



运输设备业/可选消费品

安凯客车 (000868)

出口保障近期业绩，新能源或在远期爆发

康凯 (参见文后说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

S0880511010009

本报告导读:

于 2011 年 7 月 19 日调研了安凯客车，公司 11、12 年出口订单可能有快速增长，带动业绩增长，长期看公司在新能源客车方面具有技术与经验优势。

投资要点:

- 安凯的历史发展过程的特点在于：1) 技术上引进德国凯斯鲍尔豪华客车技术，成功批量生产出赛特拉豪华客车，成为国内豪华客车的主要生产商。2) 发明全承载车身，获得专利。3) 新能源汽车中纯电动汽车的先锋企业，04 年开始研发，公司生产的纯电动公交占总保有量的 80%。**财务特点：**净利润波动大于宇通与金龙，毛利率净利率则低于它们，缘于宇通与金龙的规模在 4 万辆以上，具规模经济。
- **投资看点：1) 出口高增长。**目前客车生产已经开始国际转移至亚太地区，10 年中国公司成功开拓沙特市场，11 年获得 3000 台 9.9 亿校车订单，有望成为开拓中东市场的契机，持续取得高增长。**2) 纯电动客车先导企业。**政策补贴下，新能源汽车的价格与使用成本与普通大客接近。“十城千辆”工程已有 25 个城市，汇总其中 22 个城市到 2012 年运营新能源汽车计划达到 6 万辆。安凯在新能源汽车方面具有技术优势：电机控制已经取得研发突破，并在申请专利；公司研发成功具自主知识产权的整车控制系统；全承载车身有助降低自重、减少能耗、增加电池；目前公司已有 400 多辆新能源客车分别 16 个城市批量运营，合肥的经验数据有 200 公里以上续航历程。技术与经验优势有助公司进一步取得新能源车市场。**3) 国内竞争差异化：**公司的在高端豪华客车市占率 32%，目标提高至 40% 以上，优势突出。
- **盈利预测：**不考虑公司 12 年可能产生的土地补偿收入，预测 11~13 年增发摊薄后 EPS 为 0.28、0.36、0.4 元，11 年 PE39x。由于公司新能源车概念与出口带动高增长，给予谨慎增持评级，目标价 13 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,190	3,153	3,661	4,664	5,153
(+/-)%	2%	44%	16%	27%	10%
经营利润 (BIT)	26	60	81	103	120
(+/-)%	-12%	128%	34%	28%	16%
净利润	24	73	100	128	142
(+/-)%	1%	202%	36%	29%	11%
每股净收益 (元)	0.08	0.24	0.28	0.36	0.40
每股股利 (元)	0.00	0.03	0.03	0.04	0.05

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	1.2%	1.9%	2.2%	2.2%	2.3%
净资产收益率(%)	3.7%	10.0%	7.9%	9.3%	9.5%
投入资本回报率(%)	2.8%	5.5%	5.8%	6.8%	7.2%
EV/EBITDA	45.6	28.8	23.2	18.3	15.4
市盈率	139.8	46.3	39.1	30.4	27.5
股息率(%)	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次

目标价格: 13.00

上次预测: 首次

当前价格: 11.60

2011.08.07

交易数据

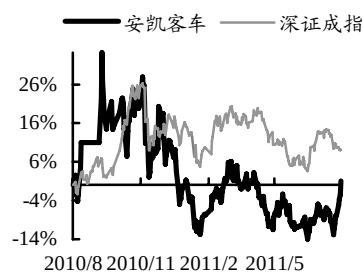
52 周内股价区间 (元)	9.80-15.44
总市值 (百万元)	3,561
总股本/流通 A 股 (百万股)	307/267
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	87%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	37

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	746
每股净资产	2.43
市 率	4.8
净负债率	42%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.04	0.04
Q2	0.05	0.09
Q3	0.03	0.07
Q4	0.12	0.09
全年	0.24	0.28

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	6%	14%	4%
相对指数	10%	15%	-7%

相关报告

《年扭亏预告难掩发展减速之虞》

2007.10.22

《同业竞争已解决关联交易仍关键》

2007.08.07

模型更新时间: 2011.08.05

股票研究

可选消费品

运输设备业

安凯客车 (000868)

评级: 谨慎增持

上 评级: 首次

目标价格: 13.00

上次预测: 首次

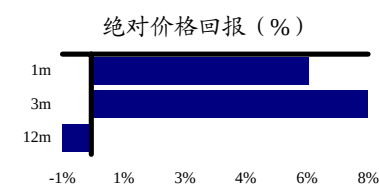
当前价格: 11.60

公司网址

www.ankai.com

公司简介

公司是国家定点生产高、中档,大、中型豪华客车及客车底盘的大型企业,并在客车行业率先通过国家“3C”产品强制认证。公司主要产品有“安凯·SETRA”、“安凯”牌系列公路客车、旅游客车、公交客车和系列客车专用底盘,产品囊括8米—12米。公司自2003年开始研发新能源客车,是国内首家采用全承载技术生产新能源客车和首家上电动客车公告的企业。公司生产的新能源客车分别在北京、上海、大连等城市示范运营和批量使用;精心设计的豪华纯电动客车,分别为北京、上海、大连等城市示范运营和批量使用。



52 周价格范围

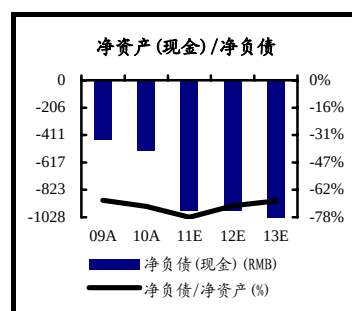
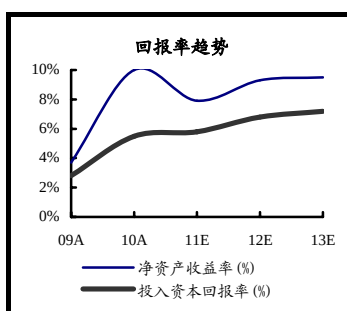
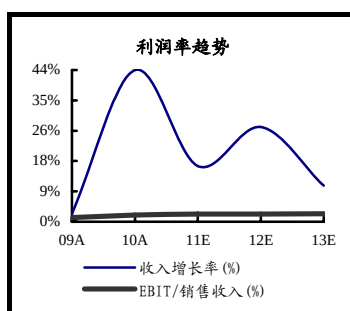
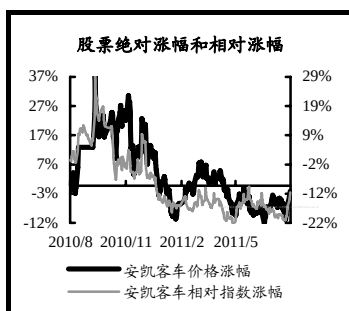
9.80-15.44

市值 (百万)

3,435

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,190	3,153	3,661	4,664	5,153
营业成本	1,918	2,768	3,197	4,072	4,494
税金及附加	7	8	10	13	14
销售费用	140	190	220	280	309
管理费用	99	126	154	196	216
EBIT	26	60	81	103	120
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资收益	12	22	25	29	33
财务费用	9	10	1	-8	-8
营业利润	17	66	100	131	145
所得税	0	4	5	7	7
少数股东损益	2	3	5	6	7
净利润	24	73	100	128	142
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	668	786	980	977	1,028
其他流动资产	2	2	3	3	3
长期投资	95	109	38	8	38
固定资产合计	402	458	609	748	836
无形及其他资产	61	127	148	175	200
资产合计	2,191	2,537	3,006	3,571	3,928
流动负债	1,396	1,635	1,567	2,006	2,225
非流动负债	86	114	119	125	131
股东权益	659	733	1,259	1,373	1,499
投入资本(IC)	928	1,048	1,320	1,400	1,572
现金流量表					
NOPLAT	26	57	77	98	114
折旧与摊销	38	40	45	57	67
流动资金增量	128	106	14	30	13
资本支出	-12	-91	-207	-213	-170
自由现金流	180	111	-71	-28	24
经营现金流	265	132	141	190	198
投资现金流	-43	-45	-110	-184	-137
融资现金流	39	31	163	-9	-10
现金流净增加额	183	119	194	-3	51
财务指标					
成长性					
收入增长率	2.3%	43.9%	16.1%	27.4%	10.5%
EBIT 增长率	-11.7%	127.6%	34.2%	27.9%	16.0%
净利润增长率	1.2%	201.7%	36.0%	28.6%	10.6%
利润率					
毛利率	12.4%	12.2%	12.7%	12.7%	12.8%
EBIT 率	1.2%	1.9%	2.2%	2.2%	2.3%
净利润率	1.1%	2.3%	2.7%	2.7%	2.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	3.7%	10.0%	7.9%	9.3%	9.5%
总资产收益率(ROA)	1.1%	2.9%	3.3%	3.6%	3.6%
投入资本回报率(ROIC)	2.8%	5.5%	5.8%	6.8%	7.2%
运营能力					
存货周转天数	71	47	43	41	45
应收账款周转天数	57	47	48	48	53
总资产周转天数	344	274	276	257	266
净利润现金含量	10.90	1.81	1.41	1.48	1.39
资本支出/收入	1%	3%	6%	5%	3%
偿债能力					
资产负债率	67.6%	68.9%	56.1%	59.7%	60.0%
净负债率	-68.1%	-71.7%	-77.8%	-71.2%	-68.6%
估值比率					
PE	139.8	46.3	39.1	30.4	27.5
PB	5.2	4.6	3.1	2.8	2.6
EV/EBITDA	45.6	28.8	23.2	18.3	15.4
P/S	1.6	1.1	1.1	0.8	0.8
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%



目录

1. 公司的基本情况	5
1.1. 公司的股权结构与历史演变：主攻大中客，新能源先锋	5
1.2. 公司的财务表现：波动大于宇通、金龙	6
2. 公司的主要投资看点	8
2.1. 出口高增长	8
2.1.1. 客车生产国际转移：中国正在成为客车的主要产地	8
2.1.2. 出口的竞争力：国际认证+凯斯鲍尔技术与品牌号召力	9
2.1.3. 出口取得突破：沙特 3000 辆校车订单	10
2.2. 纯电动客车的先锋	10
2.2.1. 纯电动汽车普及瓶颈	10
2.2.2. 政策补贴下新能源汽车总成本与普通大客接近	11
2.2.3. 纯电动汽车的电池：磷酸铁锂安全性与容量有所提高	12
2.2.4. 电动汽车由于充电与续航里程限制适用于公交车	13
2.2.5. 新能源汽车政策推动下，潜在市场较大	13
2.2.6. “十城千辆”将带动新能源客车的发展	14
2.2.7. 公司在纯电动客车方面的竞争力：技术领先、经验丰富	16
2.2.7.1. 安凯纯电动客车的技术水平：处国内领先	16
2.2.7.2. 安凯纯电动客车的经验：400 多辆运营经验	17
2.2.7.3. 安凯纯电动客车运营新模式：电池租赁	18
2.3. 国内发展战略：差异化竞争	18
3. 公司盈利预测与估值：11~12 年 EPS0.28、0.36 元	19
3.1. 公司在客车行业基本情况：大客市占率回升，中客下滑	19
3.2. 盈利预测关键假设	20
3.3. 估值：新能源汽车估值，长期 30 倍以上	22

图表目录

表 1：安凯的发展历程	5
表 2：安凯客车在国际上的竞争力情况	9
表 3：不同新能源汽车的技术特征	10
表 4：电动汽车与燃油汽车购置与使用成本对比	11
表 5：各电池性能比较	12
表 6：新能源汽车相关政策	13
表 7：十米以上城市公交客车示范推广补助标准（单位：万元/辆）	15
表 8：“十城千辆”实行情况与计划目标	15
表 9：安凯获批节能与新能源车的型号	17
表 10：不同公司获批节能与新能源车型数量	17
表 11：安凯客车关键收入预测表	20
表 12：安凯客车收入、毛利情况与占比	21
表 13：合肥部分地块的拍卖成交价格	21
表 14：安凯、宇通、金龙、福田、中通的盈利预测与估值对比	23
图 1：安凯客车股权结构	5
图 2：2000-2010 年安凯的收入与增长率	6

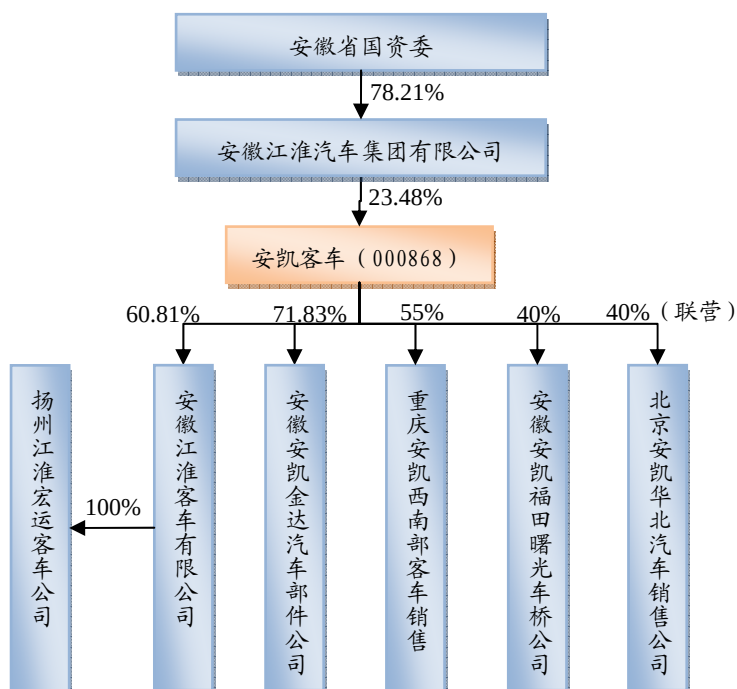
图 3: 2000-2010 年安凯的净利润与增长率	6
图 4: 安凯、宇通、金龙收入增长率 (%) 比较	7
图 5: 安凯、宇通、金龙净利润增长率 (%) 比较	7
图 6: 安凯、宇通、金龙毛利率比较	7
图 7: 安凯、宇通、金龙净利率比较	7
图 8: 安凯、宇通、金龙存货周转率比较	8
图 9: 安凯、宇通、金龙资产负债率比较	8
图 10: 2010 年全球客车生产地域分布	8
图 11: 2010 年世界客车产量前十名国家	8
图 12: 安凯已出口到多个发达国家	9
图 13: 安凯客车生产沙特校车现场	10
图 14: 安凯电动车的驱动与制动工作模式	16
图 15: 安凯专供世博会使用的新能源车	17
图 16: 全承载车身	17
图 17: 城镇人均可支配收入与增速	19
图 18: 农村人均现金收入与增速	19
图 19: 旅游收入与增速 (亿元)	19
图 20: 国内旅游人数与增速 (万人次)	19
图 21: 安凯客车在大客的市场占有率	20
图 22: 安凯客车在中客的市场占有率	20
图 23: 安凯客车的市盈率与上下限	22
图 24: 安凯客车的平均市盈率	22

1. 公司的基本情况

1.1. 公司的股权结构与历史演变：主攻大中客，新能源先锋

安凯客车是安徽省国资委间接控股的高档客车公司，其直接控股股东为安徽江淮客车集团公司。2008 年安凯客车对江淮集团定向增发注入了江淮客车。安凯客车总部生产大型客车与中型客车，江淮客生产中型客车。

图 1：安凯客车股权结构



数据来源：安凯汽车、国泰君安证券研究

安凯的历史发展过程的特点在于：

- 技术上引进德国凯斯鲍尔豪华客车技术，成功批量生产出赛特拉豪华客车，成为国内豪华客车的主要生产商。
- 发明全承载车身，获得专利。
- 新能源汽车中纯电动汽车的先锋企业，国内最早开展纯电动客车的研发，最早上公告目录，10 年完成 250 台订单，目前全国共有 400 多辆新能源客车在运营，占保有量的 80%。

表 1：安凯的发展历程

年份	发展事件
1996	14 辆安徽·凯斯鲍尔豪华大客车先后投入合宁、沪宁高速运行，合、宁、沪高速掀起“安凯热”。
1997	安徽安凯汽车股份有限公司成立。7 月 25 日，安凯客车股票在深交所上市，这是我国客车工业的第一家上市公司。
1998	安凯第 500 辆豪华客车下线。
1999	安凯豪华大客车先后被用为党的十五大、九届全国人大、政协会议、昆明世博会、上海财富全球论坛会议专用交通服务车。
2001	中德第二轮技术合作项目在合肥签约，合作生产 S315 豪华大客车，合作期为十年。
	安凯新厂区全面开工建设。2002 年 11 月，安凯新厂区建成投产，形成单班年产豪华大客车 1000 辆的能力，使安

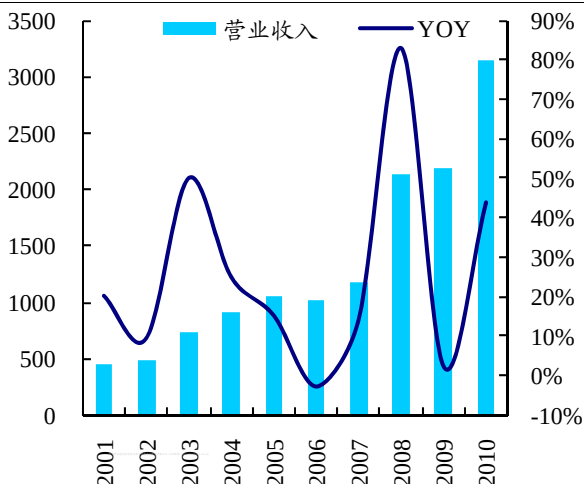
	凯成为我国当时最大的豪华客车生产基地。
2002	安凯赛特拉 HFF6120K35 (S315) 等系列豪华客车新产品全面投产, 标志着安凯客车制造技术和产品结构又上了一个新台阶。
2004	安凯“全承载”式城市公交客车初露峥嵘, 全年累计销售 1200 多台, 实现销售收入近 4 亿元。
2005	安凯与德国 EvoBus 公司签订 S315HD 型大客车专有技术许可证贸易合同补充协议。表明安凯品牌在日趋激烈的竞争环境中将持续占有技术制高点。
	国内客车首次安全侧翻试验在湖北襄樊实车碰撞试验基地落下帷幕, 安凯客车侧翻试验取得成功, 表明安凯全承载客车的设计制造技术和安全质量已达到世界领先水平。
2007	董事会决议向控股股东江汽集团定向增发约 1000 万股, 以购买其持有的安徽江淮客车有限公司 41% 的股权, 从而整合江汽集团的客车业务。
2008	出口阿布扎比 115 台安凯公交客车交车仪式举行, 首次大规模出口。 安凯客车全承载车身获得发明专利认证。
2009	15 辆安凯纯电动豪华客车服务大连达沃斯论坛。
2010	安凯 30 台纯电动客车正式投入合肥 18 路运行, 这也成为世界上第一条纯电动公交线路而备受关注, 并完成 250 台新能源公交订单。 安凯迎来 2010 年万辆客车下线

据来源: 安凯客车公司网站、国泰君安证券研究

1.2. 公司的财务表现: 波动大于宇通、金龙

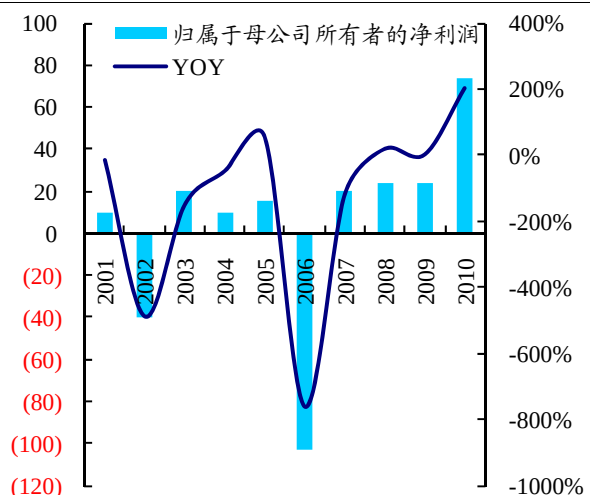
安凯在 2008 年注入了江淮的大中客资产, 收入增长显著。09 年安凯的收入增长率 2.3%, 远低于商用车行业 25% 的增长率, 当年客车行业总体上增速平缓, 增长率为 7%, 其中宇通的增长率为 5.4%, 金龙则发生了 5% 的下滑。10 年安凯汽车的收入增长率为 44%, 净利润增长率 200%, 源于计入投资收益的车桥公司业绩大幅增长 20%, 政府补贴增长与存货跌价准备计提额减少。10 年宇通与金龙的净利润增长率分别为 53%、56%。从 00 年以来的收入增长率看, 安凯的波动小于宇通与金龙, 而安凯净利润增长率波动大于宇通与金龙。从公司的财务披露看, 公司的资产减值准备变动对公司的盈利影响较大。总体上, 11 年预计国内客车行业的增长率会有所放缓, 不再会重复 10 年 50% 以上增长率。

图 2: 2000-2010 年安凯的收入与增长率



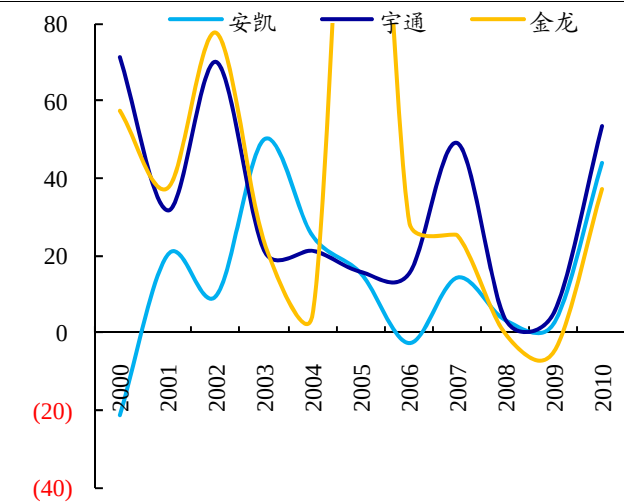
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 3: 2000-2010 年安凯的净利润与增长率



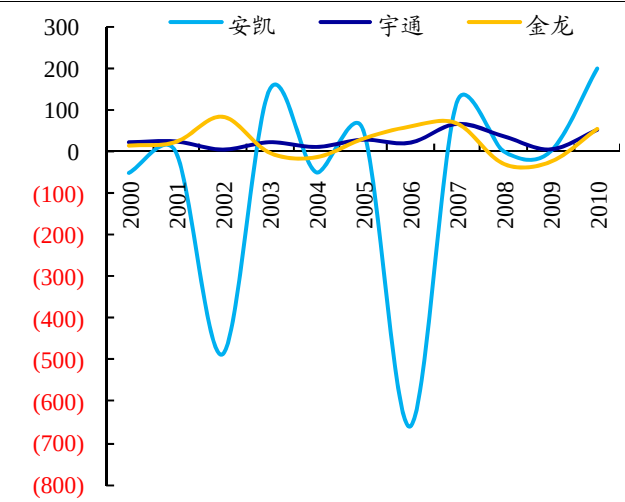
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 4: 安凯、宇通、金龙收入增长率 (%) 比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

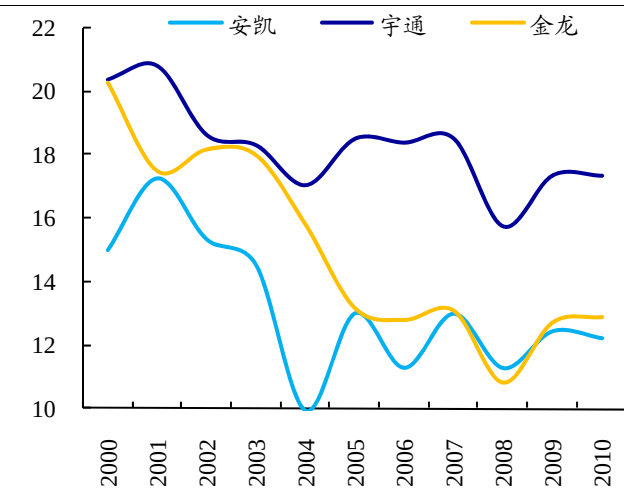
图 5: 安凯、宇通、金龙净利润增长率 (%) 比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

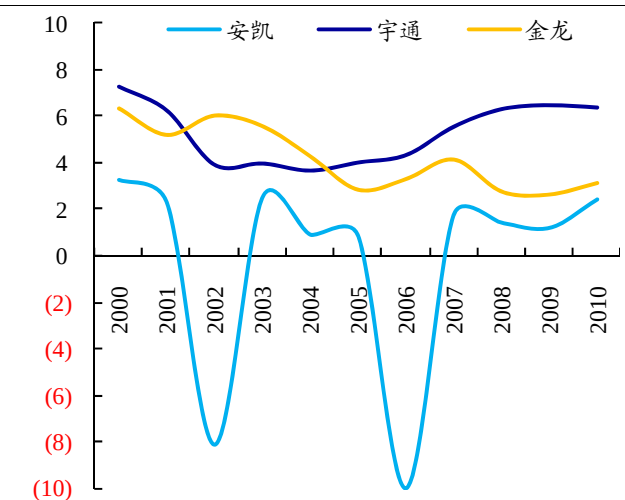
安凯的毛利率与净利率相比宇通与金龙来说, 略差一些, 主要原因在于宇通与金龙的生产规模远大于安凯客车, 安凯 2011 年的销量为 1 万辆, 宇通 10 年的销量为 4.1 万辆, 金龙的销量为 6.6 万辆。汽车行业是典型的具有规模经济的行业, 其采购规模的大小会极大地影响采购成本。

图 6: 安凯、宇通、金龙毛利率比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

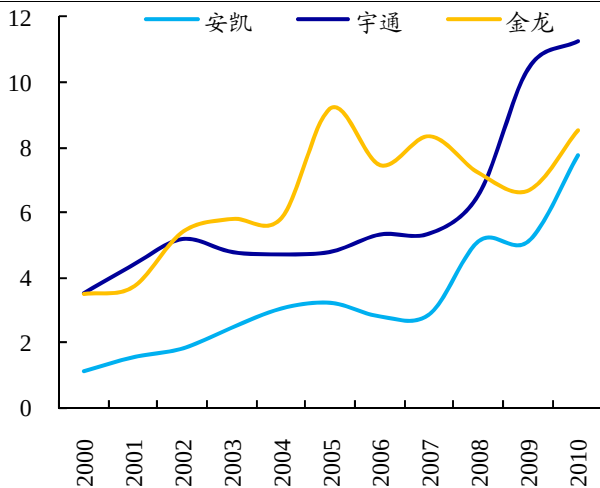
图 7: 安凯、宇通、金龙净利率比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

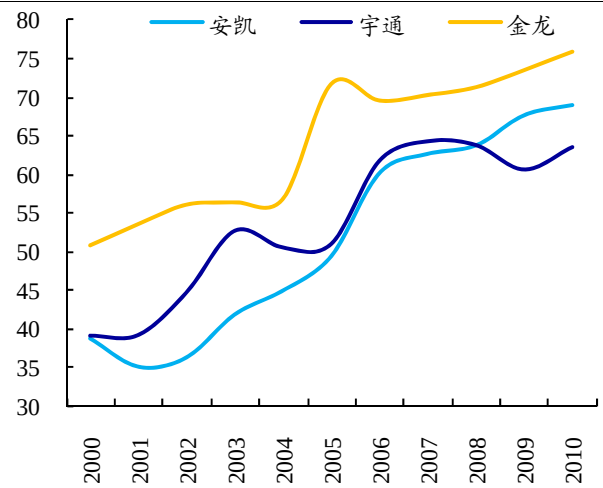
2000 年以来, 宇通与金龙的存货周转率要高于安凯, 因此安凯在经营的效率或者存货管理方面尚有提升的空间。资产负债率方面, 安凯与宇通的情况接近, 两者均好于金龙汽车。

图 8: 安凯、宇通、金龙存货周转率比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 9: 安凯、宇通、金龙资产负债率比较



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

2. 公司的主要投资看点

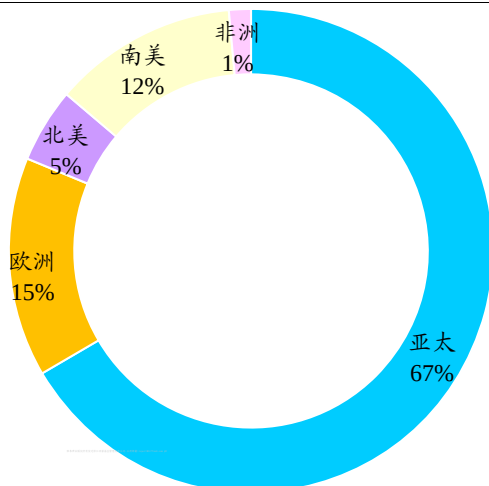
2.1. 出口高增长

2.1.1. 客车生产国际转移: 中国正在成为客车的主要产地

目前, 客车生产已经逐步向亚太地区转移。2010 年全球客车生产地域分布主要集中在亚太地区, 贡献率 67%; 欧洲及南美分布为 15% 和 12%。其中, 中国达到 41%, 远远领先其他国家。北美生产国是美国, 贡献率接近 5%。南美主要的生产国是巴西。非洲主要生产国是埃及和南非。拉美、非洲制造业薄弱, 对客车的需求较大, 是重要的国际市场和 CKD 输出目的国。

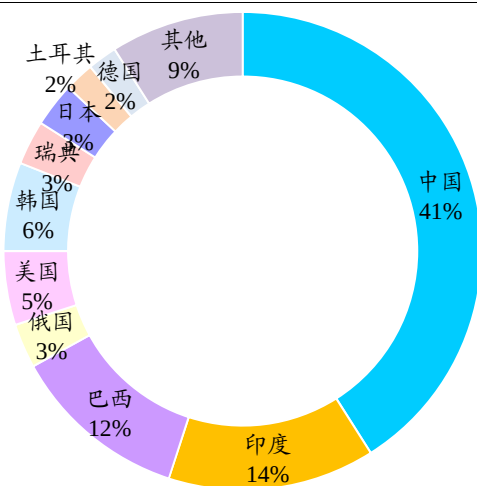
2010 年全球客车生产整体小幅下挫, 降幅不大。前 10 名生产国每次基本没有变化, 金砖三国中国、印度、巴西表现依然强劲, 贡献率分别为 41%、14%、12%。其中: 中国大中型客车 (MOTORVEHICLE6 米以上) 产量 161603 辆, 占世界大中型客车总量的 41%。

图 10: 2010 年全球客车生产地域分布



数据来源: OICA、国泰君安证券研究

图 11: 2010 年世界客车产量前十名国家



数据来源: OICA、国泰君安证券研究

从涨幅来看，前四名为巴西、印度、俄罗斯、中国和日本，涨幅分别为32.8%、30%、25%、17%。巴西借助本国客车市场的需求拉动，涨幅达到第一，总量达到4.6万辆。日本涨幅也较高，反映了较强的市场恢复能力。

2.1.2. 出口的竞争力：国际认证+凯斯鲍尔技术与品牌号召力

安凯客车目前的产品已出口到美国、澳大利亚、香港、迪拜、新西兰、俄罗斯、新加坡等发达国家和地区。安凯顺利出口得益于公司目前具有大量的国际认证：DOT(美国)、ECE(E.C.)、ADR(澳大利亚)、GCC(海湾合作组织)、SASO(S.A.)、NewZealandTypeApproval、H.K.TypeApproval、TS16949、ISO9001。

图 12：安凯已出口到在多个发达国家



数据来源：安凯客车、国泰君安证券研究

公司在国际的竞争力得益于公司与德国凯斯鲍尔的合作，凯斯鲍尔作为国际一流的客车生产商，安凯引进凯斯鲍尔的技术在国际上具有技术与品牌的认可与号召力。

表 2：安凯客车在国际上的竞争力情况

	品牌	价格	技术
安凯	具有凯斯鲍尔的国际以来品牌效应（目前并入戴姆勒）	比国际知名品牌便宜 30%左右	国内豪华客车的技术领先企业，生产赛特拉
国际知名客车企业	比如奔驰、曼、Volvo	劣势	基本等同
国内其他客车企业	相比缺乏国际知名度	基本与安凯相似	相对劣势

据来源：国泰君安证券研究

2.1.3. 出口取得突破：沙特 3000 辆校车订单

11 年，安凯客车在出口方面取得了大的突破。2011 年 5 月 18 日，公司公告取得沙特阿拉伯 3000 辆校车，合同总额高达 9.9 亿元，占 2010 年销售收入的 1/3。目前公司已经与沙特的经销商达成协议，以后将在沙特稳定地开展业务，保持这个市场每年对公司的客车需求。

除了沙特市场的成功开拓外，根据公开信息显示，安凯客车已经与俄罗斯签订的合同，订单共计客车 280 辆，总金额超过 2000 万美元。这是今年以来中国客车出口俄罗斯的最大订单。第一批 80 辆 12 米客车已经顺利发往俄罗斯，其余 200 辆于在今年 7 月已全部交付完毕。另外，美国方面自去年购买了安凯的 11 辆豪华双层敞篷客车后，目前正在进行后续订单的商洽。

2010 年，公司的出口数量在 770 辆左右。目前公司看准公司自身在海外的竞争力，将抓住海外这个市场。

图 13：安凯客车生产沙特校车现场



数据来源：安凯客车、国泰君安证券研究

2.2. 纯电动客车的先锋

2.2.1. 纯电动汽车普及瓶颈

新能源汽车是指除汽油、柴油发动机之外所有其它能源汽车。包括燃料电池汽车、混合动力汽车、氢能源动力汽车和太阳能汽车（目前不可行）等。其废气排放量比较低。从下表可知，从技术的成熟度、性能特点以及成本来说，电动汽车是 3 大新能源车中最为可行的。而安凯汽车主要生产的也是纯电动客车，所以我们下面的分析主要集中在纯电动汽车的情况。

表 3：不同新能源汽车的技术特征

	纯电动	混合动力	氢燃料电池
技术特征	由电动驱动、电池为动力源，驱动形式为单电机驱动和轮毂电机驱	在传统汽车基础上增加电驱动，实现呵呵动力，目前主要有并联、串	由电机驱动，氢燃料为动力源，目前技术属于起步阶段

	动, 单电机驱动是目前的主流, 轮毂电机刚刚起步, 不成熟	联和混联等多种性坏死	
性能特点	零排放、污染低、成本高、续航里程有待进一步提高	需确保整车性能情况下, 提高燃油经济性, 既要解决电气性能也要保证发动机排放, 成本低, 技术要求高	零排放、无污染, 可以解决续航里程问题, 但成本高, 技术不太成熟, 存在安全问题。
技术难点	电池及整车管理系统	整车控制及发动机管理系统	控制与氢储能
控制策略	简单	复杂	很复杂
技术来源	合资合作	国内合作和技术引进	产学研
总体难度	布置简单	相对困难	复杂困难
整车成本	电池大, 整车价格是传统车 2-3 倍	整车成本相对低, 是传统车 1 倍左右	燃料电池很高, 系统复杂。成本是传统 5 倍以上。

数据来源: 安凯客车、国泰君安证券研究

纯电动汽车从诞生至今, 销量一直都不大, **问题出在哪里?** 普遍关注的问题总结为:

- 1) 售价远高于同等燃油汽车。
- 2) 电池使用寿命不稳定, 并担心安全性不够高。
- 3) 普遍担忧每次充电可以行驶的里程数过短。
- 4) 充电站和充电桩的数量不能满足要求, 充电远不如加油方便。

当纯电动汽车的这些症结解决, 那么其发展必然可以打开。

2.2.2. 政策补贴下新能源汽车总成本与普通大客接近

我们将电动客车与燃油客车的购置与使用成本做了简单对比, 可以发现, 电动客车的 30 万公里购置与使用成本比同等类型的电动客车的成本高 60 万元, 因此从经济上, 私人不会倾向于选择电动汽车, 在这个背景下, 中央推出了购置纯电动客车补贴 50 万元的补贴, 另外各个城市相继推出补贴政策, 在深圳购置一辆纯电动车可以获得 12 万元补贴, 在上海购置一辆纯电动车可以获得 10 万元补贴。总体补贴额在 50-60 万之间。

但是电动客车的使用成本要远低于燃油客车。假设大客车每百公里油耗 17 升, 电动客车每公里耗电 0.98 度, 那么大客车行驶 30 万公里的话, **电动车比燃油车节约约 10 万元**。考虑补贴和使用费用的节省, 电动汽车在政策推动下成本上面还是可以接受的。

表 4: 电动汽车与燃油汽车购置与使用成本对比

	单位	电动汽车	燃油汽车 (1.6-1.8L)
每次充电/加油使用里程数	公里	200-250	300-400
使用寿命	万公里	30	50
大巴	万元/辆	110	55
购置价格	比亚迪 E6	25	10
	比亚迪 F3	15	8
大巴能源耗费	元/百公里	80	133

	万元/30 万公里耗费	30	40
30 万公里总投资额	万元	140	95
补贴政策			
国家补贴	纯电动	万元 (最高额)	6
	混合动力	万元	0.3~5
	燃料电池	万元	25
公交客车	混合动力	万元 (最高额)	42
	纯电动	万元 (最高额)	50
深圳追加补贴	纯电动	万元	6
	混合动力	万元	3
上海追加补贴	纯电动	万元	4

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.3. 纯电动汽车的电池：磷酸铁锂安全性与容量有所提高

目前新能源汽车的电池主要使用钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂。钴酸锂的能量密度最高，但是其安全性最低，锰酸锂是一种介乎于磷酸铁锂与钴酸锂的中间产品，其循环性能和电化学稳定性较差。磷酸铁锂电池的循环寿命在 2000 次以上，相对安全性能最高。目前，安凯电动汽车使用的电池是磷酸铁锂电池，在其 2 年左右的纯电动客车的运营过程中没有发生严重的技术问题与安全问题。

表 5：各电池性能比较

	铅酸	镍氢	钴酸锂	锰酸锂	磷酸铁锂
能量密度 (Wh/L)	30-50	60-120	150-190	100-135	90-120
循环寿命 (次)	200-300	300-500	300-500	300-600	>1000
快速充电时间	8-16 小时	2-4 小时	1.5-3 小时	<1 小时	<1 小时
耐过冲性	高	低	低	低	低
自放电率/月 (室温)	5%	30%	<10%	<10%	<10%
电池常态电压	2V	1.25V	3.7V	3.8V	3.3V
最佳载入电流 (峰值)	0.2C(5C)	0.5C(5C)	<1C(<3C)	10C(>30C)	10C(>30C)
工作温度(° C)	-20-60	-20-60	-20-60	-20-60	-20-60
维护周期	3-6 个月	60-90 天	na	na	na
商业应用时间	1970	1990	1991	1996	2006
作为动力电池的适用性	差	Adequate for HEV	差	EV,HEV,PHEV	EV,HEV,PHEV
成本\$/kWh		~600	>1000	>1000	>1000
安全性	热稳定	热稳定	150° C 以下稳定	250° C 以下稳定	250° C 以下稳定
优点	可循环技术成熟	安全性好，能量密度高	比能量高	比能量高	比能量高

数据来源：国泰君安证券研究

目前锂电池的价格占到一辆新能源客车的 40-50% 左右，是目前客车普及在经济上的最大障碍，但是随着技术的进步，锂电池的逐步普及，规模经济的作用等，锂电池的价格中长期看会逐步下降，有助于电动汽车的价格下降。

2.2.4. 电动汽车由于充电与续航里程限制适用于公交车

电动汽车的充电问题成为了一个阻止普通用户大规模使用的难题，如果需要电动车的普及使用，首先必然需要能源的易补给，但是没有市场之前，充电桩就没有大规模出现的可能性，因此我们认为新能源汽车在起步的初始阶段，必然需要考虑其市场的适用性。我们认为作为公交车与出租车出现是最为合理的，原因为：

- 1) 公交车具有固定路线，因此对电力补给可以更有规划。
- 2) 充电站的安装地点好掌控。
- 3) 白天营运晚上充电，可以在用电低谷充电，达到错峰用电。

所以，我们认为目前在充电桩不普及，充电要求时间比较长的情况下，**新能源汽车适用于公共交通系统。**

2.2.5. 新能源汽车政策推动下，潜在市场较大

汽车行业自 04 年以来出台了不少支持行业发展的政策，08 年经济危机后出台促进汽车消费的刺激政策，此后大量的政策都是围绕节能减排而对新能源汽车的补贴与扶持政策，显示新能源汽车一定会是汽车行业的发展方向。2009 年 3 月国务院办公厅颁布的《汽车产业调整和振兴规划》，“规划到 2011 年形成 50 万辆新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右”。2010 年乘用车的总销量为 1824 万辆，5% 则为 91 万辆，假设 50 万辆的销量，10~20 万元的售价（考虑电动轿与混合动力车的价格先对便宜），那么新能源汽车的市场达到 500~1000 亿元。

目前正在各部委会签中的《节能与新能源汽车产业发展规划（2011~2020 年）》中提到，2015 年，我国新能源汽车保有量达到 150 万辆；到 2020 年，则形成 500 万辆的新能源汽车产销量。为实现此目标，**2011~2020 年这十年间的政府财政投入将达到 1000 亿元。**

表 6: 新能源汽车相关政策

时间	发布单位	政策	内容
2009-3-20	国务院办公厅	《汽车产业调整和振兴规划》	通过实施积极的消费政策，开拓城乡市场，稳定和扩大汽车消费需求；以结构调整为主线，推进汽车企业兼并重组，加强关键技术研发，加快技术改造，提升企业素质；以新能源汽车为突破口，加强自主创新，培育自主品牌，形成新的竞争优势，促进汽车产业持续、健康、稳定发展。 明确了新能源汽车的发展方向，规划到 2011 年形成 50 万辆新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右，并规划形成 10 亿 AH（安时）单体动力电池产能。
2009-1-23	财政部、科技部	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	在北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作，鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车，对推广使用单位购买节能与新能源汽车给予补助。

2009-1-23	财政部、科技部	《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	满足一定条件的混合动力汽车和纯电动汽车（仅限于乘用车和轻型商用车），将根据节油率和最大电功率比，混合动力汽车补助4000-50000元/辆，纯电动汽车补助6万元/辆，燃料电池汽车补助25万元/辆。 财政补贴将根据节能与新能源汽车类型、节油率和最大电功率比确定，针对公共服务用乘用车和轻型商用车，混合动力汽车最高补贴5万元/辆，纯电动汽车可补贴6万元/辆。针对城市公交客车，混合动力汽车最高补贴42万元/辆，纯电动汽车可补贴50万元/辆。
2009-6-17	工信部	《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》	明确了新能源汽车分类、准入条件及管理，为新能源汽车的发展提供了政策支持。
2010-5-26	财政部、发改委和工信部	《“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6升及以下乘用车）推广实施细则》	对排量为1.6升及以下达到燃料消耗量限值的节能车给予3000元/辆的补贴。
2010-5-31	财政部、科技部、工信部及发改委	《关于扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广有关工作的通知》	进一步扩大公共服务领域节能与新能源汽车示范推广工作，在现有13个试点城市的基础上，增加天津、海口、郑州、厦门、苏州、唐山、广州等7个试点城市
2010-5-31	财政部、科技部、工信部及发改委	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	将选择5个城市开展私人购买新能源汽车补贴试点工作根据通知插电式混合动力乘用车将最高获得5万元/辆的补助，纯电动乘用车最高获得6万元/辆的补助。试点期内（2010-2012年），每家企业销售的插电式混合动力和纯电动乘用车分别达到5万辆的规模后，中央财政将适当降低补助标准。
2010-4	广东省	《广东省电动汽车发展行动计划》	到2015年，初步建立适应电动汽车发展要求的配套设施网络、产业支撑体系和政策环境，形成电动汽车地方性标准规范；实现电动汽车在城市公交系统的规模应用，电动轿车开始走入家庭；初步建立以骨干企业为核心的电动汽车产业链，形成20万辆以上电动汽车综合生产能力，部分核心技术达到国际先进水平。争取全省电动汽车销售量占新车销售总量的3%-5%，产量占汽车总产量的5%左右。
2009-12-30	深圳	《深圳新能源发展规划（2009-2015）》	到2015年，新能源整车制造能力达到20万辆，新能源汽车产业总产值超过800亿元。

数据来源：国泰君安证券研究整理

2.2.6. “十城千辆”将带动新能源客车的发展

“十城千辆”是指由科技部联合财政部、发改委、工信部等部委于2009年1月启动的“十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程”，主要内容是，通过提供财政补贴，计划用3年左右的时间，每年发展10个城市，每个城市推出1000辆新能源汽车开展示范运行，涉及这些大中城市的公交、出租、公务、市政、邮政等领域，力争使全国新能源汽车的运营规模到2012年占到汽车市场份额的10%。

我们认为根据目前现年能源汽车的推进进度，到2012年占汽车市场份额的10%基本是不太可能的，但是从这个计划看，三批（13+7+5）25个城市事实上都在朝普及新能源车方向走。

表 7: 十米以上城市公交客车示范推广补助标准 (单位: 万元/辆)

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

数据来源: 百度、国泰君安证券研究

汇总“十城千辆”中 22 个城市截至 2010 年的情况与 2011~2012 年的计划, 这 22 个城市的新能源汽车到 2012 年的营运数量要达到 6 万辆, 是 2010 年运营数量的 15 倍, 其中又以公交车、出租车的运营为主。

表 8: “十城千辆”实行情况与计划目标

城市	试点阶段	新能源汽车运营数量 (辆)		
		2010	2011	2012
北京	第一批		3000	5000
上海	第一批	1000		4400
重庆	第一批	50	1150	1550
长春	第一批	100		1000
大连	第一批	322		2400
杭州	第一批	300		3000
济南	第一批	370		1610
武汉	第一批	459	1000	2500
深圳	第一批	121		4000
合肥	第一批	280		22500
长沙	第一批	252		1000
昆明	第一批	100		750
南昌	第一批	70		1000
广州	第二批	140		2600
天津	第二批	330		
海口	第二批	65		380
郑州	第二批	11		500
厦门	第二批	4	1000	
苏州	第二批	19		1000
唐山	第二批			1660
呼和浩特	第三批	100		600
沈阳	第三批			1100
成都	第三批	30		250
南通	第三批			1100
襄樊	第三批			1070
总计		4123	6150	60970

数据来源: 国泰君安证券研究整理

2.2.7. 公司在纯电动客车方面的竞争力：技术领先、经验丰富

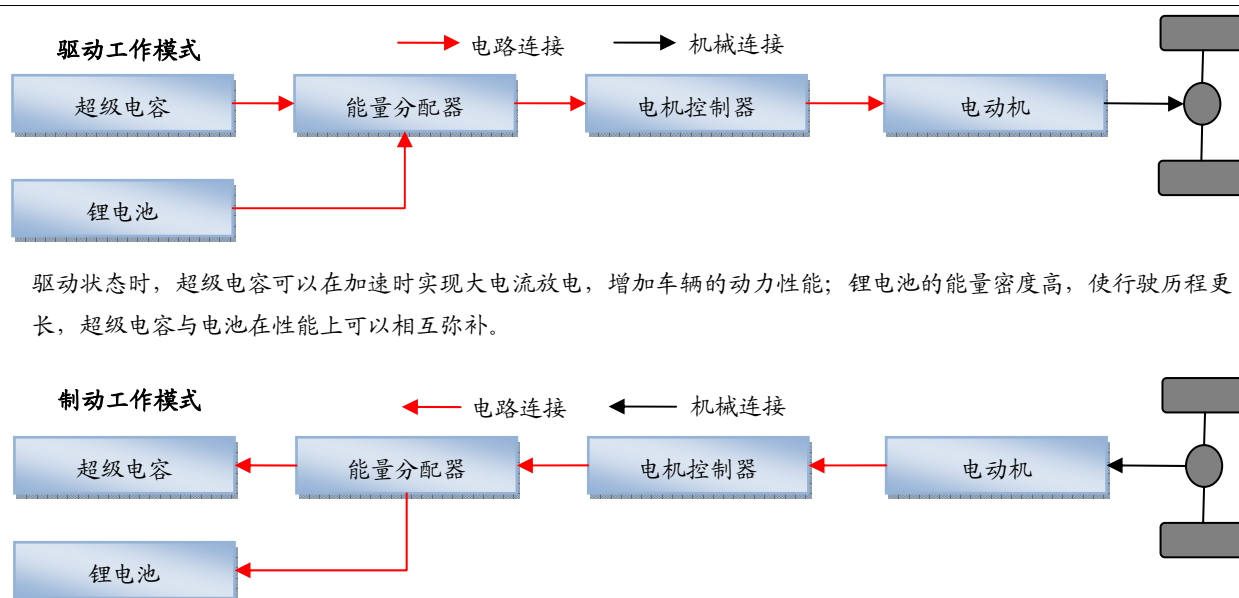
2.2.7.1. 安凯纯电动客车的技术水平：处国内领先

目前，安凯客车的产品已经升级至第三代，采用的是磷酸铁锂电池+超级电容技术路线，技术处于国内领先水平；混合动力客车方面，安凯已开发出多款串联式、并联式以及混联式新能源客车并投入实际运营，形成了对混合动力技术的全面覆盖。

安凯在电动客车的技术主要体现在 3 个方面：

1) **驱动电机与控制**：公司成功开发出了应用于新能源客车的三相异步电动机，并研发成功与电机配套的控制系統，公司正在申请发明专利。

图 14：安凯电动车的驱动与制动工作模式



驱动状态时，超级电容可以在加速时实现大电流放电，增加车辆的动力性能；锂电池的能量密度高，使行驶历程更长，超级电容与电池在性能上可以相互弥补。

制动状态时，超级电容可以在制动瞬间实现大电流回收制动能量，弥补电池不能大电流回收制动能量的缺点，增强了车辆的制动性能，并提高了能量利用效率和续航里程。

数据来源：安凯客车、国泰君安证券研究

2) **整车控制系统**：公司研发成功了具自主知识产权的整车控制系统，并在串联式混合动力客车及纯电动城市客车上进行了道路试验，运营情况满足整车设计要求。

3) **全承载车身技术**：全承载式车身的车架是由矩形钢管和型钢焊接的格栅式空间结构，与半承载和非承载车身相比，具有整车刚强度好、自重轻、车身承载程度高、构建受力均衡、重心低、便于整车布置特点。全承载车身运用于电动客车的生产可以实现车身与电系统的有效匹配和布置，有效降低车身重量，增加电池容量，提高续航里程。

图 15: 安凯专供世博会使用的新能源车



数据来源: 百度、国泰君安证券研究

图 16: 全承载车身



数据来源: 百度、国泰君安证券研究

2.2.7.2. 安凯纯电动客车的经验: 400 多辆运营经验

安凯客车在国内是首家批量生产纯电动客车并进行示范运营的企业, 公司 2010 年年报披露, 安凯纯电动客车的市场占有率已经超过 80%。公司已经有 400 多辆新能源客车分别在北京、上海、株洲、大连、合肥、昆明、南昌、南通、太原、南京等 16 个城市批量运营, 成功服务了全国“两会”、2009 年大连夏季达沃斯论坛、2010 上海世博会等活动, 是全国应用城市最多的新能源客车品牌。

2010 年 1 月, 30 辆安凯纯电动公交车投入合肥市 18 路上运营。公司针对这些车进行了跟踪检测:

- 1) 到目前为止, 总体运营情况良好, 出车率达到 97% 以上, 截至 2010 年底运营里程达到 70 万公里以上。
- 2) 单车的平均续航里程不少于 200 公里。
- 3) 不开启空调情况下平均每公里耗电 0.98 度。

2010 年 9 月, 合肥公交集团向安凯再次采购了 150 辆纯电动城市公交车。目前, 第二批车已经全部交付完毕, 并投入合肥市的 21 条线路运营。

我们统计了 1-24 批次的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》, 其中安凯汽车的获批车型为 18 个, 为获批节能与新能源车型最多的公司。

表 9: 安凯获批节能与新能源车的型号

序号	商标	产品名称	产品型号
1	安凯牌	电动城市客车	HFF6110G03EV
2	安凯牌	电动城市客车	HFF6112GK50
3	安凯牌	电动城市客车	HFF6120G03EV
4	安凯牌	纯电动客车	HFF6700BEV
5	安凯牌	电动客车	HFF6127K46EV
6	安凯牌	服务车	HFF5120XFW
7	安凯牌	电动城市客车	HFF6850GK60
8	安凯牌	混合动力城市客车	HFF6110G03PHEV
9	安凯牌	混合动力电动城市	HFF6120G03PHEV

表 10: 不同公司获批节能与新能源车型数量

序号	公司	数量
1	安徽安凯汽车股份有限公司	18
2	北京华林特装车有限公司	17
3	北汽福田汽车股份有限公司	13
4	湖南南车时代电动汽车股份有限公司	13
5	东风汽车公司	12
6	厦门金龙旅行车有限公司	11
7	上海申沃客车有限公司	11
8	郑州宇通客车股份有限公司	11
9	厦门金龙联合汽车工业有限公司	9

客车						
10	星凯龙牌	纯电动城市客车	HFX6120GEV	10	深圳市五洲龙汽车有限公司	9
11	安凯牌	混合动力城市客车	HFF6121G03SHEV	11	天津清源电动车辆有限责任公司	9
12	安凯牌	纯电动城市客车	HFF6121G03EV	12	湖南江南汽车制造有限公司	8
13	安凯牌	纯电动城市客车	HFF6111G03EV	13	奇瑞汽车股份有限公司	8
14	安凯牌	纯电动客车	HFF6127K46EV-1	14	重庆长安汽车股份有限公司	8
15	安凯牌	混合动力城市客车	HFF6121G03PHEV	15	中通客车控股股份有限公司	7
16	安凯牌	混合动力城市客车	HFF6100G03PHEV	16	重庆瑞驰汽车实业有限公司	7
17	安凯牌	纯电动城市客车	HFF6124G03EV	17	河南少林汽车股份有限公司	6
18	安凯牌	纯电动城市客车	HFF6122G03EV	18	重庆恒通客车有限公司	6

数据来源：工信部、国泰君安证券研究

2.2.7.3. 安凯纯电动客车运营新模式：电池租赁

安凯销售电动客车时主要有两种销售方式：

- 1) 连同电池销售电动客车。
- 2) 销售客车，电池采用租赁方式。

1) 连同电池销售电动客车。这种方式客车的售价比较高，公司对电池提供质保。典型的例子是公司销售给北京的电动公交，对电池提供了 8 年质保。如果每天充电一次，8 年则充电次数接近 3000 次，目前我所查到的资料看，组装后的电池使用次数最高可能仅为 2000 次，合理的次数为 1500-1800 次。目前公司对北京的这些公交派有专门的售后人员检测电池的使用状况，如果发现电池组中的某节电池出现问题，就进行更换，这样可以大大提高电池的使用寿命。另外，公司对电池价格的判断是持续下行的，目前锂电池的毛利率非常高，所以以后电池的成本会大幅下降。

2) 电池租赁。由于电动客车的电池价值占整车的价值达到一半之高，成为电动客车销售的主要障碍。目前电动客车投入使用的时间还很短，尚不能检验电池的有效寿命，因此采用电池租赁可以有效打消客户对电池寿命的顾虑。

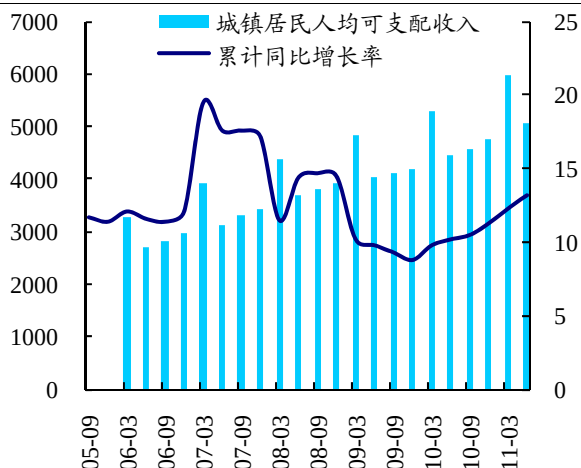
这种方式电池的租赁与安凯没有关系，方式是租赁公司向电池生产商购买，随后租赁给电动车使用者。

2.3. 国内发展战略：差异化竞争

我们分析安凯在国内的发展战略主要还是立足于公司在高端豪华客车这个技术优势，发展高端市场，同时拓展低端市场以推广公司的规模。

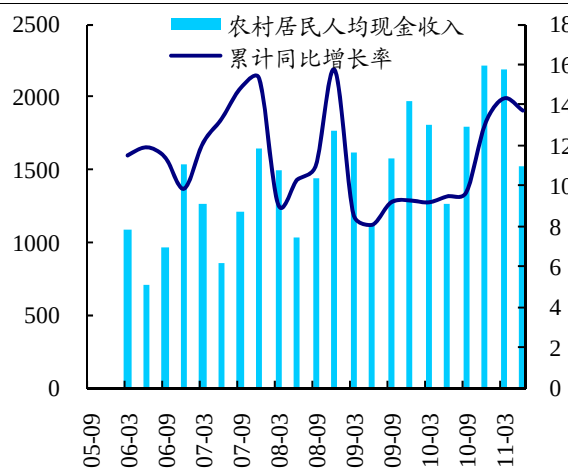
根据传统的经验数据，人均收入达到 3000 美元以上，该国家就会进入到消费的高峰期。2010 年我国城镇人均收入达到了 1.9 万元，折合人民币约 3000 美元。11 年 1 季度、2 季度的累计总比增长率为 09 年以来的新高，达到 12.3%、13.2%，人均收入的提高将带来旅游等消费需求的增长与升级，带动旅游大巴、省际大巴的需求量增长与品质高端化。

图 17: 城镇人均可支配收入与增速



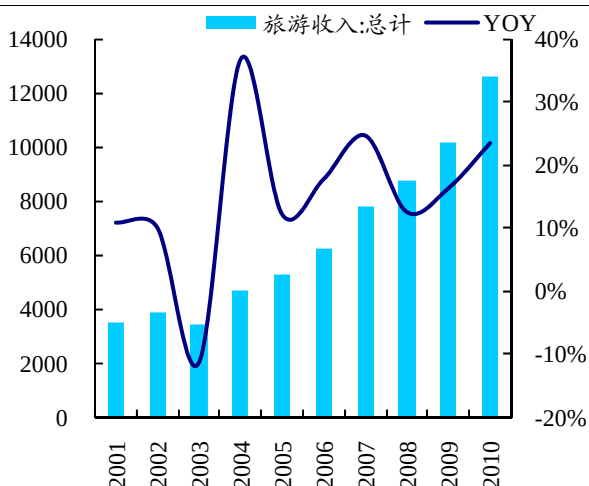
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 18: 农村人均现金收入与增速



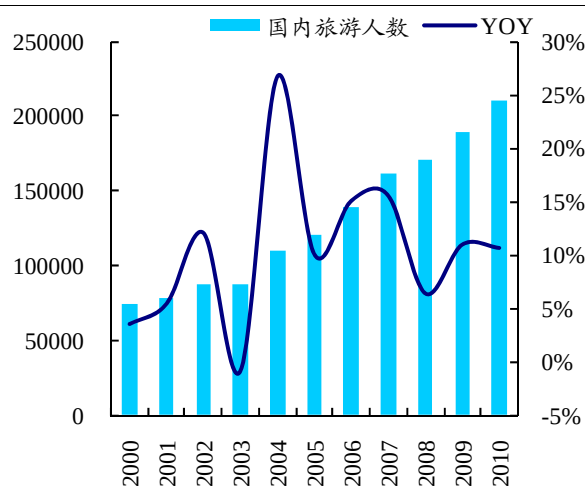
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 19: 旅游收入与增速 (亿元)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 20: 国内旅游人数与增速 (万人次)



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

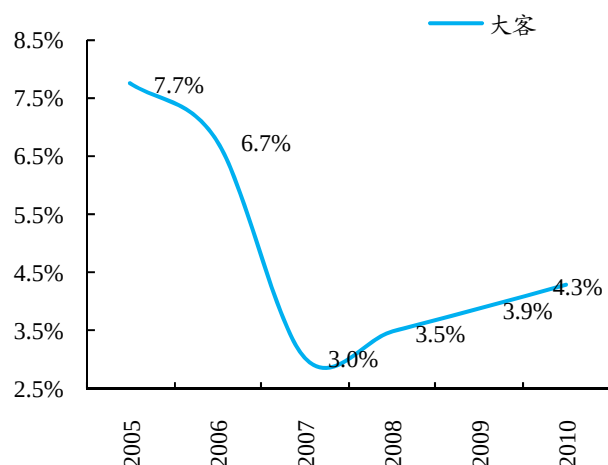
目前公司的中高端豪华客车占国内市场份额约 32%，未来公司计划在中高端豪华客车的市场份额要达到 40%以上。公司可以借助于消费升级与旅游市场的打开，进一步推广其豪华大客。

3. 公司盈利预测与估值: 11~12 年 EPS0.28、0.36 元

3.1. 公司在客车行业基本情况: 大客市占率回升, 中客下滑

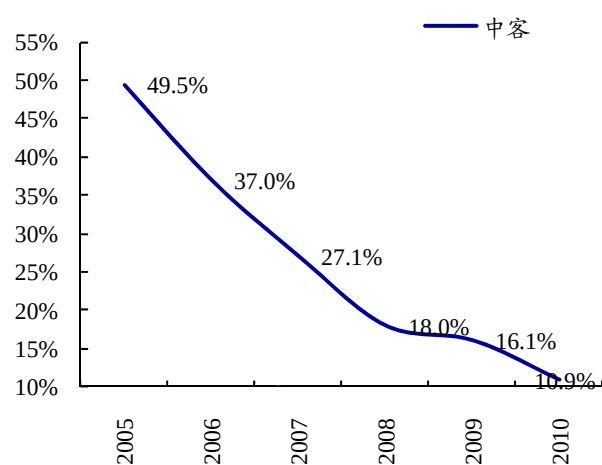
根据中汽协公布的数据, 安凯的大客车市场份额在 07 年经历的大幅下挫, 但是其后其市场份额处于逐步的回升中, 显示公司在大客车领域是具有优势的, 并在逐步夺回曾经失去的市场。但是在中客领域, 公司的市场份额处于持续的下滑阶段。

图 21: 安凯客车在大客的市场占有率



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 22: 安凯客车在中客的市场占有率



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

3.2. 盈利预测关键假设

1) 客车的销量采用大中客、新能源客车分拆进行估算, 鉴于今年价格偏贵的新能源客车、大客车的销量可能略有上升, 销售沙特的 3000 辆校车的价格在 33 万元, 高于国内 25 万元左右的中客价格, 公司的客车销售价格可能有较大幅度上升。

2) 假设公司在 2011 年完成增发 4500 万股, 发行价格为 10.2 元, 并且公司使用募集资金在其后年份进行投资。

表 11: 安凯客车关键收入预测表

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
客车	营业收入 (万元)	194,803	199,271	286,423	335,222	432,500	478,189
	增速	90%	2%	44%	17%	29%	11%
	销售均价 (元/辆)	247,841	255,902	286,080	327,339	327,035	334,694
	价格变动	-31%	3%	12%	14%	0%	2%
	销量 (辆)	7,860	7,787	10,012	10,241	13,225	14,287
	增速	178%	-1%	29%	2%	29%	8%
	产量 (辆)	8,780	7,853	10,015	10,241	13,225	14,287
	增速		-11%	28%	6%	1%	1%
	产销率		99%	100%	100%	100%	100%
	产能 (辆)			11,000	15,000	15,000	15,000
	产能利用率			91%	68%	88%	95%
	营业成本 (万元)	174,042	175,376	252,358	292,972	377,963	417,312
	单位成本 (元/辆)	221,427	225,217	252,055	286,083	285,797	292,084
	增速	-30%	2%	12%	13.5%	-0.1%	2.2%
	毛利	20,761	23,895	34,066	42,250	54,537	60,878
	毛利率	10.66%	11.99%	11.89%	12.60%	12.61%	12.73%
底盘	营业收入 (万元)	11,063	7,441	7,149	7,657	8,281	8,955
	增速	57%	-33%	-4%	7%	8%	8%
	销售均价 (元/辆)		162,465	174,365	177,852	183,188	188,684

	增速		7%	2%	3%	3%	
	销量（辆）	807	458	410	431	452	475
	增速	56%	-43%	-10%	5%	5%	5%
	营业成本（万元）	9,821	6,132	5,698	6,312	6,760	7,311
	单位成本（辆/元）	121,702	133,885	138,970	146,614	149,546	154,033
	增速	-4%	10%	4%	6%	2%	3%
	毛利	1,241	1,309	1,451	1,345	1,521	1,645
	毛利率	11.22%	17.59%	20.30%	17.56%	18.36%	18.36%
配件及修理	营业收入（万元）	7,568	10,542	19,373	23,247	25,572	28,129
	增速	8%	39%	84%	20%	10%	10%
	营业成本（万元）	5,883	9,175	17,009	20,457	22,503	24,754
	毛利	1,684	1,367	2,364	2,790	3,069	3,375
	毛利率	22.26%	12.97%	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 12: 安凯客车收入、毛利情况与占比

单位: 万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入						
客车	194,803	199,271	286,423	335,222	432,500	478,189
底盘	11,063	7,441	7,149	7,657	8,281	8,955
配件及修理	7,568	10,542	19,373	23,247	25,572	28,129
毛利						
客车	20,761	23,895	34,066	42,250	54,537	60,878
底盘	1,241	1,309	1,451	1,345	1,521	1,645
配件及修理	1,684	1,367	2,364	2,790	3,069	3,375
毛利占比						
客车	88%	90%	90%	91%	92%	92%
底盘	5%	5%	4%	3%	3%	2%
配件及修理	7%	5%	6%	6%	5%	5%
毛利率						
客车	10.66%	11.99%	11.89%	12.60%	12.61%	12.73%
底盘	11.22%	17.59%	20.30%	17.56%	18.36%	18.36%
配件及修理	22.26%	12.97%	12.20%	12.00%	12.00%	12.00%

数据来源: 国泰君安证券研究

尚未纳入盈利预测的因素:

2009 年 7 月 2 日, 公司发布了《关于控股子公司土地使用权被收购的公告》, 公告了如下信息: “合肥市人民政府召开专题会议讨论关于江淮客车异地搬迁问题, 根据会议精神, 合肥市人民政府原则同意将本公司现有的 174.2 亩工业用地调整为商业用地; 在该土地由工业用地调整为商业用地并出让后, 原则同意将出让金的 70% 用于江淮客车 2 万辆客车新基地一、二期工业建设, 如果未来拍卖价格的 70% 超过 12,021.98 万元, 储备中心将差额补偿给本公司; 如果不超过则最终补偿款为 12,021.98 万元。”

表 13: 合肥部分地块的拍卖成交价格

时间	区域	使用	单价 (万元/亩)	面积 (亩)	总价 (亿元)
2011/7/21	滨湖区	居住	776.00	78.73	4.74
2011/6/8	政务区	商业	1,320.75	159.00	21.00
2011/1/1	高新区 (原国风集团)	居住	600.00	176.67	10.60

2010/12/31	瑶海区	居住商业	718.00	125.70	9.03
2010/12/31	瑶海区	居住	600.00	79.00	4.74

数据来源：百度、国泰君安证券研究整理

从上表可见，目前合肥居住与商业地块的单价在 600 万元/亩以上。江淮客车的这块地位于马鞍山路，周围合肥市高档小区较多，且已基本成形，所处区域较好。谨慎期间，假设安凯的这块地块单价为 500 万元/亩，那么总价为 8.7 亿元，扣除之前取得的 1.2 亿元拆迁补偿后为 7.5 亿元，其中 70% 归属于江淮客车，金额为 5.25 亿元，考虑持股比例与所得税，那么归属于安凯的净利润为 2.7 亿元，约可贡献 EPS 约 0.77 元。

这部分收入具有不确定性，因此不纳入盈利预测的范围，但是如果产生这笔补偿，那么会对产生当年的公司利润造成重大影响。

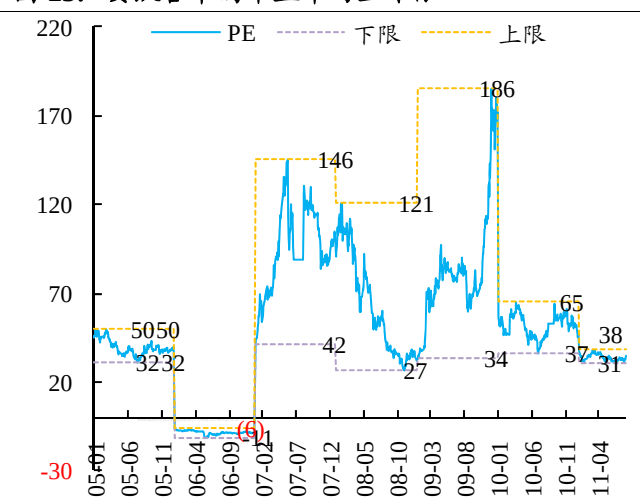
3.3. 估值：新能源汽车估值，长期 30 倍以上

安凯客车由于其在新能源汽车方面的技术与经验优势突出，所以公司的估值一直较高。05 年以来，除了 06 年亏损以外，公司的估值区间底限为 27 倍，10 年的平均 PE 为 52 倍，11 年 34 倍。总体看，新能源汽车概念突出的公司的估值基本均在 30 倍以上，而客车龙头宇通、金龙的估值则相对便宜，仅 11 倍 PE。主要原因在于市场普遍认为汽车行业的高度增长已经过去，今后一段时间将是在 20% 以下的增长率，细分行业中最有可能存在爆发性增长的就是新能源汽车，因此这个行业享受了更高的市盈率。

目前公司的享有新能源汽车的估值与出口带动的业绩高增长。公司预计在公司募投的 6000 辆新能源车产能投放时（约 4 年后），新能源汽车市场规模将比现在大得多，届时公司的业绩可能出现新的上升。

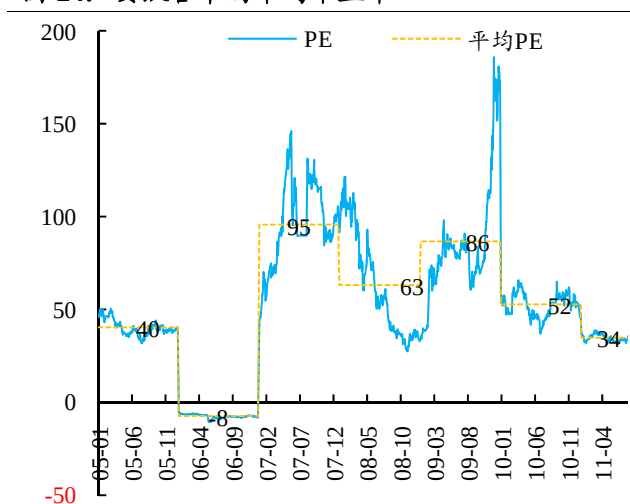
公司 2011 年 8 月 4 日的估值为 39 倍，属于高估值的公司，因此不给予增持评级。考虑到公司未来的业绩增长较快与新能源汽车的业务性质和发展前景，给予公司“谨慎增持”评级，目标价 13 元。

图 23：安凯客车的市盈率与上下限



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 24：安凯客车的平均市盈率



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

表 14: 安凯、宇通、金龙、福田、中通的盈利预测与估值对比

	公司	股价	EPS			PE			市值 亿元
		2011/8/4	2011	2012	2013	2011	2012	2013	
000868.SZ	安凯客车	11.60	0.28	0.36	0.40	41.43	32.22	29.00	35.61
600066.SH	宇通客车	22.75	2.00	2.42	2.89	11.36	9.39	7.87	118.28
600686.SH	金龙汽车	8.19	0.71	0.81	1.04	11.59	10.09	7.87	36.25
600166.SH	福田汽车	8.21	0.25	0.31		32.63	26.82		19.58
000957.SZ	中通客车	8.56	0.90	1.05	1.06	9.53	8.12	8.11	180.59
002594.SZ	比亚迪	29.93	0.82	1.15	1.39	36.68	26.11	21.50	704.58

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 除安凯客车以外公司均为 wind 的预测均值

作者简介:**康凯:**

S0880511010009

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

白晓兰（贡献作者）:

S0880110030026

021-38674660

baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。
2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

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惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		