

最近一年行业指数走势



联系信息

彭勇

分析师

SAC 证书编号: S0160517110001

pengy@ctsec.com

管正月

联系人

gzy@ctsec.com

021-68592396

相关报告

- 1 《春天终究会来:汽车行业 2019 年中期策略》 2019-06-30
- 2 《5 月汽车及零部件行业月报:增值税政策扰动,不改复苏趋势》 2019-05-15
- 3 《行业筑底回升在即,超配汽车正当时:2018 年报与 2019 年一季报总结》 2019-05-08

投资要点:

- **公路客运需求不振叠加新能源补贴持续退坡,行业面临持续阵痛**
受公路客运需求下滑和新能源补贴持续退坡影响,客车市场需求不振,客车销量已连续两年下滑,且 2018 年降幅还有扩大。2012 年起,高铁和私家车的兴起大幅分流了客运需求,导致公路旅客周转量持续下滑,座位客车销量进入下行通道,保有量持续萎缩。新能源公交替换接近尾声,公交客车增长的压力越来越大:1) 存量公交电动化的空间趋窄,目前保有公交的电动化比例超过 50%,按最终 80%的电动化率测算,存量传统公交的替换在未来 2-3 年即可基本完成;2) 公交保有车龄结构较新,市场中短期的更新需求较弱。我们认为,行业进入持续的下行趋势,私家车和高铁的冲击未尽,中长途客运需求下滑难以扭转,公交市场受新能源政策透支影响,销量增长动力不足。
- **借鉴日本市场经验,中长期我国客车市场将会周期性波动**
我国客车市场受政策的影响较大,主要是行业规模较小,政策引致的需求易对行业销量短期造成较大冲击。中长期来看,行业自身发展不会脱离市场规律,我们认为新能源补贴政策并非创造真需求,只是将未来的需求前置,2020 年补贴完全退出后,行业势必还需要 1-2 年时间消化透支影响,2019-2021 年行业都将面临下行压力。2022 年起,如果没有新的政策出现,行业进入成熟期,借鉴日本市场的经验,客车销量呈现较强的周期性波动,销量周期与换车周期接近,根据我国的法规要求和实际的客车换车情况,预计我国客车市场的销量周期为 5 年左右。
- **成熟市场下剩者为王,头部集中效应加强**
我们认为,行业成熟时期,企业赚取超额利润的机会越来越少,竞争力较弱的企业边缘化或者被淘汰,市场向头部集中的趋势更加明显,企业只有通过提升管理水平和产品服务水平才能争取更大的市场份额,实现剩者为王。2018 年大中型客车市场 CR2 接近 50%,其中宇通和金龙的市场份额分别为 34.5%、14.5%。传统客车领域,行业集中度已经较高,落后者和新进入者难以赶超领先者,行业会向原有的强者更加集中。新兴市场领域,如新能源客车和智能网联化,龙头企业的资金、人员和研发优势帮助其提高胜出机率,行业仍具有明显的头部集中趋势。考虑到未来 3 年客车行业仍处于下行趋势,建议可把握龙头企业超跌反弹机会。
- **风险提示:新能源客车补贴大幅退坡,客车市场不景气**

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (07.18)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600066	宇通客车	292.0	13.19	1.04	1.00	0.99	12.7	13.2	13.3	增持
600686	金龙汽车	49.7	8.19	0.26	0.41	0.37	31.5	20.0	22.1	增持

数据来源: Wind, 财通证券研究所

内容目录

1、 客车市场跌势未止，行业面临下行压力.....	4
1.1 销量连跌两年，且跌幅扩大.....	4
1.2 高铁与私车兴起冲击公路客运，座位客车进入下行通道.....	5
1.3 公交客车告别销量高峰，新能源替换接近尾声.....	6
1.4 客车市场需求不振，行业面临下行压力.....	7
2、 政策主导我国客车行业走向，中长期市场周期波动特点加强.....	10
2.1 借鉴日本的经验，成熟客车市场具有明显的周期波动.....	10
2.2 我国客车市场受政策主导，中长期趋于周期性波动.....	12
2.3 海外出口市场小而美，平滑国内需求波动.....	14
3、 客车市场保有空间增量趋窄，格局向强者集中.....	17
3.1 国内客车市场保有水平较高.....	17
3.2 强者恒强，市场向头部集中.....	18
3.3 三龙整合稳步推进，管理优化提升企业竞争力.....	22
4、 投资建议：行业寒冬下剩者为王，把握龙头超跌反弹机会.....	25
5、 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 2005-2018 年客车历年销量及同比增速.....	4
图 2: 大中型客车（7m 以上）销量及同比增速.....	4
图 3: 大中型座位和公交客车（7m 以上）销量.....	4
图 4: 座位客车市场规模收缩 1/3.....	5
图 5: 座位客车连续 12 个季度销量同比下滑.....	5
图 6: 中国汽车千人保有量.....	5
图 7: 中国私家车保有量.....	5
图 8: 公路旅客周转量下滑.....	6
图 9: 高铁挤压公路客运市场.....	6
图 10: 座位客车保有量下滑.....	6
图 11: 公交客车 2017 年迎来销量拐点.....	7
图 12: 城市公交历年保有量.....	7
图 13: 5m 以上新能源公交销量及替换率.....	7
图 14: 大中型客车销量增速中枢下移.....	8
图 15: 公路、铁路、高铁旅客周转量情况.....	8
图 16: 铁路和高铁的营运里程.....	8
图 17: 我国城镇化率情况.....	9
图 18: 我国城市建成区面积及同比增速.....	9
图 19: 北京市公交客运量逐年下降.....	9

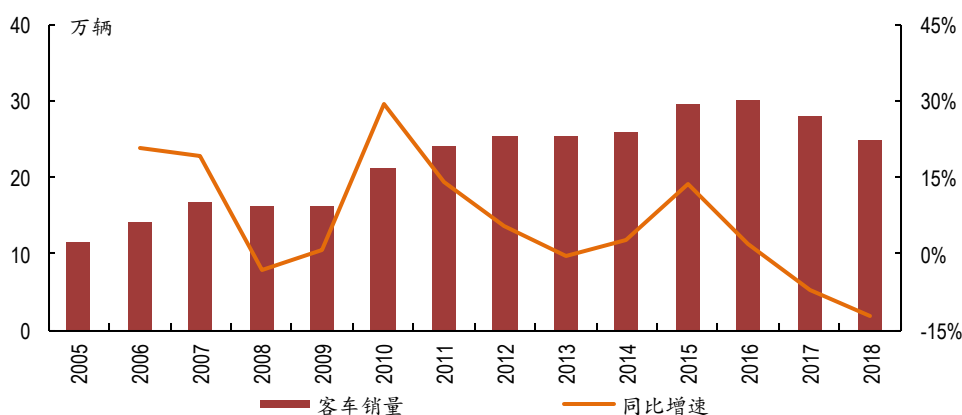
图 20: 北京市历年出行结构.....	9
图 21: 日本客车历年保有量.....	10
图 22: 日本客车历年销量.....	10
图 23: 日本客车销量见顶后呈周期波动.....	11
图 24: 客车销量中枢不断下移.....	12
图 25: 日本二手客车市场历年销量.....	12
图 26: 政策在客车市场发展的作用.....	13
图 27: 我国座位客车和公交客车历年销量.....	13
图 28: 我国客车出口情况.....	14
图 29: 2017 年中国客车出口细分市场情况.....	15
图 30: 2017 年中国客车出口目的地情况.....	15
图 31: 海外部分国家 2017 年客车市场总销量.....	15
图 32: 各国万人客车保有量对比.....	17
图 33: 2017 年我国各省市万人公交拥有量.....	17
图 34: 大中型客车销量结构.....	18
图 35: 不同用途客车中大中型客车比例.....	18
图 34: 主要客车企业市场份额.....	19
图 35: 主要客车企业中大型客车的市场份额.....	19
图 36: 2018 年新能源客车市场格局.....	20
图 37: 金龙、宇通的营业收入比较.....	21
图 38: 金龙、宇通的净利润比较.....	21
图 39: 金龙大中轻型客车销量结构.....	21
图 40: 宇通大中轻型客车销量结构.....	21
图 41: 金龙、宇通 2017 年成本结构.....	22
图 42: 金龙、宇通 2017 年前 5 大供应商采购比重.....	22
图 43: 金龙、宇通毛利率比较.....	22
图 44: 金龙、宇通净利率比较.....	22
图 45: 金龙少数股东损益与归母净利润的比较.....	23
图 46: 增发完成后金龙汽车控股金龙联合 100% 股权.....	23
图 47: 金龙大中轻型客车单车均价情况.....	24
图 48: 金龙大中型客车毛利率情况.....	24
图 49: 金龙、宇通在大中型客车市场的市占率.....	24
图 50: 金龙、宇通单车均价比较.....	24
图 51: 宇通客车 PE (TTM).....	25
表 1: 我国客车生命周期测算.....	14
表 2: 我国出口市场空间.....	16
表 3: 我国公交客车市场空间测算.....	18
表 4: 我国客车市场空间测算.....	18
表 3: 我国客车行业 and 主要企业 2018 年销售情况.....	19
表 5: 上市客车企业财务数据比较 (2018 年).....	20
表 6: 金龙联合和苏州金龙归母比例提升对 EPS 的影响.....	24

1、客车市场跌势未止，行业面临下行压力

1.1 销量连跌两年，且跌幅扩大

2018年客车市场表现不佳，连续第二年下滑。随着经济的发展，人们出行需求快速增长，中国的客车产业也得到长足发展，贡献了全球一半的客车产销量。随着出行方式结构变化及相关政策的影响，2018年客车行业销售24.8万辆（中客网数据，后续客车数据不特别说明均为中客网数据），比2016年销量高峰30.2万辆减少了5.4万辆，同比降幅扩大至12.1%。

图1：2005-2018年客车历年销量及同比增速

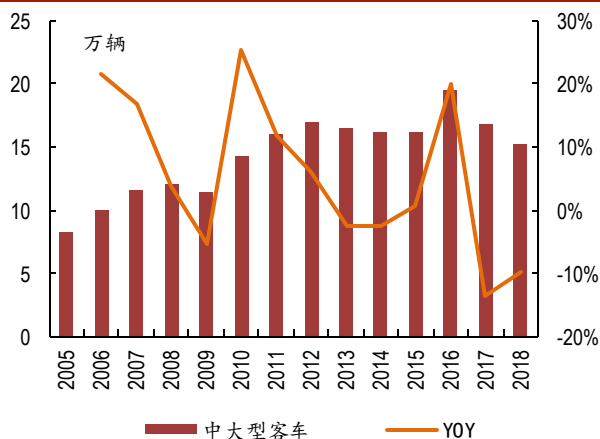


数据来源：中客网，财通证券研究所

大中型座位客车市场自2011年起持续萎缩。受高铁快速发展和私家车迅速普及的冲击，公路客运市场遭受持续冲击，大中型座位客车市场自2012年起持续下滑，2018年销量仅5.0万辆，较2011年高峰时期（9.3万辆）年销量收缩了将近一半。

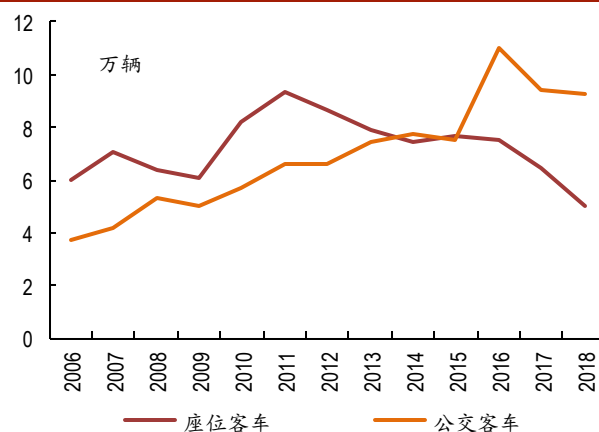
新能源补贴快速退坡，公交客车连续两年下滑。2018年大中型公交客车销量9.3万辆，连续第二年下滑，2019年上半年下滑趋势仍未得到遏制。

图2：大中型客车（7m以上）销量及同比增速



数据来源：中客网，财通证券研究所

图3：大中型座位和公交客车（7m以上）销量

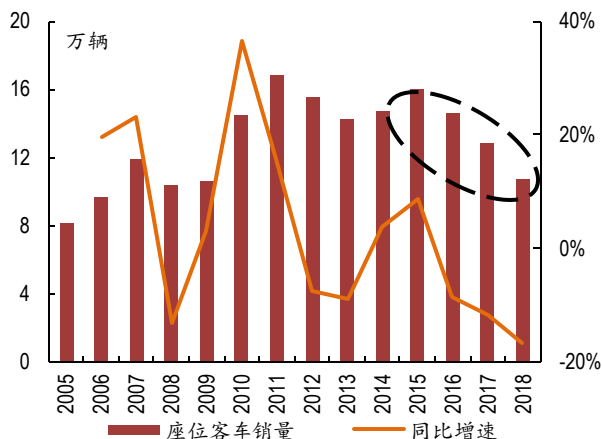


数据来源：中客网，财通证券研究所

1.2 高铁与私车兴起冲击公路客运，座位客车进入下行通道

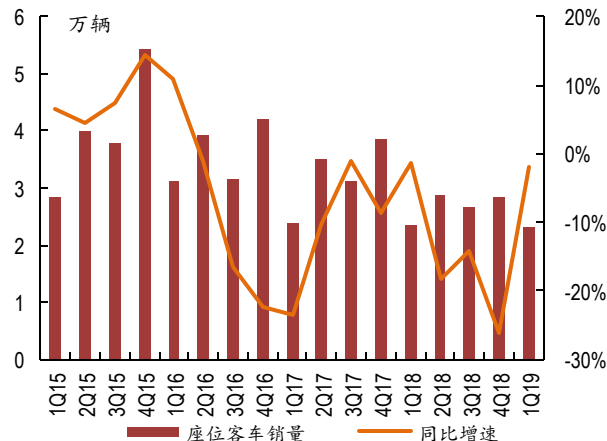
座位客车销量和保有量双双下滑。座位客车销量已经连续 12 个季度同比下滑，年销量从 2011 年的 16 万下降至 2018 年的 10 万，市场缩水接近三分之一，尤其是与公路客运相关度更高的大中型座位客车的销量下滑幅度更大。受公路旅客周转量下滑影响，座位客车销量和保有量双下滑。

图4：座位客车市场规模收缩1/3



数据来源：中客网，财通证券研究所

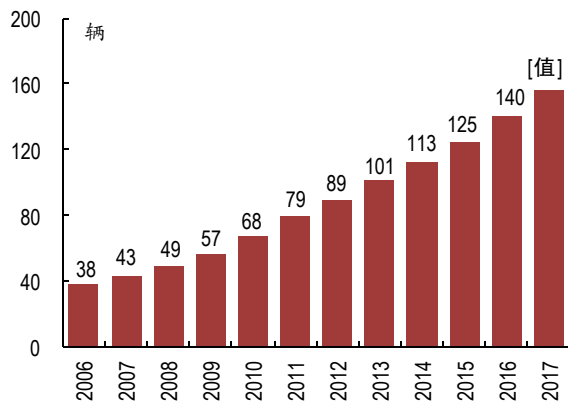
图5：座位客车连续12个季度销量同比下滑



数据来源：中客网，财通证券研究所

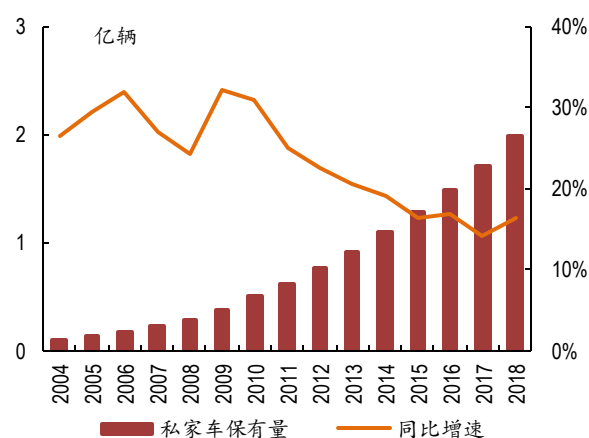
私车快速普及，挤压座位客车的短途出行需求。随着经济水平的提高，私人汽车逐渐成为人们短途出行的重要方式，2018 年私家车保有量达到 1.9 亿辆，近五年年均增长 1952 万辆。私车的快速普及，导致中短途公路客运市场的萎缩。

图6：中国汽车千人保有量



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图7：中国私家车保有量

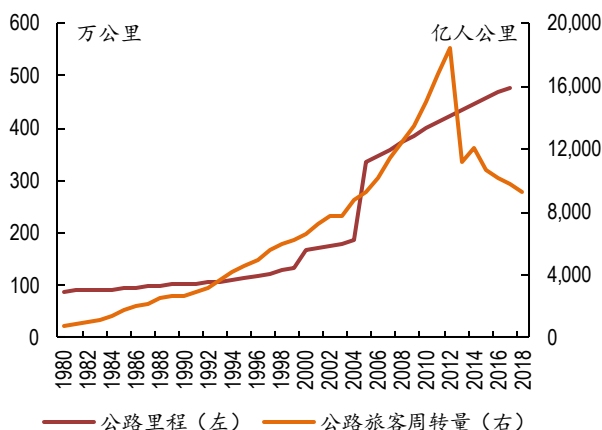


数据来源：统计局，财通证券研究所

高铁冲击中长线的公路客运市场。2012 年起，公路里程和公路旅客周转量开始背离，公路里程每年保持新建 7 万公里的速度增长，而公路旅客周转量则从 2012

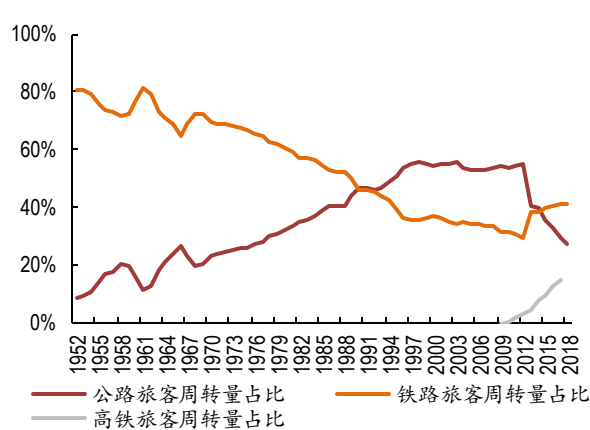
年的 1.8 万亿人公里下滑至不足 1 万亿人公里；2011 年起，高铁旅客周转量在总旅客周转量中的比重超过 1%，至 2017 年这一比重接近 15%。

图 8：公路旅客周转量下滑



数据来源：统计局，财通证券研究所

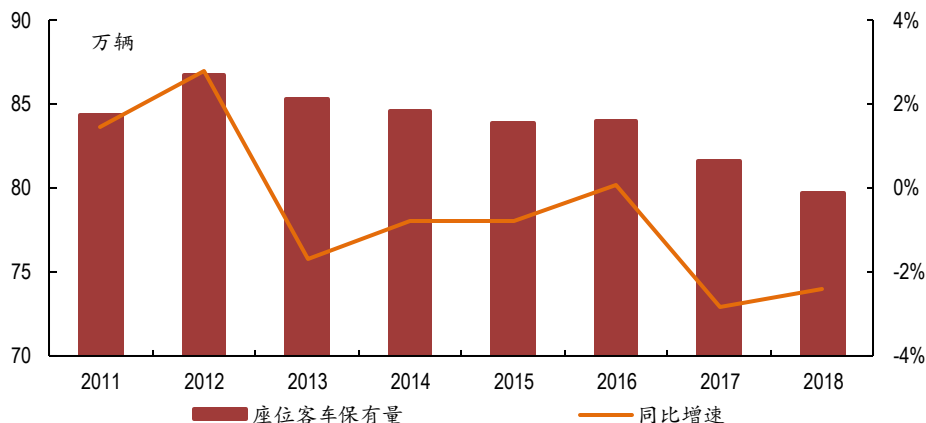
图 9：高铁挤压公路客运市场



数据来源：统计局，财通证券研究所

私家车和高铁双重冲击之下，座位客车市场大幅萎缩。2018 年，座位客车保有量从 2012 年的高峰 86.7 万辆下滑至 79.7 万辆。

图 10：座位客车保有量下滑

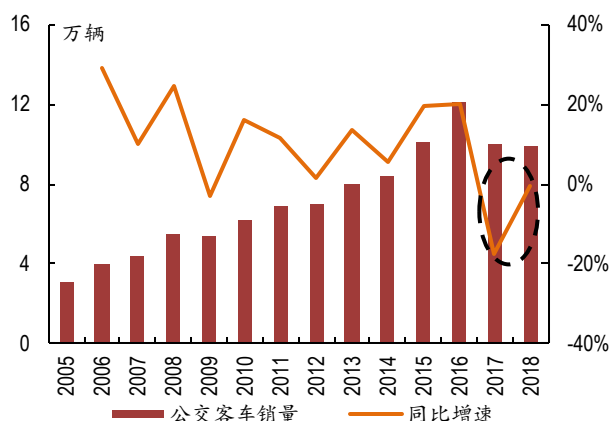


数据来源：交通部统计公报，财通证券研究所

1.3 公交客车告别销量高峰，新能源替换接近尾声

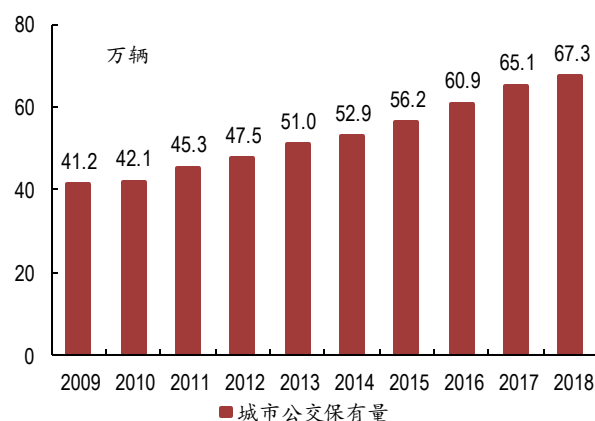
公交客车结束连续十多年的高增长。公交客车市场 2005-2016 年销量持续增长(除 2009 年金融危机导致的小幅调整)，从 3 万辆增长至 12 万辆，销量规模扩大了 4 倍。2017 年，公交市场首次大幅调整，同比下滑 17.5%，2018 年公交客车销量未见明显改善。

图 11: 公交客车 2017 年迎来销量拐点



数据来源: 中客网, 财通证券研究所

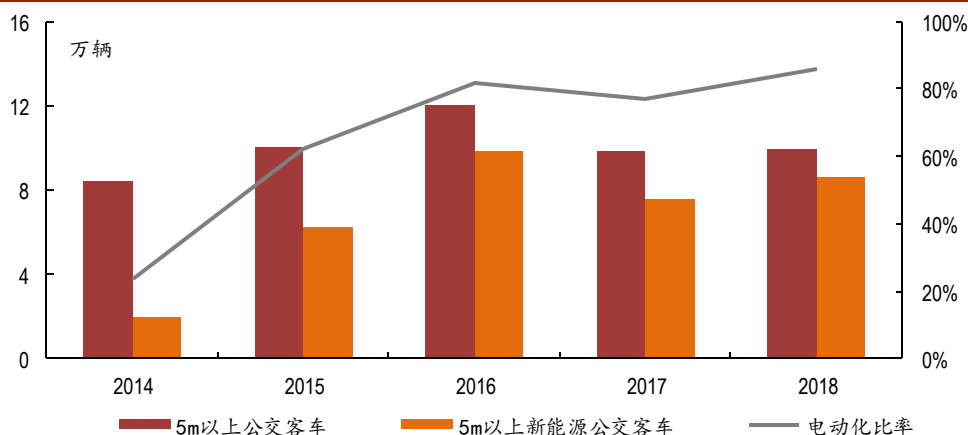
图 12: 城市公交历年保有量



数据来源: 交通部统计公报, 财通证券研究所

近五年公交市场的增量绝大多数都来自新能源, 保有公交电动化率超过 50%, 新能源公交替换接近尾声, 存量公交 2-3 年完成替换。2018 年 5m 以上的新能源公交销量 8.6 万辆, 占公交总销量的比例为 86.1%。2014-2018 年, 5m 以上的新能源公交累计销售 34.3 万辆 (车龄较新, 累计销量接近保有情况), 在保有量中电动化比例超过 50%。考虑部分县市地区以及偏远地区不会完全实现公交电动化, 公交电动化率最终可能在 80% 左右, 当前公交存量替换的空间约 18.5 万辆, 新能源公交每年销量约 8-9 万辆, 因此, 存量公交未来 2-3 年将完成替换。

图 13: 5m 以上新能源公交销量及替换率

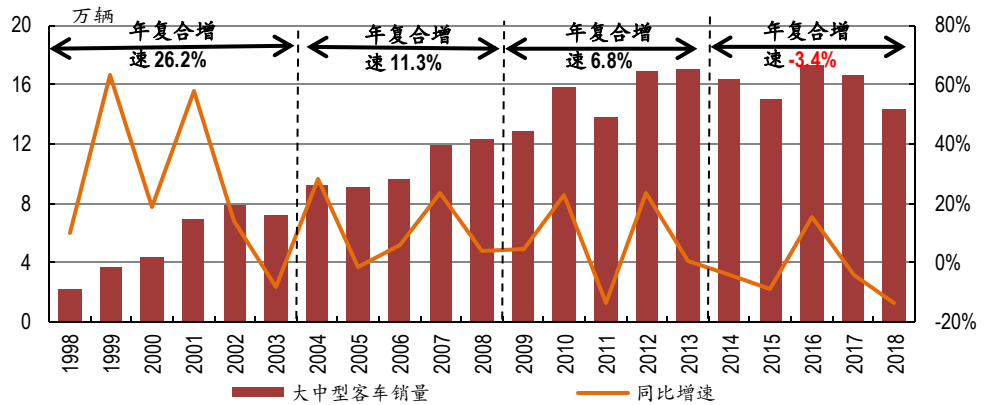


数据来源: 中客网, 财通证券研究所

1.4 客车市场需求不振, 行业面临下行压力

行业销量增速中枢不断下移, 我国客车市场或趋于饱和。以 5 年为间隔统计大中型客车销量 1998-2018 四个阶段的复合增速, 增速中枢不断下移, 2013-2018 年复合增速首次由正转负。

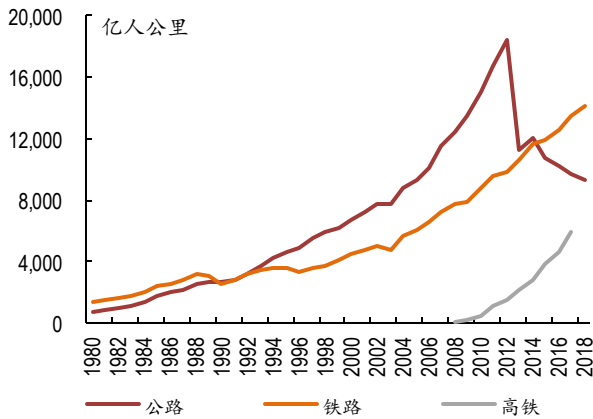
图14：大中型客车销量增速中枢下移



数据来源：中汽协，财通证券研究所

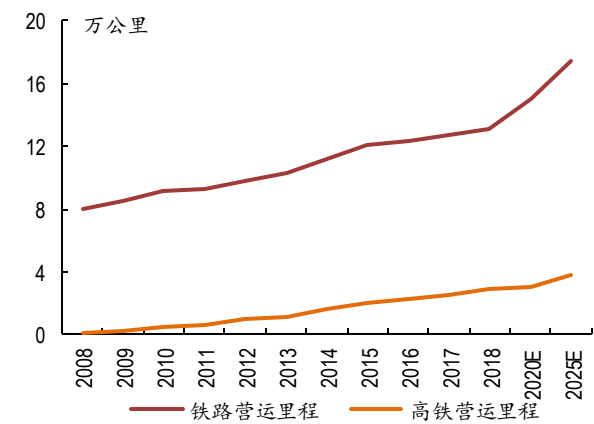
高铁建设进入平稳期，对公路客运的替代的边际作用减缓，但高速铁路网不断完善，仍会压制中长途公路客运需求。座位客车保有量自2012年起下滑的原因是高铁运力提升，旅客运输逐渐从公路向铁路转移，公路旅客周转量不断下滑，公路客运车辆（大中型座位客车）市场逐渐萎缩。2018年，我国铁路运营里程13.1万公里，高铁2.9万公里，按照中长期高铁规划，2025年铁路达到17.5万公里，高铁达到3.8万公里，年均增速分别为4.2%、3.9%，较前10年发展有所放缓，边际替代作用减缓，但是高铁成网后，对中长途公路客运需求仍有压制，中长途座位客车面临淘汰。

图15：公路、铁路、高铁旅客周转量情况



数据来源：统计局，财通证券研究所

图16：铁路和高铁的运营里程

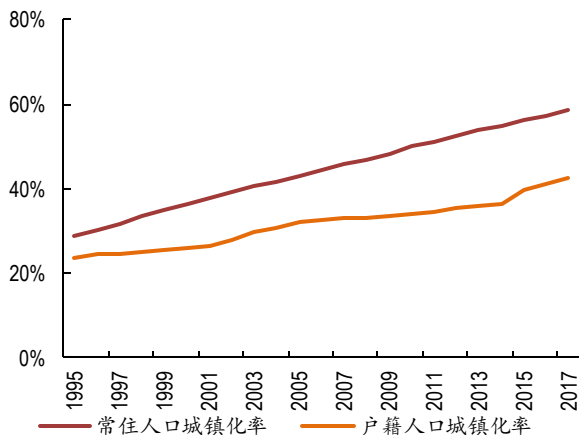


数据来源：统计局，财通证券研究所

我国公交客车的需求主要来自城市公共交通系统，公交客车市场空间的增长有两条路径：(1) 城市规模的扩张，包括原来城市的城区面积增长（如北京、上海）或者新城市的出现（如深圳、雄安）；(2) 城市出行结构的转变，居民对公交车出行比例的提升。

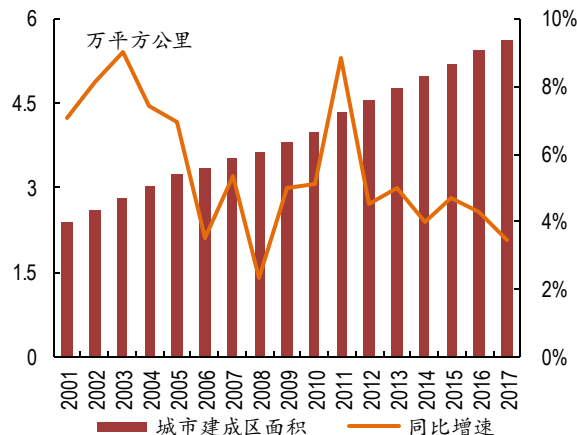
我国城市化进入下半程，城市规模扩张对公交客车的推动作用减弱。2018年，我国常住人口城镇化率达到59.6%，高于发展中国家50%的平均水平，距离发达国家75%的城镇化率的差距也越来越小；2012年起我国城市建成区面积从每年6%以上增长放缓至4%（剔除2008年金融危机影响），我国城市化进程进入下半程，对公交客车市场的拉动效应越来越弱。

图 17：我国城镇化率情况



数据来源：统计局，财通证券研究所

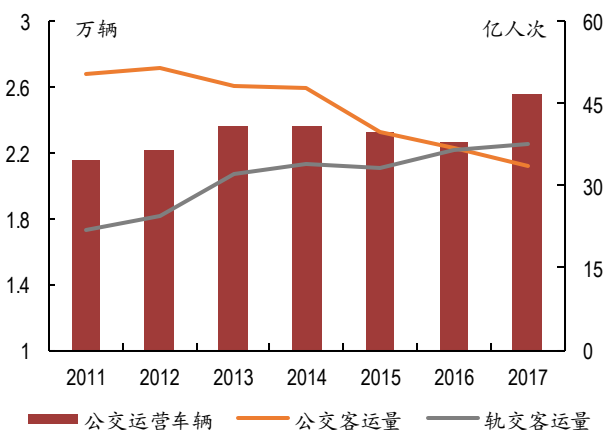
图 18：我国城市建成区面积及同比增速



数据来源：统计局，财通证券研究所

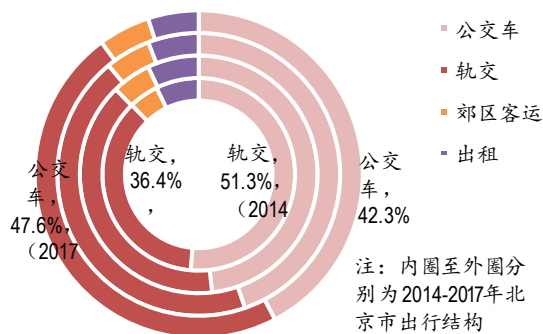
轨道交通发展冲击公交客流量，公交车出行比例下降，公交客车需求受到抑制。以北京市为例，北京每年运营的公交车稳中有增，公交客运量却连年下滑，主要是轨道交通对公交客流的分流。与常规公交相比，轨交具有运力大、准时性以及较好的舒适性等优点，是人口稠密的大城市优先发展的公共交通出行方式之一。近年来，一二线城市都着力发展轨交建设，导致居民常规公交车出行比例下滑，长此以往，公交客车需求受到抑制。

图 19：北京市公交客运量逐年下降



数据来源：北京交通发展年报，财通证券研究所

图 20：北京市历年出行结构



数据来源：北京交通发展年报，财通证券研究所

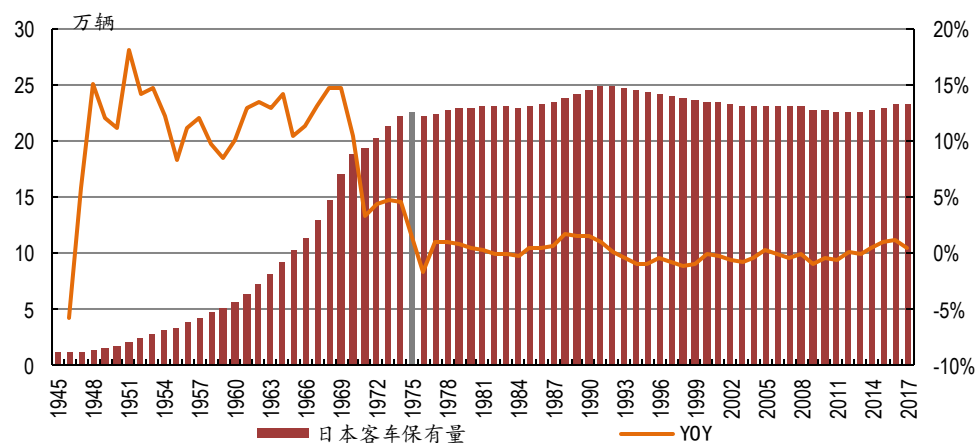
2、政策主导我国客车行业走向，中长期市场周期波动特点加强

2.1 借鉴日本的经验，成熟客车市场具有明显的周期波动

中国与日本同属于亚洲国家，具有相似的人口条件和用地条件，日本由于汽车产业起步更早，经济和城镇化水平更高，客车市场早于中国进入到成熟期，借鉴日本客车市场的经验可以管窥我国客车市场未来的发展。

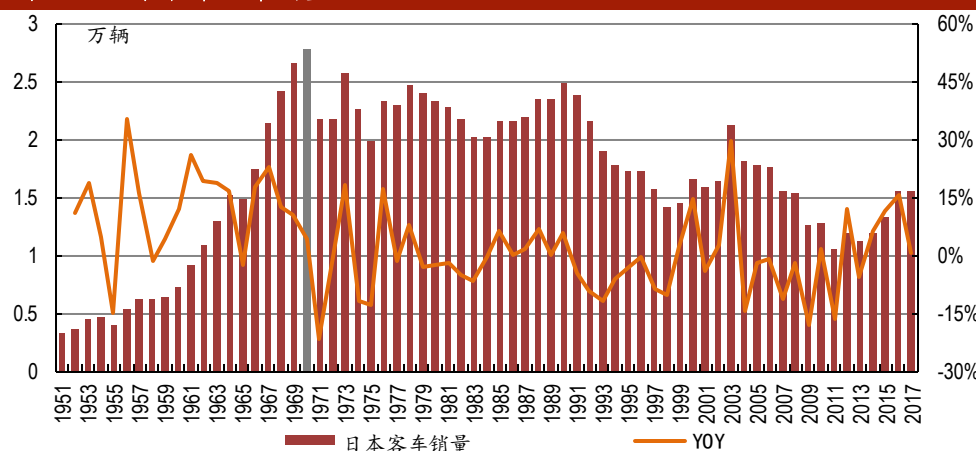
从日本客车市场的经验来看，行业连续高增长的结束预示销量高峰的到来，保有量见顶滞后销量高峰 5 年左右。日本客车市场保有量在 1975 年结束增长，此后行业保有量在 22.6-24.8 万辆的区间波动，行业进入成熟期。日本的销量高峰出现在 1970 年，比保有量见顶提前 5 年；1970 年以前，市场几乎是连续增长了十五年（除 1958 年、1965 年的小幅调整），随着保有量越接近空间上限，新增需求减弱，销量增长动能不足。

图 21：日本客车历年保有量



数据来源：日本汽车统计年鉴，财通证券研究所

图 22：日本客车历年销量



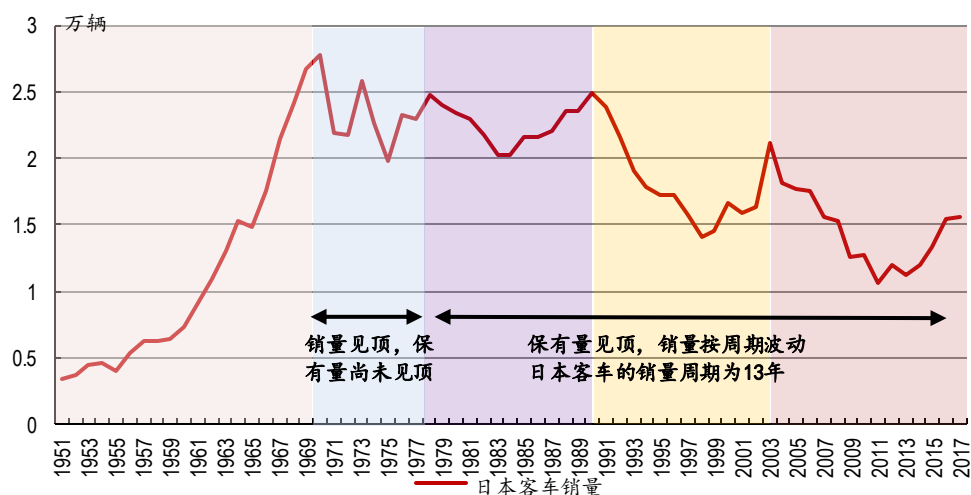
数据来源：日本汽车统计年鉴，财通证券研究所

日本客车行业进入成熟期后，市场运行有两个特点：

特点一：年销量按周期波动，销量周期与客车生命周期接近。行业每年销量由新增需求和更新需求共同决定。日本客车 1975 年以后保有量一直维持在 22-25 万辆水平，导致日本客车市场新增需求稀少，日本客车市场保有量见顶后每年销量由更新需求主导，行业呈周期波动。

根据日本汽车制造商协会统计，日本客车的使用寿命平均约 15 年，回溯日本 1978-2017 年的客车销量数据，销售周期约为 13 年，两者年限基本相当。

图 23：日本客车销量见顶后呈周期波动



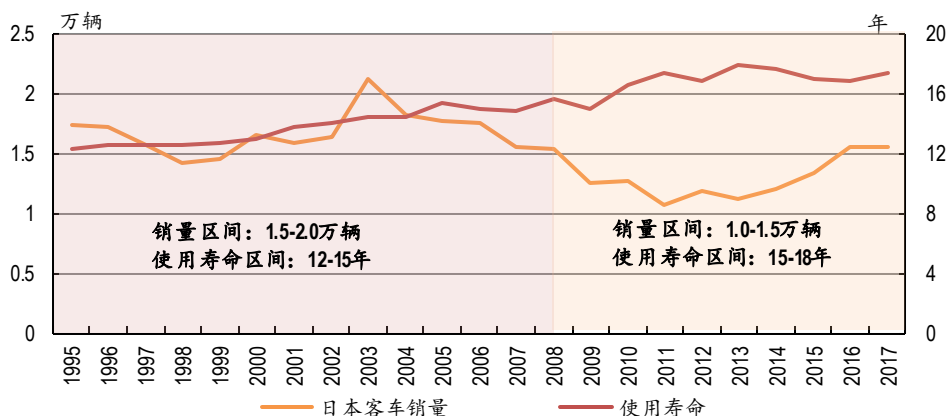
数据来源：日本汽车统计年鉴，财通证券研究所

特点二：随着技术进步和社会变迁，客车生命周期拉长，造成销量中枢不断下移。

由上文分析可知，客车市场成熟后，销量主要由更新需求决定，销量中枢下移意味着更新需求下降。更新需求大小由保有量水平和保有客车的车龄结构决定，而日本客车保有量水平一直稳定，因此销量中枢下移可能是客车生命周期拉长导致的。

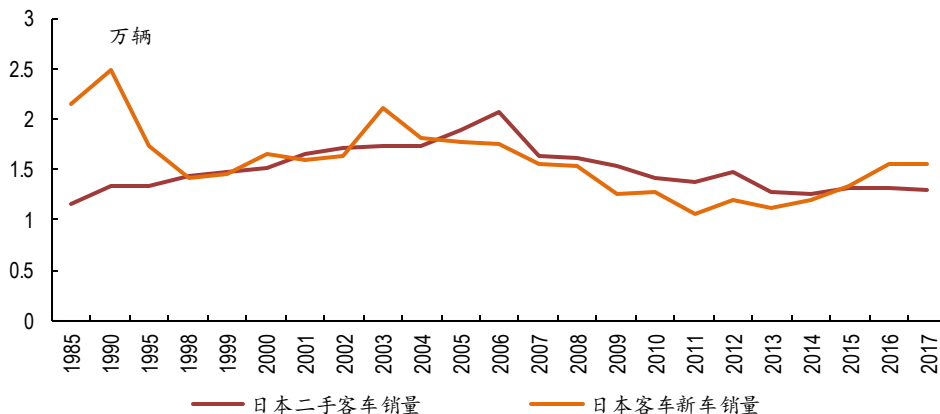
我们选取日本客车的的使用寿命（报废客车的平均车龄）作为观察车龄结构变化的指标，并与日本客车销量数据对比，发现二者出现明显的背离：日本客车 1995-2008 年销量区间为 1.5-2 万辆，使用寿命为 12-15 年；2008-2017 年销量区间下移至 1-1.5 万辆，使用寿命区间增长至 15-18 年。因此，日本客车销量中枢的下移主要是使用寿命的延长导致更新需求下降。

图 24：客车销量中枢不断下移



数据来源：日本汽车统计年鉴，日本汽车产业报告，财通证券研究所

图 25：日本二手客车市场历年销量

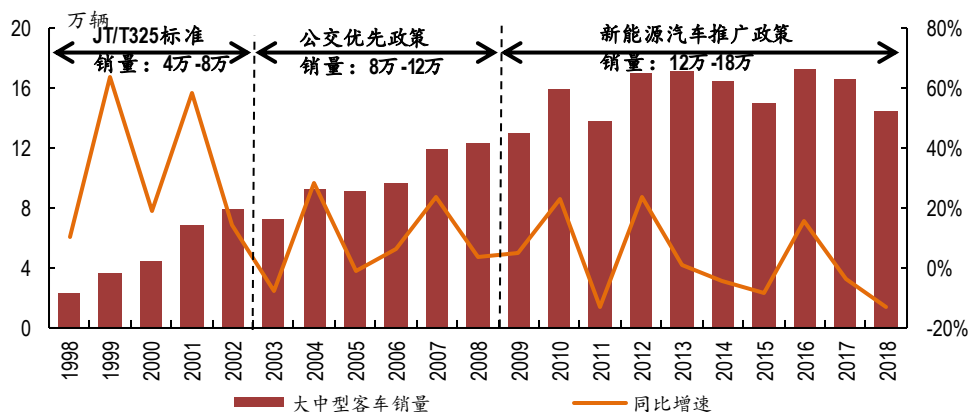


数据来源：日本汽车统计年鉴，日本汽车产业报告，财通证券研究所

2.2 我国客车市场受政策主导，中长期趋于周期性波动

客车销售多数面对政府和客运集团，有一定的公共品属性，依赖补贴和政策，客车需求扩张短期往往受政策的影响。回顾客车市场的发展历史，政策在三个阶段起到比较突出的作用：(1) 1999~2002 年，营运客车类型划分和等级评定政策（JT/T325 标准）推动大中型客车的年度销量从不足 4 万辆上升到 8 万辆。JT/T325 标准为客运线路审批、客运企业资质评定和核定运价提供依据，规范市场秩序，提升行业标准化水平，推动客车产品升级换代，是客车市场健康发展的基石。(2) 2003-2008 年，公交优先政策，即在政策、法规、设施和资金投入等方面对公共交通的优惠，大力推动了城市公交高速增长；(3) 2009-2018 年，自“十城千辆”工程拉开了我国新能源汽车推广的序幕，新能源客车逐渐成为市场的主要增量。此外，2012-2013 年，校车法规的出台，也引起了校车市场的短暂高增长。

图26：政策在客车市场发展的作用



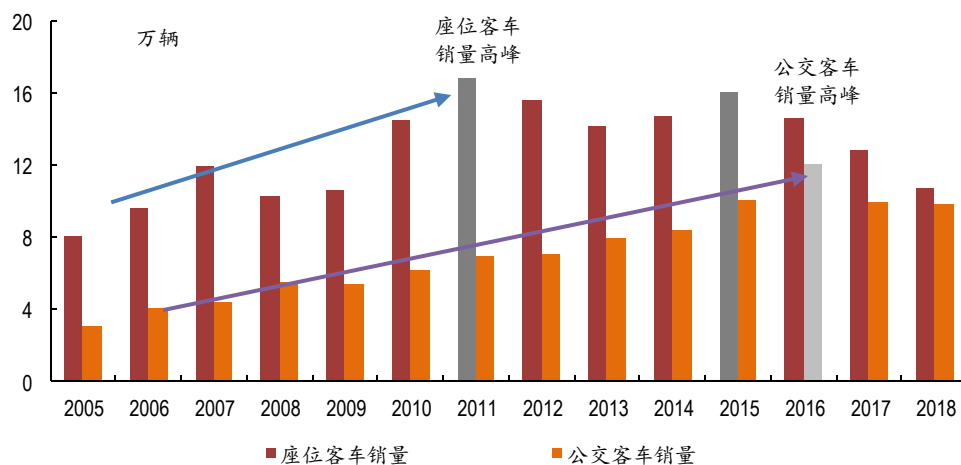
数据来源：中汽协，财通证券研究所

中长期看，我国客车行业并不会摆脱市场内在的发展规律，达到成熟期后，我国客车市场的周期性特点趋于加强。

我国座位客车销量高峰出现在2011年，公交客车销量高峰出现在2016年。观察历史数据，我国座位客车在2011年和2015年出现了两次销量高点，2015年的销量高点主要是受新能源补贴影响（仅中央补贴就高达30万/辆的轻型新能源客车补贴促使轻型座位客车销量爆发增长），补贴政策实际上是对市场的提前透支，本质上不会改变市场的长期空间，从市场自然发展规律来看，我们选择第一次销量高点作为座位客车的销量高峰，即2011年是我国座位客车市场的销量高峰。

从日本客车市场的经验来看，销量高峰一般出现在连续增长结束时，公交客车2017年之前的十多年里一直连续增长（除2009年小幅调整），2017-2018年连续两年下滑，因此，我国公交客车的销量高峰可能在2016年已经出现。

图27：我国座位客车和公交客车历年销量



数据来源：中客网，财通证券研究所

根据更换周期测算，我国客车市场成熟后，销量周期约为 5 年。我国《机动车强制报废标准规定》公交客车的最大使用年限 13 年，最大行驶里程 4 万公里，在应用中，公交车由于长期低速行驶、启停频繁、乘客超载，实际使用寿命为 5-8 年，用户一般提前更换，所以我国客车市场的更换周期和销售周期在 5 年左右。

表 1：我国客车生命周期测算

平均行驶里程	公里/小时	20
平均每天运营时间	小时	8
平均每天运营里程	公里/天	160
每年运营天数	天/年	300
每年行驶里程数	公里/年	48,000
大修里程	公里	250,000
最小更新年限	年	5
国内客车最大行驶里程	公里	400,000
最大更新年限	年	8

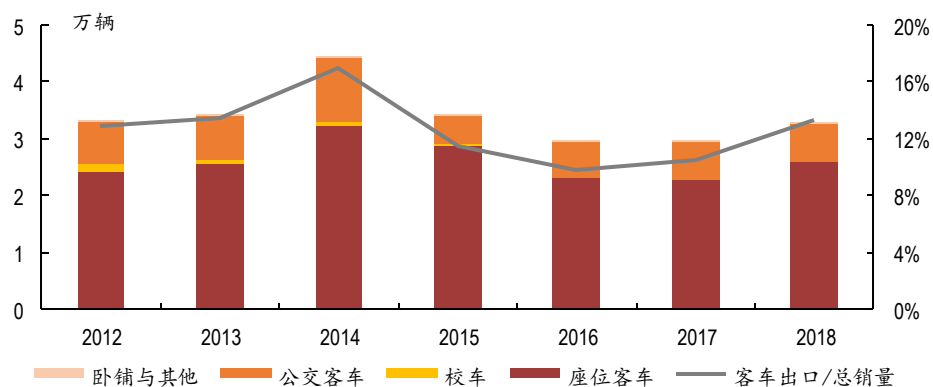
数据来源：财通证券研究所

综上所述，我国公交客车 2016 年达到销量高峰，2015 年座位客车受新能源政策刺激第二次达到高点，行业整体的销量高峰出现在 2016 年左右。参考日本市场的经验，保有量见顶时销量掉到阶段性低点，市场保有量高峰滞后销量 5 年左右，因此，我们预计我国 2021 年保有量达到高点。新能源补贴 2020 年完全退出后，行业需要 1-2 年时间消化此前政策透支的影响，较新的车龄结构和庞大的二手车市场也抑制了中短期的需求，2019-2021 年行业将面临较大的持续下行压力。2022 年起，行业释放了此前需求透支的压力，景气度逐步恢复，销量周期性加强，根据我国的法规要求和实际的客车换车情况，行业销量周期预计为 5 年左右。

2.3 海外出口市场小而美，平滑国内需求波动

出口市场是我国客车市场重要的组成部分之一。2018 年，我国实现客车出口 3.3 万辆，占客车总销量的 13.3%，客车出口金额 122.5 亿元。

图 28：我国客车出口情况

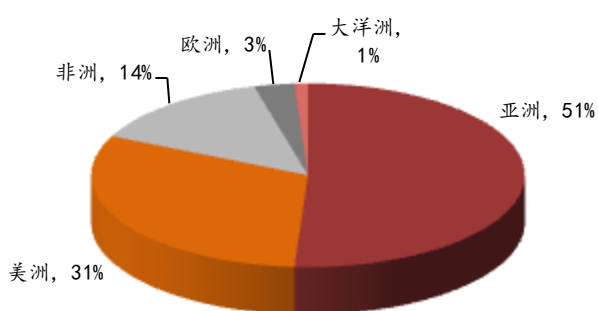


数据来源：中客网，财通证券研究所

中国客车出口市场主要集中在亚洲、美洲和非洲市场。国内客车市场趋于饱和，市场空间有限，竞争激烈，国内企业将眼光瞄准海外，纷纷走出国门。2017年，我国出口客车主要销往亚洲（51%，1.5万辆）、美洲（31%，0.9万辆）、非洲（14%，0.4万辆），欧洲（3%，0.1万辆），大洋洲（1%，0.03万辆）。

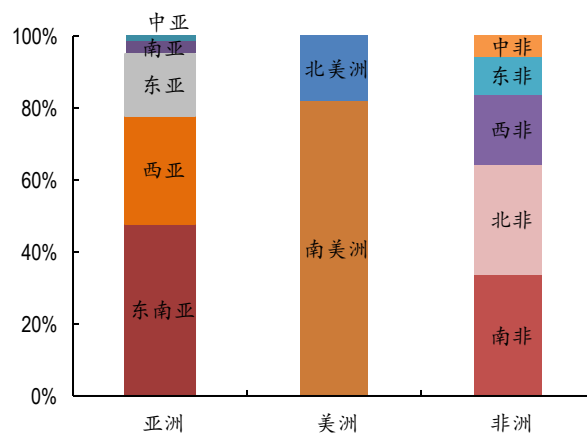
其中，我国在亚洲地区主要的客户是东南亚（泰、越、菲、印尼、马来西亚等）、西亚（伊朗、伊拉克、沙特等）和东亚（港澳台、韩国等）；美洲地区主要是秘鲁、玻利维亚、智利、厄瓜多尔和古巴等国家。非洲地区，我国客车主要销往埃及、南非、阿尔及利亚、尼日利亚等国家。欧洲和大洋洲地区，主要是俄罗斯、比利时和新西兰、澳大利亚。

图 29：2017 年中国客车出口细分市场情况



数据来源：中汽协，财通证券研究所

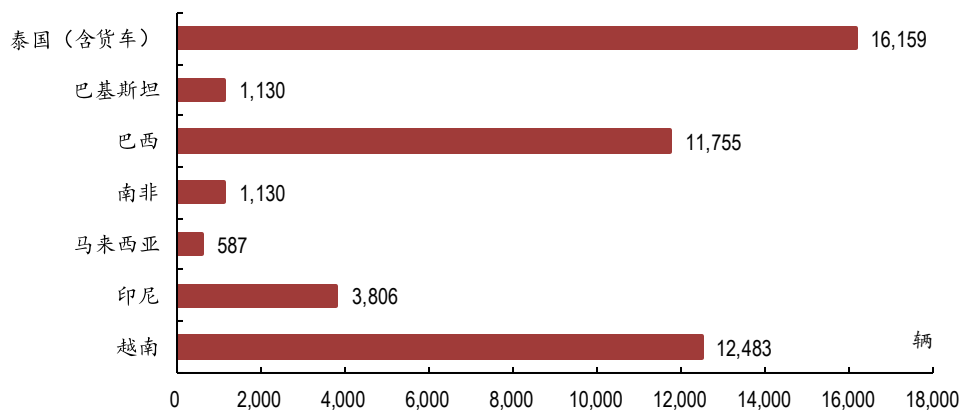
图 30：2017 年中国客车出口目的地情况



数据来源：乘联会，财通证券研究所

出口是我国客车市场的有力支撑之一。由于人口和交通结构的影响，海外国家的客车市场远小于我国，每年市场总销量仅几千辆，进口需求则更少。考虑人口和经济发展水平，我国出口市场的增量主要来自东南亚、南美和非洲，其他市场保持稳定，根据万人保有量和人口规模测算，2025年，我国出口或达到 5.1 万辆。

图 31：海外部分国家 2017 年客车市场总销量



数据来源：CEIC，财通证券研究所

表2：我国出口市场空间

		年份	我国客车 出口量 (万辆)	人口 (亿人)	客车万人 保有量 (辆/万人)	客车市场 空间(万 辆)	每年销量 规模(万 辆)	进口比例 (%)	来自中国的 进口比 重(%)
合计		2017	2.9						
		2025E	5.1						
		复合增速	8%						
亚洲	东南亚	0.8	0.8	6.5					
		1.4	1.1	7.6	6.0	45.4	6.8	80%	25%
		7%	4%	2%					
	其他亚洲 地区	0.7	0.7						
		1	0.8						
		5%	2%						
美洲	南美	0.7	0.7	4.3					
		0.8	0.5	5.1	5.0	25.4	3.8	80%	25%
		1%	-5%	2%					
	北美	0.1	0.1						
		0.1	0.1						
		3%	3%						
非洲		2017	0.4	12.3					
		2025E	1.3	15.0	3.0	45.0	6.7	80%	25%
		复合增速	16%	2.5%					
欧洲和大洋洲		2017	0.2						
		2025E	0.5						
		复合增速	16%						

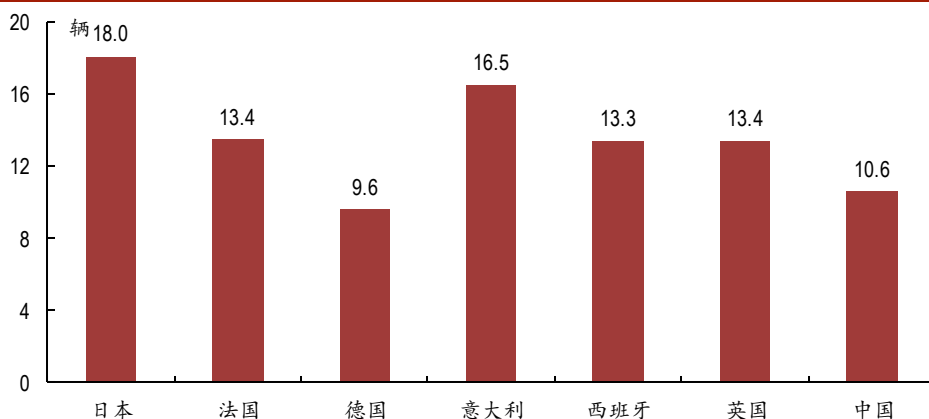
数据来源：财通证券研究所

3、客车市场保有空间增量趋窄，格局向强者集中

3.1 国内客车市场保有水平较高

我国万人客车保有量接近西欧发达国家水平，较日本还有差距。考虑各国的出行结构，中国与日本、欧洲国家均有密集的铁路客运网，也是客车保有相对较高的区域，具有一定的可比性，其中欧洲国家中英国、意大利、德国、法国、西班牙是客车保有量较高的国家。中国目前万人客车保有量约 10.6 辆，与西欧等发达国家接近，与日本的 18.0 辆仍有差距。

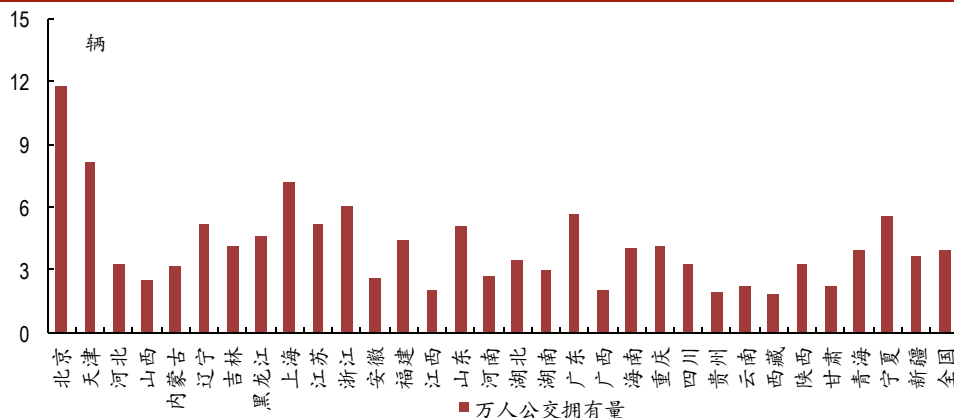
图 32：各国万人客车保有量对比



数据来源：各国统计局，财通证券研究所

我国公交客车保有空间为 58.9-104.8 万辆，公交市场发展较为成熟。我们以一线、二线和三线及以下城市的分类标准来区分城市规模，分别假设不同的万人公交保有水平，按乐观、中性、悲观假设测算我国公交客车的市场空间分别为 104.8 万辆、72.8 万辆、58.9 万辆。2018 年我国城市公交保有量 67.3 万辆，与我们中性假设测算的市场空间相当。

图 33：2017 年我国各省市万人公交拥有量



数据来源：统计局，财通证券研究所

表 3：我国公交客车市场空间测算

	常住人口(万人)	万人公交保有量			我国公交客车市场规模测算		
		乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
一线城市	7,292	16	13	12	11.7	9.5	8.8
二线城市	35,559	10	7	6	35.6	24.9	21.3
三线及以下城市	95,983	6	4	3	57.6	38.4	28.8
合计	138,833	7.5	5.2	4.2	104.8	72.8	58.9

数据来源：统计局，财通证券研究所

我国客车市场保有量增量空间有限，销量增长面临压力。目前座位客车保有量 81.6 万辆，考虑高铁网和私车的需求替代仍在持续，未来保有量仍有下降的可能，乐观预计座位客车长期保有量 80 万辆，中性预计 75 万辆，悲观预计 70 万辆。假设我国校车和其他客车市场空间保持稳定，长期均衡保有量水平合计约 25 万辆，则在乐观、中性、悲观假设下，我国客车市场的保有空间分别为 209.8 万辆、172.8 万辆、153.9 万辆。

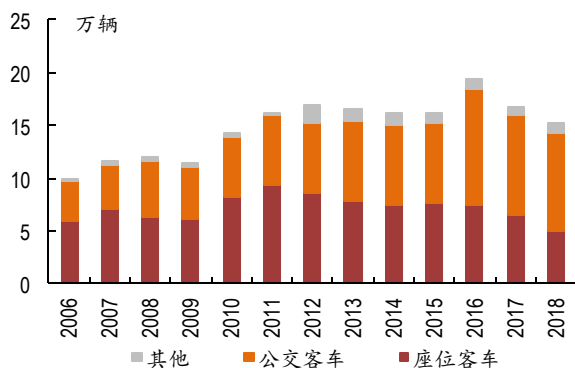
客车市场成熟后，保有量保持不变需要一定比例的销量维持，按 12% 的比例计算，中性假设下，销量中枢约为 20.7 万辆。当前大中型客车销量占客车全年销量的比重为 60% 左右，其中公交客车的大中型车比例高于座位客车，随着公交客车市场的增长，我们认为，未来大中型客车的比例稳中有升，假设未来行业大中型客车占比达到 65%，则中性预测下，大中型客车长期销量中枢为 13.5 万辆。

表 4：我国客车市场空间测算

	座位客车	公交客车	校车	其他	合计
乐观	80	104.8	15	10	209.8
中性	75	72.8			172.8
悲观	70	58.9			153.9

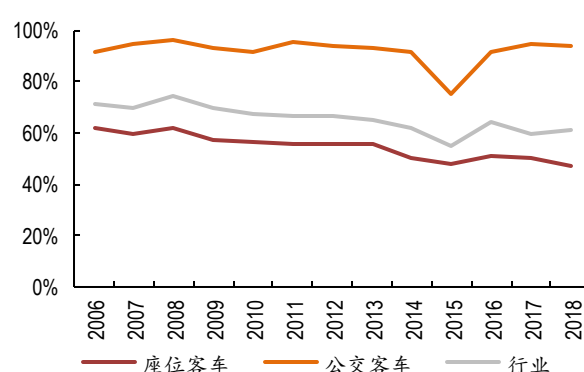
数据来源：财通证券研究所

图 34：大中型客车销量结构



数据来源：中客网，财通证券研究所

图 35：不同用途客车中大中型客车比例



数据来源：中客网，财通证券研究所

3.2 强者恒强，市场向头部集中

成熟市场下，行业整体保有量提升的空间趋窄，短期受新能源补贴政策的扰动，行业销量面临下行压力，落后的企业由于竞争力较弱，越来越边缘化甚至淘汰出局，行业马太效应加强，市场向成本管控强、产品结构优的头部企业更集中。

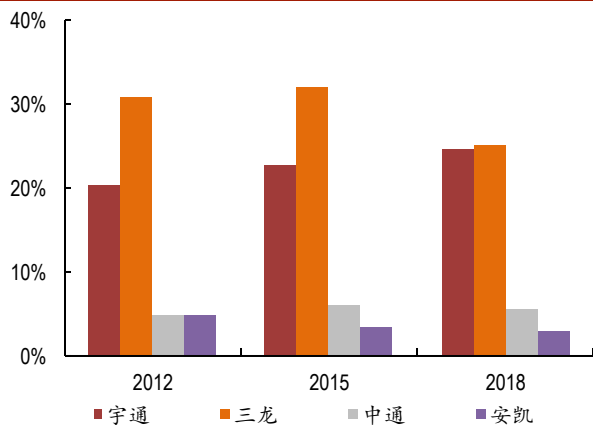
客车市场格局集中，宇通和金龙领先其他对手。从总销量看，金龙份额第一，宇通次之，2018年，金龙、宇通分别占有25.0%、24.6%的市场份额；在大中型客车市场，宇通遥遥领先其他对手，2018年销售大中型客车5.2万辆，占有34.5%的市场份额；金龙占有13.5%的份额，行业排名第二。新能源客车市场，宇通、金龙和比亚迪位列三甲，市场份额分别为23.8%、13.5%、12.2%。

表 5：我国客车行业和企业 2018 年销售情况

		大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
		累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
行业	座位客车	28,954	-27.2%	21,239	-15.0%	57,159	-10.7%	107,352	-16.6%
	校车	1,224	108.9%	5,725	-16.7%	9,089	-33.5%	16,038	-24.1%
	公交客车	53,938	-1.6%	38,870	-1.7%	6,159	16.4%	98,967	-0.7%
	卧铺与其它	416	44.4%	1,103	7.5%	23,824	-23.2%	25,343	-21.6%
	合计	84,532	-11.4%	66,937	-7.6%	96,231	-15.6%	247,700	-12.1%
宇通	座位客车	12,069	-19.4%	10,969	-18.4%	1,842	39.0%	24,880	-16.3%
	校车	678	230.7%	3,022	-25.7%	3,582	-22.9%	7,282	-18.3%
	公交客车	12,583	2.5%	11,613	-16.2%	1,269	44.5%	25,465	-5.7%
	卧铺与其它	340	30.8%	928	47.8%	1,973	92.5%	3,241	69.4%
	合计	25,670	-7.3%	26,532	-17.1%	8,666	10.1%	60,868	-9.9%
三龙	座位客车	9,053	-0.3%	4,581	1.2%	26,241	-9.5%	39,875	-6.4%
	校车	46	-35.2%	148	-51.6%	418	-17.9%	612	-30.9%
	公交客车	7,509	14.4%	5,275	1.5%	903	71.0%	13,687	11.4%
	卧铺与其它	64	166.7%	48	54.8%	7,641	157.9%	7,753	156.9%
	合计	16,672	5.9%	10,052	-0.1%	35,203	6.6%	61,927	5.3%

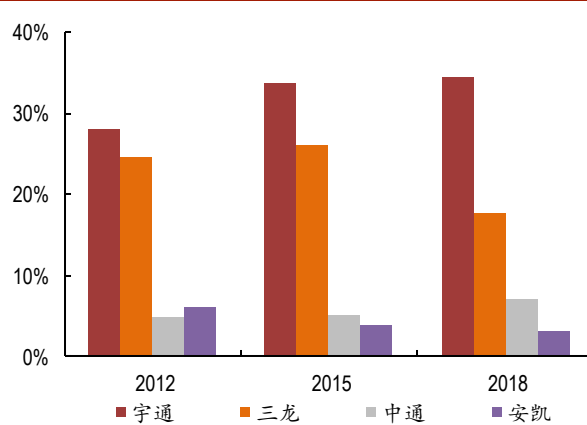
数据来源：统计局，财通证券研究所

图 36：主要客车企业市场份额



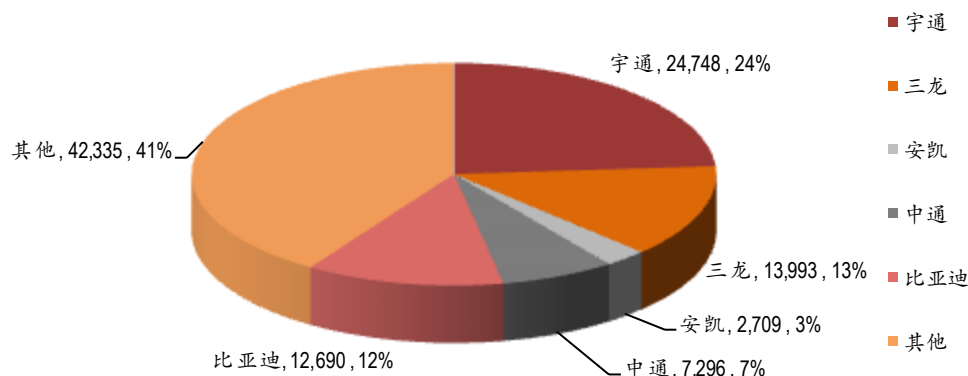
数据来源：中客网，财通证券研究所

图 37：主要客车企业中大型客车的市场份额



数据来源：中客网，财通证券研究所

图 38：2018 年新能源客车市场格局



数据来源：中客网，财通证券研究所

上市客车企业中，宇通的盈利能力显著领先同行。A 股共有 7 家上市客车企业，仅宇通的市值在 300 亿元左右，其他客车企业市值均在 50 亿以下。从营收规模看，过百亿的企业仅宇通和金龙。盈利能力方面，宇通 2018 年毛利率 25.3%，净利率 7.3%，远远领先其他竞争对手。

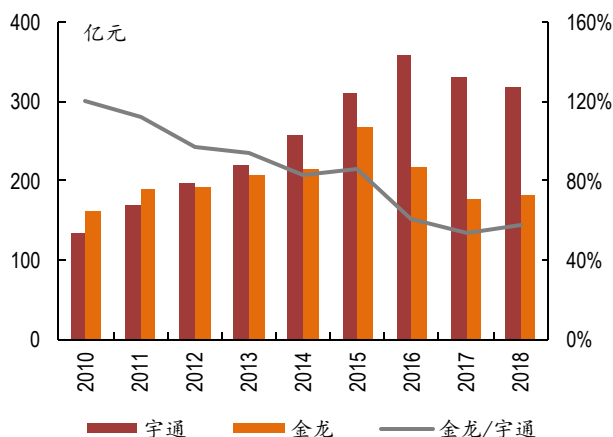
表 6：上市客车企业财务数据比较（2018 年）

证券代码	证券简称	市值 (2019-7-18)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
600066.SH	宇通客车	292.0	317.5	23.0	25.3	7.3
600686.SH	金龙汽车	49.7	182.9	1.6	14.0	1.1
600609.SH	金杯汽车	43.6	61.5	0.8	11.8	4.5
000957.SZ	中通客车	42.9	60.8	0.4	16.3	0.6
600213.SH	亚星客车	21.9	24.6	0.1	18.9	0.6
600303.SH	曙光股份	32.8	29.2	-1.3	14.0	-4.5
000868.SZ	*ST 安凯	20.5	31.5	-8.9	4.7	-27.8

数据来源：wind，财通证券研究所

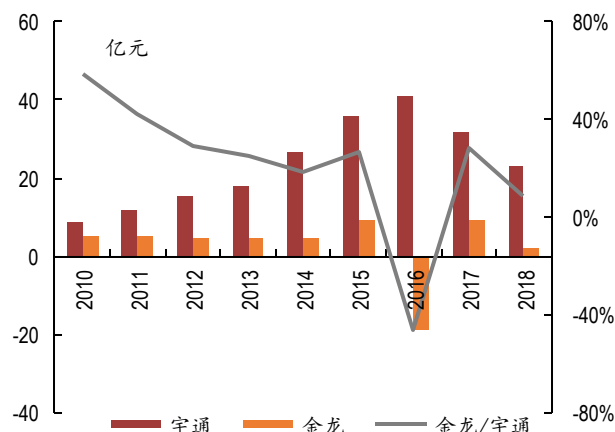
宇通领先其他对手的原因主要是产品结构的差异和成本管控能力强。对比宇通和金龙，销量上金龙领先宇通，但是营收和利润规模上金龙远远落后宇通，主要是宇通以销售大中型客车为主，金龙半数客车销量是轻型客车。客车市场上，大中型客车的单车价格和盈利能力更强，以宇通为例，大型客车的单价一般为 60-80 万元，中型客车 30-40 万元，轻型客车 10-20 万元。

图 39：金龙、宇通的营业收入比较



数据来源：公司公告，财通证券研究所

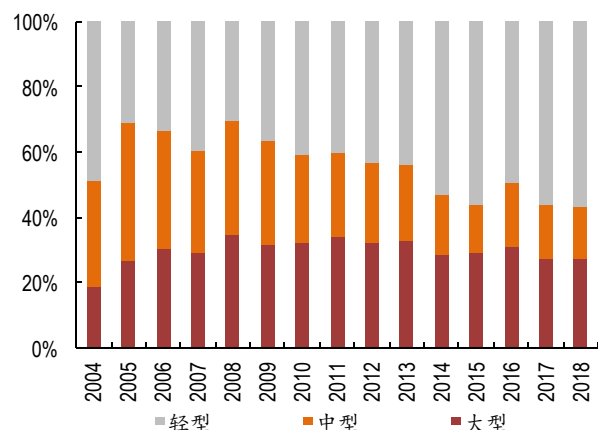
图 40：金龙、宇通的净利润比较



数据来源：公司公告，财通证券研究所

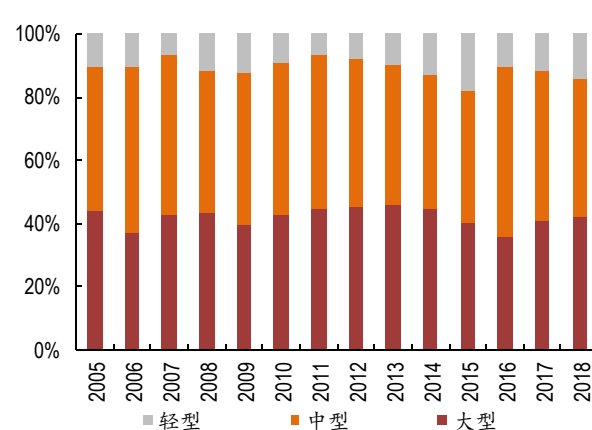
注：由于金龙少数股东损益较高，所以选用净利润而不是归母净利润进行比较

图 41：金龙大中轻型客车销量结构



数据来源：公司公告，中客网，财通证券研究所

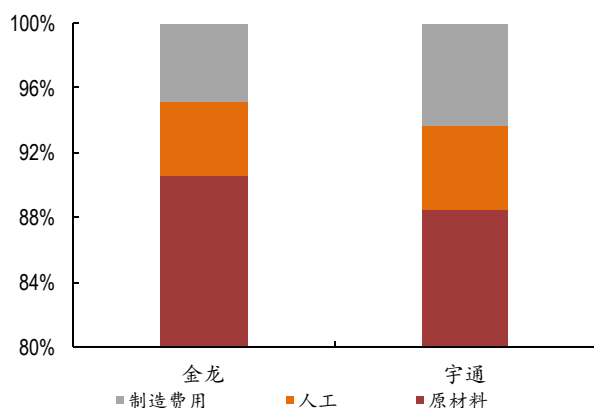
图 42：宇通大中轻型客车销量结构



数据来源：公司公告，中客网，财通证券研究所

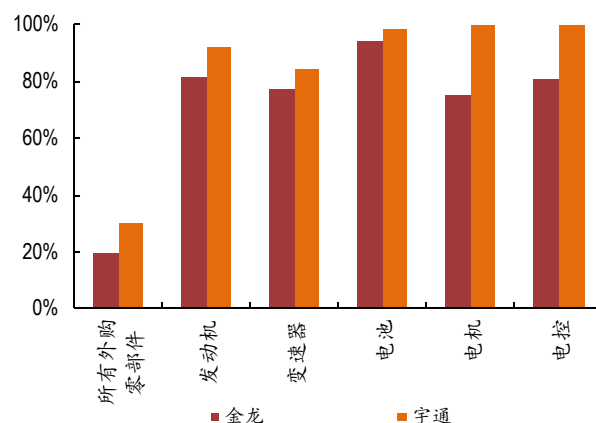
高自制率、外购件采购集中加强成本控制，保障宇通高毛利。客车行业零部件以外购为主，因此提升自制率和集中采购可以有效降低成本，提高毛利率。2017年宇通客车的成本中原材料的占比为88.4%，低于金龙的90.6%，主要是宇通的空调、车桥、悬架、线束等关键零部件由旗下子公司精益达生产，自制比率高于金龙。此外，宇通外购的核心零部件的前五大供应商采购比例均比金龙高，集中采购和规模优势下，宇通对供应商的议价权更强。

图 43: 金龙、宇通2017年成本结构



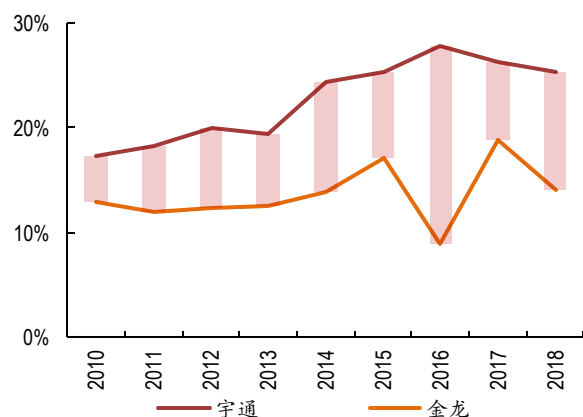
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图 44: 金龙、宇通2017年前5大供应商采购比重



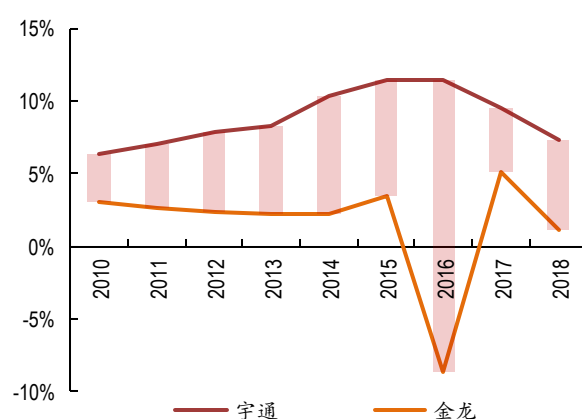
数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图 45: 金龙、宇通毛利率比较



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图 46: 金龙、宇通净利率比较

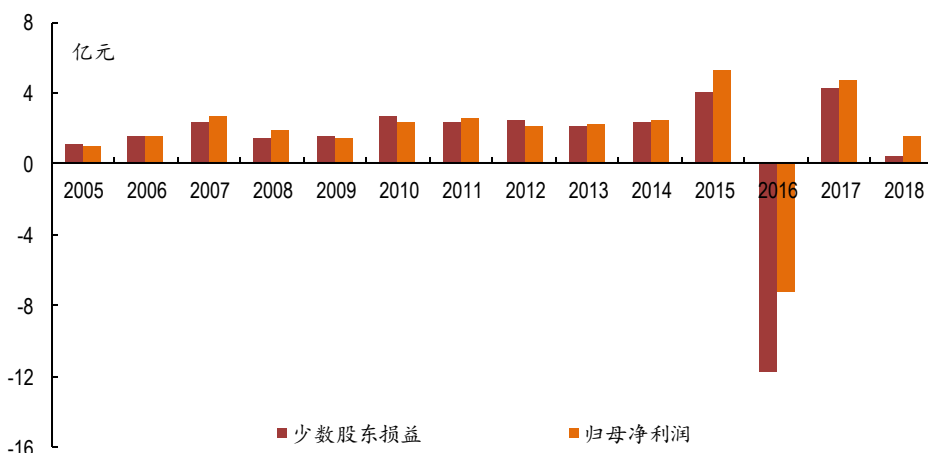


数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

3.3 三龙整合稳步推进, 管理优化提升企业竞争力

少数股东损益削弱了金龙利润归属于上市公司股东的比重。金龙的业绩主要来自旗下的厦门金龙、厦门金龙和苏州金龙, 这三家公司的少数股东持股比例达 25%、40%、12.3%, 减少了三龙归属于上市公司金龙汽车的利润; 2017 年, 金龙的净利润是宇通的 28.6%, 而归母净利润仅是宇通的 15.3%。

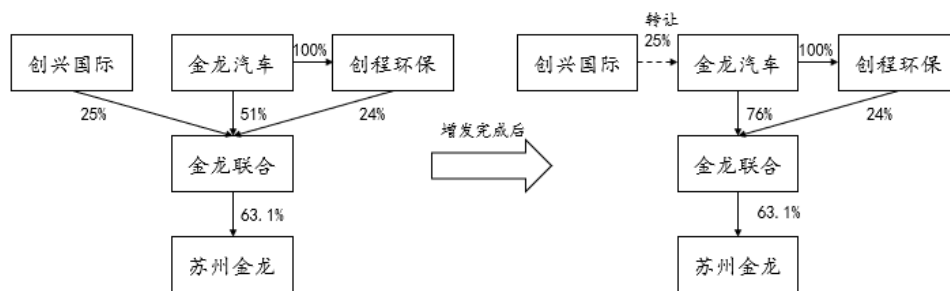
图47：金龙少数股东损益与归母净利润的比较



数据来源：公司公告，财通证券研究所

金龙汽车增发股票收购金龙联合 25%股权，增强对子公司的控制。一直以来，金龙受股权问题困扰，对旗下子公司管控力较弱，增加了管理成本，是公司成本管控落后宇通的原因之一。2018年5月31日，金龙汽车拟增发募集17.9亿元，其中7.75亿元用于收购金龙联合的25%股权，进一步理顺股权关系，提升企业竞争力。此次交易完成后，金龙汽车直接持有金龙联合76%股份，通过全资子公司创程环保间接持股24%，金龙汽车可控制金龙联合100%的股权。

图48：增发完成后金龙汽车控股金龙联合100%股权



数据来源：公司公告，财通证券研究所

苏州金龙和金龙联合并表比重上升，放大了子公司业绩波动的影响。增发收购完成后，上市公司总股本增加约20%，对金龙联合的持股比例上升25%，对苏州金龙的间接持股比例上升15.8%，按照金龙联合和苏州金龙的历史盈利情况，复盘此次股权比例变动对EPS的影响，变动比例有正有负，因此，并表比重上升不一定带来EPS的增长，只是放大了子公司业绩波动的影响。

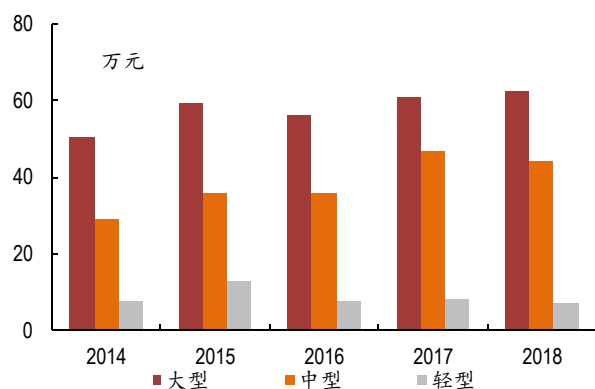
表7：金龙联合和苏州金龙归母比例提升对EPS的影响

年份	净利润		归母比例变动(假设)		金龙汽车股本(假设)		归母净利 润变动	EPS		变动 比例
	金龙联合	苏州金龙	金龙联合	苏州金龙	变动前	变动后		变动前	变动后	
2008	7,409	10,598	25%	15.8%	60674	72809	3,526.6	0.44	0.42	-5.7%
2009	10,908	10,973	25%	15.8%	60674	72809	4,460.7	0.34	0.34	1.4%
2010	14,724	20,792	25%	15.8%	60674	72809	6,966.1	0.53	0.54	1.4%
2011	15,071	15,723	25%	15.8%	60674	72809	6,251.9	0.59	0.58	-2.1%
2012	16,532	20,827	25%	15.8%	60674	72809	7,423.6	0.48	0.50	4.6%
2013	15,353	16,513	25%	15.8%	60674	72809	6,447.2	0.52	0.52	0.4%
2014	3,223	25,948	25%	15.8%	60674	72809	4,905.5	0.56	0.53	-4.6%
2015	22,400	48,100	25%	15.8%	60674	72809	13,199.8	0.97	0.99	2.0%
2016	19,300	-236,700	25%	15.8%	60674	72809	-32,573.6	-1.18	-1.43	-21.2%
2017	13,400	73,200	25%	15.8%	60674	72809	14,915.6	0.75	0.83	10.6%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

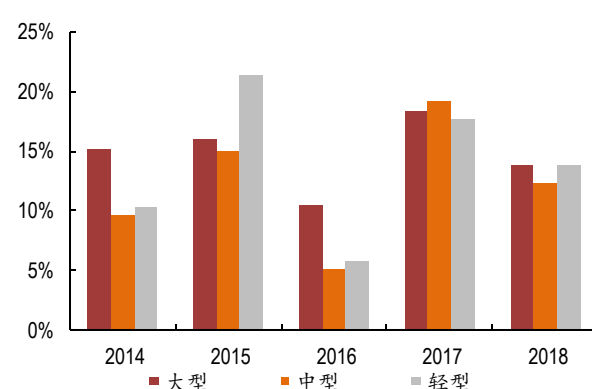
金龙汽车市值的提升核心还是来自大中型客车产品的竞争，提高集团的盈利能力。不考虑补贴影响，大中型客车的单价高、毛利率高，是客车企业的核心竞争产品。金龙汽车自2011年起大中型客车市场份额不断下滑，是公司量高利薄的主要原因。三龙整合解决公司股权分散、对子公司管控力不强的历史问题，利好企业的发展，报表合并范围的扩大短期内有可能增厚公司利润，但是中长期来看，公司市值的提升主要还是依靠核心产品竞争力的增强。

图49：金龙大中小型客车单车均价情况



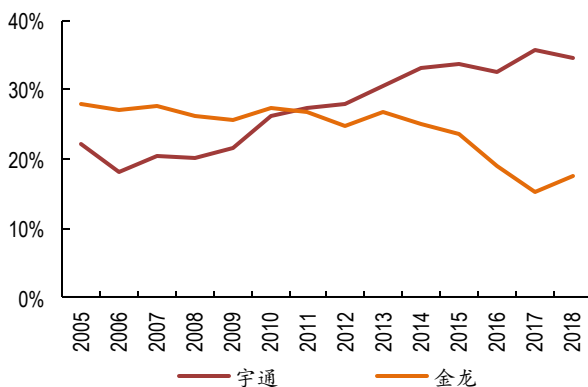
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图50：金龙大中小型客车毛利率情况



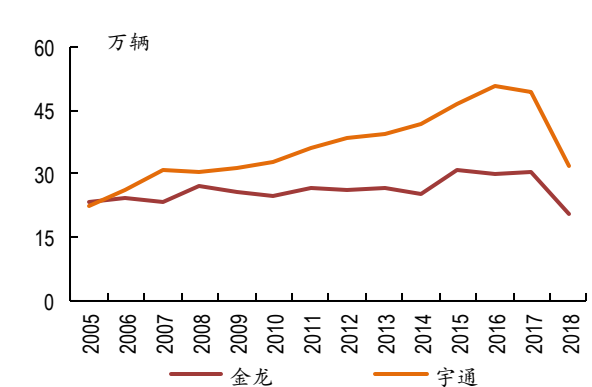
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图51：金龙、宇通在大中型客车市场的市占率



数据来源：中客网，财通证券研究所

图52：金龙、宇通单车均价比较



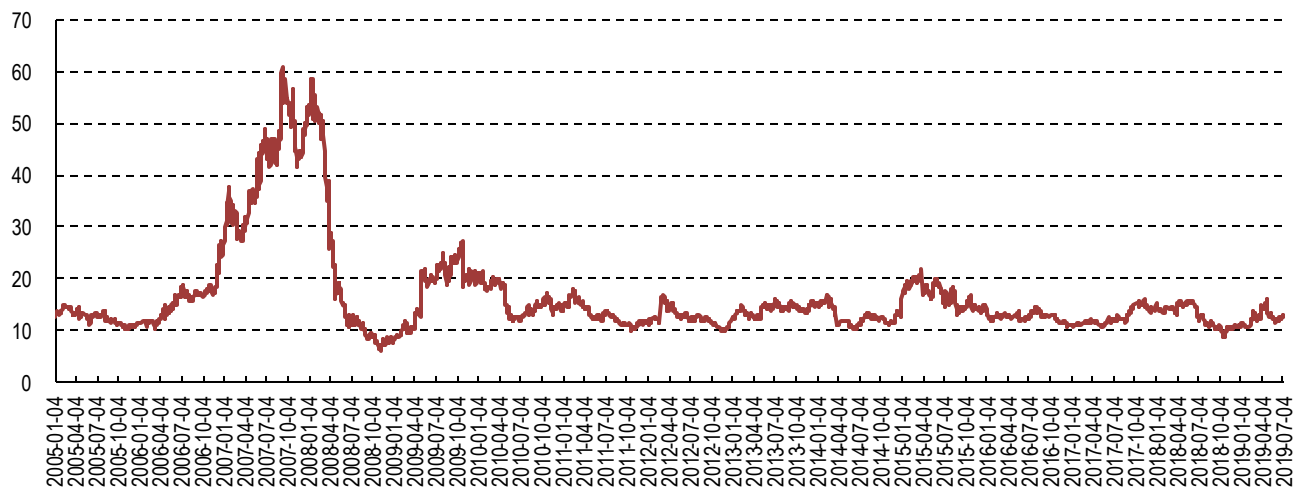
数据来源：公司公告，财通证券研究所

4、投资建议：行业寒冬下剩者为王，把握龙头超跌反弹机会

客车市场短期面临调整的阵痛期，行业加速洗牌，市场向头部企业更集中。受高铁和私车的冲击，公路旅客周转量持续下滑，座位客车需求一直下行，短期销量拐点尚未出现。行业前几年的主要增量来自新能源公交客车的爆发，补贴退坡和存量传统公交更新接近尾声，导致新能源公交客车销量增长短期也面临回落压力。校车市场需求平稳，政策面短期看不到大的变化，预计销量规模保持稳定。综上，客车市场基本面短期没有太多的积极因素，行业面临调整的阵痛期，部分弱势企业或将淘汰出局，优质企业有望进一步提升市场份额，行业格局向头部更集中。

紧握业绩高确定性的龙头企业，抓住超跌反弹机会。客车行业整体面临短期调整的阵痛期，客车企业的业绩下行压力增加，因此，我们更应该重视业绩确定性高且估值合理或低估的标的。客车市场竞争格局明朗，龙头企业宇通客车凭借卓越的管理能力，品牌、成本、技术和盈利能力均遥遥领先竞争对手，抗风险能力强，具备较高的确定性。从估值来看，当前宇通客车 PE 12.8 倍，位于历史估值中位数（13.5 倍）之下，我们认为，行业的短暂调整加快过剩和落后产能的出清，寒冬过后剩者为王，优质企业将享受更有利的竞争格局，仍然具备长期持有价值。此外，在景气的下行周期，投资者的悲观情绪易被放大，龙头企业存在超跌机会。

图 53：宇通客车 PE (TTM)



数据来源：wind，财通证券研究所

5、风险提示

- (1) 国内宏观经济运行不及预期；
- (2) 新能源汽车补贴政策不及预期；
- (3) 行业政策调整风险；
- (4) 汽车行业行业景气度不及预期。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5% 与-15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。