

金龙汽车 (600686)

证券研究报告

2019年03月13日

新能源补贴或好于预期，阿波龙已开展商业化运营

受行业影响，1-2月产销相对平淡。2018上半年补贴存在缓冲期，因此包括1-2月份在内的18年上半年销量基数都不低。1-2月公司客车销量6205辆，同比-8%（宇通为6342辆，同比-3%）；大中客合计销售2580辆，同比-15%（宇通为5239辆，同比-5%）。

补贴方式有变化，地补大概率由“补车”变为“补电”，购车加运营补贴合计或好于市场预期。新能源客车补贴近期或将落地，目前市场预期补贴退坡幅度或为50%左右，我们预计今年大概率没有缓冲期的设定。但值得注意的一点是今年新能源客车的补贴或发生较大变化，传统地补（补车）大概率取消，而新的地补方向是“补电”。传统公交客车一直是有地方的“油补”的，但随着燃油公交车的占比逐步减少，这部分剩余的财政补贴或将转向新能源客车，用于“电补”。如此之后，尽管新能源客车的采购补贴减少，但“补电”能够对冲一部分负面影响，整体补贴或好于市场预期。

全球最早实现自动驾驶客车商业化。公司与百度合作的L4自动驾驶级别阿波龙18年已下线，且将为日本提供阿波龙无人驾驶运营。百度和金龙强强联合，开创了自动驾驶技术国际化合作运营的先河。阿波龙搭载百度最新的Apollo系统，属于L4级自动驾驶巴士。阿波龙被用于一些核电站内部的人员接驳，也会用于东京地区一些高龄化社区的穿梭接送。目前，金龙“阿波龙”作为国内自动化等级最高的自动驾驶产品，已在北京、雄安、深圳、厦门、平潭、武汉等地开展商业化试运营，在自动驾驶客车领域战略卡位。

国企改革正在实质提速，三龙整合实现突破性进展。公司18年5月31日公告募集17亿元的增发预案，其中将以7.75亿元收购厦门金龙25%少数股权，由此将100%控股厦门金龙，并以此为基础进一步整合厦门金龙、苏州金龙和厦门金旅的一体化研发、采购、销售，大幅提升市场竞争力和改善公司盈利能力，对标宇通未来业绩改善空间巨大。18年7月23日，公司已完成厦门金龙25%少数股权受让的工商变更登记，对厦门金龙实现100%控股，整合全面开启。

投资建议：

公司历经行业变迁和公司波折，实力储备不减，当下整合开启叠加经营底部反转。预计公司18-19年净利润为1.5、5.7亿元，同比下降69%、增长281%，对应当前PE 40X、11X。考虑公司整合和经营在2019年迎来拐点，2020年增长加速，维持19年14X目标PE，对应目标价13.20元，维持“买入”评级。

风险提示：整合进度不及预期；客车销量低于预期；新能源客车市场不及预期。

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	9.99元
目标价格	13.20元

基本数据

A股总股本(百万股)	606.74
流通A股股本(百万股)	606.74
A股总市值(百万元)	6,061.32
流通A股市值(百万元)	6,061.32
每股净资产(元)	5.30
资产负债率(%)	81.21
一年内最高/最低(元)	16.20/6.49

作者

邓学	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
文康	联系人
wenkang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金龙汽车-公司点评:10月市场需求较弱 产销相对平淡》2018-11-06
- 《金龙汽车-季报点评:三季度业绩受大中客销量下滑影响 整合突破趋势不变》2018-10-31
- 《金龙汽车-公司点评:9月轻客推动总销量增长》2018-10-11

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,827.96	17,736.08	18,498.74	22,309.48	25,655.90
增长率(%)	(18.66)	(18.75)	4.30	20.60	15.00
EBITDA(百万元)	(1,381.04)	1,142.37	340.38	1,022.81	1,810.39
净利润(百万元)	(718.59)	478.87	150.46	572.90	1,070.72
增长率(%)	(234.27)	(166.64)	(68.58)	280.76	86.90
EPS(元/股)	(1.18)	0.79	0.25	0.94	1.76
市盈率(P/E)	(8.44)	12.66	40.29	10.58	5.66
市净率(P/B)	1.70	1.51	1.66	1.43	1.14
市销率(P/S)	0.28	0.34	0.33	0.27	0.24
EV/EBITDA	(4.29)	5.42	10.84	1.82	0.73

资料来源：wind，天风证券研究所

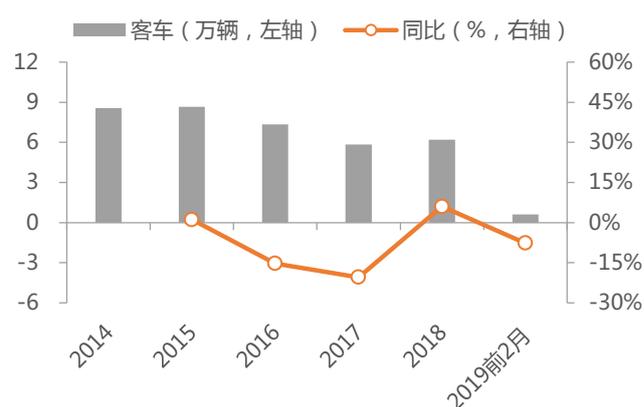


图 1：2015-2019 前二月公司单月客车销量及增速（万辆，%）



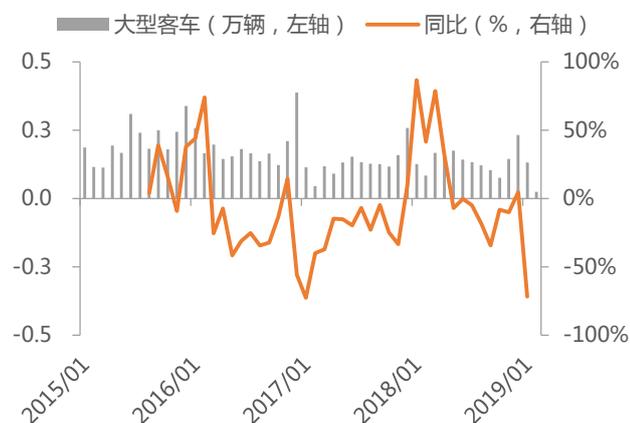
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2014-2019 前二月公司客车累计销量及增速（万辆，%）



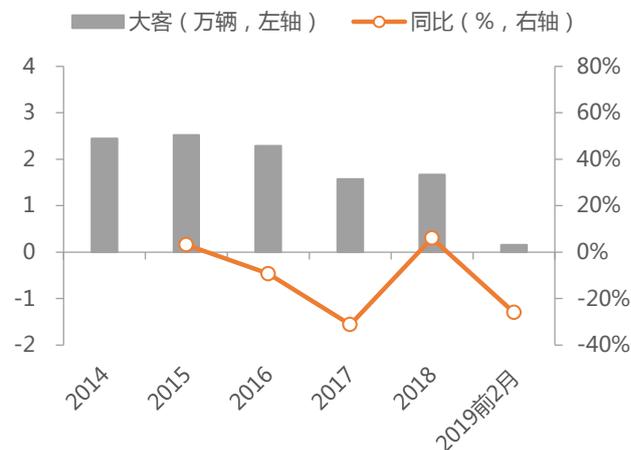
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2015-2019 前二月公司大客单月销量及增速（万辆，%）



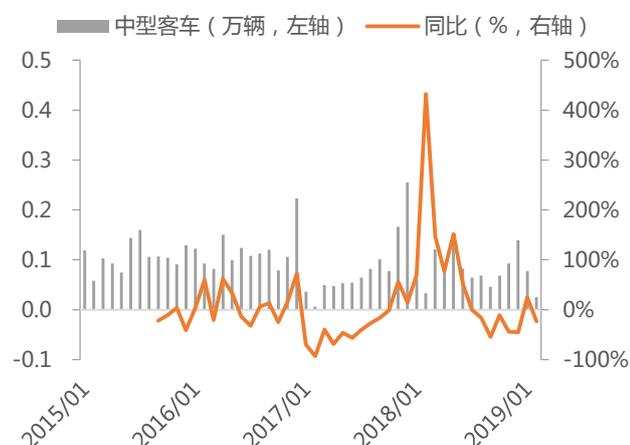
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2014-2019 前二月公司大客累计销量及增速（万辆，%）



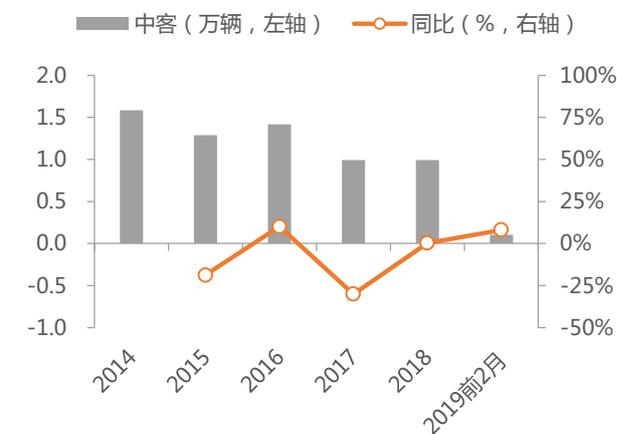
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2015-2019 前二月公司中客单月销量及增速（万辆，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2014-2019 前二月公司中客累计销量及增速（万辆，%）



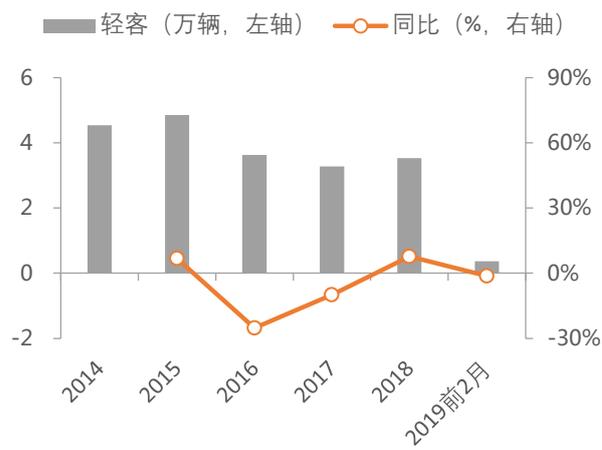
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2015-2019 前二月公司轻客单月销量及增速（万辆，%）



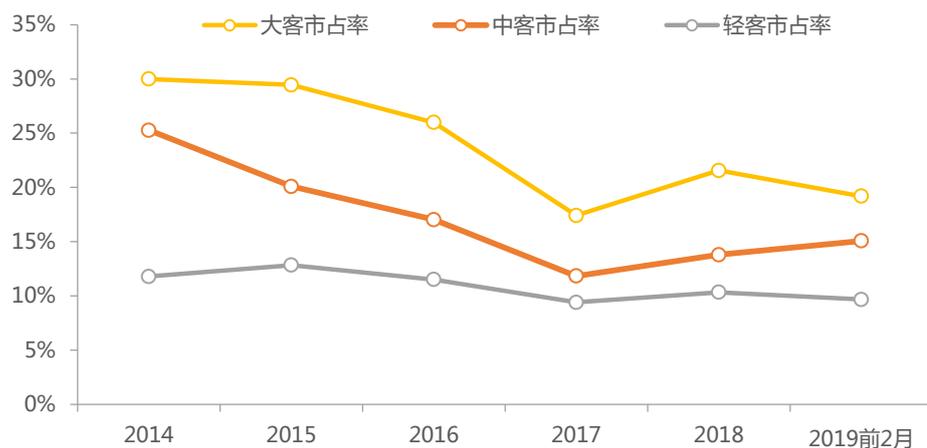
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2014-2019 前二月公司轻客累计销量及增速（万辆，%）



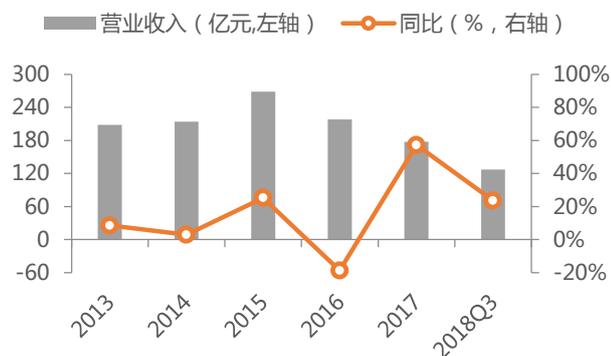
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2014-2019 前二月大中轻型客车市占率（%）



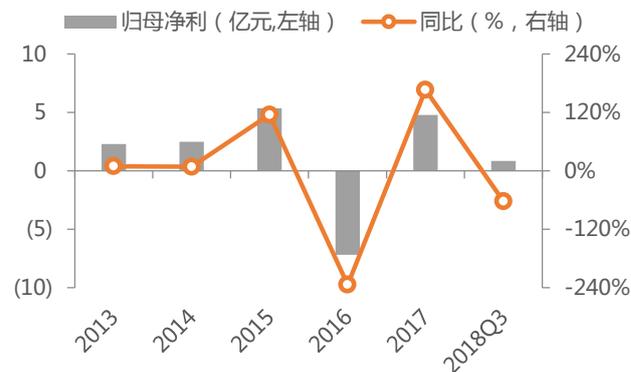
资料来源：公司公告，中汽协，天风证券研究所

图 10：2013-2018Q3 公司营业收入及增速（亿元，%）



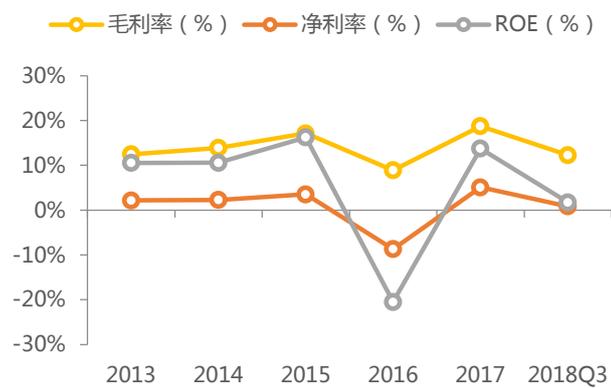
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2013-2018Q3 公司归母净利润及增速（亿元，%）



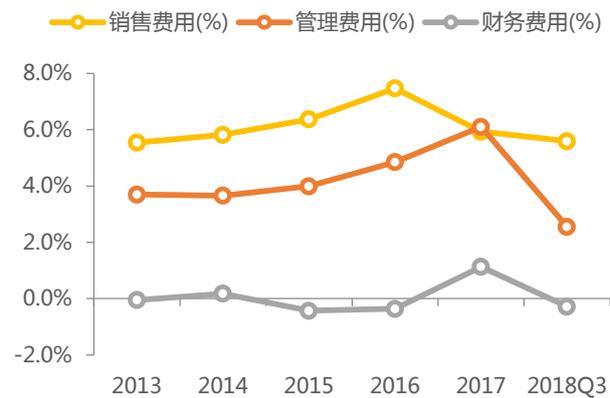
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2013-2018Q3 公司盈利能力 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2013-2018Q3 公司费用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,202.42	5,362.73	6,659.54	8,700.70	10,005.80
应收账款	12,620.57	12,950.75	14,489.04	16,496.34	17,711.52
预付账款	142.35	74.92	194.27	121.78	233.12
存货	1,435.55	1,252.19	2,336.97	1,877.04	2,855.05
其他	2,778.59	2,352.05	1,924.27	2,736.16	2,230.64
流动资产合计	22,179.48	21,992.65	25,604.09	29,932.02	33,036.13
长期股权投资	150.32	147.89	147.89	147.89	147.89
固定资产	1,846.37	1,819.63	1,631.46	1,439.54	1,239.40
在建工程	74.33	52.30	67.38	70.43	66.26
无形资产	285.23	282.98	269.11	255.25	241.39
其他	654.19	804.45	698.91	707.12	707.84
非流动资产合计	3,010.44	3,107.24	2,814.76	2,620.23	2,402.78
资产总计	25,189.92	25,099.89	28,418.85	32,552.25	35,438.90
短期借款	1,024.89	1,783.45	2,332.63	2,306.96	2,702.72
应付账款	8,375.00	7,975.40	9,521.78	10,916.17	11,916.15
其他	8,735.28	6,994.36	8,768.07	10,701.07	10,705.93
流动负债合计	18,135.17	16,753.21	20,622.48	23,924.20	25,324.80
长期借款	598.58	942.98	949.66	946.87	1,009.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,008.99	2,104.54	1,879.26	1,997.60	1,993.80
非流动负债合计	2,607.57	3,047.52	2,828.92	2,944.46	3,002.89
负债合计	20,742.74	19,800.72	23,451.39	26,868.66	28,327.69
少数股东权益	879.26	1,271.94	1,309.55	1,452.78	1,809.68
股本	606.74	606.74	606.74	606.74	606.74
资本公积	1,130.23	1,130.79	1,130.79	1,130.79	1,130.79
留存收益	2,447.19	2,900.71	3,051.17	3,624.07	4,694.79
其他	(616.23)	(611.01)	(1,130.79)	(1,130.79)	(1,130.79)
股东权益合计	4,447.19	5,299.17	4,967.46	5,683.58	7,111.21
负债和股东权益总	25,189.92	25,099.89	28,418.85	32,552.25	35,438.90

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(1,894.40)	905.29	150.46	572.90	1,070.72
折旧摊销	287.65	254.30	246.95	252.73	258.18
财务费用	19.41	224.10	(34.54)	86.26	99.45
投资损失	(52.46)	(120.42)	(50.00)	(100.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,141.47)	(1,940.64)	938.71	1,039.22	(751.22)
其它	2,064.62	(13.27)	36.71	143.63	356.94
经营活动现金流	(1,716.65)	(690.64)	1,288.29	1,994.74	884.07
资本支出	(145.57)	90.63	285.28	(68.34)	43.80
长期投资	1.56	(2.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(923.57)	585.26	(293.47)	117.53	66.13
投资活动现金流	(1,067.58)	673.46	(8.18)	49.20	109.93
债权融资	2,212.47	3,107.78	3,607.07	3,685.54	4,091.10
股权融资	635.25	(136.54)	(425.25)	(21.26)	(29.45)
其他	(335.94)	(2,619.43)	(3,165.11)	(3,667.07)	(3,750.54)
筹资活动现金流	2,511.78	351.81	16.71	(2.79)	311.11
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(272.45)	334.63	1,296.81	2,041.15	1,305.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	21,827.96	17,736.08	18,498.74	22,309.48	25,655.90
营业成本	19,884.95	14,411.52	16,151.25	18,963.05	21,294.39
营业税金及附加	120.94	130.08	120.24	145.01	166.76
营业费用	1,631.28	1,051.22	1,113.62	1,227.02	1,282.79
管理费用	1,058.75	1,082.42	1,019.28	1,204.71	1,359.76
财务费用	(79.20)	200.22	(34.54)	86.26	99.45
资产减值损失	850.31	279.32	50.00	100.00	150.00
公允价值变动收益	16.05	0.61	(0.91)	0.40	0.04
投资净收益	52.46	120.42	50.00	100.00	150.00
其他	(137.02)	(360.92)	(98.18)	(200.80)	(300.07)
营业利润	(1,570.56)	821.18	127.97	683.82	1,452.77
营业外收入	192.45	20.24	120.00	100.00	80.00
营业外支出	381.61	(64.74)	50.00	30.00	30.00
利润总额	(1,759.72)	906.16	197.97	753.82	1,502.77
所得税	134.68	0.88	9.90	37.69	75.14
净利润	(1,894.40)	905.29	188.08	716.12	1,427.63
少数股东损益	(1,175.81)	426.42	37.62	143.22	356.91
归属于母公司净利润	(718.59)	478.87	150.46	572.90	1,070.72
每股收益(元)	(1.18)	0.79	0.25	0.94	1.76

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-18.66%	-18.75%	4.30%	20.60%	15.00%
营业利润	-235.61%	-152.29%	-84.42%	434.34%	112.45%
归属于母公司净利润	-234.27%	-166.64%	-68.58%	280.76%	86.90%
获利能力					
毛利率	8.90%	18.74%	12.69%	15.00%	17.00%
净利率	-3.29%	2.70%	0.81%	2.57%	4.17%
ROE	-20.14%	11.89%	4.11%	13.54%	20.20%
ROIC	1331.32%	116.88%	3.84%	56.88%	4754.51%
偿债能力					
资产负债率	82.35%	78.89%	82.52%	82.54%	79.93%
净负债率	282.65%	251.51%	228.09%	231.98%	203.66%
流动比率	1.22	1.31	1.24	1.25	1.30
速动比率	1.14	1.24	1.13	1.17	1.19
营运能力					
应收账款周转率	1.78	1.39	1.35	1.44	1.50
存货周转率	9.53	13.20	10.31	10.59	10.84
总资产周转率	0.86	0.71	0.69	0.73	0.75
每股指标(元)					
每股收益	-1.18	0.79	0.25	0.94	1.76
每股经营现金流	-2.83	-1.14	2.12	3.29	1.46
每股净资产	5.88	6.64	6.03	6.97	8.74
估值比率					
市盈率	-8.44	12.66	40.29	10.58	5.66
市净率	1.70	1.51	1.66	1.43	1.14
EV/EBITDA	-4.29	5.42	10.84	1.82	0.73
EV/EBIT	-3.59	6.86	39.49	2.42	0.85

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com