

## 出口业务锦上添花

### ——安凯客车 2011 年三季报点评

#### 事件

安凯客车(000868)发布2011年三季报,报告期内(第三季度),公司实现营业收入9.06亿元,同比增长38.56%;实现归属于上市公司股东的净利润为2210.1万元,同比增长116.02%;实现基本每股收益为0.07元。

#### 评述

##### 公司季报解读:

**三季度公司销量表现优于行业。**安凯客车的主要产品为大中客车,2011年第三单季度,我国实现大中客的销量为45409辆,同比增长8.28%;同期,公司实现营收同比增长38.56%,大幅优于行业。

**并表范围内营业利润大幅增长。**公司合并报表范围内会计主体主要是公司本部和江淮客车厂(公司现持有江淮客车60.81%的股权),第三单季度,并表范围内的营业利润为2012.32万元,同比增长280.56%。

**投资收益有所下滑。**公司的投资收益主要来源于持股40%的安凯福田曙光车桥,第三单季度,车桥厂贡献的投资收益为133.92万元,同比下降69.50%,我们判断主要是因为钢材价格处于高位影响了车桥厂的盈利能力。

**归属于上市公司股东的净利润实现翻番。**第三单季度实现的归属于上市公司股东的净利润为2210.1万元,同比增长116.02%,得益于营收和毛利率的提高。并表范围内,第三单季度的毛利率为12.19%,环比第二单季度提升了1.71个百分点,比上年同期提升了0.66个百分点。

##### 公司看点分析:

**公司产品线延长,增速开始超越行业。**公司早在1993年与德国凯斯鲍尔公司合作,引进了世界一流的全承载客车技术并制造出世界顶级客车——SETRA,公司中高档豪华客车占国内市场份额32%以上,并出口美国、澳大利亚、迪拜、香港、澳门等发达国家和地区。然而正是因为公司产品定位较高的缘故,而我国豪华客车的市场空间较小,2009年之前公司的销量增幅大部分时间都是低于行业的。在2008年,江汽集团将江淮客车置入上市公司,在解决同业竞争问题的同时,也将公司产品线向下延

## 安凯客车

## 000868

首次	增持
----	----

分析师: 闻祥

投资咨询执业证书编号:

S0630511070001

021-50586660-8627

[wenx@longone.com.cn](mailto:wenx@longone.com.cn)

日期

分析: 2011年10月22日

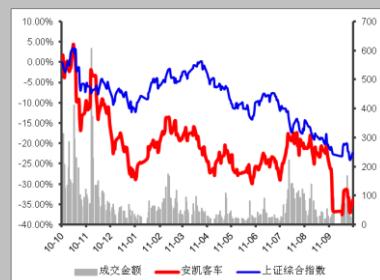
调研: 无

价格

当前市价: 9.30元

半年目标: 11.10元

股价表现



公司估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	0.21	0.24	0.37	0.51
PE	44.3	38.8	25.1	18.2

注: EPS为最新股本摊薄后数据

长延伸，大力拓展到公交客车领域，从 2010 年开始，公司步入“万辆俱乐部”，增速开始反超行业。

**公司全承载车身的技术优势。**公司拥有了自己的全承载发明专利（国家发明专利号 ZL200610086351.4），将全承载技术应用到企业全系列客车产品中。全承载车身通过有限元分析，优化空间结构，使整车质量比同类客车大大减轻，提高了燃油经济性；全承载车身在受到外界撞击时可以将力迅速分解到全身各处，不会像传统客车底盘与车身移位，抗扭曲的钢件强度是普通客车的 3-5 倍，安全性较高；全承载车身由于无底盘设计，底部空间宽敞，易于布置动力电池组。

因此，全承载结构车身更适合电动车，目前公司已经占据了 80%的电动公交车市场。

**公司新能源客车的技术优势。**目前公司纯电动客车产品已经升级到第三代——磷酸铁锂电池 + 超级电容技术路线，处于国内领先水平。公司已完成电机电控和整车控制系统的技术研发；是国内首家将全承载车身应用在新能源客车上的生产厂家；将新能源客车高压部分与传统部分进行分线生产，确保了生产安全，提高了生产效率，同时为新能源客车整车质量的提升提供了保障。

**增发完成，新能源客车生产能力更进一步。**公司已于 9 月 30 日完成非公开发行股票事宜，本次增发 4500 万股，增发价为 10.18 元，增发后的股本为 35201 万股。本次募投项目为新能源汽车扩建及关键动力总成制造、研发一体化项目，项目建设期为 3 年，投产后可形成年产 6000 辆新能源客车整车和 12000 套新能源客车关键动力总成的生产能力。

**出口业务锦上添花。**公司与沙特的价值 10 亿元的 3000 辆出口订单是迄今为止我国最大的客车出口订单，今年将交付 800 辆，收入为 2.67 亿元；俄罗斯的 280 辆订单也在今年内完成。预计今年出口收入占比将达到 10%，与去年相比占比实现翻番。

**盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2011-2013 年实现的 EPS 分别为 0.24 元、0.37 元和 0.51 元，明年《节能与新能源汽车规划》的出台和出口业务的持续发展将会成为股价上涨的催化剂，维持“增持”的投资评级。

附表：盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	214205	219030	315264	368859	442630	531157
增长率	83.1%	2.3%	43.9%	17.0%	20.0%	20.0%
营业成本	190085	191819	276800	326440	389515	464762
营业成本/营业收入	88.7%	87.6%	87.8%	88.5%	88.0%	87.5%
营业税金及附加	695	698	850	738	885	1062
销售费用	11514	14003	19035	18812	22574	27089
销售费用/营业收入	5.4%	6.4%	6.0%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	8926	9874	12579	14017	16820	20184
管理费用/营业收入	4.2%	4.5%	4.0%	3.8%	3.8%	3.8%
财务费用	1709	860	1016	406	(205)	(248)
投资收益	1201	1178	2235	1400	1800	2200
资产减值及公允价值变动	459	(1215)	(483)	(1100)	(500)	(500)
其他收入	0	(0)	(109)	0	(0)	0
营业利润	2936	1739	6627	8746	14341	20008
增长率	35.06%	-40.8%	281.2%	32.0%	64.0%	39.5%
营业外净收支	776	903	1424	900	900	900
利润总额	3712	2641	8051	9646	15241	20908
增长率	25.1%	-28.8%	204.8%	19.8%	58.0%	37.2%
所得税费用	661	15	382	965	1524	2091
少数股东损益	648	196	335	401	634	870
归属于母公司净利润	2403	2430	7334	8280	13083	17947
增长率	18.3%	1.2%	201.7%	12.9%	58.0%	37.2%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2403	2430	7334	8280	13083	17947
资产减值准备	(1191)	1674	(678)	(537)	0	0
折旧摊销	4078	3775	3902	4345	5833	8010
公允价值变动损失	(459)	1215	483	1100	500	500
财务费用	1709	860	1016	406	(205)	(248)
营运资本变动	11243	23026	12863	(951)	5256	6153
其它	1839	(1478)	1013	939	634	870
经营活动现金流	17913	30642	24916	13176	25306	33479
资本开支	(14165)	(4848)	(8007)	(7799)	(16883)	(22773)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(15050)	(5360)	(9487)	(9599)	(18083)	(23973)
权益性融资	0	0	0	45810	0	0
负债净变化	(5000)	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(768)	(1656)	(2617)	(3589)
其它融资现金流	20110	(7013)	(2047)	(26000)	0	0

融资活动现金流	10110	(7013)	(3582)	18154	(2617)	(3589)
现金净变动	12973	18270	11846	21731	4606	5917
货币资金的期初余额	35520	48492	66763	78609	100071	104677
货币资金的期末余额	48492	66763	78609	100339	104677	110594
企业自由现金流	0	23369	14257	2240	5309	7193
权益自由现金流	0	0	12210	(24125)	5493	7416
资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	48492	66763	78609	100071	104677	110594
应收款项	44926	51391	59696	70740	84888	101866
存货净额	38728	35852	35297	44230	52615	62625
其他流动资产	7324	9007	10483	11066	13279	15935
<b>流动资产合计</b>	<b>139470</b>	<b>163012</b>	<b>184084</b>	<b>226106</b>	<b>255460</b>	<b>291020</b>
固定资产	39462	40240	45823	49126	60086	74761
无形资产及其他	5552	5662	12340	11929	11517	11106
投资性房地产	729	681	506	506	506	506
长期股权投资	8953	9465	10945	12745	13945	15145
<b>资产总计</b>	<b>194167</b>	<b>219060</b>	<b>253698</b>	<b>300411</b>	<b>341514</b>	<b>392537</b>
短期借款及交易性金融负债	24011	21864	26000	0	0	0
应付款项	86554	103033	116806	132689	157846	187876
其他流动负债	12917	14688	20707	24870	29615	35282
<b>流动负债合计</b>	<b>123482</b>	<b>139585</b>	<b>163513</b>	<b>157559</b>	<b>187462</b>	<b>223157</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	225	8550	11350	11450	11550	11650
<b>长期负债合计</b>	<b>225</b>	<b>8550</b>	<b>11350</b>	<b>11450</b>	<b>11550</b>	<b>11650</b>
<b>负债合计</b>	<b>123707</b>	<b>148135</b>	<b>174863</b>	<b>169009</b>	<b>199012</b>	<b>234807</b>
少数股东权益	7016	4988	5549	5951	6585	7455
股东权益	63443	65936	73286	125720	136186	150543
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>194167</b>	<b>219060</b>	<b>253698</b>	<b>300680</b>	<b>341783</b>	<b>392806</b>

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.08	0.08	0.24	0.24	0.37	0.51
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.05	0.07	0.10
每股净资产	2.07	2.15	2.39	3.57	3.87	4.28
ROS	1%	1%	2%	2%	3%	3%
ROE	4%	4%	10%	7%	10%	12%
毛利率	11%	12%	12%	12%	12%	13%
EBIT Margin	2%	1%	2%	2%	3%	3%
EBITDA Margin	4%	2%	3%	3%	4%	5%
收入增长	83%	2%	44%	17%	20%	20%
净利润增长	18%	1%	202%	13%	58%	37%
资产负债率	67%	70%	71%	58%	60%	62%

息率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	32.6	172.4	47.6	38.8	25.0	18.2
P/B	1.2	6.4	4.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.6	87.5	41.6	42.0	29.6	22.4

资料来源：公司资料，东海证券预测

## 作者简介

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年工作经验。

## 评级定义

<b>市场指数评级</b>	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
<b>行业指数评级</b>	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
<b>公司股票评级</b>	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

北京  东海证券研究所	上海  东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897