

治理结构改善，金龙体系整合加速

——金龙汽车（600686）事件点评

2014年03月20日

推荐/维持

金龙汽车

事件点评

事件：

2014年3月19日，公司发布2014年度非公开发行A股股票预案等系列公告。公司拟向福汽集团、福建投资集团、福建交通运输集团、平安资管公司、福能集团定向增发不超过1.6亿股，募集资金总额不超过13亿元，将用于收购海翼集团持有的创程环保100%股权、节能与新能源汽车关键零部件产业化项目以及补充流动资金。

主要观点：

1. 定向增发收购创程环保大幅提升对大金龙的控制，三家金龙有望进一步整合。

公司此次增发1.6亿股、募集资金13亿元，其中将有8.90亿元的资金于收购海翼集团的全资子公司创程环保100%股权。创程环保只有两项资产：金龙联合（大金龙）24%的股权和江申车架50%股权。金龙联合每年的净利润约在2.5-2.8亿元左右，公司收购24%的股权之后可增厚业绩6,000-7,000万元，对应摊薄后的EPS为0.10元到0.12元。江申车架虽然盈利规模只有2,000多万元，但主要生产客车车架，是公司的供应商，可与公司形成协同效应。收购后公司对金龙联合的控制能力将大大加强，长期来看公司也将会加强对另外两家金龙的控制。

2. 理顺治理结构，将来东风参与整合是看点

海翼集团和海翼集团全资企业电子器材公司合计所持公司9160万股股份（占公司总股本的20.7%），拟无偿划拨给福汽集团，划转后福汽集团将持有公司34.22%股权，福汽集团成为控股股东，公司实际控制人将变更为福建省国资委。理顺股权结构后，将有效改善公司治理、提高公司决策效率。并且早在2013年5月，福建省政府与东风汽车公司就签订了战略合作协议，东风汽车公司将以增资方式受让福建省国资委持有的福汽集团45%的股权，而且未来东风持有股权有进一步扩大的可能，东风整合福建省汽车产业是重要看点。

3. 新增新能源客车产能6,000辆，提升公司持续发展能力

此次定向增发项目中还有1.77亿元募集资金用于节能与新能源汽

张洪磊

010-66554014

zhanghl@dxzq.net.cn

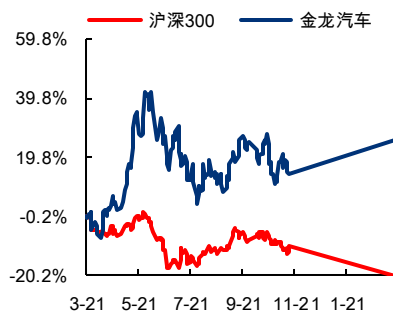
执业证书编号：

S1480512100001

交易数据

52周股价区间(元)	11.24-6.78
总市值(亿元)	42.49
流通市值(亿元)	42.49
总股本/流通A股(万股)	44260/44260
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.56

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《金龙汽车（600686）：四季度毛利率将继续回升》2013-10-28
- 《金龙汽车（600686）：系统推进“降本增效”值得期待》2013-09-10
- 《金龙汽车（600686）：下半年毛利率将回升》2013-08-21
- 《金龙汽车（600686）调研简报：加强整合提升毛利，重点发展新能源与智能车型》2013-01-12

车关键零部件产业化项目，新增以节能与新能源客车为主的城市公交、公路客运、特种客车等各类客车年总生产能力 6,000 辆，新能源客车是目前国内政策重点支持的发展方向，将有利于公司销售收入的持续快速提升。

结论：

在公司治理改善和对旗下三家金龙掌控能力不断加强的背景下，我们看好公司盈利能力的回升，我们预计公司 2014-2015 年按增发后股本摊薄后的 EPS 分别为 0.52 和 0.63 元，对应的 PE 分别为 12 倍和 10 倍，维持公司“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	11,140	12,228	14,478	13,827	14,243	营业收入	18,925	19,165	20,812	21,324	23,642
货币资金	4,359	4,446	3,746	4,433	4,711	营业成本	16,672	16,796	18,288	18,682	20,602
应收账款	3,999	4,950	7,128	5,842	5,830	营业税金及附加	103	117	156	160	177
其他应收款	67	95	103	106	117	营业费用	941	1,067	1,145	1,177	1,288
预付款项	180	141	324	380	442	管理费用	657	779	812	834	910
存货	2,120	2,030	2,054	2,047	2,145	财务费用	-16	-74	-18	-15	-13
其他流动资产	0	330	610	610	610	资产减值损失	104.2	159.0	91.9	105.7	121.5
非流动资产合计	2,141	2,428	2,635	2,436	2,684	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	76	160	168	160	152	投资净收益	46	27	45	50	55
固定资产	1,487	1,513	1,582	1,625	1,922	营业利润	511	350	384	430	610
无形资产	202	294	299	284	270	营业外收入	76	181	162	125	96
其他非流动资产	0	0	150	0	0	营业外支出	9	6	11	11	10
资产总计	13,281	14,656	17,114	16,262	16,928	利润总额	579	525	534	544	696
流动负债合计	9,434	10,651	12,301	10,993	11,242	所得税	82	70	83	82	104
短期借款	86	70	245	0	0	净利润	497	455	451	463	591
应付账款	2,674	3,415	4,359	3,839	3,669	少数股东损益	237	244	222	166	233
预收款项	451	350	558	665	724	归属母公司净利润	259	211	229	296	359
一年内到期的非	0	200	0	0	0	EBITDA	495	276	511	587	815
非流动负债合计	474	264	735	717	721	BPS (元)	0.59	0.48	0.52	0.52	0.63
长期借款	200	0	440	440	440	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	9,908	10,915	13,036	11,710	11,963	成长能力					
少数股东权益	1,438	1,640	1,862	2,028	2,261	营业收入增长	17.14%	1.27%	8.59%	2.46%	10.87%
实收资本 (或股	443	443	443	603	603	营业利润增长	-5.35%	-31.55%	9.56%	12.21%	41.74%
资本公积	299	299	299	299	299	归属于母公司净利	1.37%	1.10%	1.10%	1.39%	1.52%
未分配利润	966	1,121	1,213	1,331	1,475	获利能力					
归属母公司股东	1,935	2,101	2,216	2,524	2,704	毛利率 (%)	11.91%	12.36%	12.13%	12.39%	12.86%
负债和所有者权益	13,281	14,656	17,114	16,262	16,928	净利率 (%)	2.62%	2.38%	2.17%	2.17%	2.50%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润 (%)	2.16%	1.95%	1.44%	1.34%	1.82%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE (%)	13.39%	10.04%	10.35%	11.74%	13.26%
经营活动现金流	213	932	-695	1,054	992	偿债能力					
净利润	497	455	451	463	591	资产负债率 (%)	75%	74%	76%	72%	71%
折旧摊销	0	0	214	229	232	流动比率	1.18	1.15	1.18	1.26	1.27
财务费用	-16	-74	-18	-15	-13	速动比率	0.96	0.96	1.01	1.07	1.08
应付账款的变化	-851	-951	-2,178	1,285	13	营运能力					
预收账款的变化	-40	-101	208	107	59	总资产周转率	2.85	1.37	1.31	1.28	1.42
投资活动现金流	-168	-424	-400	-96	-557	应收账款周转率	9.47	7.74	5.84	7.30	8.11
公允价值变动收	0	1	0	0	0	应付账款周转率	14.16	11.22	9.55	11.11	12.89
长期股权投资减	6	-81	-5	10	10	每股指标 (元)					
投资收益	46	27	45	50	55	每股收益 (最新摊	0.59	0.48	0.52	0.67	0.81
筹资活动现金流	-98	-117	396	-272	-156	每股净现金流 (最新	-0.12	0.88	-1.58	1.14	0.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.37	4.75	5.01	4.19	4.49
长期借款增加	0	0	440	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	160	0	P/E	14.81	18.21	16.87	13.05	10.79
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	2.00	1.84	1.75	2.09	1.95
现金净增加额	-54	391	-699	686	279	EV/EBITDA	-0.41	-1.11	1.58	2.17	1.22

资料来源: 东兴证券研究所

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。

联系人简介

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。我们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。