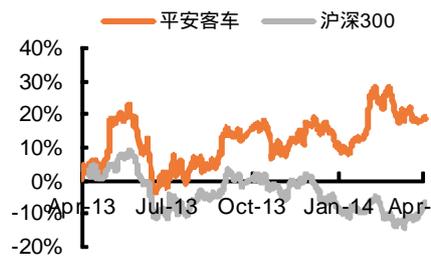


客车行业动态跟踪报告

3月销量如期好转

强于大市 (维持)

行情走势图



相关研究报告

- 1、行业动态跟踪：新能源订单喜人，3月行业有望转暖（2014.3.17）
- 2、行业动态跟踪：新能源客车快马加鞭（2014.2.28）
- 3、关于《第二批新能源汽车推广应用城市或区域名单》等点评：补贴标准相对提高，试点城市继续增加（2014.2.10）

证券分析师

彭勇

投资咨询资格编号 S1060513050002
电话 021-38632725
邮箱 pengyong060@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004
电话 021-38636729
邮箱 yubing006@pingan.com.cn

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006
电话 021-38638428
邮箱 wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点

- **3月如期好转，销量同比增长一成。**3月客车行业销量1.9万辆，同比增长10.2%。3月客车销量的增量主要来自轻型座位客车和大型公交客车，两者分别同比增长55.3%和47.9%。1Q14客车行业销量同比下滑2.5%，主要因座位客车和校车表现不佳，尤其是校车。随着政府新的财政年度预算执行，我们预计随后几个月校车销量有望好转，但校车大幅好转需依赖国家层面的支持政策出台。1Q14客车出口迎来高速增长时期，出口客车8212辆，同比增长30.8%，已占当期客车总销量的17%左右。
- **3月新能源客车上量明显。**因假期和政策落地等原因，2月仅生产新能源客车118辆。随着新一轮新能源汽车推广政策落地，3月新能源客车产量上升明显，共生产了1517辆，环比增长12倍。3月纯电动客车和插电式混合动力客车分别生产了547辆和970辆，比亚迪和宇通客车分别是这两类车型中的领先者，分别生产了312辆纯电动客车和806辆插电式混合动力客车。
- **3月一通三龙表现好于行业平均水平，市占率进一步提升。**3月宇通客车和金龙汽车销量分别同比增长32.1%和27.4%，远远高于行业10.2%的平均增幅。宇通客车凭借大型公交客车实现快速增长，而金龙汽车主要依赖轻型座位客车取得较高的销量增幅。从销量结构来看，宇通客车大型客车销量占比进一步提升，而金龙汽车是轻型客车销量占比提升。1Q14两者合计市占率为56.8%，较2013年提高约2个百分点。
- **4月新能源客车产销规模有望进一步提升，客车股有望迎来较好表现期。**3月新能源客车已开始上量，我们预计4月新能源客车产销规模有望继续攀升。受益于新能源客车的快速上量，我们预计4月客车股或迎来较好表现期，尤其是在新能源客车上表现较好的企业，如宇通客车和中通客车。考虑到1Q14客车销量及其结构，我们预计宇通客车和中通客车1Q14业绩均有望实现10%左右的增长，随着2Q14新能源客车上量，业绩将进一步增长。我们维持宇通客车“强烈推荐”评级和中通客车“推荐”评级。

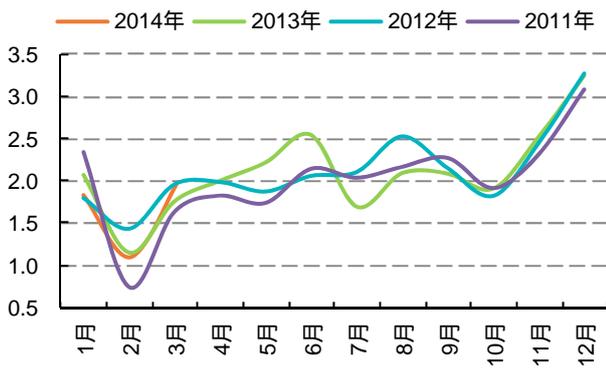
一、3月如期好转

1.1 座位和公交贡献3月主要增量

3月全行业销售各类客车1.9万辆，同比增长10.2%，扭转连续3个月的销量下滑趋势。

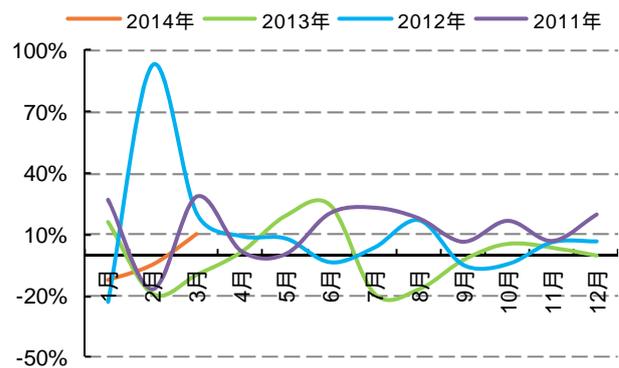
3月销量增长主要是来自座位客车和公交客车，其中尤以轻型座位客车和大型公交客车贡献最大，两者分别同比增长55.3%和47.9%。传统大中型座位客车销售仍不景气。

图表1 客车行业月度销量 单位：万辆



资料来源：中客网

图表2 客车行业月度销量同比增幅



资料来源：中客网

图表3 客车行业3月份分车型销量 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
座位客车	1,789	-19.2%	2,132	-16.7%	6,277	55.3%	10,198	15.7%
校车	76	-30.9%	473	-40.4%	1,118	-51.9%	1,667	-48.4%
公交客车	5,284	47.9%	1,445	-1.8%	544	105.3%	7,273	37.0%
卧铺与其它	11	22.2%	65	-7.1%	246	10.3%	322	6.6%
合计	7,160	21.3%	4,115	-15.9%	8,185	19.4%	19,460	10.2%

资料来源：中客网，平安证券研究所

2014年1-3月客车行业累计销售客车5.0万辆，同比下滑2.5%。

2014年1-3月仅公交客车表现较好，座位客车和校车销量均同比下滑，尤其是校车下滑幅度较大。

图表4 客车行业1-3月份分车型累计销量 单位：辆

	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
座位客车	5,527	-21.8%	6,256	-19.5%	14,744	22.7%	26,527	-1.2%
校车	175	-13.8%	1,466	-33.8%	3,252	-23.2%	4,893	-26.5%
公交客车	10,396	2.5%	4,891	0.1%	1,235	39.9%	16,522	3.8%
卧铺与其它	18	-18.2%	205	72.3%	607	23.9%	830	31.5%
合计	16,116	-7.6%	12,818	-14.5%	19,838	12.6%	48,772	-2.5%

资料来源：中客网，平安证券研究所

1.2 校车销量仍处下滑趋势

3月销售校车 1667 辆，同比下滑 48.4%，已是连续 6 个月下滑。在政府支持力度不大的情况下，校车销售难言乐观。

随着政府新的财政年度预算执行，我们预计随后几个月校车销量有望好转，但校车大幅好转需依赖国家层面的支持政策出台。

图表5 2014年主要客车企业校车销量 单位：辆

行业	1 月份		2 月份		3 月份	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
行业	1,449	100.0%	1,777	100.0%	1,667	100.0%
郑州宇通	530	36.6%	547	30.8%	653	39.2%
保定长安	159	11.0%	165	9.3%	196	11.8%
桂林客车	117	8.1%	440	24.8%	144	8.6%
中通客车	59	4.1%	89	5.0%	35	2.1%
金龙系	64	4.4%	46	2.6%	69	4.1%

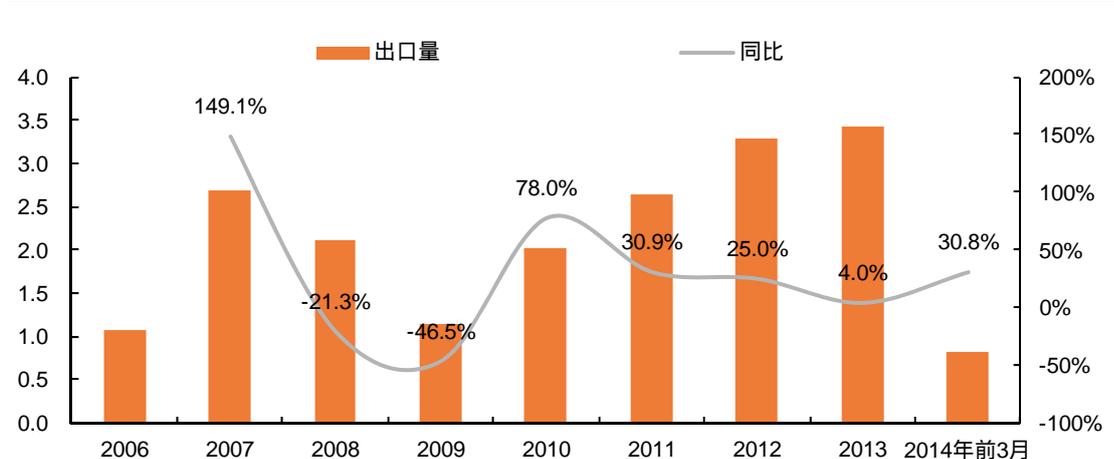
资料来源：中客网

1.3 出口增长势头强劲

3月共出口客车 3527 辆，同比增长 111.1%。

1-3 月累计出口客车 8212 辆，同比增长 30.8%。

图表6 客车行业历年出口量及同比增幅 单位：万辆



资料来源：中客网

1.4 新能源客车上量趋势明显

随着新一轮新能源汽车推广政策落地，3月新能源客车产量增长趋势明显，纯电动客车和插电式混合动力客车产品分别达 547 辆和 970 辆，较前两个月大幅增长。

比亚迪和宇通客车分别是纯电动客车和插电式混合动力客车领先者，3月比亚迪纯电动客车产量达 312 辆，宇通客车插电式混合动力客车产品高达 806 辆。

图表7 2014年新能源客车(含传统混动)产量 单位:辆

车型	Jan-14	Feb-14	Mar-14
纯电动客车	151	33	547
混合动力客车	163	0	2
插电式混合动力客车	308	85	970
合计	622	118	1,519

资料来源:节能与新能源汽车网

二、重点公司

3月一通三龙迎来销量大增长,两者销量同比增幅远高于行业平均增幅。3月中通和安凯表现略差,两者销量同比均有一定程度下滑。

3月客车行业销量增幅最大分别是轻型座位客车和大型公交客车,金龙汽车和宇通客车分别是依靠轻型座位客车和大型公交客车实现较好的增长的。

图表8 主要客车企业销量 单位:辆

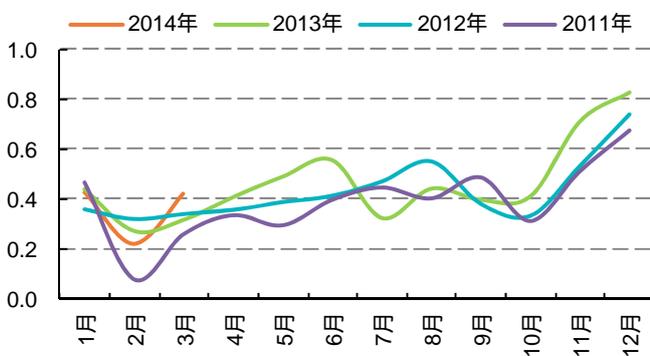
厂商	2014年销量		2013年销量		同比增幅	
	3月	累计	3月	累计	3月	累计
行业合计	19,460	48,772	17,655	50,046	10.2%	-2.5%
郑州宇通	4,199	10,668	3,179	10,318	32.1%	3.4%
安凯客车	589	1,760	667	1,841	-11.7%	-4.4%
中通客车	814	2,408	1,170	2,782	-30.4%	-13.4%
金龙合计	7,487	17,050	5,875	16,373	27.4%	4.1%
其中:						
金龙联合	3,245	6,955	2,465	6,450	31.6%	7.8%
厦门金旅	2,584	6,010	1,777	5,456	45.4%	10.2%
苏州金龙	1,658	4,085	1,633	4,467	1.5%	-8.6%

资料来源:中客网

2.1 宇通客车:大型公交客车快速增长

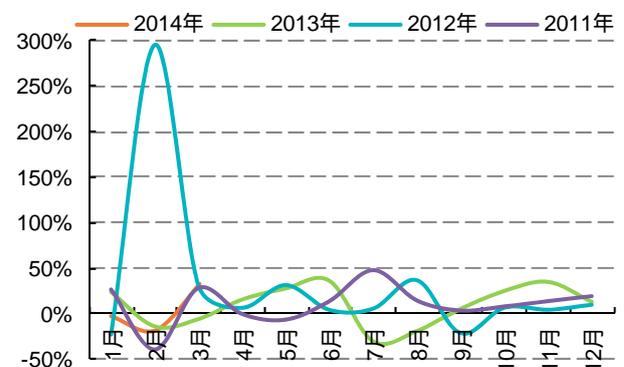
3月宇通销售客车4199辆,同比增长32.1%,其中增量基本都是来自大型公交客车。

图表9 郑州宇通月度销量 单位:万辆



资料来源:中客网

图表10 郑州宇通月度同比增幅



资料来源:中客网

图表11 宇通客车3月份分车型销量 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
座位客车	524	-44.6%	721	10.8%	118	107.0%	1,363	-17.6%
校车	35	-56.8%	234	12.5%	384	42.2%	653	16.8%
公交客车	1,752	210.1%	303	-10.9%	36	176.9%	2,091	127.8%
卧铺与其它	9	28.6%	61	110.3%	22	83.3%	92	91.7%
合计	2,320	45.1%	1,319	7.4%	560	59.1%	4,199	32.1%

资料来源：中客网，平安证券研究所

1-3月宇通共销售客车 1.1 万辆，同比增长 3.4%。

1-3月为宇通客车贡献增量的车型分别为大型公交客车、中型公交客车和轻型校车。宇通客车增长与行业趋势相符，在座位客车销量下滑的情况下，公交客车和校车将是未来客车行业的增长点。

依靠大中型公交客车的增长，我们估计 1Q14 宇通客车业绩同比将有所增长，远好于行业平均水平。

图表12 宇通客车1-3月份分车型销量 单位：辆

	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
座位客车	1,738	-30.7%	2,056	-15.5%	247	41.1%	4,041	-21.0%
校车	78	-27.8%	669	18.6%	983	76.5%	1,730	40.8%
公交客车	3,057	11.0%	1,547	45.3%	46	-20.7%	4,650	20.0%
卧铺与其它	14	-6.7%	178	187.1%	55	175.0%	247	154.6%
合计	4,887	-9.2%	4,450	7.9%	1,331	64.3%	10,668	3.4%

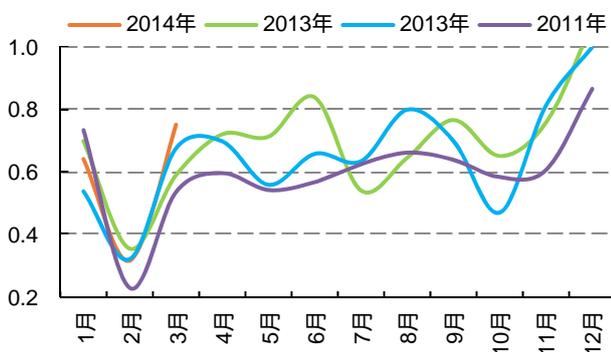
资料来源：中客网，平安证券研究所

2.2 金龙汽车： 轻型座位客车同比增六成多

3月三龙合计销售各类客车 7487 辆，同比增长 27.4%，其中增量基本都是来自轻型座位客车。

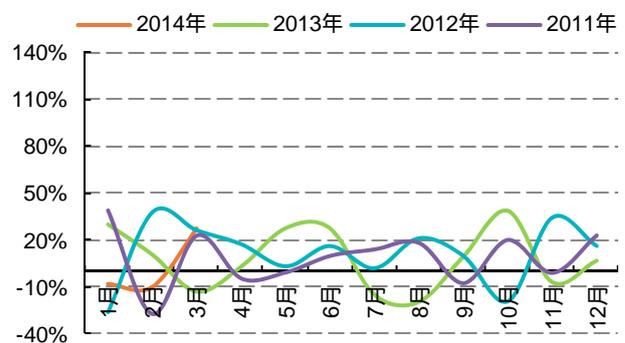
近两年来，三龙销量增长大多时候都是依赖轻型客车的销量增长。

图表13 三龙合计月度销量 单位：万辆



资料来源：中客网

图表14 三龙合计月度销量同比增幅



资料来源：中客网

图表15 金龙汽车3月份分车型销量 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
座位客车	842	18.3%	554	-21.6%	4,629	65.6%	6,025	42.9%
校车	17	-41.4%	33	-66.7%	19	-81.4%	69	-70.0%
公交客车	650	-39.9%	519	50.0%	224	11100.0%	1,393	-2.6%
卧铺与其它								
合计	1,509	-17.2%	1,106	-4.0%	4,872	68.0%	7,487	27.4%

资料来源：中客网，平安证券研究所

1-3 月三龙累计销售客车 1.7 万辆，同比增长 4.1%。

1-3 月三龙也同样是依靠轻型座位客车实现销量同比增长的，我们估计 1Q14 金龙汽车收入同比难有增长，业绩增长将是通过降本增效实现。

图表16 金龙汽车1-3月份分车型销量 单位：辆

	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
座位客车	2,448	-1.7%	1,654	-19.9%	10,001	28.1%	14,103	14.1%
校车	48	-47.3%	86	-71.9%	45	-70.4%	179	-67.4%
公交客车	1,433	-41.3%	1,024	1.2%	311	4342.9%	2,768	-20.0%
卧铺与其它								
合计	3,929	-21.8%	2,764	-18.3%	10,357	30.0%	17,050	4.1%

资料来源：中客网，平安证券研究所

2.3 中通客车：校车和公交客车拖累 3 月表现

3 月中通客车销售各类客车 814 辆，同比下滑 30.4%。

校车和公交客车的销量下滑是 3 月中通客车销量表现不好的原因。

图表17 中通客车3月份分车型销量 单位：辆

	大型客车		中型客车		轻型客车		合计	
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅	销量	同比增幅
座位客车	68	-29.9%	168	7.7%	223	127.6%	459	30.8%
校车	1		7	-61.1%	27	-92.8%	35	-91.1%
公交客车	282	-15.1%	38	-59.1%			320	-24.7%
卧铺与其它								
合计	351	-18.2%	213	-20.2%	250	-47.3%	814	-30.4%

资料来源：中客网，平安证券研究所

1-3 月中通客车累计销售客车 2408 辆，同比下滑 13.4%。

1-3 月中通客车在大、中型座位客车和大型公交客车表现不错，销量分别同比增长 14.4%、41.3%和 21.9%，主要因校车销量下滑较大，导致公司销量同比有所下滑。

我们估计 1Q14 中通客车业绩同比能够实现 10%左右的增长。

图表18 中通客车1-3月份分车型销量 单位：辆

	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
座位客车	239	14.4%	653	41.3%	431	6.7%	1,323	23.1%
校车	6	50.0%	75	-33.6%	102	-85.3%	183	-77.4%
公交客车	763	21.9%	139	-48.9%			902	0.4%
卧铺与其它								
合计	1,008	20.1%	867	2.4%	533	-51.4%	2,408	-13.4%

资料来源：中客网，平安证券研究所

三、二级市场表现

近一个月来客车股表现均弱于 HS300，我们估计或因前期传统客车销量表现不佳，而新能源客车也未能上量。

我们预计随着 3 月新能源客车的上量，4 月有望继续攀升，客车股将会表现较好。

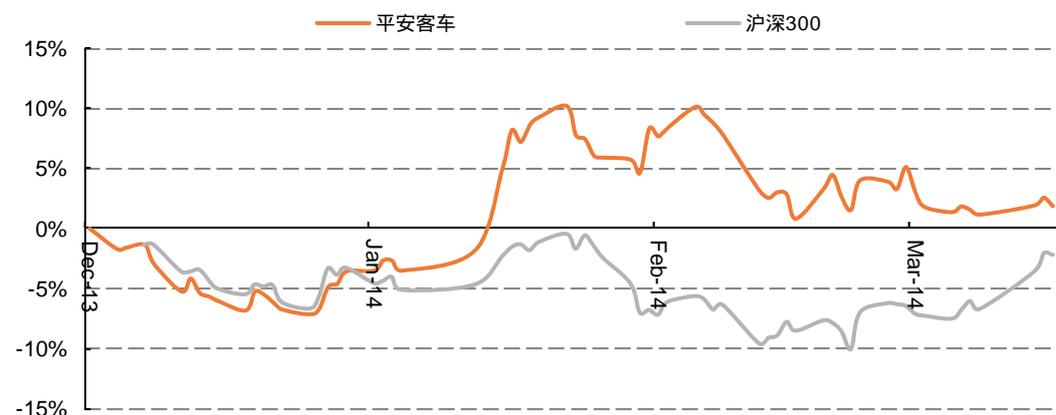
图表19 客车股涨跌幅

公司简称	2014 年初至今涨幅		最近一个月	
	绝对涨跌幅	相对 HS300 涨跌幅	绝对涨跌幅	相对 HS300 涨跌幅
宇通客车	-4.1%	-1.6%	0.2%	-5.9%
金龙汽车	1.5%	4.0%	1.5%	-4.6%
曙光股份	-4.9%	-2.4%	-2.2%	-8.3%
安凯客车	2.5%	5.1%	0.5%	-5.6%
中通客车	26.3%	28.8%	6.0%	-0.1%
亚星客车	13.1%	15.6%	-1.8%	-7.9%

资料来源：Wind

注：收盘价截止日为 2014 年 4 月 11 日。

图表20 客车组合行情



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：客车组合包括宇通客车、金龙汽车、曙光股份、安凯客车、中通客车和亚星客车；按照总股本加权计算；收盘价截止日为 2014 年 4 月 11 日。

四、投资建议

在传统座位客车增长期过去后，新能源客车将是客车企业新的销量和业绩增长点。新能源客车技术门槛高，单价高，产品毛利也高。宇通客车和中通客车凭借多年的技术积累和产品推广，在新能源客车上领先于其它竞争对手，尤其是在混合动力客车技术和产品上。

我们维持宇通客车盈利预测，预计 2014-2015 年 EPS 分别为 1.66 元和 1.93 元。考虑到新能源客车推广将加快，宇通客车在混合动力客车技术上领先，经营管理能力较强，我们维持“强烈推荐”投资评级，合理股价 23 元。

我们维持中通客车盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.43 元、1.21 元和 0.91 元，维持“推荐”评级。

五、风险提示

- 1) 材料成本、人工成本上升影响公司毛利率水平。客车企业大多数零部件从外部采购，且属于劳动密集型，外部零部件价格和工人工资水平的上升将会压缩企业利润空间。
- 2) 国家财政政策、客车行业政策及法规的调整。校车标准和法规的高低直接决定客车企业受益程度，高标准对技术储备充分的行业龙头有利；财政投入对公交客车需求总量影响至关重要。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257