

2017年09月29日

金龙汽车 (600686.SH)

多方助力，客车昔日王者有望归来

■苏州金龙生产资质回归，期待下半年业绩弹性释放。2016年公司客车销量73387万辆(+15.5%)，其中受苏州金龙受处罚暂停生产资质影响，新能源客车16045辆(-13%)。2017H1，补贴退坡、推广目录重申等因素导致新能源客车行业整体遭遇滑铁卢，公司销量下滑更为严重，根据合格证数据，2017H1行业产量12281万辆(-67%)，其中公司产量933辆(-77%)。2017年7月是公司困境反转的转折点，随着2017年7月苏州金龙正式恢复生产资质，紧接着下半年政府采购热潮掀起，预计2017H2公司新能源业绩将贡献较大业绩弹性。

■行业盈利提振逻辑重现，2018年公司业绩稳步向好。预计随着补贴退坡影响淡去，新能源客车售价企稳，上游三电有望平均降价20%，2018年行业盈利能力提升值得期待。预计未来公司客车销量步入正轨，叠加盈利能力回升，公司业绩有望持续向好。

■福汽集团大股东增持，强化公司基本面转好信号。根据公司公告，2017年6月至9月，福汽集团共斥资6693万元增持公司股份合计约528万股，占公司总股本的0.87%，增持后合计持股达29.99%。大股东增持公司股票也表明公司管理层对公司未来经营的信心。

■志存高远，2020年新能源销量目标4.5万辆。继9月13日“福建省新8条”提出全面更换电动公交车、提供客车开发奖励每车100万等有力扶持政策后，9月26日福建省又发布新能源产业规划，规划指出金龙汽车新能源客车2020年销量目标为4.5万辆，大超市场预期，我们认为受益福建省政策大力扶持，公司新能源汽车业务转机已至。

■投资建议：预计2017-2019年EPS分别为0.54元、0.76元、0.94元，对应PE分别为32倍、23倍、19倍。考虑到地方政策利好及明年行业盈利整体提振，给予目标价19.77元，首次覆盖给予“增持-A”评级。

■风险提示：客车总销量或不达预期，新能源客车或不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	26,834.9	21,828.0	21,935.1	25,561.7	29,613.6
净利润	535.2	-718.6	328.7	462.7	569.8
每股收益(元)	0.88	-1.18	0.54	0.76	0.94
每股净资产(元)	6.39	5.88	5.57	6.23	7.11

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.4	-13.7	30.0	21.3	17.3
市净率(倍)	2.5	2.8	2.9	2.6	2.3
净利率	2.0%	-3.3%	1.5%	1.8%	1.9%
净资产收益率	13.8%	-20.1%	9.7%	12.2%	13.2%
股息收益率	1.3%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%
ROIC	207.9%	1331.3%	56.2%	-362.7%	120.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

客车

投资评级 增持-A

首次评级

6个月目标价：19.77元
股价(2017-09-28) 17.44元

交易数据

总市值(百万元)	10,581.52
流通市值(百万元)	7,718.89
总股本(百万股)	606.74
流通股本(百万股)	442.60
12个月价格区间	10.41/17.44元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	27.15	30.37	36.78
绝对收益	26.47	35.61	48.55

衡昆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

陈怀逸

报告联系人

chenhy4@essence.com.cn
021-35082998

袁伟

报告联系人

yuanwei2@essence.com.cn
021-35082038

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	26,834.9	21,828.0	21,935.1	25,561.7	29,613.6	成长性					
减:营业成本	22,233.9	19,885.0	18,963.1	21,473.9	25,181.3	营业收入增长率	25.2%	-18.7%	0.5%	16.5%	15.9%
营业税费	153.8	120.9	140.7	150.7	176.2	营业利润增长率	150.1%	-235.6%	-135.3%	75.5%	32.5%
销售费用	1,708.3	1,631.3	1,206.4	1,405.9	1,480.7	净利润增长率	115.3%	-234.3%	-145.7%	40.7%	23.2%
管理费用	1,071.8	1,058.7	1,206.4	1,431.5	1,539.9	EBITDA 增长率	82.7%	-206.0%	-157.3%	51.8%	25.0%
财务费用	-115.1	-79.2	-32.2	-42.4	-59.0	EBIT 增长率	109.4%	-257.0%	-131.7%	78.2%	32.2%
资产减值损失	694.1	850.3	-	250.0	80.0	NOPLAT 增长率	114.5%	-299.2%	-127.6%	61.1%	35.3%
加:公允价值变动收益	-15.0	16.0	4.0	1.7	-2.5	投资资本增长率	-131.1%	-754.4%	-125.0%	-507.4%	-195.1%
投资和汇兑收益	85.1	52.5	100.0	79.2	77.2	净资产增长率	34.9%	-25.5%	3.6%	19.6%	22.5%
营业利润	1,158.1	-1,570.6	554.5	972.9	1,289.1	利润率					
加:营业外净收支	-51.3	-189.2	166.1	168.7	175.8	毛利率	17.1%	8.9%	13.5%	16.0%	15.0%
利润总额	1,106.8	-1,759.7	720.7	1,141.7	1,464.9	营业利润率	4.3%	-7.2%	2.5%	3.8%	4.4%
减:所得税	160.8	134.7	43.2	171.2	190.4	净利润率	2.0%	-3.3%	1.5%	1.8%	1.9%
净利润	535.2	-718.6	328.7	462.7	569.8	EBITDA/营业收入	4.8%	-6.3%	3.6%	4.7%	5.1%
						EBIT/营业收入	3.9%	-7.5%	2.4%	3.6%	4.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	25	30	28	21	15
货币资金	6,199.6	5,202.4	6,592.8	5,817.6	7,867.6	流动营业资本周转天数	-17	-4	-5	-3	-2
交易性金融资产	-	1.5	0.7	0.7	1.0	流动资产周转天数	254	368	322	312	318
应收账款	11,966.0	12,620.6	5,897.2	17,229.4	11,153.5	应收帐款周转天数	134	203	152	163	173
应收票据	366.8	315.5	399.0	415.7	529.0	存货周转天数	33	38	33	33	34
预付帐款	204.1	142.3	223.2	167.6	293.2	总资产周转天数	294	417	369	348	346
存货	3,145.5	1,435.5	2,585.4	2,145.4	3,417.4	投资资本周转天数	2	6	5	5	0
其他流动资产	596.6	2,461.6	1,318.9	1,459.0	1,746.5	投资回报率					
可供出售金融资产	6.1	8.9	32.2	15.7	18.9	ROE	13.8%	-20.1%	9.7%	12.2%	13.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	-7.5%	3.4%	3.3%	4.7%
长期股权投资	148.8	150.3	150.3	150.3	150.3	ROIC	207.9%	1331.3%	56.2%	-362.7%	120.5%
投资性房地产	44.6	42.3	42.3	42.3	42.3	费用率					
固定资产	1,801.7	1,846.4	1,595.2	1,344.0	1,092.8	销售费用率	6.4%	7.5%	5.5%	5.5%	5.0%
在建工程	58.3	74.3	87.3	100.3	113.3	管理费用率	4.0%	4.9%	5.5%	5.6%	5.2%
无形资产	277.2	285.2	270.6	256.0	241.3	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
其他非流动资产	566.4	602.9	562.7	544.9	534.6	三费/营业收入	9.9%	12.0%	10.9%	10.9%	10.0%
资产总额	25,381.5	25,189.9	19,757.8	29,688.9	27,201.7	偿债能力					
短期债务	100.0	1,024.9	800.0	600.0	100.0	资产负债率	76.5%	82.3%	76.7%	81.4%	75.2%
应付帐款	8,681.5	8,375.0	4,394.9	11,114.8	7,800.0	负债权益比	324.9%	466.4%	328.8%	438.5%	302.7%
应付票据	7,101.1	6,342.0	5,965.9	7,815.7	8,693.8	流动比率	1.30	1.22	1.35	1.25	1.35
其他流动负债	1,466.7	2,393.3	1,420.8	2,195.0	1,900.0	速动比率	1.11	1.14	1.15	1.15	1.17
长期借款	535.0	598.6	1,240.0	830.0	300.0	利息保障倍数	-9.10	20.77	-16.22	-21.95	-20.86
其他非流动负债	1,524.2	2,009.0	1,328.4	1,620.6	1,652.7	分红指标					
负债总额	19,408.6	20,742.7	15,150.0	24,176.1	20,446.4	DPS(元)	0.21	-	0.04	0.08	0.06
少数股东权益	2,093.9	879.3	1,228.0	1,735.7	2,440.3	分红比率	23.8%	0.0%	7.9%	10.6%	6.2%
股本	606.7	606.7	606.7	606.7	606.7	股息收益率	1.3%	0.0%	0.3%	0.5%	0.4%
留存收益	3,264.1	2,447.2	2,773.1	3,170.3	3,708.2						
股东权益	5,973.0	4,447.2	4,607.8	5,512.8	6,755.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	946.0	-1,894.4	328.7	462.7	569.8	EPS(元)	0.88	-1.18	0.54	0.76	0.94
加:折旧和摊销	273.7	287.6	265.8	265.8	265.8	BVPS(元)	6.39	5.88	5.57	6.23	7.11
资产减值准备	694.1	850.3	-	-	-	PE(X)	18.4	-13.7	30.0	21.3	17.3
公允价值变动损失	15.0	-16.0	4.0	1.7	-2.5	PB(X)	2.5	2.8	2.9	2.6	2.3
财务费用	38.1	19.4	-32.2	-42.4	-59.0	P/FCF	12.1	-65.0	6.2	-7.7	7.2
投资损失	-85.1	-52.5	-100.0	-79.2	-77.2	P/S	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	410.8	-1,175.8	348.7	507.7	704.6	EV/EBITDA	5.9	-4.3	7.9	5.8	3.1
营运资金的变动	773.8	-2,141.5	904.2	-1,348.3	1,486.9	CAGR(%)	0.9%	-187.6%	11.7%	0.9%	-187.6%
经营活动产生现金流量	892.5	-1,716.6	1,719.3	-231.9	2,888.5	PEG	21.6	0.1	2.6	25.0	-0.1
投资活动产生现金流量	-599.7	-1,067.6	15.4	115.8	55.0	ROIC/WACC	21.4	137.3	5.8	-37.4	12.4
融资活动产生现金流量	1,396.8	2,511.8	-344.3	-659.1	-893.5	REP	-2.7	0.0	-4.9	-0.2	-0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034