

收到16年补贴, 客车现金流逐步改善

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 大金龙、小金龙于近日分别收到厦门市财政局转支付的16年新能源汽车第一批推广补贴款6542万元、6330万元, 合计12872万元。
- **补贴金额符合16Q1产量数据, 客车生产至跑完3万公里需时9个月内。** 此次12872万元补助金额中, 对应498辆客车(插电式355辆、纯电动143辆), 其中大金龙178辆、小金龙320辆, 平均单车补贴金额25.8万元/辆, 单车补贴金额较低主要是插电式车辆较多所致(HEV中47辆补贴16万/辆、308辆补贴20万/辆)。根据工信部合格证数据, 大、小金龙16年Q1生产客车414辆, 1-4月份1040辆, 与宇通(6.8亿、2087辆)、中通(7.2亿、2157辆)补贴金额及16Q1产量相符, 因此进一步验证客车3万公里约9个月的逻辑。
- **预计四季度会有16年第二笔补贴款, 缓解资金压力。** 根据行业调研所知, 目前产业针对3万公里提出相关完善建议, 有望每年新增一次补贴申请机会, 如果该建议得到落实并常态化实施, 将极大利好新能源客车企业, 3万公里对客车造车的资金压力几乎可以忽略。
- **预计苏州金龙30款车型进入新一批推荐目录, 迎接下半年客车热潮。** 6月底工信部网站公示了拟恢复苏州金龙新能源补贴资质, 公示期至7月5日, 公示期间公司并未收到反馈, 我们预计苏州金龙已通过工信部资质恢复审核。在工信部298批目录申请中, 苏州金龙提交了5款新能源车(含1款专用车), 加上此前申请的约25款车型, 我们预计298批目录中, 苏金将会有约30款车型进入298批(第七批新能源)推荐目录, 占公司现有176款目录车型数的17%, 完善产品系列, 赶上客车下半年集中采购行情。
- **推荐逻辑:** 苏州金龙将恢复补贴资质, 依靠产品竞争实力有望赶上客车下半年集中采购行情; 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(福汽集团重点推进), 即可贡献4.3亿元毛利润; 控股股东增持、PB和土地重估价值提供安全边际。
- **盈利预测与投资建议。** 我们对公司毛利率进行保守预测, 17-19年分别为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:** 苏州金龙车型进入推荐目录进展或低于预期, 下半年新能源客车行业发展或下滑明显, 新能源汽车行业政策变动的风险。

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	-10.0	22.5	19.7	13.6
PB	2.02	2.13	1.94	1.71

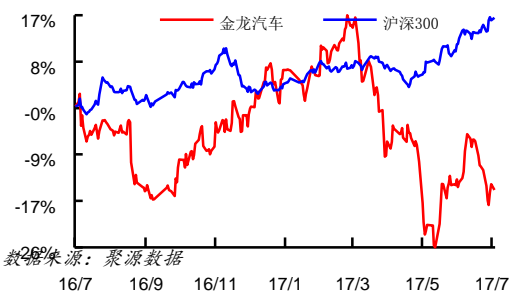
数据来源: Wind, 西南证券。此处PB尚未考虑转回16年过度计提的4.7亿元至归属母公司股东权益

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

分析师: 张荫先
执业证号: S1250517070001
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn

相对指数表现



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)	72.02
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): 苏州金龙资质恢复, 迎接下半年客车热潮 (2017-06-30)
2. 金龙汽车(600686): 唯一国企增持, “低估”信号强烈 (2017-06-07)

表 1：四大客车企业申请补助金额及车辆数

项目	金龙	宇通	中通	安凯
16 万/辆	47 辆	213 辆	56 辆	
20 万/辆	308 辆	577 辆	644 辆	121 辆
21 万/辆				1 辆
25 万/辆	26 辆	25 辆	60 辆	9 辆
33.6 万/辆			3 辆	
40 万/辆	54 辆	1108 辆	1350 辆	225 辆
50 万/辆	63 辆	164 辆	44 辆	14 辆
补贴金额合计 万元	12872	68093	71576.8	12366
申请补助合计车辆数 辆	498	2087	2157	370
16 年 1-3 月产量 辆	414	783	2085	693
16 年 1-4 月产量 辆	1040	2902	4004	1676
补助车辆与 16 年 1-3 月产量数比例	120%	267%	103%	53%
补助车辆与 16 年 1-4 月产量数比例	48%	72%	54%	22%
2016 年产量	9127 (12972) *	26903	14116	5060
2017 年 1-6 月产量	969 (972) *	3014	1091	324

*：括号内数字为包含苏州金龙的数据。数据来源：工信部，西南证券整理

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%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-1362.12	1084.58	1207.89	1541.29	每股收益	-1.18	0.53	0.60	0.88
PE	-10.02	22.53	19.71	13.56	每股净资产	5.88	5.56	6.12	6.95
PB	2.02	2.13	1.94	1.71	每股经营现金	-2.83	4.11	1.62	1.93
PS	0.33	0.39	0.40	0.38	每股股利	0.16	0.00	0.04	0.04
EV/EBITDA	-2.65	2.38	1.47	0.48					
股息率	1.35%	0.00%	0.36%	0.36%					

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 20 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
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