

## 补贴资质正式恢复, 毛利有望改善贡献弹性

### 投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 子公司金龙联合汽车工业(苏州)有限公司(以下简称“苏州金龙公司”)20个车型进入了工信部17年第7批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》。这是苏州金龙自16年12月受到工信部暂停申报新能源汽车推广应用推荐车型资质的行政处罚以来, 首次进入工信部《新能源汽车推广应用推荐车型目录》, 表明苏州金龙已恢复申报新能源汽车推广应用推荐车型资质。
- **苏州金龙正式恢复补贴资质, 金龙汽车整体客车推荐目录数第一, 迎接下半年客车热潮。** 第七批推荐车型目录中, 苏州金龙、厦门金龙联合(大金龙)、厦门金旅(小金龙)分别有20款、4款和8款车型进入推荐目录, 17年前七批目录中, 金龙汽车共有195款客车和13款专用车, 客车目录数行业第一, 占比14%。完善的产品系列利于公司赶上客车下半年集中采购行情。Q1大、小金龙新能源客车产量50辆、4-6月份加速改善, 分别生产101辆、229辆和592辆, 随着苏州金龙资质恢复及下半年客车采购快速回暖, 我们预计公司Q3单季数据环比、同比均有望实现正增长。
- **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, 弹性强劲。** 公司经历客车“骗补”以及今年整体行业负增长逆境情况下, 控股股东北汽集团及公司管理层锐意改革, 今年通过多次人事变更直接加强对苏州金龙、大金龙和小金龙的管控, 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, 毛利率提升空间分别是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, 对公司业绩带来强劲弹性。
- **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38.4亿, 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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计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:** 毛利率改善进展或低于预期, 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	-10.6	23.9	20.9	14.4
PB	2.14	2.27	2.06	1.81

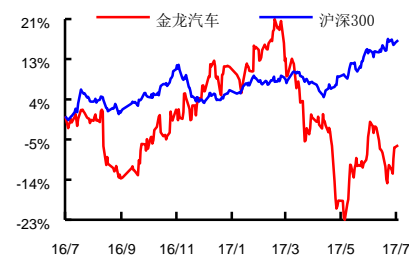
数据来源: Wind, 西南证券。PB、EPS尚未考虑转回16年过度计提的4.7亿元至归属母公司股东权益

### 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



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)	76.51
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): 收到16年补贴, 客车现金流逐步改善 (2017-07-25)
2. 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)
3. 金龙汽车(600686): 唯一国企增持, “低估”信号强烈 (2017-06-07)

**表 1：金龙汽车在前七批推荐目录中数量稳居第一，产品系列丰富**

序号	车企	客车目录数	目录数占比
1	<b>金龙汽车</b>	<b>195</b>	<b>14%</b>
	其中： 厦门金龙旅行车有限公司	97	7%
	厦门金龙联合汽车工业有限公司	78	6%
	金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	20	1%
2	郑州宇通客车股份有限公司	123	9%
3	中通客车控股股份有限公司	99	7%
4	北汽福田汽车股份有限公司	86	6%
5	南京金龙客车制造有限公司	72	5%
6	珠海广通汽车有限公司	70	5%
7	扬州亚星客车股份有限公司	61	4%
8	上海申龙客车有限公司	53	4%
9	湖南南车时代电动汽车股份有限公司	44	3%
10	安徽安凯汽车股份有限公司	42	3%
11	金华青年汽车制造有限公司	25	2%
12	比亚迪汽车工业有限公司	23	2%
13	扬子江汽车集团有限公司	22	2%
14	江西博能上饶客车有限公司	22	2%
15	丹东黄海汽车有限责任公司	17	1%
16	成都客车股份有限公司	17	1%
17	广西源正新能源汽车有限公司	15	1%
18	成都大运汽车集团有限公司	15	1%
19	江苏常隆客车有限公司	14	1%
20	东风汽车公司	14	1%

数据来源：工信部，西南证券整理

**表 2：2017 年上半年新能源客车产量及增速**

车企	17 年 H1 产量(辆)	份额	16 年 H1 产量(辆)	17 年 H1 增速	2016 年产量 (辆)
<b>合计</b>	<b>12281</b>	-	<b>36990</b>	<b>-67%</b>	<b>135273</b>
郑州宇通客车股份有限公司	3014	25%	6918	-56%	26903
珠海广通汽车有限公司	1432	12%	1089	31%	4933
中通客车控股股份有限公司	1091	9%	6620	-84%	14116
<b>金龙汽车（大金龙、小金龙）</b>	<b>969</b>	<b>8%</b>	<b>2153</b>	<b>-55%</b>	<b>9127</b>
<b>其中：厦门金龙旅行车有限公司</b>	<b>489</b>	<b>4%</b>	<b>1174</b>	<b>-58%</b>	<b>5516</b>
<b>其中：厦门金龙联合汽车工业有限公司</b>	<b>480</b>	<b>4%</b>	<b>979</b>	<b>-51%</b>	<b>3611</b>
北汽福田汽车股份有限公司	862	7%	2060	-58%	7271
上海申龙客车有限公司	623	5%	1	62200%	1402
丹东黄海汽车有限责任公司	563	5%	11	5018%	634
金华青年汽车制造有限公司	518	4%	NA	NA	954
比亚迪汽车工业有限公司	455	4%	591	-23%	14903
安徽安凯汽车股份有限公司	324	3%	2185	-85%	5060
东风汽车公司	266	2%	843	-68%	2409
扬子江汽车集团有限公司	251	2%	741	-66%	785
湖南南车时代电动汽车股份有限公司	245	2%	1088	-77%	4759
.....	.....	.....	.....	.....	.....
<b>金龙联合汽车工业(苏州)有限公司</b>	<b>3</b>	<b>0%</b>	<b>2116</b>	<b>-100%</b>	<b>3845</b>

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	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-1716.65</b>	<b>2493.42</b>	<b>984.23</b>	<b>1168.68</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1067.58</b>	<b>-999.83</b>	<b>-200.39</b>	<b>-202.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>-1570.56</b>	<b>535.76</b>	<b>629.27</b>	<b>975.93</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>-1759.72</b>	<b>672.58</b>	<b>768.93</b>	<b>1117.60</b>	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	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2511.78</b>	<b>-428.83</b>	<b>-24.96</b>	<b>-479.47</b>
归属母公司股东净利润	-718.59	319.61	365.40	531.09	<b>现金流量净额</b>	<b>-178.18</b>	<b>1064.76</b>	<b>758.88</b>	<b>487.03</b>
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	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
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%
<b>资产总计</b>	<b>25189.92</b>	<b>21449.74</b>	<b>21960.07</b>	<b>22841.34</b>	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	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>20742.74</b>	<b>16951.59</b>	<b>16841.84</b>	<b>16810.14</b>	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	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4447.19</b>	<b>4498.15</b>	<b>5118.22</b>	<b>6031.20</b>	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		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	-10.65	23.94	20.94	14.41	每股净资产	5.88	5.56	6.12	6.95
PB	2.14	2.27	2.06	1.81	每股经营现金	-2.83	4.11	1.62	1.93
PS	0.35	0.42	0.42	0.41	每股股利	0.16	0.00	0.04	0.04
EV/EBITDA	-2.98	2.80	1.84	0.77					
股息率	1.27%	0.00%	0.34%	0.34%					

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 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	