



高端客车市场领导者

——安凯客车（000868）调研简报

2012年11月15日

推荐/首次

安凯客车

调研快报

苏杨	汽车行业分析师	执业证书编号: S1480512090002
	010-66554030	suyang@dxzq.net.cn

事件:

我近日调研了安凯客车，与公司领导进行了交流。

观点:

问题 1. 公司销量构成和销售模式?

今年前三季度江淮+安凯的客车销量共计 8425 辆。公司目前的销量结构中，公交约占 45%，旅游大巴占 55%。2011 年全年共销售各类客车及底盘 11,700 台，其中国际业务完成销量 1,871 台。

安凯目前主要销售模式是直销。目前直销经销比例约 7:3。因为免去给经销商的那部分利润，直销一般比经销利润更高。

问题 2. 公司全承载车身的优势?

公司 1993 年就与德国凯斯鲍尔合作，引进世界一流的全承载客车技术并制造出世界顶级客车——SETRA，填补了国内高档豪华客车的市场空白。欧洲代表了世界客车行业最高水平。安凯也一直定位高端。时至今日，公司仍然是国内唯一一家生产真正意义上的全承载客车的。全承载车身是一种类似鸟笼的骨架结构。传统的客车在受撞击时底盘会移位，而由于全承载客车的无底盘结构，使其在受力时能将力迅速分解到全身各处，同时全承载客车抗扭曲的钢件设施强度也是其他普通汽车的 3-6 倍。可以说全承载客车是我国目前最安全的客车之一。

问题 3. 高铁通车是否给公司客车销售带来不利影响?

此前高铁的开通一直被认为是对客车市场的不利影响，但现在看来反而增加了客运需求。在高铁运行之后，客运市场结构变化很明显，高端车的占比有所减少。因为高铁通车后，大家远途出行更加方便，出行频率增加。而高铁很难将旅客送达最终目的地，需要短途客车的接驳。因此，200-300 公里的短途客运线路在增加，500-1000 的长途线路在减少，比如合肥到上海的长途大巴大幅减少，但高铁沿线短途客车的需求在增加。但总的来看短途客运需求增加要远超长途客运减少的量。

问题 4. 沙特的出口订单是否具有持续性?

公司与沙特签订的 3000 辆大单目前大部分已交货，剩下的 1100 多台预计四季度可实现交付，今年有望全部确认收入。虽然该订单临近结束，但沙特的市场的巨大缺口仍然让公司对后续订单充满信心。此前，沙特当地签署了国王令，要求将当地学生乘坐校车的比例由 11% 提升至 66%。粗劣计算这 50 个百分点的提升预计还

需要增加 4 万多辆校车。安凯的供货情况受到沙特方面的认可，预计未来从这 4 万多辆的需求中分得一杯羹应该不是问题。

问题 5. 对国内校车运营能否持续的看法？

一辆校车一年的花费大约 10 万块（包含司乘人员的工资等等），但是在农村可能只能覆盖 20 多个学生。沙特的校车运营每年对一个学生的补贴约 3000 人民币，在该前提下，校车也要尽量使用座位较多的型号，才能维持运营。所以校车要运营就要在经济发达的地方，还可以起到减少排放的作用。基本上 30-40 座以下的校车不可能支撑长期运营。国家应该大力发展把公交车做成校车，让公交车在闲暇时间运送学生，而不是专业化的校车。短期校车市场并不会有翻天覆地的变化，但是长期来看仍然是非常大的市场。不过，该市场的需要随着经济的慢慢形成。

问题 6. 长头校车是否更安全？

长头校车更安全这一点并不完全符合汽车理论。国内的理念还是喜欢把车子做得非常坚固，但是这样缺乏缓冲，反而更危险。汽车是有一个汽车力学原理的，所以不是说车头看上去越坚固越好。国外的汽车在撞击的过程中，一般发动机都能自动下落，然后延长了撞击的缓冲区。汽车本身的缓冲和弹性很重要。长头校车增加了车头的强度，这样反而更容易是硬碰硬的撞击。

问题 7. 为什么美国被长头校车主导？

① 美国客车生产是从货车起家。从全球客车产业的格局来看，欧洲才是代表了客车制造的最高水平。欧洲的客车几乎都是平头的全承载式车身。而美国客车制造水平还是要低于欧洲，美国之前没有专门的大型客车公司，像 Navistar 这样的主流客车供应商也是货车出身。所以，美国的校车是用货车的底盘去做。但在以货车底盘为前提下，长头校车也只占了 55% 的比例，其他的 45% 是在货车底盘上生产的平头车。② 美国交通状况比较好，本身发生车祸的可能性较小；③ 长头意味着车头更硬，撞击的时候是无弹性的。客车相对于轿车非常高大，而美国货车很少，客车跟轿车硬碰硬很有优势。而中国很多货车与乘用车在一起行驶，校车与货车相撞是没有优势的。

结论：

综上所述，安凯作为国内高端客车的杰出代表，其全承载式车身具有其他企业难以比拟的安全优势。看好未来客车行业高端化和出口市场对公司双重推动效应。预计公司 2012 年-2014 年 EPS 为 0.168 元、0.18 元、0.209 元，对应 PE 为 25 倍、23 倍和 20 倍，首次给予“推荐”的投资评级。

表 1：盈利预测及相关指标

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	3,152.64	3,736.27	4,323.27	4,727.06	5,422.89
主营收入增长率	43.94%	18.51%	15.71%	9.34%	14.72%
EBITDA（百万元）	115.45	148.15	179.52	201.33	238.31
EBITDA 增长率	81.13%	28.32%	21.17%	12.15%	18.37%

净利润 (百万元)	73.34	98.14	117.97	126.51	146.82
净利润增长率	201.74%	33.82%	20.21%	7.24%	16.05%
EPS (元)	0.240	0.300	0.168	0.180	0.209

资料来源：东兴证券

东兴证券

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010年加盟东兴证券研究所，2011年6月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看 好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中 性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看 淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。