

苏州金龙资质恢复, 迎接下半年客车热潮

投资要点

- **事件:** 工信部近期组织专家组, 按照《车辆生产企业及产品生产一致性监督管理办法》(工产业〔2010〕第109号)等有关规定, 对苏州金龙、河南少林客车、奇瑞万达贵州客车、深圳五洲龙进行资料审核和现场核查, 根据专家组验收报告, 建议恢复其申报《新能源汽车推广应用推荐车型目录》资质。公示期至7月5日。
- **苏州金龙资质恢复, 迎接下半年客车热潮。** 公示期结束后, 苏州金龙将恢复补贴资质, 我们认为短暂经营策略问题(行业骗补谋补定义不清晰)并未影响公司产品竞争实力, 资质恢复后有望赶上客车下半年集中采购行情(补贴退坡导致采购预算调整, 下半年开始公交采购量将回升)。苏州金龙从第294批产品公告就开始申请车辆公告, 我们预计累计至6月份的297批公告共有25个车型, 这批车型在资质恢复后有望正式纳入新能源补贴目录, 对市场销售注入强心针。
- **客车“骗补”、行业短暂下滑推动公司治理结构改善, 采购协同效应提升2个百分点毛利率, 即可贡献4.3亿元毛利润。** 公司经历客车“骗补”以及今年整体行业负增长逆境情况下, 管理层锐意改革, 我们预计上市公司将会在大金龙、小金龙、苏州金龙治理结构中增加话语权, 直接效果可以提升采购、销售协同效应, 通过原材料占收入比重指标分析, 金龙采购方面与宇通、中通相比较, 毛利率提升空间分布是12pp、2pp, 金龙2011-2016年平均营业收入215亿, 2个百分点的毛利率改善可贡献4.3亿毛利润。
- **控股股东增持、PB和土地重估价值提供安全边际。** 公司控股股东是今年5月市场大幅回调下, 最早进行增持的国企性质汽车公司(近期新增云内动力), 预计增持金额不低于5300万, “低估”信号强烈; PB方面, 考虑转回16年过渡计提的4.7亿国补, 则公司17年Q1的归母净资产约40亿, 对应现有市值的PB为2倍, 公司近十年的PB中枢分别为2.3倍, 纵向看PB处于低位且资产质量优质, 横向看A股6家客车企业17年Q1的PB中位数2.6倍、平均数4.8倍; 土地重估方面, 大小金龙在福建合计持有145万平米占地, 其中湖里区10万平米、海沧区20万平米, 土地重估价值可观。
- **盈利预测与投资建议。** 我们对公司毛利率进行保守预测, 15年毛利率为17.15%, 17-19年16.6%、17.3%和18.2%, 2017-2019年EPS分别为0.53元、0.6元和0.88元, 考虑转回16年过度计提的4.7亿元至归属母公司股东权益, 预计17年归属母公司股东权益为38.4亿, 按十年2.3倍PB中枢估值, 对应目标价14.55元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 苏州金龙资质恢复公示期间或受影响, 下半年新能源客车行业发展或下滑明显。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	21827.96	18429.58	18127.73	18719.78
增长率	-18.66%	-15.57%	-1.64%	3.27%
归属母公司净利润(百万元)	-718.59	319.61	365.40	531.09
增长率	-234.27%	-55.52%	14.33%	45.35%
每股收益EPS(元)	-1.18	0.53	0.60	0.88
净资产收益率ROE	-42.60%	12.56%	12.62%	15.57%
PE	-11.0	24.8	21.7	14.9
PB	2.22	2.35	2.13	1.88

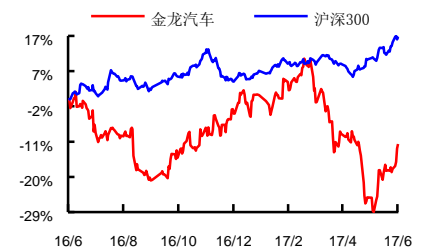
数据来源: Wind, 西南证券。此处PB尚未考虑转回16年过度计提的4.7亿元至归属母公司股东权益

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: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

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)	10.41-16.33
总市值(亿元)	79.12
总资产(亿元)	228.53
每股净资产(元)	5.79

相关研究

1. 金龙汽车(600686): 唯一国企增持, “低估”信号强烈 (2017-06-07)

事件

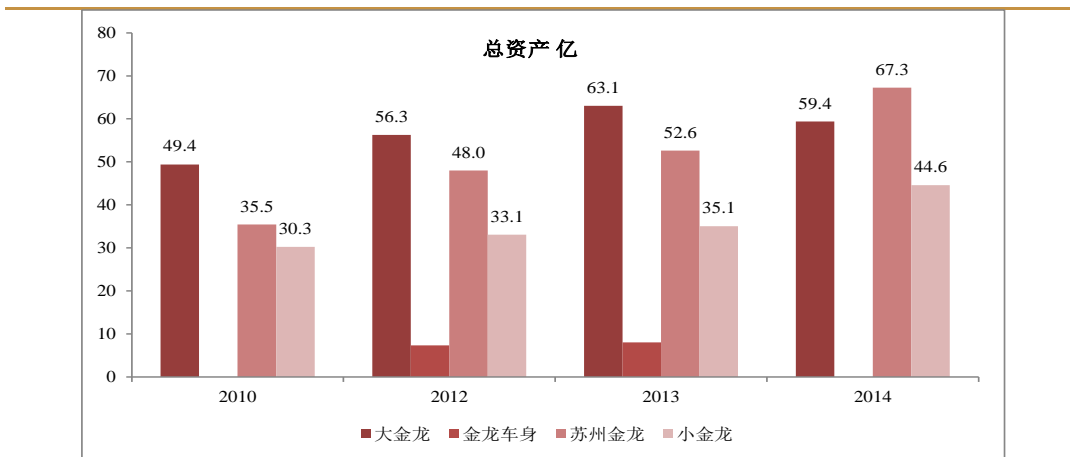
工信部近期组织专家组，按照《车辆生产企业及产品生产一致性监督管理办法》（工业产业〔2010〕第109号）等有关规定，对苏州金龙、河南少林客车、奇瑞万达贵州客车、深圳五洲龙进行资料审核和现场核查，根据专家组验收报告，建议恢复其申报《新能源汽车推广应用推荐车型目录》资质。公示期至7月5日。

苏州金龙资质恢复，迎接下半年客车热潮

公示期结束后，苏州金龙将恢复补贴资质，我们认为短暂经营策略问题（行业骗补谋补定义不清晰）并未影响公司产品竞争实力，资质恢复后有望赶上客车下半年集中采购行情（补贴退坡导致采购预算调整，下半年开始公交采购量将回升）。苏州金龙从第294批产品公告就开始申请车辆公告，我们预计累计至6月份的297批公告共有25个车型，这批车型在资质恢复后有望正式纳入新能源补贴目录，对市场销售注入强心针。

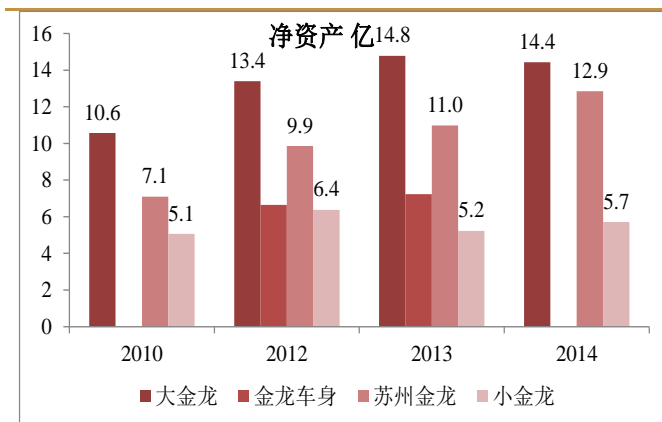
苏州金龙除了16年以外，历年均为三龙中盈利能力最强的子公司，资质恢复后我们认为将迅速回归辉煌时期。

图1：金龙汽车主要子公司总资产



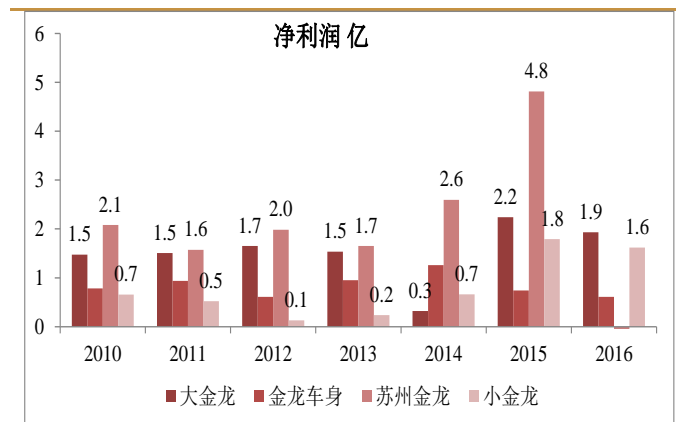
数据来源：Wind，西南证券整理

图2：金龙汽车主要子公司净资产



数据来源：公司公告，西南证券整理

图3：金龙汽车主要子公司净利润



数据来源：公司公告，16年苏州金龙亏损23.7亿，西南证券整理

原材料采购整合即可贡献 4.3 亿毛利润

客车“骗补”、行业短暂下滑推动公司治理结构改善，采购协同效应提升 2 个百分点毛利率，即可贡献 4.3 亿元毛利润。公司经历客车“骗补”以及今年整体行业负增长逆境情况下，管理层锐意改革，我们预计上市公司将会在大金龙、小金龙、苏州金龙治理结构中增加话语权，直接效果可以提升采购、销售协同效应，通过原材料占收入比重指标分析，**金龙原材料采购方面与宇通、中通相比较，毛利率提升空间分布是 12pp、2pp**，金龙 2011-2016 年平均营业收入 215 亿，**2 个点的毛利率改善可贡献 4.3 亿毛利润。**

表 1：成本占营业收入比重对比，原材料侵蚀公司利润 2 个百分点（与同属国企中通客车对比）

项目	金龙汽车	宇通客车	中通客车
人工工资			
2012	3.0%	2.3%	4.0%
2013	3.0%	2.9%	3.7%
2014	3.1%	3.2%	4.2%
2015	2.9%	3.4%	2.6%
2016	3.5%	3.7%	2.7%
2016 实际占比*	3.2%	3.7%	2.7%
原材料			
2012	80.7%	70.5%	78.8%
2013	81.2%	69.2%	76.8%
2014	79.8%	64.8%	77.9%
2015	77.4%	65.5%	75.5%
2016	84.3%	63.7%	74.6%
2016 实际占比*	77.6%	63.7%	74.6%
制造费用**			
2012	4.4%	7.4%	2.7%
2013	3.7%	8.8%	3.5%
2014	3.5%	7.8%	3.0%
2015	2.7%	5.9%	2.1%
2016	3.7%	4.6%	1.7%
2016 实际占比*	3.4%	4.6%	1.7%

*：16 年客车产品收入约 210 亿，加回苏州金龙 5 亿“骗补”金额及过度计提约 12 亿，实际收入为 217 亿左右。

**：宇通客车制造费用比例偏高是由于选用双倍余额递减法的折旧方法所致。

数据来源：Wind，西南证券

控股股东增持、PB 和土地重估价值提供安全边际

公司控股股东是今年 5 月市场大幅回调下，**最早进行增持的国企性质汽车公司**（近期新增云内动力），**预计增持金额不低于 5300 万，“低估”信号强烈**；PB 方面，考虑转回 16 年过渡计提的 4.7 亿国补，则公司 17 年 Q1 的归母净资产约 40 亿，对应现有市值的 PB 为 2 倍，公司近十年的 PB 中枢分别为 2.3 倍，纵向看 PB 处于低位且资产质量优质，横向看 A 股 6 家客车企业 17 年 Q1 的 PB 中位数 2.6 倍、平均数 4.8 倍；**土地重估方面**，大小金龙在福建合计持有 145 万平米占地，其中湖里区 10 万平米、海沧区 20 万平米，**土地价值重估可观。**

图 4：厦门金旅三个生产基地位置及占地面积



数据来源：公司公告，百度地图，西南证券整理

盈利预测与投资建议。我们对公司毛利率进行保守预测，15 年毛利率为 17.15%，17-19 年 16.6%、17.3%和 18.2%，2017-2019 年 EPS 分别为 0.53 元、0.6 元和 0.88 元，考虑转回 16 年过度计提的 4.7 亿元至归属母公司股东权益，预计 17 年归属母公司股东权益为 38.4 亿，按十年 2.3 倍 PB 中枢估值，对应目标价 14.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：苏州金龙资质恢复公示期间或受影响，下半年新能源客车行业发展或下滑明显。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	21827.96	18429.58	18127.73	18719.78	净利润	-1894.40	564.96	645.90	938.79
营业成本	19884.95	15368.17	14999.61	15313.29	折旧与摊销	287.65	347.88	379.48	411.71
营业税金及附加	120.94	110.77	105.28	109.15	财务费用	-79.20	200.94	199.13	153.66
销售费用	1631.28	1234.78	1178.30	1123.19	资产减值损失	850.31	200.00	250.00	250.00
管理费用	1058.75	829.33	815.75	842.39	经营营运资本变动	-1496.88	-627.92	470.95	232.68
财务费用	-79.20	200.94	199.13	153.66	其他	615.87	1807.55	-961.24	-818.16
资产减值损失	850.31	200.00	250.00	250.00	经营活动现金流净额	-1716.65	2493.42	984.23	1168.68
投资收益	52.46	50.17	49.61	47.82	资本支出	-62.47	-1000.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	16.05	0.00	0.00	0.00	其他	-1005.11	0.17	-0.39	-2.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1067.58	-999.83	-200.39	-202.18
营业利润	-1570.56	535.76	629.27	975.93	短期借款	924.89	175.11	0.00	-500.00
其他非经营损益	-189.16	136.82	139.66	141.68	长期借款	63.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1759.72	672.58	768.93	1117.60	股权融资	0.60	0.00	0.00	0.00
所得税	134.68	107.61	123.03	178.82	支付股利	-97.08	0.00	-25.83	-25.81
净利润	-1894.40	564.96	645.90	938.79	其他	1619.78	-603.94	0.87	46.34
少数股东损益	-1175.81	245.35	280.50	407.69	筹资活动现金流净额	2511.78	-428.83	-24.96	-479.47
归属母公司股东净利润	-718.59	319.61	365.40	531.09	现金流量净额	-178.18	1064.76	758.88	487.03
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5202.42	6267.18	7026.06	7513.09	成长能力				
应收和预付款项	13078.44	9364.93	9294.20	9792.26	销售收入增长率	-18.66%	-15.57%	-1.64%	3.27%
存货	1435.55	1182.09	1148.85	1177.14	营业利润增长率	-235.61%	-65.89%	17.45%	55.09%
其他流动资产	2463.07	922.98	907.89	937.49	净利润增长率	-300.24%	-70.18%	14.33%	45.35%
长期股权投资	150.32	150.32	150.32	150.32	EBITDA 增长率	-203.44%	-20.38%	11.37%	27.60%
投资性房地产	42.31	42.31	42.31	42.31	获利能力				
固定资产和在建工程	1920.70	2620.67	2489.03	2325.17	毛利率	8.90%	16.61%	17.26%	18.20%
无形资产和开发支出	356.71	315.67	274.62	233.58	三费率	11.96%	12.29%	12.10%	11.32%
其他非流动资产	540.40	583.59	626.79	669.99	净利率	-8.68%	3.07%	3.56%	5.01%
资产总计	25189.92	21449.74	21960.07	22841.34	ROE	-42.60%	12.56%	12.62%	15.57%
短期借款	1024.89	1200.00	1200.00	700.00	ROA	-7.52%	2.63%	2.94%	4.11%
应付和预收款项	14960.96	11675.61	11384.29	11636.91	ROIC	-140.29%	55.73%	151.27%	300.10%
长期借款	598.58	598.58	598.58	598.58	EBITDA/销售收入	-6.24%	5.88%	6.66%	8.23%
其他负债	4158.30	3477.40	3658.97	3874.65	营运能力				
负债合计	20742.74	16951.59	16841.84	16810.14	总资产周转率	0.86	0.79	0.84	0.84
股本	606.74	606.74	606.74	606.74	固定资产周转率	11.97	9.92	9.34	9.36
资本公积	1130.23	1130.23	1130.23	1130.23	应收账款周转率	1.80	1.57	1.69	1.81
留存收益	1316.96	1636.57	1976.15	2481.44	存货周转率	7.63	9.67	10.96	11.20
归属母公司股东权益	3567.93	3373.54	3713.12	4218.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.41%	—	—	—
少数股东权益	879.26	1124.61	1405.10	1812.80	资本结构				
股东权益合计	4447.19	4498.15	5118.22	6031.20	资产负债率	82.35%	79.03%	76.69%	73.60%
负债和股东权益合计	25189.92	21449.74	21960.07	22841.34	带息债务/总负债	7.83%	10.61%	10.68%	7.72%
					流动比率	1.22	1.25	1.33	1.43
					速动比率	1.14	1.17	1.25	1.34
					股利支付率	-13.51%	0.00%	7.07%	4.86%
					每股指标				
					每股收益	-1.18	0.53	0.60	0.88
					每股净资产	5.88	5.56	6.12	6.95
					每股经营现金	-2.83	4.11	1.62	1.93
					每股股利	0.16	0.00	0.04	0.04
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-1362.12	1084.58	1207.89	1541.29					
PE	-11.01	24.75	21.65	14.90					
PB	2.22	2.35	2.13	1.88					
PS	0.36	0.43	0.44	0.42					
EV/EBITDA	-3.17	3.04	2.06	0.94					
股息率	1.23%	0.00%	0.33%	0.33%					

数据来源: Wind, 西南证券整理

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 15 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn