等于 20 人的载客汽车

### **大气污染防治为新能源客车普及提供历史性机遇**

2013 年年初以来，重度污染天气在中国东部和中部城市集中爆发，持续时间久，涉及区域多，严重影响居民生活。根据《2012 中国环境状况公报》，如果按照 2012 年 2 月发布的《环境空气质量标准》（GB3095-2012）对二氧化硫、二氧化氮和可吸入颗粒物评价结果表明，地级以上城市达标比例为 40.9%；环保重点城市达标比例为 23.9%，其中，可吸入颗粒物和氮氧化物超标严重。机动车排放是构成氮氧化物和颗粒物排放的重要因素，其中占氮氧化物排放总量的 27% 左右。

我们认为，发展新能源汽车是解决汽车环境污染和燃油消耗的重要手段。而客车行业（尤其是公交车）由于其社会保有量小、污染物排放大、燃料成本高昂，且能够通过行政手段推广，将有望成为新能源汽车产业规模化发展的领头羊。

目前，通过 4 年的推广，新能源客车已经初步具备一些成熟稳定的技术路线，在各地的公交系统的应用中表现出不错的节能减排效果和成本经济性。其问题在于生产成本仍然较高，需要依赖政府补贴。我们认为，在国家对大气污染防治工作的高度重视下，新能源客车的普及工作有望在更大的范围内，更大规模地推广，这将为行业的发展带来历史性机遇。

### **国家和地方政府积极倡导在公共领域推广新能源汽车**

2009 年 1 月，财政部和科技部出台“十城千辆”政策，在全国 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作，以财政政策鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车，之后该政策逐步推广至全国 25 个城市。其用意在于发挥政府采购导向作用，在试点城市集中开展新能源汽车产品性能验证及生产使用、售后服务、电池回收利用的综合评价。探索具有商业可行性的市场推广模式，协调发展充电设施，形成试点带动技术进步和产业发展的有效机制。最终探索出能够实现市场化和产业化的新能源客车技术及商业模式。

2012 年 8 月，四部委出台混合动力城市公交客车示范推广政策，将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围从目前的 25 个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市，采取集中招标方式，选择一批节能减排效果显著、性能稳定的混合动力公交客车产品，由中标企业在非试点城市内进行推广，推广目标为 3,000-5,000 辆。国家政策的密集出台体现出中央政府对于在公共领域推广新能源汽车的高度重视和推广决心。

地方政府在巨大环保压力下，对发展新能源公交总体持较为积极的态度，除积极支持当地新能源汽车企业发展之外，部分省市推广新能源公交的力度也较大。如广东省要求“珠三角地区更新或新增公交车要采用新能源汽车。争取到 2015 年全省新能源汽车推广应用规模达到 5 万辆”。我们注意到，广东也是全国大中客保有量以及每年新增量最大的一个省份，2011 年广东省新增大中型客车占全国新增量的 13% 左右。广东省对于新能源公交的支持，将极大地刺激新能源公交市场的需求。

**图表 4. 国家鼓励节能与新能源公交发展政策汇总**

时间	负责部门	政策	主要内容
2009 年 1 月	财政部、科技部	关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知	在北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作，以财政政策鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车
2010 年 5 月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	关于扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广有关工作的通知	增加天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州等 7 个试点城市
2010 年 7 月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	关于增加公共服务领域节能与新能源汽车示范推广试点城市的通知	增加沈阳、成都、呼和浩特、南通、襄樊 5 个试点城市
2011 年 10 月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	关于进一步做好节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知	敦促试点城市加快研究制定相关配套政策措施，切实做好试点组织工作，鼓励新能源汽车生产企业抓住试点有利时机，加快市场化和产业化
2012 年 6 月	国务院	节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）	提出“扎实推进新能源汽车试点示范”、“发挥政府采购的导向作用，逐步扩大公共机构采购节能与新能源汽车的规模”等针对公共领域的新能源推广政策
2012 年 8 月	财政部、科技部、工信部、国家发改委	关于扩大混合动力城市公交客车示范推广范围有关工作的通知	将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围从目前的 25 个节能与新能源汽车示范推广城市扩大到全国所有城市，推广目标为 3,000-5,000 辆

资料来源：财政部、工信部、国家发展和改革委员会网站，中银国际研究预测

**图表 5. 十米以上城市公交客车“十城千辆”示范推广补助标准（单位：万元/辆）**

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的混合动力系统	使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器的混合动力系统	
			最大电功率比 20%-50%	最大电功率比 50% 以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	--
	20%-30%	7	25	30
	30%-40%	8	30	36
	40% 以上	--	35	42
纯电动汽车	100%	--	--	50
燃料电池汽车	100%	--	--	60

资料来源：财政部网站、中央政府门户网站，中银国际研究预测

注：最大电功率比 50% 以上混合动力汽车补助标准均含 plug-in

## 新能源公交技术路线逐步成熟，产销规模高速增长

### 技术路线

从《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》政策表述来看，新能源汽车包括“纯电动汽车、插电式混合动力汽车及燃料电池汽车”。而国家发展新能源汽车的技术路线是“以纯电驱动为新能源汽车发展和汽车工业转型的主要战略取向，当前重点推进纯电动汽车和插电式混合动力汽车产业化，推广普及非插电式混合动力汽车、节能内燃机汽车，提升我国汽车产业整体技术水平”。

从目前国内新能源公交的技术路线看，混合动力技术已经形成较为成熟的技术体系，而纯电动技术尚未取得明显突破。



- **普通混合动力公交：**车内装有内燃机和电驱动两种动力源，可根据需要相互切换使用。如按结构划分，混合动力系统可分为串联式、并联式和混联式。其中，串联式整车只由电动机驱动，发动机带动发电机发电；并联式整车主要由发动机驱动，电动机参加助力，也可低速时纯电动行驶；混联式电机功率大，即可串联又可并联。按照内燃机燃料类型又可分为油电混合动力、气电混合动力两类。其中油电混合动力车型较传统柴油车能够实现 20%-40% 的节油率，同时排放的污染物较传统柴油车下降幅度更大。气电混合动力较传统 LNG 公交能够实现 20%-40% 的节气率，与 LNG 公交一样，气电混合动力颗粒物及氮氧化物排放量极小，会产生较多的碳排放。目前，油（气）电混合动力车型售价在 90-100 万元左右，较传统车型贵 50-60 万元，目前这类车型技术上已基本成熟，可做大范围推广，在政府补贴的刺激下，各地需求较为旺盛。
- **插电式混合动力车型：**是普通混合动力和纯电动技术路线之间的一种过渡性质的技术路线。相对于普通混合动力公交而言，插电式混合动力车型可通过外部电源充电，电池主要采用锂离子电池或锂聚合物电池。在纯电动模式下，插电式混合动力车型可以续航里程。这种技术路线也较为适用于单次行驶里程短，可频繁充电的公交领域。其燃料成本和污染物排放较传统混合动力又有明显下降。但由于电池成本高昂，这类车型成本较高，推广难度相对较大。
- **纯电动车型：**完全由可充电电池提供动力源，通过将电能储存在铅酸电池、锂离子电池等电池中，再由动力电池向驱动电机提供电能，驱动系统将电能转化为机械能。纯电动车型其排放和运营成本均来自充电环节，其他环节基本上无污染物排放和运营成本发生，其污染物排放和运营成本基本可以忽略不计。纯电动车型单价较高，单台售价基本在 150-200 万元左右，动力电池组在成本中的占比较大，而目前国内动力电池技术尚不成熟，表现为电池的价格较高、能量密度低、续航里程短、使用寿命有限。但目前国内电池技术已有了明显的进步，我们认为，如果电池技术能进一步突破，纯电动客车发展前景依然广阔。

### 推广现状

根据中国汽车工业协会不完全统计，自 2009 年国家正式实施“十城千辆”政策至 2012 年底，我国 25 个试点城市共示范推广各类节能与新能源汽车 2.74 万辆，其中公共服务领域 2.3 万辆，私人领域 0.44 万辆。公共服务领域推广车辆中，包括公交车、出租车、环卫车等车型，我们预计，公交车占据公共服务领域新能源汽车推广量的 70% 左右。

技术路线方面，新能源客车的技术路线在“十城千辆”初期以纯电动为主，但纯电动的技术路线不成熟，推广过程中存在很多问题。随着混合动力客车的技术逐步成熟，2011 年之后，新能源客车的销量中混合动力占比持续提升。2012 年 8 月，四部委决定在 25 个试点城市以外的其他城市重点推广混合动力车型，该类车型自 2013 年年初开始销售，截至 5 月底，已基本达到 5,000 台的目标推广量。加上“十城千辆”在 2013 年年初仍有销量，我们估计 1-5 月混合动力车型的销量将有望达到 6,000 台左右。而 2013 年 1-5 月 10 米以上公交车总销量仅 1.9 万台，混合动力客车占比已达 1/3。这表明，在有政府补贴的情况下，混合动力公交在燃油经济性和环保性能上，体现出非常显著的优越性，受到用户的认可。

## 新能源客车推广的政策机制有望持续创新

### “十城千辆”政策摸索期已结束

“十城千辆”政策具有明显的探索性质。作为国家鼓励新能源公交发展的核心政策，在当时国内新能源技术尚不成熟、技术路线难以确立的背景下，只是探索性的政策。其用意在于发挥政府采购导向作用，在试点城市集中开展新能源汽车产品性能验证及生产使用、售后服务、电池回收利用的综合评价。探索具有商业可行性的市场推广模式，协调发展充电设施，形成试点带动技术进步和产业发展的有效机制。最终探索出能够实现市场化和产业化的新能源客车技术及商业模式。在政策实际执行过程中，存在很多较严重的问题：

- 1) **地方保护主义色彩浓重。**25个“十城千辆”试点城市中，地方政府倾向于支持当地企业发展，优先采购当地新能源客车生产厂商的产品，这不利于真正具备核心技术的新能源企业充分享受政策机遇。
- 2) **技术路线的政策导向过于超前。**在新能源政策推广初期，政府希望跨过目前已趋于成熟的混合动力技术路线，直接发展纯电驱动型的纯电动车和插电式混合动力车型。新能源产业链上的企业也在政策导向的作用下，积极探索纯电动车的技术解决方案，而对混合动力技术的研究和应用相对偏弱。而实际上，纯电动技术上迟迟无法突破，在各地的推广过程中困难重重，一些真正具备产业化和大规模推广条件的混合动力车型，政府支持力度不足。
- 3) **市场鱼龙混杂，为行业发展蒙上阴影。**部分厂商技术路线不成熟、产品性能不稳定，依靠巨额政府补贴及地方政府背景，获得大批量新能源订单，抢占了政府为数不多的补贴资源，而这些车辆难以收到预期效果，部分新能源车辆甚至在采购之后的两年左右时间就已基本闲置，这也导致部分地方政府发展新能源客车的心态趋于谨慎，而不会贸然投资购买大批量新能源车，为行业发展蒙上了一层阴影。

### 3,000-5,000 台混合动力客车推广政策初步体现政策机制创新

至2012年8月，四部委出台混合动力城市公交客车示范推广政策，将混合动力公交客车（包括插电式混合动力客车）推广范围扩大到全国，采取集中招标方式，选择一批节能减排效果显著、性能稳定的混合动力公交客车产品，由中标企业在非试点城市内进行推广。我们认为，这一补贴政策相对于以往政策有几点创新：

- 1) 新能源客车政策由25个“试点城市”到普及到全国；打破补贴的区域限制。
- 2) 补贴资金由中央政府直接补贴给生产企业，而非“十城千辆”时期由采购方申请补贴资金；一定程度上减轻了采购方的资金压力和新能源采购的地方保护主义。
- 3) 仅补贴技术相对成熟的混合动力车型（含插电式混合动力），更有针对性。由于混合动力客车技术上已经趋于成熟、稳定，节油（气）率以及能耗水平大幅降低，出色的节油性能能够迅速覆盖新增采购成本。

这一政策机制的创新迅速获得市场响应，仅5个月就已达混合动力5,000台的推广目标。宇通、中通、金龙等具备技术优势的企业受益于政策机制的创新实现迅速上量。

目前，“十城千辆”以及混合动力客车推广政策均已结束，新能源客车行业处于政策的真空期。但我们认为，后续新一轮新能源客车政策即将出台，新政策将充分总结过去4年中新能源客车推广工作的得失，重新审视我国新能源客车各种技术路线的现状和发展前景，从而出台更具有针对性和有利于新能源汽车产业健康持续发展的政策。我们认为，新政策重点推动新能源客车核心技术创新，鼓励具备技术优势的企业实现规模化发展。

### 未来几年，新能源公交市场仍将保持40%以上的复合增速

经过4年的试点推广，目前新能源客车是新能源汽车推广数量最多，推广效果最好的车型。我们认为：

- 1) 新能源客车已经形成了相对较为成熟的技术路线，混合动力车型能够实现在较低的成本下，大幅降低燃油消耗和污染物排放，是现阶段能够大规模推广的车型；
- 2) 领先的新能源客车企业（主要是宇通客车）在试点推广的过程中技术不断优化、成熟，产销规模快速提升，已经实现规模化生产；
- 3) 新能源客车的推广模式以及补贴政策在逐步完善创新，新一轮新能源补贴政策有望更加注重机制创新，从而实现新能源客车产业更加健康的发展。

我们认为，在严峻的大气污染挑战下，发展新能源客车产业将成为中央政策重点之一，地方政府在巨大的环保压力下，也将逐渐淘汰老旧、黄标车型，并批量采购新能源客车，这将促使新能源客车产业规模迅速扩大。根据广东省政府针对新能源客车的发展政策，未来几年“珠三角地区更新或新增公交车要采用新能源汽车。争取到2015年全省新能源汽车推广应用规模达到5万辆”。除广东之外，我们认为，京津冀地区和长三角等发达地区（同时也是污染较为严重的地区）也将将新能源公交作为优先发展的选择。

我们预计，未来几年新能源公交有望保持40%左右的复合增长，至2015年国内新能源公交的产销规模将达到2万台，占据当年大中型公交年销量的20%左右。预计混合动力车型将是未来几年新能源客车的主要技术路线，插电式混合动力随着技术成熟度的提升也将逐步上量。纯电动车型受电池成本、电池续航里程和使用寿命制约，推广难度相对较大，但随着电池技术的发展，纯电动车型仍将成为新能源客车发展的最终战略方向。

**图表 6. 新能源客车行业产销规模测算**

(台)	2012E	2013E	2014E	2015E
行业总量	7,000	11,000	15,000	20,000
增长率	-	57.1%	36.4%	33.3%

资料来源：中银国际研究预测

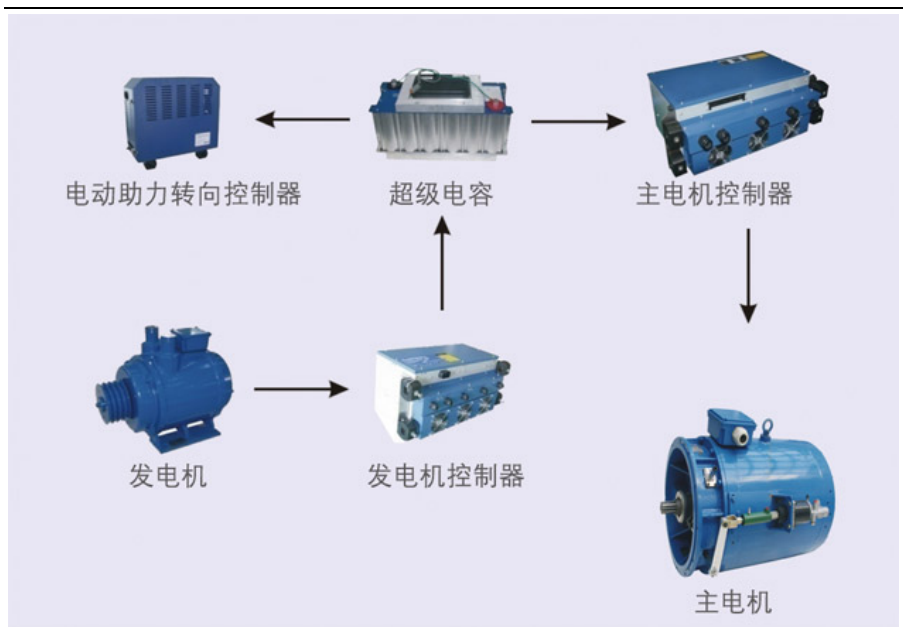
## 宇通是新能源客车行业发展最大的受益者

### 宇通混合动力客车技术介绍

宇通客车在新能源客车领域技术积淀深厚。公司于 1999 年开发了第一款纯电动客车；2005 年完成了第一款混合动力客车；2007 年完成了 12 米低地板混合动力城市公交客车，并服务于北京奥运会；2007 年组建的新能源客车项目组，负责新能源客车核心技术的研发；2008 年完成了并联式低地板混合动力城市客车开发。2009 年公司从战略发展出发，组建新能源产品部，负责新能源客车产品和新能源客车核心技术的研发。在新能源客车核心技术动力系统的自主研发过程中，公司以全面掌握整车控制核心技术为目标，以差异化客车产品开发为主线，进行了一系列关键技术研发，具体包括：基于双电机同轴的双模式驱动方案设计、基于行驶工况的动力系统匹配及优化、基于镁铝合金的车身轻量化设计、基于等效油耗控制算法的功率分配策略开发、基于 ISO26262 的整车安全策略设计、基于 J1939 的整车控制网络、基于 S12 单片机的整车控制器开发、基于中国典型城市工况的经济性试验和国家标准推荐的全部动力性实验等。根据上述核心研究成果，宇通开发出 ZK6126MGQA9 型、ZK6126PHEVGQDA 型、ZK6106PHEVG1 型、ZK6108CHEVG1 型、ZK6126CHEVGAA 型混合动力客车，上述车型具备了 30% 以上的节油率，电功率比达到 50% 以上。同时，公司插电式混合动力城市客车(PHEB)产业化技术攻关项目，成为“十二五”规划中第一批获得国家 863 计划重点支持的新能源客车项目。

公司新一代混合动力客车技术已经趋于成熟。宇通新一代混合动力系统采用双电机强混结构。其中，主电机（及主电机控制器）负责驱动整车及刹车能量回收；发电（启动）机（及发电（启动）机控制器）负责给储能器充电及快速启停发动机；储能器（及储能器管理器）负责存放电能，只采用超级电容。

图表 7. 宇通新一代混合动力系统关键零部件组成情况



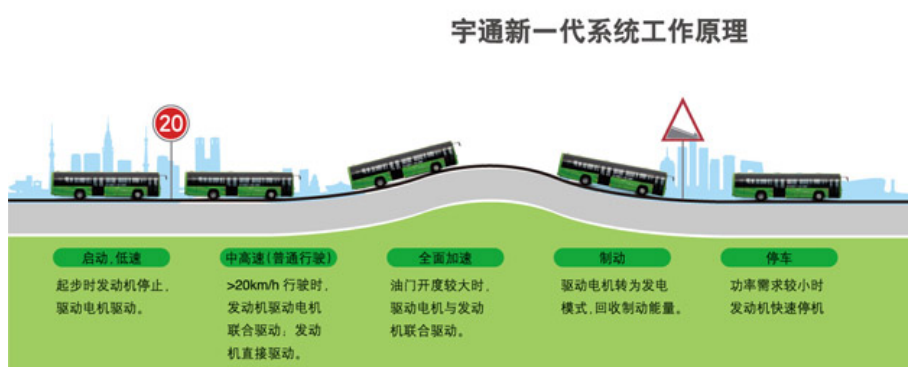
资料来源：公司数据，中银国际研究预测



其工作原理是：

1. 启动、低速：起步时发动机停止，驱动电机驱动；
2. 中高速（普通行驶）：>20km/h 行驶时，发动机驱动电机联合驱动；发动机直接驱动；
3. 全面加速：油门开度较大时，驱动电机与发动机联合驱动；
4. 制动：驱动电机转为发电模式，回收制动能量；
5. 停车：功率需求较小时，发动机快速停机。

图表 8. 宇通新一代混合动力系统工作原理



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们认为，公司混合动力系统有以下几点创新：

- 1) **超级电容器**：取消锂电池，只采用超级电容，使用寿命可达 8 年。同时解决了不加电池的车辆动力性问题，可连续爬坡及 0~10km/h 坡上频繁起停。
- 2) **IST 智能启停技术**：起步、到站、停车、滑行等功率需求较小时发动机快速停止工作，在功率需求增大时，发动机瞬时启动。在中国城市典型工况下 50% 以上的时间发动机都处于停机状态，这一技术非常适合国内公交市场。目前国内只有宇通新一代系统实现了该功能。这项技术可提高约 15% 的节油率。

图表 9. 宇通新一代混合动力系统性能优势

系统构型	宇通	其他
安全性	1、采用高压隔离技术，涉水能力优于传统车 2、采用三级绝缘技术，高压系统更安全	1、无此技术，涉水能力弱于传统车 2、普通二级绝缘
可靠性	1、储能器采用单一超级电容，可与整车同寿命 2、加装超级电容管理系统，更安全可靠	1、采用超级电容加锂电池方案，可靠性较差 2、无超级电容管理系统
高效节能	应用领先的 IST 智能启停技术，可提高节油 15%	无启停功能
智能化	专业的新能源远程智能监控系统，实时监控电压、电流、油耗等信息，确保安全，搭建车辆管理、安全监控平台	无类似功能

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 宇通混合动力实际工况下可实现 30%的节油（气）率

根据试点客户实际使用数据推算,宇通油电混合动力客车百公里油耗下降 32% 左右, 每公里运营成本可节省 1 元, 每年节省 8.5 万元, 8 年可节省 68 万元。碳排放上每年更是可减少 36.8 吨, 8 年可减排 294 吨。而公司混合动力车型可享受政府 42 万元补贴, 用户单台采购成本较传统柴油车仅增加 10 万元左右。

同样根据试点客户实际使用数据推算, 宇通气电混合动力客车每公里运营成本可节省 1.6 元, 相对于传统柴油车, 成本下降幅度达到 54.4%, 每年节省 14.5 万元, 8 年可节省 116 万元。同时, 碳排放上每年更是可减少 53 吨。8 年可减排 430 吨。公司气电混合动力车型同样享受政府 42 万元补贴, 用户单台采购成本较传统车型增加 15 万元左右。

公司整车排放对标测试结果显示, 混合动力车型在降低油耗和碳排放的同时, 颗粒物以及氮氧化物排放量下降更多。在实际工况下, 颗粒物和氮氧化物排放量相比于传统客车平均降低 50% 以上。

图表 10. 油电混合动力车与传统柴油车运营数据对比

	柴油	油电混合动力	下降幅度	对比分析说明
使用成本 (元/km)	3.05	2.07		每公里运营成本可节省 1 元
年使用成本 (元)	26.7	18.1	32%	每年运营成本可节省 8.5 万元
8 年使用成本 (元)	213.5	145.2		8 年运营成本可节省 68 万元
日碳排放量 (kg)	263	158		每天可减排 105kg
年碳排放量 (kg)	92,050	55,300	40%	每年可减排 36.8 吨
8 年碳排放量 (kg)	736,400	442,400		8 年可减排 294 吨
百公里油耗 (L/100km)	39.1	26.58	32%	百公里油耗降低 12.5 升

<b>基本假设</b>				
油价 (元/升)	7.8			
服务天数 (天)	350			
日均行驶里程 (km)	250			
服务年限 (年)	8			

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

图表 11. 气电混合动力车与传统柴油车运营数据对比

	柴油	气电混合动力	下降幅度	对比分析说明
使用成本 (元/km)	3.05	1.39		气电比柴油车每公里可节省 1.6 元
年使用成本 (元)	26.7	12.2	54.4%	气电比柴油车每年可节省 14.5 万元
8 年使用成本 (元)	213.5	97.3		气电比柴油车 8 年可节省 116 万元
日碳排放量 (kg)	263	109		气电比柴油车每天可减排 154kg
年碳排放量 (kg)	92,050	38,192	58.6%	气电比柴油车每年可减排 53 吨
8 年碳排放量 (kg)	736,400	305,536		气电比柴油车 8 年可减排 430 吨
百公里油耗 (L/100km)	39.1	23.16kg	-	

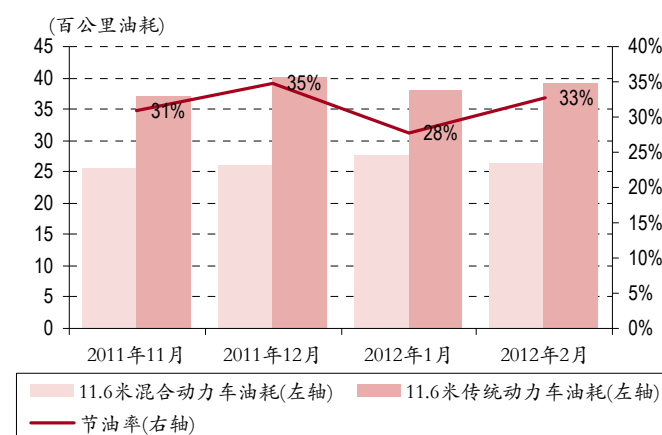
<b>基本假设</b>				
油价 (元/升)	7.8			
服务天数 (天)	350			
日均行驶里程 (km)	250			
服务年限 (年)	8			

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

从郑州运营的数据看，430 辆 ZK6126CHEVGAA 混联式混合动力公交车自 2011 年 10 月正式投入郑州运营，总运行里程超过 360 万公里，节油率为 29.12%-34.66%。经郑州公交统计，每台车每月可节省燃油约 648L，每台车每年节省成本 5.5 万元。

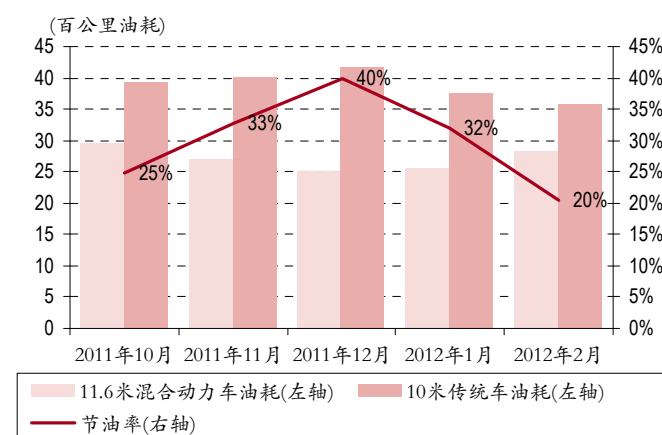
从海口的运营数据看，2 辆 ZK6126CHEVGAA 正式投入海口 22 路运营，运行里程超过 7.5 万公里。通过数据对比，11.6 米混合动力客车相对于传统 10.3 米车，整车节油率达到 30% 以上。

**图表 12. 郑州宇通油电混合动力客车 (ZK6126CHEVGAA) 百公里油耗情况及节油率**



资料来源：公司数据，中银国际研究

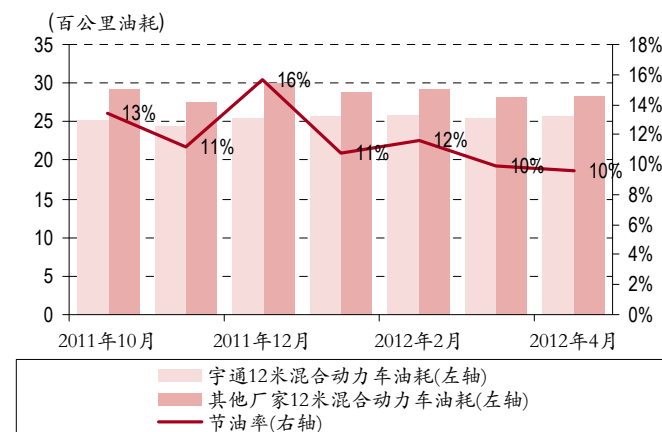
**图表 13. 海口宇通油电混合动力客车 (ZK6126CHEVGAA) 百公里油耗情况及节油率**



资料来源：公司数据，中银国际研究

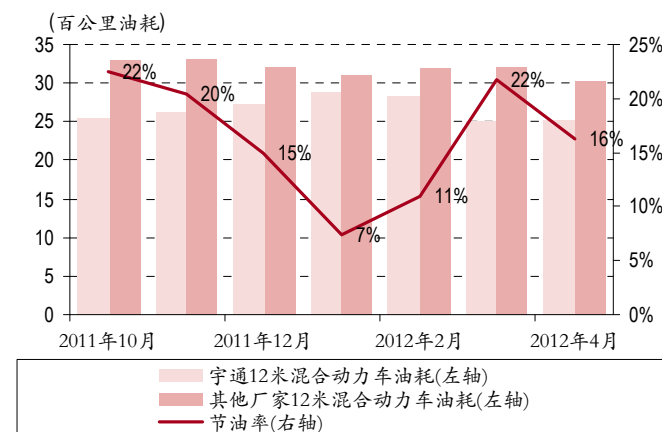
相对于其他客车品牌的混合动力车型，宇通混合动力车型也表现出非常更加优秀的节油性能。23 辆 ZK6126PHEVGQDA 混联式混合动力公交车自 2011 年 8 月正式投入苏州运营，相比同线路其他厂家混合动力车节油 3L 以上，相对节油率达到 10%-16% 左右。在天津，1 辆 ZK6108CHEVG1 混联式混合动力公交车自 2011 年 9 月投入运营，相比同线路其他厂家混合动力车节油 5L 以上。2012 年 3 月 106 辆 ZK6126CHEVGAA 混联式混合动力公交车陆续正式投入，目前节油率也超过 30%。

**图表 14. 苏州宇通油电混合动力客车 (ZK6126PHEVGQDA) 百公里油耗情况及相对于其他混合动力车型的节油率**



资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 15. 天津宇通油电混合动力客车 (ZK6108CHEVG1) 百公里油耗情况及相对于其他混合动力车型的节油率**



资料来源：公司数据，中银国际研究

## 市场化推广顺利，市场份额有望进一步扩大

根据各地媒体报告，2011年以来，公司混合动力公交车型已在20余个大中型城市拿到大批量订单，同时在一二线城市亦开始批量销售。我们估计，2013年前5个月公司混合动力公交销量已超出2,000台，占据约40%左右的市场份额。截止目前公司新能源客车的累计产销规模已达到4,000-5,000台左右，远超过其他竞争对手。

图表 16. 宇通混合动力公交在部分城市的销售情况

投放城市	投放时间	数量	技术路线
东莞	2013年5月前后	100	气电混合动力
温州	2013年2月	110	油电混合动力
保定		298	气电混合动力
苏州	2012年6月	68	气电混合动力
吴江	-	54	气电混合动力
常熟	-	50	气电混合动力
张家港	-	50	气电混合动力
天津	2012年4月	106	油电混合动力
	2012年8月	10	纯电动客车
	2012年11月	30	油电混合动力
郑州	2013年4月	71	油电混合动力
	2011年10月	430	油电混合动力
海口	2011年10月	16	油电混合动力
	2012年4月	20	油电混合动力
	2012年4月	6	油电混合动力
池州	2013年5月前后	28	油电混合动力
汉中	2013年5月	15	气电混合动力

资料来源：宇通客车网站及各地方政府网站，中银国际研究预测

## 公司加快插电式混合动力技术研发，持续引领行业技术发展

2012年10月19日，由国家863计划电动车重大专项监理专家组组长王秉刚和国内十余位知名专家组成的国家高技术研究发展计划（简称“863计划”）课题中期检查专家组莅临宇通，对公司承担863计划的《宇通插电式混合动力城市客车产业化技术攻关》课题进行中期验收。验收组专家现场查看了底盘车间、试验中心和新能源展车，试乘了插电式混合动力样车，并听取了课题组关于国家863计划《宇通插电式混合动力城市客车产业化技术攻关》课题中期执行情况汇报。

验收组专家经讨论一致认为：《宇通插电式混合动力城市客车产业化技术攻关》在整车控制技术、节能技术、专用发动机技术、轻量化技术等方面研究取得突破，节能和节油效果显著，核心指标已优于“宇通插电式混合动力城市客车产业化技术攻关任务合同书”中规定的考核指标，提前实现了国家《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》中的相关指标要求，并一致同意通过中期验收。

我们认为，这标志着宇通已掌握了插电式混合动力城市客车的关键技术。我们认为，未来公司插电式混合动力车型有望实现60%左右的节油（气）水平，在目前普通混合动力车型30%的节油（气）率基础上进一步降低。由于插电式混合动力需要新增动力电池组，我们判断其成本可能较普通混合动力车型增加10-20万元。但考虑到其显著的节油性，新增采购成本有望在2-3年内由节约的运营成本覆盖，我们认为，公司插电式混合动力客车问世后有望实现迅速放量。



在研发混合动力的同时，公司也正在加快纯电动车型的研发步伐。我们认为，最近几年国内电池技术进步较快，如未来电池技术能够进一步实现突破（如循环充放电次数增加、电池能量密度提升、成本降低），纯电动客车仍有望获得大规模推广。我们认为公司正在积累纯电动技术，未来一旦产业链配套体系成熟，公司将迅速打开纯电动市场。

我们认为，公司将凭借优秀的技术团队和大规模技术开发投入，引领新能源客车产业技术发展。我们预计 2013-2015 年公司有望获得新能源客车市场 36%、40% 和 45% 的份额，预计 2013-2015 年公司新能源客车的销量分别达到 4,000 台、6,000 台和 9,000 台。

**图表 17. 宇通客车新能源客车销量预测**

(台)	2012E	2013E	2014E	2015E
宇通客车销量	1,800	4,000	6,000	9,000
增长率	-	122.2%	50.0%	50.0%
市场份额	25.7%	36.4%	40.0%	45.0%

资料来源：中银国际研究预测

## 传统客车市场有望稳健增长，宇通份额仍将提升

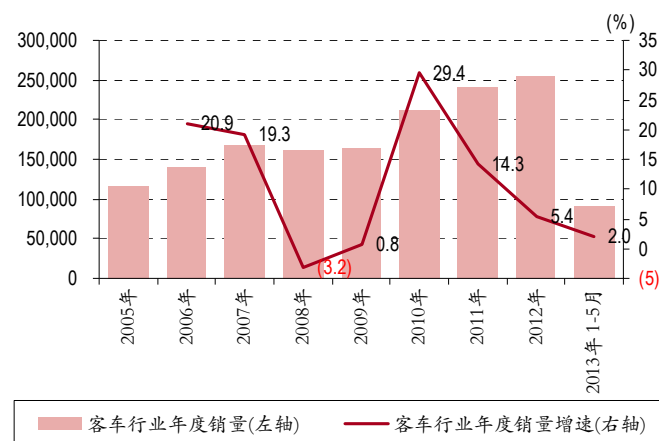
预计 2013-15 年宇通销量复合增速为 13%

### 过去 7 年大中客市场复合增速达到 10.9%

从 2012 年的销量看，国内客车总销量达到 25.5 万台，其中，座位客车 15.6 万台，公交客车 7 万台，校车 2.7 万台。2012 年大中客（指车长 7 米及以上的客车）销量 17 万台，其中座位客车 8.7 万台，公交客车 6.6 万台，校车 1.5 万台。

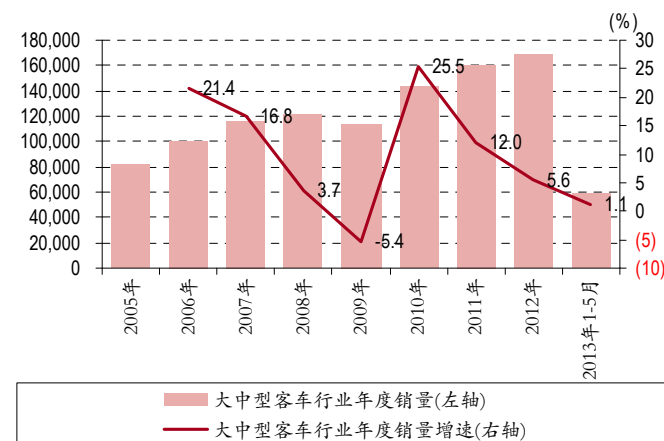
2005-2012 年，客车行业复合增速达到 11.9%，其中座位客车复合增速 9.8%，公交客车复合增速达到 12.3%。2005-2012 年，大中型客车市场复合增速为 10.9%，其中座位客车复合增速达到 8.5%，公交市场复合增速达到 12.5%。大中型公交客车市场增长较为稳健，复合增速较座位客车高出约 4 个百分点。从 2013 年 1-5 月的情况看，大中型公交销量已超过大中型座位客车。

图表 18. 客车行业年度销量及增速



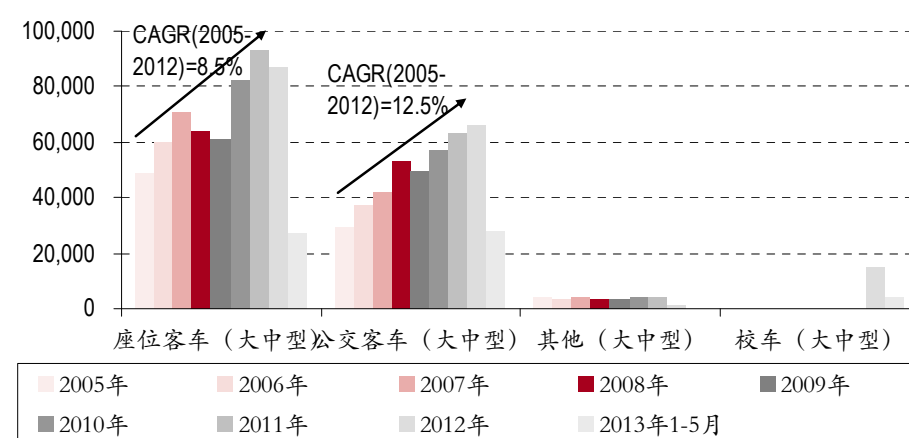
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 19. 大中型客车行业年度销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 20. 大中型客车行业各细分市场年度销量及 2005-2012 年复合增长率



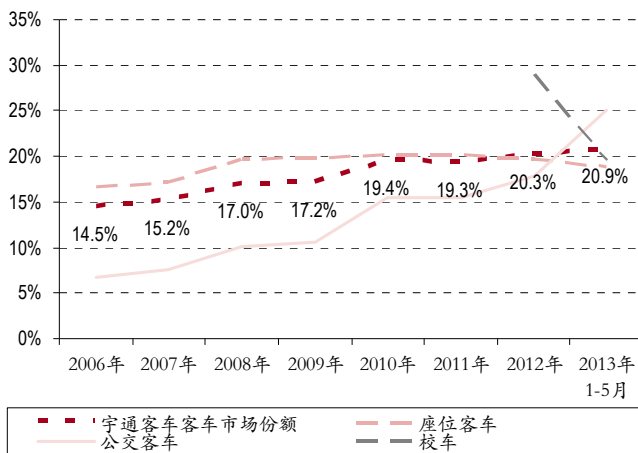
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 宇通客车市场份额持续提升

2012年，宇通客车占据中国客车市场20.3%的市场份额。在客车行业的各个细分市场中，公司均拥有领先的市场地位。2012年公司在座位客车、公交客车和校车市场的份额分别为19.7%、17.8%和28.9%。

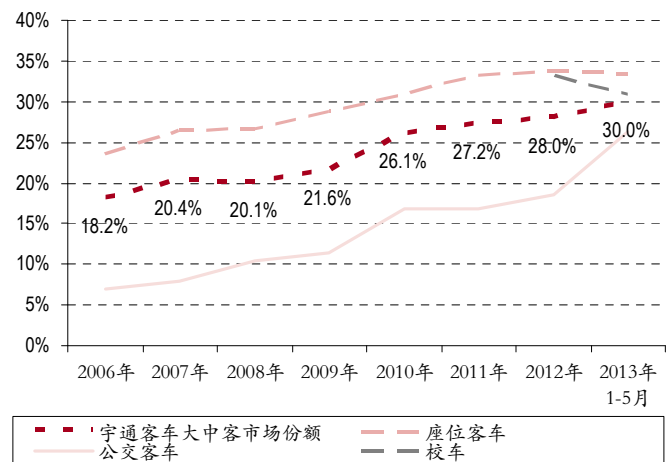
而公司在大中型客车市场的市场份额更加突出。2012年，公司占据大中型客车28%的市场份额，其中，座位客车、公交客车和校车市场的市场份额分别为33.9%、18.6%和33.3%。2013年1-5月，公司大中型客车市场份额进一步提升至30%，其中，公司在大中型公交市场的份额进一步提升至26.2%；大中型校车市场份额回落至30.9%；大中型座位客车市场份额仍保持在33.5%的水平。

图表 21. 宇通客车在客车行业及各细分市场的市场份额



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 22. 宇通客车在大中客市场及各细分市场的市场份额



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 未来三年大中客仍将保持7.3%的复合增速

展望2013-2015年，我们预计，大中客行业的复合增速为7.3%。我们判断，未来几年，各细分市场将出现显著的分化态势，其中：

- 1) **公交市场**：2013年1-5月，大中型公交市场销量同比增长31.4%。我们判断，在“黄标车淘汰”和“公交优先战略”的带动下，未来3年大中型公交市场有望保持15%的复合增速；
- 2) **校车市场**：社会需求规模庞大，随着校车运营的逐渐规范，以及违规成本的提升，未来校车需求有望保持22%的复合增速，其中未来大中型校车在校车中的占比将会出现下降，预计大中型校车复合增速为11%；
- 3) **座位客车市场**：在高铁、私家车分流的影响下，长途客运车辆产销规模或将出现下降，旅游、团体类客车仍将保持增长，预计未来三年大中型座位客车市场复合增速为0.2%。

我们判断，2013-15年大中客行业的销量分别为17.8万台、19.6万台和21万台，复合增速达到7.3%。其中新能源客车销量分别为1.1万台、1.5万台和2万台，复合增速为41.9%。

**图表 23. 2012-2015 年客车分车型销量及预测**

	销量预测 (台)				销量增速 (%)			
	2012 年	2013E	2014E	2015E	2012 年	2013E	2014E	2015E
大中型客车销量	169,571	178,214	196,193	209,535	5.6	5.1	10.1	6.8
其中：座位客车	86,932	81,716	85,802	87,518	(6.6)	(6.0)	5.0	2.0
公交客车	66,273	79,528	91,457	100,602	4.3	20.0	15.0	10.0
卧铺及其他	1,111	800	500	400	(71.8)	(28.0)	(37.5)	(20.0)
校车	15,255	16,170	18,434	21,015	-	6.0	14.0	14.0
轻型客车销量	85,456	92,292	97,830	102,722	4.8	8.0	6.0	5.0
销量合计	255,027	270,506	294,023	312,257	5.4	6.1	8.7	6.2

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 预计宇通销量复合增速为 13%，市场份额每年提升 1 个百分点以上

我们认为，公司股权激励计划实施和 3 万台产能陆续释放后，为完成股权激励的业绩指标以及迅速填满产能，公司销售政策可能有所放松，未来公司在大中客各细分市场的份额有望进一步提升。2013 年 1-5 月，宇通大中客市场份额上升至 30%，较 2012 年提升 2 个百分点。我们判断，至 2015 年公司大中客市场份额有望达到 32.8%，较 2012 年提升 4.8 个百分点。

我们预计，未来公交市场对节能与新能源技术要求将越来越高，节能与新能源车型的占比将持续增加，行业竞争有望缓和，市场集中度进一步提升。公司有望在快速发展的新能源公交市场占据 40% 左右的市场份额，同时也将进一步提升传统公交市场的销量。我们预计，未来公司在公交市场的份额有望由 2012 年的 18.6% 提升至 2013-15 年的 24%、26%、28%。2013-15 年公司公交销量分别为 1.91 万台、2.38 万台和 2.82 万台，销量复合增速达到 31.7%，其中新能源公交分别为 4,000 台、6,000 台和 9,000 台，复合增速 71%。除快速提升公交市场份额外，公司仍将进一步加强在座位客车、校车市场的领导地位和市场份额。

我们预计，公司 2013-15 年销量分别达到 5.8 万台、6.6 万台和 7.4 万台，同比增长 12%、14% 和 12%，未来 3 年销量复合增速为 13%。

**图表 24. 宇通分车型销量预测**

	销量预测 (台)				销量增速 (%)			
	2012 年	2013E	2014E	2015E	2012 年	2013E	2014E	2015E
大中型客车销量	47,474	53,503	61,419	68,793	8.8	12.7	14.8	12.0
其中：座位客车	29,444	28,601	30,889	32,819	(4.7)	(2.9)	8.0	6.3
公交客车	12,318	19,087	23,779	28,169	15.6	54.9	24.6	18.5
卧铺及其他	635	480	300	240	(69.7)	(24.4)	(37.5)	(20.0)
校车	5,077	5,336	6,452	7,565	-	5.1	20.9	17.3
轻型客车销量	4,214	4,425	4,867	5,354	38.1	5.0	10.0	10.0
销量合计	51,688	57,928	66,286	74,147	10.7	12.1	14.4	11.9

资料来源：公司数据，中银国际研究预测



**图表 25. 宇通在客车各细分市场的市场份额预测**

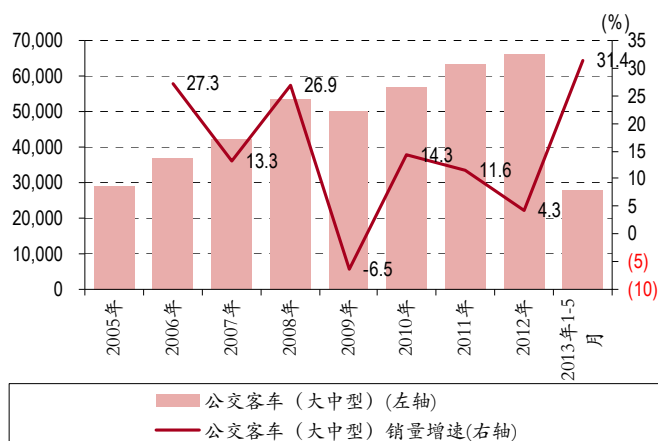
(%)	2012 年	2013E	2014E	2015E
宇通大中客市场份额	28.0	30.0	31.3	32.8
其中：座位客车	33.9	35.0	36.0	37.5
公交客车	18.6	24.0	26.0	28.0
卧铺及其他	57.2	60.0	60.0	60.0
校车	33.3	33.0	35.0	36.0
宇通轻型客车市场份额	4.9	4.8	5.0	5.2
宇通总体市场份额	20.3	21.4	22.5	23.7

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

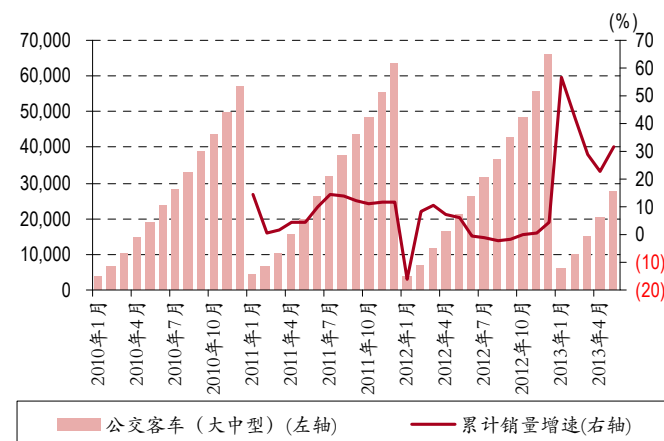
### 公交市场：需求进入集中释放期，宇通市场份额有望大幅提升

2005-2012 年，大中型公交销量复合增速达到 12.5%（同期大中型客车行业销量复合增速为 10.9%）。过去七年间，公交市场仅 2009 年出现小幅度下滑，其他年份均保持增长态势，而座位客车（长途、旅游及团体等）市场过去七年间负增长的年份达到 3 年。公交市场是客车行业中增速最快，同时增长最为平稳的一个细分市场。我们认为，公交市场的稳健增长主要受益于中国城市化进程的快速推进。

2012 年，大中型公交车销量同比小幅增长 4.3%，为过去 7 年中除 2009 年之外增速最慢的一年。我们认为，2012 年行业增速放缓主要是由于宏观经济景气度下降，同时地方政府财政资金紧张。我们注意到，自 2012 年 4 季度起，公交市场已呈现出较明显的恢复态势，2012 年 4 季度公交市场单季度同比增速达到 17.8%，而今年 1-5 月，大中型公交市场同比增速达到 31.4%。

**图表 26. 大中型公交客车年度销量及增速**


资料来源：公司数据，中银国际研究

**图表 27. 大中型公交客车月度累计销量及累计销量增速**


资料来源：公司数据，中银国际研究

### 未来三年，公交客车需求有望迎来集中释放

我们预计，未来三年，伴随着全国范围内大气污染防治工作的推进，城市公交黄标车淘汰有望加速；同时“公交优先战略”以及城镇化的推进，有望为公交市场带来较大增量；公交市场有望迎来快速增长期，预计 2013-15 年大中型公交市场销量分别为 8 万台、9.1 万台和 10.1 万台，复合增速有望达到 15%。

### 1) 城市公交“黄标车”报废更新需求有望集中释放

自 2012 年 10 月起，中央及部分地方政府先后出台大气污染防治行动计划，其中将淘汰黄标车作为防治大气污染的重要手段。按照国务院 2012 年 10 月出台的《重点区域大气污染防治“十二五”规划》中关于淘汰黄标车的计划，2012-2015 年，国家将在大气污染防治重点区域（涉及 15 省 4 直辖市，及其下辖的 117 个地级及以上城市，而截至 2011 年底全国共计有地级市 288 个）累计淘汰各类车辆 544 万台，其中“大型载客汽车”（指 6 米以上或承载人数大于等于 20 人的大中型客车）累计淘汰 34.8 万台，而该类客车 2011 年全国保有量仅 127 万台。如加上其他区域的报废更新需求，我们认为，2012-15 年，全国大中型客车报废需求将达到 50 万台左右。未来几年，每年大中型客车报废量有望接近 2012 年的年度销量水平的 70%-80%。

在大中客黄标车淘汰计划中，城市公交将是优先淘汰的对象。截止至 2011 年底，全国共有城市公交车 40 万台，而 2008 年及之前所购置车辆占比在 60% 左右，这部分车辆有望在 2015 年底之前逐步面临淘汰。由黄标车淘汰所引发的更新需求有望推动公交市场持续快速增长。

图表 28. 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
微型载客汽车	62,900	33,777	98,949	9,346	21,162	11,800	24,402	10,174	33,732	106,039	412,281
小型载客汽车	149,200	36,351	103,642	32,483	110,073	71,900	393,357	185,136	109,058	602,441	1,793,641
中型载客汽车	37,700	13,962	7,016	24,519	61,573	47,500	72,400	23,418	32,873	71,388	392,349
大型载客汽车	19,000	4,654	9,400	15,242	68,470	47,400	74,182	16,319	34,194	59,324	348,185
微型载货汽车	0	0	24,316	1,755	1,190	6,900	116	289	1,203	19,722	55,491
轻型载货汽车	23,000	27,921	59,301	28,264	22,970	47,200	541,346	90,655	60,779	145,967	1,047,403
中型载货汽车	26,000	5,370	51,149	60,005	156,140	97,000	119,538	19,698	67,497	175,209	777,606
重型载货汽车	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：环保部，中银国际研究

注：其他地区指武汉及其周边、长株潭、四川、重庆、海峡西岸、山西中北部、陕西关中、甘肃、宁夏和新疆乌鲁木齐

其中，大型载客汽车是指车长大于等于 6 米或者核定载客人数大于等于 20 人的载客汽车

图表 29. 各类车型保有量水平及 2012-15 年重点区域计划淘汰量

(万台)	2011 年底全国保有量	2012-15 年重点区域计划淘汰量	重点区域计划淘汰量占全国保有量比重(%)
微型载客汽车	377	41	10.9
小型载客汽车	6,828	179	2.6
中型载客汽车	147	39	26.6
大型载客汽车	127	35	27.5
微型载货汽车	18	6	31.7
轻型载货汽车	1,042	105	10.1
中型载货汽车	268	78	29.0
重型载货汽车	461	61	13.2
合计	9,266	544	5.9

资料来源：环保部，中银国际研究预测

注：重点区域涉及 15 省 4 直辖市，及其下辖的 117 个地级及以上城市，而截至 2011 年底全国共计有地级市 288 个

其中，大型载客汽车是指车长大于等于 6 米或者核定载客人数大于等于 20 人的载客汽车

## 2) “公交优先战略”影响有望逐步体现。

2012 年国家出台包括车辆购置税减免在内的一系列针对公交市场的政策。2013 年初，国务院正式发布《关于城市优先发展公共交通的指导意见》，其中提出“将公共交通发展放在城市交通发展的首要位置”、“大城市要基本实现中心城区公共交通站点 500 米全覆盖，公共交通占机动化出行比例达到 60% 左右”、“城市人民政府要将公共交通发展资金纳入公共财政体系，重点增加大容量公共交通、综合交通枢纽、场站建设以及车辆设备购置和更新的投入。”“十二五”期间，免征城市公共交通企业新购置的公共汽（电）车的车辆购置税；依法减征或者免征公共交通车船的车船税；落实对城市公共交通行业的成品油价格补贴政策，确保补贴及时足额到位”等针对性政策。

我们认为，城市公共交通具有集约高效、节能环保的特点，优先发展公共交通是缓解城市交通拥堵，降低污染物排放等的重要手段。我们认为，未来国家仍将大力发展城市公共交通。“公交优先战略”的实施，尤其是将公共交通发展资金纳入公共财政体系，增加公共交通投入的相关政策，有望为公交市场带来较大的增量。上述政策对公交采购需求的影响将从 2013 年起逐步体现。

## 3) 中国城镇化推进带来城乡公交需求稳步增长。

我们认为，随着中国城镇化的进一步推进，未来我国中小城市（镇）的数量和规模仍将进一步提升，城市规模和数量的扩大将必然带来城市公共出行需求和城乡人口流动性的提升。未来中小城市（镇）的市内公交需求，以及城乡之间公交需求（包括镇镇通、乡乡通等）仍将保持稳健增长态势。

### **宇通将快速提升其在公交市场的份额**

宇通客车在公交市场份额由 2006 年的 7% 提升至 2012 年的 18.6%。尽管公司市场份额持续提升，公司在公交市场的份额较其在座位客车或校车市场份额仍明显偏低。我们认为公司过去市场份额偏低主要是由于：

- 1) 公交市场竞争环境相对较恶劣，单车盈利能力差。公交市场存在明显的地方保护主义特征，全国有 30 多家公交生产企业，市场集中度低。公交市场的主要用户（公交集团）由于采购规模巨大，具有较强的议价能力，导致公交单车盈利能力相对较差。
- 2) 公司过去几年存在较严重的产能瓶颈，对公交订单采取较为保守的策略，主动放弃低毛利率或低成交条件的公交订单。

2013 年 1-5 月，公司市场份额达到 26.2%。我们认为，未来几年，公司在公交客车市场的份额有望持续提升。理由如下：

### **1. 公司占据新能源客车技术高点，有望获取新能源客车市场较大的市场份额。**

我们判断，未来新能源公交仍将保持强劲增长，在公交市场的占比快速提升。宇通有望凭借领先的技术，在新能源公交市场上获取 40% 左右的份额，从而拉动公司公交总体市场份额提升。预计 2013-2015 年，公司新能源客车销量分别为 4,000 台、6,000 台和 9,000 台，市场份额分别达到 36%、40% 和 45%。

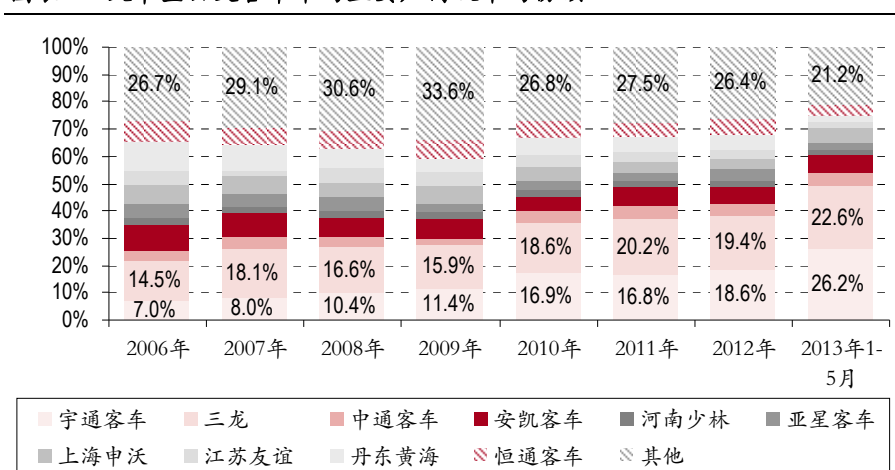
## 2. 产能逐步释放，接单能力增强。

过去几年公司受产能瓶颈束缚，未能充分消化公交市场订单，随着公司3万台产能投入运营，公司在公交领域接单的能力将进一步加强。除大力开拓新能源公交市场以外，公司在CNG/LNG公交、传统公交市场也将进一步扩大市场份额。尽管传统公交单车毛利可能较其他车型略低，但我们认为迅速的填满新增产能，保证产能利用率维持在较高水平，对公司盈利改善的影响会更加显著。

## 3. 行业技术壁垒提升，市场向龙头企业集中。

随着公交用户对节油率的要求持续提升，以及政府对于公交尾气排放的更加严格的要求，未来公交市场对技术的要求将越来越高。而一些依靠当地政府订单的小厂，由于其规模偏小，研发能力不足，技术储备不够，无法适应行业未来的发展，其市场将逐步缩小。而一通三龙将凭借领先的技术，相对较低的成本，逐步提升市场份额。

图表 30. 大中型公交客车市场主要厂商及市场份额



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们预计，宇通在大中型公交市场的市场份额，将由2012年的18.6%逐步提升至2013-15年的24%、26%和28%。基于对公交行业的乐观预期，我们认为未来三年宇通公交车销量将分别达到1.91万台、2.38万台和2.82万台。我们预计，在公司公交车销量中混合动力客车的占比有望逐步提升，我们认为，公司在公交及新能源公交市场的持续快速增长将确保公司盈利的稳步提升。

图表 31. 公交行业销量预测及宇通客车公交销量预测表

	2012 年	2013E	2014E	2015E
公交客车（大中型）销量(台)	66,273	79,528	91,457	100,602
公交客车（大中型）销量增速(%)	4.3	20.0	15.0	10.0
宇通公交客车（大中型）销量(台)	12,318	19,087	23,779	28,169
宇通公交客车（大中型）销量增速(%)	15.6	54.9	24.6	18.5
宇通市场份额	18.6%	24.0%	26.0%	28.0%

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

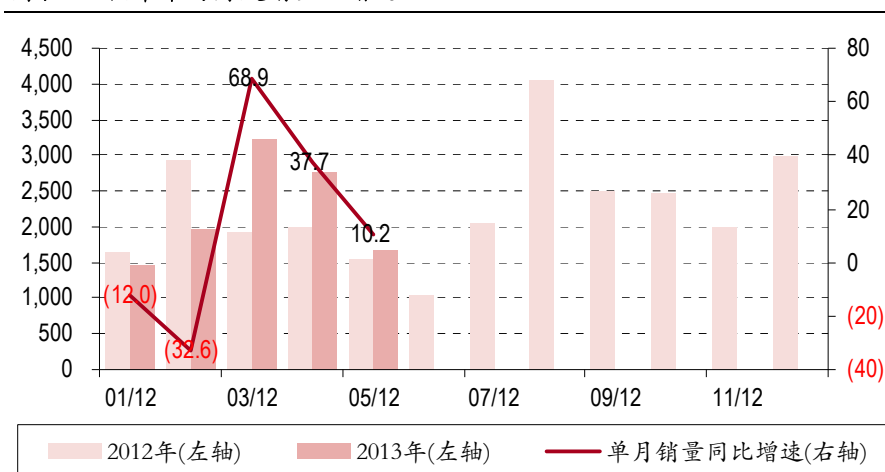


## 校车市场：具备持续成长空间，是宇通又一增长驱动力

### 校车需求有望保持畅旺

自 2011 年 11 月甘肃校车事故之后，中央政府对由非法经营的不合格校车造成青少年大规模伤亡事故的容忍程度一再降低。并先后出台一系列的校车法律法规（如校车安全管理条例、专用校车安全技术条件、专用校车生产企业及产品准入管理规则等）。对于各地发生的大型校车事故中的相关责任人，如校方领导、校车运营方、当地教育主管部门领导均采取严厉惩罚措施。上述举措一定程度上拉动了校车需求的释放。2012 年，国内校车销量已达到 27,120 台，占同期国内客车销量的 10.6%。2013 年 1-5 月校车销量达到 11,098 台，同比增长 10.7%，占同期国内客车销量的 12%。校车已经成为客车行业一个重要的细分市场。

图表 32. 校车市场月度销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们认为，未来几年，行业仍将保持快速增长态势，其原因在于目前国内中小学生对校车的需求强劲。我们统计了全国校车采购和运营工作开展较好的 10 个县市，中小学、幼儿园学生校车乘车比例在 20% 左右。假设在我国校车市场发展的成熟时期，有 25% 的在校农村学生和 5% 的在校城镇学生能够接受校车服务，这将会为校车市场带来约 49 万辆的市场空间。

而政府部门、学校和校车运营方为了规避潜在的法律风险，将主动购买校车产品。我们认为，如中央政府和地方政府能够为校车的采购和运营提供一定的资金支持，那么校车市场规模将迅速扩大。然而即使中央政府不出台相关财政补贴政策，在较大的法律风险下，社会校车采购规模也将持续增长。我们预计，至 2015 年校车市场销量有望稳步提升至 5 万台，复合增速将达到 22%。

我们认为，目前行业需求特点和竞争格局出现一些新的变化。校车需求由大中型校车向小型校车过渡，大中型校车在校车总量中的占比由 2012 年的 56.3% 下降至 2013 年 1-5 月的 36.4%；我们认为，校车小型化主要是由于校车采购主体在慢慢发生变化，校车采购由 2012 年政府主导逐步过渡到用车单位主导，其中私立机构购车需求较为旺盛。

图表 33. 中国校车市场规模测算

	中国			美国
	合计	其中：农村	其中：城市（镇）	
中小學生数(万人)	20,597	8,956	11,641	5,398
乘坐校车人口(万人)	2,821	2,239	582	2,600
乘坐校车人口比例(假设)	13.7%	25.0%	5.0%	48.2%
平均每车人数	58	60	50	54
校车市场规模测算(万辆)	49	37	12	48

资料来源：中银国际研究预测

### 校车是宇通又一增长驱动力

2012 年，宇通校车销量达到 7,846 台，占公司客车总销量的 15.2%，占校车行业总销量的 28.9%。由于公司校车业务起步较早，技术积累丰富，因此成为 2012 年校车市场蓬勃发展最主要的受益者。

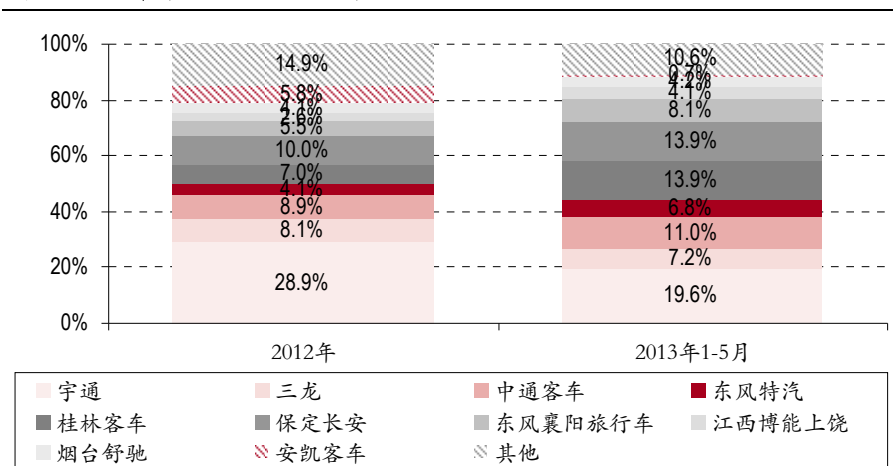
2013 年以来，由于校车市场进入壁垒降低，更多的竞争者涌入校车市场，而主流的客车企业也先后开发出系列化的校车产品，校车市场竞争较 2012 年明显加剧。2013 年 1-5 月，公司累计销售校车 2,173 台，同比下滑 30.1%。而同期校车行业总体销量达到 11,098 台，同比增长 10.7%。公司在校车市场的份额由 2012 年的 28.9% 下降至 19.6%。

我们认为，校车市场的竞争在不断加剧，同时地方保护主义现象较为显著。同时私立机构采购需求快速上升，相对于安全性能，这类客户更加注重价格，行业面临较大的价格竞争压力。

我们判断，在这种情况下，公司不会与地方小厂通过比拼价格赢得低毛利订单，而将继续致力于获取校车市场中毛利率相对较高的订单。我们判断，宇通在校车市场的份额预计较 2012 年有所下滑。我们认为，校车市场在庞大的社会需求作用下，具备持续成长性，预计未来几年行业销量能够保持 20% 以上的水平。我们认为宇通校车的销量仍将保持较快速的增长。校车是除公交之外，公司又一增量利润来源。

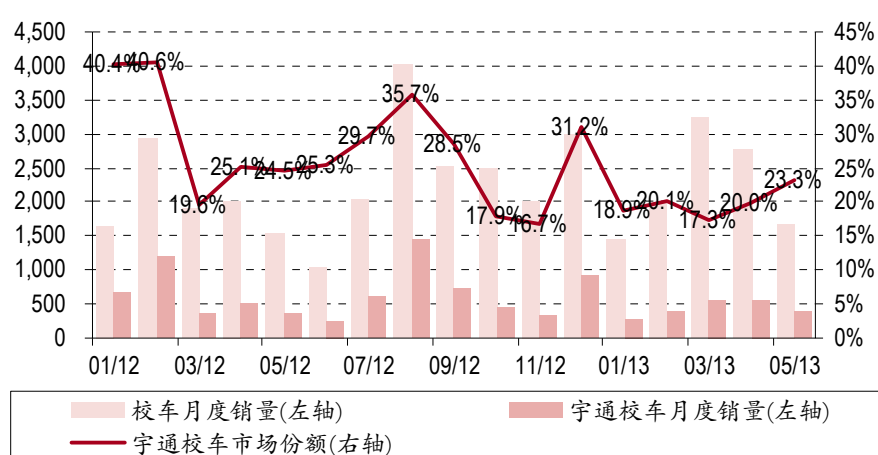
我们预计，2013-2015 年，公司校车销量将分别达到 8,787 台、11,423 台和 13,901 台，复合增速为 22%。其中，公司大中型校车的销量分别达到 5,336 台、6,452 台和 7,565 台，复合增速达到 14.2%。2013-15 年，公司在大中型校车市场的份额分别达到 33%、35% 和 36%。

图表 34. 校车市场主要厂商及市场份额



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

图表 35. 校车行业月度销量及宇通校车月度销量情况



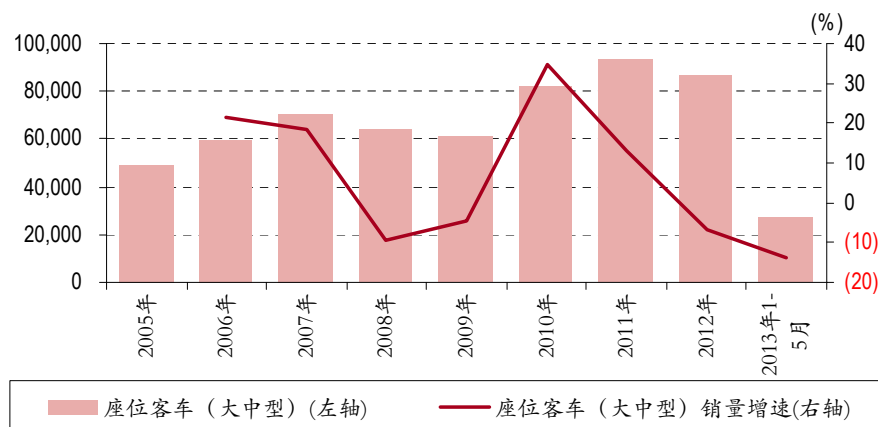
资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 座位客车市场：需求遇冷，宇通市场地位仍将进一步提升

座位客车市场是客车行业最大的一块细分市场，占每年客车总销量的 60%-70% 左右。座位客车市场主要应用于公路客运、旅游、团体等市场。从过去 8 年的情况看，座位客车市场存在较大的波动性，在宏观经济表现较好的 2006-2007 年以及 2010 年，座位客车市场增速均在 20% 以上，而当宏观经济出现下行的 2008-2009 年和 2012 年，行业随即就会出现负增长。座位客车市场波动性明显高于公交市场。

2012 年，大中型座位客车销量 8.7 万台，同比下滑 6.6%，2013 年 1-5 月，大中型座位客车销量仅 2.71 万台，同比下滑 13.6%。我们认为，行业的持续低迷一方面是由于宏观经济的下行导致社会人口的流动性下降削弱对公路客运的需求，另一方面则是由于铁路客运、私家车的分流。

图表 36. 大中型座位客车年度销量及增速



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

### 高铁对公路客运的分流影响逐渐体现

我们认为，“四纵四横”高速铁路和城际铁路的快速发展，将对传统公路客运市场造成较为负面的冲击。按照铁路“十二五”规划，至2015年快速铁路网将连接所有省会及50万人口以上的大城市，覆盖全国90%以上的人口，大大缩短了城市间时空的距离。届时北京、上海、郑州、武汉、广州、西安、成都等中心城市与临近省会城市将形成1至2小时的交通圈，与周边城市形成半小时至1小时交通圈，北京到全国绝大部分的省会城市将形成8小时以内交通圈。到2015年我国新建的高铁将会达到1.6万公里以上，加上城际铁路和既有线提速线路，届时将有快速铁路网4万公里以上。较2010年2万公里的水平增长100%。

快速铁路网的开通，将大幅缩短铁路旅行时间。以京沪、武广客运专线为例，新开通的京沪高铁最小旅行时间仅5个小时，较普通快速列车缩短了15个小时。武广高铁则将武汉和广州之间的旅行时间从13个小时缩短至4个小时。旅行时间的大幅缩短让铁路客运相对于公路客运具有更加明显的速度优势，同时高铁、动车旅行舒适度较公路客车明显提升，而票价较公路客运仅小幅提升，因此铁路对旅行人群的吸引力大幅增强。公路客运未来可能会受到铁路明显的分流。我们判断，未来400公里以上的长途客运需求可能出现萎缩，铁路网沿线城市间公路客运受冲击将尤为显著。

我们也注意到，国内高速公路也在迅速发展。2012年我国新建铁路投产里程5,382公里，其中高速铁路（指最高运营速度达到200公里/时及以上的铁路）2,723公里。与此同时，国内新建公路58,672公里，新建高速公路9,910公里。而2007-2011年的5年间，国内高速公路运营里程的复合增速达到13.4%。我们认为，在特定线路上，尤其是非铁路（高铁、动车）沿线地区，公路或高速公路具有显著的优势，快速铁路网对公路客运的替代也存在一定的局限性。未来，公路客运在非铁路沿线地区将向纵深发展，网络布局将更加精细。同时，高铁、动车站点向周边区域的辐射也将以公路客运为主，这将带动200公里以内的短途客运需求强劲增长。此外，交通基础设施的完善有望增强居民出行热情，未来居民出行率仍将快速提升。因此对公路客运的需求并不会大幅下降。

### 旅游、团体客车需求仍将保持增长

我们认为，尽管传统班线客车市场规模可能将持续受到压制，但座位客车市场的另外两类分支——旅游客车和机关团体客车中长期仍将保持增长态势。我们认为，我国旅游产业仍将保持快速增长态势，对于旅游团体而言，旅游城市至旅游景点，以及景点之间的交通工具选择仍将以旅游客车为主。而机关团体客车需求也将随着国内企事业单位的数量、规模增长而增加，未来随着城市工厂逐渐往市郊迁移，将催生出对于团体客车的新增需求。

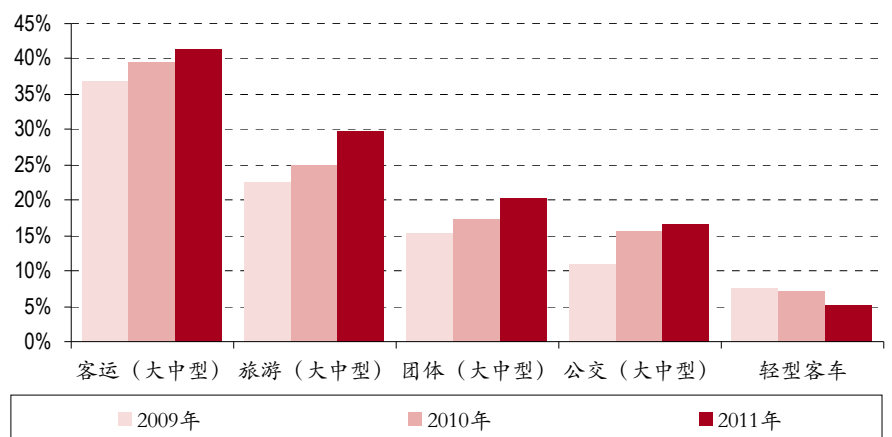
我们判断，2013年座位客车市场或将出现较大幅度的下滑，但2014年起，随着宏观经济的回暖，座位客车市场有望小幅复苏，总体而言，我们预计，2013-15年座位客车市场复合增长率为0.2%。

### 宇通座位客车销量有望保持平稳

我们认为，以公路客运、旅游、团体为代表的座位客车市场是客车行业中最市场化、竞争最激烈、成长最快的一个细分行业。在市场化竞争中，宇通和金龙（旗下包含厦门金龙联合，厦门金龙旅行车公司，苏州金龙三家公司）逐渐占据了座位客车市场65%左右的市场份额，形成了寡头垄断的格局。除“一通三龙”之外，其他厂商每年大中型座位客车产销量均不超过5,000台，行业寡头垄断的竞争格局已经形成。

宇通客车在座位客车市场的份额就已达到34%。其中，公路客车细分市场的份额已达到40%以上，旅游、团体类大中型客车公司市场份额相对较低，分别在30%和20%左右，我们注意到公司各类车型的市场份额均在持续提升。

图表 37. 宇通在各个细分市场的市场占有率（按公安部上牌数量统计）



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

我们认为，随着铁路客运的兴起，座位客车市场未来可能出现调整。我们认为，在市场调整过程中，除“一通三龙”之外的其他小厂销量缩减，生存更加艰难。同时随着公路客运市场受铁路分流日益明显，公路客运企业对于客车的技术、品质等方面要求更加苛刻，未来行业将进一步向优势企业集中。

我们预计公司在座位客车市场的份额仍将进一步提升，这将一定程度上抵消座位客车行业下滑带来的负面冲击，公司座位客车销量有望保持平稳。同时，我们认为，公司将适时增加轻型座位客车的销量，以适应行业发展变化的需要。我们预计，2013-15年，公司大中型座位客车销量分别为2.86万台、3.09万台和3.28万台，在座位客车市场的份额分别为35%、36%和37.5%。



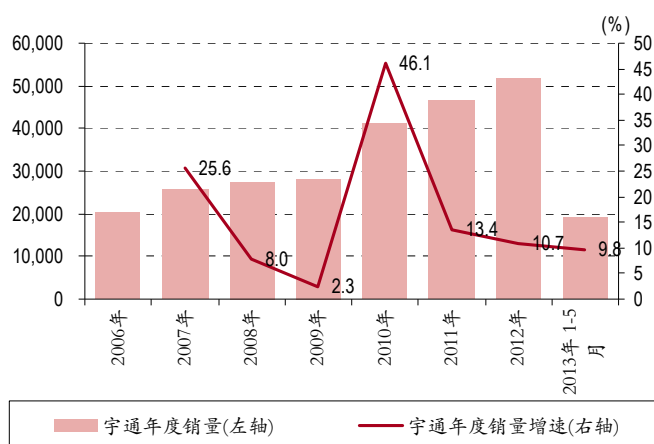
## 附件：公司概况

宇通客车主营大中型客车及新能源客车的研发、生产及销售业务，是世界规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。

自1997年上市以来，公司收入规模由上市当年的4.4亿元增长到2012年的197.6亿元，连续15年保持增长，复合增长率高达28.9%，同时净利润由上市当年的4263万元增长至2012年的15.5亿元，复合增速达到27.1%。

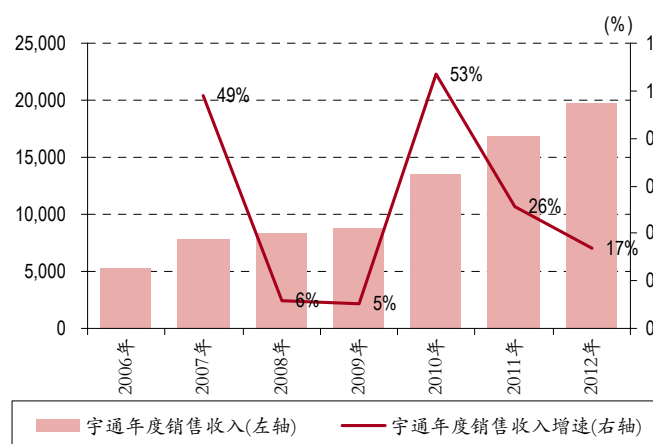
从过去几年的情况看，公司销量由2009年的28,186台增长至2012年的51,688台，复合增速达到22.4%。同期公司收入复合增速达到31%，收入增速大幅领先于销量增速，而净利润复合增速则达到40.1%，公司净利润率由2009年的6.4%提升至2012年的7.9%。

图表 38. 宇通年度销量及增速 (2006 年-2013 年 1-5 月)



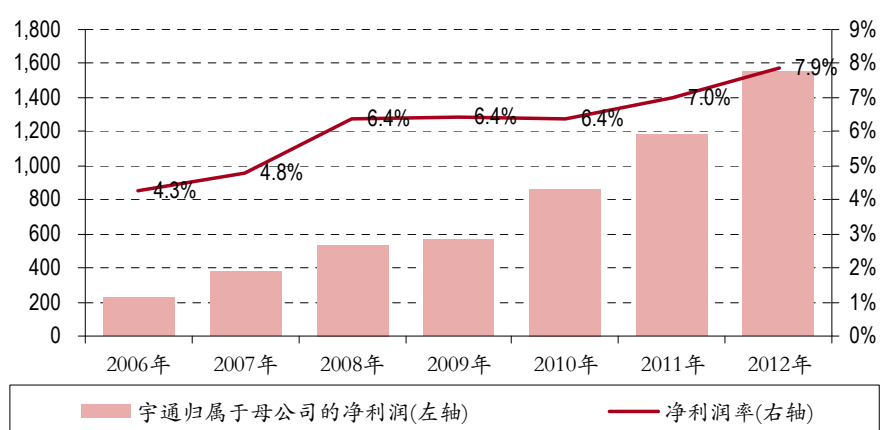
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 39. 宇通年度销售收入及增速 (2006 年-2012 年)



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 40. 宇通客车归属于母公司净利润及净利润率情况 (2006 年-2012 年)

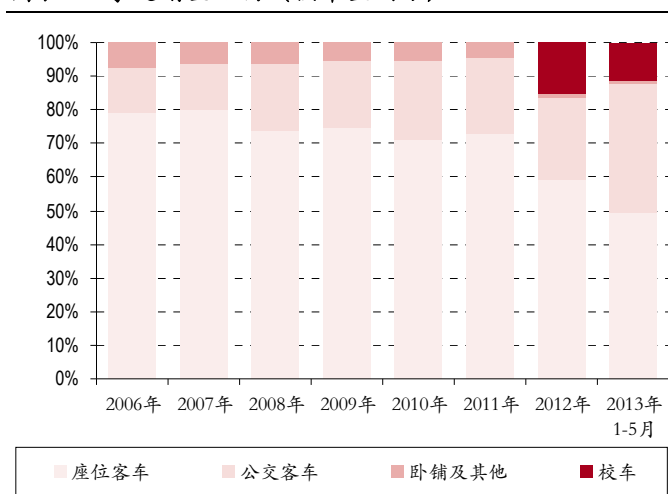


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

座位客车（包括长途、旅游、团体等）在公司销量中占比最大，2006-07 年座位客车占公司总销量的 80%左右。随着公司在公交市场及校车市场的开拓，座位客车占公司总销量的比重逐步回落至 60%左右。公交销量的占比由 2006 年的 13.4%上升至 2012 年的 24.2%和 2013 年 1-5 月的 38.2%。随着校车市场的迅猛发展，2012 年和 2013 年 1-5 月，校车在公司销量中的比重也分别达到 15.2%和 11.2%。

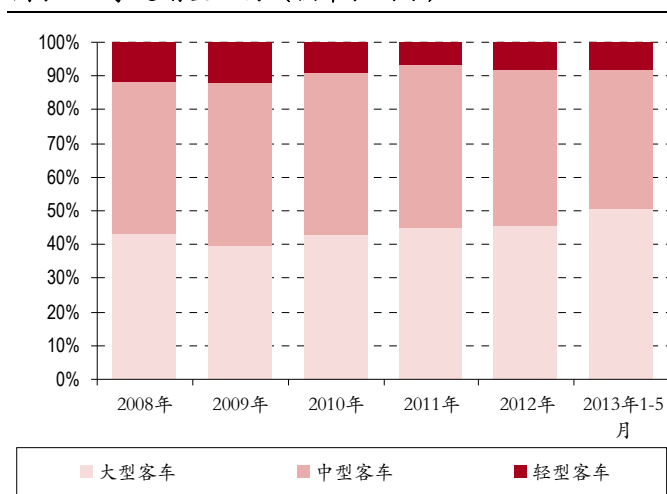
分车长看，公司销量以大型客车（10 米及以上）和中型客车（7-10 米之间）为主，两者分别占到公司总销量的 45%-50%左右，而小型客车（7 米以下）在公司销量中的占比不足 10%。2013 年 1-5 月，大型客车在公司销售总量中的占比已经达到 50%。

图表 41. 宇通销量结构（按车型划分）



资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 42. 宇通销量结构（按车长划分）



资料来源：公司数据，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	16,850	19,647	23,189	27,055	30,725
销售成本	(13,850)	(15,818)	(18,805)	(21,989)	(24,750)
经营费用	(1,442)	(1,997)	(1,937)	(2,078)	(2,424)
息税折旧前利润	1,557	1,832	2,447	2,989	3,551
折旧及摊销	(224)	(292)	(623)	(745)	(601)
经营利润 (息税前利润)	1,333	1,540	1,824	2,243	2,951
净利息收入/(费用)	(9)	38	38	44	52
其他收益/(损失)	30	188	151	174	188
税前利润	1,353	1,765	2,014	2,461	3,190
所得税	(171)	(215)	(246)	(300)	(389)
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	1,181	1,550	1,768	2,161	2,801
核心净利润	1,181	1,550	1,768	2,161	2,801
每股收益(人民币)	1.262	1.221	1.386	1.694	2.196
核心每股收益(人民币)	1.262	1.221	1.386	1.694	2.196
每股股息(人民币)	0.167	0.389	0.441	0.539	0.699
收入增长(%)	24	17	18	17	14
息税前利润增长(%)	30	16	18	23	32
息税折旧前利润增长(%)	28	18	34	22	19
每股收益增长(%)	36	(3)	14	22	30
核心每股收益增长(%)	36	(3)	14	22	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,353	1,765	2,014	2,461	3,190
折旧与摊销	224	292	623	745	601
净利息费用	9	(38)	(38)	(44)	(52)
运营资本变动	39	(374)	(463)	(660)	(734)
税金	(171)	(215)	(246)	(300)	(389)
其他经营现金流	(8)	(59)	0	0	0
经营活动产生的现金流	1,447	1,371	1,890	2,203	2,616
购买固定资产净值	(992)	(1,895)	(1,200)	(1,000)	(1,000)
投资减少/增加	(8)	(422)	(10)	(10)	(10)
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1,000)	(2,316)	(1,210)	(1,010)	(1,010)
净增权益	0	2,607	54	0	0
净增债务	(60)	340	(69)	(50)	(37)
支付股息	(156)	(156)	(494)	(563)	(688)
其他融资现金流	(9)	38	38	44	52
融资活动产生的现金流	(226)	2,829	(470)	(569)	(674)
现金变动	221	1,884	210	623	933
期初现金	950	1,171	3,055	3,264	3,888
公司自由现金流	461	(894)	729	1,246	1,666
权益自由现金流	377	(567)	649	1,186	1,621

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,171	3,055	3,264	3,888	4,820
应收帐款	1,831	3,944	4,376	4,850	5,232
库存	1,122	1,258	1,376	1,497	1,567
其他流动资产	1,355	1,760	2,056	2,375	2,670
流动资产总计	5,479	10,016	11,073	12,609	14,289
固定资产	1,312	3,273	3,867	4,140	4,558
无形资产	0	0	0	0	0
其他长期资产	1,070	990	1,002	1,012	1,020
长期资产总计	2,381	4,263	4,868	5,151	5,578
总资产	7,860	14,279	15,941	17,761	19,867
应付帐款	2,357	4,291	4,439	4,464	4,321
短期债务	10	204	143	100	70
其他流动负债	1,810	1,908	2,155	2,394	2,559
流动负债总计	4,177	6,404	6,737	6,957	6,950
长期借款	10	156	148	141	134
其他长期负债	335	400	408	416	424
股本	520	705	1,276	1,276	1,276
储备	2,813	6,610	7,368	8,966	11,079
股东权益	3,333	7,315	8,644	10,242	12,354
少数股东权益	5	5	5	5	5
总负债及权益	7,860	14,279	15,941	17,761	19,867
每股帐面价值(人民币)	6.41	10.37	6.78	8.03	9.69
每股有形资产(人民币)	3.56	5.76	6.78	8.03	9.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.23)	(2.12)	(2.33)	(2.86)	(3.62)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.2	9.3	10.6	11.0	11.6
息税前利润率(%)	7.9	7.8	7.9	8.3	9.6
税前利润率(%)	8.0	9.0	8.7	9.1	10.4
净利率(%)	7.0	7.9	7.6	8.0	9.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.6	1.6	1.8	2.1
利息覆盖率(倍)	57.0	110.0	161.2	239.7	372.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.4	1.4	1.6	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	13.9	14.3	12.6	10.3	8.0
核心业务市盈率(倍)	13.9	14.3	12.6	10.3	8.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	19.8	20.4	18.0	14.7	11.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.7	1.7	2.6	2.2	1.8
价格/现金流(倍)	11.3	16.2	11.8	10.1	8.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.7	10.6	7.8	6.2	4.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	31.0	27.5	25.6	23.8	22.6
应收帐款周转天数	38.6	53.6	65.5	62.2	59.9
应付帐款周转天数	58.3	61.8	68.7	60.1	52.2
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	13.2	31.8	31.8	31.8	31.8
净资产收益率(%)	40.5	29.1	22.2	22.9	24.8
资产收益率(%)	15.5	12.2	10.6	11.7	13.8
已运用资本收益率(%)	45.4	28.8	22.5	23.6	26.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

比亚迪 (002594.CH/人民币 29.34; 1211.HK/港币 26.00, 未有评级)

金龙汽车 (600686.CH/人民币 9.20, 未有评级)

万向钱潮 (000559.CH/人民币 5.35, 未有评级)

佛塑科技 (000973.CH/人民币 3.49, 未有评级)

杉杉股份 (600884.CH/人民币 10.67, 未有评级)

多氟多 (002407.CH/人民币 11.39, 未有评级)

江苏国泰 (002091.CH/人民币 12.80, 未有评级)

新宙邦 (300037.CH/人民币 21.00, 未有评级)

亿纬锂能 (300014.CH/人民币 21.72, 未有评级)

德赛电池 (000049.CH/人民币 55.03, 未有评级)

威孚高科 (000581.CH/人民币 32.90, 买入)

龙净环保 (600388.CH/人民币 21.49, 未有评级)

天壕节能 (300332.CH/人民币 10.30, 未有评级)

雪迪龙 (002658.CH/人民币 31.40, 未有评级)

贵研铂业 (600459.CH/人民币 16.27, 未有评级)

盾安环境 (002011.CH/人民币 9.90, 未有评级)

龙源技术 (300105.CH/人民币 24.50, 未有评级)

三聚环保 (300072.CH/人民币 14.90, 未有评级)

以 2013 年 6 月 24 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 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，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，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本人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 个月内在上下 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。所有本报告期内使用的商标、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