

三龙整合, 短期看采购成本降低改善业绩

投资要点

- **事件:** 日前, 我们对金龙汽车进行调研, 就公司业务和未来发展情况进行交流。
- **三龙整合加速, 加快形成内部协同。** 三龙处于业务整合初步阶段, 我们认为公司有望加快内部治理节奏, 推动资源整合, 形成协力, 改善公司盈利能力。新管理层明确提出加快三龙整合, 在采购、研发、销售、品牌等业务上协作。我们认为金龙汽车销售毛利率低于宇通, 且原材料/营业总收入较高, 并未发挥金龙客车的规模优势, 尤其是在采购成本控制上, 存在较大的改善空间。
- **新能源客车发力, 销售毛利率有望持续提升。** 金龙汽车一季度销售新能源客车1300辆以上, 毛利率同比提升2.1个百分点, 达到12.9%。主要是得益于江苏、福建、海南等市场需求大幅增长。我们认为新能源汽车的推广重点之一仍是公交等客车市场, 随着国家对新能源汽车补贴政策持续, 并加大对试点城市落实情况的考核力度, 新能源客车推广有望维持快速增长态势。随着公司金龙联合新能源客车生产基地的投产, 金龙全年新能源客车销量大幅增长较为明确。
- **定增顺利完成, 整合少数股东权益, 并发力新能源汽车。** 公司定向增发募集资金13亿元, 主要用于收购创程环保100%股权、节能与新能源汽车关键零部件产业化及补充流动资金。其中创程环保持有金龙联合24%的股权和江申车架50%的股权, 完成此次定增后, 公司直接和间接持有大金龙75%的股权, 并通过大金龙间接持有苏州金龙45%的股权, 加强了金龙汽车对苏州金龙的控制地位。
- **估值与评级:** 我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.70元、1.05元、1.37元, 对应5月21日25.67元收盘价的动态市盈率分别为37倍、25倍和19倍。未来三年公司利润将保持50%的复合增长率, 考虑到公司三龙整合加速、新能源汽车开始发力, 给予公司2015年45倍估值, 对应目标价31.5元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、客车市场的或整体下滑、新能源客车销量或低于预期。
- **股价催化剂:** 新能源汽车大订单签订, 少数股东权益的购买。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	21431.03	24859.99	28340.39	31599.54
增长率	2.97%	16.00%	14.00%	11.50%
归属母公司净利润(百万元)	248.54	424.85	635.72	834.24
增长率	8.24%	70.94%	49.63%	31.23%
每股收益EPS(元)	0.41	0.70	1.05	1.37
净资产收益率ROE	10.21%	15.51%	19.91%	22.01%
PE	62.66	36.66	24.50	18.67
PB	6.40	5.69	4.88	4.11

数据来源: Wind, 西南证券

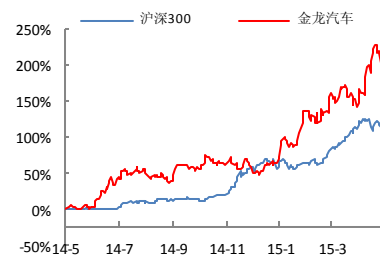
西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn

联系人: 梁超
电话: 023-67791327
邮箱: lchao@swsc.com.cn

联系人: 简洁
电话: 023-67610282
邮箱: jjie@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.07
流通A股(亿股)	4.43
52周内股价区间(元)	7.73-25.99
总市值(亿元)	155.75
总资产(亿元)	181.22
每股净资产(元)	4.91

相关研究

一、公司概况：国内客车龙头企业

公司是我国客车龙头企业之一，制造销售大、中、轻型客车，是中国目前最大的客车制造集团，全球最大的大、中型客车生产基地。旗下拥有厦门金龙联合汽车工业有限公司（大金龙）、厦门金龙旅行车有限公司（小金龙）、金龙联合汽车工业(苏州)有限公司（苏州金龙）等三家客车整车制造企业。分别具备5万、4万、2.5万辆大中轻型客车产能和1万辆新能源汽车产能，2014年公司销售各型车辆89841辆。

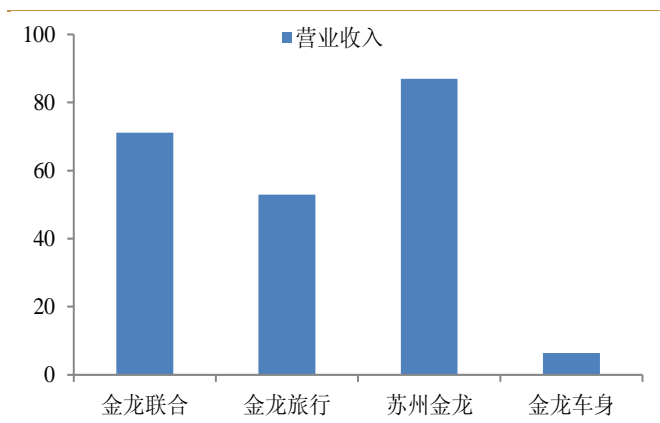
表 1：2014 年“三龙”产销数据及产能利用率

	金龙联合	金龙旅行	苏州金龙
总销量（万辆）	3.50	2.92	2.15
大中型客车（万辆）	1.37	0.96	1.70
轻型客车（万辆）	2.14	1.95	0.45
总产能（万辆）	5.00	4.00	2.5+1（新能源）
产能利用率	70%	73%	62%

数据来源：公司公告，西南证券

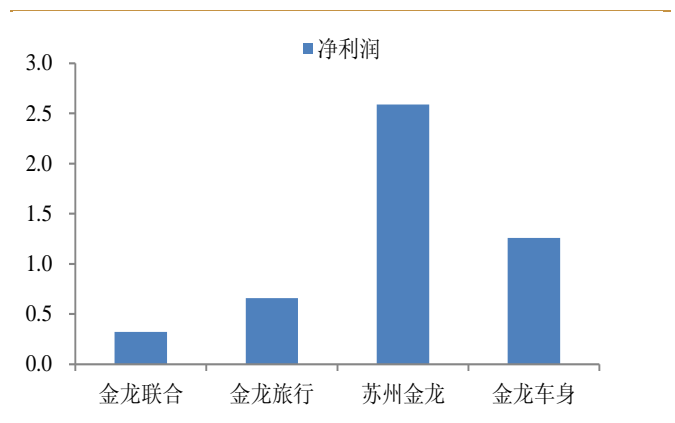
公司业绩：2014 年全年实现营业收入 214.31 亿元，同比增加 2.97%；净利润 2.49 亿元，同比增长 8.24%。公司主营业务实现稳步增长。公司全年销售各型车辆 89841 辆，同比增长 8.0%，其中大中型客车销售 40268 辆，同比下降 8.6%，大中型客车综合市场占有率约为 24.0%，比上年下降 1.5 个百分点，轻型客车 45446 辆，同比增长 31.3%，皮卡 4127 辆。

图 1：2014 年各子公司营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：2014 年各子公司利润情况



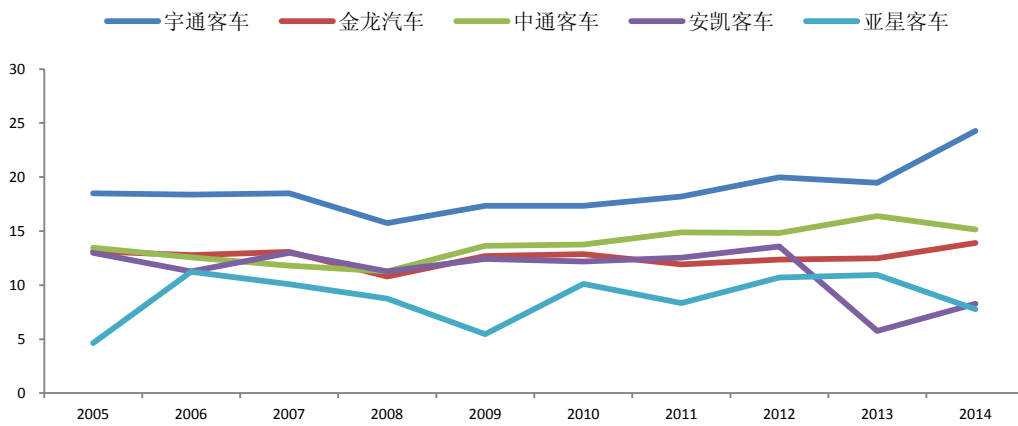
数据来源：公司公告，西南证券

与同行业对比可知：金龙客车销量处于行业领先地位，2014 年国内客车市场占有率超过 15%；营业总收入略低于宇通客车，达到 214 亿元，两公司总产品销售上应该均能体现出规模优势；公司产品销售毛利率、净利润均远低于可比公司宇通客车。金龙客车的毛利率保持相对稳定的水平，近年随着毛利率相对较低的轻客比重的加大，毛利率反而有稳中有所上升，得益于新能源汽车的推出以及管理的逐步完善。

表 2: 2014 年客车行业数据对比分析

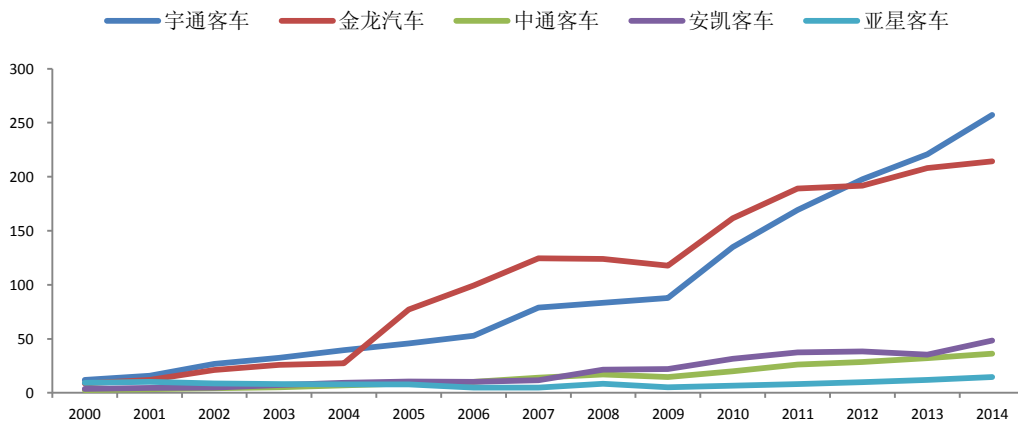
公司名称	销售数据	国内市场份额	营业总收入	销售毛利率	净利润
宇通客车	61398	10.8%	257.3	24.3	26.53
金龙客车	89841	15.7%	214.3	13.9	4.87
中通客车	12795	2.2%	36.1	15.2	2.89
安凯客车	10454	1.8%	48.4	8.3	0.47
亚星客车	3822	0.7%	14.7	7.8	-1.45

数据来源: wind, 西南证券

图 3: 2005-2014 年 5 大客车公司毛利率变化图 (%)


数据来源: 西南证券

从收入规模来看,金龙汽车与宇通客车收入基本相当,2014 年两公司均超过 200 亿元,且均远超过中通、安凯、亚星等上市客车营业收入水平。同时,金龙汽车营业收入呈现出稳定上升趋势,近 5 年保持 13% 的复合增长率,但近 3 年增速有所放缓。我们认为主要是在地铁、高铁等冲击下客车行业增速需求下滑,行业竞争压力加大。

图 4: 2000-2014 年 5 大客车公司营业收入变化图 (亿元)


数据来源: 西南证券

公司作为客车行业龙头企业之一，其收入规模与宇通客车基本相当，而利润水平却远低于宇通客车。我们主要有两方面的原因：1、毛利率较低的轻客占比相对较高；2、原材料采购成本较高，未体现规模优势。从产品结构来看，金龙大客车的大客车数量与宇通的基本相当，中型客车低于宇通，而轻型客车数量远大于宇通客车。

表 3：2014 年金龙汽车与宇通客车各大中轻型客车对比

	大客车	中型客车	轻型客车
宇通客车	27398	25880	8120
金龙汽车	24385	15417	45446
金龙联合	8335	5357	21374
金龙金旅	6619	3027	19548
苏州金龙	9431	7033	4524

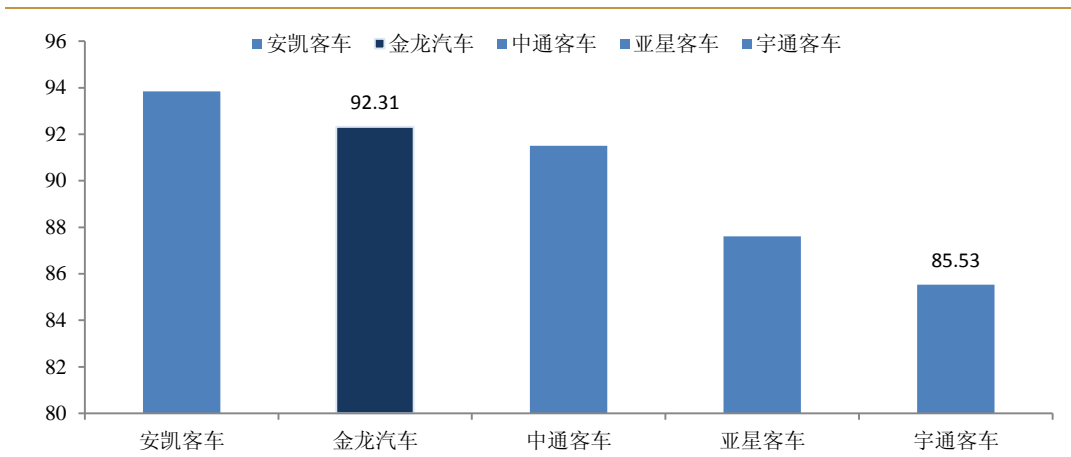
数据来源：公司公告，盖世汽车网，西南证券

股权结构进一步集中，三龙协同作用发挥，提高整体效率

三龙处于业务整合初步阶段，我们认为公司有望加快内部治理节奏，推动资源整合，形成协力，改善公司盈利能力。管理层明确未来三龙将统一研发、采购、营销及品牌等业务，形成协同效用。尽管股东差异、文化差异对当前整合的形成较大压力，但是我们相信管理新管理层的决心和能力。

采购作用的协同：金龙汽车原材料采购成本在总成本中占比较高，2014 年达到 92.31%，仅低于安凯客车，远高于同等规模的宇通客车。我们认为与产品结构和采购成本管理等有较大关系，尽管金龙汽车轻型客车占比较高存在一定影响，但是规模优势带来的采购成本降低也并未在金龙体现。当前三龙已经在原材料采购、材料的研发上开始进行整合，有望降低采购成本，贡献利润。公司已在原材料采购上进行努力，有望与宝钢合作，集中采购并开发高性能、高强度钢材。

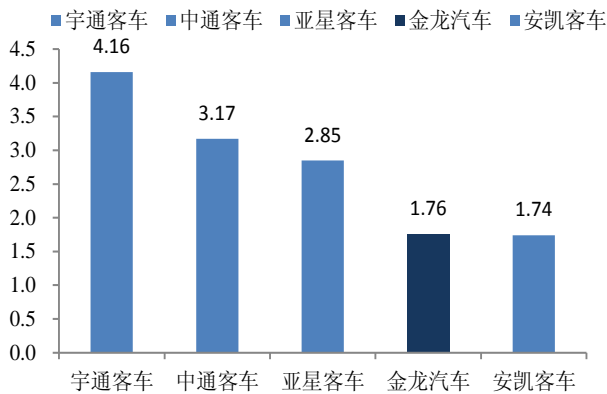
图 5：2014 年 5 大客车公司原材料在营业收入中的占比（亿元）



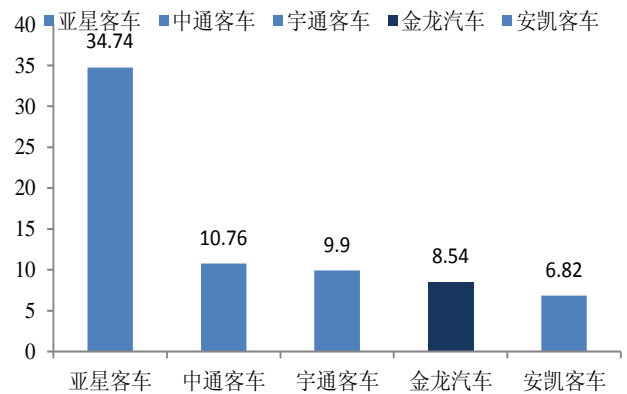
数据来源：西南证券

研发工作协同：三龙尽管在产品上相似，但是研发相对独立，通过研发资源的整合，将提升研发能力，并提高对外合作开发能力。比如公司有望与采埃孚在变速箱等领域合作开发和采购上形成合力，提高议价能力和研发能力。但是从研发费用占营业收入和净资产的比例

情况来看，金龙汽车的研发支出水平处于 5 家企业的倒数第二位。我们认为公司研发的协同效用更多的是在研发能力和产品竞争力的提升上，由于公司当前研发支出处于相对合理水平，研发费用的节流存在一定空间，但相对有限。

图 6：客车行业 2014 年研发费用占营收比重对比分析


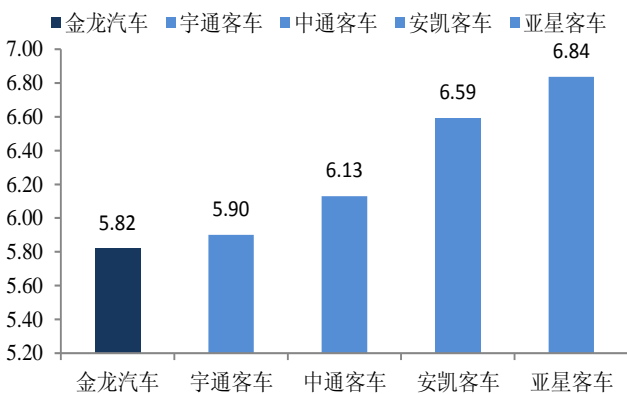
数据来源：公司公告，西南证券

图 7：客车行业 2014 年研发费用占净资产比重对比分析


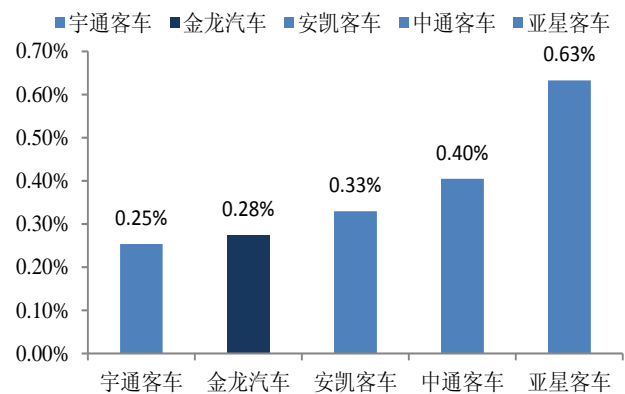
数据来源：公司公告，西南证券

营销体系的协同：原有三龙在销售体系上存在一定差异，经销和直销模式都有，当前三龙有望在营销体系上形成协同。销售上，三龙之间避免内部竞争，防止价格战。海外市场上共同推进，加强海外市场销售能力。并能够在国内外的销售服务体系上形成协同。金龙汽车的销售费用比营业收入处于 5 客车企业中最低水平，销售费用控制较好。

品牌的协同：强化金龙集团的品牌形象，并将以集团的名义参加今后车展，加强金龙品牌在国内外市场的认知、美誉度。由于客车行业下游客户以政府、企业采购为主，随着营业收入的增大，广告宣传费用在营业总收入中占比下降。

图 8：客车行业 2014 年销售费用/营业总收入


数据来源：公司公告，西南证券

图 9：客车行业 2014 年广告宣传费 /营业总收入对比分析


数据来源：公司公告，西南证券

我们认为三龙在以上几方面的合作，有利于从品牌、竞争力、运营效率等多方面提升公司整体实力，增强公司盈利能力。

图 10: 三龙协同发展领域


数据来源: 西南证券

新能源汽车大幅增长, 带动毛利率大幅提升

我们预计 2015 年公司一季度金龙汽车新能源汽车销售约 1300 多辆, 约占 2014 年 40% 左右, 销量大幅增长, 助推公司一季度毛利率提升 2.1 个百分点, 达到 12.9%。主要是得益于江苏、福建、海南等市场需求大幅增长。2014 年公司新能源汽车共销售 3400 多辆, 主要来自苏州金龙。

新能源汽车快速推广的态势有望持续, 主要用于示范城市的公共交通领域, 随着国家对示范城市的落实情况考核加强, 新能源客车的快速推广仍将持续。我们预计国内 2015 年新能源客车的销量有望超过 3.3 万辆, 较 2014 年 1.86 万辆增长 80% 左右。2015 年大金龙新能源客车也将开始销售, 考虑到新能源汽车毛利率超过 15%, 随着新能源汽车比重的加大, 有望进一步提升公司产品综合销售毛利率。

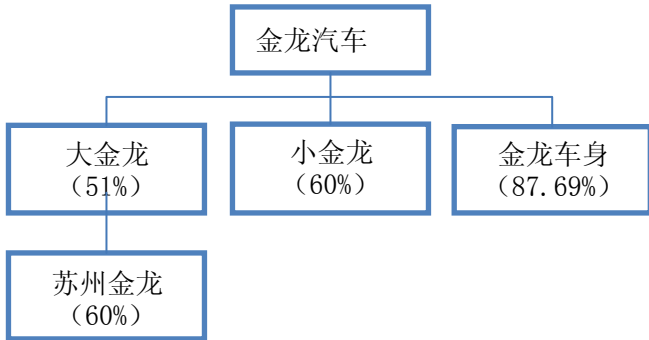
定增落定, 整合少数股东权益, 强化盈利能力

公司向福汽集团、福建投资集团、福建交通运输集团、平安资管和福能集团定向增发募集资金 13 亿元, 主要用于收购创程环保 100% 股权、节能与新能源汽车关键零部件产业化及补充流动资金, 创程环保持有金龙联合 24% 的股权和江申车架 50% 的股权, 完成此次定增后, 公司直接和间接持有大金龙 75% 的股权, 并通过大金龙间接持有苏州金龙 45% 的股权, 加强了金龙汽车对苏州金龙的控制地位。我们认为公司通过定增, 有望进一步改善费用, 加大新能源汽车布局, 提升公司整体盈利水平。

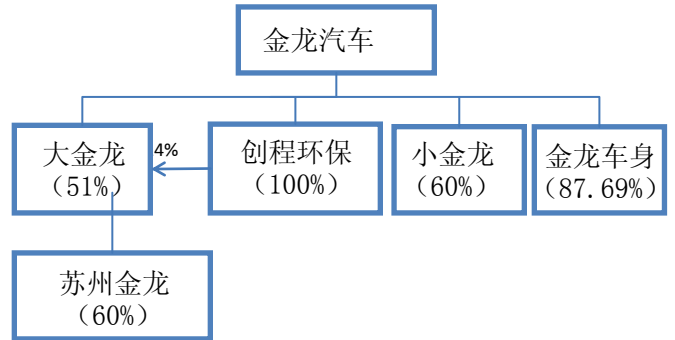
表 4: 非公开发行项目资金情况

项目	募集资金 (亿元)
收购创程环保 100% 股权	8.9
节能与新能源汽车关键零部件产业化项目	1.97
补充流动资金	2.33
总计	13.2

数据来源: 公司公告, 西南证券

图 11: 定增收购前三龙股权结构图


数据来源: 公司公告, 西南证券

图 12: 定增收购之后三龙股权结构图


数据来源: 公司公告, 西南证券

二、盈利预测与投资建议

公司是我国客车企业龙头企业，主要看点是：1、新管理层的任用，加快了公司内部的整理速度，三龙有望通过研发、采购、销售、品牌等全方位的协同，全方位提升公司竞争力和盈利能力；2、公司新能源汽车开始发力，新能源汽车销量的大幅增长，大幅提升了公司销售毛利率；3、定增进一步加快少数股东权益整合和新能源汽车的拓展。

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.70 元、1.05 元、1.37 元，对应 5 月 21 日 25.67 元收盘价的动态市盈率分别为 37 倍、25 倍和 19 倍。未来三年公司利润将保持 50% 的复合增长率，考虑到公司三龙整合加速、新能源汽车开始发力，给予公司 2015 年 45 倍估值，对应目标价 31.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 5: 可比公司相对估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元) (2015-5-21)	EPS (元)			PE		
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
600066	宇通客车	22.99	1.42	1.68	1.84	16	14	12
000957	中通客车	21.80	0.95	1.27	1.66	23	17	13
000868	安凯客车	13.59	0.18	0.23	-	76	58	-
平均值						38	30	-
600686	金龙汽车	25.67	0.70	1.05	1.37	37	25	19

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	21431.03	24859.99	28340.39	31599.54	净利润	486.64	831.84	1244.70	1633.39
营业成本	18450.54	21255.29	23975.97	26543.61	折旧与摊销	236.49	12.50	12.50	12.50
营业税金及附加	170.97	186.45	206.88	221.20	财务费用	37.76	-27.55	-62.93	-96.34
销售费用	1247.00	1417.02	1587.06	1737.97	资产减值损失	328.04	328.04	328.04	328.04
管理费用	784.61	907.39	1014.59	1105.98	经营营运资本变动	-428.95	2470.67	-1027.58	2571.80
财务费用	37.76	-27.55	-62.93	-96.34	其他	-517.98	107.36	105.07	48.02
资产减值损失	328.04	328.04	328.04	328.04	经营活动现金流净额	141.99	3722.86	599.81	4497.40
投资收益	54.70	50.00	50.00	50.00	资本支出	-227.13	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-3.75	0.00	0.00	0.00	其他	-379.45	120.84	143.36	143.36
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-606.59	80.84	103.36	103.36
营业利润	463.05	843.35	1340.77	1809.07	短期借款	422.57	-485.00	0.00	0.00
其他非经营损益	123.38	148.62	148.62	148.62	长期借款	-437.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	586.43	991.97	1489.40	1957.70	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	99.80	160.14	244.70	324.31	支付股利	-88.52	-121.10	-181.21	-237.79
净利润	486.64	831.84	1244.70	1633.39	其他	291.31	66.60	107.45	145.98
少数股东损益	238.09	406.99	608.98	799.15	筹资活动现金流净额	188.36	-539.50	-73.76	-91.81
归属母公司股东净利润	248.54	424.85	635.72	834.24	现金流量净额	-276.23	3264.20	629.41	4508.95
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	4094.74	6848.41	7477.82	11986.77	成长能力				
应收和预付款项	8668.97	7595.53	9898.34	8570.39	销售收入增长率	2.97%	16.00%	14.00%	11.50%
存货	1712.58	2267.58	2222.04	2748.38	营业利润增长率	20.71%	82.13%	58.98%	34.93%
其他流动资产	898.90	902.91	902.91	902.91	净利润增长率	8.34%	70.94%	49.63%	31.23%
长期股权投资	82.30	132.30	182.30	232.30	EBITDA 增长率	23.60%	46.93%	37.54%	22.59%
投资性房地产	46.97	38.60	30.22	21.84	获利能力				
固定资产和在建工程	1934.59	1421.83	906.41	388.32	毛利率	13.91%	14.50%	15.40%	16.00%
无形资产和开发支出	363.06	350.56	338.05	325.55	三费率	9.66%	9.24%	8.96%	8.70%
其他非流动资产	459.92	406.04	333.65	313.65	净利率	2.27%	3.35%	4.39%	5.17%
资产总计	18429.54	19963.76	22291.74	25490.13	ROE	10.21%	15.51%	19.91%	22.01%
短期借款	485.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.36%	4.64%	6.20%	7.11%
应付和预收款项	12090.60	14077.12	15341.61	17144.40	ROIC	56.59%	44.75%	-66.71%	-131.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.89%	4.92%	5.94%	6.53%
其他负债	749.48	749.48	749.48	749.48	营运能力				
负债合计	13551.01	14826.60	16091.09	17893.88	总资产周转率	1.21	1.25	1.27	1.24
股本	442.60	442.60	442.60	442.60	固定资产周转率	11.32	17.99	32.71	90.72
资本公积	309.08	309.08	309.08	309.08	应收账款周转率	2.58	3.44	3.00	3.89
留存收益	1683.63	1987.38	2441.89	3038.34	存货周转率	10.77	9.37	10.79	9.66
归属母公司股东权益	2435.31	2739.06	3193.57	3790.01	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.85	—	—	—
少数股东权益	1991.12	2398.10	3007.08	3806.24	资本结构				
股东权益合计	4426.42	5137.16	6200.65	7596.25	资产负债率	75.06%	74.27%	72.18%	70.20%
负债和股东权益合计	18429.54	19963.76	22291.74	25490.13	带息债务/总负债	3.64%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.14	1.21	1.30	1.38
					速动比率	0.94	1.00	1.10	1.17
					股利支付率	35.62%	28.50%	28.50%	28.50%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	832.60	1223.35	1682.60	2062.64	每股收益	0.41	0.70	1.05	1.37
PE	62.66	36.66	24.50	18.67	每股净资产	4.01	4.51	5.26	6.25
PB	6.40	5.69	4.88	4.11	每股经营现金	0.23	6.14	0.99	7.41
PS	0.73	0.63	0.55	0.49	每股股利	0.15	0.20	0.30	0.39
EV/EBITDA	12.47	5.78	4.23	1.67					
股息率	0.57%	0.78%	1.16%	1.53%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn