

分析师：曹鹤  
执业证书编号：S0050200010022  
Tel: 010-59355901  
Email: caoh@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

# 安凯客车 (000868.SZ)

## 站在新能源客车的制高点

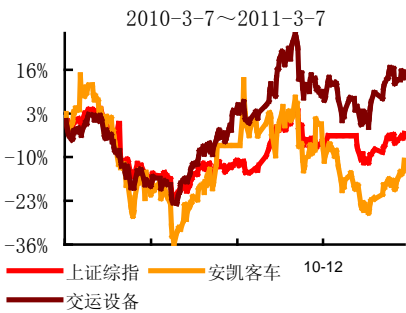
### 投资要点

- 公司2010年销售各类客车10012辆，同比增长28.57%，高于客车行业平均增长水平。其中新能源客车继续保持领先地位，销售量排名客车行业第二，纯电动客车市场份额高达80%，排名第一。
- 公司2010年实现主营收入31.53亿元，同比增长43.94%；实现净利润7333.57万元，同比增长201.74%，在新能源客车的市场需求逐渐扩大的形势下，公司整体经营跃上一个新的台阶。实现每股收益0.24元，净资产收益率10.01%，每股净资产2.39元，每股经营活动产生的现金流0.43元。
- 公司在新能源客车领域竞争优势明显，纯电动公交客车领域更是独树一帜。股东大会已通过定向增发不超过4500万股、募集资金总额不超过5.18亿元资金，投向新能源客车扩建及关键动力总成制造等项目上。项目达产，将进一步巩固公司在新能源客车的竞争优势。
- 预计2010年客车行业增速下调，全年微幅增长，但城市客车的新能源化将呈加速趋势。公司可望借助新能源客车市场特别是城市电动公交客车的快速发展，弥补传统客车市场的增长不力。预计公司全年客车销售增长高出客车行业平均增长水平，同比增长15%以上。
- 预计公司2011年、2012年、2013年每股收益0.30元、0.40元、0.52元，对应3月7日收盘市盈率分别为40.6倍、30.45倍、23.42倍。公司也是我们预测今后3年可能是唯一都保持正增长的汽车公司。上半年“节能与新能源汽车规划”出台，将成为公司股价的催化剂。

交运设备	
投资评级	
本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	15

市场数据	
市价(元)	12.17
上市的流通A股(亿股)	2.67
总股本(亿股)	3.07
52周股价最高最低(元)	8.35-15.63
上证指数/深证成指	2942.31/12893.84
2010年股息率	0.00%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

《行业大滑坡 重组是亮点——2011年汽车行业投资策略报告》2010年12月17日

公司财务数据及预测				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3152.64	3688.59	4463.19	5623.62
增长率(%)	43.93	17	21	26
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	73.34	91.68	122.20	158.86
增长率(%)	201.74	25	33.33	30
毛利率(%)	12.20	12.45	14.15	13.92
净资产收益率(%)	10.01	10.38	12.11	11.45
EPS(元)	0.24	0.30	0.40	0.52
P/E(倍)	50.75	40.6	30.45	23.42
P/B(倍)	5.10	3.38	2.97	2.44

来源：公司年报、民族证券

## 一、公司2010年净利润同比增长2倍以上

公司 2010 年销售各类客车 10012 辆，同比增长 46.06%，其中大型客车、中型客车销售比重分别为 42.67%、48.12%，同比分别增长 56.90%、46.67%，分别高出细分行业 8.5、24.7 个百分点。公司中高档客车比重保持在 77%左右，毛利率 17.3%，持平。

公司 2010 年销售各类客车 10012 辆（含底盘），历史上首次跨入“万辆大关”，同比增长 28.57%，高于细分客车行业平均增长水平。其中新能源客车继续保持领先地位，销售量排名客车行业第二，纯电动客车市场份额高达 80%，排名第一。

公司 2010 年实现主营收入 31.53 亿元，同比增长 43.94%；实现净利润 7333.57 万元，同比增长 201.74%。在新能源客车的市场需求逐渐扩大的形势下，公司整体经营跃上一个新的台阶。实现每股收益 0.24 元，净资产收益率 10.01%，每股净资产 2.39 元，每股经营活动产生的现金流 0.43 元。

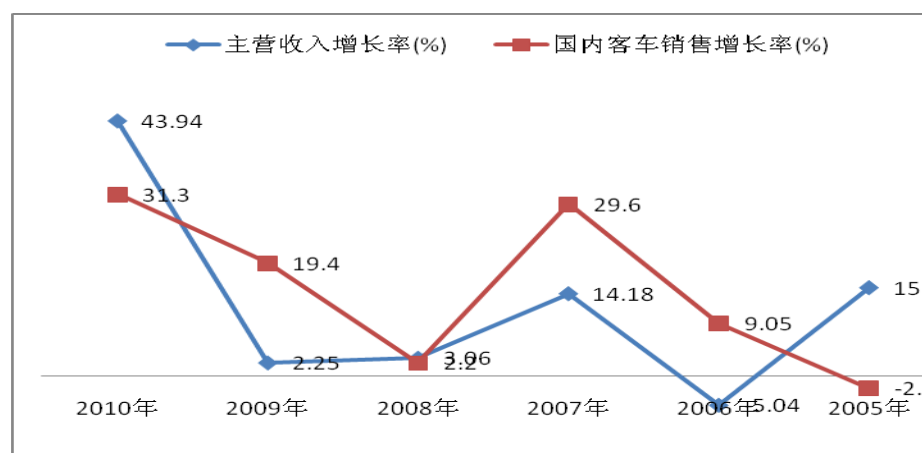
从公司历年来的生产经营分析，2010 年成为具有转折性的一年，公司借助新能源汽车发展的契机，依靠自身多年的积累，整体经营进入到一个新的战略发展阶段。

## 二、公司2010年财务指标良好

### 1、2010 年：今后几年快速成长的开端

安凯客车上市以来的发展道路并不平坦，市场规模偏小，原有产品结构偏重高档豪华，细分市场的需求较小。江淮集团入主安凯，大力调整安凯的经营方向，延长产品线，扩展公交客车领域。之后整合江淮客车，使得安凯经营规模快速扩大，覆盖大型客车、中型客车及轻型客车领域。新能源客车特别是在节能减排的大背景下国家鼓励城市公交客车的电动化，给了安凯借助传统客车领域的部分技术，大力发展电动公交客车，在城市公交客车领域独占鳌头。经过几年的整合，安凯由此步入了快速成长的轨道。

图 1：安凯客车 2005-2010 年主营收入增长率与国内客车销售增长率比较



数据来源：公司年报 民族证券

从图 1 可以看出，安凯客车近年来主营收入的增长基本落后于国内客车行业销售量的增长水平，如果仅考虑大中型客车行业的成长情况，安凯的主营收入增长则更加落后于主要客车企业的成长。但 2010 年则成为转折之年，主营收入增长大大高于客车行业销售量的增长，

借助电动公交客车 80%的市场占有率，公司今后几年可望持续获得超过行业平均增长的增幅，体现良好的成长性。

## 2、公司盈利能力由弱变强

随着公司生产经营规模的扩大，新能源客车领域取得领先地位，主营收入大幅度增长的同时，公司盈利能力由弱变强。

公司 2010 年销售毛利率 12.2%，虽然和 2009 年基本持平，但由于规模经济效应，营业利润率、净利润率、净资产收益率均大幅提高。净利润率 2.33%，同比增长 1 倍以上；净资产收益率 10.01%，同比增长 1.71 倍。

## 3、经营规模扩大导致短期公司偿债能力稍弱

公司历史性的跨入“万辆大关”，生产经营规模的扩大导致短期偿债能力稍稍变弱。公司 2010 年每股收益 0.24 元，每股经营活动产生的净现金流 0.43 元，资产负债率 71.11%，流动比率 1.13，速动比率 0.91，短期偿债能力存在一定压力，但能够适应生产经营需要。从各类应收应付款项分析，公司应收账款 4.46 亿元，存货 3.53 亿元，短期借款 2.6 亿元，应付账款 7.19 亿元。应付账款由于规模扩大，增幅较大。

## 4、利润构成中营业利润、投资收益均较大幅度增长

公司 2010 年利润总额 8051 万元，利润构成中，主营利润占 82.32%，投资收益占 27.76%，均大幅度增长。作为投资收益主要来源的安凯曙光车桥，2010 年主营收入、净利润均保持 30% 以上的大幅度增长。

## 5、出口业务快速增长

公司 2010 年出口快速增长，出口量及收入同比分别增长 42.51%、139.8%，价升量增。虽然出口收入仅占主营收入的 5.7%，但势头良好。

## 三、2010年：站在新能源客车的制高点

公司在新能源客车继续保持领先地位，销售量排名客车行业第二，纯电动客车市场份额高达 80%，排名第一。以城市电动公交客车为主的新能源客车已经批量进入合肥、上海、南昌、南京、昆明等市场，今后几年将形成更大的扩散效应。

公司“全承载 13.7 米双层客车研发及产业化”项目被列入 2010 年国家火炬计划，以全承载车身为主体开发出 3 款新能源客车通过国家级鉴定，其中 HFF6120G03EV 纯电动公交客车也获得国家级重点新产品。

公司在新能源客车领域竞争优势明显，纯电动公交客车领域更是独树一帜。股东大会已通过定向增发不超过 4500 万股、募集资金总额不超过 5.18 亿元资金，投向新能源客车扩建及关键动力总成制造等项目上。项目达产，将进一步巩固公司在新能源客车的竞争优势。

## 四、公司2011年业绩将继续增长

预计 2010 年客车行业增速下调，全年微幅增长，但城市客车的新能源化将呈加速趋势。公司可望借助新能源客车市场特别是城市电动公交客车的快速发展，弥补传统客车市场的增

长不力。预计公司全年客车销售增长高出客车行业平均增长水平，同比增长 15%以上。

## 五、2011年投资评级：谨慎推荐

预计公司 2011 年、2012 年、2013 年每股收益 0.30 元、0.40 元、0.52 元，对应 3 月 7 日收盘市盈率分别为 40.6 倍、30.45 倍、23.42 倍。公司也是我们预测今后 3 年可能是唯一都保持正增长的汽车公司。

两会后，“节能与新能源汽车规划（2011-2020）”将出台，在当前国际原油价格重上 100 美元 / 桶的形势下，新能源汽车规划的出台可能会成为公司股价上涨的催化剂。因为，新能源汽车的产业化最先产业化和受益的就是具有政府鼓励、政府补贴的城市公交客车领域，也是最早能够看到效益的领域。

## 分析师简介

曹鹤:首席汽车行业分析师,1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月,中国人民大学外经所企业管理专业毕业,获经济学硕士学位,论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作,先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月,中国人民大学工商管理学院投资专业毕业,获经济学博士学位,论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司,供职于研究发展中心。现职务为副总经理。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇,20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或转载,或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn
-----	--------------	-------------	---------------------