

# 金龙汽车 (600686)

证券研究报告

2018年07月05日

## 6月销量维持高位 上半年大中客显著增长

### 事件

公司公告6月销量，全月客车销售5,028辆，同比减少10%。

### 点评

公司连续第四月保持5000辆以上高位。公司6月客车销售5,028辆，但新能源客车受补贴切换影响，加上去年半年度冲量（去年4、5、6月分别为3,716、4,902、5,562辆），销量同环比略有下降，同比-10%，环比-13%。结合金龙今年表现来看，6月仍然稳定，小幅负增长属于补贴政策切换、基数扰动带来的短期正常波动。

**2018上半年大中客增长显著，行业寡头化趋势加速。**根据公司公告和中汽协数据，2018上半年金龙累计销售客车2.9万辆，同比增长18%，结构变化更为显著，其中大客+31%，中客+109%，高于宇通的19%和7%；前5月大中客市占率达到22%，同比提升4个百分点，和宇通的差距由19个百分点收窄为12个百分点。同时公司前5月合格证口径的新能源客车市场份额从2017年的9%提升至17%。电动福建规划和苏州金龙资质恢复为公司带来业绩大拐点，未来“雄安模式”和“电动福建”经验有望全国复制，7月3日国务院发布的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》已明确要求2020年底前重点区域的直辖市、省会城市、计划单列市建成区公交车全部更换为新能源汽车。电动公交市场叠加海外市场输出为领军企业成长提供充足空间，行业寡头化趋势加速。

**全球最早商业化自动驾驶客车。**百度7月4日宣布L4自动驾驶级别的第100台阿波龙下线，金龙7月3日公告厦门金龙与百度日本、软银旗下专注自动驾驶的SBD签订谅解备忘录，将在2018年底或2019年初，为日本提供阿波龙无人驾驶运营，充分证明金龙汽车无人驾驶技术获得全球先发优势。

**国企改革正在实质提速，三龙整合实现突破性进展。**公司5月31日公告募集17亿元的增发预案，其中将以7.75亿元收购厦门金龙25%少数股权，由此将100%控股厦门金龙，并以此为基础进一步整合厦门金龙、苏州金龙和厦门金旅的一体化研发、采购、销售，大幅提升市场竞争力和改善公司盈利能力，对标宇通未来业绩改善空间巨大。

### 投资建议：

公司历经行业变迁和公司波折，实力储备不减，当下整合开启叠加经营底部反转，带来投资机遇。不考虑此前公告的厦门金龙25%股权收购计划，我们预计公司18-19年净利润为4.9亿、8.6亿元，同比增长2%、76%，对应当前PE 16X、9X。少数股东收益的收回将使本次增发不摊薄当期业绩，考虑公司整合和经营改善带来的业绩弹性较大，2018年迎来拐点，2019、2020年增长加速，给予公司目标价20.25元，对应18、19PE为16X、9X，维持“买入”评级。

**风险提示：**主管部门审批不确定性；整合进度不及预期；客车销量低于预期；新能源客车市场不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	21,827.96	17,736.08	22,285.62	26,876.46	30,907.92
增长率(%)	(18.66)	(18.75)	25.65	20.60	15.00
EBITDA(百万元)	(1,381.04)	1,142.37	1,112.64	1,654.69	2,103.26
净利润(百万元)	(718.59)	478.87	490.78	864.43	1,137.11
增长率(%)	(234.27)	(166.64)	2.49	76.13	31.54
EPS(元/股)	(1.18)	0.79	0.81	1.42	1.87
市盈率(P/E)	(11.02)	16.53	16.13	9.16	6.96
市净率(P/B)	2.22	1.97	1.98	1.63	1.32
市销率(P/S)	0.36	0.45	0.36	0.29	0.26
EV/EBITDA	(4.29)	5.42	4.87	2.13	1.34

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	汽车/汽车整车
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.20元
目标价格	20.25元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	606.74
流通A股股本(百万股)	606.74
A股总市值(百万元)	8,008.95
流通A股市值(百万元)	8,008.95
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	79.77
一年内最高/最低(元)	18.47/10.37

### 作者

邓学	分析师
SAC执业证书编号：S1110518010001	
dengxue@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	

### 股价走势

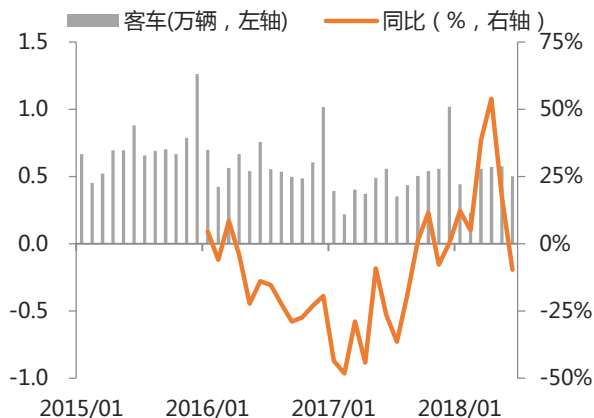


资料来源：贝格数据

### 相关报告

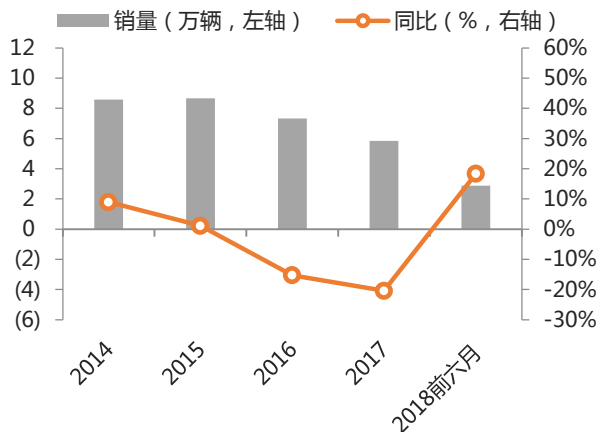
- 《金龙汽车-公司点评:5月销量继续增长 寡头趋势强化》 2018-06-05
- 《金龙汽车-公司点评:整合拉开帷幕，巨大机遇起步》 2018-06-02
- 《金龙汽车-年报点评报告:年报一季报：寡头地位强化 整合有望加速》 2018-05-02

图 1：2015-2018 前六月公司单月客车销量及增速（万辆，%）



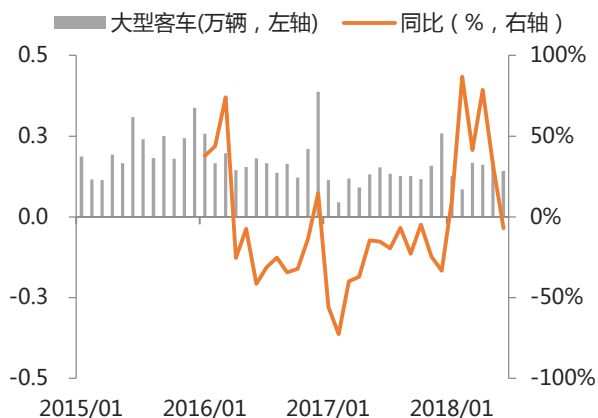
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2014-2018 前六月公司客车累计销量及增速（万辆，%）



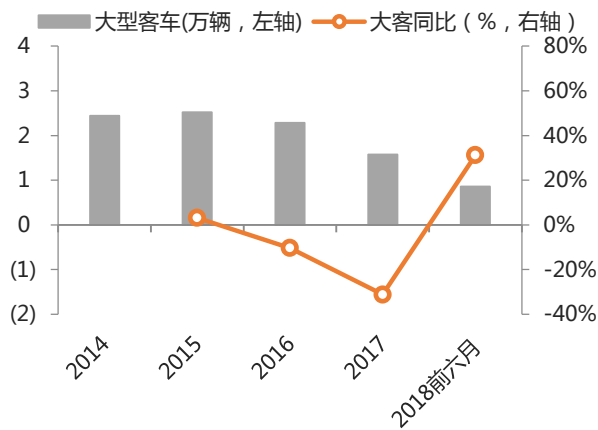
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2015-2018 前六月公司大客单月销量及增速（万辆，%）



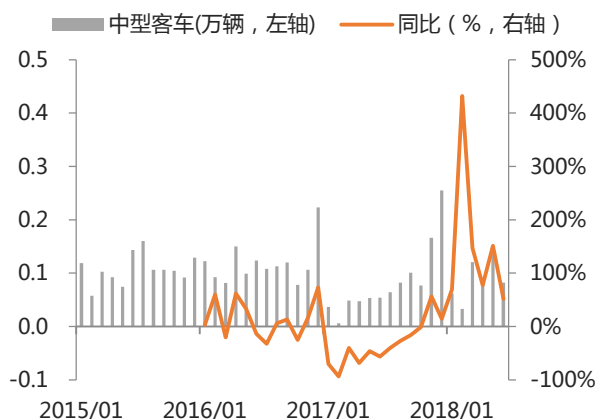
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2014-2018 前五个月公司大客累计销量及增速（万辆，%）



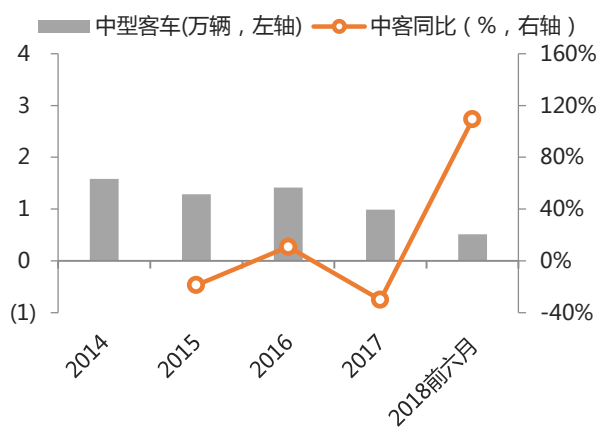
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：2015-2018 前六月公司中客单月销量及增速（万辆，%）



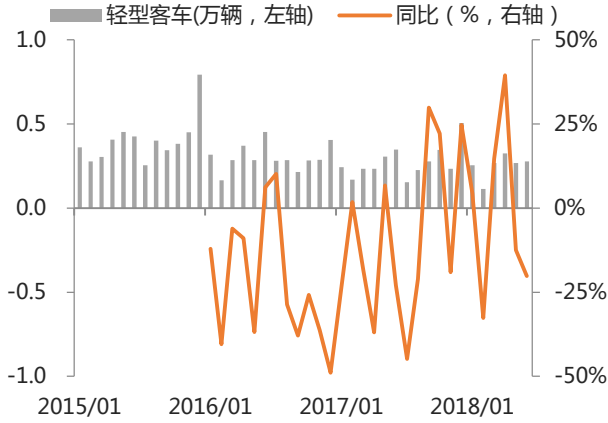
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2014-2018 前六月公司中客累计销量及增速（万辆，%）



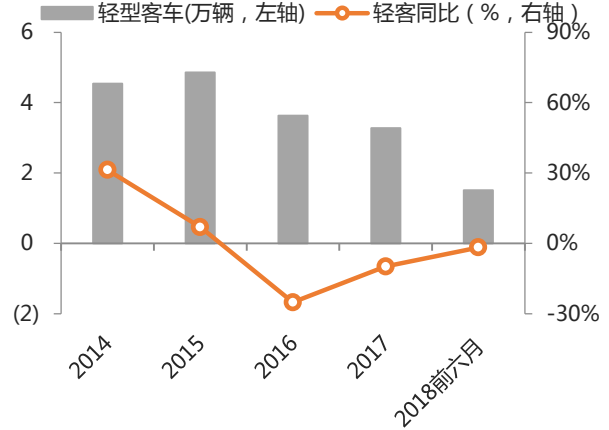
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2015-2018 前六月公司轻客单月销量及增速（万辆，%）



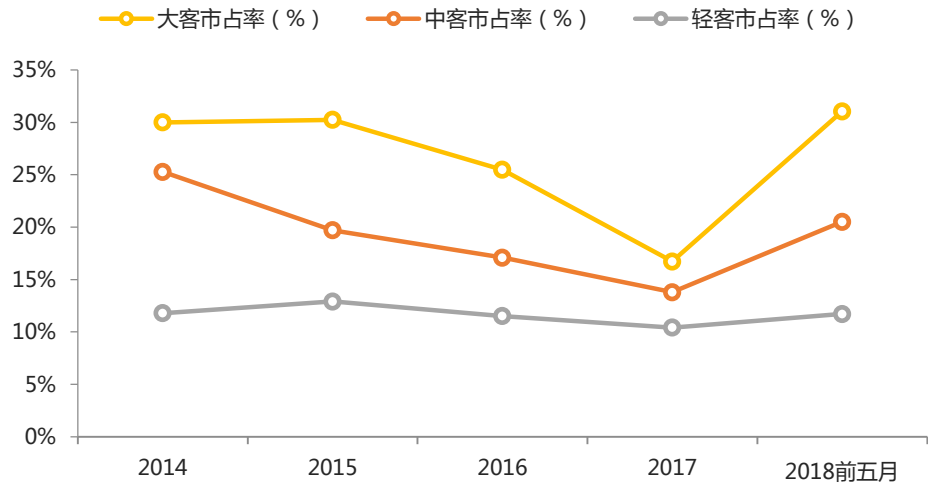
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2014-2018 前六月公司轻客累计销量及增速（万辆，%）



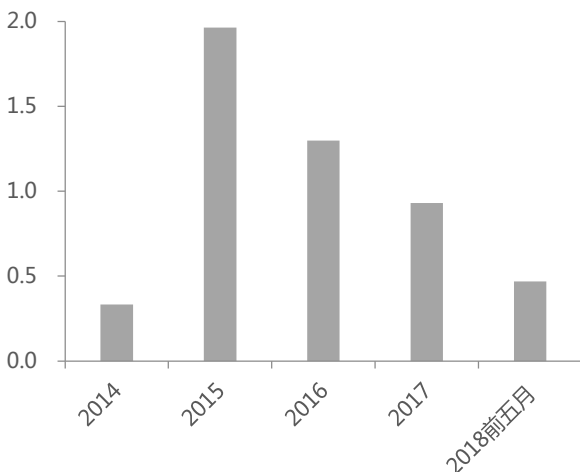
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2014-2018 前五月中大型轻客车市占率（%）



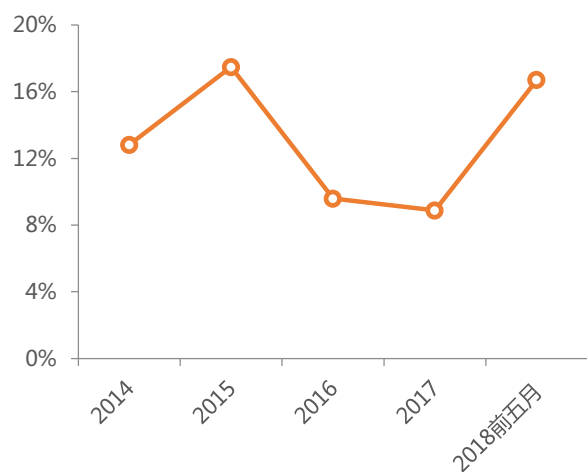
资料来源：公司公告，中汽协，天风证券研究所

图 10：2014-2018 前五月公司新能源客车产量（万辆，合格证口径）



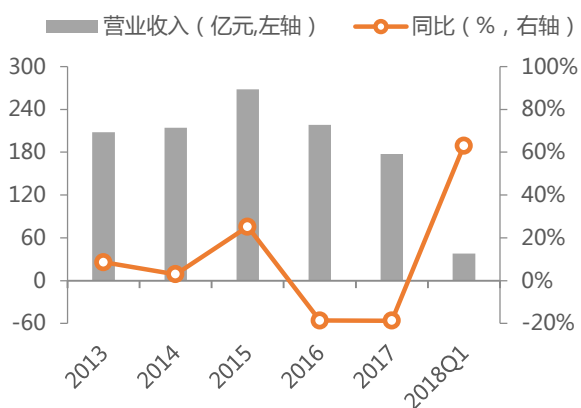
资料来源：节能与新能源网，天风证券研究所

图 11：2014-2018 前五月公司新能源客车市场份额（%，合格证口径）



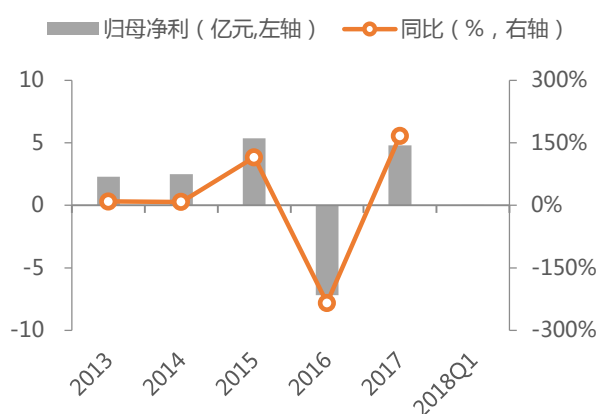
资料来源：节能与新能源网，天风证券研究所

图 12：2013-2018Q1 公司营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

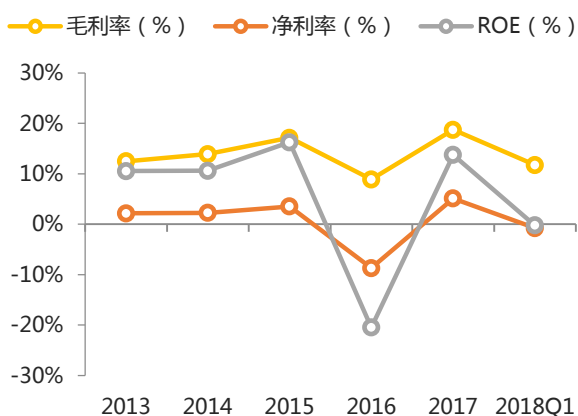
图 13：2013-2018Q1 公司归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

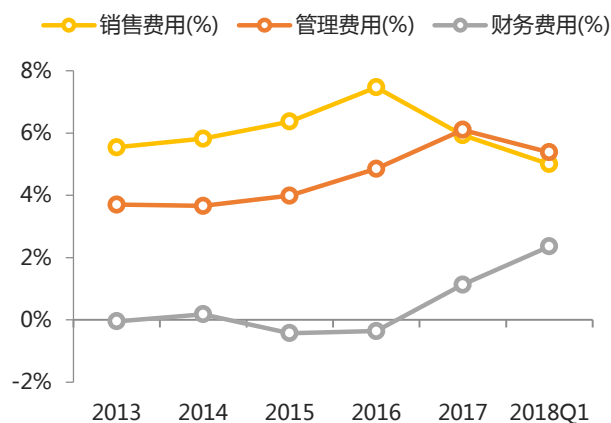
注：2018Q1 公司归母净利润 38 万元，同比扭亏为盈

图 14：2013-2018Q1 公司盈利能力 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2013-2018Q1 公司费用率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,202.42	5,362.73	8,022.82	10,481.82	12,054.09
应收账款	12,620.57	12,950.75	14,287.23	15,575.50	17,049.53
预付账款	142.35	74.92	235.54	134.01	288.40
存货	1,435.55	1,252.19	2,887.25	2,040.10	3,592.01
其他	2,778.59	2,352.05	2,031.88	2,882.27	2,376.31
<b>流动资产合计</b>	<b>22,179.48</b>	<b>21,992.65</b>	<b>27,464.72</b>	<b>31,113.70</b>	<b>35,360.33</b>
长期股权投资	150.32	147.89	147.89	147.89	147.89
固定资产	1,846.37	1,819.63	1,631.46	1,439.54	1,239.40
在建工程	74.33	52.30	67.38	70.43	66.26
无形资产	285.23	282.98	269.11	255.25	241.39
其他	654.19	804.45	698.91	707.12	707.84
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,010.44</b>	<b>3,107.24</b>	<b>2,814.76</b>	<b>2,620.23</b>	<b>2,402.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>25,189.92</b>	<b>25,099.89</b>	<b>30,279.47</b>	<b>33,733.93</b>	<b>37,763.11</b>
短期借款	1,024.89	1,783.45	2,972.09	2,961.36	3,113.23
应付账款	8,375.00	7,975.40	9,099.80	9,870.50	10,264.30
其他	8,735.28	6,994.36	9,479.64	10,703.74	12,294.78
<b>流动负债合计</b>	<b>18,135.17</b>	<b>16,753.21</b>	<b>21,551.54</b>	<b>23,535.60</b>	<b>25,672.31</b>
长期借款	598.58	942.98	1,251.33	1,162.66	1,163.73
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,008.99	2,104.54	1,879.26	1,997.60	1,993.80
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,607.57</b>	<b>3,047.52</b>	<b>3,130.58</b>	<b>3,160.25</b>	<b>3,157.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>20,742.74</b>	<b>19,800.72</b>	<b>24,682.12</b>	<b>26,695.85</b>	<b>28,829.84</b>
少数股东权益	879.26	1,271.94	1,599.13	2,175.41	2,933.49
股本	606.74	606.74	606.74	606.74	606.74
资本公积	1,130.23	1,130.79	1,130.79	1,130.79	1,130.79
留存收益	2,447.19	2,900.71	3,391.49	4,255.92	5,393.04
其他	(616.23)	(611.01)	(1,130.79)	(1,130.79)	(1,130.79)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,447.19</b>	<b>5,299.17</b>	<b>5,597.36</b>	<b>7,038.08</b>	<b>8,933.27</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>25,189.92</b>	<b>25,099.89</b>	<b>30,279.47</b>	<b>33,733.93</b>	<b>37,763.11</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	(1,894.40)	905.29	490.78	864.43	1,137.11
折旧摊销	287.65	254.30	246.95	252.73	258.18
财务费用	19.41	224.10	152.43	101.20	100.15
投资损失	(52.46)	(120.42)	(130.00)	(140.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,141.47)	(1,940.64)	730.96	803.41	(646.57)
其它	2,064.62	(13.27)	326.28	576.69	758.11
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1,716.65)</b>	<b>(690.64)</b>	<b>1,817.40</b>	<b>2,458.47</b>	<b>1,456.98</b>
资本支出	(145.57)	90.63	285.28	(68.34)	43.80
长期投资	1.56	(2.42)	0.00	0.00	0.00
其他	(923.57)	585.26	(213.47)	157.53	66.13
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,067.58)</b>	<b>673.46</b>	<b>71.82</b>	<b>89.20</b>	<b>109.93</b>
债权融资	2,212.47	3,107.78	4,548.20	4,555.74	4,656.25
股权融资	635.25	(136.54)	(612.21)	(36.20)	(30.15)
其他	(335.94)	(2,619.43)	(3,165.11)	(4,608.20)	(4,620.74)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,511.78</b>	<b>351.81</b>	<b>770.88</b>	<b>(88.67)</b>	<b>5.36</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(272.45)</b>	<b>334.63</b>	<b>2,660.09</b>	<b>2,459.00</b>	<b>1,572.27</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>21,827.96</b>	<b>17,736.08</b>	<b>22,285.62</b>	<b>26,876.46</b>	<b>30,907.92</b>
营业成本	19,884.95	14,411.52	18,627.49	22,173.08	25,344.50
营业税金及附加	120.94	130.08	163.45	197.12	226.69
营业费用	1,631.28	1,051.22	1,247.99	1,424.45	1,545.40
管理费用	1,058.75	1,082.42	1,360.08	1,640.26	1,886.30
财务费用	(79.20)	200.22	152.43	101.20	100.15
资产减值损失	850.31	279.32	150.00	180.00	210.00
公允价值变动收益	16.05	0.61	(0.91)	0.40	0.04
投资净收益	52.46	120.42	130.00	140.00	150.00
其他	(137.02)	(360.92)	(258.18)	(280.80)	(300.07)
<b>营业利润</b>	<b>(1,570.56)</b>	<b>821.18</b>	<b>713.27</b>	<b>1,300.75</b>	<b>1,744.94</b>
营业外收入	192.45	20.24	180.00	280.00	350.00
营业外支出	381.61	(64.74)	50.00	80.00	100.00
<b>利润总额</b>	<b>(1,759.72)</b>	<b>906.16</b>	<b>843.27</b>	<b>1,500.75</b>	<b>1,994.94</b>
所得税	134.68	0.88	25.30	60.03	99.75
<b>净利润</b>	<b>(1,894.40)</b>	<b>905.29</b>	<b>817.97</b>	<b>1,440.72</b>	<b>1,895.19</b>
少数股东损益	(1,175.81)	426.42	327.19	576.29	758.08
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(718.59)</b>	<b>478.87</b>	<b>490.78</b>	<b>864.43</b>	<b>1,137.11</b>
每股收益(元)	(1.18)	0.79	0.81	1.42	1.87

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-18.66%	-18.75%	25.65%	20.60%	15.00%
营业利润	-235.61%	-152.29%	-13.14%	82.36%	34.15%
归属于母公司净利润	-234.27%	-166.64%	2.49%	76.13%	31.54%
<b>获利能力</b>					
毛利率	8.90%	18.74%	16.41%	17.50%	18.00%
净利率	-3.29%	2.70%	2.20%	3.22%	3.68%
ROE	-20.14%	11.89%	12.28%	17.78%	18.95%
ROIC	1331.32%	116.88%	36.37%	90.09%	369.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	82.35%	78.89%	81.51%	79.14%	76.34%
净负债率	282.65%	251.51%	202.42%	172.08%	130.50%
流动比率	1.22	1.31	1.27	1.32	1.38
速动比率	1.14	1.24	1.14	1.24	1.24
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	1.78	1.39	1.64	1.80	1.89
存货周转率	9.53	13.20	10.77	10.91	10.98
总资产周转率	0.86	0.71	0.80	0.84	0.86
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.18	0.79	0.81	1.42	1.87
每股经营现金流	-2.83	-1.14	3.00	4.05	2.40
每股净资产	5.88	6.64	6.59	8.01	9.89
<b>估值比率</b>					
市盈率	-11.02	16.53	16.13	9.16	6.96
市净率	2.22	1.97	1.98	1.63	1.32
EV/EBITDA	-4.29	5.42	4.87	2.13	1.34
EV/EBIT	-3.59	6.86	6.25	2.52	1.53

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com