



增持

公司名称	股票代码	目标价 (人民币)	收盘价 (人民币)	评级
宇通客车	600066.CH	26.00	15.47	买入
安凯客车	000868.CH	6.18	4.09	买入
松芝股份	002454.CH	17.74	14.86	谨慎买入

我们的观点有何不同：

- 我们认为，新能源客车技术进步的速度和政府治理雾霾的决心不可忽视。未来几年，新能源客车行业的发展将持续超越市场预期。
- 我们预计2014-16年新能源客车销量将分别达到2.5万台、3.5万台和5万台，远高于市场一致预期。我们判断，随着技术进步，新能源客车经济性优势将愈发突出，至2016年新能源将占据公交市场40%的份额和非公交客车市场5%的份额。

中国新能源客车行业

进入大规模推广普及期

目前，新能源客车（尤其是插电式混合动力客车）扣除补贴后售价仅略高于柴油车和燃气客车，但全生命周期综合成本显著低于上述两类车型，市场认可度持续提升。与此同时，地方政府支持新能源客车采购的力度也持续加大。我们判断，新能源客车大规模推广的条件已成熟，未来几年新能源客车将大规模取代传统柴油公交车，天然气公交也将向插电式气电混合动力方向发展。未来，随着电池、电控等核心组件技术进步、成本下降及充电设施逐步完善，新能源客车经济性优势将愈发突出，行业发展有望持续超出市场预期。我们预计，至2016年新能源客车销量有望达到5万台，占据公交市场40%左右的份额和非公交客车市场5%左右的份额。具备技术优势、成本优势以及客户基础的新能源客车企业将持续受益于行业的发展。我们重点推荐插电式混合动力客车龙头宇通客车、纯电动客车龙头安凯客车和新能源客车电动空调龙头松芝股份。

支撑评级的要点

- 政策支持力度超预期。部分省市要求在今明两年淘汰其所有黄标公交车，新增或更新公交车中至少60%为节能和新能源公交。地方政府对新能源客车采购的补贴金额多数按照与中央补贴1:1、0.5:1或0.3:1的标准发放，部分省市补贴甚至超出中央补贴，这将催生对新能源客车的强劲需求。
- 关键组件成本下降、性能改善，配套设施建设步伐加快。过去制约新能源客车发展的因素主要有：新能源汽车成本高昂、故障率高、充电设施建设滞后等。我们认为，未来几年新能源关键组件（尤其是电池）成本仍将保持下降，性能大幅改善，同时各地配套设施的建设步伐正明显加速。制约新能源客车行业发展的核心问题将逐步得到解决。
- 预计2014-16年新能源客车销量分别为2.5万台、3.5万台、5万台。未来几年，传统柴油公交车将被主流公交市场抛弃，燃气客车（LNG/CNG）也将向插电式气电混合动力过渡，新能源客车将进入大规模普及期。

评级面临的主要风险

- 传统座位客车市场持续低迷；新能源客车推广力度低于预期。

重点推荐

- **宇通客车**：公司是插电式混合动力客车市场绝对龙头，技术领先、成本领先，有望占据40%的市场份额。我们预计，2014-16年公司新能源销量分别为1万台、1.3万台、1.8万台，预计公司2014-16年每股收益分别为1.73元、2.10元和2.50元（未考虑资产注入影响），维持**买入**评级和目标价26.00元。
- **安凯客车**：公司有望受益于纯电动客车市场的高速发展。经过2013年公司董事会换届和营销体系调整，2014年公司有望迎来业绩反转年。公司参股的达州鼎富清洁能源公司有望受益于天然气市场的强劲需求，未来盈利潜力巨大。我们预计公司2014-16年每股收益0.10元、0.16元和0.45元。我们首次覆盖给予公司**买入**评级，目标价6.18元。
- **松芝股份**：公司是客车空调市场龙头，是为数不多的掌握新能源客车空调核心技术的公司之一，在国内大部分大中型城市公交公司客户中拥有较大的影响力和良好市场口碑。公司新能源电动空调盈利能力强劲，将充分受益于纯电动客车市场的发展，预计2014-15年每股收益为0.81元和1.02元，首次覆盖给予公司**谨慎买入**评级，目标价17.74元。

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业：汽车

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513090002

目录

投资摘要.....	3
大气污染防治将推动新能源客车普及.....	5
地方政府推广新能源公交力度超出预期	6
核心组件成本持续下降，性能逐步改善	9
充换电设施建设步伐加速.....	14
新能源客车市场步入加速推广期	15
谁将受益?	19
宇通客车	21
安凯客车	26
松芝股份	29
研究报告中所提及的有关上市公司	32

投资摘要

我们认为，经过过去 5 年的推广（尤其是 2013 年），中国新能源客车产销规模大幅提升，技术进步显著，目前大规模普及的时机已成熟。

1. **政府主导性采购需求将在 2014-2015 年集中释放。**我们注意到，目前各地政府均大力支持当地黄标公交车淘汰及新能源公交采购，以河北、广东等为代表的省市，要求在 2014-15 年期间淘汰其城区全部黄标公交车，新增或更新公交中，节能与新能源客车占比需要达到 60% 以上。这将推动新能源客车的政府主导型购买需求释放。
2. **新能源客车经济性体现，将大规模替代传统柴油车和部分燃气客车。**以插电式气电混合动力客车为例，其全生命周期综合成本较柴油车节省 122 万元，较燃气客车总成本也节省 33 万元。且未来随着新能源客车技术进一步完善，新能源客车采购及运营成本仍有大幅下降空间。新能源客车替代传统柴油/燃气客车将是大势所趋。

图表 1. 不同燃料类型公交车全生命周期成本分析（以 12 米公交为例）

	柴油车(国四 排放标准)	燃气客车(LNG/CNG)	插电式气电混合 动力车	纯电动客车
百公里能耗	40L(柴油)	40m ³ (天然气)	20Kwh(电)+24m ³ (天 然气)	150Kwh(电)
百公里燃料成本(元)	312	180	121	96
每日燃料费用(元)	780	450	302	240
全年燃料费用(万元)	28	16	11	9
8 年期燃料费用(万元)	228	131	88	70
整车采购成本(万元)	45	53	53	100
8 年期维护费用(万元)	10	10	20	80
全生命周期(8 年)使用 成本(万元)	283	194	161	250

资料来源：中银国际研究预测

注：全年运营费用按照每年运营 365 天，每天运营 250 公里计算；柴油价格按照 7.8 元/升，天然气价格按照 4.5 元/立方米；电价按照 0.64 元/千瓦时计算。

我们预计，2014-2016 年新能源客车销量分别达到 2.5 万台、3.5 万台和 5 万台，在客车市场的比重分别达到 9.3%、12.4%、17.2%。其中公交车市场仍是新能源客车推广的主战场，预计 2014-16 年新能源公交车销量分别达到 2.4 万台、3 万台和 4 万台，占公交市场的比重分别达到 25.8%、29.1%和 40%。除公交以外的其他客车市场未来将受经济性驱动，逐步推广新能源车型。

图表 2. 新能源客车市场销量预测

(台)	2013 年	2014E	2015E	2016E
公交客车销量	79,984	93,000	103,000	100,000
其中：新能源公交	10,000	24,000	30,000	40,000
新能源占比(%)	12.5	25.8	29.1	40.0
非公交客车销量	173,489	176,332	179,459	190,227
其中：新能源客车	0	1,000	5,000	10,000
新能源占比(%)	0.0	0.6	2.8	5.3
客车行业总销量	253,473	269,332	282,459	290,227
新能源客车总销量	10,000	25,000	35,000	50,000
新能源占比(%)	3.9	9.3	12.4	17.2

资料来源：中国汽车工业协会，中银国际研究预测

我们认为, 2014-16 年将是中国新能源客车大规模推广普及期, 具备技术优势、成本优势以及客户基础的新能源客车企业将持续受益于行业的发展。我们看好新能源客车龙头宇通客车、纯电动客车龙头安凯客车以及新能源客车电动空调龙头松芝股份。

我们维持宇通客车**买入**评级和目标价 26.00 元, 并首次覆盖给予安凯客车**买入**评级和目标价 6.18 元, 首次覆盖给予松芝股份**谨慎买入**评级和目标价 17.74 元。

图表 3. 新能源客车行业重点上市公司估值表

公司名称	股票代码	评级	股价	目标价	总市值	每股收益			每股收益增长			市盈率			净资产收益率		
			(人民币)	(人民币)	(人民币, 百万)	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
宇通客车	600066.CH	买入	15.47	26.00	19,704	1.29	1.73	2.10	5.9	34.4	21.1	12.1	9.0	7.4	19.0	22.0	22.1
安凯客车	000868.CH	买入	4.09	6.18	2,845	(0.05)	0.10	0.16	(136.5)	(306.0)	59.2	(81.8)	39.7	24.9	(2.8)	5.6	8.3
松芝股份	002454.CH	谨慎买入	14.86	17.74	4,636	0.47	0.57	0.81	(36.9)	22.6	40.4	30.5	24.9	17.7	7.0	7.9	9.8
中通客车	000957.CH	未有评级	11.85	N.A.	2,833	0.44	1.06	0.89	81.4	140.3	(15.3)	27.6	11.5	13.6	13.2	24.5	17.1
金龙汽车	600686.CH	未有评级	9.84	N.A.	4,359	0.52	0.63	0.83	9.1	21.8	30.4	19.3	15.8	12.2	10.1	10.9	13.6

资料来源: 公司数据, 万得资讯, 中银国际研究

注: 股价为 2014 年 3 月 24 日收盘价

大气污染防治将推动新能源客车普及

根据《2013年中国机动车污染防治年报》，大型载客汽车（指车长大于等于6米或者核定载客人数大于等于20人的载客汽车）仅占国内汽车保有量的1.2%，但其所排放的氮氧化物和颗粒物分别占总排放的18.4%和17.3%，一氧化碳和碳氢化合物排放量占比也分别达到9.4%和10.9%。根据测算，一辆大型客车每年排放的氮氧化物是普通家用轿车的100倍以上，颗粒物排放量是普通家用轿车的300倍以上。

对于一台正常运营的大型公交车，日均运营里程达到250公里，百公里油耗约40升，因此，其每日柴油消耗量就达到100升。由于公交车辆主要在城市市内运营，且频繁启停，因此颗粒物和氮氧化物排放量巨大，对城市大气环境的破坏力度大。

2013年年初至今，重度污染天气在中国东部和中部城市集中爆发，持续时间久，涉及区域多，严重影响居民生活。为应对持续严重的雾霾天气，中央和地方政府纷纷出台大气污染防治规划，其中公交车是重点整治对象，一方面大力度淘汰市区运营的黄标公交车，另一方面大力普及节能与新能源公交，以减轻公交车尾气排放和改善城市大气环境。

我们认为，发展新能源客车是应对城市大气污染的重要手段。公交客车由于其社会保有量小、污染物排放大、燃料成本高昂，且能够通过行政手段推广，将成为新能源汽车产业化发展和大规模普及的领头羊。

图表 4. 2012 年各类型汽车污染物排放量分担率

	各类车型保有量占比(%)	各类型汽车污染物排放量分担率 (%)			
		氮氧化物(NOx)	颗粒物(PM)	一氧化碳(CO)	碳氢化合物(HC)
重型载货汽车	4.4	49.3	60.7	20.5	25.5
中型载货汽车	2.1	13.2	8.3	5.7	8
轻型载货汽车	10.9	4.8	9.4	9	8.6
微型载货汽车	0.1	0.2	0.2	0.6	0.5
大型载客汽车	1.2	18.4	17.3	9.4	10.9
中型载客汽车	1.2	3.9	1.1	4.2	4.6
小型载客汽车	76.6	9.2	3	45.9	37.8
微型载客汽车	3.5	1	-	4.7	4.1

资料来源：环保部，中银国际研究

注：“大型载客汽车”指车长大于等于6米或者核定载客人数大于等于20人的载客汽车

地方政府推广新能源公交力度超出预期

中央补贴金额出现小幅下调

2013年9月，四部委公布新一轮新能源汽车补贴政策，新政策对于新能源客车的补贴政策出现五点调整（本轮新能源客车补贴标准见图表5，“十城千辆”时期新能源客车补贴标准见图表6）：

1. 对插电式混合动力客车的单车补贴金额由42万元下调至25万元；
2. 取消普通混合动力客车推广的财政补贴；
3. 对于10米及10米以上纯电动客车单车补贴金额仍为50万元，同时新增针对6-8米、8-10米纯电动客车的财政补贴，补贴额分别达到30万元、40万元；
4. 超级电容、钛酸锂快充纯电动客车定额补贴15万元；
5. 燃料电池商用车补贴金额由60万元/辆下降至50万元/辆。

图表5. 新一轮新能源客车推广应用补贴标准（2013年9月出台，单位：万元/辆）

车辆类型	车长L(米)		
	6≤L<8	8≤L<10	L≥10
纯电动客车	30	40	50
插电式混合动力客车（含增程式）	—	—	25
以下车型为定额补贴（不区分车长）			
燃料电池商用车	50		
超级电容快充纯电动客车	15		
钛酸锂快充纯电动客车	15		

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中银国际研究

图表6. “十城千辆”示范推广时期，十米以上城市公交客车推广补助标准（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	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

资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中银国际研究

注：最大电功率比50%以上混合动力汽车补助标准均含plug-in

地方推广新能源客车力度超出预期

市场普遍认为本轮新能源客车的补贴政策低于预期。但跟踪政策出台以来中央和地方政府对于新能源客车的支持力度，我们认为本轮新能源客车政策在各地的落地实施情况存在诸多超预期之处，超预期主要表现在以下几个方面：

一、政策补贴涉及的城市/区域，以及补贴车型超出预期

从四部委公布的两批新能源汽车示范运营城市看，已有88个城市入选示范城市名单，较“十城千辆”仅20余个城市的规模大幅增加。且从目前政策实施的情况看，中央并没有将新能源的补贴范围限制在88个城市之内，其他城市如购买新能源客车也能享受到中央政府的政策补贴。因此本轮补贴政策的实际补贴范围已基本涵盖全国。

此外，本轮政策新增了6-10米纯电动客车的补贴，在此前的推广政策中10米以下的所有车型均不在补贴范围之内。我们认为，对于纯电动客车而言，未来这一细分市场具备较大的推广潜力。

二、省市级补贴力度超出预期

尽管中央的补贴金额略微低于预期，但在各地政府的大力支持下，目前公交公司购买新能源客车所享受的省市级补贴力度较大，大部分地区省市两级补贴金额已经与中央补贴金额达成了 1:1、0.5:1 或 0.3:1 的比例，少部分城市省市两级补贴甚至超过中央补贴金额。这意味着，一台 10 米以上的纯电动客车最多可以享受超过 100 万元的补贴，而一台 10 米以上的插电式混合动力客车最多可以享受超过 50 万元的补贴。用户在扣除补贴后，实际购车价格仅略高于普通柴油车，与燃气客车价格基本相当。我们认为，这一补贴力度将直接刺激各地购买新能源客车的热情。

三、各地对黄标公交车报废更新力度超出预期

在持续雾霾的影响下，各地已经充分认识黄标公交车对环境的危害性，并且意识到推广新能源客车的紧迫性、重要性。目前各地均在将现有的黄标车大面积淘汰，同时更换为新能源汽车。部分省市已经提出明确的要求，将在 2014-15 年两年间淘汰其全部公交黄标车。黄标车的淘汰将直接催生对新能源客车的需求。我们预计，2014 年和 2015 年将是公交黄标车更换的高峰期。

四、新能源公交在各地公交更新中的占比超出预期

从目前各省市的公交招标采购结果看，很多城市新能源公交的占比已经达到 50%，部分地区甚至将新增或更新车型全部替换为新能源车型。在各个地方的大力推动下，我们看到各地新能源公交的采购力度均将大幅提升。从近期南京、青岛、抚顺等地公交车招标采购情况看，新能源公交占比基本上已达到 50%，甚至 100% 的比例。

图表 7. 各地新能源客车采购招标情况汇总

	新能源客车采购量 (台)	车型	品牌	采购金额
南京	900	纯电动客车	比亚迪、南京金龙	扣除补贴后，采购金额为 9 亿元，此外政府补贴 9 亿元
青岛	422	纯电动客车	上海申沃、福田汽车、中通客车、一汽客车、沂星电动汽车	总计采购金额 2.3 亿元，预车、计政府补贴将达到 4.2 亿元
抚顺	600	插电式混合动力	宇通客车	-
秦皇岛	168	插电式混合动力	宇通客车	-

资料来源：各地政府网站，中银国际研究预测

图表 8.各地新能源公交采购及黄标车淘汰计划

	新能源客车推广计划	黄标车淘汰计划	备注
南京	2014 年 6 月底前，南京公交集团增加 1,930 辆营运车辆，其中纯电动车辆 900 辆，天然气车 956 辆，柴油车 74 辆。目前上述车型已完成招投标。	截至 2012 年底，南京公共气电车保有量 6,000 余台，本次一次性购买 1,930 台，占其总保有量的 1/3。	900 辆纯电动车，剔除政府补贴后，约为 100 万元/辆，总投资约为 90,000 万元；1030 辆天然气和柴油车，约为 55 万元/辆，总投资约为 56,650 万元。
河北	河北省要求“石家庄、唐山、廊坊、保定等重点控制城市每年新增的公交车中新能源和清洁能源车的比例达到 60% 以上。”	2014 年前强制报废 6,000 多辆黄标公交车，市区不准新购汽油柴油公交车。更换；石家庄市要求年底前更换所有 800 余辆黄标公交车，目前正在办理报废手续；沧州市建成区全面实施“黄标车”限行。到 2014 年，各设区市和省直管县(市)城车辆黄标公交车，全部更替燃油车；其他城市公交公司最晚也将于 2014 年，将现有的黄标公交车全部更换。	目前保定公交集团已完成清洁能源公交车 518 辆 LNG 公交车，全部更替燃油车；其他城市公交公司最晚也将于 2014 年，将现有的黄标公交车全部更换。
上海	加快充电桩、加气站等配套设施的建设。在公交、环卫、出租车等行业和政府机关率先推广使用清洁能源和新能源汽车，新增或更新的公交车中新能源和清洁能源车的比例达到 60% 以上。	加快充电桩、加气站等配套设施的建设。在公交、环卫、出租车等行业和政府机关率先推广使用清洁能源和新能源汽车，新增或更新的公交车中新能源和清洁能源车的比例达到 60% 以上。	2014 年 7 月 2014 年 6 月底前，上海市将有大批量黄标车报废更新，仅巴士集团就有 3,000 多辆公交车报废，约占营运车辆总数的 1/3。
广东	大力实施新能源汽车推广应用示范工程，广州、深圳市每年新增公交车中新册的营运“黄标车”、基本淘汰珠三角地区所有“黄标车”，到 2017 年基本淘汰全省范围的“黄标车”。	确保到 2015 年全省淘汰 2005 年底前注册营运的新能源汽车，其中包括 5,000 辆公交大巴。广州能源与清洁能源车辆比例力争达到 60% 地区所有“黄标车”，到 2017 年基本淘汰全省范围的“黄标车”。	深圳将在 2013 年至 2015 年推广 3.5 万辆新能源汽车，其中包含 5,000 辆公交大巴。广州能源与清洁能源车辆比例力争达到 60% 地区所有“黄标车”，到 2017 年基本淘汰全省范围的“黄标车”。
山东	山东省对发展新能源客车一直持积极支持和明确鼓励的态度。2013 年山东省运输(含低速)集中治理和更新淘汰市公交汽车，省财政按 40 万元/辆给予补贴；即专门出台新能源客车推广补贴政策，2014 年，山东又率先出台地方性补贴政报监督“冒黑烟”车辆，凡被公众举报汽车，省财政按 35 万元/辆给予补贴。(二) 的车辆，应限期整改。整改完成前，不得上路行驶。以大中重型客货运输车辆汽车，省财政按 25 万元/辆给予补贴。(三) 为重点，淘汰高污染机动车，到 2015 年购置单价 20 万元及以上天然气城市公交车，省财政按 3 万元/辆给予补贴。对已享受国家购车补贴的车辆，不再享受省补贴。	大力推进城市公交车、出租车、客运车、补贴标准：(一) 购置 10 米以上纯电动城市公交车，省财政按 40 万元/辆给予补贴；(二) 购置 8 米(含)至 10 米(含)纯电动公交车，省财政按 35 万元/辆给予补贴；(三) 购置 6 米纯电动公交车，省财政按 25 万元/辆给予补贴。(四) 购置 4 米纯电动公交车，省财政按 20 万元/辆给予补贴。(五) 购置 3 米纯电动公交车，省财政按 15 万元/辆给予补贴。(六) 购置 2 米纯电动公交车，省财政按 10 万元/辆给予补贴。(七) 购置 1.5 米纯电动公交车，省财政按 5 万元/辆给予补贴。(八) 购置 1 米纯电动公交车，省财政按 3 万元/辆给予补贴。(九) 购置 0.5 米纯电动公交车，省财政按 1 万元/辆给予补贴。(十) 购置 0.2 米纯电动公交车，省财政按 0.5 万元/辆给予补贴。	大力支持新能源汽车推广应用示范工程，广州、深圳市每年新增公交车中新册的营运“黄标车”、基本淘汰珠三角地区所有“黄标车”，到 2017 年基本淘汰全省范围的“黄标车”。
天津	大力推广节能和新能源汽车。实施新能加快淘汰黄标车。制定实施黄标车治理工作方案，加大黄标车淘汰推动工作力度，到 2015 年底，投入运营 6,000 辆新能源和清洁能源公交车(其中纯电动公交车 2,000 辆)，配套建设 16 座充换电站，每年新增的公交车中新基本淘汰 29 万辆黄标车(2011 至 2012 年新能源和清洁能源车的比例达到 60%。到 2015 年底，投入运营 1,000 辆清洁能源长途班线客车和通勤客车。在农村地区车限行。实行更加严格的外省市机动车积极推广农用电动车。	制定实施黄标车治理工作方案，加大黄标车淘汰推动工作力度，到 2015 年底，投入运营 6,000 辆新能源和清洁能源公交车(其中纯电动公交车 2,000 辆)，配套建设 16 座充换电站，每年新增的公交车中新基本淘汰 29 万辆黄标车(2011 至 2012 年新能源和清洁能源车的比例达到 60%。到 2015 年底，投入运营 1,000 辆清洁能源长途班线客车和通勤客车。在农村地区车限行。实行更加严格的外省市机动车积极推广农用电动车。	2014 年，市公交集团将再增 600 辆纯电动公交车，到 2015 年底增加 2,000 辆纯电动公交车。

资料来源：各地政府网站，中银国际研究

核心组件成本持续下降，性能逐步改善

与传统客车相比，新能源客车需要新增电池、电机、电控系统等三大核心组件，对于插电式混合动力客车而言，还需增加超级电容器等组件。由于纯电动客车完全依靠电池提供动力，故无需保留传统客车的动力总成系统。插电式混合动力客车仍保留传统客车的柴油机系统，电池系统作为辅助动力源使用。

我们估计，对于纯电动客车而言，电池、电控、电机系统占据总成本的 65% 以上，其中电池成本占比最大，达到甚至超过总成本的 50%。对于插电式混合动力客车而言，电池、电控、电机、超级电容器等四大部件已占到新能源客车总成本的 50% 以上，其中电池和超级电容器成本占比最高。

过去几年制约新能源客车发展的因素中，新能源客车系统成本居高不下，性能不稳定是其中的主要因素。其中，以纯电动客车为例，在 09-12 年的推广过程中，一台纯电动客车的电池成本高达 100 万元，占到整车成本的 60% 以上。但在实际运营过程中，电池性能不稳定，故障率较高，衰减过快，部分纯电动车型运营一年后电池性能就会出现大幅下滑。因此纯电动客车在推广过程中遇到较大的阻力。

展望未来，我们认为新能源客车的核心组件中，电池、电控系统和超级电容器的价格均存在大幅下降的空间，且性能将逐步走向稳定。理由在于：

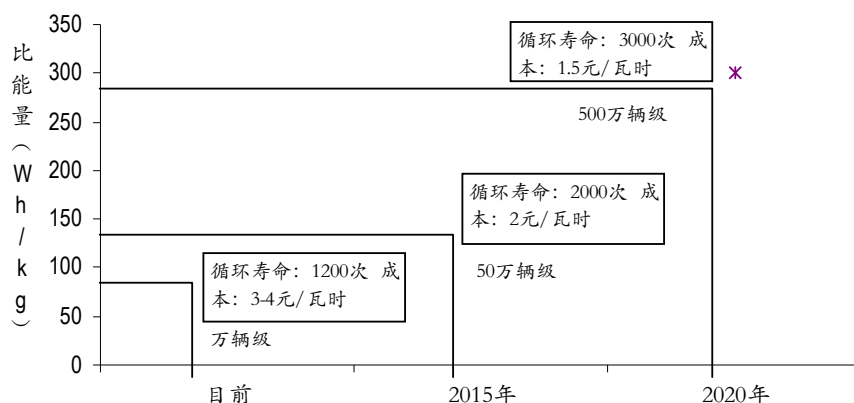
1. **规模效应。**在政府补贴政策的支持下，新能源汽车将实现快速放量，这将催生对新能源汽车核心组件的强劲需求，在规模效应的驱动下，核心组件的制造成本将持续下降。
2. **关键零部件国产化。**经过过去几年的培育，国内企业已经掌握越来越多的关键组件生产能力，而一旦这些关键组件能够实现国产化，其成本将大幅下降。如部分企业已实现六氟磷酸锂的产业化，实现了对国外产品的替代。电控系统关键电子单元 IGBT 管芯目前仍依赖进口，价格较高，未来如能实现产业化，成本将大幅降低。
3. **市场竞争推动价格下降。**目前国内新能源汽车核心组件（尤其是车用动力电池产业链）产能规模较大，产能利用率严重不足，未来行业竞争仍将持续激烈，行业竞争也将推动价格下降。

我们判断，未来新能源客车的系统成本在目前的基础上仍将保持 10% 左右的年均下降幅度。预计至 2016 年，即使新能源客车政府补贴再度下调，部分优势企业也能凭借其优异的产品性能和成本结构打开市场空间。

电池

根据《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》的要求：到 2015 年，纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车最高车速不低于 100 公里/小时，纯电驱动模式下综合工况续航里程分别不低于 150 公里和 50 公里；动力电池模块比能量达到 150 瓦时/公斤以上，成本降至 2 元/瓦时以下，循环使用寿命稳定达到 2,000 次或 10 年以上；电驱动系统功率密度达到 2.5 千瓦/公斤以上，成本降至 200 元/千瓦以下。到 2020 年，动力电池模块比能量达到 300 瓦时/公斤以上，成本降至 1.5 元/瓦时以下。

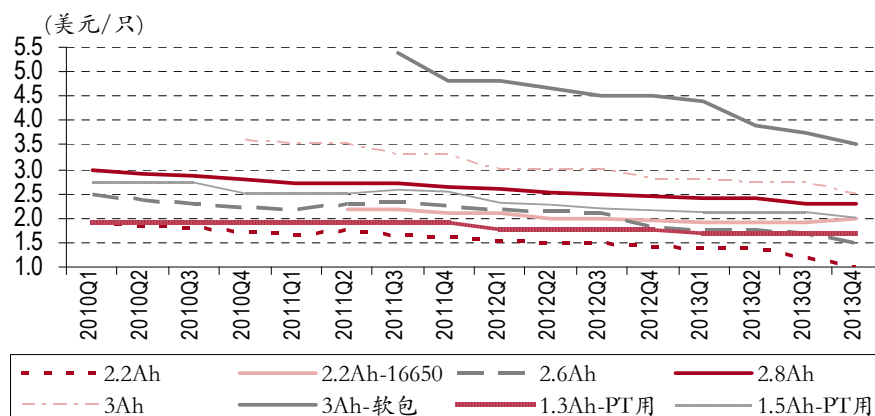
图表 9. 《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》对动力电池成本及性能的要求



资料来源：中华人民共和国工业和信息化部，中银国际研究预测

根据台湾工研院的数据，2010 年以来各类锂电池的价格均出现显著的下降。至 2013 年 4 季度，2.2Ah 和 2.6Ah 的锂电池价格分别较 2010 年 1 季度下降 47% 和 40%。而 3Ah 和 3Ah 软包锂电池价格较 2011 年 3 季度分别下降 24% 和 35%。

图表 10. 锂电池价格走势

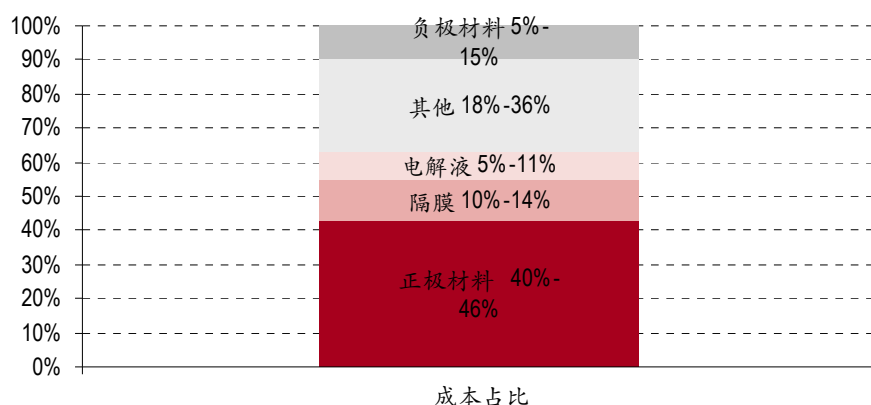


资料来源：台湾工研院，中银国际研究预测

展望未来，我们认为车用动力电池的价格仍有巨大的下降空间。原因在于：当前锂电池行业产能巨大，产能利用率较低，在可预见的几年内，锂电池行业的竞争仍将保持激烈。随着车用动力电池市场启动，主要的锂电池企业产能利用率有望明显的改善，在规模效应带动下，其生产制造成本将出现明显下降。此外，国内锂电池零部件公司逐步掌握六氟磷酸锂、隔膜等关键部件的产业化生产能力，未来随着上述组件的国产化程度进一步提升，也有助于锂电池成本下降。

我们判断，2015 年及之后车用锂电池价格有望下降至 1.5-2 元/瓦时，较目前的售价大幅下降 30% 以上，循环性能和能量密度也将在目前的基础上明显改善。

图表 11. 锂电池核心组件成本占比



资料来源：中银国际研究预测

电机

我国电动客车以交流异步电机和开关磁阻电机为主，混合动力客车用大功率电机可靠性与噪声水平有明显改进，已初步具备产业化条件。我国驱动电机系统的主要生产企业有上海电驱动、上海大郡、南车时代、精进电动、中山大洋、襄阳宇清、深圳比亚迪等。在驱动电机系统产品方面，上海电驱动和上海大郡为多家乘用车和客车企业配套电机系统，系列化产品较为齐全。南车时代主要为客车厂配套电机系统，襄阳宇清也主要以城市公交客车配套为主。深圳比亚迪主要为本企业的电动客车和电动轿车配套。汇川主要为江淮纯电动轿车和少部分商用车企业进行配套。

我们认为，电机市场是相对标准化的产品，国内电机及电驱动产品相对来说比较成熟，尤其是混合动力（包括插电式混合动力）用电机产品，已具备产业化条件。未来几年，随着新能源汽车用电机及电驱动产品市场容量的扩大，电机产品价格仍将保持平稳下降。

图表 12. 电机生产企业及其配套车企

配套车企及车型	
上海电驱动	奇瑞和一汽，中通客车、福田等
上海大郡	长安志翔混合动力轿车、五洲龙混合动力客车
南车时代	中通客车、青年汽车、黄海客车等
精进电动	主要面向海外客户，为电动轿车进行驱动电机、增程式发电机的批量生产
大洋电机	北汽、福田、长安等纯电动乘用车批量配套
襄阳宇清	东风旅行车公司新能源客车

资料来源：中银国际研究预测

电控系统

新能源汽车电控系统是新能源汽车的大脑，主要由能量管理系统、再生制动控制系统、电机驱动控制系统、电动助力转向控制系统以及动力总成控制系统等五大核心系统组成，每个系统的构成一般包括传感器、电控单元、执行机构等部件。

目前，国内部分企业、高校及科研机构已经初步掌握了新能源电控系统的软硬件开发能力，自主开发了先进的电驱动汽车分布式，高容错和强实时控制系统，高效、智能和低噪音的电动化控制系统（电动空调、电动转向、制动能量回馈控制系统）等已基本满足电动汽车规模示范的需要。但控制器基础硬件水平、产业化能力和国外相比仍有较大差距，电控系统关键电子单元如 IGBT 生产、动力电池控制芯片设计等技术瓶颈有待进一步突破，电控系统的软件开发工具基本上都是依靠国外相关开发工具，且种类繁多，相应的模块资源整合困难。此外，新能源汽车企业的控制器接口不统一，设备互换性差，成本高。南车时代、天津松正、宇通客车等公司将整车控制器与电机控制器集成，减少整车网络中控制节点数目，降低了成本和系统复杂度。

我们判断，目前客车企业的混合动力/插电式混合动力客车电控系统技术已逐步走向成熟，未来随着电控系统装机量的大幅度提升，其单台电控系统摊销成本有大幅下降空间。

图表 13. 电动汽车电控系统的核心组成部分

系统名称	主要功能
整车能量管理系统	是电动汽车电控系统的核心，负责整车能量消耗计算及功率分配
再生制动控制系统	控制车辆在制动过程中电机回收车辆动能的过程，可提高车辆的经济性和续航里程
电机驱动控制系统	主要由电机、电力电子变流器、数字控制器和传感器等几个核心部分组成，实现电能和机械能相互高效转化
电动助力转向控制系统	根据转向盘的输入力矩、转动方向以及汽车速度等信号，决定助力电机的旋转方向和助力扭矩大小，并将指令传递给电动机，通过离合器和减速机将辅助动力施加到转向系统中，从而完成实时控制的助力转向
动力总成控制系统	包括动力总成控制单元，发动机电控单元，电机控制器，AMT 控制器及动力电池管理系统，其中动力总成控制单元用以确定发动机和电动机输出功率的比例，以满足汽车的动力性、经济性、排放性等性能指标

资料来源：中银国际研究预测

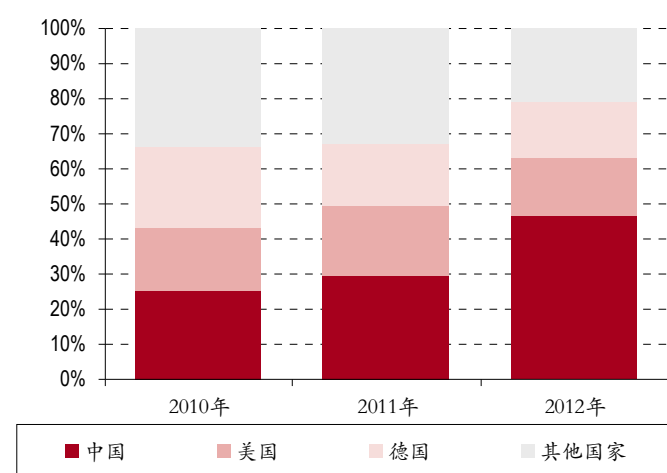
超级电容器

超级电容器是通过极化电解质来储能的一种电化学元件，是一种介于传统电容器与电池之间、具有特殊性能的电源，主要依靠双电层和氧化还原假电容电荷储存电能。它具有充电时间短、使用寿命长、温度特性好、节约能源和绿色环保等特点。

目前，超级电容器在混合动力客车和插电式混合动力客车中应用较为广泛。由于公交客车频繁启动和停车，使得蓄电池的放电过程变化很大，超级电容可以迅速高效地吸收电动汽车制动产生的再生动能，其早和均衡和能量回收作用使车辆的续航里程得到极大的提高。因此插电式混合动力和普通混合动力客车上加装超级电容器十分普遍。

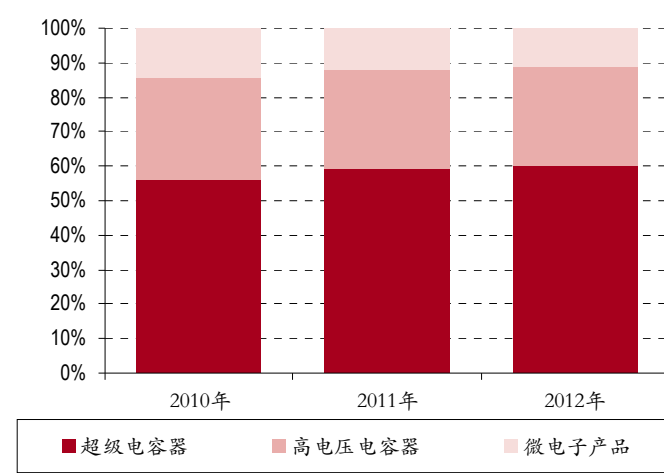
目前，国内客车上用的超级电容器采购自以 Maxwell 为代表的国外厂商和以上海奥威为代表的国内企业。Maxwell 产品以超级电容器为主导，而超级电容器主要的销售区域以中国为主。2013 年，公司超级电容收入达到 1.36 亿美元，同比大幅增长 42%。2013 年公司综合毛利率高达 39%，而 2012 年综合毛利率高达 41%。我们认为，由于目前国内企业尚不具备高性能超级电容器产业化生产能力，因此 Maxwell 产品享受较高的溢价。但我们也注意到，Maxwell 也较为依赖中国新能源客车市场，未来随着超级电容器市场兴起和国内电容器企业产业化能力提升，超级电容器产品采购成本仍有下降空间。

图表 14. Maxwell 销售收入分国别



资料来源：公司年报，中银国际研究预测

图表 15. Maxwell 销售收入分产品



资料来源：公司年报，中银国际研究预测

充换电设施建设步伐加速

我国建成或在建的新能源汽车基础设施主要包括新能源汽车充换电站和充电桩两大类，这些设施主要由国家电网公司、中国南方电网公司和普天新能源公司建设。过去几年，我国对新能源汽车基础设施建设并没有一个完整、清晰的规划，导致出现一些问题：1) 地方及有关企业在充换电站的模式及建设方式上不尽相同，每个城市都有自己的特点、互通性差；2) 地方政府急于完成示范推广任务，对充换电设施报建、审批、运营等方面的政策随意性大；3) 充换电站的土地使用权并不明确，充电电价也不统一。这些因素制约了充电设施的建设进度及发展。截至 2012 年底，三大公司已在全国范围内建成充换电站 400 余座，充电桩 18,000 多个。

对于客车市场而言，过去几年配套设施缺乏系统规划成为阻碍新能源公交普及的一大重要因素。2013 年，受中央政策鼓励的普通混合动力客车无需充电设施，因此获得公交公司的广泛欢迎。2014 年以来，普通混合动力已经无法继续获得政策的鼓励，而推广插电式混合动力和纯电动公交均需要配套的充电设施的完善。

我们注意到，随着各地新一轮新能源汽车补贴政策先后出台，对于充电设施的发展规划也更为清晰和明确。而国家电网公司董事长刘振亚近期也提出，电动汽车充电的充换电设施将对社会全面开放。我们判断，今明两年，各地政府将结合新能源客车的采购计划，进行相应的充电设施的建设。预计到 2015 年，各地充电桩建设布局将初步形成一个完整的充电网络。

图表 16. 各地充电桩建设计划

	现有充电设施情况	计划建设情况
北京	截至 2013 年 11 月底，北京市电力公司 2014 年内北京完成 1,000 个公用快充桩累计投资 8.26 亿元，建成电动汽车充布局建设。 换电站 69 座，包含充电桩 1,112 台，另有零散桩 235 台，充电桩共计 1,347 台。	
上海	上海已建成充换电站 12 座、充电桩 1,460 个、充电架 142 个、加氢站 3 座(其中移动加氢站 2 座)，建成了初步的充电监控网络。	目前，上海市连同公交车在内，共有近 2,000 辆电动车在运行。到 2015 年，上海市计划完成电动车运行总量 1 万辆的目标，并在全市布局 6,000 个以上的充电桩。
深圳	深圳已有 81 座充电站，3,000 个充电桩。	到 2015 年将建 168 座公交充电站，50 座出租车充电站，526 个快速充电桩，39,000 个慢速充电桩。
杭州	截至 2013 年 6 月，杭州市共建设 62 座换电站，620 个充电桩，其中 20 个充换电站已经投入使用。	未来杭州将建成集中充电站 4 座，充(换)电站 38 座，配送中心 145 座，充电桩 3,500 套
天津	天津市已运行节能与新能源汽车共 1,304 辆，建成充、换电站 7 座，充电桩 471 个	到 2015 年底，天津将推广应用 1.2 万辆新能源汽车，并建设 66 个充、换电站和 6,700 个充电桩，形成电动车快充网络。
重庆	重庆已建 200 个交流充电桩，3 座综合充电站，9 座快速充电站。	到 2015 年将建 5 座综合充电站 11 座快速直流充电站，275 个慢充充电桩。
广州	广州已有 52 个充电站。	未来广州计划建设各类充电站 105 个，各类充电桩(机)9,970 个。
成都	14 个充电站、201 套直流充电桩，679 个分布式交流充电桩。	到 2015 年成都将建 16 座充电站(平均每个站配 30 个以上直流充电桩)，3,000 个交流充电桩。

资料来源：中银国际研究预测

新能源客车市场步入加速推广期

补贴后售价合理、燃料成本大幅下降、新能源客车优越性显著

从目前各类车型的销售价格看，我们认为，在中央和地方财政两级补贴之后，新能源客车的实际采购价格已经与传统客车十分接近。

例如，普通 12 米燃气客车单台售价目前达到 50-60 万元，除少量省市补贴 3 万元外，大部分地区均没有补贴。而插电式气电混合动力客车单台售价 80-100 万元，扣除中央补贴的 25 万元后，单台售价 55-75 万元之间，由于大部分省市对于购买新能源客车均有相应的地方补贴（按照与中央补贴 1:1,0.5:1 或 0.3:1 的比例给予补贴支持），因此，如果考虑相应的地方补贴后，插电式气电混合动力客车采购价格将在 30-75 万之间，平均采购价格 52.5 万元，与燃气客车的采购价格基本相当。

纯电动客车由于电池成本较高，在扣除中央和地方补贴后，实际销售价格在 50-150 万元之间，销售均价在 100 万元。从目前采购纯电动客车的部分省市的采购价格看，多数地方补贴按与中央 1:1 的比例给予补贴，因此单台纯电动客车采购均价多数集中在 50-100 万元区间。

图表 17. 不同燃料类型公交车销售价格比较（以 12 米公交为例）

(人民币, 万元)	柴油车(国四排放标准)	燃气客车 (LNG/CNG)	插电式气电混 合动力车	纯电动客车
车企销售价格	40-50	50-60	80-100	150-200
中央补贴金额	0	0	25	50
地方补贴金额	0	0-5	0-25	0-50
补贴后价格	40-50	45-60	30-75	50-150
用户采购均价	45	52.5	52.5	100

资料来源：中银国际研究预测

而从不同燃料类型公交车的燃料成本角度分析，我们认为，传统柴油车每百公里运营成本在 312 元，燃气客车百公里运营成本达到 180 元，而插电式气电混合动力客车百公里运营成本仅 121 元，纯电动客车更低，仅 96 元。

如果这四类车型均按照 8 年的生命周期计算，那么使用插电式气电混合动力客车 8 年燃料成本仅 88 万元，较普通柴油车大幅降低 140 万元，较燃气客车降低 43 万元，纯电动客车 8 年期燃料成本仅 70 万元，比插电式气电混合动力客车更低。

由于纯电动客车和插电式气电混合动力客车分别需要使用动力电池，而目前动力电池寿命显著低于整车，一般仅能支持 1,000 余次循环寿命，我们按动力电池 4 年生命周期测算，因此新能源客车在运营周期中分别需要更换一组电池，因此这将推高新能源客车，尤其是纯电动客车的维护费用。

在综合考虑采购成本、燃料成本和维护成本的基础上，插电式气电混合动力客车具有最高的性价比优势。其全生命周期成本显著低于其他几类车型。纯电动客车全生命周期成本低于普通柴油车，但高于燃气客车，我们认为，如果未来动力电池的成本和性能得不到有效的改善，那么纯电动客车的综合优势并不显著。

图表 18. 不同燃料类型公交车全生命周期成本分析（以 12 米公交为例）

	柴油车(国四排放标准)	燃气客车(LNG/CNG)	插电式气电混合动力车	纯电动客车
百公里能耗	40L(柴油)	40m ³ (天然气)	20Kwh(电)+24m ³ (天然气)	150Kwh(电)
百公里燃料成本(元)	312	180	121	96
每日燃料费用(元)	780	450	302	240
全年燃料费用(万元)	28	16	11	9
8 年期燃料费用(万元)	228	131	88	70
整车采购成本(万元)	45	53	53	100
8 年期维护费用(万元)	10	10	20	80
全生命周期(8 年)使用成本(万元)	283	194	161	250

资料来源：中银国际研究预测

注：全年运营费用按照每年运营 365 天，每天运营 250 公里计算；柴油价格按照 7.8 元/升，天然气价格按照 4.5 元/立方米；电价按照 0.64 元/千瓦时计算。

预计 2014-16 年新能源客车总销量分别为 2.5 万台、3.5 万台和 5 万台

我们认为，各地政府在治理大气污染的巨大压力下，推广低污染低排放的新能源客车的热情极高，另一方面，在政府补贴的支持下新能源客车已经体现出较高的经济性。未来，随着新能源客车生产成本持续下降，性能稳步提升，以及充电设施的逐步完善，新能源客车市场有望加速放量。

我们预计，2014-16 年，新能源客车销量分别达到 2.5 万台、3.5 万台和 5 万台，在客车市场的比重分别达到 9.3%、12.4%、17.2%。其中公交车市场仍是新能源客车推广的主战场，预计 2014-16 年，新能源公交车销量分别达到 2.4 万台、3 万台和 4 万台，占公交市场的比重分别达到 25.8%、29.1%和 40%。除公交以外的其他客车市场未来将受经济性驱动，逐步推广新能源车型。

图表 19. 新能源客车销量预测

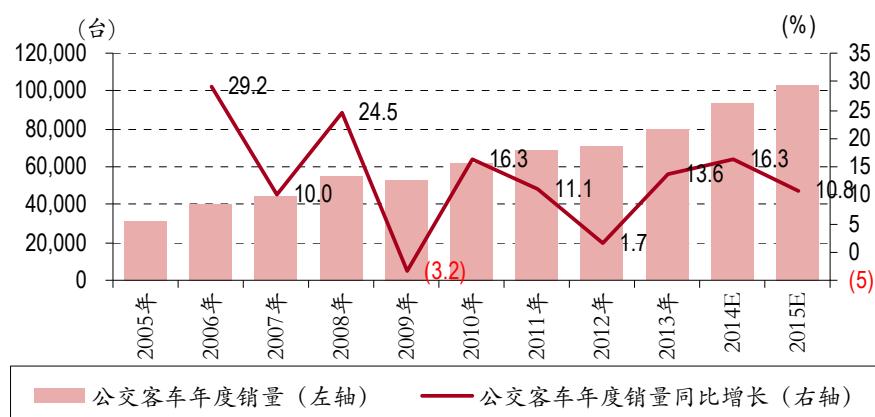
(台)	2013 年	2014E	2015E	2016E
公交客车销量	79,984	93,000	103,000	100,000
其中：新能源公交	10,000	24,000	30,000	40,000
新能源占比(%)	12.5	25.8	29.1	40.0
其他客车销量	173,489	176,332	179,459	190,227
其中：新能源客车	0	1,000	5,000	10,000
新能源占比(%)	0.0	0.6	2.8	5.3
客车行业总销量	253,473	269,332	282,459	290,227
新能源客车总销量	10,000	25,000	35,000	50,000
新能源占比(%)	3.9	9.3	12.4	17.2

资料来源：中国汽车工业协会，中银国际研究预测

新能源公交放量在即

对于公交整体市场，我们判断：1) 城镇化加速推进有望推动公交总体需求持续上升；2) “公交优先战略”实施加速公交车普及率提升；3) 黄标车淘汰加速公交车报废更新进程。在上述因素的影响下，我们认为，公交车市场在 2014 年和 2015 年仍将保持强劲增长态势。我们预计 2014-15 年，公交市场销量分别达到 9.3 万台和 10.3 万台，同比分别增长 16.3%和 10.8%。

图表 20. 2005 年以来中国公交客车年度销量情况



资料来源：中客网，中银国际研究预测

根据中央对于新能源公交的补贴政策，补贴范围包括：10 米及 10 米以上的插电式混合动力客车、6 米及 6 米以上的纯电动客车。从 2011-2013 年的数据看，10 米及 10 米以上公交客车销量分别达到 3.42 万台、4.04 万台、4.74 万台，占国内公交车总销量的 49%、57%和 59%。而 6 米及 6 米以上的公交车基本上占到公交总销量的 99%。虽然新能源公交补贴政策未涵盖 10 米以下插电式混合动力客车，但考虑到新能源客车的采购基本上以 10 米以上车型为主，因此可以认为中央补贴的覆盖面较全。

根据河北、广东、上海、江苏等地的采购规划，新能源公交和清洁能源公交采购占比将达到 60%-100%左右的比例。我们认为，京津冀、长三角、珠三角等人口密集城市是公交销量的主要区域，同时也是污染最为严重的区域，也是发展新能源公交最为迫切的区域。该类区域对新能源客车和清洁能源公交的采购达到 60%-100%的比重。其他地区也将大力推广节能与新能源客车。

我们预计，2014-16 年全国节能与新能源公交占公交总销量的比重将分别达到 60%、70%和 85%。其中新能源公交的比重将分别达到 25.8%、29.1%和 40%，其余是天然气公交。

对于天然气公交，我们认为，尽管其基本无污染物排放，且燃料成本显著低于普通柴油车，但相对于插电式气电混合动力公交，其价格优势并不明显，对于部分省市级补贴力度较大的城市，采购插电式气电混合动力客车价格甚至可能低于采购天然气客车。而从燃料成本角度而言，插电式气电混合动力客车较天然气公交燃料成本下降 40%以上，其 8 年期综合使用成本显著低于天然气公交，因此未来插电式混合动力客车有望抢占天然气公交市场份额。

运营类新能源客车经济性体现，具备推广潜力

我们认为，未来除了中长途客车之外，其他类型的客车均具备发展新能源客车的潜力。其中，旅游客车、企事业单位班车、校车、中短距离的城际客车（100 公里以内）发展新能源客车的条件较好，主要是由于上述几类车型均具备固定的运营线路，每次运营里程相对较短，有充足的时间充电。由于上述车型使用新能源客车可大幅节约运营成本，经济性明显。因此，未来随着电池技术的逐步成熟，将会有越来越多的用户出于经济性考虑，选择购买新能源客车用于商业运营。

根据我们的测算，运营纯电动和插电式混合动力客车每百公里费用仅 96 元、121 元，而普通客车运营费用需要达到 300 元，如每辆车每天运营 100-200 公里，新能源客车较传统客车的运营成本将减少 200-400 元。插电式混合动力客车采用大约 20Kwh 的电池，按 3,000-4,000 元/Kwh 的价格计算，其总成本是 6-8 万元，按照 1,500 次的充电次数折旧，单次充电折旧成本仅 40-53 元。如采购插电式混合动力客车的价格与传统车价格相当的话，那么运营方将有足够的动力去采购插电式混合动力客车。而纯电动客车需要采用大约 200Kwh，按 3000-4000 元/Kwh 的价格计算，其总成本是 60-80 万元，按照 1,500 次的充电次数折旧，单次充电折旧成本需要 400-533 元，已经超过了其节省的燃料成本，因此并不具有经济性，短期内难以大规模推广。

我们认为，公交车采购和运营基本属于公益性质，而运营类客车主要以营利为目的，一旦新能源客车的经济性和运营稳定性得到验证，那么其在用户中的推广将非常顺利。我们认为，未来随着新能源客车制造成本持续下降，性能逐步稳定，节能性进一步改善，未来运营类客车将逐步增加对新能源客车的需求。

我们认为，2014-16 年，新能源客车的总销量将分别达到 2.5 万台、3.5 万台、5 万台。公交车仍将是新能源客车推广量中占比最大的车型，但 2015 年之后，城际客车、旅游、企事业单位班线客车、校车等细分市场中，新能源客车有望逐步渗透，将成为新能源客车增量贡献。

插电式混合动力客车有望占据新能源客车 60% 的份额

在新能源客车中，由于插电式混合动力车型价格相对低廉，综合使用成本最低，充电时间要求较低，无里程焦虑，因此将更受市场青睐。而纯电动客车由于电池成本较高导致其售价居高不下，且电池损耗严重，充电时间过长，实际运营效率较低，且较依赖较完备的充电网络，未来在推广过程中遇到的阻碍将更大。

我们预计 2014-16 年，插电式混合动力将占据新能源公交中的 60% 左右的市场份额。预计 2014-15 年，插电式混合动力销量分别达到 1.5 万台、2 万台和 3 万台，而纯电动销量分别为 1 万台、1.5 万台和 2 万台。

图表 21. 新能源客车销量中，纯电动客车和插电式混合动力客车销量预测

(台)	2014E	2015E	2016E
新能源客车总销量	25,000	35,000	50,000
其中：纯电动客车	10,000	15,000	20,000
插电式混合动力客车	15,000	20,000	30,000

资料来源：中银国际研究预测

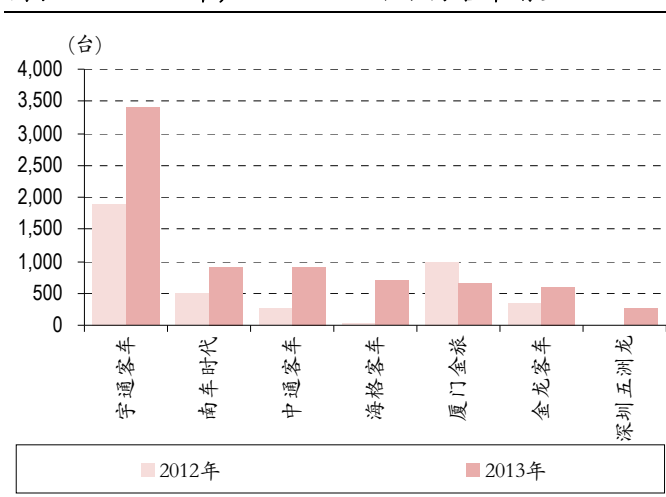
谁将受益？

从 2013 年的新能源客车的推广情况看，2013 年国内新能源客车累计推广量达到 1 万台以上，其中大部分车型为混合动力客车（含插电式混合动力），占比达到 80% 以上，纯电动客车推广总量不足 2,000 台。

从各家公司推广情况看，宇通客车一直是新能源客车推广的龙头企业，其混合动力客车（含插电式混合动力）销量遥遥领先于竞争对手，市场份额达到 40% 左右。南车时代、中通客车、海格客车、厦门金旅、金龙客车混合动力客车推广量分别排名第 2-6 名，销量分别达到 600-900 台左右。

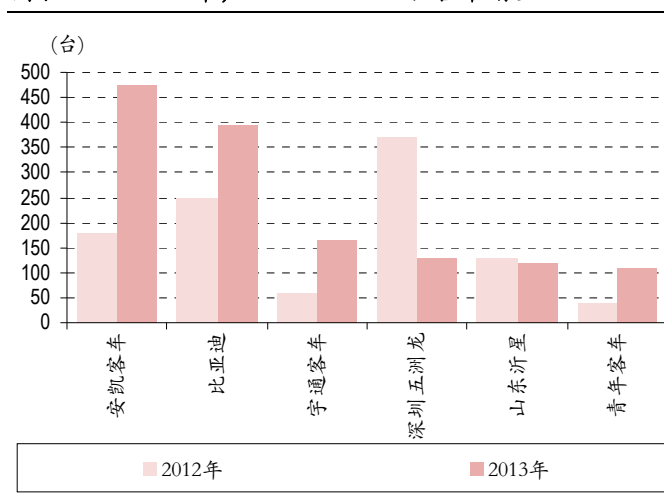
在纯电动客车市场，安凯客车销量水平较为领先，其 2013 年纯电动客车销量近 500 台，市场份额达到 25% 以上；比亚迪电动客车销量达到 400 台左右，占大约 25% 的市场份额。此外，宇通客车、深圳五洲龙、山东沂星也分别占据纯电动客车市场一定的市场份额。

图表 22. 2012-13 年，主流企业混合动力客车销量



资料来源：中银国际研究预测

图表 23. 2012-13 年，主流企业纯电动客车销量



资料来源：中银国际研究预测

未来几年，普通混合动力客车由于无法享受中央财政补贴，可能将退出市场。新能源客车市场将由插电式混合动力客车和纯电动客车主导。

我们认为，2014-16 年将是中国新能源客车大规模推广的黄金时期，具备领先技术水平、广泛的客户基础、规模化生产能力、低成本优势的企业将在本轮新能源客车推广中最为受益。基于上述选股逻辑，我们重点推荐新能源客车龙头宇通客车、纯电动客车龙头安凯客车以及新能源客车电动空调龙头松芝股份。

图表 24. 主流新能源客车企业销量预测

(台)	2013E	2014E	2015E	2016E
行业总量	10,000	25,000	35,000	50,000
宇通客车	3,900	10,000	13,000	18,000
市场份额(%)	39.0	40.0	37.1	36.0
安凯客车	770	1,000	1,300	1,600
市场份额(%)	7.7	4.0	3.7	3.2
中通客车	1,000	1,800	2,500	3,200
市场份额(%)	10.0	7.2	7.1	6.4
金龙汽车	2,000	2,800	4,000	5,000
市场份额(%)	20.0	11.2	11.4	10.0
比亚迪	400	2,000	3,000	3,500
市场份额(%)	4.0	8.0	8.6	7.0
其他企业	1,930	7,400	11,200	18,700
市场份额(%)	19.3	29.6	32.0	37.4

资料来源：中银国际研究预测



买入

68% ↑

目标价格: 人民币 26.00

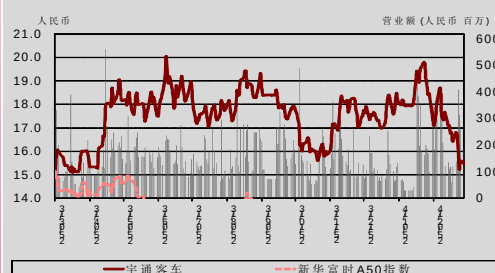
600066.CH

价格: 人民币 15.47

目标价格基础: 15 倍 2014 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(11.9)	(11.7)	(11.7)	3.3
相对新华富时 A50 指数	(5.4)	(11.9)	(6.9)	24.9

发行股数 (百万)	1,274
流通股 (%)	67
流通股市值 (人民币 百万)	19,704
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	150
净负债比率 (%) (2014E)	净现金
主要股东 (%)	
郑州宇通集团	33

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

宇通客车

新能源业务有望持续超预期

2013 年, 公司实现净利润 18.2 亿元, 同比增长 17.6%, 折合每股收益 1.43 元, 公司业绩超出市场预期。展望未来, 宇通客车插电式混合动力客车在技术、成本、节油 (气) 率方面均显著领先于竞争对手, 扣除中央补贴后, 该车售价仅略高于传统车型, 但全生命周期使用成本显著低于柴油车和天然气客车, 其销量有望持续超预期。未来公司还将推出全系列纯电动客车。我们判断, 未来 3 年公司新能源客车销量将分别达到 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台, 占据新能源客车市场 35%-40% 的份额。我们预计, 2014-16 年公司每股收益分别为 1.73 元、2.10 元和 2.50 元, 其中新能源贡献将分别达到 41%、48% 和 59%。针对市场担心的长途客车市场下滑问题, 我们认为长途客车在公司销量的占比为 40%, 即便每年下降 10% (最悲观假设), 其负面影响也完全可由新能源客车弥补。我们认为, 公司目前市盈率不足 9 倍, 正处于估值洼地, 仍维持买入评级。

支撑评级的要点

- 预计 2014-16 年宇通新能源客车销量达到 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台。我们认为, 公司插电式混合动力客车采购成本较传统车型略微提升, 燃料成本大幅下降, 已具备大规模普及条件, 未来几年公司有望占据新能源客车市场 35%-40% 的市场份额。
- 新能源公交盈利有望超预期。公司新能源公交产品竞争力突出, 盈利能力显著高于传统客车产品。随着产销规模扩大及核心零部件成本持续下降, 未来公司新能源盈利能力有望持续上升。我们预计, 至 2016 年新能源客车将为公司贡献 18.6 亿元净利润, 占公司净利润的 59%。
- 传统客车市场上, 宇通市场份额仍将提升。我们认为, 高铁分流仍将影响长途客车市场, 但公交、校车、旅游团体客车市场发展空间依然广阔, 同时客车出口仍将保持快速增长态势。我们认为, 传统客车市场总体将保持平稳, 宇通市场份额仍将持续提升。

评级面临的主要风险

- 国内座位客车市场持续低于预期。新能源客车实际推广情况低于预期

估值

- 我们预计公司 2014-16 年每股收益 1.73 元、2.10 元、2.50 (未考虑资产注入影响)。维持买入评级, 维持目标价 26.00 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 *(人民币 百万)	19,763	22,094	25,737	29,340	33,447
变动 (%)	17	12	16	14	14
净利润 (人民币 百万)	1,550	1,823	2,206	2,676	3,185
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.500
变动 (%)	31.2	17.6	21.0	21.3	19.0
全面摊薄市盈率 (倍)	12.7	10.8	8.9	7.4	6.2
每股现金流量 (人民币)	1.08	1.52	2.76	2.53	3.05
价格/每股现金流量 (倍)	14.4	10.2	5.6	6.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	12.5	8.1	3.9	3.6	2.3
每股股息 (人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.787
股息率 (%)	2.5	3.2	3.5	4.3	5.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*按年底股本计算

公司业绩超出市场预期

2013 年，宇通客车实现营业收入 221 亿元，同比增长 11.8%，实现净利润 18.2 亿元，同比增长 17.6%，折合每股收益 1.43 元。公司年报业绩超出市场预期。2013 年，公司销量增长 8.5%，收入增长 11.8%，受新增折旧影响（较 2012 年增加 2.9 亿元），公司毛利率下降 0.5 个百分点至 19.5%。我们认为，在折旧压力大增的情况下，公司业绩增长主要受益于新能源公交和出口业务的快速增长，2013 年公司实现新能源客车销量 3,897 台，同比增长 118%；全年出口销量约 6,000 台，同比增长 18.7%。

其中 2013 年 4 季度公司实现营业收入 84 亿元，同比增长 30.5%，实现净利润 9.3 亿元，同比增长 60.4%。我们认为，4 季度公司业绩大幅增长主要有以下几个方面原因：

- 1) 公司其他应收款中，8 亿元土地款于 4 季度顺利收回，此前累计计提的 2.6 亿元坏账准备于 4 季度一次性转回。然而受应收账款减值损失增加和存货减值准备增加影响，4 季度公司资产减值损失金额为-1.44 亿元。
- 2) 4 季度，公司执行新能源客车订单约 1,500 台，同时交付委内瑞拉客车订单约 1,000 台，上述订单均价和毛利率均显著高于传统产品，受益于此，公司 4 季度在销量增长 22.1%的情况下，实现收入增长 30.5%。且 4 季度单季度毛利率高达 21.5%，显著高于前 3 季度水平。

图表 1. 宇通客车 2013 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2013 年 4 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	19,763	22,094	11.8	8,424	30.5	110.3
营业成本	15,818	17,794	12.5	6,615	31.6	101.4
主营税金及附加	117	124	5.8	58	39.6	298.5
主营利润(毛利)	3,829	4,176	9.1	1,751	26.3	148.1
销售费用	1,150	1,241	8.0	511	33.6	144.5
管理费用	881	1,071	21.6	347	19.0	42.6
财务费用	(38)	8	(120.8)	16	(1,494.0)	(254.8)
资产减值损失	259	11	(95.8)	(144)	(190.9)	597.1
公允价值变动净收益	(2)	8	(538.3)	2	(212.3)	21.2
营业利润	1,576	1,853	17.6	1,024	85.2	258.2
投资收益	61	31	(49.5)	19	(1,746.4)	-
营业外收入	144	210	46.0	25	(78.2)	41.8
营业外支出	16	7	(56.4)	1	(85.4)	(18.8)
利润总额	1,765	2,087	18.2	1,066	62.3	253.3
所得税	215	265	23.2	141	76.3	286.7
净利润	1,550	1,822	17.6	925	60.4	248.7
少数股东损益	0	(1)	(1,115.6)	(0)	350.3	303.0
归属于母公司净利润	1,550	1,823	17.6	925	60.4	248.7
每股收益(元)	1.22	1.43		0.73		

财务指标(%)			
毛利率	20.0	19.5	21.5
经营利润率	8.0	8.4	12.2
净利率	7.8	8.2	11.0

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

销量展望及经营计划

2013 年，公司累计销量 5.6 万台，同比增长 8.5%。2013 年公司市场份额达到 22.1%，同比增长 1.8 个百分点。其中，公司在公交客车市场份额提升了 5.5 个百分点至 23.3%，在座位客车市场份额提高了 1 个百分点至 20.7%。

展望 2014 年，我们预计客车行业增速为 4%，其中，公交客车市场增速为 16% 左右，校车市场增速为 12% 左右，座位客车市场受高铁分流和宏观经济不景气影响或将出现一定的下滑。我们预计，2014 年宇通客车销量增速为 9%，在客车市场的份额仍将进一步提升，预计提升幅度为 1 个百分点左右。

根据公司经营计划，2014 年公司收入计划 255.7 亿元，同比增长 15.7%。我们认为，2014 年公司产品结构仍将保持改善，售价和盈利能力较高的新能源客车占比仍将大幅提升。2014 年，公司计划费用为 27.6 亿元，计划费用率达到 10.8%，较 2013 年小幅攀升。

图表 2. 宇通 2012-2013 年销量及市场份额

(台)	销量及增速			市场份额		
	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2012 年 (%)	2013 年 (%)	同比变动(百分点)
座位客车	30,651	29,445	(3.9)	19.7	20.7	1.0
校车	7,846	7,229	(7.9)	28.9	25.4	(3.5)
公交客车	12,501	18,659	49.3	17.8	23.3	5.5
卧铺及其他	690	735	6.5	38.1	24.0	(14.1)
合计	51,688	56,068	8.5	20.3	22.1	1.8

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

未来两年无新增折旧压力

2012 年，受新能源项目达产转固影响，公司在建工程转入固定资产规模达到 22.9 亿元。2013 年，公司新能源技术改造项目进度略微放缓，全年在建工程转入固定资产规模 3.53 亿元。我们预计，新能源技术改造项目逐步投产。此外，公司新能源基地销售中心和研发中心项目以及仓储中心项目将于 2015 年后逐步转过。

2013 年，公司折旧金额达到 5.62 亿元，较 2012 年增加 2.87 亿元。我们预计 2014 年公司折旧压力将小幅减轻，预计 2014-15 年公司折旧金额分别在 5-6 亿元之间。未来两年公司将基本上不存在新增折旧的压力。

新能源客车有望成为公司最大的盈利增长点

2013 年，公司销售新能源客车共计 3,897 台，同比增长 118%，公司销量占新能源客车市场 40% 左右的市场份额。我们认为，2014 年起，中国新能源客车将进入大规模推广普及期，预计 2014-16 年，新能源客车行业销量将分别达到 2.5 万台、3.5 万台和 5 万台。公司插电式混合动力客车技术及成本远远领先于竞争对手，有望在市场化竞争中脱颖而出，此外，未来随着锂电池技术逐渐走向成熟，公司也将推出系列化纯电动客车产品。我们预计 2014-16 年，公司新能源客车销量将分别达到 1 万台、1.3 万台和 1.8 万台，市场份额保持在 35%-40% 之间。

我们判断，随着新能源产品规模效应体现及核心组件成本的持续下降，未来公司新能源客车利润率将保持在 10% 以上的水平，我们按照 2014-16 年新能源客车净利润率达到 10%、11% 和 11.5% 测算，预计未来三年新能源客车净利润贡献分别达到 9 亿元、12.87 亿元和 18.63 亿元，新能源客车业务占公司净利润的比重分别达到 40.8%、48.1% 和 59.1%。

图表 3. 公司新能源客车业务盈利预测

	2014E	2015E	2016E
新能源客车销量(台)	10,000	13,000	18,000
均价(万元/台)	90	90	90
新能源收入(百万元)	9,000	11,700	16,200
新能源客车净利润率(%)	10.0	11.0	11.5
新能源业务净利润(百万元)	900	1,287	1,863
新能源盈利贡献占公司净利润的比重(%)	40.8	48.1	59.1

资料来源：中银国际研究预测

估值

我们预计公司 2014-16 年每股收益 1.73 元、2.10 元、2.50 (未考虑资产注入影响)。当前股价对应公司 2014 年市盈率不足 9 倍，处于估值洼地，我们维持 **买入** 评级，维持目标价 26.00 元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入*	19,763	22,094	25,737	29,340	33,447
销售成本	(15,934)	(17,918)	(20,816)	(23,589)	(26,791)
经营费用	(1,993)	(1,728)	(2,104)	(2,654)	(3,139)
息税折旧前利润	1,836	2,448	2,817	3,097	3,517
折旧及摊销	(298)	(587)	(624)	(456)	(373)
经营利润(息税前利润)	1,538	1,861	2,193	2,641	3,144
净利息收入/(费用)	38	(8)	121	211	279
其他收益/(损失)	189	234	210	210	221
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,062	3,644
所得税	(215)	(265)	(316)	(383)	(455)
少数股东权益	(0)	1	(3)	(3)	(4)
净利润	1,550	1,823	2,206	2,676	3,185
核心净利润	1,565	1,848	2,231	2,701	3,211
每股收益(人民币)	1.216	1.431	1.732	2.100	2.500
核心每股收益(人民币)	1.229	1.451	1.751	2.120	2.520
每股股息(人民币)	0.387	0.500	0.545	0.662	0.787
收入增长(%)	17	12	16	14	14
息税前利润增长(%)	15	21	18	20	19
息税折旧前利润增长(%)	18	33	15	10	14
每股收益增长(%)	31	18	21	21	19
核心每股收益增长(%)	32	18	21	21	19

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

*不含营业税金及附加

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,765	2,087	2,524	3,062	3,644
折旧与摊销	298	587	624	456	373
净利息费用	(38)	8	(121)	(211)	(279)
运营资本变动	(470)	(300)	(359)	472	825
税金	(215)	(265)	(316)	(383)	(455)
其他经营现金流	32	(180)	1,160	(178)	(219)
经营活动产生的现金流	1,372	1,937	3,513	3,218	3,889
购买固定资产净值	(1,896)	(921)	(776)	(784)	(788)
投资减少/增加	(7,117)	(10,618)	10	10	11
其他投资现金流	6,697	11,436	0	0	0
投资活动产生的现金流	(2,316)	(104)	(766)	(774)	(777)
净增权益	2,594	71	0	0	0
净增债务	443	(255)	(195)	0	0
支付股息	(156)	(493)	(637)	(695)	(843)
其他融资现金流	27	37	(55)	212	280
融资活动产生的现金流	2,908	(639)	(886)	(483)	(563)
现金变动	1,963	1,194	1,861	1,962	2,549
期初现金	1,091	3,013	4,207	6,068	8,029
公司自由现金流	(944)	1,833	2,747	2,444	3,112
权益自由现金流	(464)	1,571	2,674	2,656	3,391

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	3,875	5,003	6,057	8,018	10,567
应收帐款	3,891	4,284	3,761	3,982	3,972
库存	1,258	1,401	1,262	1,433	1,632
其他流动资产	992	1,066	1,200	1,200	1,200
流动资产总计	10,016	11,753	12,280	14,633	17,371
固定资产	3,273	3,424	3,492	3,739	4,075
无形资产	848	878	968	1,056	1,144
其他长期资产	142	142	142	142	142
长期资产总计	4,263	4,445	4,602	4,938	5,361
总资产	14,279	16,198	16,882	19,571	22,732
应付帐款	5,397	6,139	5,299	6,003	6,818
短期债务	304	195	0	0	0
其他流动负债	703	676	1,000	1,000	1,000
流动负债总计	6,404	7,010	6,299	7,003	7,818
长期借款	156	4	4	4	4
其他长期负债	400	426	250	251	252
股本	705	1,274	1,274	1,274	1,274
储备	6,610	7,473	9,042	11,023	13,365
股东权益	7,315	8,747	10,316	12,297	14,639
少数股东权益	5	10	13	16	19
总负债及权益	14,279	16,197	16,882	19,571	22,732
每股帐面价值(人民币)	5.74	6.87	8.10	9.65	11.49
每股有形资产(人民币)	5.08	6.18	7.34	8.82	10.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.04)	(3.15)	(4.76)	(6.30)	(8.30)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.3	11.1	10.9	10.6	10.5
息税前利润率(%)	7.8	8.4	8.5	9.0	9.4
税前利润率(%)	8.9	9.4	9.8	10.4	10.9
净利率(%)	7.8	8.2	8.6	9.1	9.5
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	nm	236.4X	nm	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.5	1.7	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	12.7	10.8	8.9	7.4	6.2
核心业务市盈率(倍)	12.6	10.7	8.8	7.3	6.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	21.2	17.9	14.8	12.3	10.3
市净率(倍)	2.7	2.3	1.9	1.6	1.3
价格/现金流(倍)	14.4	10.2	5.6	6.1	5.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.5	8.1	3.9	3.6	2.3
周转率					
存货周转天数	27.3	27.1	23.3	20.8	20.9
应收帐款周转天数	53.2	67.5	57.0	48.2	43.4
应付帐款周转天数	84.4	95.3	81.1	70.3	70.0
回报率					
股息支付率(%)	31.8	34.9	31.5	31.5	31.5
净资产收益率(%)	29.1	22.7	23.1	23.7	23.6
资产收益率(%)	12.2	10.7	11.6	12.7	13.0
已运用资本收益率(%)	27.6	22.2	22.7	23.3	23.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



买入

51% ↑

目标价格: 人民币6.18

000868.CH

价格: 人民币 4.09

目标价格基础: 60倍 2014年市盈率

板块评级: 增持

安凯客车

客车业务迎来经营反转，达州项目潜在盈利贡献巨大

2013年，在董事会和管理层换届、营销体系整合、部分混合动力客车未能获得国家补贴等负面影响下，公司经营层面出现亏损。我们判断，目前公司组织架构调整已全部完成，预计2014年2季度起，公司销量和盈利水平将出现显著改善。公司是国内纯电动客车推广量最大、运营经验最丰富的企业，我们判断随着新能源客车市场的快速增长，公司纯电动客车销量和盈利贡献将快速增长。公司参股35%的达州鼎富清洁能源公司未来将主营液化天然气的生产和销售，该项目总投资额10亿元，是当地最大的投资项目之一，备受地方政府支持，我们判断项目有望顺利推进，未来盈利贡献显著。我们认为，公司主营业务有望持续改善，同时投资项目也将进入收获期，公司总体前景向好，我们给予公司买入评级和目标价6.18元。

支撑评级的要点

- **传统客车业务迎来经营反转。**我们预计，在管理层和销售部门调整到位后，公司今年客车销量有望达到14,000台，同比增长33%。同时，公司将严格控制成本和销售价格，预计盈利质量将明显改善。
- **达州项目盈利前景广阔。**公司参股的达州项目投资金额巨大，备受当地政府支持，我们预计该项目有望顺利推进。我们判断，随着车用燃气的需求持续增长，未来气价仍将持续提高。在气价年均保持10%增长的假设下，我们预计至2016年，该项目有望为公司贡献净利润近2亿元。
- **新能源客车有望保持快速增长。**公司是纯电动客车龙头，并具备三相交流异步电机生产能力，有望受益于纯电动客车的大规模推广。此外，公司插电式混合动力客车也已快速上量。预计2014-16年，公司新能源销量将达到1,000台、1,300台和1,600台。

评级面临的主要风险

- 国内座位客车市场持续低于预期。达州项目进展低于预期。

估值

- 我们预计2014-16年每股收益分别为0.1元、0.16元和0.45元，首次覆盖给予公司买入评级，目标价为6.18元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,841	3,539	6,200	6,800	7,500
变动(%)	3	(8)	75	10	10
净利润(人民币 百万)	95	(35)	72	114	314
全面摊薄每股收益(人民币)	0.137	(0.050)	0.103	0.164	0.452
变动(%)	(3.0)	(136.5)	(306.4)	59.6	174.7
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	(81.9)	39.7	24.9	9.1
每股现金流量(人民币)	0.61	(0.2)	0.84	0.98	1.01
价格/每股现金流量(倍)	6.7	(19.6)	4.9	4.2	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.4	(13.2)	2.8	1.8	1.0
每股股息(人民币)	0.059	0.000	0.041	0.066	0.181
股息率(%)	1.4	0.0	1.0	1.6	4.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	3.8	(0.2)	0.2	(7.5)
相对新华富时A50指数	10.8	(1.9)	6.0	14.4

发行股数(百万)	696
流通股(%)	79
流通股市值(人民币 百万)	2,845
3个月日均交易额(人民币 百万)	44
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
安徽江淮汽车集团	21

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年3月24日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

图表 1. 安凯客车分车型销量情况

(台)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
座位客车	6,317	6,429	6,023	5,365
校车	320	373	1,568	477
公交客车	3,376	4,894	4,710	4,700
卧铺及其他	0	4	112	0
合计	10,013	11,700	12,413	10,542

资料来源：中国汽车工业协会，中银国际研究预测

图表 2. 安凯客车 2013 年年报业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2013 年 4 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入	3,841	3,539	(7.9)	737	(37.8)	(1.1)
营业成本	3,320	3,335	0.5	784	(20.4)	11.0
营业税金及附加	5	8	55.5	1	(22.5)	(10.2)
主营业务利润	516	195	(62.2)	(48)	(124.3)	(226.1)
销售费用	240	250	4.2	102	(2.8)	82.5
管理费用	201	218	8.1	75	(9.6)	45.6
财务费用	7	9	26.2	8	431.1	2,339.9
资产减值损失	23	43	91.1	30	159.5	-
营业利润	45	(325)	(821.2)	(263)	8,288.7	278.3
投资收益	5	15	211.1	7	13.1	264.1
营业外收入	67	266	295.5	241	421.8	1719.0
营业外支出	1	1	8.6	0	(15.9)	12.4
利润总额	116	(45)	(139.0)	(16)	(133.1)	(70.6)
所得税	17	(6)	(134.8)	(10)	(177.0)	(4,767.2)
少数股东损益	4	(5)	(218.1)	4	2,772.4	(171.6)
净利润	95	(35)	(136.5)	(10)	(128.8)	(79.0)
每股收益(元)	0.14	(0.05)		(0.01)		

财务指标(%)

毛利率	13.6	5.8	(6.3)
营业利润率	1.2	(9.2)	(35.7)
净利润率	2.5	(1.0)	(1.4)

资料来源：公司数据，中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,841	3,539	6,200	6,800	7,500
销售成本	(3,325)	(3,344)	(5,626)	(6,170)	(6,768)
经营费用	(421)	(466)	(682)	(753)	(820)
息税折旧前利润	96	(270)	(108)	(124)	(88)
折旧及摊销	(44)	(46)	(56)	(70)	(88)
经营利润(息税前利润)	52	(316)	(164)	(193)	(176)
净利息收入/(费用)	(7)	(9)	14	28	37
其他收益/(损失)	71	279	258	323	498
税前利润	116	(45)	108	158	360
所得税	(17)	6	(15)	(20)	(24)
少数股东权益	(4)	5	(22)	(24)	(22)
净利润	95	(35)	72	114	314
核心净利润	105	(35)	105	152	334
每股收益(人民币)	0.137	(0.050)	0.103	0.164	0.452
核心每股收益(人民币)	0.151	(0.050)	0.152	0.219	0.480
每股股息(人民币)	0.059	0.000	0.041	0.066	0.181
收入增长(%)	3	(8)	75	10	10
息税前利润增长(%)	(41)	(709)	(48)	18	(9)
息税折旧前利润增长(%)	(27)	(383)	(60)	14	(29)
每股收益增长(%)	(3)	(136)	(306)	60	175
核心每股收益增长(%)	4	(133)	(404)	44	120

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	116	(45)	108	158	360
折旧与摊销	44	46	56	70	88
净利息费用	7	9	(14)	(28)	(37)
运营资本变动	124	(31)	662	582	579
税金	(17)	6	(15)	(20)	(24)
其他经营现金流	149	(129)	(215)	(82)	(262)
经营活动产生的现金流	423	(145)	582	680	703
购买固定资产净值	(131)	(220)	(346)	(342)	(342)
投资减少/增加	(44)	6	10	25	200
其他投资现金流	44	24	0	0	0
投资活动产生的现金流	(132)	(189)	(336)	(317)	(142)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	95	(70)	(317)	0	0
支付股息	(35)	(42)	0	(29)	(46)
其他融资现金流	(34)	(98)	52	29	38
融资活动产生的现金流	25	(210)	(265)	1	(7)
现金变动	316	(544)	(19)	363	553
期初现金	1,474	1,790	1,246	1,228	1,591
公司自由现金流	291	(334)	246	363	561
权益自由现金流	379	(413)	(57)	391	598

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,790	1,324	1,328	1,691	2,244
应收帐款	642	1,069	1,203	1,319	1,455
库存	310	462	613	674	740
其他流动资产	506	420	500	600	600
流动资产总计	3,249	3,275	3,644	4,284	5,039
固定资产	585	837	1,101	1,334	1,551
无形资产	187	223	264	304	341
其他长期资产	130	103	103	103	103
长期资产总计	901	1,162	1,468	1,741	1,995
总资产	4,150	4,437	5,112	6,024	7,034
应付帐款	2,107	2,486	3,301	4,103	4,821
短期债务	197	317	0	0	0
其他流动负债	112	159	204	204	204
流动负债总计	2,416	2,962	3,505	4,307	5,025
长期借款	190	0	0	0	0
其他长期负债	161	212	250	251	252
股本	704	696	696	696	696
储备	622	518	589	675	943
股东权益	1,326	1,213	1,285	1,370	1,639
少数股东权益	60	51	73	96	118
总负债及权益	4,152	4,437	5,112	6,024	7,034
每股帐面价值(人民币)	1.88	1.74	1.85	1.97	2.36
每股有形资产(人民币)	1.62	1.42	1.47	1.53	1.87
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.99)	(1.34)	(1.76)	(2.29)	(3.08)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.5	(7.6)	(1.7)	(1.8)	(1.2)
息税前利润率(%)	1.4	(8.9)	(2.6)	(2.8)	(2.3)
税前利润率(%)	3.0	(1.3)	1.7	2.3	4.8
净利率(%)	2.5	(1.0)	1.2	1.7	4.2
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	7.6X	(36.6X)	nm	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	0.9	0.9	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	29.9	(81.9)	39.7	24.9	9.1
核心业务市盈率(倍)	27.1	(81.9)	27.0	18.7	8.5
目标价对应核心业务市	41.0	(123.8)	40.8	28.3	12.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.2	2.3	2.2	2.1	1.7
价格/现金流(倍)	6.7	(19.6)	4.9	4.2	4.0
企业价值/息税折旧前利	3.4	(13.2)	2.8	1.8	1.0
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	40.0	39.8	31.7	34.5	34.4
应收帐款周转天数	56.7	88.2	66.9	67.7	67.5
应付帐款周转天数	180.2	236.8	170.3	198.7	217.2
回报率					
股息支付率(%)	43.9	0.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	7.3	(2.7)	5.7	8.6	20.9
资产收益率(%)	1.1	(7.4)	(3.0)	(3.0)	(2.5)
已运用资本收益率(%)	3.1	(18.9)	(11.1)	(13.7)	(10.9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



谨慎
买入

19% ↑

目标价格: 人民币 17.74

002454.CH

价格: 人民币 14.86

目标价格基础: 22 倍 2014 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	50	43	53.5	77.1
相对新华富时 A50 指数	57	41	59.2	97.5

发行股数 (百万)	312
流通股 (%)	48
流通股市值 (人民币 百万)	4,636
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	56
净负债比率 (%) (2013E)	净现金
主要股东 (%)	
陈福成	52

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2014 年 3 月 24 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车

宋佳佳

(8621) 2032 8532

jiajia.song@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513090002

松芝股份

新能源客车空调业绩弹性巨大

公司是新能源客车电动空调龙头, 未来几年, 公司有望受益于纯电动客车市场的大规模推广。我们预计, 2014-15 年新能源电动空调销量将分别达到 6,000 台和 9,000 台, 至 2015 年纯电动客车空调业务盈利将占公司净利润的 40% 左右。受益于黄标车淘汰, 公交市场仍将保持 10% 左右的复合增长, 公司在传统公交市场的份额仍将进一步提升, 传统空调业务有望保持平稳。与此同时, 公司冷冻冷藏制冷设备业务有望受益于冷链物流市场的强劲增长, 预计 2014 年有望扭亏为盈, 中长期发展前景广阔。我们预计, 未来两年公司每股收益分别为 0.81 元、1.02 元, 考虑到控股股东持续减持带来的估值压力, 我们给予公司谨慎买入评级, 目标价 17.74 元。

支撑评级的要点

- 预计公司 2014-15 年新能源空调销量将达到 6,000 台、9,000 台。2014 年前两个月, 公司已接获新能源电动客车空调订单 2,000 台, 远高于 2013 年全年 1,300 台左右的销量。我们预计, 2014 年国内纯电动客车销量将达到 10,000 台左右。公司是客车空调市场龙头, 是为数不多的掌握新能源客车空调核心技术的公司之一, 且在国内大部分大中型城市公交公司客户中拥有较强的影响力和市场口碑。我们判断, 公司有望占据新能源客车空调 60% 左右的市场份额。
- 预计新能源空调单台净利润是传统空调的 3 倍甚至更高。新能源电动空调售价较传统空调高出 1 倍, 毛利率较传统空调提升 5% 左右。我们判断, 新能源空调的净利润率较传统空调也将有至少 5% 的提升。
- 2014-15 年新能源空调盈利贡献分别达到 34%、40%。按 2014-15 年新能源空调单价分别为 6 万元/台、5.6 万元/台, 以及 24%、25% 的净利润率计算, 预计新能源空调净利润贡献分别达到 8,600 万元和 1.26 亿元。
- 传统客车空调仍将保持平稳。2014-2015 年, 公交市场将迎来“黄标车”报废更新高峰。我们判断公交行业仍将保持 10% 以上的复合增长。此外, 随着公司与中通客车成立合资公司, 未来中通客车的客车空调也将主要由公司来提供。我们预计, 公司传统空调仍将保持稳中有升。

评级面临的主要风险

- 新能源客车实际推广情况低于预期; 控股股东大规模减持。

估值

- 公司将直接受益于新能源客车市场的爆发式增长, 业绩弹性巨大, 我们预计公司 2014-15 年的每股收益将分别达到 0.81 元、1.02 元。我们给予首次评级谨慎买入, 目标价格 17.74 元。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	1,536	1,515	2,001	2,706	3,124
变动 (%)	18	(1)	32	35	15
净利润 (人民币 百万)	232	146	179	252	317
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.742	0.468	0.574	0.806	1.015
变动 (%)	1.3	(37.0)	22.7	40.4	25.9
全面摊薄市盈率 (倍)	20.0	31.8	25.9	18.4	14.6
每股现金流量 (人民币)	0.08	0.33	0.13	0.21	0.62
价格/每股现金流量 (倍)	194.2	44.7	114.6	71.8	23.9
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	165.0	39.3	101.4	64.6	21.4
每股股息 (人民币)	0.300	0.000	0.181	0.254	0.320
股息率 (%)	2.0	0.0	1.2	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1. 松芝股份新能源电动空调业绩测算

	2013E	2014E	2015E
销量(台)	36,000	40,000	44,000
其中: 传统客车空调	34,700	34,000	35,000
新能源客车空调	1,300	6,000	9,000
单价(万元/台)	3.0	3.4	3.4
其中: 传统客车空调	2.9	2.9	2.8
新能源客车空调	6.0	6.0	5.6
销售收入(百万元)	1,084	1,346	1,484
其中: 传统客车空调	1,006	986	980
新能源客车空调	78	360	504
净利润率(%)	15.5	17.4	18.4
其中: 传统客车空调	15	15	15
新能源客车空调	22	24	25
净利润(百万元)	168	234	273
其中: 传统客车空调	151	148	147
新能源客车空调	17	86	126

资料来源: 中银国际研究预测

图表 2. 松芝股份 2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比增长 (%)	2013 年 4 季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
营业收入*	1,515	2,001	32.1	706	68.3	47.3
营业成本	1,034	1,394	34.7	501	74.7	49.1
营业税金及附加	8	7	(10.4)	2	(38.7)	(5.1)
主营业务利润	472	600	27.1	203	56.8	43.7
销售费用	129	161	24.8	70	56.1	70.4
管理费用	176	219	24.2	90	18.0	67.4
财务费用	(14)	(17)	22.7	(5)	314.5	(42.1)
资产减值损失	19	1	(95.6)	(1)	(121.6)	(47.7)
营业利润	162	237	46.3	49	1,834.7	(14.8)
投资收益	16	8	(48.8)	0	(100.0)	(100.0)
营业外收入	16	11	(31.8)	0	(100.0)	(100.0)
营业外支出	2	5	158.4	5	175.6	2,897.0
利润总额	193	251	30.4	44	520.6	(25.3)
所得税	34	45	31.1	11	710.6	11.7
少数股东损益	12	27	124.5	15	1,761.1	180.7
净利润	146	179	22.3	18	265.7	(58.8)
每股收益(元)	0.47	0.57		0.06		
财务指标(%)						
毛利率 (未扣税金)	31.7	30.4		29.0		
经营利润率	10.7	11.8		7.0		
净利率	9.6	8.9		2.6		

资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

注: 2013 年“营业收入”、“利润总额”、“归属于母公司净利润”是公司年度业绩快报公布数据, 其余数据为中银国际证券研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,536	1,515	2,001	2,706	3,124
销售成本	(1,035)	(1,042)	(1,406)	(1,889)	(2,171)
经营费用	(233)	(288)	(335)	(463)	(501)
息税折旧前利润	268	185	260	353	451
折旧及摊销	(32)	(37)	(45)	(56)	(67)
经营利润(息税前利润)	236	148	214	297	384
净利息收入/(费用)	17	14	17	17	17
其他收益/(损失)	42	31	20	35	39
税前利润	296	193	252	349	440
所得税	(47)	(34)	(45)	(70)	(88)
少数股东权益	(17)	(12)	(27)	(28)	(35)
净利润	232	146	179	252	317
核心净利润	236	149	181	255	321
每股收益(人民币)	0.742	0.468	0.574	0.806	1.015
核心每股收益(人民币)	0.757	0.476	0.581	0.818	1.028
每股股息(人民币)	0.300	0.000	0.181	0.254	0.320
收入增长(%)	18	(1)	32	35	15
息税前利润增长(%)	(12)	(37)	45	39	29
息税折旧前利润增长(%)	(7)	(31)	41	36	28
每股收益增长(%)	1	(37)	23	40	26
核心每股收益增长(%)	3	(37)	22	41	26

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	296	193	252	349	440
折旧与摊销	32	37	45	56	67
净利息费用	(17)	(14)	(17)	(17)	(17)
运营资本变动	(241)	(112)	(209)	(134)	(125)
税金	(47)	(34)	(45)	(70)	(88)
其他经营现金流	1	35	15	(119)	(84)
经营活动产生的现金流	24	104	40	65	194
购买固定资产净值	(68)	(149)	(116)	(116)	(116)
投资减少/增加	(23)	(6)	8	16	20
其他投资现金流	1	6	0	2	3
投资活动产生的现金流	(89)	(149)	(107)	(98)	(93)
净增权益	28	15	0	0	0
净增债务	178	(128)	(100)	0	0
支付股息	(120)	(94)	0	(56)	(79)
其他融资现金流	(18)	65	37	17	17
融资活动产生的现金流	69	(142)	(63)	(39)	(62)
现金变动	3	(187)	(130)	(72)	39
期初现金	921	851	664	535	461
公司自由现金流	(65)	(45)	(67)	(33)	101
权益自由现金流	130	(159)	(149)	(15)	118

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	930	705	535	461	496
应收帐款	387	671	930	1,258	1,453
库存	299	281	319	439	509
其他流动资产	627	704	719	719	719
流动资产总计	2,243	2,361	2,503	2,877	3,177
固定资产	231	247	308	360	404
无形资产	88	90	106	121	135
其他长期资产	77	38	38	38	38
长期资产总计	396	375	452	519	576
总资产	2,640	2,735	2,955	3,396	3,753
应付帐款	398	545	635	853	937
短期债务	226	100	0	0	0
其他流动负债	12	16	20	20	20
流动负债总计	637	661	655	873	957
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	77	80	100	100	100
股本	312	312	312	312	312
储备	1,530	1,583	1,762	1,957	2,195
股东权益	1,842	1,895	2,074	2,269	2,507
少数股东权益	84	99	126	154	189
总负债及权益	2,640	2,735	2,955	3,396	3,753
每股帐面价值(人民币)	5.91	6.07	6.65	7.27	8.03
每股有形资产(人民币)	5.62	5.79	6.31	6.89	7.60
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.24)	(1.81)	(1.71)	(1.48)	(1.59)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	17.5	12.2	13.0	13.1	14.5
息税前利润率(%)	15.4	9.8	10.7	11.0	12.3
税前利润率(%)	19.2	12.7	12.6	12.9	14.1
净利率(%)	15.1	9.6	9.0	9.3	10.1
流动性					
流动比率(倍)	3.5	3.6	3.8	3.3	3.3
利息覆盖率(倍)	nm	nm	nm	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.1	3.1	3.3	2.8	2.8
估值					
市盈率(倍)	20.0	31.8	25.9	18.4	14.6
核心业务市盈率(倍)	19.6	31.2	25.6	18.2	14.5
目标价对应核心业务市	23.4	37.3	30.5	21.7	17.3
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	194.2	44.7	114.6	71.8	23.9
企业价值/息税折旧前利	165.0	39.3	101.4	64.6	21.4
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	104.6	101.6	77.9	73.2	79.7
应收帐款周转天数	85.4	127.5	146.0	147.6	158.4
应付帐款周转天数	94.2	113.7	107.6	100.3	104.6
回报率					
股息支付率(%)	40.4	0.0	31.5	31.5	31.5
净资产收益率(%)	13.0	7.8	9.0	11.6	13.3
资产收益率(%)	8.0	4.5	6.2	7.5	8.6
已运用资本收益率(%)	11.9	7.0	10.0	12.8	15.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

宇通客车 (600066.CH/人民币 15.47, 买入)

安凯客车 (000868.CH/人民币 4.09, 买入)

松芝股份 (002454.CH/人民币 14.86, 谨慎买入)

中通客车 (000957.CH/人民币 11.85, 未有评级)

金龙汽车 (600686.CH/人民币 9.84, 未有评级)

以2014年3月24日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371