

汽车行业

2009 年 3 月 19 日

安凯客车 (000868)

当前股价: 5.51

新能源客车对公司业绩影响有限

投资要点:

- 安凯客车和江淮汽车同属于安徽江淮汽车集团公司控股。江淮汽车集团有意将安凯客车打造成集团的客车业务平台。
- 公司 2008 年 5 月收购的江淮客车 41% 股权并不能成为公司的“救星”。江淮客车由于出口占比较大,受到海外经济影响大。预计 2009 年江淮客车将亏损。
- 公司投资 40% 的安凯福田曙光车桥虽然经营较为稳健,但体量小,对公司 EPS 贡献最高时也不到 5 分钱。
- 我国新能源客车的生产模式都是电池与动力系统外购,整车仍使用原先的非新能源客车制造平台生产。对原先的普通客车制造平台改造成新能源客车改造平台并不需要很大规模的投资,也没有很高的技术壁垒。所以我们并不认为安凯在新能源客车制造上具有很强的核心优势。
- 即使考虑到新能源纯电动客车的 50 万元补贴,新能源客车单价仍然高出普通客车很多。财政补贴并不会给行业和公司带来大量新能源客车订单。
- 预计公司 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.08 元、0.11 元和 0.11 元,对应目前 5.51 元的股价,市盈率分别为 70.4、49.8 和 48.3 倍。考虑到目前公司 PB 不到 2.1 倍,给予“观望”评级。

研究员: 陈亮

电 话: 025-84457777-894

E-mail: pro7973@hotmail.com

http://www.htsc.com.cn

地 址: 南京市中山东路 90 号

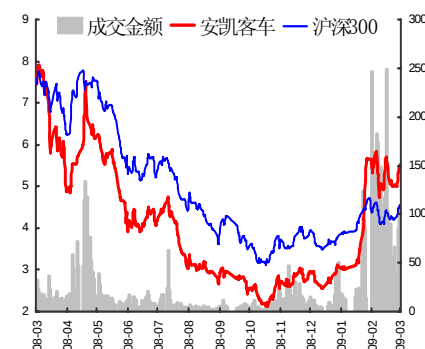
投资评级

观望 (首次)

目标价格

5.00 元

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本 (亿)	3.07
流通 A 股 (亿)	1.77
52 周内股价区间 (元)	2.08 - 8.86
总市值 (亿)	16.92
总资产 (亿)	21.09
每股净资产 (元)	2.07

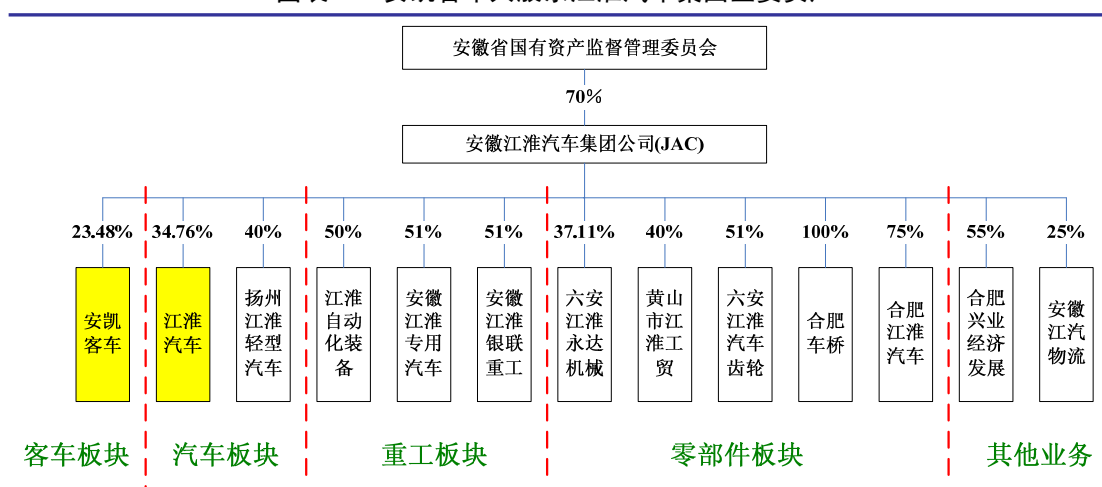
主要经营指标预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入 (亿)	20.78	21.42	21.82	24.01
+/-%	29.2%	3.1%	1.9%	10.0%
净利润 (亿)	0.24	0.24	0.34	0.35
+/-%	—	1.5%	41.5%	2.9%
EPS (元)	0.08	0.08	0.11	0.11
P/E	71.5	70.4	49.8	48.3

安凯客车是江淮汽车集团的客车资产整合平台

安凯客车 1997 年在深交所上市，其前身是原合肥肥河汽车制造厂（后更名为安徽安凯汽车集团有限公司）。2004 年安凯集团将其持有的 6214 万股安凯客车股份转让给江淮汽车集团后，江淮汽车集团成为安凯客车的控股股东。2008 年 5 月，公司向江淮汽车集团定向增发 996 万股，每股价格 7.62 元，收购了其拥有的江淮客车 41% 股权。2008 年上半年，江淮客车为公司贡献净利润 211.94 万元，占归属于母公司所有者净利润的 31.64%。

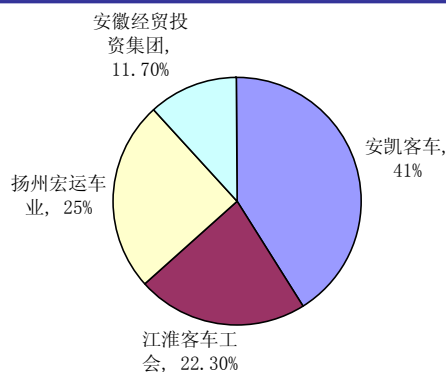
图表 1 安凯客车大股东江淮汽车集团主要资产



资料来源：公司公告

江淮客车属于老牌客车制造企业，江淮客车工会持有其 22.3% 的股份。安凯客车虽仅持有其 41% 的股份，但已经形成了实际控制，因此江淮客车进入公司合并报表范围。

图表 2 收购后江淮客车股权结构



数据来源：公司公告

江淮客车并不能成为“救星”

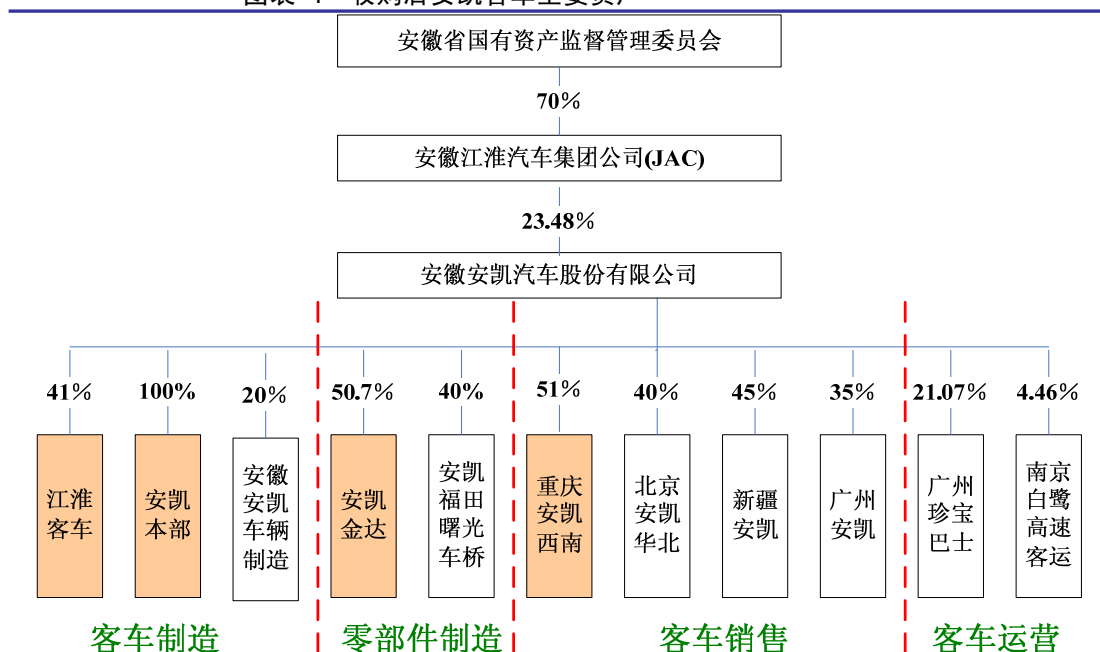
安凯本部主要生产 9~18 米豪华中高档客车，江淮客车主要生产 5.6~12 米中低档客车。收购江淮后，安凯客车成为覆盖 5.6~18 米的客车制造商。但江淮客车并不能成为公司的救星。从公司公告信息来看，江淮客车 2004-2006 年间均亏损。2007 年和 2008 年上半年虽然实现了盈利，但利润微薄。江淮客车 2006 年和 2007 年分别出口客车 508 辆和 1900 辆，占其销量的 14% 和 36%。2008 年江淮客车出口量为 1200 多辆。江淮客车由于出口占比较大，受到海外经济影响大。2008 年下半年以来客车出口的快速下滑将会对江淮客车业绩产生很大的负面影响，预计 2009 年江淮客车将亏损。

图表 3 江淮客车和安凯客车经营情况对比

	江淮客车					安凯本部			
	销量 (辆)	营业收入 (万元)	客车均价 (万元)	毛利率	净利润 (万元)	销量 (辆)	营业收入 (万元)	客车均价 (万元)	毛利率
2004	2821	52766.9	18.7	9.72%	-377.1	2402	91526.1	38.1	9.93%
2005	3456	62819.6	18.2	8.37%	-151.2	2486	104797.0	42.2	15.17%
2006	3705	62819.6	17.0	9.23%	-211.2	3111	98634.8	31.7	10.51%
2007	5307	95300.0	18.0			2828	116306.3	41.1	12.91%

数据来源：公司公告

图表 4 收购后安凯客车主要资产



注：为安凯客车合并报表范围 资料来源：公司公告

图表 5 安凯客车 2008 年上半年净利润分拆

	贡献净利润 (万元)	贡献 EPS (元)	净利润贡 献度
江淮客车	211.94	0.007	32%
安凯福田曙光车桥	300.85	0.010	45%
安凯本部和其他	156.74	0.005	23%
合计	669.53	0.022	100%

安凯客车本部经营情况也不甚乐观。由于销量与一线大中客制造商差距很大，规模经济不明显，近年来安凯客车本部一直在几分钱的 EPS 和亏损间徘徊。投资的安凯福田曙光车桥虽然业绩相对较为稳定，但体量太小，最好的 2007 年给安凯客车贡献净利润也才 1460 万元，折合成 EPS 是 0.0476 元。可见，安凯福田曙光车桥对公司业绩影响有限。

图表 6 安凯福田曙光季度利润

	1Q06	2Q06	3Q06	4Q06	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08
净利润（万元）	99.61	362.01	398.33	122.12	385.63	494.66	443.40	137.05	232.60	68.25	22.55
贡献 EPS（元）	0.0032	0.0118	0.0130	0.0040	0.0126	0.0161	0.0144	0.0045	0.0076	0.0022	0.0007

数据来源：公司公告

新能源客车对公司业绩影响有限

安凯本部主要生产全承载客车，现在主攻新能源客车中的纯电动客车。安凯的全承载客车车底空间大，改造成新能源客车比底盘客车更容易。

我国新能源客车的生产模式都是电池与动力系统外购，整车仍使用原先的非新能源客车制造平台生产。对原先的普通客车制造平台改造成新能源客车改造平台并不需要很大规模的投资，也没有很高的技术壁垒。所以我们并不认为安凯在新能源客车制造上具有很强的核心优势。

公司的新能源纯电动客车售价每辆在 150 万左右，而财政部对 13 个试点城市的补贴对象是公交公司，补贴额度为每辆 50 万元。按此测算，即使考虑 50 万元补贴，每辆新能源纯电动客车仍比普通客车价格高 50 万以上。据此我们并不认为现在的财政补贴额度能够给行业和公司带来大量新能源客车订单。

目前公司新能源客车订单在 60 辆左右，按照一辆纯电动客车相当

于 5 辆普通公交客车测算,这 60 辆所能带来的收入和 300 辆普通公交客车相当,在公司整体营业收入中占比不到 10%。根据公司公告,新能源客车毛利率并不比普通客车高,因此我们认为新能源客车对公司业绩影响有限。

盈利预测和投资评级

公司的三大利润来源来看,江淮客车 2009 年很可能亏损;安凯本部即使考虑到新能源客车订单影响,2009 年也仅能维持微利;安凯福田曙光车桥公司虽然受益于“汽车下乡”,但体量太小,对公司 EPS 贡献有限。我们预计公司 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.08 元、0.11 元和 0.11 元,对应目前 5.51 元的股价,市盈率分别为 70.4、49.8 和 48.3 倍。考虑到目前公司 PB 不到 2.1 倍,给予“观望”评级。

图表 7 安凯客车利润表预测

单位:百万元

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1170	2078	2182	2401
营业成本	1018	1808	1899	2089
营业税金及附加	2	6	6	6
营业费用	74	132	139	153
管理费用	61	108	114	125
财务费用	4	4	4	4
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	4	15	10
营业利润	22	32	52	53
营业外收入	8	10	8	9
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	30	42	59	61
所得税	9	8	12	12
净利润	21	33	47	49
少数股东损益	0	9	13	13
归属母公司净利润	20	24	34	35
EBITDA	62	59	71	69
EPS (元)	0.07	0.08	0.11	0.11

注: 2007 年利润表未合并江淮客车

数据来源: 公司公告、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15 % 以上;

推荐: 相对强于市场表现5 % ~ 15 %;

观望: 市场表现在 - 5 % ~ + 5 % 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5 % 以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。