

出口高增长，新能源优势继续保持， 业绩符合预期

投资要点：

1、事件

公司公布了2011年半年报，实现客车销量4899台，同比增长1.47%；实现销售收入15.73亿元，同比增长5.96%；实现净利润3071.81万元，同比增长14.47%，每股收益0.1元。我们认为，公司产品结构改善明显，受季节性因素影响，公司下半年收入确认情况将明显好于上半年，业绩基本符合预期。

2、我们的分析与判断

● 海外市场拓展见成效，国际业务增长势头强劲

上半年公司出口业务的销售收入达到3.2亿元，占比提升至20%，同比大幅增长306.42%，增速居国内客车出口第一位。主要依靠三大订单支撑：沙特3000台订单、俄罗斯280台订单和马来西亚70台公交底盘招标项目。产品的竞争力和影响力也在上半年7次国际车展中得以体现。我们认为公司海外市场良好的增长势头有望得以延续，主要原因在于公司的品牌、产品设计、制造工艺及全承载车身技术逐步得到海外市场认可，预计今明两年高端产品将在欧美市场取得突破，在新兴经济体，中东地区、南亚等国也将有后续订单跟进。

● 新能源客车的竞争优势继续保持

公司上半年在新能源客车营销上取得突破性进展。一是专门成立了新能源客车销售公司，强化了售后服务体系的建设；二是进行了营销模式的创新尝试，与购车当地政府、部件配套商及电池租赁公司展开合作，优化了其标准商业化运行程度。预计今年新能源客车的销量400台，收入翻番增长将得以实现。新能源客车关键零部件研发也取得突破。上半年完成了整车控制器的量产和整车在线诊断系统的软件开发，逐步进入批量使用阶段。我们认为，控制系统自配比率的提高，将提升公司新能源客车的盈利能力。

● MCU (Mini Cost Unit) 项目的推进将提升公司盈利能力

在原材料上涨的背景下，公司施行MCU项目，激发了员工降成本增效益的积极性，实现了公司成本的有效控制。从三项费用率情况来看，销售费用、管理费用分别同比下降10%和2%，财务费用受到贷款增加及利率上调的影响，增幅较大，同比增长118%。我们认为，公司增发资金的到位将有效缓解公司的债务压力，财务费用将有所降低。上半年净利润率达到1.95%，同比上升8.3%。我们认为，公司盈利能力提升将持续，原因在于（1）技术改造完成，产能释放，规模效应体现；（2）产品结构的优化、管理能力改善、整合效应显现；（3）高利润率出口客车业务占比提升；（4）新能源客车业务占比提升。预计2011-2013年销售净利率将达到3.0%、3.2%、3.6%。

● 投资建议

维持我们对于公司业绩拐点已至的观点，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，维持“推荐”的投资评级。

安凯客车 (000868.SZ)

推荐

维持评级

分析师

分析师：鞠厚林

电话：(8610) 6656 8946

电子邮箱：juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130207091557

特别鸣谢：

邱世梁

电话：(8621)2025 2602

电子邮箱：qiushiliang@chinastock.com.cn

戴卡娜

电话：(8610) 8357 1302

电子邮箱：daikana@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

	时间 2011.08.24
A股收盘价(元)	11.28
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	2,541.09
市净率	4.60
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)	29.62

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	5,513.2	7,240.6
收入增长率%	2.25%	43.94%	29.04%	35.52%	31.33%
EBITDA(百万元)	26.4	60.0	140.5	205.0	303.8
净利润(百万元)	24.3	73.3	123.2	177.9	257.5
摊薄 EPS(元)	0.07	0.21	0.35	0.51	0.73
PE	133.52	44.25	30.20	20.91	14.45
EV/EBITDA(X)	102.50	43.49	18.20	11.63	6.94
PB	4.92	4.43	2.86	2.52	2.15
ROIC	2.82%	5.45%	6.51%	8.24%	10.19%

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
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	27.2	28.5	28.5	28.5	28.5
营运客车收入	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	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	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	800	1,600
新能源客车均价(万元)		100.0	90.0	80.0	75.0
新能源客车收入		18,700.00	36,000.0	64,000.0	120,000.0
增长率(yoy)		92.5%	77.8%	87.5%	
毛利率		20%	20%	20%	20%
营业总收入	219,030.1	315,263.9	406,816.2	551,322.6	724,060.8
增长率(yoy)%	2.3%	43.9%	29.0%	35.52%	31.3%
营业总成本	191,818.8	276,799.8	354,667.9	478,202.9	623,656.9
增长率(yoy)%	0.9%	44.3%	28.1%	34.8%	30.4%
综合毛利	27,211.3	38,464.1	52,148.3	73,119.6	100,403.8
综合毛利水平%	12.4%	12.2%	12.8%	13.3%	13.9%

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	165,397	217,218	营业收入	219,030	315,264	406,816	551,323	724,061
应收票据	9,340	11,601	14,970	20,288	26,645	营业成本	191,819	276,800	354,668	478,203	623,657
应收账款	36,465	44,607	57,561	78,007	102,447	营业税金及附加	698	850	1,097	1,486	1,952
预付款项	8,767	10,243	13,124	17,696	23,078	销售费用	14,003	19,035	24,072	32,623	42,844
其他应收款	5,586	3,488	4,501	6,099	8,010	管理费用	9,874	12,579	15,907	21,558	28,312
存货	35,852	35,297	45,226	60,979	79,527	财务费用	860	1,016	936	1,308	2,422
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	18,112	26,841
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	19,536	28,264
资产总计	219,060	253,698	341,022	427,687	537,117	所得税	15	382	642	928	1,342
短期借款	21,864	26,000	26,000	26,000	26,000	净利润	2,626	7,669	12,884	18,608	26,922
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	17,795	25,746
应付账款	49,403	71,913	92,144	124,238	162,027	少数股东损益	196	335	563	813	1,176
预收款项	7,065	5,334	6,835	9,216	12,019	基本每股收益	0.08	0.24	0.35	0.51	0.73
应付职工薪酬	180	235	302	407	530	摊薄每股收益	0.07	0.21	0.35	0.51	0.73
应交税费	(435)	2,248	3,776	5,454	7,891	财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
其他应付款	7,779	12,835	16,446	22,174	28,919	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%	35.5%	31.3%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-11.7%	127.6%	84.5%	57.6%	56.4%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	1.2%	201.7%	68.0%	44.4%	44.7%
专项应付款	8,400	10,800	13,838	18,658	24,333	盈利能力					
负债合计	148,135	174,863	204,992	273,050	355,558	毛利率	12.4%	12.2%	12.8%	13.3%	13.9%
所有者权益合计	70,924	78,835	136,029	154,637	181,559	净利润率	1.1%	2.3%	3.0%	3.2%	3.6%
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	EBITDA/营业收入	1.2%	1.9%	3.5%	3.7%	4.2%
净利润	2,626	7,669	12,884	18,608	26,922	ROE	3.7%	10.0%	9.5%	12.0%	14.8%
折旧与摊销	0	0	2,975	3,043	3,085	ROIC	2.8%	5.5%	6.5%	8.2%	10.2%
经营活动现金流量	26,482	13,249	14,543	20,088	29,417	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	20.9	14.5
融资活动现金流量	(3,876)	3,129	43,374	(1,308)	(23,428)	P/S	1.5	1.0	0.9	0.7	0.5
净现金流	18,294	11,909	50,640	15,142	4,170	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	165,397	EV/EBITDA	102.5	43.5	18.2	11.6	6.9
期末现金余额	66,787	78,609	129,249	165,397	217,218	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