



业绩拐点出现 出口及新能源业务有望高增长

投资要点：

1、事件

近日，我们对安凯客车进行了调研。

2、我们的分析与判断

- 业绩拐点出现，通过销量增长及内部管理加强，提升盈利能力

2011年以来，公司传统大中客车销量同比增速在25%左右，收入预计增长近30%。销售增速快于行业平均的原因在其出口市场的增长，沙特校车销售9.9亿元合同，我们预计2011年确认下半年交付的800台销售收入，2012年中确认剩余的销售收入。公司后续出口订单充足，出口业务仍有望保持高增长。

产品结构优化与公司管理结构改善叠加，提升毛利及净利润水平。上半年在行业整体增速放缓的情况下，公司更加注重对产品结构及客户结构的调整，加大了高附加值中高端大型客车的生产销售，有效的平滑了成本上升所带来的毛利率下降的风险。公司内部一方面通过技术改造，扩大产能形成规模产量；另一方面通过采购平台及销售平台的整合，降低销售及管理成本，提升盈利水平。我们预计2011年、2012年综合毛利率水平将达到12.82%、13.36%。虽然与宇通、金龙等有一定差距，但公司盈利能力提升空间较大。

- 海外市场的放量增长是公司未来业绩的支撑点

公司前几年在海外市场的业务拓展初见成效，在出口业务上的竞争优势主要体现在：(1)多国齐全的资格认证。公司从07年开始，陆续通过了澳洲ADR、海湾国家GCC、美国DOT、欧洲ECE认证等，为下一步客车的出口提供了保障；(2)产品技术优势突出。公司主流产品所采用的全承载车身，不仅能提高燃油的经济型，更注重安全、舒适等特性；(3)产品性价比得以改善，市场认可度逐年提升。公司已改变之前主打高端细分市场的竞争策略，在并入江淮客车后延伸了其产品线，目前产品在高中低端市场都具备一定竞争力。

- 增发项目助力新能源客车业务进入快车道

公司纯电动汽车的商业化运行状况良好，我们看好公司新能源客车业务的发展。公司现有纯电动客车运营数量大约在400辆，目前的运行状况处于国际领先水平，使用基本无大问题。公司新能源车毛利率达20%，高于行业平均水平，主要原因在于：(1)目前在纯电动市场公司产品的市占率达到80%，有定价权优势；(2)享有国家的新能源补贴政策；(3)公司核心零部件如电机、电控的自配率比例逐步提升；(4)新能源客车产能释放形成规模优势，降低成本。

- 投资建议

我们认为，公司的业绩拐点已经来临。预计公司2011-2013年营业收入分别为41、56、72亿元，净利润分别为1.2、1.8、2.5亿元，考虑增发摊薄后EPS分别为0.35、0.52、0.71元，给予“谨慎推荐”的投资评级。

安凯客车 (000868.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

分析师：鞠厚林

■：(8610) 6656 8946

✉：juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091557

联系人：邱世梁

■：(8621) 2025 2602

✉：qushiliang@chinastock.com.cn

联系人：戴卡娜

■：(8610) 8357 1302

✉：daikana@chinastock.com.cn

市场数据 时间 2011.08.01

A股收盘价（元）	10.57
A股一年内最高价（元）*	12.20
A股一年内最低价（元）*	9.87
上证指数	2,703.78
市净率	3.32
总股本（万股）	35201
实际流通A股（万股）	26715
限售的流通A股（万股）	8586
流通A股市值（亿元）	28.24

注：*价格未复权

相对沪深300指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

表 1：主要财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	2,190.3	3,152.6	4,068.2	5,593.2	7,165.6
收入增长率%	2.25%	43.94%	29.04%	37.49%	28.11%
EBITDA (万元)	26.4	60.0	140.5	212.9	296.4
净利润 (百万元)	24.3	73.3	123.2	184.8	250.8
摊薄 EPS (元)	0.07	0.21	0.35	0.52	0.71
PE	133.52	44.25	30.20	20.14	14.83
EV/EBITDA	102.50	43.49	18.20	11.16	7.11
PB	4.92	4.43	2.86	2.51	2.14
ROIC	2.82%	5.45%	6.51%	8.52%	10.00%
ROE	3.69%	10.01%	9.48%	12.45%	14.46%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2：公司主要业务预测情况

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
传统大中客销量 (辆)	7,329	9,402	12,000	16,000	20,000
增长率 (yoy)	-6.7%	28.3%	27.6%	33.3%	25.0%
大中客均价 (万元)	27.2	28.5	28.5	28.5	28.5
营运客车收入 (万元)	199,270.9	267,723.4	342,000.0	456,000.0	570,000.0
增长率 (yoy)	2.3%	34.4%	27.7%	33.3%	25.0%
毛利率	12.0%	11.3%	12.0%	12.3%	12.6%
客车底盘收入 (万元)	7,440.9	7,149.0	7,506.4	7,881.7	8,275.8
增长率 (yoy)	-32.7%	-3.9%	5%	5%	5%
毛利率	17.6%	20.3%	18%	18%	18%
配件及维修收入 (万元)	10,542.5	19,372.6	21,309.9	23,440.9	25,784.9
增长率 (yoy)	39.3%	83.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	13.0%	12.2%	12%	12%	12%
新能源客车销量 (辆)		187	400	900	1,500
增长率 (yoy)					
新能源客车均价 (万元)		100.00	90.00	80.00	75.00
新能源客车收入 (万元)		18,700.0	36,000.0	72,000.0	112,500.0
增长率 (yoy)			92.5%	100.0%	56.3%
毛利率		20%	20%	20%	20%
营业总收入	219,030.1	315,263.9	406,816.2	559,322.6	716,560.8
增长率 (yoy) %	2.25%	43.94%	29.04%	37.49%	28.11%
综合毛利	27,211.3	38,464.1	52,148.3	74,719.6	98,903.8
综合毛利水平%	12.42%	12.20%	12.82%	13.36%	13.80%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 3:公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	66,763	78,609	129,249	167,797	214,968	营业收入	219,030	315,264	406,816	559,323	716,561
应收票据	9,340	11,601	14,970	20,583	26,369	营业成本	191,819	276,800	354,668	484,603	617,657
应收账款	36,465	44,607	57,561	79,139	101,386	营业税金及附加	698	850	1,097	1,508	1,931
预付款项	8,767	10,243	13,124	17,933	22,856	销售费用	14,003	19,035	24,072	33,096	42,400
其他应收款	5,586	3,488	4,501	6,188	7,927	管理费用	9,874	12,579	15,907	21,871	28,019
存货	35,852	35,297	45,226	61,795	78,762	财务费用	860	1,016	936	1,349	2,405
长期股权投资	9,465	10,945	13,181	15,416	17,651	资产减值损失	1,215	537	269	269	269
固定资产净额	37,125	35,441	33,202	30,990	28,778	投资收益	1,178	2,235	2,235	2,235	2,235
在建工程	3,115	10,382	13,776	15,240	15,744	营业利润	1,739	6,627	12,103	18,863	26,114
无形资产净值	5,662	12,340	15,521	16,900	17,378	营业外净收入	903	1,424	1,424	1,424	1,424
递延所得税资产	274	157	157	157	157	税前利润	2,641	8,051	13,526	20,287	27,538
资产总计	219,060	253,698	341,022	432,655	532,460	所得税	15	382	642	964	1,308
短期借款	21,864	26,000	26,000	26,000	26,000	净利润	2,626	7,669	12,884	19,323	26,230
应付票据	53,630	44,893	44,893	44,893	44,893	归属母公司净利润	2,430	7,334	12,321	18,479	25,084
应付账款	49,403	71,913	92,144	125,901	160,469	少数股东损益	196	335	563	844	1,146
预收款项	7,065	5,334	6,835	9,339	11,903	基本每股收益	0.08	0.24	0.35	0.52	0.71
应付职工薪酬	180	235	302	412	525	摊薄每股收益	0.07	0.21	0.35	0.52	0.71
应交税费	(435)	2,248	3,776	5,664	7,688	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	7,779	12,835	16,446	22,471	28,641	成长性					
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	营业收入增长率	2.3%	43.9%	29.0%	37.5%	28.1%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-11.7%	127.6%	84.5%	64.8%	45.5%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.2%	201.7%	68.0%	50.0%	35.7%
专项应付款	8,400	10,800	13,838	18,908	24,099	盈利能力					
负债合计	148,135	174,863	204,992	277,303	350,877	毛利率	12.4%	12.2%	12.8%	13.4%	13.8%
所有者权益合计	70,924	78,835	136,029	155,352	181,583	净利润率	1.1%	2.3%	3.0%	3.3%	3.5%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	1.2%	1.9%	3.5%	3.8%	4.1%
净利润	2,626	7,669	12,884	19,323	26,230	ROE	3.7%	10.0%	9.5%	12.5%	14.5%
折旧与摊销	0	0	2,975	3,043	3,085	ROIC	2.8%	5.5%	6.5%	8.5%	10.0%
经营活动现金流量	26,482	13,249	14,543	20,837	28,716	估值指标					
投资活动现金流量	(4,311)	(4,469)	(7,277)	(3,638)	(1,819)	PE	133.5	44.2	30.2	20.1	14.8
融资活动现金流量	(3,876)	3,129	43,374	(1,349)	(25,103)	P/S	1.5	1.0	0.9	0.7	0.5
净现金流	18,294	11,909	50,640	15,850	1,794	P/B	4.9	4.4	2.9	2.5	2.1
期初现金余额	48,492	66,763	78,609	129,249	167,797	EV/EBITDA	102.5	43.5	18.2	11.2	7.1
期末现金余额	66,787	78,609	129,249	167,797	214,968	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908