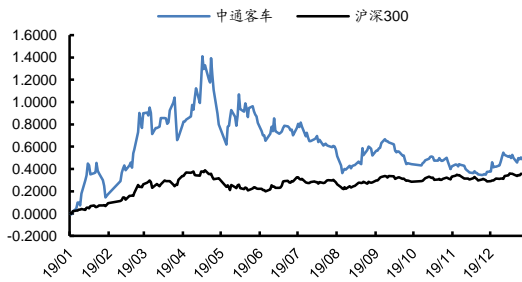


研究所

证券分析师： 潮浩 S0350519100002
021-60338122 chaoh@ghzq.com.cn
联系人： 王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

电动化重塑行业结构，更新期带来利润弹性 ——中通客车（000957）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中通客车	10.1	2.3	47.2
沪深300	5.1	4.4	33.6

市场数据

2019-12-27

当前价格（元）	6.55
52周价格区间（元）	4.32 - 11.44
总市值（百万）	3883.52
流通市值（百万）	3883.45
总股本（万股）	59290.39
流通股（万股）	59289.27
日均成交额（百万）	155.06
近一月换手（%）	40.97

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ **过往二十年销量攀上万辆，借新能源东风再起航** 传统客车市场整体较为成熟，市场的变化体现在产品结构高端化。公司在1999-2018年期间遭遇过四次销量下滑（2000年竞争加剧/2005年上一年基数较高/2009年全球金融危机需求不足/2018年补贴退坡影响），虽偶有下滑，但公司适应市场新需求培育主流产品，产品结构上移，销量达万余辆；新能源客车时代，高额补贴的驱动下，新能源客车起量（替换+新增），公司抓住机遇销量突破2万辆（2017年）。

■ **新能源客车占比高，2020年弹性十足**

1) 新能源属性最纯：2019年1-11月6米以上新能源客车市场，公司销量达到0.69万辆，以上市公司总销量公告口径计算，中通客车新能源客车占比达到52.2%，远高于行业龙头宇通客车（35.7%）。

2) 电动化提升ASP：传统客车时代，公司依靠产品结构中大型化提升ASP，后期基本稳定在20-25万元之间，2015年新能源客车开始放量，ASP不断上移，经历补贴退坡影响后，2018年又回到40万元以上。

3) 补贴退坡影响在减弱，大中客增长值得期待：公司大中型客车销量2018年降幅均小于轻客，在2019年更是迎来强反弹。目前补贴的边际退坡值在下降，若2020年后补贴退出，则2020年大概率出现最后的抢装；若2020年的补贴预期向好，则下一轮增长中大中型客车将更受益（6-8米客车的需求在前期替换潮中已被较大满足）。

■ **电动化重塑行业存量结构** 1) 公交市场，还有大约46%的存量客车尚未替换成新能源车型，合计30-31万辆，预计未来3-4年替换完毕（2019-2022）。2) 公路市场，还有大约88%的存量客车尚未替换成新能源车型，合计约70万辆。大规模的普及尚待时日，然而行业剩余的存量空间较大，是未来新能源客车市场的重要增长点。

■ **投资评级和盈利预测**：基于补贴末期公交市场新能源客车的替换潮判断，行业未来3年内中大型新能源公交客车将充分更新。公司新能源属性纯，中大客比重不断上移，我们认为其将充分受益行业红利，预计公司2019/2020/2021年盈利为0.8/2.1/2.9亿元，对应当前股价

PE 分别为 48/19/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 新能源客车市场竞争加剧；客车电动化进程不及预期。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	6079	7142	9780	10020
增长率(%)	-23%	17%	37%	2%
归母净利润（百万元）	37	81	205	293
增长率(%)	-81%	122%	152%	43%
摊薄每股收益（元）	0.06	0.14	0.35	0.49
ROE(%)	1.35%	3.30%	8.43%	11.82%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、历久弥新的客车生产商

1) 主营业务: 中通客车成立于 1958 年, 1971 年开始生产客车, 2000 年上市, 是国内最早的客车生产企业和客车上市企业之一。产品涵盖了 6 米至 18 米, 包括公路客运、公交、旅游、团体、高端商务、校车等各个细分市场, 共 15 大系列 260 余个品种。目前公司具有年产 3 万辆节能与新能源客车的生产能力, 行业内首个获得最新版要求的燃料电池、纯电动及插电式混合动力商用车生产资质。

图 1: 公司构建了包括新能源客车在内的丰富产品体系



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

2) 股权结构: 2019 年 10 月 15 日公司发布公告, 山东省国资委同意将山东省国资委、山东国惠投资有限公司、山东省社会保障基金理事会分别持有的山东省交通工业集团控股有限公司 70%、20%、10%的股权的国有出资及享有的权益一并无偿划转给山东重工集团有限公司。此次股权划转前, 山东省交通工业集团为中通客车实际控制人, 划转后, 公司实控人变更为山东重工集团。截至 2019 年三季报, 公司前十大股东合计持有股份 2.70 亿股, 占比 45.59%, 山东重工通过交工集团间接控制中通客车 21.07%股权, 是中通客车的间接控股股东。

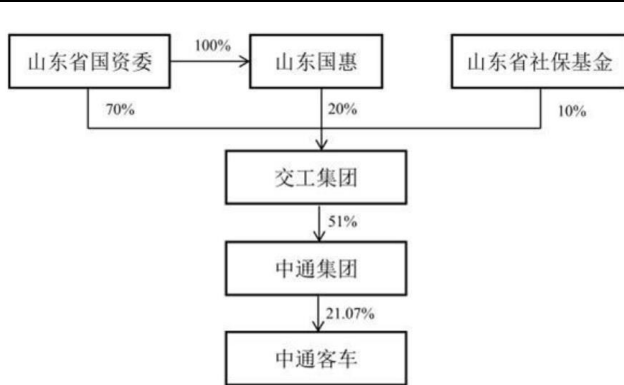
表 1: 公司前十大股东明细 (截至 2019 年三季报)

股东	持股数量	占总股本比例	股本性质
中通汽车工业集团有限责任公司	124,941,288	21.07%	A 股流通股
山东省国有资产投资控股有限公司	112,386,492	18.96%	A 股流通股

中国公路车辆机械有限公司	10,600,000	1.79%	A股流通股
林曙阳	4,108,600	0.69%	A股流通股
张蔚	3,820,000	0.64%	A股流通股
彭伟燕	3,779,000	0.64%	A股流通股
李智勇	2,992,900	0.50%	A股流通股
张寿贤	2,945,900	0.50%	A股流通股
陈波	2,448,843	0.41%	A股流通股
饶华明	2,302,100	0.39%	A股流通股
合计	270,325,123	45.59%	A股流通股

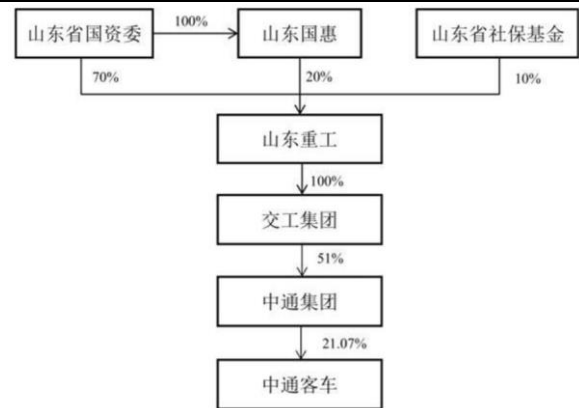
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：权益变动前股权结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3：权益变动后股权结构图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

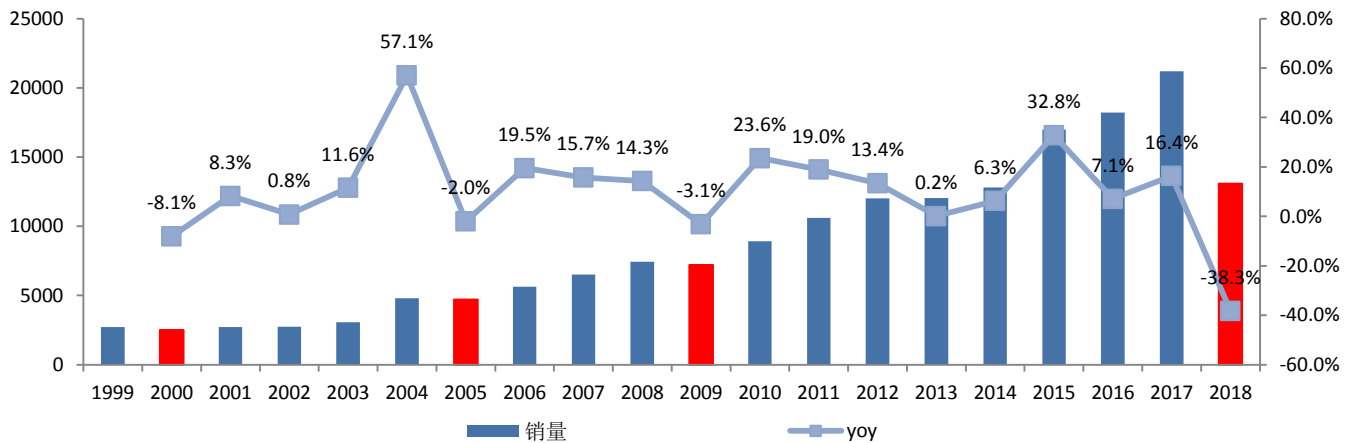
山东重工是以整车整机为龙头、以动力系统为核心的国际化工业装备集团，旗下拥有潍柴动力、陕西重汽、法士特变速箱、汉德车桥等一系列国内外著名商用车整车及零部件品牌。2018 年，集团营业收入达到 2800 亿元，利润总额超过 200 亿元，海外业务收入占比 40%，全球员工超 8 万人。交工集团旗下中通客车，作为整车整机产品，与山东重工旗下的动力总成等业务具有很强的优势互补性和资源协同性。

2、最具看点的新能源客车标的

1) 过往二十年销量攀上万辆，借新能源东风再起航

传统客车市场整体较为成熟，随着经济的发展，保有量的提升速度变慢，销量趋于稳态，市场的主要变化体现在产品结构高端化。公司在 1999-2018 年期间遭遇过四次销量下滑（2000 年竞争加剧/2005 年上一年基数较高/2009 年全球金融危机需求不足/2018 年补贴退坡影响），传统客车时代公司靠着不断提升大中型客车占比，适应市场新需求培育主流产品，从而使得销量达到万余辆；新能源客车时代，高额补贴的驱动下，新能源客车起量（替换+新增），公司抓住机遇销量突破 2 万辆（2017 年）。

图 4: 公司历年客车销量及增速 (辆/%)



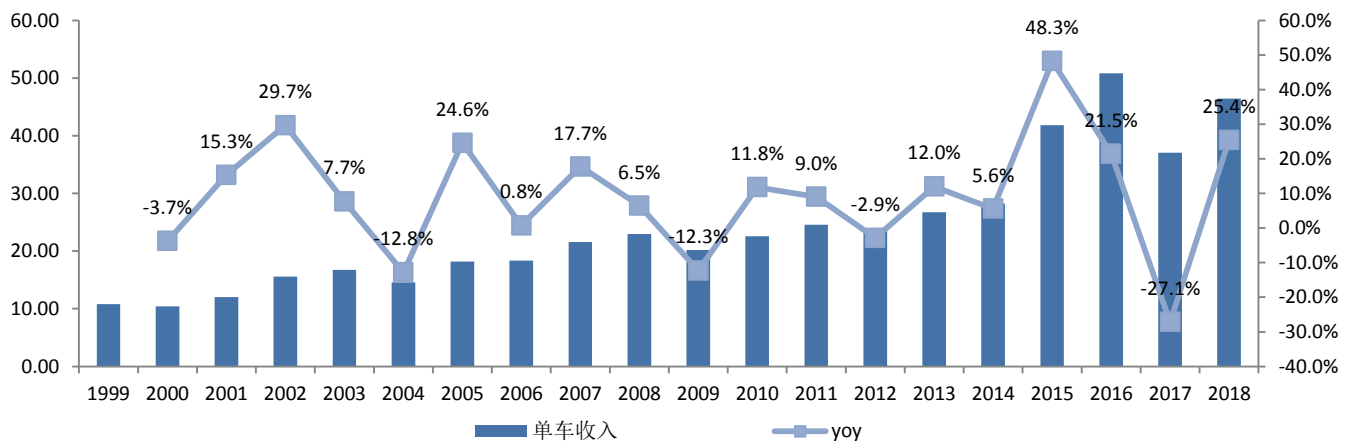
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所 (红色代表销量下降的年份)

2) 新能源客车占比高, 2020 年弹性十足

新能源属性最纯: 根据客车信息网数据, 2019 年 1-11 月 6 米以上新能源客车市场, 公司销量达到 0.69 万辆, 同比+24.2%, 市占率为 11.4% 排名行业第二。以上市公司总销量公告口径计算, 中通客车新能源客车占比达到 52.2%, 远高于行业龙头宇通客车 (35.7%)。

客车电动化提升 ASP: 传统客车时代, 公司依靠产品结构中大型化提升 ASP, 后期基本稳定在 20-25 万元之间, 2015 年新能源客车开始放量, ASP 不断上移, 经历补贴退坡影响后, 2018 年又回到 40 万元以上。

图 5: 新能源车型驱动公司 ASP 近年来迅速提升 (万元)

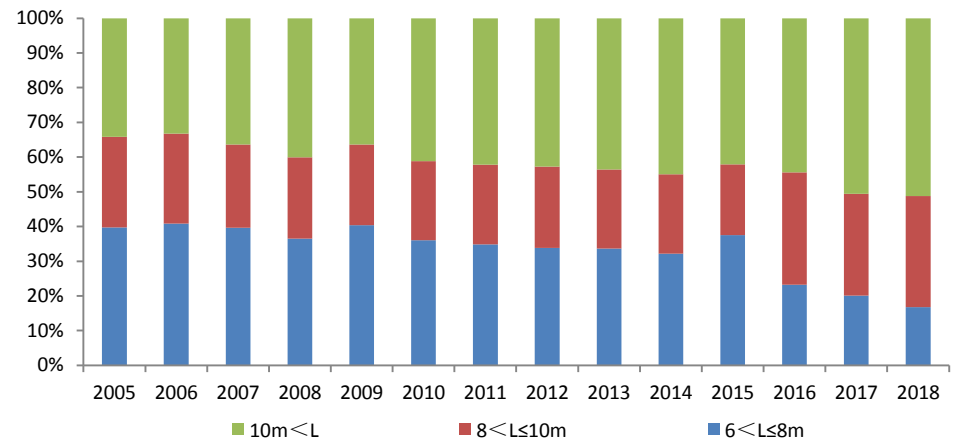


资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

补贴固然在退坡, 但其影响在减弱, 大中客增长值得期待: 新能源补贴尚未大幅退坡之前, 行业需求迅速提升的基本上是 6-8 米客车。公司 2015 年轻型客车销量 0.6 万辆, 2017 年增长至 1.0 万辆, 随后 2018 年滑落至 0.4 万辆, 其原因是高补贴下轻型客车性价比最高, 其购车成本优惠力度最大。与此同时, 公司大中型客车销量虽有下滑, 但 2018 年降幅均小于轻客, 而在 2019 年更是迎来强反弹。目前补贴的边际退坡值在下降, 若 2020 年后补贴退出, 则 2020 年大概出现最后的抢装; 若 2020 年的补贴预期向好 (为了应对欧洲、美国等地区政策),

则下一轮增长中大中型客车将更受益（6-8米客车的需求在前期替换潮中已被较大满足）。

图 6：客车行业结构逐步以中大型为主

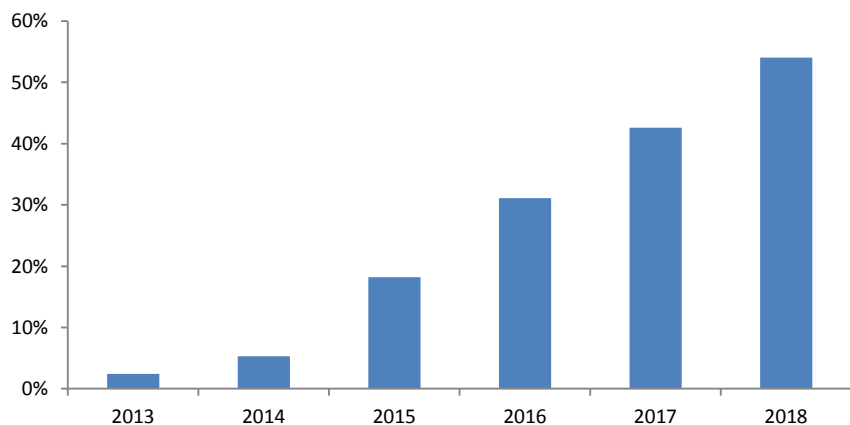


资料来源：中客网，国海证券研究所

3、电动化重塑行业存量结构

1) **公交市场**：还有大约 46% 的存量客车尚未替换成新能源车型，合计 30-31 万辆，预计未来 3-4 年替换完毕（2019-2022）。根据交通部数据，公共汽电车拥有量从 2013 年的 50.96 万辆增长至 2018 年的 67.34 万辆，我们加总近年来新能源公交客车的销量，依次相除得到公交市场中新能源客车的占比，2018 年已经达到了 54%，超过半数。按照目前公交市场新能源客车 8-9 万辆的销量推算，未来 3-4 年公交市场将完成电动化替换。

图 7：公交市场历年保有量中新能源客车占比

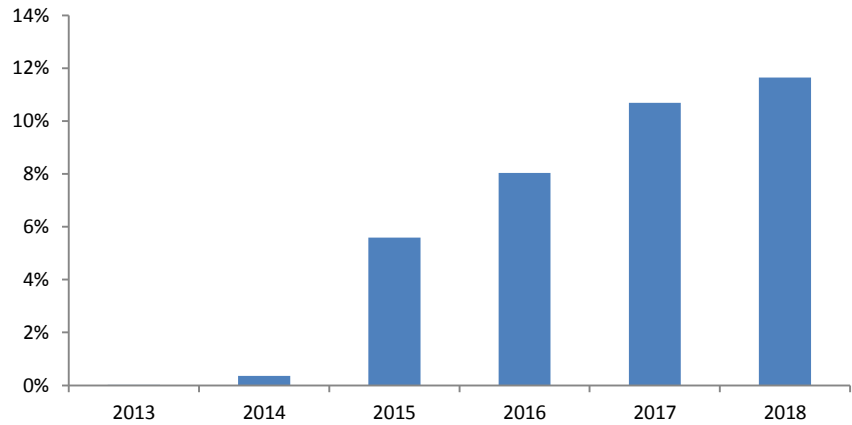


资料来源：交通部，交强险，国海证券研究所（计算值）

2) **公路市场**：还有大约 88% 的存量客车尚未替换成为新能源车型，合计约 70 万辆，由于公路市场客车兼顾短中长途，纯粹的纯电动技术路线并不能完全满足。考虑到氢燃料客车进程，以及纯电车充电配套体系的完善过程，公路客车行业的

电动化时间要更长。我们认为其替换程度与技术路线息息相关，大规模的普及尚待时日，然而行业剩余 70 万辆的存量空间较大，是未来新能源客车市场的重要增长点。

图 8：公路市场历年保有量中新能源客车占比



资料来源：交通部，交强险，国海证券研究所

4、盈利预测与评级

基于补贴末期公交市场新能源客车的替换潮判断，行业未来 3 年内中大型新能源公交客车将充分更新。公司新能源属性纯，中大客比重不断上移，我们认为其将充分受益行业红利，预计公司 2019/2020/2021 年盈利为 0.8/2.1/2.9 亿元，对应当前股价 PE 分别为 48/19/13 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 新能源客车市场竞争加剧;
- 2) 客车电动化进程不及预期。

附表：中通客车盈利预测表

证券代码:	000957.SZ				股价:	6.55	投资评级:	买入	日期:	2019-12-27
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标					
ROE	1%	3%	8%	12%	EPS		0.06	0.14	0.35	0.49
毛利率	16%	15%	17%	18%	BVPS		4.57	4.15	4.09	4.18
期间费率	11%	11%	14%	14%	估值					
销售净利率	1%	1%	2%	3%	P/E		106.19	47.90	18.98	13.27
成长能力					P/B		1.43	1.58	1.60	1.57
收入增长率	-23%	17%	37%	2%	P/S		0.64	0.54	0.40	0.39
利润增长率	-81%	122%	152%	43%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.50	0.60	0.71	0.71	营业收入	6079	7142	9780	10020	
应收账款周转率	0.85	1.04	1.17	1.19	营业成本	5086	6106	8117	8216	
存货周转率	9.91	14.70	14.70	14.70	营业税金及附加	29	34	46	47	
偿债能力					销售费用	359	421	577	591	
资产负债率	78%	79%	83%	82%	管理费用	142	427	584	599	
流动比	1.38	1.25	1.21	1.22	财务费用	157	160	200	200	
速动比	1.31	1.20	1.15	1.17	其他费用/(-收入)	(99)	107	0	0	
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	44	101	255	366	
现金及现金等价物	1902	1699	1915	2089	营业外净收支	2	2	4	4	
应收款项	7193	6886	8357	8425	利润总额	46	103	259	370	
存货净额	513	418	555	562	所得税费用	10	21	54	78	
其他流动资产	934	954	1307	1339	净利润	37	81	205	293	
流动资产合计	10542	9957	12135	12416	少数股东损益	0	0	0	0	
固定资产	1139	1025	923	831	归属于母公司净利润	37	81	205	293	
在建工程	8	8	8	8	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	361	325	292	263	经营活动现金流	(747)	674	455	416	
长期股权投资	12	12	12	12	净利润	37	81	205	293	
资产总计	12247	11827	13870	14029	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	1432	1700	1700	1700	折旧摊销	75	150	135	122	
应付款项	5068	4840	6435	6514	公允价值变动	(19)	19	0	0	
预收帐款	174	205	280	287	营运资金变动	(839)	424	116	1	
其他流动负债	977	1216	1623	1646	投资活动现金流	(4)	(201)	103	92	
流动负债合计	7652	7961	10039	10147	资本支出	8	114	103	92	
长期借款及应付债券	1178	700	700	700	长期投资	(10)	0	0	0	
其他长期负债	706	706	706	706	其他	(2)	(314)	0	0	
长期负债合计	1884	1406	1406	1406	筹资活动现金流	815	(543)	(239)	(242)	
负债合计	9536	9367	11445	11553	债务融资	790	(210)	0	0	
股本	593	593	593	593	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2711	2460	2425	2476	其它	26	(332)	(239)	(242)	
负债和股东权益总计	12247	11827	13870	14029	现金净增加额	65	(70)	319	266	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

潮浩，上海交通大学工学学士，经济学硕士，八年证券从业经历，目前负责汽车行业上市公司研究。
王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

潮浩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。