

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

金龙汽车 (600066)

中性 (维持)

大金龙一枝独秀

2010年4月28日	余 兵 汽车行业高级研究员	S1060207120088	021-6207896	yubing006@pingan.com.cn
	王德安 汽车行业研究员	S1060209080153	021-6207870	Wangdean002@pingan.com.cn

事项

金龙汽车披露 2009 年报：实现营业收入 117.71 亿元，同比下滑 4.99%；净利润 1.51 亿元，下滑 23.36%。每股收益 0.34 元，每股净资产 3.41 元。利润分配预案为：每 10 股派送现金 0.5 元（含税）。

同日公司还披露 2010 年一季报：实现营业收入 30.72 亿元，同比增长 67.79%；净利润 3777 万元，增长 611%。每股收益 0.09 元，每股净资产 3.49 元。

主要观点

1、2009年轻客表现相对较好。2009年公司销售客车46024辆，同比增长0.59%，销量增幅与行业平均水平相当，市场占有率保持稳定。其中轻客表现较好，主要是2009年公司抓住国家实施“汽车下乡”政策的有利时机，积极调整产品结构，销售轻客16887辆，同比上升21.1%。由于产品结构的变化，2009年销售均价下滑1.5万元，收入增幅低于同期销量增速。

图表1 金龙汽车近年销量与均价

单位：辆、万元

销量	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
大型客车	8721	12473	15651	15870	14617
中型客车	14102	14606	16658	15935	14520
轻型客车	10200	13827	21325	13950	16887
销量合计	33023	40906	53634	45755	46024
总收入	771715	993605	1244166	1238973	1177107
均价	23.37	24.29	23.20	27.08	25.58

资料来源：平安证券研究所

2、出口拖累产销增长。2009年公司共出口客车6101辆，同比下降40.8%；出口额18.62亿元，同比下降31.3%。全年出口额占公司总销售收入15.8%，同比下降6.1个百分点。

3、大金龙业务拓展成效显著。大金龙的增长主要得益于该公司业务范围的延伸，即在稳定大中型客车传统市场的基础上，新增了轻型客车业务。2009年大金龙获准生产海狮产品目录后，加大力度开拓轻客市场，全年销售海狮4062 辆，对扭转公司整体销量下滑贡献明显。2009年该公司完成销售收入43.72亿元，同比下降5.9%；实现净利润1.09亿元，同比增长47.23%。

2010年一季度大金龙继续保持较快增长，带动了金龙汽车整体产销规模和市场占有率的提升。一季度该公司轻客销量1904辆，占其总销量的43%，同比增长约4.7倍。

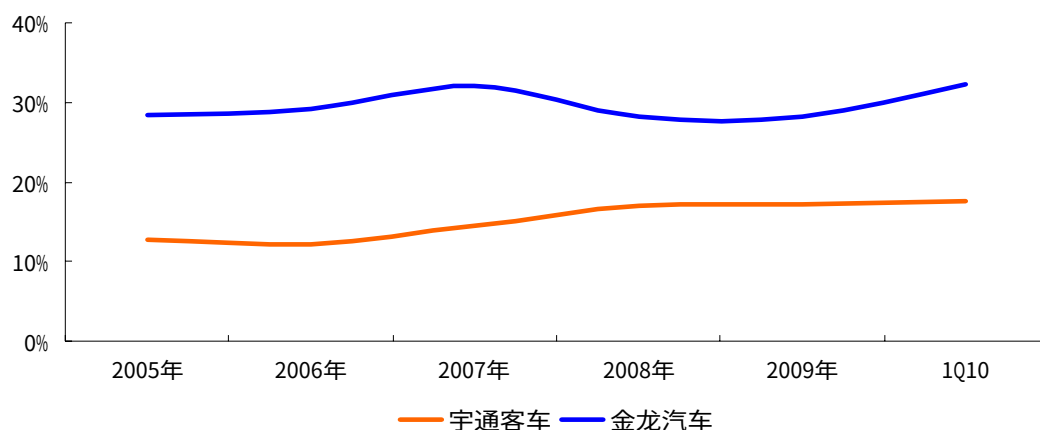
图表2 主要客车企业销量

单位：辆

	2008年	2009年	增长幅度	1Q09	1Q10	增长幅度
全行业	162298	163618	0.80%	23495	39828	69.52%
宇通客车	27556	28186	2.30%	3796	7014	84.77%
金龙系合计	45848	46023	0.40%	6998	12817	83.15%
其中：厦门金旅	16218	15557	-4.10%	2611	4246	62.62%
苏州金龙	16421	15122	-7.90%	2431	4185	72.15%
金龙联合	13209	15344	16.20%	1956	4386	124.23%
金龙系占有率	28.25%	28.13%	-0.12%	29.79%	32.18%	2.40%

资料来源：中国客车统计信息网

图表3 近年主要客车企业市场占有率



资料来源：中国客车统计信息网

4、交叉经营模式有利有弊。目前三条金龙业务互有重叠，都推出了大、中、轻型全系列客车。从积极的角度看，可以最大程度的覆盖市场；从谨慎的角度看，目前客车市场发展空间有限，三条金龙经营独立性强，三家企业在交叉经营的过程中必然要相互间抢夺市场，市场份额此消彼长，金龙汽车整体产销规模和市场占有率提升不明显。因此，这种交叉经营模式的效果有待观察。

5、扣除非经常性损益后净利润略有增长。2009年毛利率提高1.88个百分点达12.69%，主要是因成本的改善。报告期净利润比2008年减少23.36%，主要是非经常性损益比上年减少5688.5万元，扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润比上年增加8.69%。

图表4 金龙汽车单季度经营业绩

单位：万元

金额	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	同比增长	环比增长	1Q10	同比增长	环比增长
营业收入	183102	272403	340523	381079	143.4%	11.9%	307225	67.8%	-19.4%
营业成本	164222	240883	300931	321721	139.0%	6.9%	271551	65.4%	-15.6%
销售费用	10086	13543	16978	18026	117.6%	6.2%	15069	49.4%	-16.4%
管理费用	7713	8332	10755	13153	110.1%	22.3%	9693	25.7%	-26.3%
财务费用	897	-417	469	-475			259	-71.1%	-154.6%
净利润	-739	3715	4751	7335		54.4%	3777		-48.5%
EPS	-0.017	0.084	0.107	0.166			0.085		-48.5%
比率	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	同比增加	环比增加	1Q10	同比增加	环比增加
毛利率	10.31%	11.57%	11.63%	15.58%	2.7	4.0	11.6%	1.3	-4.0
销售费用率	5.51%	4.97%	4.99%	4.73%	-1.0	-0.3	4.9%	-0.6	0.2
管理费用率	4.21%	3.06%	3.16%	3.45%	-1.0	0.3	3.2%	-1.1	-0.3
财务费用率	0.49%	-0.15%	0.14%	-0.12%	-0.6	-0.3	0.1%	-0.4	0.2
费用率合计	10.21%	7.88%	8.28%	8.06%	-2.6	-0.2	8.1%	-2.1	0.1
净利率	-0.40%	1.36%	1.40%	1.92%	1.9	0.5	1.2%	1.6	-0.7

资料来源：平安证券研究所

6、谨慎看待2010年客车市场。2010年行业增长动力一方面来自海外市场的复苏，另一方面上海世博会、广州亚运会等大型项目将增加公交车的需求。但我们较为担心铁路动车组和客运专线对客运市场和客车企业的冲击。由于铁路主要抢占公路客运的高端市场，对客车企业利润影响将大于销量的影响。

7、盈利预测与投资评级。2010年公司计划销售客车超过5万辆，实现营业收入140亿。我们预计公司2010年销售客车50100辆；2010年、2011年每股收益分别为0.51元、0.56元。动态市盈率在19倍左右，由于行业前景不明朗，维持“中性”评级。

风险提示：铁路动车组和客运专线对客运市场和客车企业的冲击；钢材等原材料价格上涨对公司毛利水平有一定影响；金龙联合公司投资13404万元生产A+轿车项目风险较大。

图表5 金龙汽车盈利预测表

单位 :万元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	1244166	1238973	1177107	1252275	1377503
二、营业总成本	1191330	1213961	1143956	1208123	1328137
营业成本	1081660	1105124	1027758	1095741	1205315
营业税金及附加	7716	5146	6603	7200	8000
销售费用	62078	55488	58634	57605	61988
管理费用	36081	38854	39953	40073	44080
财务费用	-430	1026	475	2505	2755
资产减值损失	4227	8323	10534	5000	6000
三、其他经营收益		1991	791	900	1000
公允价值变动净收益					
投资净收益	1206	1991	791	900	1000
汇兑净收益					
四、营业利润	54041	27003	33943	45052	50365
加：营业外收入	3902	9833	3747	4000	4500
减：营业外支出	549	672	1158	1200	1500
五、利润总额	57395	36164	36532	47852	53365
减：所得税	6078	2335	5976	7178	8005
六、净利润	51316	33829	30556	40675	45360
减：少数股东损益	24025	14176	15494	18304	20412
归属于母公司所有者净利润	27291	19653	15062	22371	24948
七、每股收益（元）	0.62	0.44	0.34	0.51	0.56

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2010年投资策略——减档前行、耐力致胜（2009年12月7日）

金龙汽车(600686)2009中报点评——内忧外患导致业绩下滑（2009年8月20日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2010版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：（0755）82449257