

业绩符合预期 进军 LNG 清洁能源市场

投资要点:

● 三季报符合预期, 预计全年业绩基本符合预期

1-3 季营业收入为 26.57 亿元, 同比增 7%; 归属母公司所有者净利润 5918 万元, 同比增 12%; EPS 为 0.08 元; 每股经营活动现金流量 0.15 元; ROE4.6%。业绩符合预期。

● 进军 LNG 清洁能源市场, 预计 2014 年开始贡献业绩

公司 (占 35%) 公告拟与安控 (占 51%) 和吴乐先团队 (占 14%) 投资 14.3 亿元建设清洁能源汽车及 LNG 天然气配套项目。投资 14.3 亿元建设清洁能源汽车及 LNG 天然气配套项目, 建设内容为: (1) 年产 3000 辆清洁能源汽车生产基地; (2) 年产 70 万吨 LNG 清洁能源生产基地; (3) 配套 LNG 储存及加气站若干座。目前新公司注册已完成。公司参与投资设立新公司依托达州地区丰富的天然气资源, 目的在于扩大清洁能源汽车生产能力、增强公司盈利能力。预计年产 70 万吨 LNG 项目达产后可实现销售收入约 25 亿元。按销售净利率 16-20% 测算, 预计 2014、2015 年可分别贡献投资收益折合每股收益 0.09、0.22 元。

● 预计 2012 年 EPS 为 0.18 元; 2013-2014 年净利润复合增速约 25%

2012 年 4 季度预计将向哈菲尔运输公司交付并确认剩余 1100 台校车, 约 3.7 亿元; 新能源客车 300 台, 约 2 亿元, 预计将在四季度确认收入。预计 2012 年 4 季度 EPS 约为 0.10 元, 2012 年全年 EPS 为 0.18 元。

未来的增长来源: 第一, 内销传统客车的增长, 预计未来复合增速为 10%; 第二, 募投项目, 新能源客车及电机及电控系统投产; 第三, 新能源客车, 纯电动车和混合动力车的持续放量增长, 预计未来 2 年复合增速为 50%; 第四, 出口的增长, 预计未来复合增速为 15-20%。; 第五, LNG 项目预计 2014 年下半年开始贡献业绩, 预计 2014 年带来投资收益 0.08-0.10 元, 2015 年为 0.20-0.25 元。

● 投资建议: 短期给予“谨慎推荐”评级, 中期看好

公司传统业务预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.18、0.23、0.28 元; LNG 项目预计 2014-2015 年 EPS 分别为 0.09、0.22 元; 预计公司 2012-2015 年 EPS 分别为 0.18、0.23、0.36、0.54 元, 对应当前股价 PE 为 25X、19X、12X、8X, 预计 2013 年还将获得土地投资收益折合 EPS0.6 元。由于短期估值较高, 给予短期“谨慎推荐”的投资评级, 中期看好。股价催化剂: 销售净利率提升、股份回购、土地投资收益、募投项目达产。

安凯客车 (000868.SZ)

谨慎推荐 维持评级

分析师

邱世梁 机械行业首席分析师

☎: (8621) 2025 2602

✉: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

邹润芳 机械行业分析师

☎: (8621) 2025 2629

✉: zourunfang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080003

特此鸣谢

王华君 ☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

陈显帆 ☎: (8621) 20257807

✉: chenxianfan@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据

时间 2012.10.17

A 股收盘价(元)	4.72
A 股一年内最高价(元)	5.57
A 股一年内最低价(元)	3.05
上证指数	2105.62
市净率	2.67
总股本 (百万股)	7.04
实际流通 A 股 (百万股)	6.24

相关研究

一、公司三季报符合预期，预计全年业绩基本符合预期

1-3 季营业收入为 26.57 亿元，同比增 7%；归属母公司所有者净利润 5918 万元，同比增 12%；EPS 为 0.08 元；每股经营活动现金流量 0.15 元；ROE4.6%。业绩符合预期。

第三季度收入 11.9 亿元，同比增长 32%，第三季净利润 4363 亿元同比大幅增长 97.4%。利润大幅增长的原因：第一，向哈菲尔运输公司出售校车的 1100 台确合计约 3.7 亿元在三季度确认收入；剩余 1,100 台，预计年底前分批完成生产交付。第二，当期政府补助达 2050 万元。第三季度毛利率 12.4%，同比提升 0.2 个百分点。销售费用率 5.2%，同比下降 0.2 百分点；管理费用率 3.8%，同比下降 0.4 个百分点。

预计 2012 年四季度实现 EPS 为 0.10 元。向哈菲尔运输公司出口的剩余 1100 台校车，约 3.7 亿元将在在四季度确认收入。预计 2012 全年 EPS 为 0.18 元，每股经营活动现金流超过 0.20 元，ROE 约为 10%，

二、进军 LNG 清洁能源市场，预计 2014 年开始贡献业绩

公司（占 35%）公告拟与安控（占 51%）和吴乐先团队（占 14%）投资 14.3 亿元建设清洁能源汽车及 LNG 天然气配套项目，建设内容为：（1）年产 3000 辆清洁能源汽车生产基地；（2）年产 70 万吨 LNG 清洁能源生产基地；（3）配套 LNG 储存及加气站若干座。目前新公司注册已完成。公司参与投资设立新公司依托达州地区丰富的天然气资源，目的在于扩大清洁能源汽车生产能力、增强公司盈利能力。鉴于清洁能源产业是国家十二五规划扶持的产业，且具有良好的发展前景和经济效益。新公司的成立将有利于安凯客车在保持主营业务稳健发展的同时，涉足新领域，增强主营业务外的盈利能力。

LNG 的密度大概为 430-470kg/m³，1 吨 LNG 大约等于 2.13-2.33 立方米 LNG，即 2130-2330 升。一吨 LNG 气化成标准状态下的天然气约为 1400 标方，70 万吨 LNG 相当于 10 亿标方天然气，预计达产后可实现销售收入约 25 亿元。按销售净利率 16-20%测算，预计 2014、2015 年可分别贡献投资收益折合每股收益 0.09、0.22 元。

表 1: LNG 项目盈利预测

LNG 项目	2014E	2015E
销售收入（亿元）	12	25
销售净利率	15%	18%
净利润（亿元）	1.8	4.5
35%权益对应投资收益	0.63	1.58
股本（亿股）	7.04	7.04
EPS（元）	0.09	0.22

资料来源：中国银河证券研究部

三、新能源客车领先优势将进一步凸显，明年进入释放期

2011 年公司募资投向新能源汽车扩产及机电电控系统增项目，2013 年将进入投产期，带来新的增长点。公司过去在纯电动新能源客车上具备领先优势，目前在混合动力客车上获得优势，2013 年下半年开始进入产能释放期。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。电机及电控系统在募投 2013 年下半年达产后

将实现自供，同时将实现对外供货，带来新的增长点。“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。公已在销售及与政府、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。

四、预计2012年EPS为0.18元；2013、2014年净利润复合增速约为25%

预计2012年4季度将向哈菲尔运输公司交付并确认剩余1100台校车，3.7亿元；新能源客车300台，约2亿元，预计将在四季度确认收入。预计2012年4季度EPS约为0.10元，2012年全年EPS为0.18元。

未来的增长来源：第一，内销传统客车的增长，预计未来复合增速为10%；第二，募投项目，新能源客车及电机及电控系统投产；第三，新能源客车，纯电动车和混合动力车的持续放量增长，预计未来2年复合增速为50%；第四，出口的增长，预计未来复合增速为15-20%。；第五，LNG项目预计2014年下半年开始贡献业绩，预计2014年带来投资收益0.08-0.10元，2015年为0.20-0.25元。

公司目前销售净利率仅约为2%，我们认为公司盈利能力未来改善空间较大：（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，规模效应逐步体现；（4）高毛利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。

表2：2012-2014年公司传统业务盈利预测

单位：亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
传统客车	27.20	28.56	30.00	33.00	36.30
增速		5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
新能源车销量(台)	200	300	450	850	1200
价格	100	100	70	70	70
金额	2.00	3.00	3.15	5.95	8.40
增速		50.0%	5.0%	88.9%	41.2%
出口金额	1.80	5.80	10.00	12.00	14.00
增速		222%	72%	20%	17%
合计金额	31.00	37.36	43.15	50.95	58.70
增速		0.21	0.15	0.18	0.15
净利润	73.34	98.14	126.18	161.23	193.47
净利润增速	202.0%	40.0%	28.6%	27.8%	20.0%
EPS(元)	0.10	0.14	0.18	0.23	0.28

资料来源：中国银河证券研究部、WINDS

表3：2012-2014年盈利预测

	2012E	2013E	2014E	2015E
客车及配件	0.18	0.23	0.28	0.32
LNG项目			0.09	0.22
EPS（土地收益不纳入预测）	0.18	0.23	0.37	0.54

EPS (土地收益纳入预测)	0.18	0.83	0.37	0.54
PE (土地收益不纳入预测)	25	19	12	8

资料来源: 中国银河证券研究部

五、回购股份彰显公司对未来的信心

公司 10 月 16 日公告回购方案, 公司将在二级市场以不超过 5.2 元的价格, 总金额不超过 10,400 万元, 回购公司股票不超过 2,000 万股, 占公司目前总股本的 2.84%, 占社会公众股的 3.47%, 具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。由于公司将在回购之后将股份注销, 从而减少注册资本, 如果回购数量为 2000 万股, 我们预计本次回购对 EPS 的增厚约 2.8%。

六、子公司江淮客车的土地出让将获得大量现金

2009 年 7 月, 公司控股子公司安徽江淮客车有限公司与合肥市土地储备中心签署了《合肥市国有建设用地使用权收购合同》: 江淮客车名下位于合肥市包河区青年路, 面积为 174.2 亩的地块, 公司同意该地块由合肥市土地储备中心收购。同时, 江淮客车在包河工业园的客车生产新基地异地建设项目, 合肥市政府给予政策支持。合肥市政府同意江淮客车现有的 174.2 亩工业用地调整为商业用地; 原则同意将出让金的 70% 用于江淮客车 2 万辆客车新基地一、二期工业建设。周边地块价格超过 700 万/亩, 该地块价值约 12.19 亿元, 扣除已经支付给公司的 1.2 亿元拆迁费, 70% 对应 7.7 亿元, 扣除所得税后预计子公司还将获得超过 6.3 亿元现金, 增厚公司净资产约 0.6 元/股, 增厚公司 EPS 约为 0.6 元。我们预计在未来 6-12 个月该土地将处置完毕。

七、投资建议

公司传统业务预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.18、0.23、0.28 元; LNG 项目预计 2014-2015 年 EPS 分别为 0.09、0.22 元; 预计公司 2012-2015 年 EPS 分别为 0.18、0.23、0.36、0.54 元, 对应当前股价 PE 为 25X、19X、12X、8X, 预计 2013 年还将获得土地投资收益折合 EPS0.6 元。由于短期估值较高, 给予短期“谨慎推荐”的投资评级, 中期看好。

股价催化剂: 销售净利率提升、股份回购、土地出售、新能源汽车产业政策、新能源汽车订单、LNG 项目阶段性进展。

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、邹润芳、鞠厚林，机械与军工行业证券分析师。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。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（01766.HK）

A 股：三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、豫金刚石（300064.SZ）、杭氧股份（002430.SZ）、天马股份（002111.SZ）、蓝科高新（601798.SH）、张化机（002564.SZ）、锐奇股份（300126.SZ）等

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn