

## 上半年业绩符合预期,关注苏州金龙下半年产能提升情况

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2018 年半年报, 实现营业收入 90.3 亿元, 同比增长 57.2%; 实现归母净利润 0.8 亿元, 同比增长 106.4%; 销售毛利率 12.6%, 相比 17 年同期下降约 1 个百分点。
- **公司收入增长动力来自大中客产品销量的提升。** 公司 2018 年上半年各类客车合计销量 2.88 万台, 同比增长 18.4%, 显著领先客车行业 5.4% 的整体增速。其中除 6 月份月度销量同比有一定下滑以外, 其余 5 个月均保持了较高的增速。中客销量占比较去年同期提高约 8 个百分点至 17.9%, 大客销量占比提高约 3 个百分点至 29.4%。受益于新能源补贴新政带动的抢装行情以及“电动福建”的不断推进, 公司上半年大中型新能源客车销售 5860 台, 同比大增约 550%。同时尽管补贴退坡对客车市场需求有所削弱, “电动福建”、“电动江苏”等项目确定性较强, 财政拨款的公交订单受价格和补贴波动的弹性相对较小, 新能源客车的增量有望支撑公司 2018 年全年客车整体销售的正增长。
- **智能驾驶产品“阿波龙”牵手科技巨头百度、软银, 探索在日本构建以阿波龙为核心产品的无人驾驶运营平台。** 目前公司产品已经可以进行批量化生产, 取得了测试牌照, 进入样车测试和销售洽谈阶段。200 台小批量试产的搭载百度无人驾驶系统的产品, 在厦门封闭产业园区内进行实用化的道路测试, 手机 app 自动叫车测试。尽管公共道路上相关的限制法规还未放开, 产品短期内受制于性价比难以形成规模收益, 但是“阿波龙”为公司传统客车制造的外延拓展提供了可触达的应用场景, 有利于公司抢占智能驾驶时代的高地。
- **“三龙”合并取得实质化进展, 公司 7 月 23 日完成受让金龙联合 25% 的少数股东权益。** 少数股东权益占比的减少或将大幅提升公司的盈利能力。2018 年上半年公司少数股东权益比例为 20.5%, 影响额 0.2 亿元。2017 年公司少数股东权益比例为 47.1%, 影响额 4.3 亿元。造成差异的原因为苏州金龙业务影响, 其在 2017 年上半年受新能源车型推荐目录和补贴资质尚未恢复的影响, 亏损 0.4 亿元, 而下半年恢复财政补助资格实现净利润 7.7 亿元。我们预期伴随苏州金龙新能源生产销售逐渐恢复, 2018 年下半年或迎来新一轮产品的集中招标采购。少数股东权益比例或降低至 33% 的水平。
- **盈利预测与投资建议。** 由于少数股东权益比例的降低, 或将明显增厚公司业绩, 我们上调盈利预测, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.64 元(0.36 元)、1 元(0.62 元)、1.4 元(1.35 元), 对应 PE 分别为 19 倍、12 倍和 9 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汇率或大幅波动的风险, 新能源公交客车订单或不及预期。

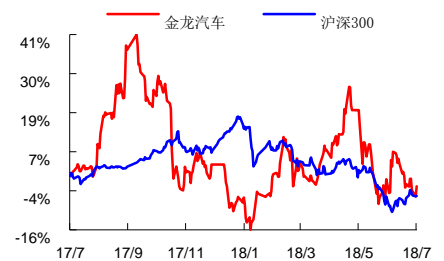
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17736.08	19562.42	22317.10	21107.92
增长率	-18.75%	10.30%	14.08%	-5.42%
归属母公司净利润(百万元)	478.87	388.46	603.88	849.99
增长率	-33.36%	-18.88%	55.46%	40.76%
每股收益 EPS(元)	0.79	0.64	1.00	1.40
净资产收益率 ROE	17.08%	10.87%	14.48%	16.96%
PE	15.4	18.9	12.2	8.7
PB	1.83	1.89	1.64	1.38

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 石川  
执业证号: S1250518070001  
电话: 023-67898871  
邮箱: sc@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)	6.07
52 周内股价区间(元)	10.61-17.84
总市值(亿元)	73.60
总资产(亿元)	268.05
每股净资产(元)	6.62

### 相关研究

1. 金龙汽车(600686): 17 年业绩受“干扰”, 18Q1 销量成绩骄人 (2018-05-01)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	17736.08	19562.42	22317.10	21107.92	净利润	905.29	583.01	906.31	1275.69
营业成本	14411.52	16214.12	18252.84	16752.74	折旧与摊销	254.30	360.11	391.14	422.91
营业税金及附加	130.08	126.56	147.36	141.01	财务费用	200.22	223.53	221.55	157.96
销售费用	1051.22	1173.74	1339.03	1266.48	资产减值损失	279.32	200.00	300.00	350.00
管理费用	1082.42	1075.93	1115.86	1055.40	经营营运资本变动	-1636.37	2842.06	530.12	-53.87
财务费用	200.22	223.53	221.55	157.96	其他	-693.40	1925.76	-824.59	-1186.04
资产减值损失	279.32	200.00	300.00	350.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-690.64	6134.47	1524.54	966.64
投资收益	120.42	81.66	85.21	88.87	资本支出	15.29	-1000.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.61	0.00	0.00	0.00	其他	658.17	31.66	35.21	38.87
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>	673.46	-968.34	-164.79	-161.13
<b>营业利润</b>	821.18	630.19	1025.69	1473.22	短期借款	758.56	-583.45	0.00	-500.00
其他非经营损益	84.98	63.87	53.26	45.46	长期借款	344.40	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	906.16	694.05	1078.94	1518.67	股权融资	0.56	0.00	0.00	0.00
所得税	0.88	111.05	172.63	242.99	支付股利	0.00	0.00	-11.74	-9.13
净利润	905.29	583.01	906.31	1275.69	其他	-751.72	-424.67	-21.55	42.04
少数股东损益	426.42	194.55	302.44	425.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	351.81	-1008.13	-33.29	-467.08
归属母公司股东净利润	478.87	388.46	603.88	849.99	<b>现金流量净额</b>	258.19	4158.01	1326.45	338.42
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5362.73	9520.74	10847.19	11185.61	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	13783.25	10495.89	12072.32	11637.10	销售收入增长率	-18.75%	10.30%	14.08%	-5.42%
存货	1252.19	1600.00	1834.95	1662.07	营业利润增长率	-47.71%	-23.26%	62.76%	43.63%
其他流动资产	1594.47	980.23	1117.97	1057.51	净利润增长率	-52.21%	-35.60%	55.46%	40.76%
长期股权投资	147.89	147.89	147.89	147.89	EBITDA 增长率	-6.34%	-4.85%	34.98%	25.37%
投资性房地产	78.62	78.62	78.62	78.62	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1871.92	2560.78	2418.60	2244.66	毛利率	18.74%	17.12%	18.21%	20.63%
无形资产和开发支出	354.28	312.13	269.98	227.83	三费率	13.16%	12.64%	11.99%	11.75%
其他非流动资产	654.52	697.70	740.89	784.07	净利率	5.10%	2.98%	4.06%	6.04%
<b>资产总计</b>	25099.89	26393.99	29528.41	29025.38	ROE	17.08%	10.87%	14.48%	16.96%
短期借款	1783.45	1200.00	1200.00	700.00	ROA	3.61%	2.21%	3.07%	4.40%
应付和预收款项	13604.23	15273.38	17211.30	15816.71	ROIC	44.34%	106.43%	-59.07%	-76.65%
长期借款	942.98	942.98	942.98	942.98	EBITDA/销售收入	7.19%	6.20%	7.34%	9.73%
其他负债	3470.07	3615.25	3917.18	4042.18	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	19800.72	21031.60	23271.45	21501.86	总资产周转率	0.71	0.76	0.80	0.72
股本	606.74	606.74	606.74	606.74	固定资产周转率	9.68	10.74	11.83	10.93
资本公积	1130.79	1130.79	1130.79	1130.79	应收账款周转率	1.41	1.60	1.82	1.74
留存收益	1769.91	2158.37	2750.50	3591.37	存货周转率	8.35	9.19	9.19	8.31
归属母公司股东权益	4027.23	3895.90	4488.04	5328.90	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.85%	—	—	—
少数股东权益	1271.94	1466.49	1768.92	2194.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	5299.17	5362.39	6256.96	7523.52	资产负债率	78.89%	79.68%	78.81%	74.08%
负债和股东权益合计	25099.89	26393.99	29528.41	29025.38	带息债务/总负债	13.77%	10.19%	9.21%	7.64%
					流动比率	1.31	1.27	1.31	1.43
					速动比率	1.24	1.18	1.21	1.34
					股利支付率	0.00%	0.00%	1.94%	1.07%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.79	0.64	1.00	1.40
					每股净资产	6.64	6.42	7.40	8.78
					每股经营现金	-1.14	10.11	2.51	1.59
					每股股利	0.00	0.00	0.02	0.02
业绩和估值指标									
EBITDA	1275.70	1213.83	1638.38	2054.08					
PE	15.37	18.95	12.19	8.66					
PB	1.83	1.89	1.64	1.38					
PS	0.41	0.38	0.33	0.35					
EV/EBITDA	3.36	-0.32	-1.08	-1.29					
股息率	0.00%	0.00%	0.16%	0.12%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn