

业绩拐点论逐步得以验证

安凯客车 (000868.SZ)
谨慎推荐

维持评级

投资要点:
1、事件

公司公布了2011年年报，实现各类客车及底盘销售11700台，同比增长16.86%；实现销售收入37.36亿元，同比增长18.51%；实现归属于上市公司股东净利润9813.9万元，同比增长33.82%，每股收益0.3元，摊薄每股收益0.28元，业绩基本符合我们的预期。公司拟按2011年末总股本352,010,000股为基数，每10股派发现金股利1元（含税），并每10股转增10股。

2、我们的分析与判断
● 销量增速快于行业平均水平，国内及海外市场共同进步

2011年公司共实现各类客车及底盘销售11700台，同比增长16.86%，高于行业6.49%。原因在于：国内市场，公司的创新营销模式及服务模式推进见成效，加强了对重点市场、重点区域、重点客户的巩固和完善，也加强了对新市场的开拓。国外市场销售渠道经过整合后，在新兴经济体及欧洲部分市场取得突破，完成出口销售1871台，销售收入同比增长220%，出口占比达到15%。2012年，公司出口订单有望继续取得突破，出口占比预计提升至30%。

● 新能源客车领先优势将进一步凸显

一方面新能源汽车扩产扩建的定增项目2012年进入大规模建设期，目前该项目建设正按公司计划稳步推进，2013年将逐步达产释放产能。另一方面“国家电动客车整车系统集成工程技术研究中心”2011年列入国家工程中心组建项目计划，有助于公司新能源客车研发水平进一步提升。公司2011年实现新能源客车销售450辆，圆满完成销售目标，也在销售及与政府、租赁公司等合作模式上取得了突破，纯电动客车的市占率继续保持第一。2012年公司在新能源客车、电机、电控以及上下游产业链的拓展能继续驱动其新能源业务的收入高增长。

● 2012年公司盈利能力将继续得以提升，业绩拐点论逐步确认

2011年公司在原材料价格上涨的背景下，毛利率及净利率均有提升。主要原因在于：(1)公司产品结构调整，加大了对高端旅游车的销售比重；(2)高毛利的出口客车业务占比提升；(3)技术改造完成，产能释放，规模效应体现；(4)新能源客车业务占比提升；(5)MCU经营体核算体系机制推行见成效。我们仍然维持之前的判断，公司2012年盈利能力将进一步提升。

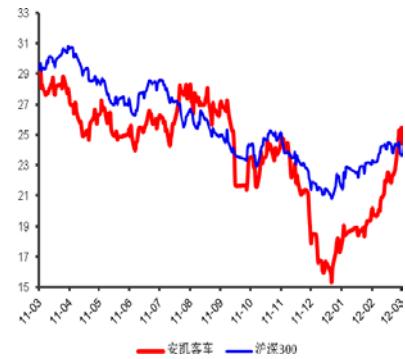
● 投资建议

维持我们对于公司业绩拐点已至的判断，预计公司2012-2014年营业收入分别为47.7、59.2、72.5亿元，净利润分别为1.5、1.9、2.3亿元，考虑增发摊薄后EPS分别为0.42、0.57、0.66元，对应当前股价为25x、18x、16x，考虑到短期的估值压力，给予“谨慎推荐”的投资评级。

分析师
分析师：邱世梁
■：(8621) 2025 3602
✉：qiushiliang@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130511080004
特别鸣谢：
戴卡娜
■：(8610) 6656 8028
✉：daikana@chinastock.com.cn

市场数据	时间	2012.03.15
A股收盘价(元)		10.04
A股一年内最高价(元)*		10.46
A股一年内最低价(元)*		6.30
上证指数		2,373.77
市净率		2.91
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)		27.94

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:公司财务报表预测 (万元)

资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
	货币资金	应收票据	应收账款	预付款项	其他应收款		存货	长期股权投资	固定资产净额	在建工程	无形资产净值
货币资金	78,609	129,622	145,312	177,776	217,476	营业收入	315,264	373,627	477,803	592,586	724,921
应收票据	11,601	13,749	17,583	21,807	26,676	营业成本	276,800	326,717	416,265	513,853	629,360
应收账款	44,607	52,865	67,604	83,845	102,569	营业税金及附加	850	883	1,130	1,401	1,714
预付款项	10,243	12,090	15,404	19,015	23,289	销售费用	19,035	20,822	25,829	32,034	39,187
其他应收款	3,488	4,133	5,286	6,556	8,020	管理费用	12,579	15,535	19,072	23,654	28,936
存货	35,297	41,662	53,081	65,525	80,254	财务费用	1,016	1,104	935	769	914
长期股权投资	10,945	12,794	14,643	16,492	18,341	资产减值损失	537	940	940	940	940
固定资产净额	35,441	33,202	30,990	28,778	26,538	投资收益	2,235	1,849	1,849	1,849	1,849
在建工程	10,382	13,776	15,240	15,744	15,316	营业利润	6,627	9,530	15,536	21,839	25,774
无形资产净值	12,340	15,521	16,900	17,378	16,972	营业外净收入	1,424	2,356	2,356	2,356	2,356
递延所得税资产	157	157	157	157	157	税前利润	8,051	11,886	17,892	24,196	28,130
资产总计	253,698	330,180	382,828	453,719	536,276	所得税	382	1,273	1,916	2,591	3,012
短期借款	26,000	26,000	26,000	26,000	26,000	净利润	7,669	10,613	15,976	21,605	25,118
应付票据	44,893	44,893	44,893	44,893	44,893	归属母公司净利润	7,334	9,814	14,773	19,977	23,226
应付账款	71,913	84,882	108,147	133,500	163,509	少数股东损益	335	799	1,203	1,627	1,892
预收款项	5,334	6,296	8,022	9,903	12,129	基本每股收益	0.24	0.28	0.42	0.57	0.66
应付职工薪酬	235	278	354	437	535	摊薄每股收益	0.21	0.28	0.42	0.57	0.66
应交税费	2,248	7,482	11,262	15,230	17,707	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
其他应付款	12,835	15,150	19,302	23,827	29,184	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	43.9%	18.5%	27.9%	24.0%	22.3%
长期借款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	127.6%	61.2%	60.4%	39.6%	18.8%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	201.7%	33.8%	50.5%	35.2%	16.3%
专项应付款	10,800	12,748	16,242	20,049	24,556	盈利能力					
负债合计	174,863	198,432	235,103	284,390	341,828	毛利率	12.2%	12.6%	12.9%	13.3%	13.2%
所有者权益合计	78,835	131,749	147,725	169,330	194,448	净利润率	2.3%	2.6%	3.1%	3.4%	3.2%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	1.9%	3.4%	3.9%	4.2%	4.0%
净利润	7,669	10,613	15,976	21,605	25,118	ROE	10.0%	7.8%	10.5%	12.5%	12.7%
折旧与摊销	0	2,975	3,043	3,085	3,108	ROIC	5.5%	5.5%	8.0%	9.4%	9.5%
经营活动现金流量	13,249	17,093	20,264	25,577	28,078	估值指标					
投资活动现金流量	(4,469)	(7,277)	(3,638)	(1,819)	0	PE	43.8	37.5	24.9	18.4	15.9
融资活动现金流量	3,129	41,196	(935)	(769)	(10,388)	P/S	1.0	1.0	0.8	0.6	0.5
净现金流	11,909	51,013	15,690	22,989	17,689	P/B	4.4	2.9	2.6	2.3	2.0
期初现金余额	66,763	78,609	129,622	145,312	177,776	EV/EBITDA	42.9	19.9	12.6	8.5	6.2
期末现金余额	78,609	129,622	145,312	177,776	217,476	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。

邱世梁，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。

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
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn