

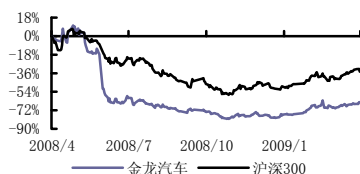
消费品及服务 - 汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 4 月 11 日

市场数据	2009 年 4 月 10 日
当前价格 (元)	8.15
52 周价格区间 (元)	4.45-25.00
总市值 (百万)	3607.17
流通市值 (百万)	3603.45
总股本 (百万股)	442.60
流通股 (百万股)	442.14
日均成交额 (百万)	83.94
近一月换手 (%)	109.10%
第一大股东	福建省汽车工业集团有限公司
公司网址	http://www.xmklm.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金龙汽车	16.43%	51.21%	-64.22%
沪深 300	15.83%	35.30%	-30.87%

冉飞

+86 755 83199599ext8267
ranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人,冉飞,在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外,本人薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

主营下滑,计提压低业绩

—金龙汽车 (600686) 2008 年年报点评

评级: 中性

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	12,389.7	11,150.7	12,823.3	13,849.2
净利润 (百万元)	196.53	184.12	222.75	261.13
每股收益 (元)	0.44	0.42	0.50	0.59
净利润增长率 (%)	-27.99%	-6.31%	20.98%	17.23%
市盈率	18.35	19.59	16.19	13.81
EV/EBITDA	6.93	5.42	4.57	4.01

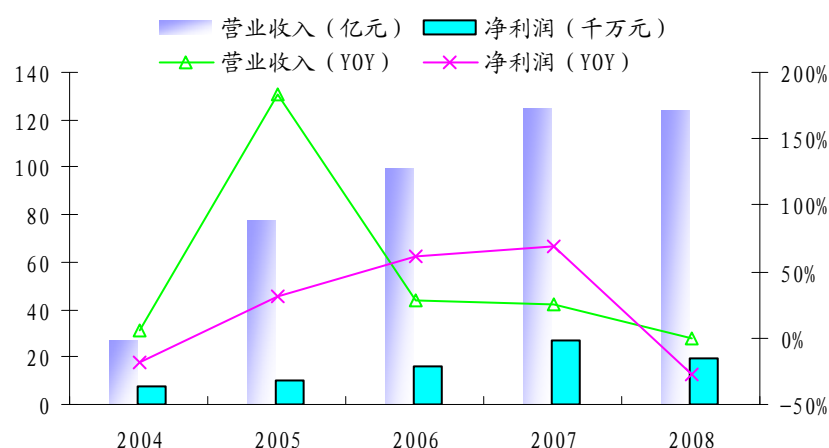
资料来源: 公司年报、世纪证券研究所

- 2008 年公司实现营业收入 123.9 亿元, 同比微减-0.42%; 归属于母公司净利润 1.97 亿元, 同比下降 27.99%, 扣除非经常性损益后同比下降 50.69%; 实现每股收益 0.44 元。
- 下半年公司业务受宏观形势影响快速转冷, 4 季度仅基本盈亏平衡。全年轻客销量同比下滑-34.6%; 大中客也表现平平, 增速均落后于行业水平。
- 综合毛利率为 10.8%, 同比下降 2.26 个百分点, 主要由于前 3 季度原材料成本上涨所致。预计 2009 年毛利率将回升近 2 个百分点。
- 期间费用率为 7.7%, 同比略降 0.15 个百分点, 主要由于营业费用下降, 但资金压力有所趋紧。另外公司年底计提资产减值损失共 0.83 亿元, 同比增加 96.92%, 进一步压低了业绩。
- 2008 年公司公交车销量增长 25.29%, 但客运、旅游、出口市场需均向淡, 我们认为尽管公司 2009 年在公交车市场销售仍有望实现小幅增长, 但其他下游需求持续低迷, 经营形势仍难有明显起色。在当前政策和行业背景下, “三龙” 内部整合是当务之急。
- 预测公司 2009 年~2011 年每股收益分别为 0.42 元、0.50 元、0.59 元, 对应目前 PE 分别为 20、16、14 倍, 给予 “中性” 评级。

大中客差强人意，轻客下滑较快

2008 年公司实现营业收入 123.9 亿元，同比微减-0.42%；归属于母公司净利润 1.97 亿元，同比下降 27.99%，公司年内获得土地拆迁补偿收入 0.69 亿元，扣除非经常性损益后归属于母公司净利润同比下降达 0.69%；实现每股收益 0.44 元。

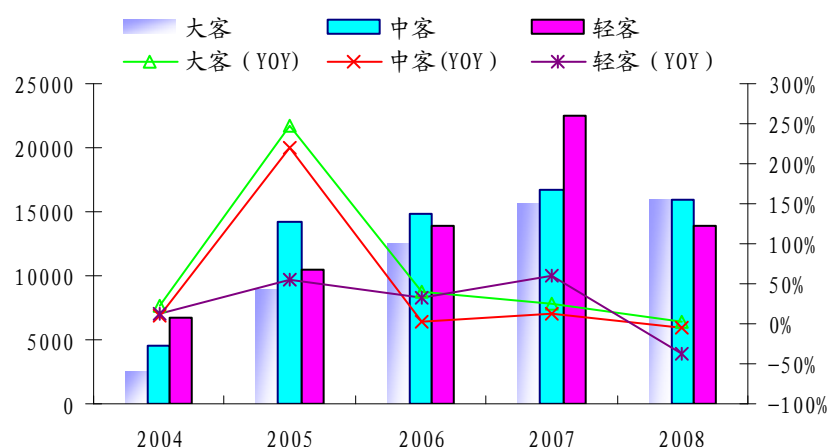
Figure 1 近五年公司实现营业收入、净利润情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

公司共销售客车整车 45755 辆，同比下滑 14.7%。其中大客增长 1.4%，中、轻客分别同比下滑-4.3%、-34.6%，增速均落后于行业水平。

Figure2 公司近五年客车销量走势



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

受金融危机、排放升级等综合因素影响，公司下半年经营乏力，整体明显弱于行业另一寡头宇通客车，其中 4 季度仅基本盈亏平衡。“三龙”里的小金龙（厦门金旅）业务全面下滑，占比重较高的轻客出口大量减少；大金龙（金龙联合）和苏州金龙也表现平平。

Figure3 2008 年“三龙”表现逊于“一通”

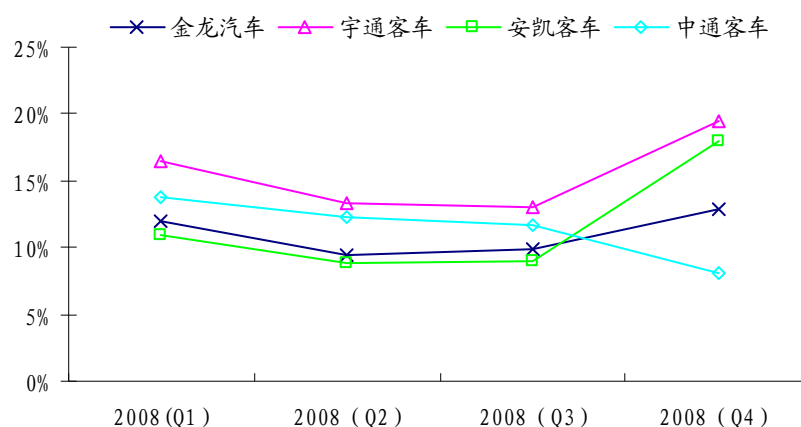
	大客	同比	中客	同比	轻客	同比	客车销量	同比
大金龙	6734	16.08%	4857	-16.36%	1555	82.94%	13146	5.50%
小金龙	3527	-22.33%	3165	-7.51%	9526	-44.61%	16128	-35.54%
苏州金龙	5609	5.65%	7913	6.52%	2869	-12.45%	16391	2.35%
三龙合计	15870	1.40%	15935	-4.30%	13950	-34.30%	45755	-14.70%
宇通	11885	9.69%	12369	-4.19%	3302	85.82%	27556	7.97%

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

成本上涨侵蚀毛利

综合毛利率为 10.8%，同比下降 2.26 个百分点，主要由于前 3 季度原材料成本上涨。4 季度已回升至 12.86%，接近 2007 年水平。

Figure4 2008 年部分客车类公司单季毛利率比较



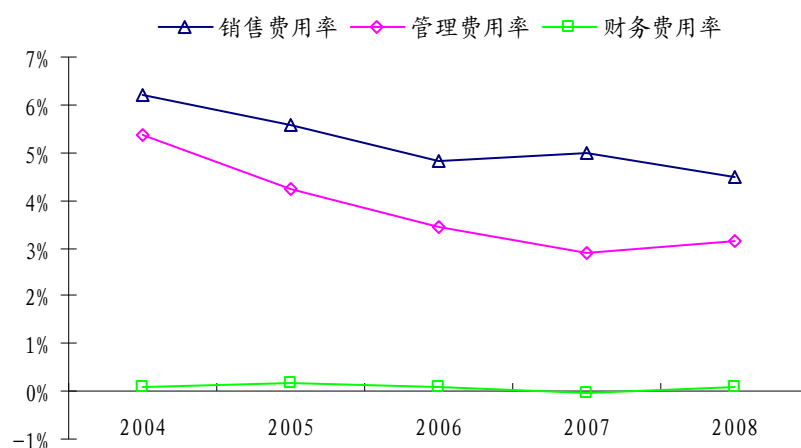
数据来源：公司年报、世纪证券研究所

2009 年成本压力将明显改善，我们预计公司毛利率回升近 2 个百分点。另外，相对宇通、安凯等大中客类上市公司，轻客占金龙汽车产品份额较大，毛利率在行业回暖时具有更好的弹性，

期间费用小幅下降

期间费用率为 7.7%，同比微降 0.15 个百分点，主要由于营业费用同比下降 0.51 个百分点。公司的费用控制情况依旧良好，不过年末短期借款增加了 0.95 亿，另外子公司大金龙长期借款增加 2 亿，同时由于存货和应收账款增长较快，导致 2008 年经营性现金流为 -1.46 亿，同比 2007 年减少 4.96 亿，公司资金压力有所趋紧。我们预计 2009 年期间费用率上升 0.4 个百分点。

Figure5 公司近五年期间费用率情况



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

另外公司年底共计提资产减值损失共 0.83 亿元，同比增加 96.92%。进一步压低业绩。其中坏账损失达 0.45 亿，新增 0.27 亿元，主要是对单独减值测试的回款风险较高应收款项计提了较大的坏账准备；存货跌价损失新增 1.3 亿元。

09 年难有起色，“三龙”亟待整合

2008 年公司公交车销量增长 25.29%，但客运、旅游、出口市场需求均向淡，我们认为尽管公司 2009 年在公交车市场销售仍有望实现小幅增长，但其他下游需求持续低迷，经营形势仍难有明显起色。

基于“三龙”特别的股权结构，公司内部整合一直是市场关注的焦点。金龙汽车作为客车类上市公司龙头，在行业低迷时期“三龙”独立经营的弊端愈渐明显。我们认为在当前政策和行业背景下，通过内部整合改善公司治理，提升上市公司形象和经营业绩，实为当务之急。

盈利预测

预测公司 2009 年~2011 年每股收益为 0.42 元、0.50 元、0.59 元，对应目前 PE 分别为 20、16、14 倍，给予“中性”评级。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.