



加强整合提升毛利，重点发展新能源与智能车型

——金龙汽车（600686）调研快报

2013年01月10日

强烈推荐/维持

金龙汽车

调研快报

张洪磊

zhanghl@dxzq.net.cn

010-66554014

执业证书编号：S1480512100001

事件：

我于近日调研了金龙汽车，与公司高管进行了交流。

1. 公司重点加强采购体系整合，毛利率有望提升。

由于历史原因，公司本部（大金龙）、苏州金龙和金龙旅行车（小金龙）三家的采购体系相对独立，采购没有形成规模优势，导致采购成本较高。目前公司已经开始加强采购体系的整合，对于一些采购金额大、通用性强、标准化程度高的总成和零部件例如轮胎、发动机、缓速器、钢圈等开展集中谈判、分家签约的采购形式，未来有望实现全部零部件的统一采购，降低采购成本提升毛利率。

2. 公司以客运、旅游车为主，重点发展新能源和“智慧”高端车型。

目前公司的公交产品收入约占主营收入的 25%左右，客运和旅游产品收入约占 53%左右，轻客产品收入约占 20%左右，产品收入结构将保持稳定。公司重点发展以新能源和“智慧”车型为代表的高端车型，预计今年公司的新能源客车（以混合动力为主）销量可成为市场的领军者。同时公司还开发了智能行车系统，可对客车行驶过程进行自动控制，装配在“智慧”校车上取得了良好效果。

3. 公司出口市场覆盖面广且重点突出，可保持快速增长。

预计公司 2012 年的出口收入增速可达到 20%以上，并且 2013 年有望延续。公司的出口市场遍布全球，中东、俄罗斯，中亚、东南亚、西欧、非洲和南美洲市场均有销售。其中，在中东市场公司已经占据了主导地位，在高端的西欧市场公司的累计销量也突破了 1,000 辆，取得了良好的市场口碑。

4. 公司推行渠道下沉，二三线城市渠道快速增长。

目前公司的销售渠道主要集中在一线城市，而国内一线城市的市场结构已经较为稳定，因而公司在国内重点推行渠道下沉，向二三线城市快速扩张，2012 年公司在二三线城市新设渠道达 100 多家，未来两年仍将快速增长，以保证公司在二三线城市销量的持续增长。

结论：

短期来看，虽然 2013 年客车行业增长仍较为缓慢，但公司通过加强内部整合、推行渠道下沉明年盈利仍有望实现 15%左右的增长。中长期来看，随着公司新能源和智能等高端车型占比的提升和内部整合的加强，公司的盈利能力有望持续提升。预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.55、0.64 和 0.74 元，对应 PE 分别为 12、11 和 9 倍，首次给予“推荐”评级。

表：盈利预测及相关指标

利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	16,156.14	18,924.92	18,982.52	19,959.42	21,374.92
营业收入增长率	37.25%	17.14%	0.30%	5.15%	7.09%
营业成本	14,078.03	16,671.64	16,708.41	17,514.39	18,688.09
营业费用	806.69	940.52	958.62	997.97	1,058.06
管理费用	531.15	656.64	740.32	768.44	833.62
财务费用	-11.30	-16.46	-62.64	-56.95	-74.03
资产减值损失	134.41	104.24	86.86	95.55	124.21
营业利润	540.37	511.46	461.34	556.70	656.79
EBITDA	682.32	677.80	590.00	696.73	784.51
归属母公司净利润	234.66	234.66	259.10	245.15	281.45
净利润增长率	55.80%	10.42%	-5.38%	14.81%	16.19%
EPS (元)	0.53	0.59	0.55	0.64	0.74
资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	4,204.14	4,358.73	4,641.23	5,513.98	6,378.47
应收账款	3,147.76	3,998.72	4,004.53	3,937.20	4,099.30
预付款项	203.66	179.93	230.05	282.59	338.66
存货	1,960.35	2,119.96	2,014.17	2,015.35	2,099.21
非流动资产	2,058.67	2,141.12	2,463.93	2,449.36	2,431.21
资产总计	12,429.03	13,280.89	13,732.99	14,569.75	15,715.15
应付账款	3,357.81	2,673.63	2,700.81	2,735.12	2,816.01
预收款项	490.93	450.72	688.00	937.49	1,204.68
流动负债	9,168.55	9,434.49	9,723.22	10,098.25	10,712.74
非流动负债	269.18	473.65	251.89	258.03	263.28
少数股东权益	1,271.52	1,438.12	1,699.34	2,012.80	2,373.27
母公司股东权益	1,719.79	1,934.63	2,058.54	2,200.68	2,365.87
ROIC	14.61%	11.60%	9.15%	10.38%	10.76%
现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	500.49	496.57	494.49	580.66	671.11
折旧摊销	153.25	182.80	191.30	196.98	201.75
经营活动产生现金流	1,066.71	1,446.26	1,119.31	1,235.73	1,205.05
投资活动产生现金流	-610.02	-999.13	-500.07	-249.18	-274.67
融资活动产生现金流	-403.12	-9.68	-336.73	-142.67	-83.94
现金净增(减)	53.57	437.45	282.50	843.88	846.43

资料来源：东兴证券

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。