

金龙汽车（600686）：客车防御性优势凸显，2011 年稳步起航 增持（维持）

汽车及配件

4 月 11 日股价：10.24 元

报告日期：2011 年 4 月 12 日

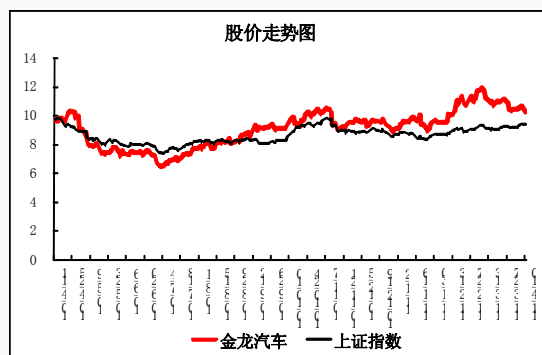
主要财务指标（单位：百万元）

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	16,156	18,896	21,730	24,989
(+/-)	37.25%	16.96%	15.00%	15.00%
营业利润	540	752	980	1,133
(+/-)	15.99%	19.04%	13.31%	0.53%
归属于母公 司的净利润	235	333	431	499
(+/-)	55.80%	41.73%	29.71%	15.59%
每股收益 (元)	0.53	0.75	0.97	1.13
市盈率(倍)	19	14	11	9

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	44,260/44,260
流通市值（亿元）	45.32
每股净资产（元）	3.89
资产负债率（%）	86.16

股价表现（最近一年）



证券分析师 张雷

执业证书编号：A0140511010022

联系人 黄聪

010-66045802 huangc@txsec.com

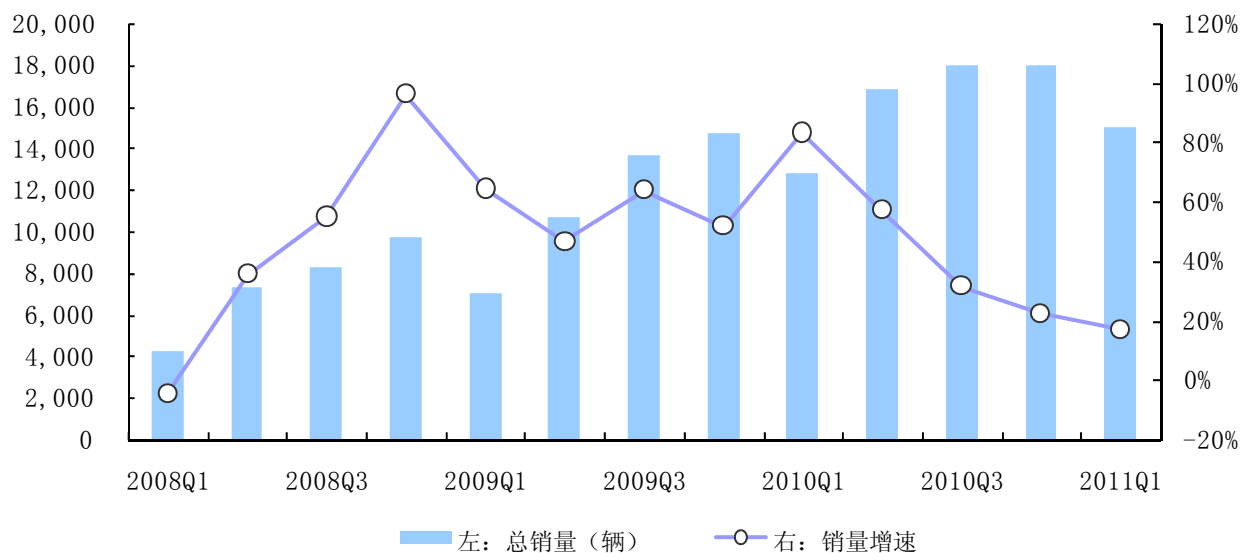
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年公司实现营业收入 161.56 亿元，同比增长 37.25%；归属母公司所有者的净利润 2.35 亿元，同比增长 55.80%，EPS 为 0.53 元，符合我们预期，但低于市场预期。4 季度公司实现营业收入 45.33 亿元，环比增长 2.30%；归属母公司所有者的净利润 6,292.46 万元，环比下滑 18.29%，EPS 为 0.14 元。每 10 股派现 1 元（含税）。
- 2010 年盈利能力稳中有升。2010 年公司综合毛利率为 12.86%，同比上升 0.17 个百分点；期间费用率为 8.21%，同比下降 0.20 个百分点，其中管理费用率为 3.29%，同比下降 0.11 个百分点，是公司费用率下降的主要推动因素。此外，公司目前产能利用率不足 50%，我们预计随着客车销量的持续增长，公司综合毛利率有进一步上升空间。
- 2010 年内销、出口均实现大幅增长。2010 年，旗下三家控股子公司（厦门金龙、金龙旅行车、苏州金龙）合计实现销量 6.6 万辆，同比增长 43.4%。其中，大型客车销量 2.1 万辆，同比增长 43.9%，中型客车销量 1.8 万辆，同比增长 24%，轻型客车销量 2.7 万辆，同比增长 59.7%。此外，出口也呈现快速复苏态势，2010 年公司客车实现出口 1.1 万辆，同比增长 89%。
- 2011 年有望继续良性循环。1 季度，国内客车（含底盘）总体实现销量 10.9 万辆，同比增长 15.3%，明显好于行业平均 8.1% 的增长水平。其中除中型客车负增长之外，大型客车、轻型客车分别增长 9.7%、21.8%。公司首季累计实现销量 1.5 万辆，同比增长 17%，继续领跑客车行业。我们预计，在城市化进程、新能源客车推广、客运旅游业的持续景气以及“村村通”公路网络建设完成后对城乡客运需求的增加等因素的作用下，大型客车、轻型客车销量增长有望持续好于行业平均。作为国内客车行业龙头，一方面受益国内客车需求增长，另一方面受益出口持续恢复，我们预计公司 2011 年销量增长有望保持 15% 以上。
- 盈利预测与评级。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.75 元、0.97 元、1.13 元，按当前收盘价 10.24 元计算，对应的动态 PE 分别为 14 倍、11 倍、9 倍，考虑公司业绩增长的确定性、作为防御性标的且一季度销量好于行业平均，维持“增持”投资评级。

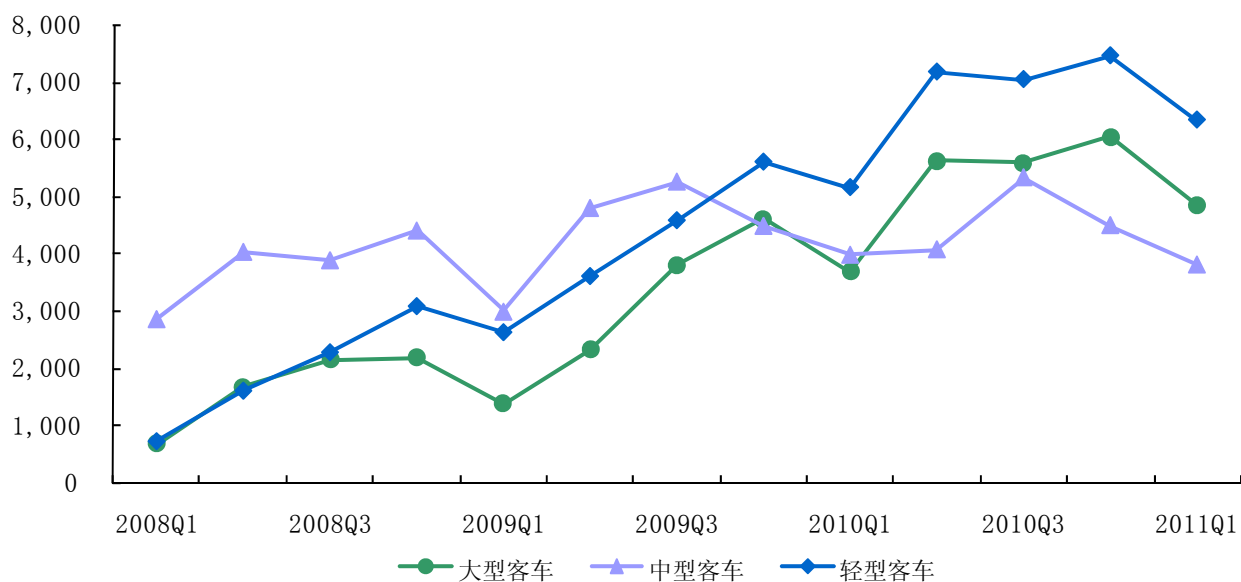
- **风险提示：** 汇兑风险、出口增长低于预期风险、客车销量低于预期风险等。

图表 1：金龙汽车整车季度销量及增长情况（2008Q1-2011Q1）



资料来源：中国汽车工业信息网，天相投顾

图表 2：金龙汽车分车型季度销量情况（2008Q1-2011Q1，单位：辆）



资料来源：中国汽车工业信息网，天相投顾

图表 2：金龙汽车（600686）盈利预测

单位：万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,615,614	1,889,561	2,172,995	2,498,944
增长率	37.25%	16.96%	15.00%	15.00%
综合毛利率	12.86%	12.89%	12.99%	12.99%
营业成本	1,407,803	1,645,988	1,890,760	2,174,374
营业税金及附加	9,297	10,393	11,951	13,744
销售费用	80,669	94,478	104,304	119,949
管理费用	53,115	60,466	65,190	74,968
财务费用	-1,130	945	1,086	1,249
期间费用合计	132,654	155,889	170,580	196,167
期间费用率	8.21%	8.25%	7.85%	7.85%
减：资产减值损失	13,441	4,000	4,000	4,000
加：投资收益	1,618	1,942	2,330	2,679
营业利润	54,037	75,233	98,033	113,338
营业利润率	3.34%	3.98%	4.51%	4.54%
增长率	15.99%	19.04%	13.31%	0.53%
加：营业外收入	3,776	3,779	4,346	4,998
减：营业外支出	830	756	869	1,000
利润总额	56,984	78,256	101,510	117,336
利润率	3.53%	4.14%	4.67%	4.70%
所得税	6,935	11,738	15,226	17,600
实际税负比率	12.17%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	50,049	66,518	86,283	99,736
净利润率	3.10%	3.52%	3.97%	3.99%
少数股东损益	26,584	33,259	43,142	49,868
归属于母公司所有者的净利润	23,466	33,259	43,142	49,868
增长率	55.80%	41.73%	29.71%	15.59%
总股本(万股)	44,260	44,260	44,260	44,260
每股收益(元)	0.53	0.75	0.97	1.13

资料来源：公司资料，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：ZX0157）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918	邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500	邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700	邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283	邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800	邮编：518040