

湘财证券研究所

汽车研究小组

浦俊懿

Tel: (86) 21-68434518-8227

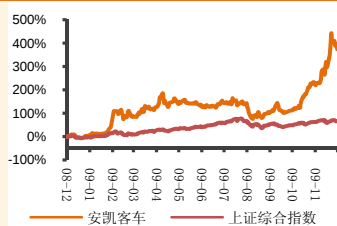
E-mail: pjy2938@xcsc.com

刘金钟

Tel: (86) 21-68434510-8193

E-mail: ljb2861@xcsc.com

安凯客车最近一年股价走势



基本数据

总股本 (亿股)	3.07
流通 A 股 (亿股)	1.77
流通市值 (亿元)	23.45
每股净资产 (元)	2.09
资产负债率 (%)	66.05
净资产收益率 (%)	1.06

事件:

近日我们对公司进行了实地调研,就关心的问题与公司管理人员进行了交流。

要点:

□ 目前产销状况良好,明年将对销售模式与渠道进行调整优化

公司目前产销状况良好,订单充足,产能利用充分。据中客网统计,公司本部 11 月共生产客车及底盘 342 台,销售 338 台,今年以来累计销售客车及底盘 2497 台,与去年同期相比下降 8.2%。我们预计,今年公司本部客车及底盘销量将与去年基本持平,江淮客车销售将略有增长。

公司明年将在销售理念上进行革新,在销售渠道上进行整合,努力实现销售的突破。目前江汽集团旗下的江淮汽车、江淮客车及安凯客车均有独立的销售渠道,进行优化整合的空间较大,例如安凯与江淮客车在一、二级市场的渠道可以合并,同时,江淮客车也可以借用江淮汽车的销售渠道,加大在县域市场的渗透。

□ 多项措施降成本,是下一阶段工作重点

公司客车产销规模仅次于“一通三龙”,但与行业龙头相比,存在着成本水平较高,盈利能力不强等问题。公司把降低成本作为明年的工作重点,具体措施可能包括:吸引配套厂商在合肥设厂,构建产业集群,以降低外购零部件成本;提高零部件的自制比例,进行座椅等部件的生产;进一步推进本部与江淮客车采购平台的整合,扩大采购规模,提高议价能力;进行销售渠道的整合与模式的创新,降低销售费用。此外,公司将努力提高产销规模,以降低单位产品的固定成本。

□ 新能源客车合资公司投入运营将提升盈利能力

公司将新能源客车的发展视作战略性机会,将会不断加大投入,占领行业优势地位。目前有 6 款纯电动客车获得了国家公告,远多于国内其他厂商。在电动客车领域,公司具备以下两点优势:一方面,公司在传统客车领域一直是基于国际领先的 SETRA 技术平台进行开发,相较于国内其他客车厂商,技术与设计人员对于电系统有着更好的理解与掌握,有益于电动车的研发;另一方面,公司的全承载技术,使得电池摆放空间更大,摆放更为平衡,更适宜作为电动车的开发平台。

公司今年交付的新能源客车在 60 台左右。与传统客车相比,新能源客车成本较高,其中,全承载车身的成本在 60 万左右,电机与电控系统成本大概为 50-60 万,销售毛利率与高档传统客车产品相当,在 15%左右。我们预计,待明年公司与上海雷博的合资公司正式运营后,相关产品的毛利水平有望提升。

□ 出口有望步入收获期,明年将有较大的突破

目前公司海外业务占比不大,不过经过了多年的耕耘,将逐渐步入收获期。凭借优异的品质和技术实力,公司产品已相继通过了美国的安全与环境实验室检测和澳大利亚的 ADR 认证,成为国内第一家通过相关认证的客车厂商,为将来产品批量出口

发达市场奠定了良好的基础。我们认为，随着产品登录美国，公司将敲开国际高档客车市场的大门，预计明年出口业务将有较大的突破。公司的长远目标是海外业务占 20%-30% 的销售占比。

□ 公交车市场潜力巨大，是重点发展领域

公司的公交车产品在市场上一直有着良好的口碑，车辆出车率比一般品牌高出 3 个百分点，而由于采用了全承载技术，使得产品安全性高，使用时间更长，中期维修成本比其他品牌每年节省 8000-10000 元，再加上整体质量比较轻，燃油性较其他同级别车节省 6-10%。公交产品经济、耐用的特点赢得了一致的认可，在广州、南宁、合肥、宁波、芜湖等多个城市得到了很好的应用，明年也有望在北京市场取得突破。我们认为，北京等地的市场开拓，不仅将扩大产品销售规模，更会提升相关产品盈利能力。

□ 盈利预测与投资评级

公司的三大利润来源来看，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；江淮客车 2009 年可能难以实现盈利；安凯福田曙光车桥公司虽能盈利，但对 EPS 贡献有限。我们预计公司 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.09 元和 0.12 元，对应目前 13.25 元股价，市盈率分别为 147 和 110 倍，估值水平较高。考虑到公司未来渠道整合、成本下降以及新能源汽车贡献盈利等积极因素，我们给予公司“增持”评级。

表格 1 安凯客车盈利预测表

万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	214,205	218,703	255,445
增长率	3.06%	2.10%	16.80%
减：营业成本	190,085	193,509	225,686
毛利率	11.26%	11.52%	11.65%
减：营业税金及附加	695	674	829
销售费用	11,514	11,613	11,546
管理费用	8,926	10,498	12,670
财务费用	1,709	1,750	2,325
期间费用率	10.34%	10.91%	10.39%
减：资产减值损失	-459	130	130
加：公允价值变动净收益	0	0	0
投资净收益	1,201	1,192	1,300
营业利润	2,936	2,396	4,389
增长率	-9.54%	-18.39%	83.16%
加：营业外收入	813	1,000	1,000
减：营业外支出	37	120	120
利润总额	3,712	3,276	5,269
增长率	-10.97%	-11.74%	60.82%

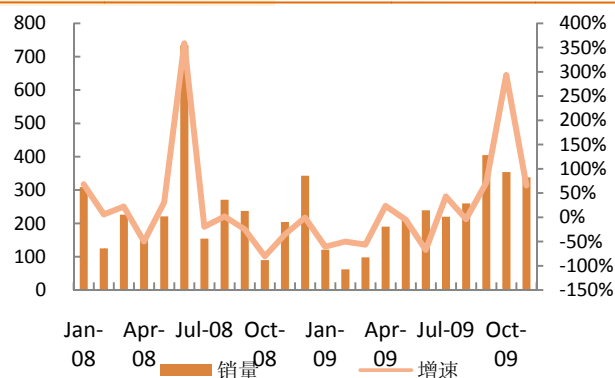
利润率	1.73%	1.50%	2.06%
减：所得税	661	491	790
净利润	3,051	2,785	4,478
增长率	1.53%	-8.73%	60.82%
净利润率	1.12%	1.27%	1.75%
加：少数股东损益	648	0	720
归属于母公司所有者净利润	2,403	2,785	3,758
稀释每股收益	0.08	0.091	0.122

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 风险提示

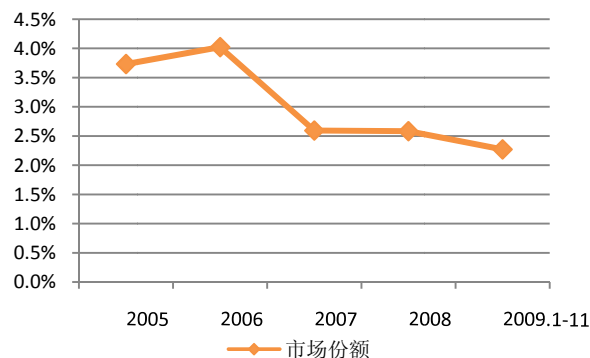
销售方面的优化整合效果低于预期；海外市场开拓未达预期；大中客市场受到铁路冲击超出我们预期；

图 1 公司本部客车及底盘销量及增速



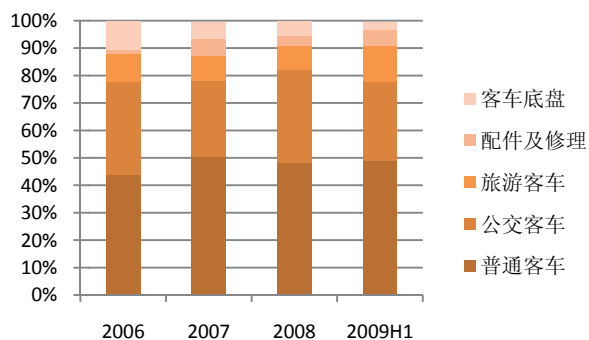
资料来源：中客网，湘财证券研究所

图 2 公司本部大中客产品占有率



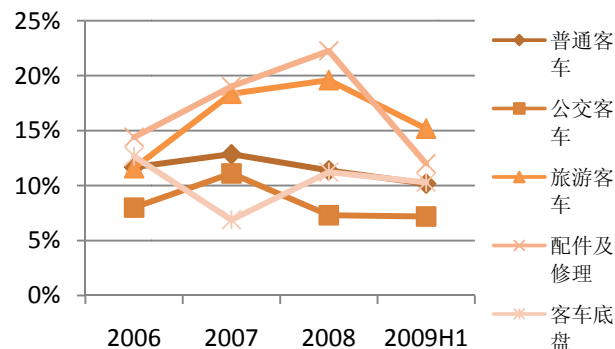
资料来源：公司公告，湘财证券研究

图 3 收入构成



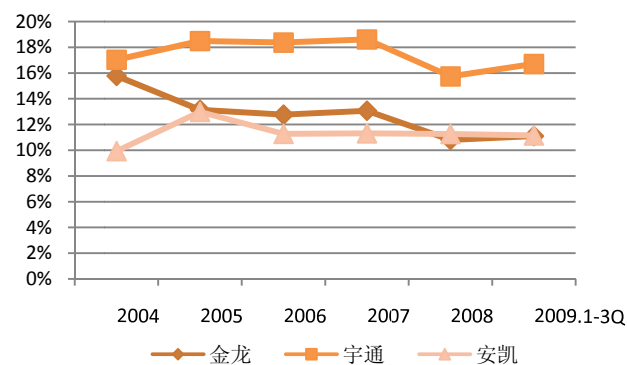
资料来源：CAAM，湘财证券研究所

图 4 分产品毛利率



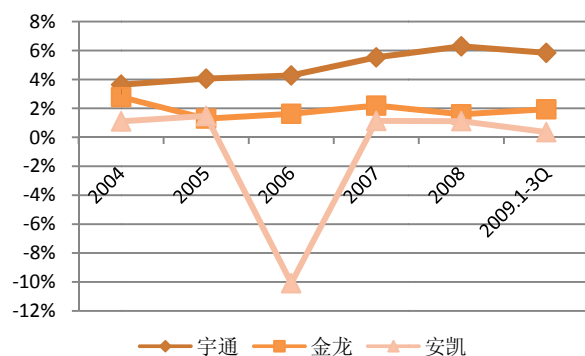
资料来源：CAAM，湘财证券研究所

图 5 销售毛利率



资料来源：公司公告，湘财证券研究

图 6 销售净利率



资料来源：公司公告，湘财证券研究

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。