

一、公司基本情况

厦门金龙汽车集团股份有限公司是国内最大的客车制造集团之一，拥有全球最大的大中型客车生产基地。公司以大、中、轻型客车的制造与销售为主导产业，旗下拥有厦门金龙联合汽车工业有限公司、厦门金龙旅行车有限公司、金龙联合汽车工业（苏州）有限公司等三家客车整车制造企业，以及金龙汽车车身、空调、电器、座椅等参股汽车零部件生产企业，形成集整车与零部件为一体的客车生产体系。目前，公司客车产品包括数十款大中轻型客车，产品涵盖 4.8 米至 18 米各型客车，广泛覆盖客运、旅游、公交、团体、通勤、校车、专用车等市场。金龙客车品牌在海内外享有很高知名度，赢得“国车”美誉，并连续 13 年入围世界品牌实验室“中国 500 最具价值品牌”排行榜，2015 年品牌价值 217.25 亿元，位列中国汽车行业品牌前十强。

2015 年，公司销售各型客车 86858 辆，同比增长 1.3%，总体市场占有率 15.2%，行业第一。其中，大型客车销售 25481 辆，同比增长 4.34%，市占率 27.6%；中型客车销售 12800 辆，同比下降 19.22%，市占率为 16.84%；轻型客车销售 48577 辆，同比增长 6.89%，市占率 12.05%，均处于行业前列。在国家政策的大力推动下，新能源汽车销售呈现爆发式增长，公司全年实现新能源车销售 18434 辆，同比增幅达 437.28%，市场占有率达到 20%。海外市场方面，公司全年实现出口 23189 辆，同比下降 14.05%，出口收入 48.32 亿元，同比下降 7%，出口量和出口收入均位居行业第一。

2015 年公司明确了“一个核心，两条路线”战略布局：“一个核心”是以厦门金龙为核心，发力新能源市场，随着金龙汽车集团国有股权的整合，金龙客车的发展纳入“福建汽车产业一盘棋”的总体战略，开启了跨越式发展的新里程。“两条路线”是指路上和海上丝绸之路这两个发展路线，借此展开全球化产业优化布局。落实“两条路线”的首个项目西安金龙公司顺利挂牌运营，贯彻“中国制造 2025”精神的漳州龙海新生产基地项目已启动。借助国家“一带一路”战略的东风，公司坚持市场深耕、自主创新、精工细作，打造中国客车制造优势，实现海外出口新突破。

二、潜在增长点

1、公交客车新能源化的政策导向为公司和行业发展提供重大机遇

我国客车行业处于成熟期，总体市场格局较为稳定，金龙和宇通两家独大，中通、安凯等中小型客车企业也在特定细分领域或特定区域占有一席之地，并且各家产品差异化并不明显。世界经济复苏乏力，中国经济增速温和下调，再加上高铁市场的突飞猛进给长途客车市场带来了冲击，2015 年我国传统客车市场增长放缓。根据中汽协商用车（客车）整车的统计数据显示：全年我国客车销售 57.15 万辆，同比下降 0.1%，增速比上年同期回落 9.1 个百分点，其中出口市场同比下降 15.9%。我们认为，未来客车行业主要增长点仍是新能源客车，尤其是公交客车的新能源化趋势和政策红利为行业发展提供了重大机遇。

2015 年 4 月财政部、科技部、工信部、国家发改委四部委发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知（财建 2015-134 号）》，2015 年 5 月 11 日财政部、工信部、交通部发布《关于完善城市公交车成品油价格补助政策加快新能源汽车推广应用的通知》等文件，明确了以纯电驱动为新能源汽车发展的主要战略取向，对加快新能源汽车推广应用提出了一系列政策措施，加大新能源汽车推广应用力度，制定机动车更新计划，不断提高新能源汽车运营比重，要求新能源汽车推广应用城市新增或更新车辆中的新能源汽车比例不低于 30%。

2015 年 11 月，交通部发布了《新能源公交车推广应用考核办法（试行）》，对国内各省市每年新增及更换公交车的新能源渗透率提出了要求：根据目前新能源汽车推广进度，北京、上海及部分先行省市新增及更换的新能源公交渗透率将从 2015 年的 40% 上升至 2019 年的 80%，安徽、江西等六省市将从 25% 上升至 65%，其余省市也将从 10% 上升至 30%。这一要求将大幅增加未来新能源公交客车的需求，有效推动新能源客车市场的快速增长。

2、公司获国家发改委资金支持，加快新能源客车升级步伐，提升整体盈利水平

作为客车行业龙头，金龙汽车瞄准了行业发展的新趋势，一直参与节能与新能源客车的研发和推广，市场上拥有良好的口碑和用户基础，具有较强的竞争力。同时，公司产品组合覆盖所有细分市场，向新能源客

车升级更容易实现。目前，公司已形成了丰富的新能源汽车产品线，包括纯电、混合动力的公路客车、城市公交、专用车等多个产品。其纯电公交采取先进的“四极优化”技术，具有耗电低、续航久、安全性高的优势，长期经济性显著。2015年金龙汽车明显加快了新能源车型的推出节奏，全年实际销售 1.8 万辆，同比大幅增长 4.4 倍，实现爆发式增长。

在三龙中，尤其是苏州金龙的新能源客车已经达到国内领先水平，公司投入早、跟进快，紧跟新能源发展大潮，按照“开发一代、储备一代、生产一代”的新能源客车研发思路，先后组建以博士后为主 100 多人的新能源客车研发团队，建立国家认可实验室、博士后工作站平台，成立海格新能源研究所、新能源汽车电控系统科技公司，逐步形成独立完整的新能源客车全过程研发体系。值得一提的是，公司率先提出新能源高压安全管理，填补了国内新能源客车动力管理的空白、新能源电池管理的空白，获多项发明专利。公司自主研发推出的“绿管家”新能源无忧运营解决方案力保客户“购车无忧、运营无忧、服务无忧”，俨然成为中国智慧客车的领导者。正因为苏州金龙新能源客车及零部件项目契合国家加快制造业转型升级、增强制造业核心竞争力的战略方针，属于关键技术实现产业化项目，2016 年 5 月公司获得国家发改委 2.85 亿元项目资本金支持。此外，苏州金龙已经与清华大学、上海交大等 10 多家知名高校建立合作关系，与国内多家知名科技和新能源企业展开了联合攻关，共同研发新能源产品。如今，苏州金龙海格客车已开发出 4-12 米全系列新能源客车，覆盖公交、团体、短途客运、旅游、物流、专用车等多个市场。海格新能源客车现今已批量服务于南京、苏州、上海、昆明、重庆、海口、新加坡、保加利亚等 31 个省、市、国家或地区，智慧运营系统实现 100 万公里“安全、稳定、可靠性”验证，揽获广大客户的信赖与认可。我们预计，在国家政策和资金的重点扶持下，公司将加快向盈利能力更强的新能源客车升级，产销规模的大幅提升将显著提升公司的盈利水平。

3、公司大力推进四大协同，三龙持续深度整合值得期待

同为国内客车龙头企业，金龙总体营收规模与宇通相差不多，2015 年金龙和宇通分别实现营业收入 268.35 亿元和 312 亿元。但两者净利润却相差甚远，2015 年金龙和宇通的归母净利润分别为 5.36 亿元和 35.4 亿元。同时，二者费用率一直比较接近，2015 年金龙的三项费用率之和为 9.93%，宇通为 11.85%。因此，毛利率相对偏低是公司面临的核心问题，2015 年公司毛利率 17.15%，宇通高达 25.33%。除了机制问题之外（宇通是民营而金龙是国企），历史股权结构混乱也是主要原因。公司下属三个整车企业，都是独立法人，三龙各自为战，采购销售是三套体系，重复投资，费用很高，难以形成规模效应。

福汽集团入主之后，利用定增对原有小股东的股权进行稀释，控股股东对上市公司以及上市公司对子公司的掌控能力显著得到加强。同时，公司大力推进四大协同的改革措施：首先，在采购协同方面，成立了供应链管理部和集中采购委员会，推进集团集中采购，建立健全集团战略供应商合作机制，推进供应链的整合优化；2015 年完成了车用钢材、发动机、变速箱、缓速器、离合器、减速器等重要原材料及零部件的集中采购，与国内外最具实力的供应商建立了全方位的战略合作关系，在产品、技术、品牌、服务方面展开更深层次的合作。其次，在营销协同方面，成立了市场管理部，负责推进海内外营销协同，改变传统营销模式，推行点、线、面、体相结合的立体营销模式。再次，技术协同方面，积极构建统一的平台化研发机构，打造模块化系统集成研发体系，确保各投资企业在共享通用核心技术的同时，还能继续发展各自的个性化产品研究。最后，在品牌协同方面，完成品牌梳理与识别系统规范，“三龙”携手参加重要展会，联手承担首届全国青运会交通保障服务，强化了品牌联动。目前来看，公司的协同战略已经初显成效，在去年 Q4 新能源放量的推进下，公司 Q4 毛利率达到了创记录的 20.1%，是过去 10 年单季度毛利率的高峰。

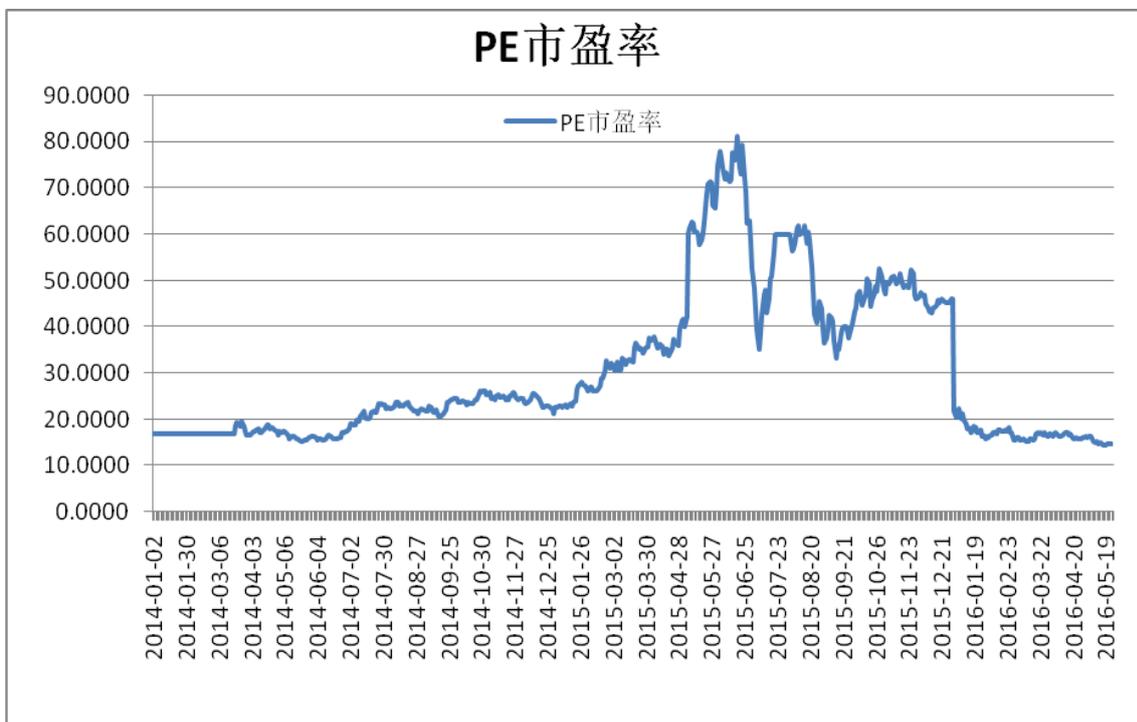
近期公司管理层已更换完成，由公司大股东福汽集团总经理黄莼兼任公司董事长。新领导班子年富力强，在保持公司稳定发展的基础上，继续推进三龙整合工作，目前重点推进三龙的客户和区域整合，减少抢订单时不必要的资源投入，继续保持三龙全系列产品的生产线，凸显出金龙汽车在京津冀、华东、长三角、珠三角等地优势区域，实现差异化而非同质化竞争，后续深度的内部资源整合值得期待。

三、盈利预测和估值建议

公司 2015 年全年共实现营业收入 268.35 亿元，同比增加 25.22%；营业成本 222.34 亿元，同比增加 20.51%；三项费用 26.65 亿元，同比增加 28.78%，其中研发支出 6.24 亿元。全年实现归属于母公司股东净

利润 5.36 亿元，同比增长 115.33%；实现每股收益 0.97 元。2016 年第一季度实现营业收入 61.0 亿元，同比增长 45.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 5629 万元，同比增长 42.8%，好于预期。鉴于公司是国内客车龙头，市占率行业第一，竞争力较强，且受益于公交客车的新能源化趋势和政策红利，以及三龙整合提高效率，预计未来公司业绩能快速稳定增长，预计 2016-17 年每股收益 EPS 为 1.1 元和 1.14 元，对应 PE 为 11.7 倍和 11.3 倍，首次推荐“买入”评级。

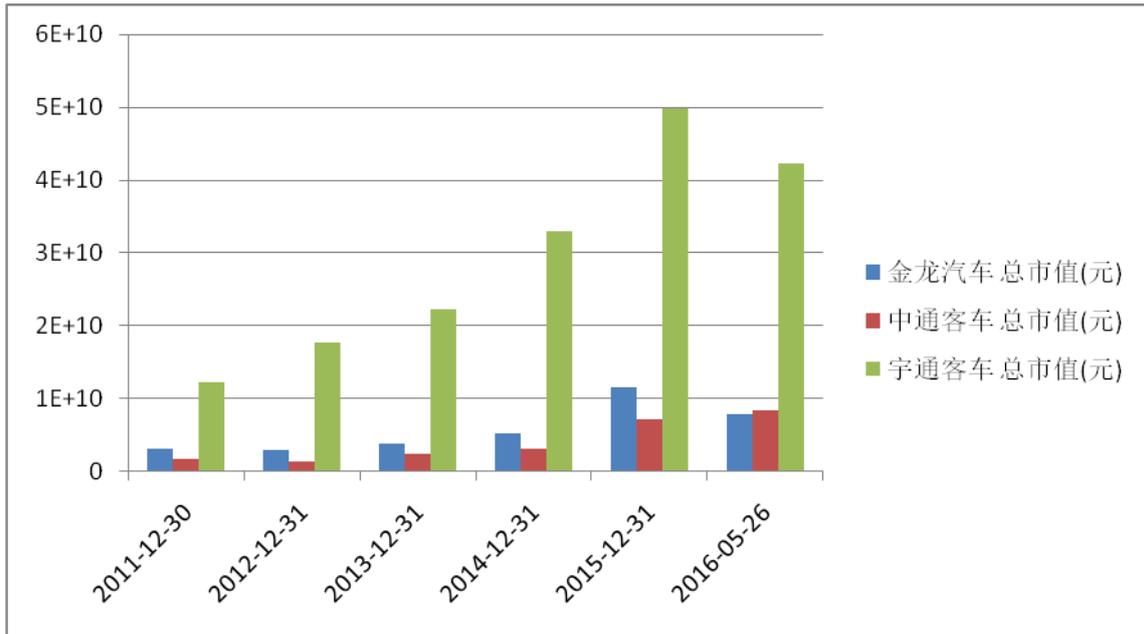
关键指标	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万)	26835	28413	29278
增长率(%)	25.2	5.9	3.0
归属母公司股东净利润(百万)	535	607	692
增长率(%)	115.3	13.4	14
EPS(摊薄)	0.97	1.1	1.14



数据来源：Choice 金融终端、东方财富证券研究所

四、市值空间将进一步打开

对同类公司进行比较，同为客车行业龙头的宇通客车总市值为 423 亿元，中通客车的总市值也达到 85 亿元，而金龙汽车目前市值只有 78 亿元，可见未来仍然有很大的空间，市值增长可期。



数据来源：Choice 金融终端、东方财富证券研究所

五、未来三个月增长的催化剂

三龙整合加速，预计未来三个月将加快完成客户和区域整合。

六、三个月目标涨幅

综合以上分析，我们对金龙汽车持“买入”投资评级，预计公司第一目标价为每股 15.6 元。

七、风险提示

- 1) 公司整合低于预期
- 2) 新能源汽车销量低于预期
- 3) 新能源汽车补贴退坡影响

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

投资评级和相关定义:

报告发布日后的3个月内的公司股价相对于报告日前收盘价的收益率变动幅度为基准;公司投资评级的量化标准:

买入:相对于报告日前收盘价收益率在20%以上;

增持:相对于报告日前收盘价收益率在5%~20%之间;

中性:相对于报告日前收盘价收益率在-5~+5%之间;

减持:相对于报告日前收盘价收益率在-5%~-20%之间;

卖出:相对于报告日前收盘价收益率在-20%以上;

未评级:由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内,分析师基于当时对该股票的研究状况,未给予投资评级等相关信息;

暂停评级:根据监管制度及本公司相关规定,研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形;亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性,缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级;分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息,投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

免责声明:

本报告由西藏东方财富证券股份有限公司(以下简称“本公司”)制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时,本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外,绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现,未来的回报也无法保证,投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易,因其包括重大的市场风险,因此并不适合所有投资者。

在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任,投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发,所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权,任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容,不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据,不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告,需注明出处为东方财富证券研究所,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。