

品质取胜，出口强劲增长

—安凯客车 (000868) 调研报告

民生精品—调研报告/汽车行业

2011 年 09 月 22 日

一、事件概述

9月22日我们拜访了安凯客车 (000868)，就公司近期的经营情况与董事会办公室进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ 豪华客车龙头，国内市场公交车、旅游及团体车保持稳定增长。

公司引进德国凯斯鲍尔公司的全承载技术 (全承载车身具有节油、环保、安全的特征，在世界客车技术的前沿欧洲被广泛使用)，在豪华客车细分市场保持领先优势，占据国内豪华客车市场1/3的市场份额。豪华车市场虽然量小但是单价达120万元，毛利可达20%，相对普通大客车附加值更高。受益于公交、团体和旅游客车市场稳定增长，仍将为公司贡献稳定业绩。

➤ 客车出口市场强劲复苏，公司屡获大单。

由于前两年金融危机时期削减和推迟执行的客车订单得以重新恢复，南美、中东等传统出口目的地地区客车需求逐步增大。此外，随着新市场的有效开发，上半年我国新增澳大利亚、马其顿等新的客车出口国家，而巴西、印度和俄罗斯等新兴国家出口市场继续保持增长。今年上半年客车出口市场持续走强。从出口额来看，上半年客车出口销售额为38.6亿元，同比增幅为50.59%。我国客车市场出口未来仍将持续走强，未来数年增长速度将达到30%~50%。

今年5月4日，安凯与沙特哈菲尔运输公司签署了3000辆校车的出口合同，总计金额达1.52亿美元，折合约10亿元人民币，成为今年中国客车出口最大的订单。另外，今年安凯还将向俄罗斯出口280辆客车。沙特3000辆校车订单，今年预计交付800辆，明年上半年预计交付2200辆；俄罗斯280辆订单今年已完成交付。此外，继去年实现中国客车首次大批量出口到美国以后，安凯在英国、澳大利亚、南非和香港特区等地有新的合作。出口毛利率高于国内销售，预计新订单将对公司2011、2012年的总销售收入和利润贡献15%、25%的增幅。

➤ 新能源客车：纯电动客车第一，今年销量翻倍增长。

未来新能源汽车，公交车是主要市场，电动是发展方向。公司是国内纯电动客车制造和运营最为成熟的客车企业，在16个城市试点已有400辆电动客车在运营，占据80%的纯电动客车市场份额。公司能自产纯电动客车电控及整车控制系统，电机外购。整车电池尝试客户直接租赁的新模式，新能源汽车补贴和运营成本降低抵消购置成本价差。近年公司纯电动客车逐渐量产，去年销量200辆，今年上半年销量200辆，全年预计400辆，可实现翻倍增长。

三、盈利预测与投资建议

短期来看，出口强劲增长为业绩带来弹性；长期来看，公司新能源汽车业务发展潜力巨大；豪华客车是未来客车发展方向。预计11-13年公司EPS分别为0.25元、0.29元、0.37元，对应11-13年的动态市盈率为44、39、30倍。首次给予公司谨慎推荐评级，目标价13元。

四、风险提示：

出口市场和新能源客车需求低于预期；成本上升高于预期；市场系统性风险。

谨慎推荐

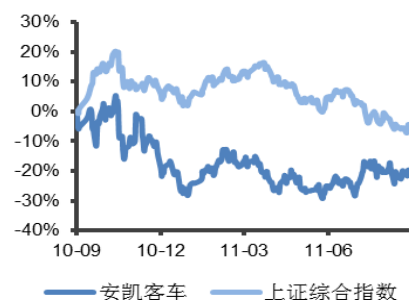
首次评级

合理估值： 13 元

交易数据 (2011-09-22)

收盘价 (元)	11.00
近 12 个月最高/最低	14.89/9.80
总股本 (百万股)	307
流通股本 (百万股)	267
流通股比例%	87%
总市值 (亿元)	34
流通市值 (亿元)	29

该股与上证综指一年走势比较



分析师

分析师：刘芬

执业证书编号：S0100511070002

电话：(86755)22662076

Email: liufen@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	3152.64	3925.96	4928.73	5898.93
增长率 (%)	43.94%	24.53%	25.54%	19.68%
归属母公司股东净利润 (百万元)	73.34	77.20	88.38	114.44
增长率 (%)	201.74%	5.26%	14.49%	29.48%
每股收益 (元)	0.24	0.25	0.29	0.37
PE	46.89	44.54	38.90	30.05
PB	4.69	4.29	3.88	3.46

资料来源: 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	3153	3926	4929	5899
减：营业成本	2768	3429	4304	5145
营业税金及附加	8	12	14	17
销售费用	190	237	301	358
管理费用	126	167	203	247
财务费用	10	22	35	33
资产减值损失	5	6	7	6
加：投资收益	22	22	22	22
二、营业利润	66	75	86	115
加：营业外收支净额	14	11	12	12
三、利润总额	81	87	98	127
减：所得税费用	4	3	4	5
四、净利润	77	84	95	123
归属于母公司的利润	73	77	88	114
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.25	0.29	0.37

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	24.64	17.06	12.12	10.33
成长能力：				
营业收入同比	43.9%	24.5%	25.5%	19.7%
营业利润同比	281.2%	13.5%	15.0%	33.1%
净利润同比	201.7%	5.3%	14.5%	29.5%
营运能力：				
应收账款周转率	6.91	6.89	6.77	6.56
存货周转率	0.51	0.50	0.58	0.63
总资产周转率	1.33	1.33	1.35	1.44
盈利能力与收益质量：				
毛利率	12.2%	12.7%	12.7%	12.8%
净利率	2.3%	2.0%	2%	2%
总资产净利率 ROA	3.1%	2.6%	2.4%	2.8%
净资产收益率 ROE	10.0%	9.6%	10.0%	11.5%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	1.13	0.89	0.86	0.92
资产负债率	0.69	0.74	0.76	0.75
长期借款/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.25	0.29	0.37
每股经营现金流量	0.43	0.47	0.95	0.91
每股净资产	2.39	2.61	2.89	3.24

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	786	747	760	755
应收票据	116	159	195	233
应收账款	498	641	814	984
预付账款	102.429	136.823	167.59	201.989
其他应收款	27	491	491	491
存货	352.967	544.379	658.357	776.198
其他流动资产	118.414	162.126	198.425	235.471
流动资产合计	7998.1	9445.44	10909.5	2922.63
长期股权投资	109	105	106	106
固定资产	37	36	1009	896
在建工程	104	10	0	0
无形资产	123	187	251	314
其他非流动资产	109	30	10	12
非流动资产合计	696	1149	1376	1328
资产总计	2537	3358	3951	4250
短期借款	260	627.185	736.65	536.722
应付票据	449	718	884	1,027
应付账款	719	879	1109	1326
预收账款	53	93	113	131
其他应付款	128	99	105	107
应交税费	22	12	13	14
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,635	2,490	2,993	3,175
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	6	4	4	4
非流动负债合计	114	4	4	4
负债合计	1,749	2,494	7,802	8,822
股本	645	645	307	307
资本公积	367	367	367	367
留存收益	39	107	189	295
少数股东权益	55	62	68	322
所有者权益合计	2,369	2,955	3,518	1,071
负债和股东权益合计	2,537	3,358	3,951	4,250

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	132	143	292	280
投资活动现金流量	(45)	(539)	(346)	(44)
筹资活动现金流量	31	357	67	(240)
现金及等价物净增加	118	(39)	13	(4)

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

刘芬，天津大学汽车发动机专业工科学士，中山大学经济学硕士。曾就职于国都证券，多年汽车行业研究经历。2011年加入民生证券，主要研究汽车行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,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。本公司版权所有并保留一切权利。

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,均为本公司的商标、服务标识及标记。