

取消配套融资，利于重组顺利进行

公司简报

◆事件：

6月10日公司公告，拟以11.51元/股的价格，非公开发行共1.13亿股，购买控股股东凌云集团持有的太行机械100%股权；另外，拟购买电子院、兵科院、中兵投资、兵器三院等合计持有的东方联星100%股权。交易尚需取得国务院国资委批准，上市公司股东大会审议通过本次重组相关事项，且同意凌云集团及其关联方免于发出收购要约；证监会核准等流程。

◆**方案调整利于本次重组顺利进行：**本次交易草案主要取消了原预案中的配套融资部分，受再融资新政及减持新政影响，公司及时调整方案，我们认为方案调整利于本次重组顺利进行。本次重组将充分发挥上市公司平台资本运作的优势，通过引入社会资本加强对军工建设任务的保障，同时加强“军转民”、“民拥军”的双向互动，促进上市公司发展军民两用技术，推动国防科技工业全面、协调和可持续发展，为公司带来新的利润增长点。

◆**收购军工资产，切入轻型火箭发射装置、轨交、北斗领域。**拟收购标的太行机械100%股权按照资产基础法的评估值为56,660.68万元，东方联星100%股权按照收益法的评估值为73,517.19万元。太行机械子公司太行计量2017年度、2018年度及2019年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于265.97万元、274.20万元、282.59万元。太行计量拥有二级计量站资质，主要为军工企业提供计量检测服务。

2015年至2016年，东方联星实现7种军品定型产品，业绩大幅增长，盈利能力得到较大提升。公司业绩承诺，2017年度、2018年度及2019年度扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于5,681.91万元、7,202.26万元、8,812.84万元。

◆**盈利预测、投资评级和估值：**不考虑收购预计公司2017/2018/2019年EPS分别为0.70/0.81/0.83元/股。考虑收购完成后，公司总股本增至5.64亿股，预计2017/2018/2019年净利润分别为4.21/4.87/5.01亿元，EPS分别为0.74/0.86/0.89元，对应PE分别为27/23/22倍。维持增持评级。6个月目标价为21.20元/股。

◆风险提示：

重组的不确定性；汽车销量下滑的风险。

业绩预测和估值指标（不考虑收购）

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7245	8898	9553	10391	11176
营业收入增长率	10.55%	22.82%	7.36%	8.78%	7.56%
净利润（百万元）	137	213	318	364	373
净利润增长率	0.26%	54.96%	49.13%	14.73%	2.29%
EPS（元）	0.30	0.47	0.70	0.81	0.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.15%	6.09%	8.47%	9.02%	8.61%
P/E	66	42	28	25	24
P/B	3	3	2	2	2

增持（维持）

当前价/目标价：19.97/21.20元

目标期限：6个月

分析师

赵晨（执业证书编号：S0930516100001）

0755-23994437

zhaoc@ebsecn.com

联系人

罗敬军

0755-23993931

luojj@ebsecn.com

市场数据

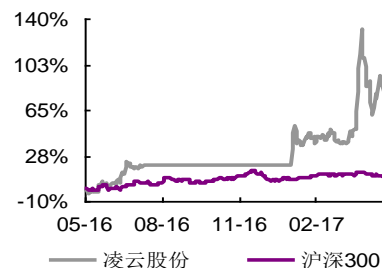
总股本(亿股)：4.51

总市值(亿元)：90.05

一年最低/最高(元)：12.22/28.97

近3月换手率：370.04%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.37	11.20	39.03
绝对	-0.23	15.53	52.06

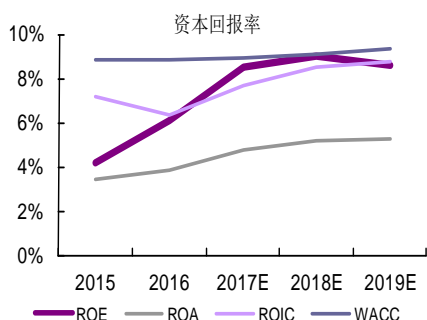
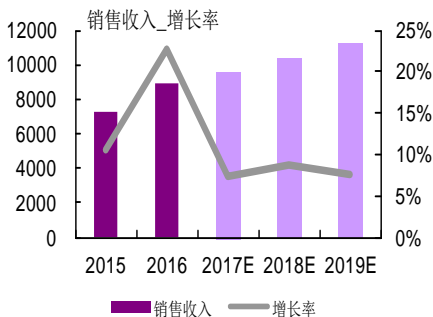
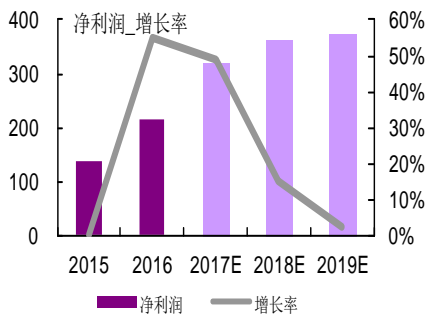
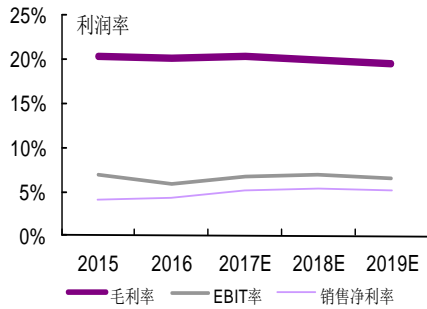
相关研报

业绩符合预期，长期有望受益兵工混改和雄安新区建设

.....2017-04-05

兵工国改先锋，北斗注入新动力

.....2017-01-17



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7245	8898	9553	10391	11176
营业成本	5768	7110	7616	8318	8990
折旧和摊销	358	577	353	358	362
营业税费	43	57	48	52	56
销售费用	344	433	478	509	548
管理费用	553	710	755	779	838
财务费用	176	116	60	61	37
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	41	55	25	25	25
营业利润	375	468	615	685	721
利润总额	388	488	630	702	738
少数股东损益	166	169	180	190	210
归属母公司净利润	137.48	213.03	317.69	364.47	372.82

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	8885	10015	10525	10810	11048
流动资产	5211	5668	6438	7021	7571
货币资金	1551	1367	1720	1870	2012
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1286	1460	1634	1777	1911
应收票据	746	962	955	1039	1118
其他应收款	35	59	48	52	56
存货	1307	1501	1667	1823	1973
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	347	393	393	393	393
固定资产	2060	2185	1954	1702	1418
无形资产	324	347	330	313	298
总负债	4526	5199	5275	5081	4819
无息负债	2512	3058	3153	3460	3742
有息负债	2013	2141	2122	1621	1077
股东权益	4360	4816	5249	5729	6229
股本	451	451	451	451	451
公积金	1814	1815	1846	1883	1920
未分配利润	1032	1199	1421	1674	1926
少数股东权益	1049	1317	1497	1687	1897

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	556	559	546	808	806
净利润	137	213	318	364	373
折旧摊销	358	577	353	358	362
净营运资金增加	683	402	442	282	272
其他	-623	-633	-567	-197	-201
投资活动产生现金流	-522	-719	-53	-25	-5
净资本支出	-548	-632	-50	-50	-30
长期投资变化	347	393	0	0	0
其他资产变化	-321	-480	-3	25	25
融资活动现金流	268	-148	-140	-632	-660
股本变化	89	0	0	0	0
债务净变化	-88	128	-19	-501	-544
无息负债变化	27	546	96	306	282
净现金流	303	-301	353	151	141

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	10.55%	22.82%	7.36%	8.78%	7.56%
净利润增长率	0.26%	54.96%	49.13%	14.73%	2.29%
EBITDA 增长率	16.64%	27.46%	-9.28%	7.55%	1.45%
EBIT 增长率	9.38%	3.79%	22.82%	10.89%	1.65%
估值指标					
PE	66	42	28	25	24
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	14	12	13	12	12
EV/EBIT	24	25	21	19	18
EV/NOPLAT	31	32	26	23	23
EV/Sales	2	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	20.38%	20.10%	20.28%	19.95%	19.56%
EBITDA 率	11.98%	12.43%	10.50%	10.38%	9.79%
EBIT 率	7.04%	5.95%	6.80%	6.93%	6.55%
税前净利润率	5.36%	5.49%	6.59%	6.75%	6.60%
税后净利润率 (归属母公司)	1.90%	2.39%	3.33%	3.51%	3.34%
ROA	3.41%	3.81%	4.73%	5.13%	5.28%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.15%	6.09%	8.47%	9.02%	8.61%
经营性 ROIC	7.15%	6.34%	7.66%	8.52%	8.71%
偿债能力					
流动比率	1.56	1.14	1.27	1.45	1.65
速动比率	1.17	0.84	0.94	1.07	1.22
归属母公司权益/有息债务	1.64	1.63	1.77	2.49	4.02
有形资产/有息债务	4.03	4.21	4.49	6.06	9.34
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.30	0.47	0.70	0.81	0.83
每股红利	0.10	0.14	0.17	0.18	0.19
每股经营现金流	1.23	1.24	1.21	1.79	1.79
每股自由现金流(FCFF)	-0.99	0.04	0.85	1.35	1.44
每股净资产	7.34	7.76	8.32	8.96	9.61
每股销售收入	16.07	19.73	21.18	23.04	24.79

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

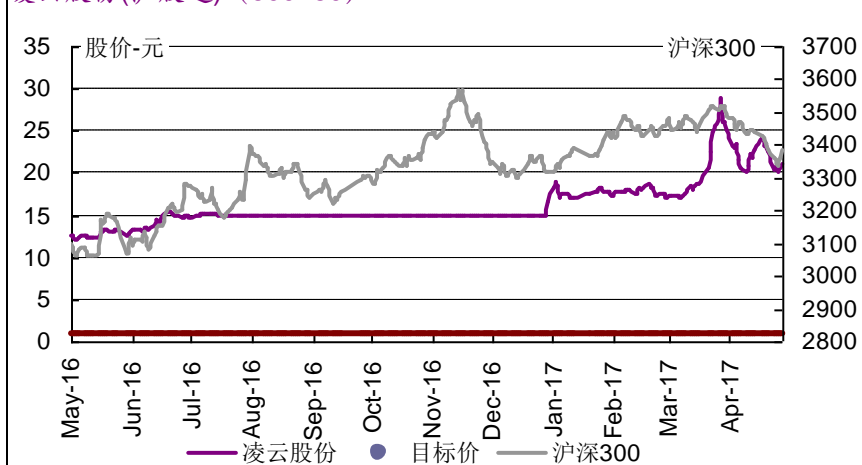
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

赵晨，北京师范大学工学硕士，国防科技大学工学学士，2年军队装备部门工作经历，2014年开始从事军工行业研究，2015年做为核心成员入围新财富评选，2016年加盟光大证券负责军工行业研究。

投资建议历史表现图

凌云股份(沪股通) (600480)



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标价	评级
2010-10-26	15.22	25.00	买入
2010-11-17	17.15	30.00	买入
2011-02-14	16.60	25.00	买入
2017-01-18	18.95	21.20	增持
2017-04-05	18.63	21.20	增持

买入—	增持—	中性—
减持—	卖出—	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebscn.com	
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebscn.com	
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
杜婧瑶		010-58452038	13910115588	dujy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyxp@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13606938932	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	戚德文	021-22169152	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	