

## 大小金龙挑重任、逆势环境提份额

### 投资要点

- **事件:** 公司发布半年度报告, 实现营业收入 57.4 亿元, 同比下降 48.2%, 归母净利 3837 万元, 同比下降 76.6%, 扣非后归母净利-8132 万元, 同比下降 188.78%, 销售各型客车 24320 辆, 同比下降 33.3%。
- **苏州金龙资质问题大幅降低公司新能源客车占比, 对上半年业绩产生较大影响, 下半年弹性强劲。** 受政策影响, 新能源客车行业上半年整体表现低迷, 全行业上半年生产 12281 辆, 同比下降 67%, 加上公司主力子公司——苏州金龙新能源资质未恢复基本停产新能源客车, 导致公司上半年新能源客车仅生产 972 辆(工信部合格证数据), 同比下降 77%, 公司整体客车销售同比下降 33.3%, 新能源客车结构占比由同期 11.7% 下降至 4%, 此外插电式混动占比由同期 28% 上升至 51%, 以及车长结构变化, 公司营业收入同比下降 48.2%, 单车均价由 29.6 万元/辆降至 22.3 万元/辆, 毛利率由同期 14.7% 下降至 13.5%。我们认为随着苏州金龙 7 月底资质恢复后, 下半年将会赶上新能源客车热潮, 弹性强劲。
- **新能源客车 Q1 仅有 50 辆、Q2 快速增至 922 辆, 下半年改善速度加快。** 一季度公司新能源客车表现低迷, 仅生产 50 辆, 公司 Q2 经营逐步改善, 生产 922 辆, 单季度收入 34.3 亿元, 同比下降 31.2%, 环比增长 47.8%; 毛利率 15.7%, 与去年同期 15.9% 基本持平, 环比增加 5.4pp; 归母净利 9159 万元, 同比下降 15.2%, 环比增加 1.4 亿元(Q1 亏损 5322 万元); 扣非后归母净利亏损 1190 万元(非经常性损益 1.2 亿, 主要是应收款减值转回、政府补助、理财产品、其他营业外收入等产生), 同比下降 125%, 环比减亏 5753 万元(Q1 亏损 6943 万元)。客车行业目前主要看新能源客车带来的弹性, 公司 Q2 产量上升后明显改善公司业绩, 下半年随着苏州金龙强势回归(苏州 15-16 年市占率基本与大小金龙合计的份额相等), 各项经营指标加速改善。
- **大小金龙挑重任、逆势环境提份额。** 由于苏州金龙上半年几乎没有产量, 我们仅考虑大金龙、小金龙情况, 根据合格证数据, 16 年上半年、16 年全年及 17 年上半年, 大小金龙合计的市场份额分别为 5.8%、6.7% 和 7.9%, 市占率不断提升。我们认为国内客车行业两巨头将会在洗牌过程中, 依靠产品竞争力实现份额地不断提升, 中长期产品有望批量进入国际市场。
- **推荐逻辑:** 苏州金龙正式恢复补贴资质(弹性 1), 金龙汽车整体客车推荐目录数第一(前七批占比 14%), 迎接下半年客车热潮; 客车“骗补”、行业短暂下滑推动公司治理结构改善, 假设采购协同效应提升 2 个点毛利率, 即可贡献 4.3 亿元毛利润, 弹性强劲(弹性 2); 控股股东增持、PB 提供安全边际。
- **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	-11.6	26.2	22.9	15.8
PB	2.35	2.48	2.25	1.98

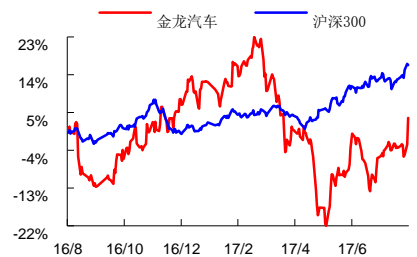
数据来源: Wind, 西南证券

### 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

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)	83.67
总资产(亿元)	218.66
每股净资产(元)	5.93

### 相关研究

1. 金龙汽车(600686): 补贴资质正式恢复, 毛利有望改善贡献弹性 (2017-08-01)
2. 金龙汽车(600686): 收到 16 年补贴, 客车现金流逐步改善 (2017-07-25)
3. 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)
4. 金龙汽车(600686): 唯一国企增持, “低估”信号强烈 (2017-06-07)

## 事件

公司发布半年度报告,实现营业收入 57.4 亿元,同比下降 48.2%,归母净利 3837 万元,同比下降 76.6%,扣非后归母净利-8132 万元,同比下降 188.78%,销售各型客车 24320 辆,同比下降 33.3%。

### 苏州金龙资质问题大幅降低公司新能源客车占比,对上半年业绩产生较大影响,下半年弹性强劲

受政策影响,新能源客车行业上半年整体表现低迷,全行业上半年生产 12281 辆,同比下降 67%。

公司主力子公司——苏州金龙新能源资质未恢复基本停产新能源客车,导致公司上半年新能源客车仅生产 972 辆(工信部合格证数据),同比下降 77%,公司整体客车销售同比下降 33.3%。

新能源客车结构占比由同期 11.7%下降至 4%,此外插电式混动占比由同期 28%上升至 51%,以及车长结构变化,公司营业收入同比下降 48.2%,单车均价由 29.6 万元/辆降至 22.3 万元/辆,毛利率由同期 14.7%下降至 13.5%。我们认为随着苏州金龙 7 月底资质恢复后,下半年将会赶上新能源客车热潮,弹性强劲。

表 1: 金龙汽车新能源客车产量数据(辆)

项目	2016 年 H1	2016 全年	2017 年 H1
新能源客车产量(合格证数据)	4269	12972	972
公司整体客车销量	36472	73387	24320
新能源客车产量占公司整体客车比例	11.7%	17.7%	4.0%

数据来源:工信部合格证数据,公司公告,西南证券整理

### 新能源客车 Q1 仅有 50 辆、Q2 快速增至 922 辆,下半年改善速度加快

一季度公司新能源客车表现低迷,仅生产 50 辆,公司 Q2 经营逐步改善,生产 922 辆,单季度收入 34.3 亿元,同比下降 31.2%,环比增长 47.8%;毛利率 15.7%,与去年同期 15.9% 基本持平,环比增加 5.4pp;归母净利 9159 万元,同比下降 15.2%,环比增加 1.4 亿元(Q1 亏损 5322 万元);扣非后归母净利亏损 1190 万元(非经常性损益 1.2 亿,主要是应收款减值转回、政府补助、理财产品、其他营业外收入等产生),同比下降 125%,环比减亏 5753 万元(Q1 亏损 6943 万元)。

客车行业目前主要看新能源客车带来的弹性,公司 Q2 产量上升后明显改善公司业绩,下半年随着苏州金龙强势回归(苏州 15-16 年市占率基本与大小金龙合计的份额相等),各项经营指标加速改善。

**表 2：金龙汽车新能源客车产量数据（辆）**

项目	2015年	2016年	YOY	2017年	YOY
1月	649	129	-80%	0	-100%
2月	397	191	-52%	0	-100%
3月	395	404	2%	50	-88%
4月	798	1444	81%	101	-93%
5月	664	755	14%	229	-70%
6月	1294	1346	4%	592	-56%
7月	1157	772	-33%	536	-31%
8月	1950	1428	-27%		
9月	2743	1398	-49%		
10月	2062	617	-70%		
11月	3159	2135	-32%		
12月	4359	2353	-46%		
合计	19627	12972	-34%	1508	

数据来源：工信部合格证数据，西南证券整理

### 大小金龙挑重任、逆势环境提份额

由于苏州金龙上半年几乎没有产量，我们仅考虑大金龙、小金龙情况，根据合格证数据，16年上半年、16年全年及17年上半年，大小金龙合计的市场份额分别为**5.8%、6.7%和7.9%**，市占率不断提升。我们认为国内客车行业两巨头将会在洗牌过程中，依靠产品竞争力实现份额地不断提升，中长期产品有望批量进入国际市场。

**表 3：大小金龙市场份额同比提升 2.1pp 至 7.9%**

		全行业	金龙整体	份额	大小金龙	份额	苏州金龙	份额
<b>2014年H1</b>		<b>3692</b>	<b>516</b>	<b>14.0%</b>	<b>124</b>	<b>3.4%</b>	<b>392</b>	<b>10.6%</b>
	8至10米	2		0.0%		0.0%		0.0%
	10米以上	3690	516	14.0%	124	3.4%	392	10.6%
<b>2015年H1</b>		<b>17483</b>	<b>4197</b>	<b>24.0%</b>	<b>2138</b>	<b>12.2%</b>	<b>2059</b>	<b>11.8%</b>
	6米以下	2	2	100.0%	2	100.0%		0.0%
	6至8米	6552	1398	21.3%	922	14.1%	476	7.3%
	8至10米	636	143	22.5%	143	22.5%		0.0%
	10米以上	10293	2654	25.8%	1071	10.4%	1583	15.4%
<b>2016年H1</b>		<b>36990</b>	<b>4269</b>	<b>11.5%</b>	<b>2153</b>	<b>5.8%</b>	<b>2116</b>	<b>5.7%</b>
	6米以下	6	6	100.0%	6	100.0%		0.0%
	6至8米	9370	855	9.1%	261	2.8%	594	6.3%
	8至10米	16918	1590	9.4%	845	5.0%	745	4.4%
	10米以上	10696	1818	17.0%	1041	9.7%	777	7.3%
<b>2017年H1</b>		<b>12281</b>	<b>972</b>	<b>7.9%</b>	<b>969</b>	<b>7.9%</b>	<b>3</b>	<b>0.0%</b>
	6米以下	23	14	60.9%	14	60.9%		0.0%

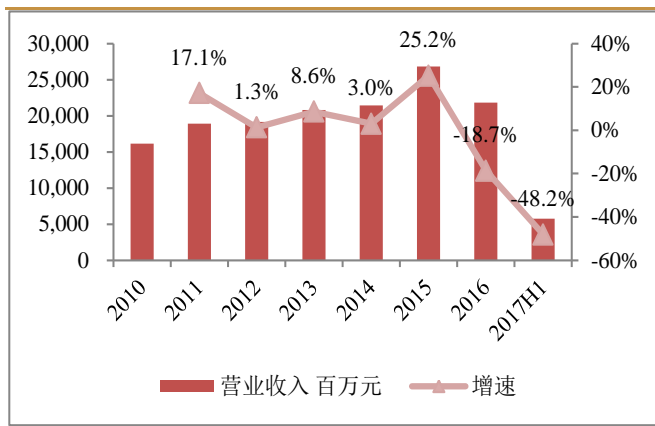
	全行业	金龙整体	份额	大小金龙	份额	苏州金龙	份额
6至8米	665	2	0.3%	2	0.3%		0.0%
8至10米	3644	134	3.7%	133	3.6%	1	0.0%
10米以上	7949	822	10.3%	820	10.3%	2	0.0%

数据来源：工信部合格证数据，西南证券整理

## 推荐逻辑

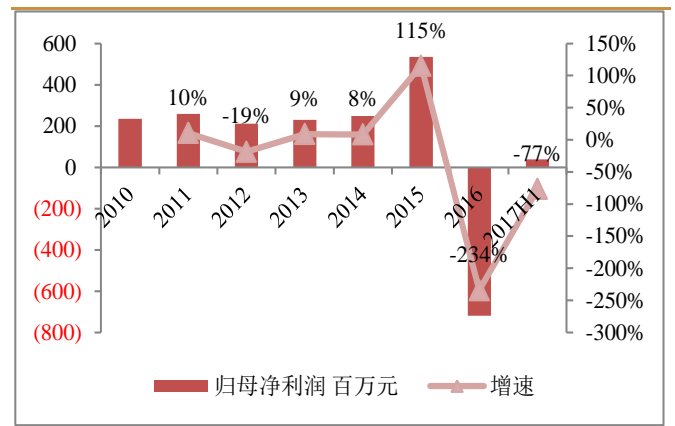
苏州金龙正式恢复补贴资质（**弹性 1**），金龙汽车整体客车推荐目录数第一（前七批占比 14%），迎接下半年客车热潮；客车“骗补”、行业短暂下滑推动公司治理结构改善，假设采购协同效应提升 2 个点毛利率，即可贡献 4.3 亿元毛利润，弹性强劲（**弹性 2**）；控股股东增持、PB 提供安全边际。

图 1：2010-2017H1 营业收入



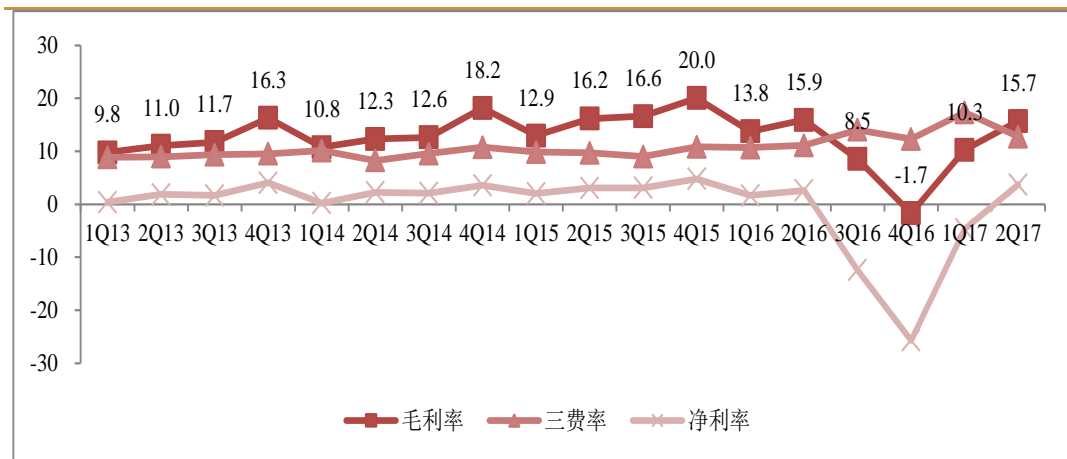
数据来源：wind，西南证券整理

图 2：2010-2017H1 归母净利润

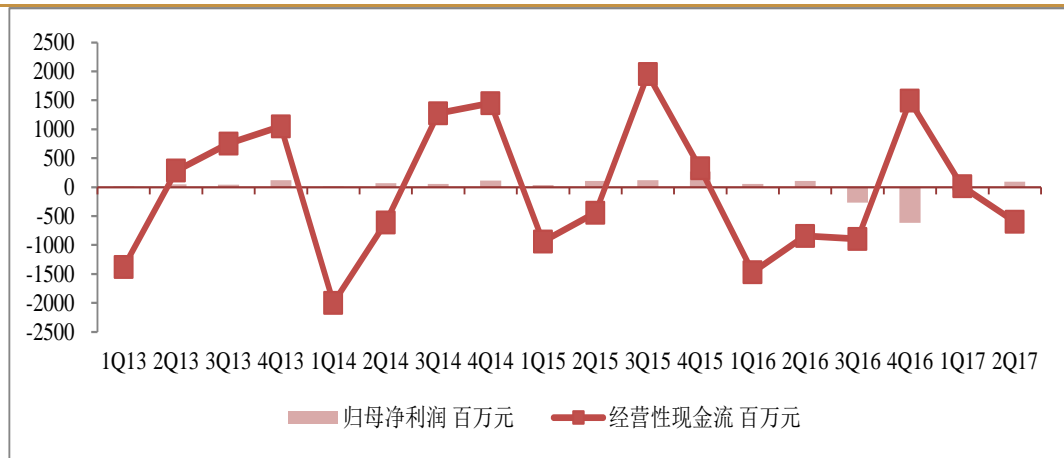


数据来源：wind，西南证券整理

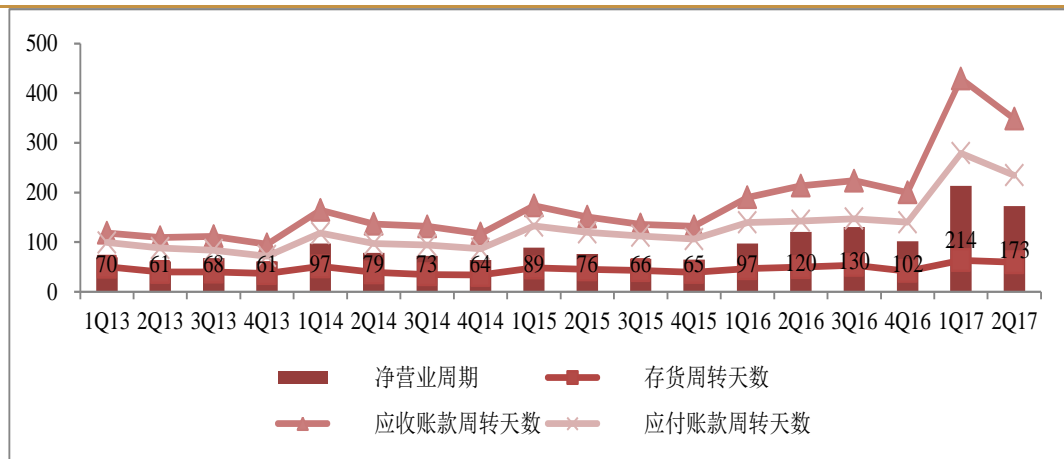
图 3：Q2 毛利率环比改善明显



数据来源：wind，西南证券整理

**图 4：经营性现金流与归母净利润**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 5：上半年公司净营业周期上升迅速，Q2 环比有所改善**


数据来源：wind，西南证券整理

## 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。

**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%
					<b>每股指标</b>				
					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	-11.64	26.18	22.90	15.75					
PB	2.35	2.48	2.25	1.98					
PS	0.38	0.45	0.46	0.45					
EV/EBITDA	-3.51	3.46	2.43	1.23					
股息率	1.16%	0.00%	0.31%	0.31%					

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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	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