

金龙汽车（600686）： 产能充裕，加工深度需提升 审慎推荐（维持）
汽车行业

最新价格：7.1 元

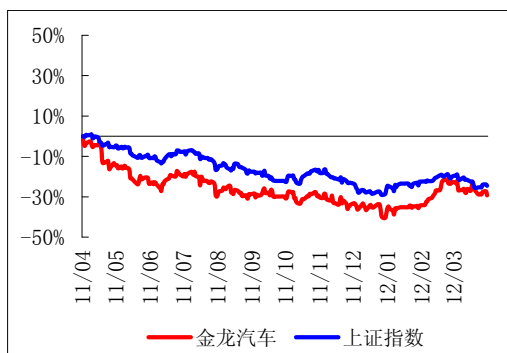
报告日期：2012 年 4 月 10 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	16156	18925	21657	24973
(+/-)	37.25%	17.14%	14.44%	15.31%
营业利润	540	511	616	663
(+/-)	59.20%	-5.35%	20.52%	7.50%
归属于母公司净利润	235	259	297	320
(+/-)	55.80%	10.42%	14.54%	7.91%
每股收益（元）	0.53	0.59	0.67	0.72
市盈率(倍)	13.41	12.15	10.60	9.83

公司情况（2011）

总股本/已流通股（万股）	44260/44260
流通市值（亿元）	33.02
每股净资产（元）	4.37
资产负债率（%）	74.60

股价表现（最近一年）


联系人：安军

021-51793723 anjun@cfsc.com.cn

研究员 徐呈健

执业证书编号 S1050511030001

021-51793717 xucj@cfsc.com.cn

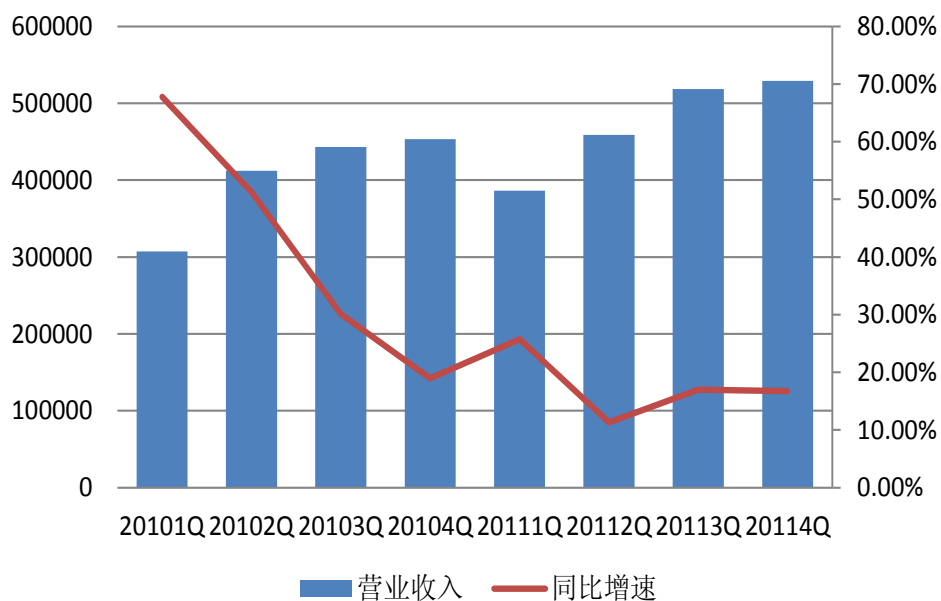
服务热线 021-64339000

服务邮箱 service@txsec.com

- 2011 年公司实现业务收入 189.25 亿元，同比增长 17.1%；归属母公司净利润 2.59 亿元，同比增长 10.4%；摊薄每股收益 0.59 元。
- 公司毛利率及净利率稍有降低，三费水平保持稳定 2011 年公司毛利率为 11.9%，较上年下降 1 个百分点，主要是由于原材料及人工成本的上升导致，公司净利率为 1.4%，较上年下降 0.1 个百分点；公司三费费率为 8.4%，基本与上年持平。
- 净利润的增长主要来自于投资收益及政府补助 2011 年公司实现投资收益为 4615 万，较上年增加接近 3000 万，投资收益的大幅增长主要系处置长期股权投资所致不具备可持续性；另外公司 2011 年收到政府补助 6151 万元，较去年同期增加 3000 多万，如扣除这些非经常性损益的影响归属于母公司普通股股东净利润今年实际上是负增长。
- 大中客增速较高，出口是亮点 2011 年公司共销售各型客车 71247 辆，同比增长 7.9%，其中：大型客车 24085 辆，同比增长 14.5%；中型客车 18478 辆，同比增长 2.6%；轻型客车 28684 辆，同比增长 6.3%。公司大中客销量增速远高于行业平均水平，出于盈利考虑公司优先生产大中客，因此轻客销量低于行业平均增速。公司加大海外市场拓展力度，全年共出口各型客车 15271 辆，同比增长 34.01%，出口交货值达 40.18 亿元，同比增长 64.87%，出口交货值占营业收入的比重为 21.23%，较上年提升 6 个百分点。
- 加工深度仍需提升，产能利用率不足 与客车行业的另一龙头宇通客车相比公司的毛利率与对手相差 6.3 个百分点，盈利能力差距明显。主要原因一方面公司生产所需的主要零部件均来自外部采购，本部仅起到组装厂的作用，加工深度不够。而宇通客车除核心部件需采购外，其余均自行生产，因此能最大限度的将利润留在企业内部。另一方面公司 2011 年销量在 7 万辆左右，而公司的产能在 11 万辆左右，目前的产能利用率仅为 63.6%，而宇通的产能利用率常年保持在 100% 以上，这也是造成公司低毛利率的重要原因。

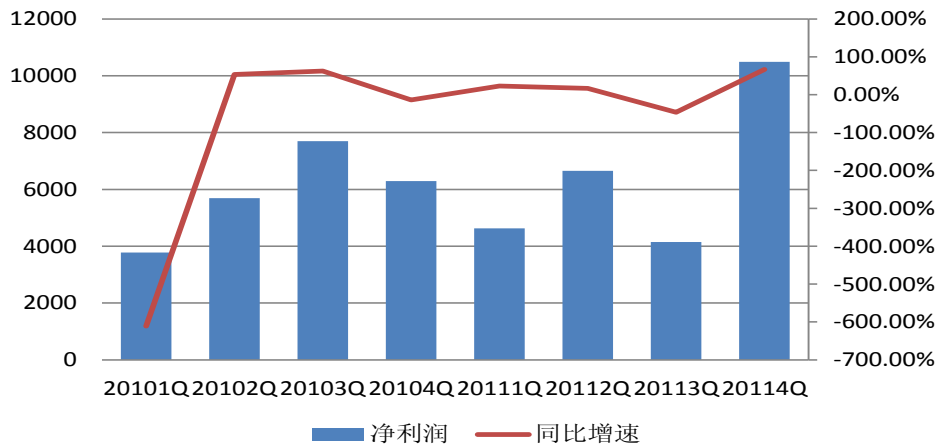
- **商用车中看好客车** 由于商用车与宏观经济联系更为紧密，因此在经济增速放缓、固定资产及房地产投资增速下降的背景下，商用车销量一直较为低迷。而客车具有较强的消费属性，加之又有校车及新能源客车等潜在增长点，因此是商用车中表现最为突出的品种，而公司作为仅次于宇通的第二大龙头，也是具有较好配置价值的标的。
- 预测2012及2013公司EPS分别为0.67及0.72元，以最新收盘价计算对应的市盈率分别为10.2倍及9.8倍。我们维持公司审慎推荐的投资评级。
- **风险提示：**（1）大中客销量下滑；
（2）原材料价格大幅上涨。

图表 1：公司分季度营业收入（单位：万元）



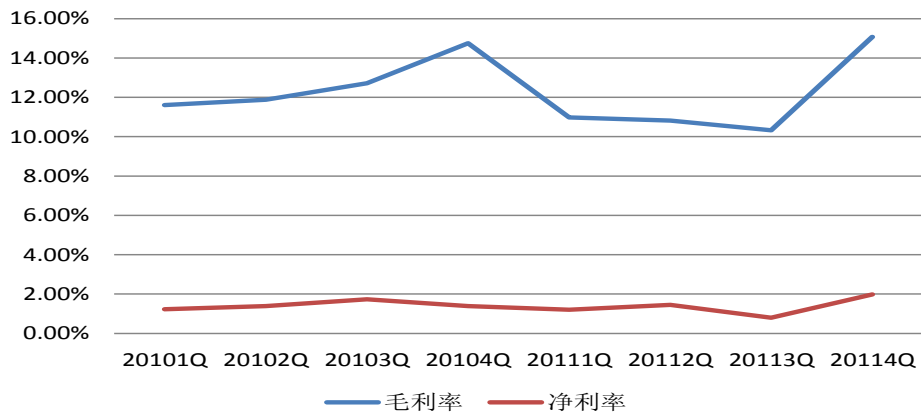
资料来源：公司公告 华鑫证券研发部

图2: 公司分季度净利润 (单位: 万元)



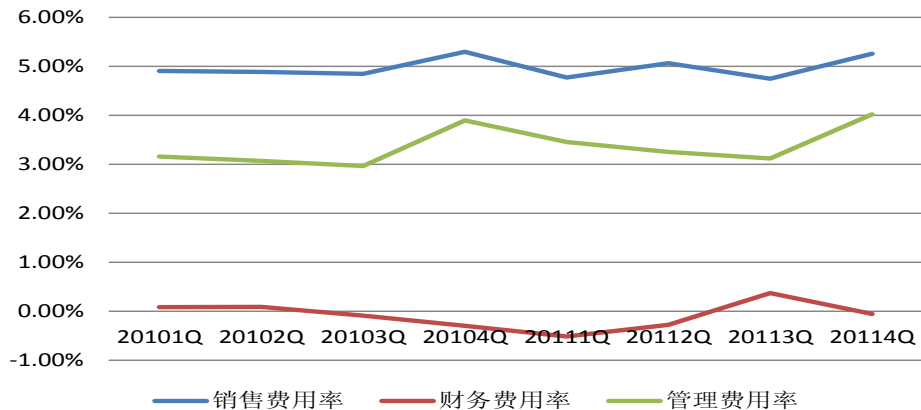
资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 3: 公司分季度毛利率与净利率



资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 4: 公司分季度三费情况



资料来源: 公司公告 华鑫证券研发部

图表 5：2011 年大型客车市场集中度

		2011年	2010年	同比增速	市场份额	市场份额变化
大型客车		68399	60015	13.97%		
1	郑州宇通集团有限责任公司	20964	17466	20.03%	30.65%	1.55%
2	金龙联合汽车（苏州）有限公司	9865	8421	17.15%	14.42%	0.39%
3	厦门金龙联合汽车工业有限公司	9111	7968	14.34%	13.32%	0.04%
4	厦门金龙旅行车有限公司	4939	4524	9.17%	7.22%	-0.32%
5	安徽安凯汽车股份有限公司	3582	2565	39.65%	5.24%	0.96%
6	丹东黄海汽车有限责任公司	3455	3790	-8.84%	5.05%	-1.26%
7	中通客车控股股份有限公司	3377	2584	30.69%	4.94%	0.63%
8	金华青年汽车制造有限公司	2940	2703	8.77%	4.30%	-0.21%
9	上海申沃客车有限公司	2568	2902	-11.51%	3.75%	-1.08%
10	北汽福田汽车股份有限公司	1998	2025	-1.33%	2.92%	-0.45%
合计		62799	54948	14.29%	91.81%	0.26%

资料来源：中汽协 华鑫证券研发部

图表 6：2011 年中型客车市场集中度

		2011年	2010年	同比增速	市场份额	市场份额变化
中型客车		69128	58602	17.96%		
1	郑州宇通集团有限责任公司	22670	18652	21.54%	32.79%	0.97%
2	金龙联合汽车工业（苏州）有限公司	9421	9248	1.87%	13.63%	-2.15%
3	一汽丰田销售公司	8219	5734	43.34%	11.89%	2.10%
4	厦门金龙联合汽车工业有限公司	5345	5191	2.97%	7.73%	-1.13%
5	厦门金龙旅行车有限公司	3635	3425	6.13%	5.26%	-0.59%
6	安徽安凯汽车股份有限公司	3376	976	245.90%	4.88%	3.22%
7	河南少林汽车股份有限公司	2394	2019	18.57%	3.46%	0.02%
8	中通客车控股股份有限公司	2230	1878	18.74%	3.23%	0.02%
9	东风汽车公司	2003	1499	33.62%	2.90%	0.34%
10	保定长安客车制造有限公司	1947	2482	-21.56%	2.82%	-1.42%
合计		61240	51104	19.83%	88.59%	1.38%

资料来源：中汽协 华鑫证券研发部

图表 7：2011 年轻型客车市场集中度

		2011年	2010年	同比增速	市场份额	市场份额变化
轻型客车		265857	237560	11.91%		
1	金杯汽车股份有限公司	89525	79566	12.52%	33.67%	0.18%
2	江铃控股有限公司	56790	50780	11.84%	21.36%	-0.01%
3	南京汽车集团有限公司	38940	32081	21.38%	14.65%	1.14%
4	北汽福田汽车股份有限公司	23476	23810	-1.40%	8.83%	-1.19%
5	厦门金龙旅行车有限公司	14541	13278	9.51%	5.47%	-0.12%
6	厦门金龙联合汽车工业有限公司	10796	10449	3.32%	4.06%	-0.34%
7	东南(福建)汽车工业有限公司	4169	5571	-25.17%	1.57%	-0.78%
8	金龙联合汽车工业（苏州）有限公司	4102	3089	32.79%	1.54%	0.24%
9	东风汽车公司	3730	2497	49.38%	1.40%	0.35%
10	北京汽车制造厂有限公司	3332	2748	21.25%	1.25%	0.10%
合计		249401	223869	11.40%	93.81%	-0.43%

资料来源：中汽协 华鑫证券研发部

图表 8：金龙汽车盈利预测（万元）

单位：万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	1,615,614	1,892,492	2,165,702	2,497,270
增长率	37.25%	17.14%	14.44%	15.31%
综合毛利率	12.86%	11.91%	11.82%	11.59%
营业成本	1,407,803	1,667,164	1,909,683	2,207,779
营业税金及附加	9,297	10,303	11,911	13,735
销售费用	80,669	94,052	107,202	123,615
管理费用	53,115	65,664	69,302	79,913
财务费用	-1,130	-1,646	-1,733	-1,498
期间费用合计	132,654	158,069	174,772	202,029
期间费用率	8.21%	8.35%	8.07%	8.09%
减：资产减值损失	13,441	10,424	10,000	10,000
加：投资收益	1,618	4,615	2,307	2,538
营业利润	54,037	51,147	61,643	66,265
营业利润率	3.34%	2.70%	2.85%	2.65%
增长率	59.20%	-5.35%	20.52%	7.50%
加：营业外收入	3,776	7,608	4,331	4,995
减：营业外支出	830	850	866	999
利润总额	56,984	57,905	65,108	70,261
利润率	3.53%	3.06%	3.01%	2.81%
所得税	6,935	8,248	9,115	9,837
实际税负比率	12.17%	14.24%	14.00%	14.00%
净利润	50,049	49,657	55,993	60,424
净利润率	3.10%	2.62%	2.59%	2.42%
少数股东损益	26,584	23,747	26,317	28,399
归属于母公司所有者的净利润	23,466	25,910	29,676	32,025
增长率	55.80%	10.42%	14.54%	7.91%
总股本(万股)	44,260	44,260	44,260	44,260
每股收益(元)	0.53	0.59	0.67	0.72
市盈率	13.41	12.15	10.60	9.83

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

研究员简介

徐呈健：英国城市大学卡斯商学院，投资管理硕士。2009年3月加盟华鑫证券研发部。

安 军：上海财经大学，数量经济学硕士，2010年7月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%—(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>