

一季报业绩大超预期, 看好军工国改+雄安发展

投资要点

- **事件:** 公司发布2017年一季报, 2017Q1实现营业收入27.9亿元, 同比增长47.3%; 实现归母净利润9.6亿元, 同比增长57.2%, 业绩大超我们预期。
- **业绩高增长来自 1) GNS 合资公司产能逐步释放, 2) 客户配套深度逐步加深。** 公司与韩国 GNS 合资设立的 5 家热成型产品公司市场开拓效果显著, 预计今年沈阳和长春工厂将开始盈利。另外公司营收增速大幅超行业增速主要还是因为公司客户配套深度的逐步加深, 上汽通用五菱 CN200S 左右 B 柱项目、广汽 A5H、深圳 CAPSA-X74、北汽-H400\C40D 等重点项目陆续投产, 公司业绩未来几年持续增长确定。2017Q1 公司综合毛利率约为 20.0%, 同比增长 0.6 个百分点, 同时公司三费率同比去年下滑 1.1 个百分点, 导致净利率同比提升 0.8 个百分点。
- **限制性股票激励计划助推长期发展。** 公司发布限制性股票激励草案, 以 10.58 元/股的价格向公司高管、管理骨干与技术骨干定向发行限制性股票 450 万股。我们认为该计划解锁条件宽松, 有望打底未来业绩, 有助于稳固公司经营团队与技术人员, 推动公司长期稳健发展。
- **兵工混改+雄安发展, 看好主题性投资机会。** 兵器集团实力雄厚, 资产证券化需求强烈。公司拟发行股份购买集团资产太行机械与东方联星, 集团资产注入逻辑初步兑现, 长期仍存整合集团资产逻辑。继 2015 年收购德国 WAG 公司布局轻量化之后, 公司未来有望收购凌云集团内优质资产凌云凯毅德, 借助凯毅德的技术与资源优势, 进一步增强国际竞争力。河北雄安新区的设立被视为“千年大计、国家大事”, 其格局之高, 必定引发诸多遐想。凌云股份与雄县、容城、安新同隶属于河北省保定市, 作为该地区上市公司或将从雄安新区建设中迎来发展新契机。
- **盈利预测与投资建议。** 根据一季报情况, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.74 元 (0.56 元)、0.91 元 (0.68 元)、1.11 元, 对应 PE 为 28 倍、23 倍、19 倍。考虑到公司业绩高增长, 以及后续军工国改和雄安主题带来的主题性投资机会, 给予公司 35 倍估值, 目标价 25.9 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 热成型产品推广或不及预期; 资产注入或不及预期。

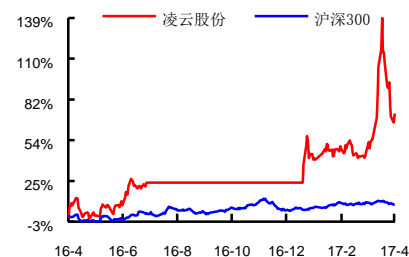
| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 8897.88 | 12889.82 | 16448.67 | 20322.96 |
| 增长率 | 22.82% | 44.86% | 27.61% | 23.55% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 213.03 | 333.28 | 409.86 | 502.61 |
| 增长率 | 54.96% | 56.44% | 22.98% | 22.63% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.47 | 0.74 | 0.91 | 1.11 |
| 净资产收益率 ROE | 7.93% | 12.00% | 13.16% | 14.09% |
| PE | 44 | 28 | 23 | 19 |
| PB | 1.95 | 1.75 | 1.55 | 1.37 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@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) | 4.51 |
| 流通 A 股(亿股) | 3.62 |
| 52 周内股价区间(元) | 12.07-28.91 |
| 总市值(亿元) | 93.93 |
| 总资产(亿元) | 109.68 |
| 每股净资产(元) | 7.99 |

相关研究

1. 凌云股份(600480): 业绩符合预期, 看好集团资产注入及兵工国改 (2017-03-28)
2. 凌云股份(600480): 限制性股票激励计划助推长期发展 (2017-01-17)
3. 凌云股份(600480): 内生外延有望增厚业绩, 壮大凌云整合集团资产 (2017-01-13)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 8897.88 | 12889.82 | 16448.67 | 20322.96 | 净利润 | 381.83 | 642.34 | 795.30 | 968.90 |
| 营业成本 | 7109.51 | 10330.46 | 13188.43 | 16299.28 | 折旧与摊销 | 576.78 | 448.41 | 478.29 | 495.28 |
| 营业税金及附加 | 57.22 | 80.63 | 103.86 | 127.92 | 财务费用 | 116.22 | 41.09 | 50.06 | 46.19 |
| 销售费用 | 432.58 | 618.71 | 805.98 | 1016.15 | 资产减值损失 | 59.84 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 管理费用 | 709.69 | 1031.19 | 1315.89 | 1625.84 | 经营营运资本变动 | -174.86 | -671.00 | -606.80 | -603.94 |
| 财务费用 | 116.22 | 41.09 | 50.06 | 46.19 | 其他 | -400.64 | -58.37 | -80.50 | -84.19 |
| 资产减值损失 | 59.84 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 经营活动现金流净额 | 559.17 | 432.48 | 666.34 | 852.23 |
| 投资收益 | 55.30 | 50.50 | 50.50 | 50.50 | 资本支出 | -247.92 | -293.58 | -168.37 | -108.92 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -470.77 | 332.62 | 40.50 | 40.50 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -718.69 | 39.04 | -127.87 | -68.42 |
| 营业利润 | 468.12 | 808.24 | 1004.95 | 1228.09 | 短期借款 | 106.28 | 634.04 | -24.63 | -217.28 |
| 其他非经营损益 | 20.25 | 17.92 | 18.70 | 18.44 | 长期借款 | 31.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 488.37 | 826.16 | 1023.65 | 1246.53 | 股权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 106.55 | 183.82 | 228.35 | 277.63 | 支付股利 | -45.09 | -68.87 | -107.89 | -132.92 |
| 净利润 | 381.83 | 642.34 | 795.30 | 968.90 | 其他 | -240.54 | -1114.22 | -50.06 | -46.19 |
| 少数股东损益 | 168.79 | 309.07 | 385.44 | 466.28 | 筹资活动现金流净额 | -147.93 | -549.05 | -182.58 | -396.39 |
| 归属母公司股东净利润 | 213.03 | 333.28 | 409.86 | 502.61 | 现金流量净额 | -300.55 | -77.53 | 355.89 | 387.43 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 1366.51 | 1288.98 | 1644.87 | 2032.30 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 2686.60 | 3923.03 | 5014.00 | 6182.46 | 销售收入增长率 | 22.82% | 44.86% | 27.61% | 23.55% |
| 存货 | 1501.28 | 2252.06 | 2841.76 | 3537.23 | 营业利润增长率 | 24.82% | 72.66% | 24.34% | 22.20% |
| 其他流动资产 | 113.15 | 150.17 | 187.54 | 233.40 | 净利润增长率 | 26.01% | 68.23% | 23.81% | 21.83% |
| 长期股权投资 | 393.48 | 393.48 | 393.48 | 393.48 | EBITDA 增长率 | 27.80% | 11.77% | 18.15% | 15.41% |
| 投资性房地产 | 275.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 2428.93 | 2370.54 | 2157.08 | 1867.17 | 毛利率 | 20.10% | 19.86% | 19.82% | 19.80% |
| 无形资产和开发支出 | 361.99 | 319.99 | 277.98 | 235.97 | 三费率 | 14.14% | 13.12% | 13.20% | 13.23% |
| 其他非流动资产 | 886.71 | 842.27 | 797.83 | 753.39 | 净利率 | 4.29% | 4.98% | 4.84% | 4.77% |
| 资产总计 | 10014.63 | 11540.52 | 13314.52 | 15235.39 | ROE | 7.93% | 12.00% | 13.16% | 14.09% |
| 短期借款 | 1046.75 | 1680.79 | 1656.16 | 1438.88 | ROA | 3.81% | 5.57% | 5.97% | 6.36% |
| 应付和预收款项 | 2616.34 | 3779.84 | 4835.32 | 5978.47 | ROIC | 8.90% | 11.14% | 12.14% | 13.32% |
| 长期借款 | 56.26 | 56.26 | 56.26 | 56.26 | EBITDA/销售收入 | 13.05% | 10.07% | 9.32% | 8.71% |
| 其他负债 | 1479.71 | 669.45 | 725.19 | 884.22 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 5199.06 | 6186.34 | 7272.94 | 8357.83 | 总资产周转率 | 0.94 | 1.20 | 1.32 | 1.42 |
| 股本 | 450.93 | 450.93 | 450.93 | 450.93 | 固定资产周转率 | 4.19 | 5.83 | 7.62 | 10.44 |
| 资本公积 | 1739.39 | 1739.39 | 1739.39 | 1739.39 | 应收账款周转率 | 6.48 | 7.09 | 6.65 | 6.57 |
| 留存收益 | 1273.78 | 1538.18 | 1840.14 | 2209.84 | 存货周转率 | 4.95 | 5.47 | 5.13 | 5.08 |
| 归属母公司股东权益 | 3498.97 | 3728.51 | 4030.47 | 4400.17 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 90.39% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 1316.60 | 1625.67 | 2011.11 | 2477.39 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 4815.58 | 5354.18 | 6041.58 | 6877.56 | 资产负债率 | 51.91% | 53.61% | 54.62% | 54.86% |
| 负债和股东权益合计 | 10014.63 | 11540.52 | 13314.52 | 15235.39 | 带息债务/总负债 | 21.22% | 28.08% | 23.55% | 17.89% |
| | | | | | 流动比率 | 1.14 | 1.28 | 1.37 | 1.47 |
| | | | | | 速动比率 | 0.84 | 0.90 | 0.97 | 1.04 |
| | | | | | 股利支付率 | 21.17% | 20.67% | 26.33% | 26.45% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.47 | 0.74 | 0.91 | 1.11 |
| | | | | | 每股净资产 | 10.68 | 11.87 | 13.40 | 15.25 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.24 | 0.96 | 1.48 | 1.89 |
| | | | | | 每股股利 | 0.10 | 0.15 | 0.24 | 0.29 |
| 业绩和估值指标 | | | | | | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 1161.12 | 1297.74 | 1533.30 | 1769.55 | | | | | |
| PE | 44.09 | 28.18 | 22.92 | 18.69 | | | | | |
| PB | 1.95 | 1.75 | 1.55 | 1.37 | | | | | |
| PS | 1.06 | 0.73 | 0.57 | 0.46 | | | | | |
| EV/EBITDA | 7.75 | 7.31 | 5.93 | 4.79 | | | | | |
| 股息率 | 0.48% | 0.73% | 1.15% | 1.42% | | | | | |

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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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15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 |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 赵佳 | 地区销售总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| | 徐也 | 机构销售 | 010-57758595 | 18612694479 | xye@swsc.com.cn |
| | 任骁 | 机构销售 | 010-57758566 | 18682101747 | rxiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫 | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |