

2018年01月02日

宇通客车 (600066.SH)

客车行业风云又起, 中原霸主再拓版图

■ **新能源客车销量短期国内有支撑, 长期海外有市场。** 补贴政策显著影响历史新能源客车销量与结构, 随着补贴加速退出, 各地新能源化率政策频出有望接棒成为新能源客车销量的主要支撑。假设 2020 年公交存量新能源渗透率可达 85%, 预计 2017-2020 年新能源大中客车销量约为 9.5、10.8、10.8、11.0 万辆。当国内渗透率逐渐打满, 海外市场或将接棒打开空间。目前, 欧洲市场新能源客车供需错配, 国内车企占得先机, 欧洲市场年均需求约 9000 辆, 一旦内充电桩等基础设施铺设开来, 海外市场放量值得期待。

■ **新能源客车市场化提速, 宇通新能源客车市占率有望向传统车看齐。** 宇通客车凭借产品性价比优势取得了 2016 年传统大中客市占率 44% 的佳绩, 并因此在新中大客市场拔得头筹, 但高额补贴扭曲市场竞争导致新能源大中客市占率偏低 (24%)。2017 年补贴退坡市场化初显, 2018 年补贴或将再度退坡, 新能源客车售价将高于传统车, 预计行业格局分化将前所未有地剧烈, 二线主机厂及小厂或因亏损卖车而收缩销售策略加速出清, 龙头宇通市占率有望迅速提升。

■ **2018 年盈利能力有望持平, 长期依托全生命周期成本(LCC)保障盈利。** 据测算, 2017 年补贴退坡, 宇通客车新能源 10 米以上、8-10 米车型毛利率分别下降 2.6%、1.7%, 2018 年补贴或将退坡, 电池成本或下降 20%, 预计毛利率几乎同比持平, 分别为 31.4%、29.5%。补贴悉数退出后, 市场回归理性, 电池技术成熟, 终端用户与主机厂仍有望依托 LCC 实现互利共赢, 预计宇通可凭借 LCC 实现 10 万元的单车盈利。

■ **投资建议:** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.78 元、2.16 元、2.46 元, 对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、10 倍, 给予公司 2018 年合理 PE 15 倍, 目标价 32.4 元, 维持 “买入-A” 评级。

风险提示: 公司新能源客车销量或不达预期, 公司盈利或不达预期。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入 | 31,210.9 | 35,850.4 | 35,480.4 | 40,215.5 | 45,723.6 |
| 净利润 | 3,535.2 | 4,043.7 | 3,945.5 | 4,785.1 | 5,455.4 |
| 每股收益(元) | 1.60 | 1.83 | 1.78 | 2.16 | 2.46 |
| 每股净资产(元) | 5.81 | 6.14 | 6.47 | 7.13 | 8.02 |
| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 市盈率(倍) | 15.1 | 13.2 | 13.5 | 11.1 | 9.8 |
| 市净率(倍) | 4.1 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.0 |
| 净利润率 | 11.3% | 11.3% | 11.1% | 11.9% | 11.9% |
| 净资产收益率 | 27.5% | 29.8% | 27.5% | 30.3% | 30.7% |
| 股息收益率 | 6.2% | 4.2% | 5.1% | 6.5% | 6.7% |
| ROIC | 86.4% | 103.8% | 64.3% | 146.5% | 119.4% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

客车

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价: **32.4 元**
股价 (2017-12-29) **24.07 元**

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 53,289.52 |
| 流通市值(百万元) | 53,289.52 |
| 总股本(百万股) | 2,213.94 |
| 流通股本(百万股) | 2,213.94 |
| 12 个月价格区间 | 19.18/26.74 元 |

股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 1.49 | -0.91 | 22.54 |
| 绝对收益 | 1.18 | -2.15 | 29.1 |

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

陈怀逸

报告联系人

chenhy4@essence.com.cn
021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

相关报告

- 宇通客车: 年底抢装, 11 月新能源销量大幅增长/衡昆 2017-12-04
- 宇通客车: 宇通客车公司快报/衡昆 2017-11-06
- 宇通客车: Q3 单季营收、净利润同比增速转正/衡昆 2017-10-24
- 宇通客车: 9 月销量数据符合预期, 看好 Q4 放量/衡昆 2017-10-11
- 宇通客车: 行业紧缩放大优势, 集中度有望提升/衡昆 2017-06-27

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 宇通客车——极具前瞻性的大中客龙头 | 6 |
| 2. 空间：新能源客车行业销量短期国内有支撑，长期海外有市场 | 9 |
| 2.1. 短期：政绩工程接棒补贴政策，国内新能源大中客放量可期 | 9 |
| 2.1.1. 成本承压，补贴政策保驾护航 | 9 |
| 2.1.2. 补贴政策显著影响新能源客车销量总量与结构 | 10 |
| 2.1.3. 补贴政策或将再度退坡，新能源化率政策频出成销量驱动力 | 11 |
| 2.2. 长期：海外市场供需错配，新能源客车出口有望突破 | 13 |
| 2.2.1. 海外新能源政策频出，新能源客车需求旺盛 | 13 |
| 2.2.2. 欧洲市场供需错配，国内车企占得先机 | 14 |
| 2.2.3. 欧洲年需求近万辆，充电桩普及之日出口突破之时 | 14 |
| 3. 市占率：补贴退坡加速市场化，宇通客车市占率有望持续提升 | 16 |
| 3.1. 客车行业核心竞争力在产品性价比 | 17 |
| 3.2. 产品性价比优势明显，宇通传统客车市占率遥遥领先 | 18 |
| 3.2.1. 客车耐用+售后完善，产品性能卓越 | 18 |
| 3.2.2. 低成本优势显著，盈利能力强劲 | 19 |
| 3.3. 新能源客车日趋市场化，宇通新能源客车市占率有望对标传统车 | 20 |
| 3.3.1. 高额补贴扭曲市场竞争，产品性价比重要性弱化 | 20 |
| 3.3.2. 地方保护衍生投资换市场，模式可持续性有待市场验证 | 21 |
| 3.3.3. 2017 年补贴退坡市场化初显，传统二线主机厂卖车亏损出让份额 | 22 |
| 3.3.4. 后补贴时代新能源市场化加速，宇通新能源市占率长期有望对标传统车 | 22 |
| 4. 盈利：挺过盈利与现金流低谷，开启上升通道 | 24 |
| 4.1. 2018 年补贴退坡毛利率基本持平，后补贴时代依托 LCC 保障盈利 | 24 |
| 4.1.1. 2017 年补贴退坡 50%以上，宇通新能源大中客毛利率略降 | 24 |
| 4.1.2. 2018 年若再度补贴退坡影响边际递减，宇通新能源大中客毛利率有望持平 | 24 |
| 4.1.3. 后补贴时代，宇通有望依托 LCC 实现单车盈利 10 万 | 25 |
| 4.2. 尚有 100 亿国补待收回，现金流持续改善保障分红 | 27 |
| 5. 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 宇通客车历史发展大事记 | 6 |
| 图 2: 宇通客车股权结构 | 6 |
| 图 3: 宇通客车产品谱系齐全 | 7 |
| 图 4: 宇通客车销量稳健增长 | 7 |
| 图 5: 2013 年至今宇通大中客销量占比在 85%左右 | 7 |
| 图 6: 新能源车销量占比情况 | 7 |
| 图 7: 宇通客车单车均价与毛利逐年提升 | 7 |
| 图 8: 2009 至今宇通客车营业收入逐年攀升 | 8 |
| 图 9: 2009 至今宇通客车扣非归母净利润及其增速 | 8 |
| 图 10: 2009 至今宇通客车 ROE (加权) 与 ROIC | 8 |
| 图 11: 2009 至今宇通客车毛利率、净利率与三费率 | 8 |
| 图 12: 2009 至 2017 年纯电动客车补贴四部曲 (图为国补上限) | 10 |
| 图 13: 2013 至今新能源客车销量走势 | 11 |
| 图 14: 2013 至今新能源客车结构变化 | 11 |
| 图 15: 2013-2014 年传统公交车结构以大型为主 | 11 |
| 图 16: 2013 至今大中型新能源客车销量 | 11 |
| 图 17: 2018 市场预期补贴退坡草案 | 12 |
| 图 18: 《新能源公交推广应用管理办法》(2015 年) | 12 |
| 图 19: 主流省市最新新能源化率目标超出 2015 年要求 | 12 |
| 图 20: 公交保有量逐年攀升 | 13 |
| 图 21: 2015 年主流国家新能源汽车政策 | 14 |
| 图 22: 2013 至今大中客主机厂数量 | 16 |
| 图 23: 2013 至今新能源大中客主机厂数量 | 16 |
| 图 24: 2013 至今大中客 CR10 | 16 |
| 图 25: 2013 至今新能源大中客 CR11 | 16 |
| 图 26: 2017.1-11 传统大中客销量前十 | 17 |
| 图 27: 2017.1-11 新能源大中客销量前十 | 17 |
| 图 28: 客车整车点单生产范畴 | 17 |
| 图 29: 2016 年传统大中客车发动机外购 | 18 |
| 图 30: 2016 年新能源客车电池外购 | 18 |
| 图 31: 2016 年宇通客车在全国 31 个省市的传统车市占率 | 19 |
| 图 32: 2013 年至今传统大中市占率 | 20 |
| 图 33: 2013 年至今新能源大中客市占率 | 20 |
| 图 34: 2016 年全国 31 个省份的传统大中客、新能源大中客上险数 | 20 |
| 图 35: 2016 年全国 31 个省份的新能源大中客、传统大中客的本地化采购率分别为 43%、15% | 21 |
| 图 36: 2013 年至今比亚迪新能源大中客上险数 | 21 |
| 图 37: 截止 2017H1 比亚迪已有 3.1 万辆产能 | 21 |
| 图 38: 2013 年至今比亚迪销售省份数逐年增多 | 21 |
| 图 39: 2017 年 1-11 月比亚迪上险数 | 21 |
| 图 40: 新能源大中客分上险省份数量 | 22 |
| 图 41: 新能源大中客车企本地采购销量占比 | 22 |
| 图 42: 2016 各省市的新能源本地化采购率与宇通市占率 | 23 |

| | |
|--|----|
| 图 43: 宇通市占率提升逻辑演绎 | 23 |
| 图 44: 《新能源汽车推广应用推荐车型目录 (2017 第 11 批)》中宇通客车系统能量密度超 140wh/kg 的车型 | 24 |
| 图 45: 新能源大中客毛利率模型 | 25 |
| 图 46: 2016 年第二批国补核准金额排名前十的主机厂 | 27 |
| 图 47: 2017Q3 主机厂现金流承压 | 27 |
| 图 48: 5 大上市客车车企财务费用率 | 27 |
| 图 49: 5 大上市客车车企资产负债率 | 27 |
| 图 50: 宇通客车历年股息率情况 | 28 |
| | |
| 表 1: 各区域新能源公交车推广目标 | 9 |
| 表 2: 新能源客车国补考核指标趋严, 对电池技术提出挑战 | 9 |
| 表 3: 新能源客车国补金额逐渐退坡, 2017 年国补比地补由 1:1 改为 1:0.5 | 9 |
| 表 4: 以宇通客车为例, 2015-2017 年分别利好 6-8 米、8-10 米、10-12 米车型 (假设地补能打满) | 10 |
| 表 5: 2017-2020 年大中客销量预测 | 13 |
| 表 6: 欧美客车主流车企概况 | 15 |
| 表 7: 以宇通为代表的传统阵营, 加速新能源化 | 16 |
| 表 8: 新晋力量瞄准新能源客车市场, 来势汹汹 | 17 |
| 表 9: 宇通及其主要竞争对手售后服务体系 | 18 |
| 表 10: 宇通及其主要竞争对手的车身零部件自制情况 | 19 |
| 表 11: 2017-2020 年宇通客车大中客销量预测 (已知数据为上险数据) | 23 |
| 表 12: 以纯电动为例, 宇通客车新能源大中客平均产量参数均可达到国补上限 | 24 |
| 表 13: 2021 年后补贴时代, 以宇通为例看纯电动 10 米以上车型盈利能力 | 25 |
| 表 14: 后补贴时代, 10.5 米纯电动客车 LCC 较对应传统客车节约 20 万元 | 26 |

投资要件

关键假设

(1) 政绩工程接棒补贴政策，假设 2020 年大中型公交保有量有望达到 68 万辆，新能源大中型公交存量渗透率有望达 85%。

(2) 补贴退坡加速新能源客车市场化，宇通客车新能源大中客市占率（2016 年 24%）有望向传统大中客车（2016 年 44%）看齐。

(3) 假设 2018 年补贴退坡 40%，电池成本下降 20%，终端按车型与带电量提价，2018 年宇通客车大概率可以维持高毛利率。后补贴时代，电池技术提升，宇通有望依托 LCC 实现 10 米以上车型单车盈利 10 万元。

我们区别于市场的观点

(1) 市场对国内与海外的新能源客车市场空间认识不足。市场认为新能源客车销量受市场影响较大，我们认为新能源客车销量主要受政策影响，过去新能源客车销量总量与结构深受补贴影响，预计随着补贴退坡，销量支撑主要来自各省市的新能源化率目标。市场尚未发现海外新能源客车市场，我们认为当国内渗透率逐渐打满，海外市场或将接棒打开空间。以欧洲市场为例，欧洲市场新能源客车供需错配，年需求 9000 辆，但本地车企尚未量产，国内车企占得先机，一旦欧洲充电桩等基础设施铺开，海外市场放量有望实现突破性放量。

(2) 市场对新能源客车的市占率提升逻辑认识不足。宇通客车新能源客车市占率不及传统的主要原因在于 2016 年以前高额补贴所带来的市场非理性采购与本地保护盛行。2017 年补贴退坡之后，新能源客车售价已与传统客车售价相当，市场化已开始显现，部分主机厂已开始亏本卖车收紧销售策略或战略转移。2018 年补贴或将持续退坡，预计这些主机厂亏损幅度将进一步扩大，进而持续收紧销售策略，大厂尚且如此，小厂的出清将会更加迅速，预计 2018 年将是客车格局分化最为剧烈的一年，龙头宇通市占率有望迅速提升。

(3) 市场对宇通客车盈利能力认识不足，尤其是后补贴时代的盈利能力。根据产业链调研建立的毛利率模型，发现 2017 年补贴退坡影响下，宇通客车大中客盈利能力受挫。2018 年补贴或将退坡 40%，叠加电池成本或将下降 20%，则宇通客车新能源大中客毛利率仍有望与 2017 年相当，盈利能力仍较强劲。关于后补贴时代的盈利能力，我们认为早期存在补贴时，终端无需考虑 LCC 便有采购动力，但在后补贴时代新能源客车将重新定价，主机厂与终端双方将会更加聚焦 LCC。根据我们的 LCC 模型，后补贴时代，当 10 米以上新能源价格为 68 万，对应传统车客车价格为 49 万时，终端购买新能源客车的 LCC 仍然可以比传统客车节省 20 万，而此时宇通单车也可盈利 10 万元，双方有望实现互利共赢。

股价上涨的催化因素

海外新能源客车打开空间；宇通客车新能源客车销量超预期；宇通客车盈利能力超预期。

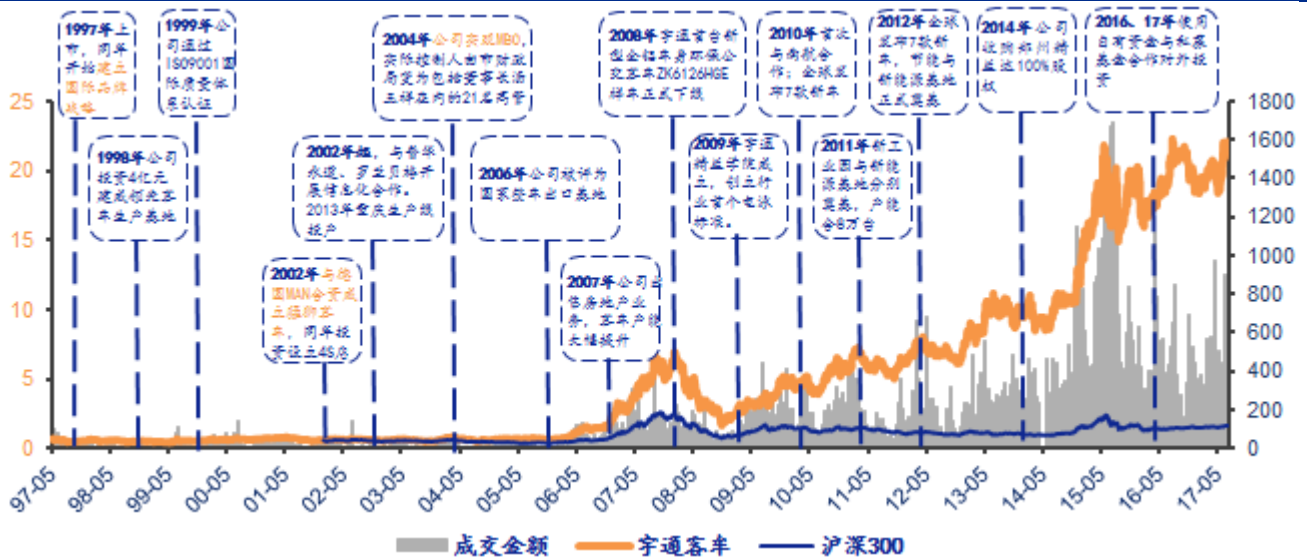
投资风险

大中客行业销量或不达预期；宇通客车市占率提升或不达预期；宇通盈利能力或不达预期。

1. 宇通客车——极具前瞻性的大中客龙头

极具前瞻性的全球大中客车龙头。公司前身是1963年成立的郑州客车修配厂，1993年完成股份制改造，并于1997年在上海证券交易所上市，此后公司在客车产品研发、制造、销售与供应链管理上持续发力，先后在公路车、校车、新能源公交发展潮流中前瞻性地抓住历史机遇并每战告捷，成为国内乃至全球的客车龙头。

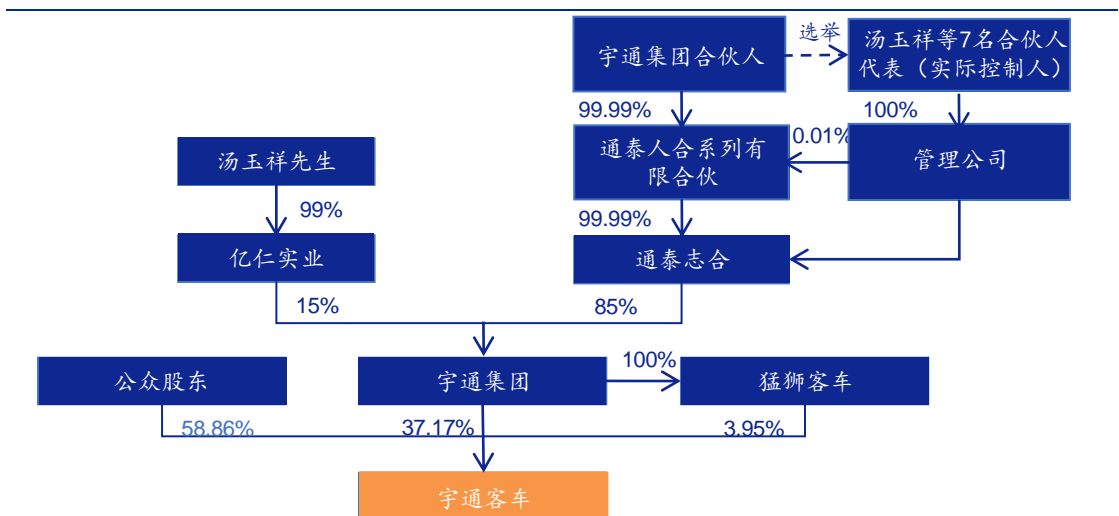
图 1：宇通客车历史发展大事记



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

管理权与所有权高度统一，核心管理层长期稳定。2004年公司实行MBO，实际控制人由郑州市财政局变更为董事长汤玉祥等高管，截止2016年，公司实际控制人仍为董事长汤玉祥等7名合伙人，公司管理权与所有权较为统一，核心管理层长期稳定。宇通集团为公司第一大股东，持股37.2%。公司下设30家控股子公司（含孙公司）及2家参股公司，其中12家公司从事客车内销及服务业务，5家公司负责客车出口业务，其他公司主营客车配件业务、客运业务以及房地产开发经营业务等。

图 2：宇通客车股权结构



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

公司主营客车产品，收入与毛利贡献均为95%左右。公司客车产品链较为完整，下游面向国内所有市县市场及全球主要的客车进口国家，客车产品业务长年贡献95%左右的营收与毛利。

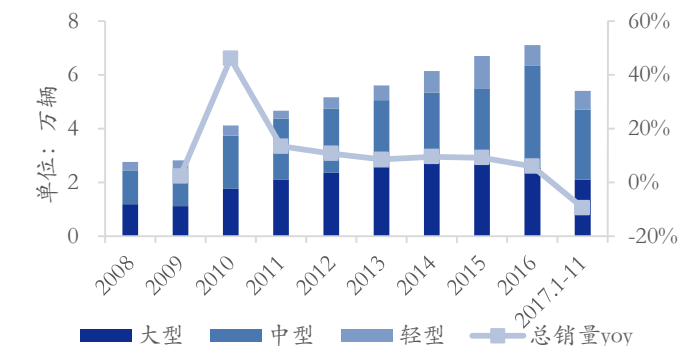
图 3：宇通客车产品谱系齐全

| 校车 | 企事业单位班车 | 房车 | 新能源客车 | 客运客车 | 旅游客车 | 公交客车 | 定制专用客车 |
|--|---|---|---|---|--|---|---|
|  |  |  |  |  |  |  |  |
| 10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上 | 10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上 | A型房车 B型房车 C型房车 拖拉式房车 | 混合动力 纯电动 其他 | 5-6米 6-7米 7-8米 8-9米 10-11米 11-12米 12-13米 13米以上 | 10-20座 21-30座 31-40座 41-50座 50座以上 | 5-6米 6-7米 7-8米 8-9米 10-11米 11-12米 12-13米 13米以上 | 指挥车 商务车 楼盘车 体验车 采血车 救护车 教练车 工程车 机场摆渡车 全铝公交车 商品展示车 厢货车 图书馆车 观光车 其他 |

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

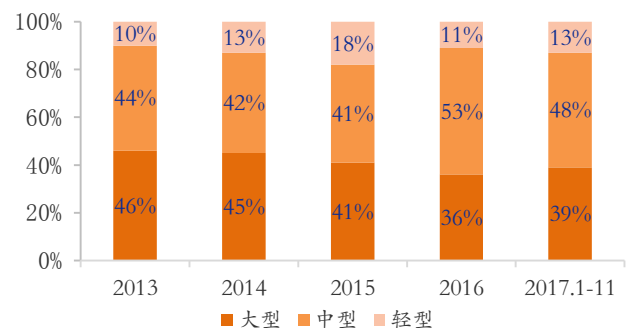
公司客车销量增长稳健，大中客为其主力产品。近十年间，公司客车销量每年均呈正增长，从2008年的2.8万辆增长至2016年的7.1万辆，年均复合增速达12.5%。大中型客车是公司主力产品，销量长年占比85%左右，根据我们对2015、2016年公司现有数据测算，大中客占公司客车毛利比分别为89%、96%，是公司主要利润来源。

图 4：宇通客车销量稳健增长



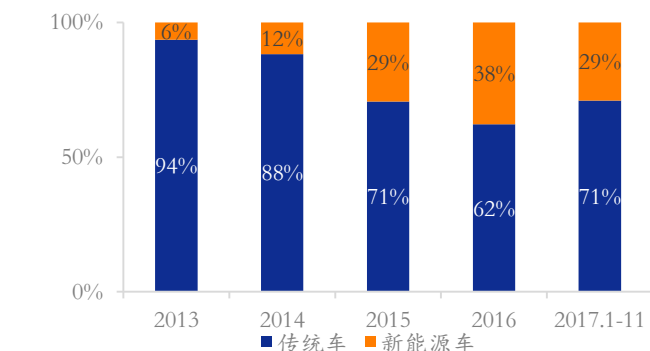
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 5：2013 年至今宇通大中客销量占比在 85% 左右



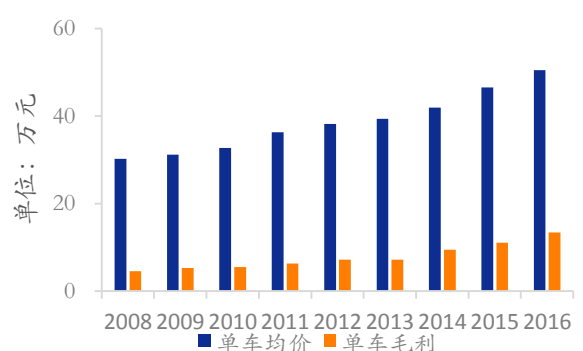
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 6：新能源车销量占比情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 7：宇通客车单车均价与毛利逐年提升

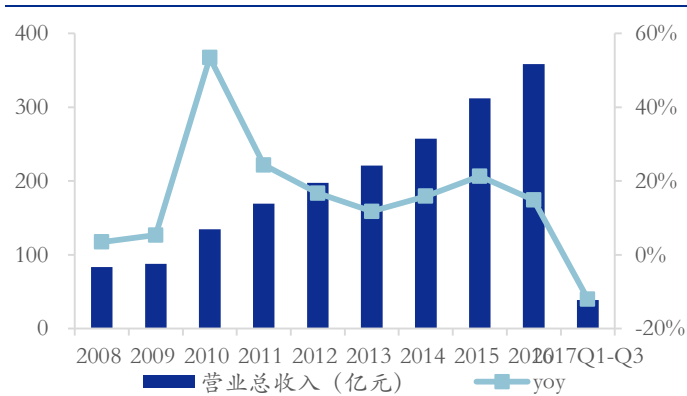


资料来源：公司年报，中客网，安信证券研究中心

新能源客车占比提升迅速，带动单车均价与毛利提升。公司新能源客车销量占比从 2013 年的 6% 已提升至 2016 年的 38%，受益于产品结构改变，盈利能力强劲的新能源客车销量占比增大导致公司单车均价与单车毛利大幅提升，其中单车均价从 2013 年的 39.4 万元涨至 2016 年 50.5 万元，年均复合增速达 8.6%，单车毛利从 2013 年的 7.2 万元增长至 2016 年的 13.4 万元，年均复合增速达高达 23.0%。

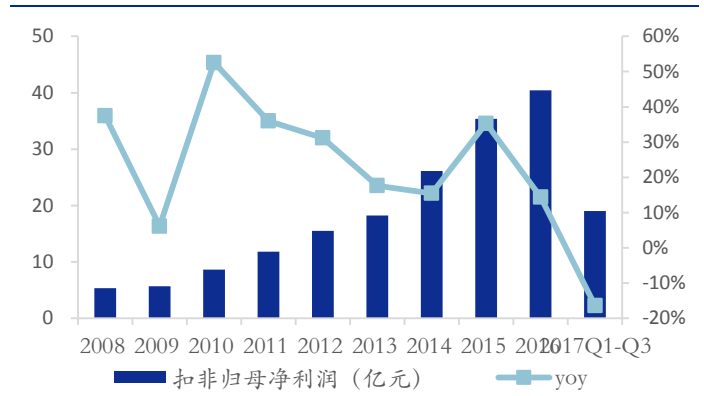
营收、净利连年稳增长。公司自上市以来 20 年间净利润均为正增长，从 1997 年的 0.4 亿元增长至 2016 年的 41.0 亿元，增长了 102 倍，年均复合增速高达 26%，其中 2010 年与 2015 年是公司业绩的重要转折点。2010 年，受益于行业回暖与产品结构改善（大、中客销量大幅提升），公司客车销量总体增速高达 46%，营收与净利均实现约 53% 的增长。2015 年，公司新能源客车显著放量多达 2 万台，同比增长 176.1%，扣非归母净利同比增长近 72%，远高于营收增幅 21%。

图 8：2009 至今宇通客车营业收入逐年攀升



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

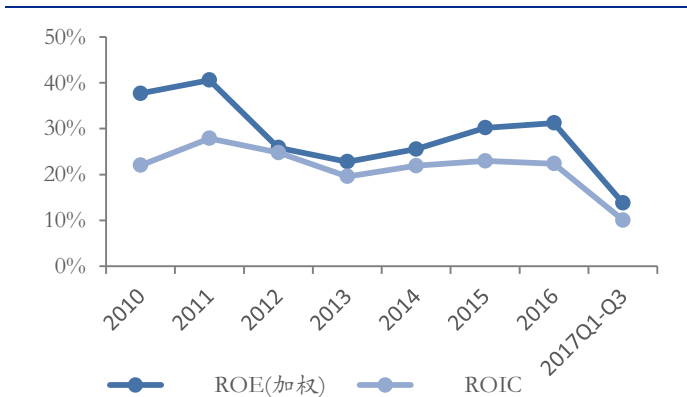
图 9：2009 至今宇通客车扣非归母净利润及其增速



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

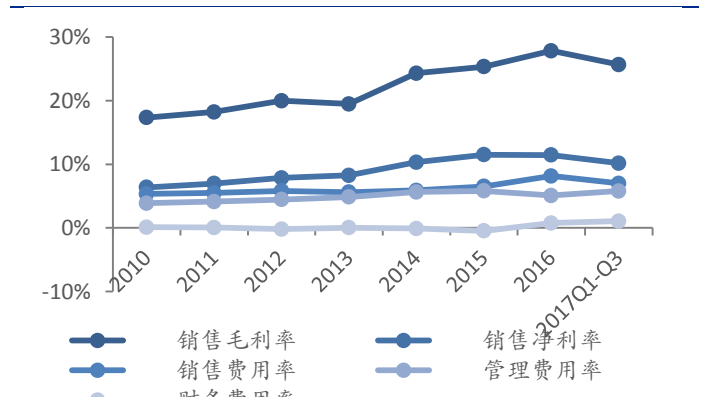
盈利能力强劲，毛利率提升趋势明显。公司 ROE 长年维持在 20% 以上，2011-2014 年间由于投资 15.4 亿元建设的节能与新能源客车项目在建成初期采用加速折旧且新产能尚未形成效益，期间资产周转率降低导致 ROE 低于 20%，此后随着新能源客车的放量，ROE 重回高点。从三费率上来看，由于 2016 年公司海外服务费计提增加 1.5pp，新能源客车服务费计提增加 1pp，销售费用同比有较大幅度提升，长期来看售后服务系统的完善有利于公司客车产品的持续放量。受益于早期信息化布局，公司管理费用长期维持稳定。2017 年 Q1-Q3 ROE 下滑主要由于 Q1-Q3 销量下滑以及财务费用增加所致，预计随着 Q4 销量冲量有望回升。

图 10：2009 至今宇通客车 ROE（加权）与 ROIC



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 11：2009 至今宇通客车毛利率、净利率与三费率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2. 空间：新能源客车行业销量短期国内有支撑，长期海外有市场

根据我们对宇通历史销量与盈利拆分，认为宇通客车 90% 左右毛利均来源于大中客市场，故我们认为对宇通客车的分析应基于大中客行业的分析。大中客市场可分为新能源客车市场与传统柴油客车市场，由于影响二者销量的主要因素不同，我们将二者拆开来分析。我们认为新能源客车历史销量主要受补贴驱动，未来销量主要由政绩工程驱动；而柴油客车市场历史与未来主要影响因素均为市场需求。

2.1. 短期：政绩工程接棒补贴政策，国内新能源大中客放量可期

2.1.1. 成本承压，补贴政策保驾护航

由于电池续航里程与比能量受限，新能源汽车发展以乘用车与客车优先，客车中以公交优先。新能源客车采购成本高昂，近乎传统客车 2 倍之多，“十二五”导入初期至今，为缓解下游客户采购压力，国家相继出台车辆购置税、以新能源化率为前提的城市公交成品油价补贴、购车补贴等政策：

(1) 2014 年 9 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日对新能源客车免征车辆购置税；

(2) 2015-2019 年以新能源公交推广目标是否达标为条件确定城市公交车成品油价格补助，达标全额拨付，未达标则扣减 20% 拨付。同时，对 2015 年已购买并上牌的存量及此后的增量，每年拨付运营补贴，其中 $6 \leq L < 8$ 米、 $8 \leq L < 10$ 米、 $L \geq 10$ 米纯电动公交车运营补贴分别为 4 万、6 万、8 万， $6 \leq L < 8$ 米、 $8 \leq L < 10$ 米、 $L \geq 10$ 米插电混公交车运营补贴分别为 2 万、3 万、4 万，运营补贴截止时间为 2019 年 12 月 31 日；

表 1：各区域新能源公交车推广目标

| 区域 | 2019 年新增及更换的公交车中新能源公交车比重应达到 |
|-------------------------------|-----------------------------|
| 北京、上海、天津、河北、山西、江苏、浙江、山东、广东、海南 | 80% |
| 安徽、江西、河南、湖北、湖南和福建省 | 65% |
| 其他省（区、市） | 30% |

资料来源：关于印发《新能源公交推广应用考核办法（实行）》的通知，安信证券研究中心

表 2：新能源客车国补考核指标趋严，对电池技术提出挑战

| 颁布时间 | 补贴政策 | 补贴对象 | 执行期间 | 拨付方式 | 考核指标 |
|------------------|---------------------------------|---------------|-------------|-----------|---------------------------|
| 2009 年 1 月 13 日 | 《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》 | 试点城市 10 米以上公交 | 2009-2012 年 | 审核清算后拨付 | 车长 |
| 2013 年 9 月 13 日 | 《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》 | 全国 6 米以上新能源客车 | 2013-2015 年 | 按季预拨，年度清算 | 车长 |
| 2015 年 4 月 22 日 | 《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策》 | 全国全米段新能源客车 | 2016 年 | 年初预拨，年度清算 | 车长、纯电动续航里程、单位载质量能量消耗量 |
| 2016 年 12 月 30 日 | 《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》 | 全国 6 米以上新能源客车 | 2017 年 | 审核清算后拨付 | 车长、电池容量大小、能量密度水平、充电倍率、节油率 |

资料来源：财政部，安信证券研究中心

表 3：新能源客车国补金额逐渐退坡，2017 年国补比地补由 1:1 改为 1:0.5

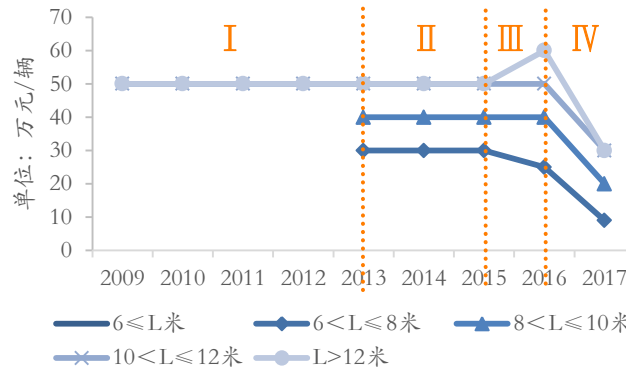
| 执行期间 | 车型 | 补贴上限（万元/辆） | 车型 | 补贴上限（万元/辆） | 车型 | 补贴上限（万元/辆） |
|-------------|-----|---|-----------|---|------|------------|
| 2009-2012 年 | 纯电动 | 50 | 混合动力 | 42 | 燃料电池 | 60 |
| 2013-2015 年 | 纯电动 | $6 \leq L < 8$ 米、 $8 \leq L < 10$ 米、 $L \geq 10$ 米 30、40、50 | 插电混（含增程式） | 10 米以上 25 | 燃料电池 | 50 |
| 2016 年 | 纯电动 | $L > 12$ 米， $10 < L \leq 12$ 米、 $8 < L \leq 10$ 米、 $6 < L \leq 8$ 米、 $6 \leq L$ 米分别为 60、50、40、25、10 | 插电混（含增程式） | 12 米以上、10-12 米、8-10 米、6-8 米、6 米以下分别对应 30、25、20、12.5、5 | 燃料电池 | 30 |
| 2017 年 | 纯电动 | $L > 10$ 米、 $8 < L \leq 10$ 米、 $6 < L \leq 8$ 米分别为 30、20、9 | 插电混（含增程式） | 10 米以上、8-10 米、6-8 米分别为 20、12、6 | 燃料电池 | 30 |

资料来源：财政部，安信证券研究中心

(3) 从 2009 年至 2020 年对新能源客车实施购车补贴，为加快新能源客车市场化，补贴政策从 2013 年考核因素从车长扩展到对三电技术水平的要求上来，国补、地补加速退坡。此外，2017 年补贴新政还推出了购车后累计行驶需满三万公里才能申请补贴，对于公交车而言，日均 150km 则跑满 3 万公里需 6-9 个月，延长国补回收期，整车车企现金流压力增大。

2.1.2. 补贴政策显著影响新能源客车销量总量与结构

图 12：2009 至 2017 年纯电动客车补贴四部曲（图为国补上限）



资料来源：工信部，安信证券研究中心

补贴四部曲，采购两阶段。终端采购由赚取更多的补贴到相对少花钱买车，高额补贴的存在使终端用户无需考虑 LCC 就有采购动力。2017 年以前，国补+地补足以覆盖新能源客车售价，此时终端采购新能源客车可以钱车两收，终端采购偏好能赚更多补贴的车型。但 2017 年以来，国补大幅退坡 50%，地补：国补由 1:1 变为 1:0.5，采购新能源客车需自掏腰包弥补售价与补贴的差额，在地补打满的前提下，此时主看何种米段车型相对传统车更为便宜。由下表的可看出，2015 年、2016 年、2017 年依次是 6-8 米车、8-10 米车、10 米以上车最受欢迎。

表 4：以宇通客车为例，2015-2017 年分别利好 6-8 米、8-10 米、10-12 米车型（假设地补能打满）

| 阶段 | 年份 | 价格 | 6-8 米 | 8-10 米 | 10 米以上 |
|-----------------------------|--------|-------------------|-------------|------------|---------------|
| 第 I 阶段 (与 2013、2014 年相同) | 2015 年 | 传统客车售价 | 21 | 35 | 49 |
| | | 新能源客车售价 | 44 | 65 | 99 |
| | | 国补金额 | 30 | 40 | 50 |
| | | 地补金额 | 30 | 40 | 50 |
| | | 终端售价 | -16 | -15 | -1 |
| 第 I 阶段 | 2016 年 | 传统客车售价 | 21 | 35 | 49 |
| | | 新能源客车售价 | 44 | 64 | 96 |
| | | 国补金额 | 25 | 40 | 50(12 米以上 60) |
| | | 地补金额 | 25 | 40 | 50(12 米以上 60) |
| | | 终端售价 | -6 | -16 | -4 |
| 第 II 阶段 | 2017 年 | 传统客车售价 | 21 | 35 | 49 |
| | | 新能源客车售价 | 40 | 57 | 82 |
| | | 国补金额 | 9 | 20 | 30 |
| | | 地补金额 | 4.5 | 10 | 15 |
| | | 终端售价 | 26.5 | 27 | 37 |
| | | 终端购车价高于传统车 | 5.5 | -8 | -12 |

资料来源：工信部，安信证券研究中心测算（注：1、假设地补打满，蓝色填充为利好车型；2、为简化分析，2016 年 12 米以上纯电动暂时不考虑。）

补贴政策影响新能源客车销量：采购投机，每退坡必抢装；

补贴倾斜引导新能源客车结构：循序渐进，由轻型至大型。

(1) 2013-2014 年受制三电产能 (CATL 2014 年锂离子电池产能仅 0.55GWh)，新能源客车销量甚微，分别为 1.3、1.8 万辆。

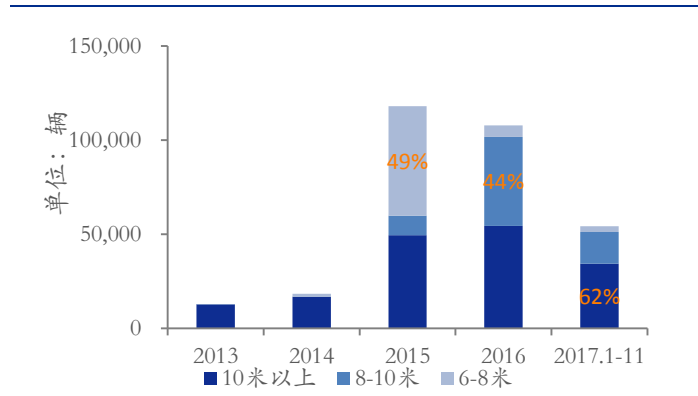
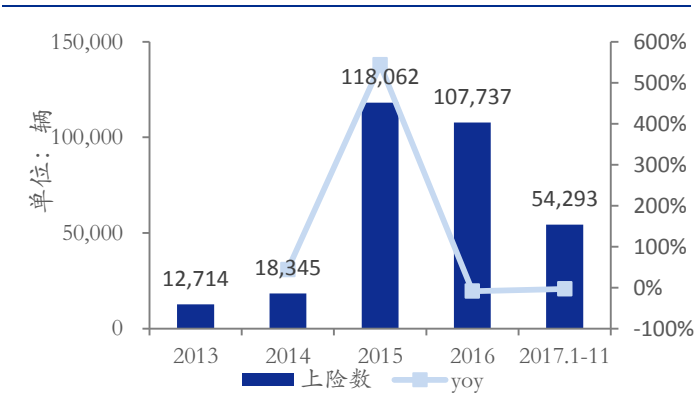
(2) 2015 年 4 月份发布的 2016 年补贴政策考核标准趋严，8-10 米、10 米以上车型国补金额不变，但 6-8 米车补贴即将下滑，导致年底发生抢装，带电量较小以及补贴利好的 6-8 米车型销量爆发，销量约为 6 万辆，带动全年总销量直逼 12 万辆。高涨的市场情绪也诱发了车未下线就申请补贴、带电量造假等骗补行为。

(3) 2016 年年底由于补贴退坡传闻再出，年底再度发生抢装，由于补贴利好 8-10 米车，8-10 米车销量占比迅速提升，全年销量 10.8 万辆，8-10 米车占比 44%。

(4) 骗补事件影响、三万公里施压、补贴目录重申以及地方补贴下滑冲击新能源客车市场，2017 年全年销量或受影响，从结构上来看 10 米及以上出头车型更受欢迎，占比 62%。

图 13：2013 至今新能源客车销量走势

图 14：2013 至今新能源客车结构变化



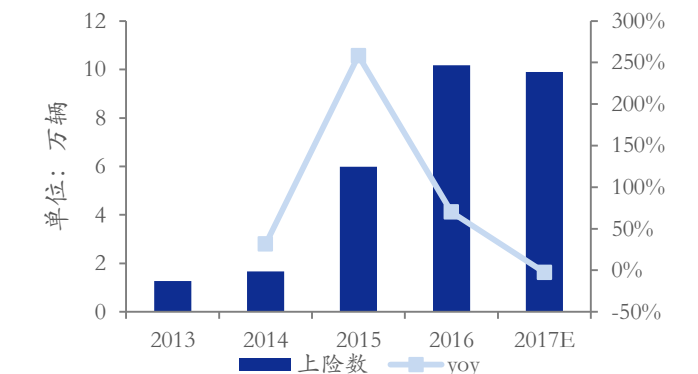
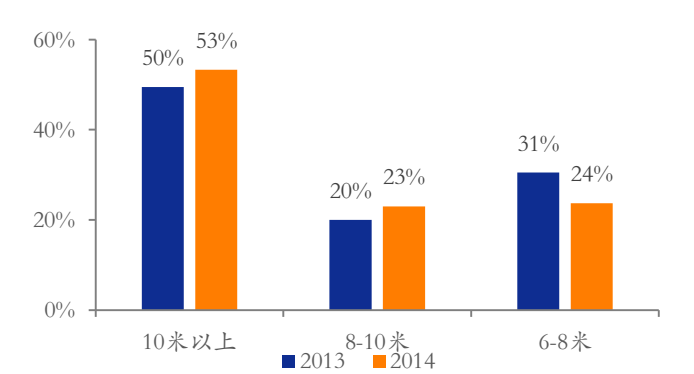
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

由图 15 可得，新能源客车除 2015 年补贴对 6-8 米车倾斜外，其他实际上均以大中客为主，由于未来仍将维持大中型为主的结构，我们剔除轻客后可得 2013-2016 年大中客销量分别为 1.3、1.7、6.0、10.2、9.5 万辆。(2017 年新能源大中客为预测数据，1-11 月上险数为 5.1 万，保守估计，假设 12 月与 2016 年同比降低 10%，则有 12 月份上险数 4.4 万辆，全年新能源大中客 9.5 万辆，其中新能源公交、公路车分别为 7.8、1.7 万辆。)

图 15：2013-2014 年传统公交车结构以大型为主

图 16：2013 至今大中型新能源客车销量



资料来源：上险数，安信证券研究中心

资料来源：上险数，安信证券研究中心

2.1.3. 补贴政策或将再度退坡，新能源化率政策频出成销量驱动力

2017 年 10 月中旬市场预期 2018 年补贴将再度退坡，补贴或将继续退坡 40%，10 米以上、8-10 米、6-8 米车型的非快充类纯电动客车国补分别降为 18、12、5 万元，并对系统能量密

度与单位载质量能量消耗量提出了更高的要求。

图 17: 2018 市场预期补贴退坡草案

| 车辆类型 | 中央财政补贴标准 | 中央政府补贴调整系数 | | | 中央财政单车补贴上限 (万元) | | |
|-------------------|----------|------------------|-------------|--------|-----------------|---------|-------|
| | | 系统能量密度 (wh/kg) | | | 6<L≤8m | 8<L≤10m | L>10m |
| 非快充类纯电动客车 | 1100 | 110-120 (含) | 120-140 (含) | 140 以上 | 5 | 12 | 18 |
| | | 0.8 | 1 | 1.2 | | | |
| | | 单位载质量能量消耗量 (Ekg) | | | | | |
| | | 0.2-0.21 | 0.15-0.2 | <0.15 | | | |
| | | 0.5 | 1 | 1.1 | | | |
| 快充类纯电动客车 | 2000 | 快充倍率 | | | 4 | 8 | 13 |
| | | 3C-5C (含) | 5C-15C (含) | 15C 以上 | | | |
| | | 0.8 | 1 | 1.2 | | | |
| 插电式混合动力 (含增程式) 客车 | 1500 | 节油率水平 | | | 2.2 | 4.5 | 7.5 |
| | | 60%-65% (含) | 65%-70% (含) | 70%以上 | | | |
| | | 0.8 | 1 | 1.2 | | | |

资料来源: 1dev, 安信证券研究中心

根据产业链调研, 由于并非所有省份都有地补政策且地补不一定能打满, 2017 年终端新能源客车购车价实际上已与传统客车相当。随着补贴的持续退坡乃至退出, 新能源客车购车价或将高于传统车, 我们认为此时终端购车动力来源于政绩工程驱动。

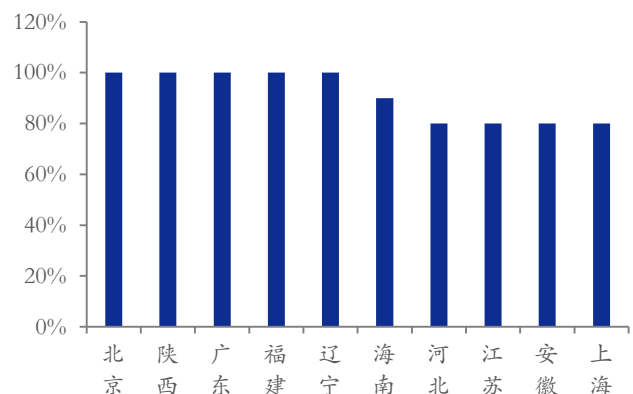
新能源化率目标超预期, 有望支撑新能源客车进一步放量。在 2015 年首提各省市公交新能源化率目标之后, 各省市积极响应, 现已有 20 多个省市提出新能源化率目标, 且推出的客车新能源化率目标基本均超预期。结合产业链调研, 由于 80%左右的公交基本均为国营公交, 实际采购方为政府, 为满足政绩工程需要, 新能源化势在必行, 我们认为政绩工程将接替补贴政策成为下一个驱动力。

图 18: 《新能源公交推广应用管理办法》(2015 年)

| 区域 | 2019 年新增及更换的公交车中新能源公交车比重应达到 |
|-------------------------------|-----------------------------|
| 北京、上海、天津、河北、山西、江苏、浙江、山东、广东、海南 | 80% |
| 安徽、江西、河南、湖北、湖南和福建省 | 65% |
| 其他省 (区、市) | 30% |

资料来源: 工信部, 安信证券研究中心

图 19: 主流省市最新新能源化率目标超出 2015 年要求



资料来源: 1dev, 安信证券研究中心 (包括 20 多个省市)

电动化大势所趋+抓住补贴的尾巴, 看好未来新能源大中客销量。根据交通部数据, 截止 2016 年, 我国公交车保有量 60.8 万辆, 大型公路车保有量 30.6 万辆, 由于每年中型公路车上险数与大型公路车相当, 假设中型公路车保有量也为 30 万辆, 则目前大中型公交车、公路车保有量分别为 60.8、60.6 万辆。2013 至 2016 年, 新能源大中型公交车累计上险 16.0 万辆, 公路车大中型累计上险 3.3 万辆, 则大中型公交车、公路车存量的新能源客车渗透率分

别为 32%、5%。

图 20：公交保有量逐年攀升



资料来源：交通部，安信证券研究中心（注：2016 年仅含 6000 辆 BRT）

为对 2018-2020 年大中客销量进行预测，做如下假设：

(1) 假设到 2020 年，公交保有量接近 68 万辆，保守估计新能源公交渗透率达 85%（大中型公交占比 85%），则预计 2017-2020 年累计销售新能源大中型公交 33.1 万辆，由于 2018 年后补贴持续退坡冲击较大以及 2020 年新能源公交车运营补贴退出，预计 2017-2020 年每年销量分别为 7.8、8.8、8.4、8.1 万辆；

(2) 预计新能源大中型公路车持续在通勤、团体等短途客运中放量，且随着电池能量密度的提升，新能源公路车的销量有望逐渐打开，分别为 1.7、2.0、2.5、2.9 万辆；

(3) 预计传统大中型公路车持续呈下滑趋势；

(4) 预计大中型校车随着大力推广有望实现小幅增长。

基于以上假设则有，2017-2020 年新能源大中客车销量约为 9.5、10.8、10.9、11 万辆，传统大中客销量约为 6.1、5.7、5.3、5.1 万辆，合计销量约为 15.6、16.6、16.1、16.2 万辆。

表 5：2017-2020 年大中客销量预计

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源大中型公交 (万辆) | 1.25 | 1.54 | 4.88 | 8.31 | 7.80 | 8.80 | 8.40 | 8.10 |
| yoy | - | 23% | 217% | 70% | -6% | 13% | -5% | -4% |
| 传统大中型公交 (万辆) | 5.91 | 5.18 | 3.02 | 0.95 | 1.00 | 0.80 | 0.50 | 0.50 |
| yoy | - | -12% | -42% | -69% | -16% | -20% | -38% | 0% |
| 新能源大中型公路车 (万辆) | 0.02 | 0.13 | 1.1 | 1.86 | 1.70 | 2.04 | 2.45 | 2.94 |
| yoy | - | 550% | 746% | 69% | -3% | 20% | 20% | 20% |
| 传统大中型公路车 (万辆) | 6.91 | 4.98 | 5.26 | 4.97 | 4.40 | 4.20 | 4.00 | 3.80 |
| yoy | - | -28% | 6% | -6% | -11% | -5% | -5% | -5% |
| 校车 (万辆) | 1.1 | 0.79 | 0.79 | 0.76 | 0.70 | 0.74 | 0.77 | 0.81 |
| yoy | - | -28% | 0% | -4% | -8% | 5% | 5% | 5% |
| 新能源大中客 (万辆) | 1.27 | 1.67 | 5.98 | 10.17 | 9.50 | 10.84 | 10.85 | 11.04 |
| yoy | - | 31% | 258% | 70% | -3% | 4% | 1% | -8% |
| 传统大中客 (万辆) | 13.92 | 10.95 | 9.07 | 6.68 | 6.10 | 5.74 | 5.27 | 5.11 |
| yoy | - | -21% | -17% | -26% | -12% | -6% | -8% | -9% |
| 大中客合计 (万辆) | 15.19 | 12.62 | 15.05 | 16.85 | 15.60 | 16.58 | 16.12 | 16.15 |
| yoy | - | -17% | 19% | 12% | -7% | 4% | -2% | -6% |

资料来源：上险数，安信证券研究中心测算

2.2. 长期：海外市场供需错配，新能源客车出口有望突破

2.2.1. 海外新能源政策频出，新能源客车需求旺盛

我国是全球大中客生产第一大国，根据 OICA 数据，2016 年全球大中客产量为 34 万辆，中

国占比 56%。随着国内客车车企产能的高速扩张，大型客车供过于求，出口成为国内企业释放大客产能的重要通道。目前传统大中客出口已从亚洲转向中东、非洲、南美等 100 多个国家、地区，新能源客车也开始微量出口欧美。

在空气污染治理力度不断加大，能源短缺等大环境下，欧洲国家新能源推广持续深化，在新能源客车促销、流通以及使用等方面给予大力的政策支持，其推广力度远大于北美国家，但相比我国仍有一定差距。在新能源研发进程落后的背景下，荷兰、挪威、德国、法国、英国等欧洲部分国家甚至率先提出了禁售燃油车计划，试图倒逼本国车企投入新能源领域。

图 21：2015 年主流国家新能源汽车政策

| | 电动车促销激励 | | | | 电动车使用与流通激励 | | | | 过路费减免 | | | 尾气排放标准 | |
|-----|---------|------|------|------|------------|-------|-------|-----------|-------|-------|-----|--------|--------|
| | 销售补贴 | 免购置税 | 免增值税 | 税收减免 | 流通税减免 | 免停车费等 | 充电费减免 | 税收减免(公司车) | 公交车道 | 多座客车道 | 限行区 | 燃料经济标准 | 尾气排放标准 |
| 中国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 国五 |
| 日本 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 日本2009 |
| 韩国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | Kor3 |
| 丹麦 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 法国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 德国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 意大利 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 荷兰 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 挪威 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 葡萄牙 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 西班牙 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 瑞典 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 英国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | 欧6 |
| 加拿大 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | Tier 2 |
| 美国 | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | ■ | Tier 2 |

无政策 试点型政策 (对全国不到50%的居民产生影响) 地区型政策 (对超过全国50%的居民产生影响) 全国型政策 通用标准

资料来源：IEA，安信证券研究中心

2.2.2. 欧洲市场供需错配，国内车企占得先机

目前国外主流的客车厂家包括 MAN、SICANIA、DAMILER、VOLVO 等，这些客车厂商除 DAMILER 外，其车企的客车生产与卡车共厂，客车产能均比宇通客车来得低。在国内如火如荼地推广纯电动路线时，欧美新能源客车技术路线主流是混合动力与氢燃料电池，目前仅有沃尔沃对插电混有所开发，并实现少量销售。随着这些车企技术路线的战略转移，DAMILER 与 VOLVO 将在 2018 年投产纯电动客车，MAN 计划在 2019 年底前开始生产纯电动城市公交车，但距离纯电动客车全面量产仍需时日，在此背景下，中国新能源客车车企占得先机。

2.2.3. 欧洲年需求近万辆，充电桩普及之日出口突破之时

比亚迪、宇通客车、金龙汽车等主机厂已进入欧洲新能源客车市场，但由于欧洲充电桩受限，目前仅实现微量出口。根据 ACEA，2016 年整个欧洲市场客运公交和旅游巴士保有量约为 89 万辆，到 2025 年欧洲市场新能源客车将实现 8% 的渗透率。保守估计假设欧洲客车保有量保持不变，则 8 年共需新能源客车 7.1 万辆，年均新能源客车需求多达 9000 辆。随着欧洲充电桩加速铺开，国内主机厂在美、日、新加坡等发达城市逐渐出口，我们预计 3 年内新能源客车出口有望取得较大突破，届时海外新能源客车市场打开值得期待。

表 6：欧美客车主流车企概况

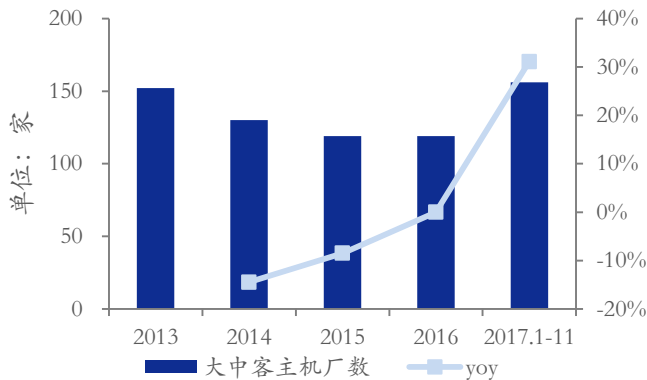
| 公司名称 | MAN | SICANIA | DAMILER | VOLVO |
|---------------------|--|---|---|--|
| 公司总部 | 德国 | 瑞典 | 德国 | 瑞典 |
| 产品布局 | 卡车、客车、轻客、发动机 | 卡车、客车、客车底盘、发动机 | 客车 | 客车 |
| 2016 年 客车销量 (辆) | 6211 | 8253 | 26226 | 9553 |
| 客车下游市场结构 | 欧洲 66%、 南美洲 7%、 北美洲 4%、 亚洲-太平洋洲 13%、 非洲 4%、 中东 6% | 拉美 29%、 欧洲 25%、 非洲及大洋洲 14%、 亚洲 31%、 欧亚 1% | 欧洲 34% 拉丁美洲 38% 墨西哥 14% 亚洲 7% 其他 7% | 欧洲 28%、 北美 28%、 南美 12%、 亚洲 19%、 其他 13% |
| 2016 年 客车营收 (亿元) | 109 | 83 | 305 | 194 |
| 2016 年 客车营业利润率 | 4.0% | 5.2% | 6.14% | 3.73% |
| 新能源客车推广进展 | 在天然气客车市场处于第一梯队， 2020 年推出纯电动客车 | 正在开发混合动力和纯电动客车，2016 年进行混合动力客车无线充电技术测试，且推出了双层天然气巴士 | 正在开发混合动力和纯电动客车，近几年将投入 100 亿欧元研发纯电动巴士， 预计 2018 年正式上路第一辆电动巴士 | 目前主要是销售混合动力客车，从 2010 年至 2016 年已经累计销售 3000 辆， VOLVO 7900 纯电动巴士将于 2018 年底投入运营 |

资料来源：BLOOMBERG、公司官网，安信证券研究中心（注：SCANIA 的营业利润率包含卡车业务）

3. 市占率：补贴退坡加速市场化，宇通客车市占率有望持续提升

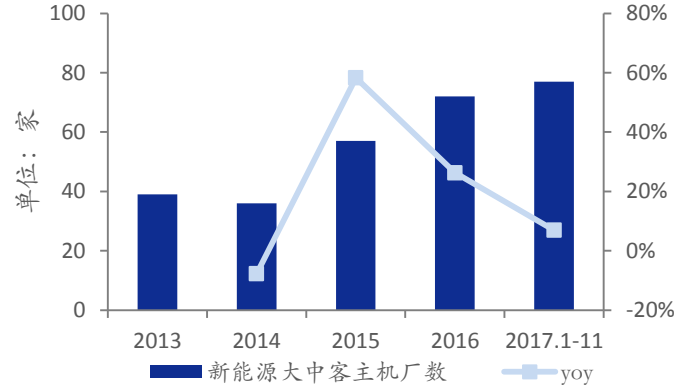
中国大中客车行业在经过十几年的高速发展后，行业产能过剩、发展不平衡等问题愈发突出。传统客车转战新能源叠加新晋力量介入，新能源大中客车主机厂逐年增加。不论大中客全行业还是新能源大中客车市场均高度集中，2017年1-11月二者CR10分别为76%、75%。

图 22：2013 至今大中客主机厂数量



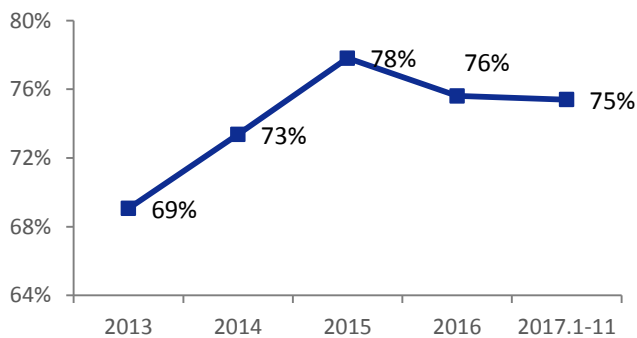
资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：主机厂也含生产轻客）

图 23：2013 至今新能源大中客主机厂数量



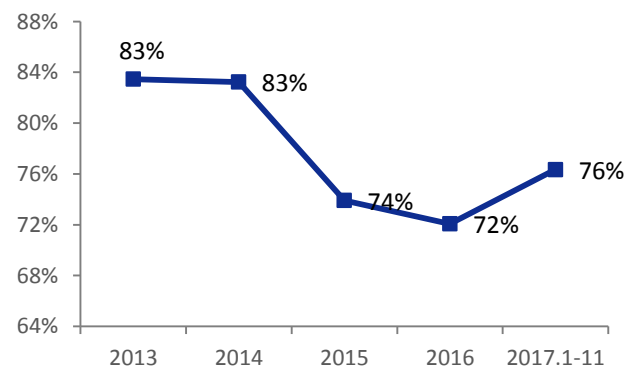
资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：主机厂也含生产传统客车）

图 24：2013 至今大中客 CR10



资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：主机厂也含生产轻客）

图 25：2013 至今新能源大中客 CR11



资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：主机厂也含生产传统客车）

新能源化催生弄潮儿，两大阵营雏形显现。借助新能源汽车高速发展的风口，各大巨头与资本纷纷介入，我们认为，得新能源者得天下，未来客车市场的竞争主要在于布局新能源客车的传统车企与新进入新能源客车市场的车企之间的竞争。

表 7：以宇通为代表的传统阵营，加速新能源化

| 公司名称 | 公司性质 | 产品布局 | 下游主要市场 | 2016 年营业收入 (亿元) | 2016 年归母净利润 | 当前市值 (亿元) | 2016 年销量 (辆) | 2016 年新能源客车销量占比 |
|------|------|----------------------|-----------------------|-----------------|-------------|-----------|--------------|-----------------|
| 宇通客车 | 民企 | 拥 203 个产品系列的完整产品链 | 中国所有市县市场及世界主要的客车进口国家 | 358.5 | 40.4 | 515 | 70988 | 38% |
| 金龙汽车 | 地方国企 | 产品涵盖 4.5 米至 18 米各型客车 | 所有省份及重点城市、海外 140 多个国家 | 218.3 | -7.2 | 77 | 73387 | 22% |
| 中通客车 | 地方国企 | 产品涵盖 5 米至 18 米各型客车 | 国内外 | 92.6 | 5.9 | 63 | 18265 | 77% |
| 安凯客车 | 地方国企 | 产品涵盖 8-12 米大中型客车 | 国内外 | 47.6 | 0.5 | 50 | 10166 | 49% |
| 亚星客车 | 地方国企 | 产品涵盖 5 米至 18 米各型客车 | 国内外 | 34.0 | 0.6 | 21 | 6024 | 60% |

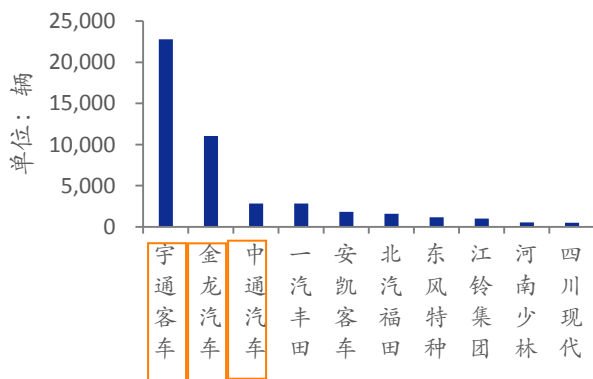
资料来源：公司官网、WIND，安信证券研究中心

表 8：新晋力量瞄准新能源客车市场，来势汹汹

| 公司名称 | 公司性质 | 产品布局 | 下游主要市场 | 2016 年客车营业收入 (亿元) | 发展战略 |
|------|------|--|-----------------------|-------------------|---|
| 比亚迪 | 民企 | 纯电动公交车、客运客车 | 国内部分省份及遍及全球 50 个国家及地区 | - | “7+4”全市场战略，把中国道路交通领域所有用油的地方，全部用电解决 |
| 珠海银隆 | 民企 | 新能源整车、锂离子材料、锂离子电池、储能、电源系统、电机电控 | 国内部分省份及欧美市场 | - | 展望未来五年，计划稳步巩固行业领先地位，力争成为世界新能源汽车与储能系统领域的一流企业 |
| 中车时代 | 国企 | 传统公交车、传统旅游车、天然气客车、增程插电式客车、纯电动客车、常规混合动力客车 | - | 83.80 | 追求新能源汽车能源转化与利用效率，积极探索汽车零排放技术 |

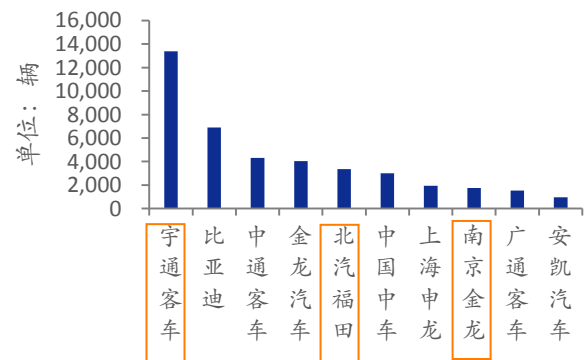
资料来源：公司官网、WIND，安信证券研究中心

图 26：2017.1-11 传统大中客销量前十



资料来源：上险数，安信证券研究中心

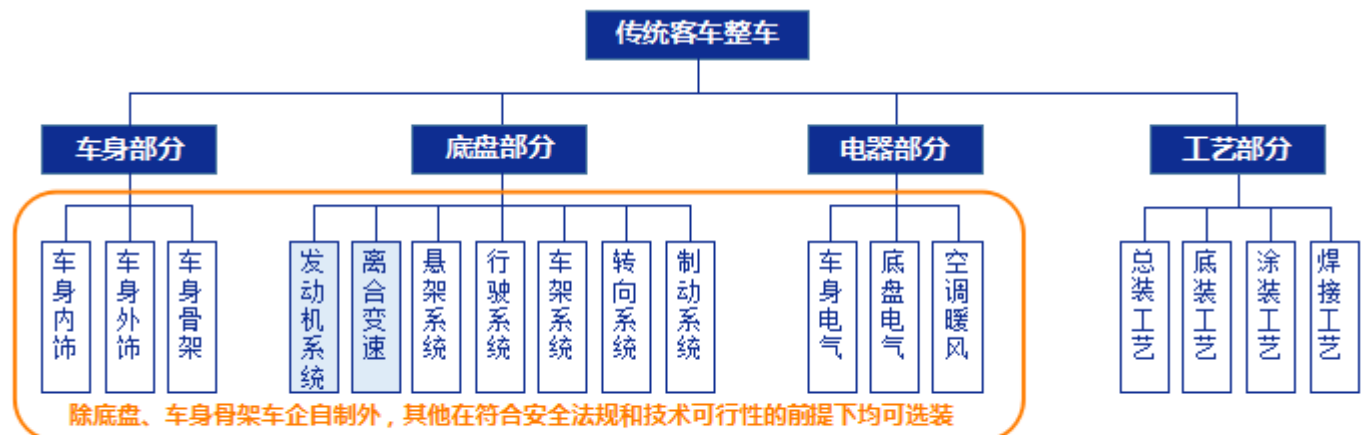
图 27：2017.1-11 新能源大中客销量前十



资料来源：上险数，安信证券研究中心

3.1. 客车行业核心竞争力在产品性价比

图 28：客车整车点单生产范畴



注：新能源客车将发动机转换成电机，纯电动客车没有变速箱，插电混客车在并联状态下有变速箱，电器部分也较传统客车略有调整，车用燃料由柴油、汽油转换成纯电动、插电混、燃料电池等。

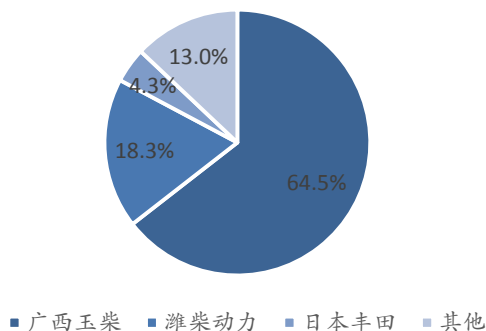
资料来源：PLM 之神，安信证券研究中心

与全球乘用车市场、国外客车市场标准化生产不同，我国客车核心零部件发动机、变速箱外采，多数零部件均可“点单”。客车零部件产品集中度较高，叠加客运企业在使用过程中摸

索出自己信赖且有售后保障的配件产品，客运企业在采购客车产品时往往会“点单生产”--在标配车型的基础上选择“加装”或“选装”，即对标配车型从大至发动机、变速箱，小至车内座椅、车窗玻璃等零部件指定厂家或要求达到某些标准。在新能源客车领域，由于安全要求更高，三电等核心零部件基本由厂家指定，标准化生产程度相对较高。

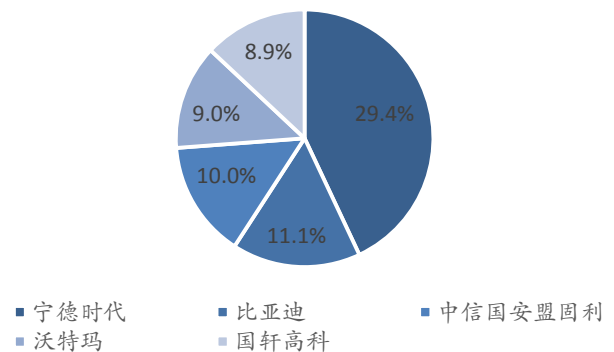
“点单生产”导致客车质量差异在车身工艺差异以及售后响应差异。“点单生产”模式导致零配件同质化严重，客车车企则主要负责将零部件进行人工组装、调校，虽然核心零部件外购车身使用性能上相差无几，但底盘装配、车身焊接、车身涂装、整车总装、整车电泳等车身工艺对客车产品耐用性影响较大，且在长期8年的产品生命周期内售后维修是否及时可靠也成为下游客户采购的必要条件。

图 29：2016 年传统大中客车发动机外购



资料来源：上险数，安信证券研究中心

图 30：2016 年新能源客车电池外购



资料来源：工信部，安信证券研究中心（注：仅比亚迪电池自供）

“点单生产”导致成本管控能力至关重要。此外，“点单生产”使得客车生产呈现小批量、多品种的特点，在考验企业响应客户需求能力的同时对客车企业成本管控能力提出了挑战，能管控成本便可提升盈利水平，能最大程度让利客户便可提升销量。

综上，客车行业下游客户多为公交公司、公路营运企业，最小化维修时间以保障最长营运时间创收，最小化采购成本与维修成本以降低总成本，产品的性价比成为下游客户采购车辆时最核心的因素：性能即整车耐用性与维修及时性，价格即倾向于采购价格相对更低的产品。

3.2. 产品性价比优势明显，宇通传统客车市占率遥遥领先

3.2.1. 客车耐用+售后完善，产品性能卓越

根据产业链调研，尽管传统柴油车核心零部件外采导致产品性能同质化，但是宇通客车在客车耐用性与售后及时性方面表现突出。

客车耐用性方面，宇通采用高出一般钢材 2 倍水平的专用钢材，保障车身稳固性；斥巨资引进整车电泳，将客车车身防腐做到极致；底盘装配、车身焊接、整车总装三大环节锁住资深技工，保障车身装配牢固；把好最后一关，一以贯之坚持高出厂标准。

表 9：宇通及其主要竞争对手售后服务体系

| | 售后服务工程师 (人) | 售后服务网点 (个) | 配件经销商 (个) | 服务大区 (个) | 海外售后服务费计提比例 | 新能源客车售后服务费计提比例 |
|------|-------------|------------|-----------|----------|-------------|----------------|
| 宇通客车 | 300 | 1200 多 | 180 | 15 | 3.5% | 2% |
| 金龙汽车 | 350 | 1300 多 | 200 | 10 | - | - |
| 中通客车 | - | 近 500 | - | - | 2.5% | 2% |
| 比亚迪 | 约 160 | 600 多 | 6 | - | - | - |

资料来源：公司官网、公司年报，安信证券研究中心（注：虽然从数据上看金龙汽车售后服务网点较多，但根据产业链调研，金龙汽车的售后网点分布范围与辐射半径不及宇通客车大）

售后及时性方面，根据对业内众多主机厂一线销售与售后的调研显示，宇通客车的售后服务的及时性与完备性在业内有口皆碑，售后保障业内无出其右。

综上，我们认为，宇通客车通过采用高硬度钢、整车电泳、锁定资深技术员工、严格的自我质量要求、完善售后服务网络等方式实现客车产品性能的最优化，在业内获得了广泛认可，根据世界品牌实验室数据，2017年宇通客车品牌价值已高达313亿元，连年稳居中国客车行业榜首，品牌效应十分显著。

3.2.2. 低成本优势显著，盈利能力强劲

(1) **规模效应摊薄单位产品固定成本。**业内超负荷生产仅有宇通一家，其他厂家产能利用率均不足。根据各公司年报数据，2016年宇通客车郑州两大工厂（柴油车厂、新能源工厂）产能利用率分别高达110%、120%（两班倒），三龙中厦门金龙与厦门金旅产能利用率仅为90%，苏州金龙受骗补事件影响产能利用率预计更低，此外，亚星、安凯等产能利用率更不尽如人意。新晋力量比亚迪、银隆广通等产能新建中，产能爬坡较缓，2016年比亚迪产能利用率约为41%。2016年宇通客车总销量位居全国单一车企第一，多达7.1万辆，三龙虽然合计达7.3万辆，但产能利用率与宇通客车相去甚远。宇通客车规模效应最为显著，规模效应摊薄单位产品固定成本。

(2) **零部件高度自制降低单位产品可变成本。**2014年，宇通客车向宇通集团与猛狮客车收购精益达100%股权，精益达主营业务包括空调、车桥、悬架、线束、门总成及其他汽车零部件。宇通客车收购精益达后实现产业链垂直整合，零部件自制率高于其他厂家，由于新能源客车标准化生产程度更高，此时零部件自制（比如科林电空调等）则可无需让利给零部件供应商，降低单位产品的可变成本。

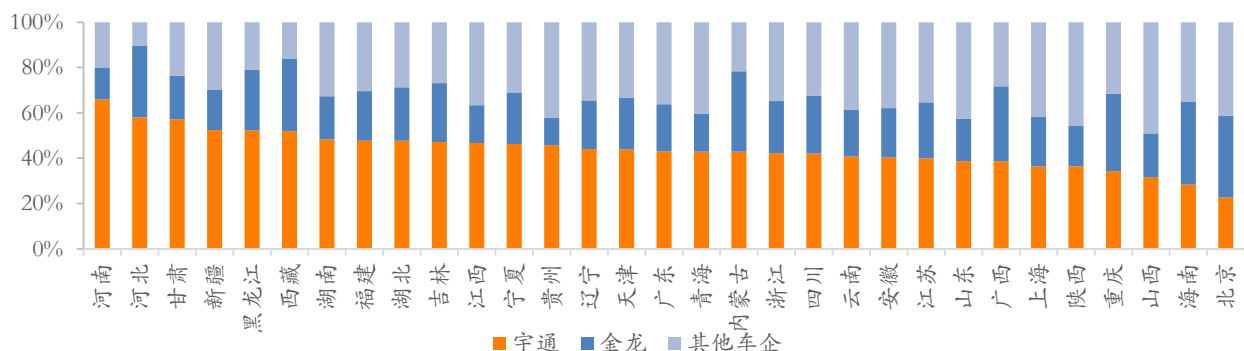
表 10：宇通及其主要竞争对手的车身零部件自制情况

| 整车厂 | 自制零部件 |
|------|------------------------------------|
| 宇通客车 | 整车控制系统、电机、超级电容、动力电池系统、空调、门总成、线束、悬架 |
| 金龙汽车 | 空调、电机、电控、整车控制系统 |
| 中通客车 | 空调、整车控制系统、电控、齿轮、座椅 |
| 比亚迪 | 动力电池 电机 电控 整车控制系统 车桥 |
| 中车时代 | 电机、电控、DC/DC 变换器、整车控制系统、电池管理系统 |
| 银隆广通 | 电机 电池 电控 |

资料来源：公司官网、电动知家，安信证券研究中心

综上所述，从上市至今，宇通客车以其产品耐用性与售后及时性广受客户认可，凭借低成本优势价格弹性较大，由此形成的高产品性价比业内首屈一指，宇通客车因此在传统柴油车领域拼荆斩棘，市占率从2013年的29%增长至2016年的44%，稳居传统大中客客车市场第一，形成了口口相传的品牌效应与客户粘性。

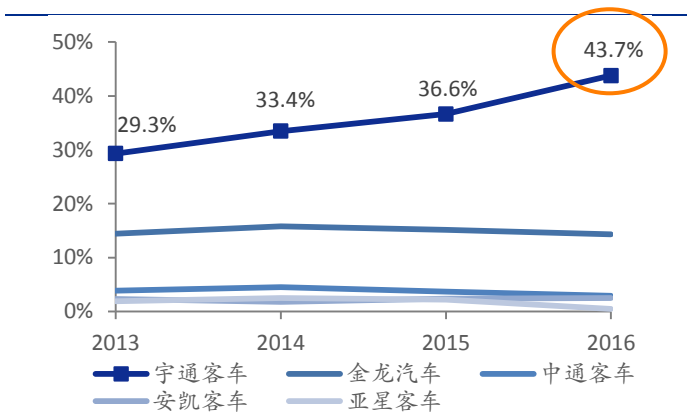
图 31：2016年宇通客车在全国31个省市的传统车市占率



资料来源：上险数，安信证券研究中心

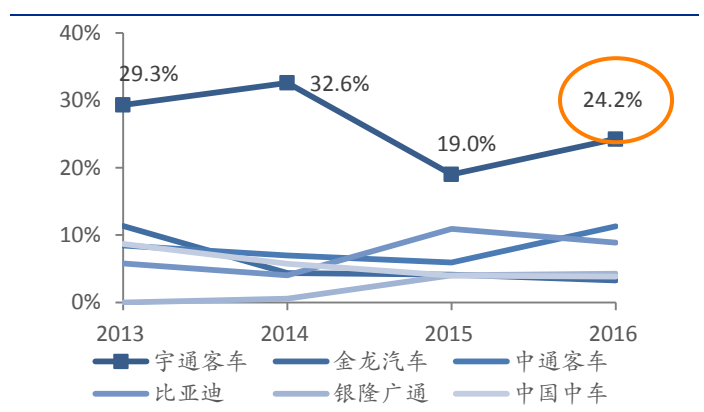
品牌效应延伸至新能源领域，新能源大中客销量亦拔得头筹，2016 年市占率 24%，但市占率相对传统客车市场偏低。

图 32：2013 年至今传统大中市占率



资料来源：上险数，安信证券研究中心

图 33：2013 年至今新能源大中客市占率



资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：2016 年以前市场处于混沌状态，市占率不具参考性。以 2015 年为例，2015 年骗补盛行，而宇通相对谨慎，故而市占率偏低）

3.3. 新能源客车日趋市场化，宇通新能源客车市占率有望对标传统车

3.3.1. 高额补贴扭曲市场竞争，产品性价比重要性弱化

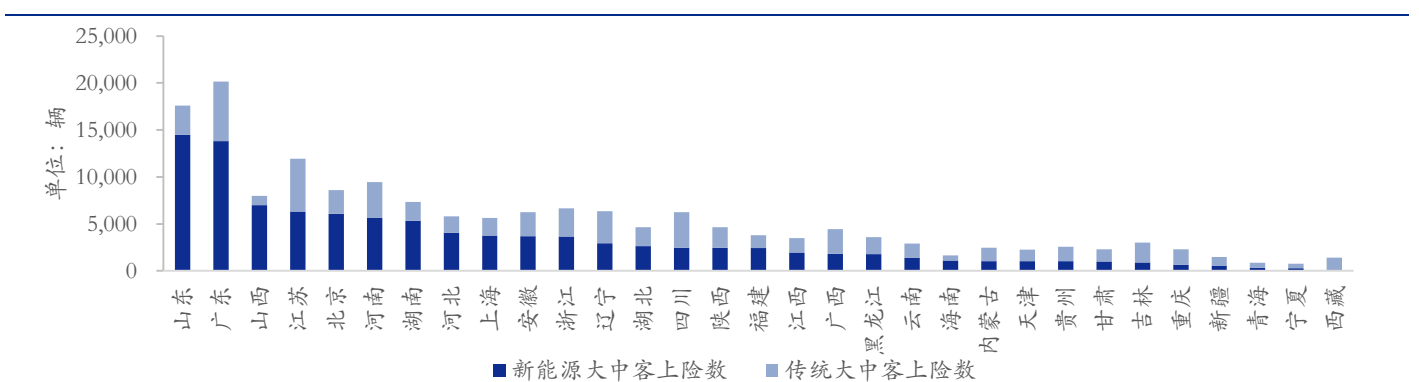
与传统客车相同，新能源客车也具备核心零部件外购以及 B-TO-B 的特性，尤其三电系统的外购以及电池企业的 8 年保修，亦使得客车厂在新能源客车上不具核心技术，本质上，新能源客车与传统客车厂家在争夺市场时拼得均是性价比：产品耐用性、售后维修及时性以及价格实惠性。

但由于新能源客车市场高额补贴的存在扭曲了市场竞争，削弱了产品性价比的重要性。

(1) 高额补贴导致非理性采购。根据产业链调研，采购 I 阶段的 2015、2016 年，由于国补+地补足以覆盖购车成本，对终端而言买车可赚钱因而对车身质量与售后服务的容忍度大大提升。采购 II 阶段 2017 年时由于补贴退坡，地补很难打满，终端新能源购车价与已与传统车相当，主机厂盈利能力开始削减与终端采购成本逐渐加大，市场逐步回归理性。

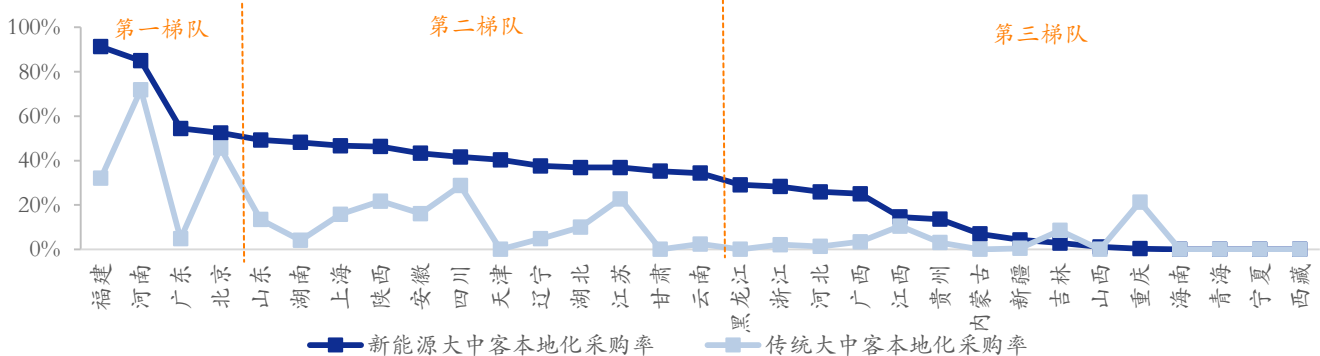
(2) 高额补贴加剧地方保护现象。高额补贴是地方保护盛行的主因，客车电动化主要发生在公交领域，公交的采购绝大多数通过政府招投标来完成，为将巨额国补、地补等补助收入本地企业囊中，政府设置地方目录以排外、鼓励投资换市场、招标标书为本地企业量身定做等现象屡见不鲜。根据上险数测算，2016 年新能源客车市场本地化采购率 43%，而传统客车市场本地化采购率仅为 13%。

图 34：2016 年全国 31 个省份的传统大中客、新能源大中客上险数



资料来源：上险数，安信证券研究中心

图 35：2016 年全国 31 个省份的新能源大中客、传统大中客的本地化采购率分别为 43%、15%

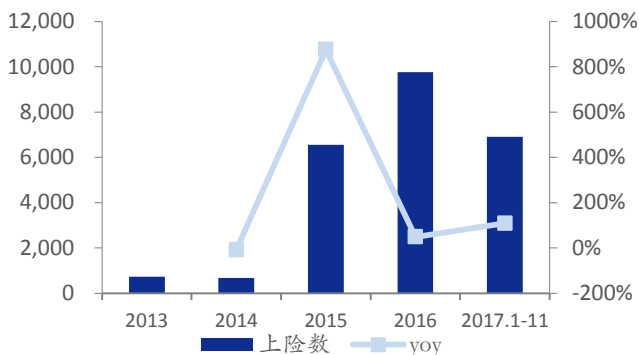


资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：对各省本地化采购率进行分类，第一梯队新能源本地化采购率大于 50%，第二梯队介于 30%-50% 之间，第三梯队 30% 以下，发现第一梯队的本省订单几乎仅交由总部设在本省的大型客车企业，其中福建应对金龙、河南对应宇通，广东对应比亚迪，北京对应福田；第二梯队的本省订单则交由总部、分子公司等设在本省的企业，其中不乏比亚迪与珠海银隆等新晋力量的影子，比如比亚迪在湖南、辽宁、湖北与江苏均有投资换市场，珠海银隆则在安徽、湖北等地均有投资换市场的行为）

宇通客车的产品高性价比使得其取得了传统客车市占率 44% 的佳绩，并因其高性价比在新能源客车市场拔得头筹，但受制于高额补贴弱化市场竞争影响，目前新能源客车市占率仍然偏低，我们认为接下来补贴每退出一部，都是新能源客车向市场化迈进的一步，都是地方保护向产品性价比妥协的一步，都是宇通客车市占率提升的一步。

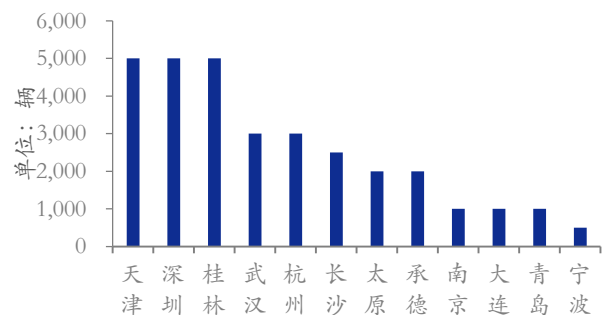
3.3.2. 地方保护衍生投资换市场，模式可持续性有待市场验证

图 36：2013 年至今比亚迪新能源大中客上险数



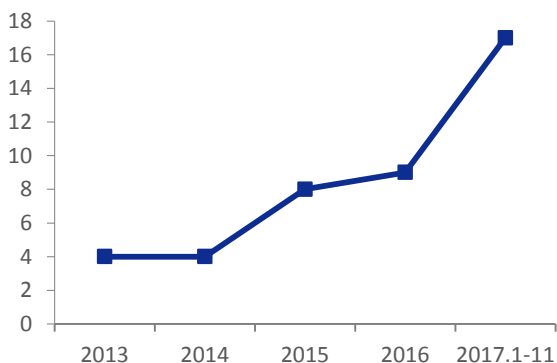
资料来源：上险数，安信证券研究中心

图 37：截止 2017H1 比亚迪已有 3.1 万辆产能



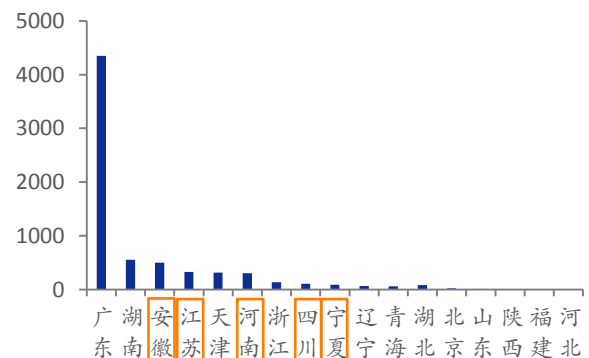
资料来源：MARKLINES，安信证券研究中心

图 38：2013 年至今比亚迪销售省份数逐年增多



资料来源：上险数，安信证券研究中心

图 39：2017 年 1-11 月比亚迪上险数



资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：橙色框为云轨搭售）

根据 Marklines 数据，比亚迪规划产能 5.2 万辆产能，2017H1 已有 3.1 万辆产能，2016 年合计上险 1.0 万辆，2017 年除投资换市场外，云轨搭售也打开了部分空间，1-11 月上险数据以 6913 辆杀进第二名。比亚迪这几年发展势头确实正猛，市场因此认为比亚迪、珠海银隆等以投资换市场的方式来势汹汹，可能对宇通客车造成极大的压制，但我们通过产业链调研认为投资换市场模式或存一定的局限，除了销量高度依赖广东省外，这些客车行业的外来者仍用传统思维经营，忽视了客车行业极为重要的客情与售后维护，后续能否有持续性的订单有待进一步跟踪与观察。

3.3.3. 2017 年补贴退坡市场化初显，传统二线主机厂卖车亏损出让份额

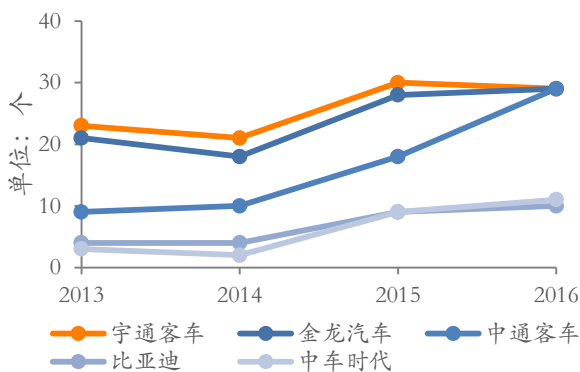
2017 年补贴退坡市场化初显，传统二线客车主机厂新能源客车已亏本卖车。根据产业链调研，2017 年补贴大幅退坡 50% 以上，国补：地补比例由原先的 1:1 降为 1:0.5，导致新能源客车终端采购价已与传统车相当，甚至更高。虽然中游电池也存在一定程度的降价，但主机厂利润空间明显压缩，成本管控能力较差的二线客车主机厂已出现亏损，对应从上险数据来看，这些主机厂的新能源客车销量急剧收缩（根据主机厂一线销售反映，2017 年迫于盈利与现金流的压力，已不接没有地补省份的订单了）。

2018 年补贴或将再度退坡加速市场化，预计这些二线主机厂将面临更大的挑战，亏损幅度加大迫使其进一步收缩销售，从而出让份额。二线主机厂尚且如此，预计占行业总销量比 25% 的前十开外小厂的出清将会更加迅速，若市场预期的退坡草案成立，2018 年对系统能量密度、单位载质量能量消耗量的技术要求将会更高，TOP10 以外的小厂难以拿到大电池厂的电池供货，自身整车轻量化工艺又有所欠缺，欲拿国补上限几乎不可能，加之对零件厂商议价能力不足，2018 年补贴退坡对小厂盈利打击将会更大，我们预计 2018 年小厂将迅速出清。

二线主机厂的出让份额与小厂的快速出清将导致市场份额向龙头宇通急剧靠拢，宇通客车的市占率有望加速提升。

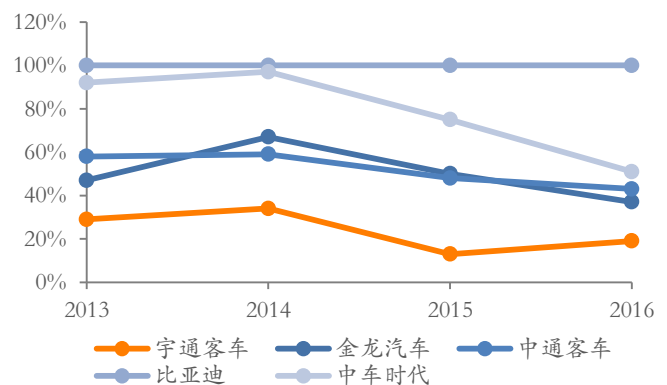
3.3.4. 后补贴时代新能源市场化加速，宇通新能源市占率长期有望对标传统车

图 40：新能源大中客分上险省份数量



资料来源：上险数，安信证券研究中心

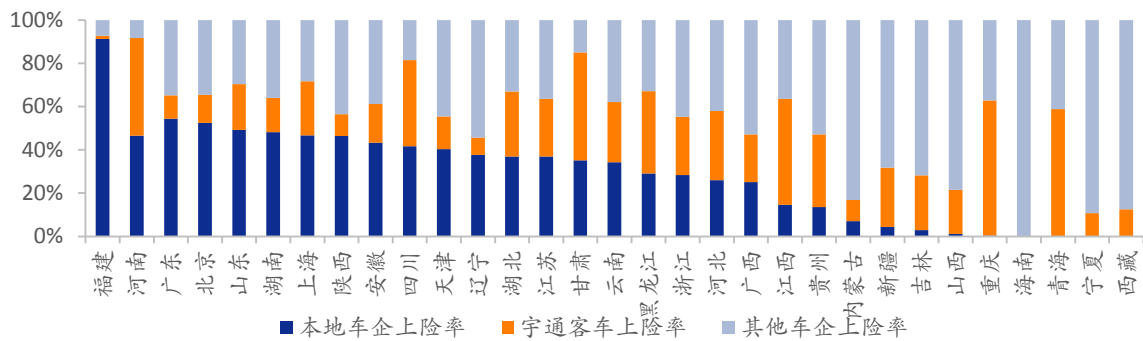
图 41：新能源大中客车企本地采购销量占比



资料来源：上险数，安信证券研究中心（注：含投资换市场）

2016 年以前高额补贴导致地方保护现象盛行的背景下，受益品牌号召力，宇通客车新能源大中客车仍就卖遍全国且深耕其他车企腹地。近 4 年来，宇通客车新能源大上险省份数不断增长，至 2016 年达到顶峰，在全国 30 个省份均有销售（仅海南省暂无销售，根据上险数据 2017 年已打开海南市场），且本地化采购比例持续最低，CR10、CR20 分别为 59%、86%，说明宇通客车市场分布较为平均，对本地市场依赖性极低，已然获得全国范围内的普遍认可。宇通客车凭借产品性价比与品牌效应深耕其他车企腹地，上险量排在前 5 的省份分别为河南、广东、山东、江苏、四川，在广东、山东的上险数牌第二、且与上险数与当地车企比亚迪、中通客车差距较小，在苏州金龙骗补事爆出之后，宇通客车一跃而上成为江苏上险数第一

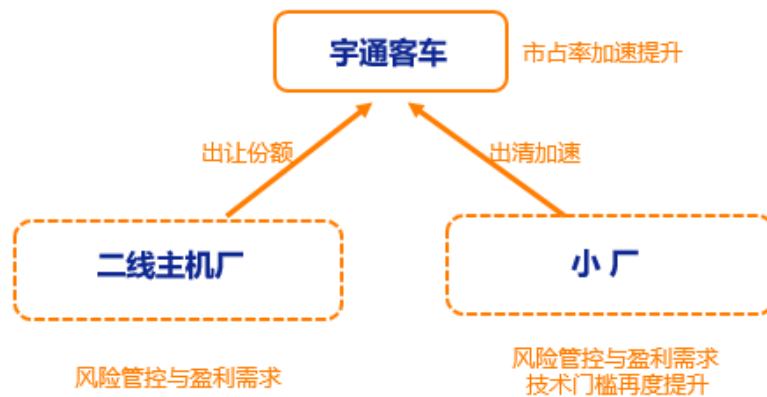
图 42：2016 各省市的新能源本地化采购率与宇通市占率



资料来源：上险数，安信证券研究中心

2017、2018 年补贴退坡加速市场化，二线及以下小厂盈利承压，地方保护或向产品性价比倾斜，预计宇通客车市占率有望迅速提升。

图 43：宇通市占率提升逻辑演绎



资料来源：上险数，安信证券研究中心

预计 2017-2020 年传统大中客市占率每年提 2%，新能源大中客国内市占率逐步提升，分别为 26%、30%、35%、38%，则宇通客车 2017-2020 年国内传统大中客销量分别为 2.8、2.8、2.6、2.7 万辆，国内新能源大中客销量分别为 2.5、3.3、3.8、4.2 万辆，则国内大中客合计销量约为 5.3、6.0、6.4、6.9 万辆。

表 11：2017-2020 年宇通客车大中客销量预测（已知数据为上险数据）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 新能源大中客（万辆） | 1.27 | 1.67 | 5.98 | 10.17 | 9.50 | 10.84 | 10.85 | 11.04 |
| 宇通客车市占率 | 29% | 33% | 19% | 24% | 26% | 30% | 35% | 38% |
| 宇通客车新能源大中客（万辆） | 0.37 | 0.54 | 1.14 | 2.47 | 2.47 | 3.25 | 3.80 | 4.19 |
| 国内传统大中客（万辆） | 13.92 | 10.95 | 9.07 | 6.68 | 6.1 | 5.74 | 5.27 | 5.11 |
| 宇通客车市占率 | 29% | 33% | 37% | 44% | 46% | 48% | 50% | 52% |
| 宇通客车传统大中客（万辆） | 4.08 | 3.66 | 3.32 | 2.93 | 2.81 | 2.76 | 2.64 | 2.66 |
| 国内大中客合计（万辆） | 15.19 | 12.62 | 15.05 | 16.85 | 15.60 | 16.58 | 16.12 | 16.15 |
| 宇通客车合计大中客（万辆） | 4.45 | 4.2 | 4.46 | 5.4 | 5.28 | 6.01 | 6.44 | 6.85 |
| 宇通客车大中客市占率 | 29% | 33% | 30% | 32% | 34% | 36% | 40% | 42% |

资料来源：上险数，安信证券研究中心测算（注：上险数据与宇通公告披露的产销数据略有差异，差异主要来源于传统大中客的出口，不影响总体判断）

4. 盈利：挺过盈利与现金流低谷，开启上升通道

4.1. 2018 年补贴退坡毛利率基本持平，后补贴时代依托 LCC 保障盈利

4.1.1. 2017 年补贴退坡 50% 以上，宇通新能源大中客毛利率略降

根据工信部合格证产量数据，我们对宇通客车 2016、2017 年各米段车型参数进行加权平均，根据国补计算公式：国补金额 = 车辆带电量 × 单位电量补贴标准 × 能量密度调整系数可得宇通客车各米段车型均能拿到国补上限。

表 12：以纯电动为例，宇通客车新能源大中客平均产量参数均可达到国补上限

| | 纯电动米段 | 产量 (辆) | 平均电池带电量 (kwh) | 续航里程 (等速法) | 已达国补上限 | 国补为实际平均补贴 (万元) |
|---------------|--------|--------|---------------|------------|--------|--------------------------------|
| 2016 年全年 | 8-10 米 | 15218 | 91 | 270 | >250 | 40 |
| | 10 米以上 | 5047 | 158 | 280 | >250 | L>12 米, 10<L≤12 米 分别为 60、50 |
| 2017 年 1-11 月 | 8-10 米 | 4576 | 112 | 274 | 21.16 | 20 |
| | 10 米以上 | 7063 | 208 | 377 | 37.44 | 30 |

资料来源：工信部，安信证券研究中心测算

为探讨 2017 年补贴退坡及三电下降对宇通毛利率的影响，作如下假设：

- (1) 2017 年电池下降 30%，电机电控降价 20%，6 小电动力置换降价 10%；
- (2) 根据合格证产量数据，2017 年 1-11 月 8-10 米车型平均带电量为 112kwh，10 米以上平均带电量为 208kwh；
- (3) 根据产业链调研，2017 年补贴退坡叠加客车带电量增加，终端采购新能源客车的实际售价已于传统客车相当，甚至逐渐比传统车更贵。我们以此为切入口，对应可算出终端采购价、宇通端售价以及宇通毛利率。

结论：2017 年宇通客车 8-10 米新能源客车毛利率由 32% 降至 29.4%；10 米以上新能源客车毛利率由 33.6% 降至 31.9%。（2017 年预计新能源客车毛利率略有下滑，但 2017Q3 综合毛利率同比持平，主要原因在于 2017 年宇通客车销量结构中高毛利率的大型客车与出口客车占比增加，拉动毛利率中枢上移。）

4.1.2. 2018 年若再度补贴退坡影响边际递减，宇通新能源大中客毛利率有望持平

未雨绸缪，系统能量密度率先触及 140wh/kg，2018 年预计仍可拿到国补上限。根据 2018 年网传补贴退坡方案，国补计算公式为：国补金额 = 车辆带电量 × 单位电量补贴标准 × 能量密度调整系数 × 单位载质量能量消耗量系数，而宇通客车在 2017 年 12 月第 11 批产品目录中已有 8 款能量密度上 140wh/kg 的车型，且其中 7 款已能达到国补上限以应对 2018 年补贴政策。根据产业链调研，其他厂家尚未着手准备能量密度上 140wh/kg 的车型，这意味着，2018 年补贴政策若退坡，Q1 市场上可能只有宇通客车能供应国补上限车型，利好宇通销量。

图 44：《新能源汽车推广应用推荐车型目录（2017 第 11 批）》中宇通客车系统能量密度超 140wh/kg 的车型

| 车辆型号 | 车长(米) | 系统能量密度 (Wh/kg) | 单位载质量能量消耗量 (Ekg) | 带电量 (kwh) | 补贴测算 (万元) | 国补上限 (万元) |
|--------------|-------|----------------|------------------|-----------|-----------|-----------|
| ZK6850BEVG43 | 8.5 | 140.7 | 0.198 | 167.54 | 11.1 | 12 |
| ZK6805BEVG49 | 8.05 | 141.5 | 0.219 | 187.32 | 12.4 | 12 |
| ZK6805BEVG41 | 8.05 | 141.5 | 0.198 | 93.66 | 12.4 | 12 |
| ZK6105BEVG43 | 10.5 | 140.7 | 0.198 | 167.54 | 22.1 | 18 |
| ZK6105BEVG45 | 10.5 | 140.7 | 0.181 | 202.93 | 26.8 | 18 |
| ZK6105BEVG47 | 10.5 | 141.5 | 0.192 | 249.76 | 33.0 | 18 |
| ZK6125BEVG47 | 12 | 140.7 | 0.198 | 303.67 | 40.1 | 18 |
| ZK6125BEVG49 | 12 | 140.7 | 0.218 | 351.23 | 23.2 | 18 |

资料来源：工信部，安信证券研究中心测算

为探讨 2018 年补贴退坡及三电下降对宇通毛利率的影响，作如下假设：

- (1) 2018 年电池下降 20% (产业链调研), 电机、电控与 6 小电动力置换降价 10%;
- (2) 电池带电量逐年增加, 假设 2018 年 10 米以上电池带电量由 2016 年的 208kwh 提升至 220kwh, 8-10 米的电池带电量由 112kwh 提升至 140kwh;
- (3) 假设 2018 年国补退坡, 终端为多出的带电量买单后仍愿意承担 3-5 万的补贴退坡。我们以此为切入口, 对应可算出终端采购价、宇通端售价以及宇通毛利率。

结论: 2018 年宇通客车 8-10 米新能源客车毛利率由 29.4% 提升至 29.5%; 10 米以上新能源客车毛利率由 31.9% 微降至 31.4%, 盈利能力依旧坚挺。

图 45: 新能源大中客毛利率模型

| 2016A | | | 2017E | | | 2018E | | |
|------------------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|------------------------|--------|--------|
| | 8-10m | >10m | | 8-10m | >10m | | 8-10m | >10m |
| 传统客车平均售价 (万) | 35 | 49 | 传统客车平均售价 (万) | 35 | 49 | 传统客车平均售价 (万) | 35 | 49 |
| 毛利率 (国内) | 20% | 22% | 毛利率 (国内) | 20% | 22% | 毛利率 (国内) | 20% | 22% |
| 传统客车成本 (万元) | 28 | 38.22 | 传统客车成本 (万元) | 28 | 38.2 | 传统客车成本 (万元) | 28 | 38.2 |
| 减动力总成 (万元) | 10 | 15 | 减动力总成 (万元) | 10 | 15 | 减动力总成 (万元) | 10 | 15 |
| 加机电电控 (万元) | 5 | 7 | 加机电电控 (万元) | 4 | 5.6 | 加机电电控 (万元) | 3.6 | 5.0 |
| 加 6 小电置换 (万元) | 2.5 | 3 | 加 6 小电置换 (万元) | 2.25 | 2.7 | 加 6 小电置换 (万元) | 2 | 2.4 |
| 不含电池的成本 (万) | 25.5 | 33.2 | 不含电池的成本 (万) | 24.3 | 31.5 | 不含电池的成本 (万) | 23.6 | 30.7 |
| 电池单价 (万元) | 0.195 | 0.195 | 电池单价 (万元) | 0.137 | 0.137 | 电池单价 (万元) | 0.109 | 0.109 |
| 带电量 (kWh) | 91 | 158 | 带电量 (kWh) | 112 | 208 | 带电量 (kWh) | 140 | 220 |
| 电池价格 (万元) | 17.7 | 30.8 | 电池价格 (万元) | 15.3 | 28.5 | 电池价格 (万元) | 15.3 | 24.0 |
| 新能源客车成本 (万) | 43.2 | 64 | 新能源客车成本 (万) | 39.6 | 60.0 | 新能源客车成本 (万) | 38.9 | 54.7 |
| 新能源客车平均售价 | 63.6 | 96.4 | 新能源客车平均售价 | 56 | 88 | 新能源客车平均售价 | 55 | 79.8 |
| 国补 (万元) | 40 | 50 | 国补 (万元) | 20 | 30 | 国补 (万元) | 12 | 18 |
| 平均地补 (万元) | 4 | 5 | 平均地补 (万元) | 2 | 3 | 平均地补 (万元) | 1.2 | 1.8 |
| 终端采购价 (万元) | 19.6 | 41.4 | 终端采购价 (万元) | 34 | 55 | 终端采购价 (万元) | 42 | 60 |
| 新能源客车购车成本-传统车购车成本 (万元) | -15 | -7.5 | 新能源客车购车成本-传统车购车成本 (万元) | -1 | 6 | 新能源客车购车成本-传统车购车成本 (万元) | 7 | 11 |
| 产品毛利率 | 32.00% | 33.60% | 产品毛利率 | 29.40% | 31.90% | 产品毛利率 | 29.50% | 31.40% |
| 单车盈利 (万元) | 11.0 | 16.6 | 单车盈利 (万元) | 8.6 | 13.8 | 单车盈利 (万元) | 8.6 | 12.2 |
| | | | 较 2016 年三电多承担 | 3.7 | 4.1 | 较 2017 年三电多承担 | 1.9 | 4.1 |
| | | | 较 2016 年宇通多承担 | 3.7 | 4.4 | 较 2017 年宇通多承担 | 5.8 | 3.9 |
| | | | 较 2016 年下游多承担 | 14.4 | 13.5 | 较 2017 年下游多承担 | 3 | 5.2 |

资料来源: 安信证券研究中心测算(注: 下游终端较上一年多承担购车成本包括对带电量增加所支付的对价)

4.1.3. 后补贴时代, 宇通有望依托 LCC 实现单车盈利 10 万

表 13: 2021 年后补贴时代, 以宇通为例看纯电动 10 米以上车型盈利能力

| 10 米以上传统大客 | | 10 米以上纯电动大客 | |
|------------|------|-------------|--------|
| 单车均价 | 49 | | |
| 毛利率 | 22% | | |
| 成本 | 38.2 | 成本 | 38.2 |
| 购置税 | 0 | 减: 动力总成 | 15 |
| 增值税 | 0 | 加: 机电电控 | 3 |
| 终端购车价 | 49 | 加: 6 小电动力置换 | 1 |
| | | 不含电池造车成本 | 27.2 |
| | | 电池单价 | 0.0900 |
| | | 带电量 | 220 |
| | | 电池价格 | 20 |
| | | 整车制造成本 | 47 |
| 对宇通 | | 实际售价均价(含国补) | 68.0 |
| | | 单车毛利 | 20.0 |
| | | 单车费用及增值税 | 9.5 |
| | | 单车税前利润 | 11.5 |
| | | 单车盈利 | 10.0 |
| | | 国补金额 | 0 |
| | | 地补金额 | 0 |
| 对终端 | | 终端购车价 | 68 |
| | | 较传统车高出 | 19 |
| | | 产品毛利率 | 30.9% |
| | | 三费率 | 14.0% |
| | | 企业所得税 | 12.5% |
| | | 产品净利率 | 15.3% |

资料来源: 安信证券研究中心测算

表 14: 后补贴时代, 10.5 米纯电动客车 LCC 较对应传统客车节约 20 万元

| | 车辆品牌 | 10.5 米纯电 | 10.5 米柴油车 |
|-----------------------|---------------------------------------|------------|-----------|
| 基本信息 | 日均行驶公里 (公里) | 200 | 200 |
| | 年均行驶天数 (天) | 350 | 350 |
| | 年均行驶里程 (公里) | 70000 | 70000 |
| | 预计购置车辆台数 (台) | 20 | 20 |
| 采购成本 | 车辆含国补购置单价 (万元) | 68 | 49 |
| | 国家补贴 (万元) | 0 | 0 |
| 燃料成本 | 百公里燃料/电量消耗量 (L、KWH、m3) | 88 | 30 |
| | 燃料/电价格 (元/L, 元/kwh, 元/m3) | 1 | 5.5 |
| | 每公里燃料成本 (元) | 0.88 | 1.65 |
| 燃油或运营补贴 | 运营补贴标准 (万元/年) | 0 | 0 |
| | 运营补贴 (万元) | 0 | 0 |
| | 燃油补贴 (万元) | 0 | 0 |
| 8 年维保费用 | 工时费 (元/年) | 0 | 2100 |
| | 离合器 (元/年) | 0 | 250 |
| | 变速箱 (元/年) | 0 | 250 |
| | 发动机 (元/年) | 0 | 4600 |
| | 缓速器 (元/年) | 0 | 250 |
| | 驱电机维保费用 (元/年) | 0 | 0 |
| | 动力电池维保费用 (元/年) | 0 | 0 |
| | 整车控制系统维保费用 (元/年) | 0 | 0 |
| | 集成式控制器维保费用 (元/年) | 0 | 0 |
| | 8 年维保总成本 (元) | 0 | 59600 |
| 充电模块 | 桩车配比 | 1:1 | —— |
| | 充电柜类型 | 150kW 一拖 5 | —— |
| | 充电柜数量 | 4 | —— |
| | 充电终端数量 | 20 | —— |
| 变配电模块 | 充电设备总费用 (万元) | 72 | —— |
| | 高低压变配电柜 (万元) | 6 | —— |
| | 变压器容量 (KVA) | 630 | —— |
| | 变压器价格 (万元) | 6.2 | —— |
| 充电站建设成本 | 高压线缆铺设 100 米 (万元) | 5 | —— |
| | 土建施工、电缆 | | |
| | 高压接入费用 (万元) | 25 | —— |
| | 终端安装费用 (万元), 根据现场条件不同相应浮动 | 9 | —— |
| | 充电终端线缆总费用 (万元), 每个终端线缆按 30 米计算 | 6.78 | —— |
| | 雨棚 (万元), 车位 3.5×13 米。雨棚覆盖面积 3.5×4.5 米 | 12.6 | —— |
| | 场地施工, 20 个车位面积。计算 40% 车道面积。 | 43.6 | —— |
| 运营维护 | SaaS 云服务费 (万元) | 14.4 | —— |
| 充电站建设成本总计 (万元) | | 200.58 | —— |
| 8 年综合成本 | 单车采购成本 (万元) | 68 | 49 |
| | 单车燃料成本 (万元) | 49.3 | 92.4 |
| | 单车维修成本 (万元) | 0 | 6.0 |
| | 单车运营/油补贴 (万元) | 0 | 0 |
| | 单车充电站成本 (万元) | 10 | 0 |
| | 单台车总成本 (万元) | 127.3 | 147.4 |
| | 20 台车总成本 (万元) | 2545.6 | 2947.2 |
| 纯电动客车约成本 | 单车节约成本 (万元) | | 20.1 |
| | 20 辆车节约成本 (万元) | | 401.6 |

资料来源: 安信证券研究中心测算

针对目前市场关注的后补贴时代如何看待新能源客车的盈利能力, 我们认为早期由于高额补贴的存在市场无需考虑 LCC 就具备采购动力, 后补贴时代主机厂与终端将开始聚焦 LCC 重

新议价。假设 2021 年补贴全部退出，如果主机厂还要保证 10 米以上纯电动客车 10 万元/辆的单车盈利，则根据我们的 LCC 模型，需要两个假设：

- (1) 平均带电量为 220kwh，电池单价为 900 元/kwh，电机电控以及其他合计 4 万；
- (2) 终端愿意比传统车多付 19 万元采购新能源客车。

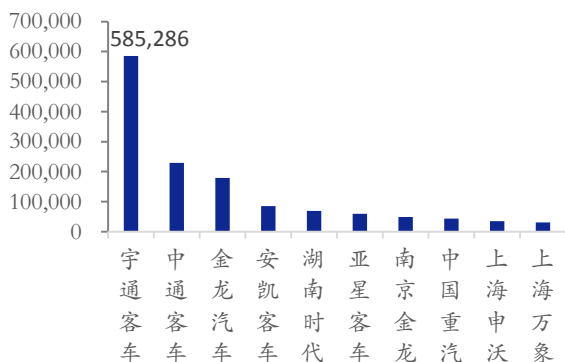
我们认为第一个假设很容易实现，第二个假设则需依托 LCC。当 10 米以上新能源价格是 68 万，对应传统车客车价格是 49 万时，终端购买新能源的 LCC 仍然可以比传统车节省 20 万。故我们认为假设 2 也很可能成立。

综上，后补贴时代购买新能源客车仍然有希望在终端与主机厂实现互利共赢。主机厂赚到钱，终端 LCC 省下钱并且实现了新能源化率要求。

4.2. 尚有 100 亿国补待收回，现金流持续改善保障分红

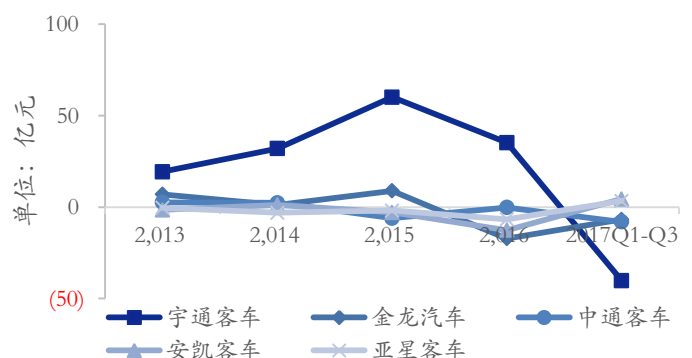
受三万公里里程限制，2016 年补贴发放低于预期，导致主机厂现金流承压。2016 年全年上险数 10.7 万辆，目前仅有不到 50% 的车型申报补贴。第一批、第二批合计申报的 2016 年推广数 5.1 万辆，专家核定的推广数 5.0 万辆，企业申请清算资金 181 亿元，应清算资金 177 亿元，其中 2017 年 12 月初刚公示的第二批补贴 153 万补贴将于 2018Q1 发放。据产业链调研，2016 年第三批补贴将于 2019 年发放，补贴发放进度低于预期，导致主机厂现金流承压。

图 46: 2016 年第二批国补核准金额排名前十的主机厂



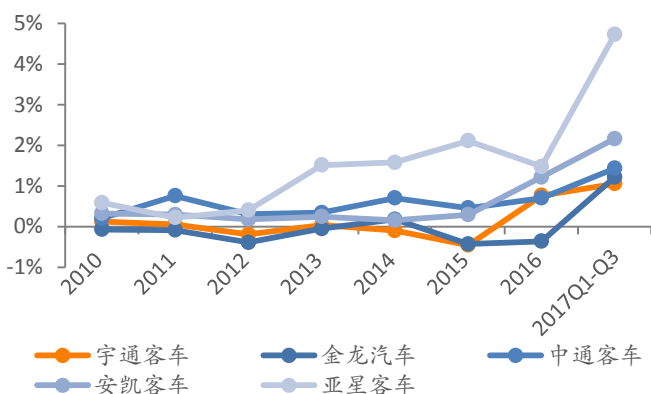
资料来源：财政部，安信证券研究中心

图 47: 2017Q3 主机厂现金流承压



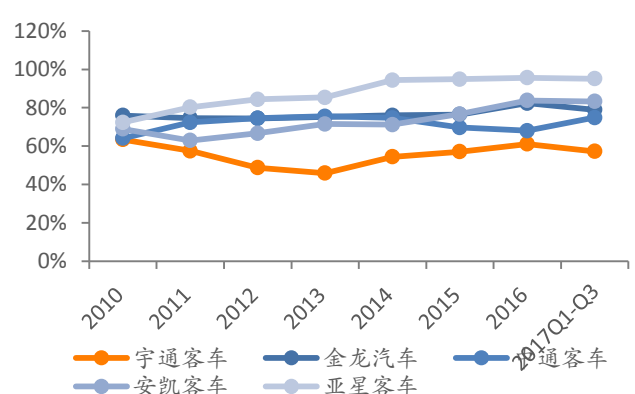
资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 48: 5 大上市客车车企财务费用率



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 49: 5 大上市客车车企资产负债率



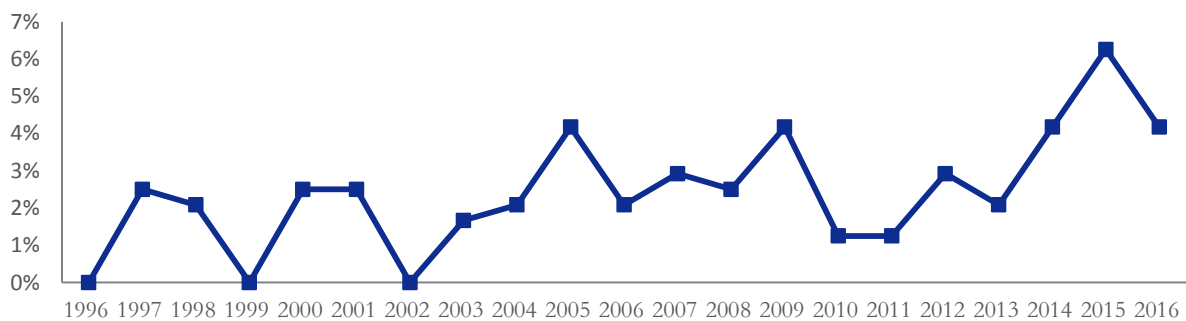
资料来源：WIND，安信证券研究中心

在全行业现金流承压的背景下，宇通财务费用最低，资本结构较为合理。财务费用率方面，金龙汽车与宇通客车的财务费用占比均维持在行业内较低水平，2016 年宇通客车财务费用

增幅较大主要是汇兑净损失增加所致。2017年由于补贴退坡以及2016年国补回款低于预期，客车车企资金面普遍承压，财务费用率高企，其中宇通客车最低，Q3财务费用率同比增长0.7pct至1.06%，主要由于新增短期借款34亿产生利息费用增加，资产负债率提升至57%，但仍然处于合理水平。资产负债率方面，从2008年至2016年宇通客车的资产负债率始终居于最低位，长期保持在60%以下，大幅低于竞争对手。

后续现金流有望走出低谷，持续改善。根据测算，2016年宇通客车新能源客车销量对应国补约为106亿元，其中第一批补贴6.8亿元已于2017年年中收到，剩余约100亿补贴延迟收回，因而导致2017Q3经营活动产生的现金流量净额为-40.2亿元。第二批申请通过的58亿元将于2018年Q1收回，为应对2017年Q4现金流压力，宇通客车2017年11月发行中期票据10亿元。此外，宇通客车还有约42亿的2016年补贴将于2019年收回，2019年年中预计还可收回2017年上半年销售新能源客车对应国补。总体而言，我们预计宇通客车的现金流情况将走出低谷，预计2019年优于2018年优于2017年。

图 50：宇通客车历年股息率情况



资料来源：WIND，安信证券研究中心

宇通客车作为汽车行业大蓝筹，自1996年起几乎每年均有分红，近五年年均股息率为4%，我们认为随着后续公司现金流的持续改善，预计未来分红仍具一定的可持续性。

5. 风险提示

(1) 大中客行业销量或不达预期，新能源化率或不达预期。尽管我们已经较为保守地对2018-2020年的行业新能源销量进行了预测，但不排除行业销量受新能源客车补贴大幅退坡、电池降价不达预期的影响，政府在执行新能源化率目标或不达预期。此外，也有可能存在2018年年初产品目录重申导致2018Q1销量断档从而影响全年销量的风险。

(2) 新能源客车市场化进程缓慢，宇通客车市占率提升或不达预期。尽管二线客车主机厂2017年已难以盈利，为对冲2018年持续退坡对主机厂的影响，不排除2018年当地政府加大本地采购量且大幅提高终端采购价以保障主机厂的持续运营，届时宇通市占率提升或不达预期。

(3) 2018年补贴退坡幅度超40%，盈利能力或不达预期。我们对2018年盈利预测基于补贴退坡40%的假设，若补贴退坡超40%，宇通客车要承担退坡的部分可能更多，导致盈利能力下降，整体盈利或不达预期。但与此同时，行业出清会更加迅速，宇通客车的市占率有望进一步提升。补贴退坡需要辩证来看待，它既可能影响盈利又可能影响竞争格局。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-------------|--------|--------|---------|----------|---------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 31,210.9 | 35,850.4 | 35,480.4 | 40,215.5 | 45,723.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 23,305.9 | 25,876.3 | 25,988.3 | 29,216.4 | 32,954.7 | 营业收入增长率 | 21.3% | 14.9% | -1.0% | 13.3% | 13.7% |
| 营业税费 | 151.8 | 161.4 | 181.8 | 194.2 | 220.3 | 营业利润增长率 | 31.9% | 14.8% | -1.1% | 21.8% | 15.0% |
| 销售费用 | 2,034.4 | 2,926.7 | 2,838.4 | 3,136.8 | 3,475.0 | 净利润增长率 | 35.3% | 14.4% | -2.4% | 21.3% | 14.0% |
| 管理费用 | 1,812.9 | 1,825.5 | 2,057.9 | 2,252.1 | 2,469.1 | EBITDA 增长率 | 24.8% | 21.7% | -7.2% | 19.3% | 13.0% |
| 财务费用 | -142.4 | 274.6 | -22.7 | -4.0 | -21.4 | EBIT 增长率 | 28.3% | 26.6% | -7.5% | 22.3% | 14.6% |
| 资产减值损失 | 240.7 | 438.0 | 345.1 | 341.3 | 374.8 | NOPLAT 增长率 | 28.8% | 24.3% | -6.4% | 22.2% | 14.3% |
| 加:公允价值变动收益 | -41.0 | 58.0 | 206.0 | 181.2 | -189.5 | 投资资本增长率 | 3.4% | 51.1% | -46.3% | 40.2% | -51.1% |
| 投资和汇兑收益 | 61.7 | -12.7 | 49.0 | 32.7 | 23.0 | 净资产增长率 | 19.1% | 5.7% | 5.9% | 10.5% | 12.9% |
| 营业利润 | 3,828.3 | 4,393.3 | 4,346.7 | 5,292.6 | 6,084.6 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 276.1 | 389.0 | 271.1 | 312.0 | 324.0 | 毛利率 | 25.3% | 27.8% | 26.8% | 27.4% | 27.9% |
| 利润总额 | 4,104.3 | 4,782.3 | 4,617.8 | 5,604.7 | 6,408.6 | 营业利润率 | 12.3% | 12.3% | 12.3% | 13.2% | 13.3% |
| 减:所得税 | 516.7 | 680.0 | 613.5 | 749.0 | 873.0 | 净利润率 | 11.3% | 11.3% | 11.1% | 11.9% | 11.9% |
| 净利润 | 3,535.2 | 4,043.7 | 3,945.5 | 4,785.1 | 5,455.4 | EBITDA/营业收入 | 14.1% | 15.0% | 14.1% | 14.8% | 14.7% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 11.8% | 13.0% | 12.2% | 13.2% | 13.3% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 44 | 43 | 43 | 32 | 23 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | -15 | -2 | -3 | -6 | -3 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 232 | 251 | 258 | 282 | 287 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 109 | 129 | 110 | 116 | 119 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 16 | 17 | 17 | 16 | 17 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 311 | 328 | 335 | 343 | 337 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 44 | 49 | 45 | 34 | 26 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 27.5% | 29.8% | 27.5% | 30.3% | 30.7% |
| | | | | | | ROA | 11.9% | 11.7% | 12.9% | 10.6% | 13.9% |
| | | | | | | ROIC | 86.4% | 103.8% | 64.3% | 146.5% | 119.4% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 6.5% | 8.2% | 8.0% | 7.8% | 7.6% |
| | | | | | | 管理费用率 | 5.8% | 5.1% | 5.8% | 5.6% | 5.4% |
| | | | | | | 财务费用率 | -0.5% | 0.8% | -0.1% | 0.0% | 0.0% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 11.9% | 14.0% | 13.7% | 13.4% | 13.0% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 57.1% | 61.1% | 53.2% | 65.0% | 54.7% |
| | | | | | | 负债权益比 | 132.9% | 157.0% | 113.8% | 185.9% | 120.6% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.41 | 1.35 | 1.54 | 1.37 | 1.64 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.31 | 1.25 | 1.45 | 1.29 | 1.55 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | -25.92 | 17.02 | -190.15 | -1,316.9 | -282.83 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 1.50 | 1.00 | 1.22 | 1.56 | 1.61 |
| | | | | | | 分红比率 | 93.9% | 54.7% | 68.4% | 72.4% | 65.2% |
| | | | | | | 股息收益率 | 6.2% | 4.2% | 5.1% | 6.5% | 6.7% |

现金流量表

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|------------|----------|----------|---------|----------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 3,587.7 | 4,102.3 | 3,945.5 | 4,785.1 | 5,455.4 | EPS(元) | 1.60 | 1.83 | 1.78 | 2.16 | 2.46 |
| 加:折旧和摊销 | 738.2 | 714.1 | 664.5 | 664.5 | 664.5 | BVPS(元) | 5.81 | 6.14 | 6.47 | 7.13 | 8.02 |
| 资产减值准备 | 240.7 | 438.0 | - | - | - | PE(X) | 15.1 | 13.2 | 13.5 | 11.1 | 9.8 |
| 公允价值变动损失 | 41.0 | -58.0 | 206.0 | 181.2 | -189.5 | PB(X) | 4.1 | 3.9 | 3.7 | 3.4 | 3.0 |
| 财务费用 | 31.7 | 243.1 | -22.7 | -4.0 | -21.4 | P/FCF | 15.7 | 25.7 | 5.3 | 15.1 | 6.9 |
| 投资损失 | -61.7 | 12.7 | -49.0 | -32.7 | -23.0 | P/S | 1.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| 少数股东损益 | 52.5 | 58.6 | 58.7 | 70.5 | 80.2 | EV/EBITDA | 9.2 | 6.6 | 8.4 | 7.0 | 5.6 |
| 营运资金的变动 | 1,167.2 | -1,188.6 | 2,115.8 | -1,828.5 | 1,592.9 | CAGR(%) | 10.6% | 10.5% | 14.7% | 10.6% | 10.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 6,009.7 | 3,532.3 | 6,918.8 | 3,836.1 | 7,559.0 | PEG | 1.4 | 1.3 | 0.9 | 1.0 | 0.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -3,762.4 | -1,008.3 | 93.9 | -503.2 | 265.3 | ROIC/WACC | 8.9 | 10.7 | 6.6 | 15.1 | 12.3 |
| 融资活动产生现金流量 | -1,490.4 | -3,456.2 | 233.4 | -3,342.9 | -3,448.5 | REP | 1.2 | 0.6 | 2.0 | 0.6 | 1.4 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|---------------|---------------------------|-----------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| 李倩 | | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn | |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | | | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034