2017 年 03 月 28 日
证券研究报告•2016 年年报点评
凌云股份（600480）汽车

买入（维持）
当前价：18.43 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

业绩符合预期，看好集团资产注入及兵工国改

投资要点

- **事件：**公司 2016 年实现营业收入 89.0 亿元，同比增长 22.8%；实现归母净利润 2.1 亿元，同比增长 55.0%，公司业绩基本符合预期。
- **营收增长稳健，毛利率及三费率基本保持稳定。**2016 年公司实现营业收入 89.0 亿元，同比增长 22.8%，营收增长稳健。公司客户结构相对较为分散，受单一客户影响较小，公司营收增速和整个乘用车市场销量增速相关性更为明显，近几年公司营收增速均高于行业增速，业务开拓势头良好。2016 年公司产品综合毛利率为 20.1%，相比去年下滑 0.3 个百分点，三费率总和 14.2%，相比去年下滑 0.6 个百分点，毛利率和三费率水平均基本保持稳定。
- **5 家 GNS 合资工厂为公司未来业绩重要增长点。**2016 年公司营收、归母净利润的增长良好主要因为公司与韩国 GNS 合资设立的 5 家工厂陆续投产，个别厂开始释放业绩所致。预计 2017 年沈阳、长春、烟台吉恩斯公司实现满产，新成立的柳州、广州吉恩斯公司陆续量产，GNS 合资厂产能释放有望加速公司业绩增长。
- **发行股份购买资产不受再融资新规影响，凌云凯毅德注入值得期待。**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，根据再融资新规相关规定，公司发行股份购买资产的方案不受影响，只需将配套募集资金的定价原则调整为发行期首日，预计集团资产注入逻辑仍可兑现。此外，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。
- **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，有望打底未来业绩兑现激励，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。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.56 元、0.68 元、0.83 元，对应的 PE 为 33 倍、27 倍、22 倍，考虑到公司业绩增长稳健，集团资产证券化预期逐步增强，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	10674.71	13065.01	16152.66
增长率	22.82%	19.97%	22.39%	23.63%
归属母公司净利润（百万元）	213.03	252.57	307.22	376.05
增长率	54.96%	18.56%	21.64%	22.40%
每股收益 EPS（元）	0.47	0.56	0.68	0.83
净资产收益率 ROE	7.93%	9.30%	10.28%	11.18%
PE	39	33	27	22
PB	1.73	1.59	1.43	1.28

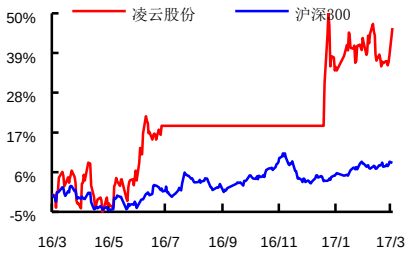
数据来源：Wind，西南证券

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)	12.07-18.95
总市值(亿元)	83.11
总资产(亿元)	96.99
每股净资产(元)	7.69

相关研究

1. 凌云股份（600480）：限制性股票激励计划助推长期发展 (2017-01-17)
2. 凌云股份（600480）：内生外延有望增厚业绩，壮志凌云整合集团资产 (2017-01-13)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8897.88	10674.71	13065.01	16152.66
营业成本	7109.51	8596.01	10524.57	13015.70
营业税金及附加	57.22	66.78	82.49	101.67
销售费用	432.58	533.74	640.19	807.63
管理费用	709.69	853.98	1045.20	1292.21
财务费用	116.22	36.55	44.45	41.75
资产减值损失	59.84	30.00	30.00	30.00
投资收益	55.30	50.50	50.50	50.50
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	468.12	608.17	748.61	914.20
其他非经营损益	20.25	17.92	18.70	18.44
利润总额	488.37	626.09	767.30	932.64
所得税	106.55	139.30	171.17	207.72
净利润	381.83	486.79	596.14	724.92
少数股东损益	168.79	234.22	288.92	348.87
归属母公司股东净利润	213.03	252.57	307.22	376.05

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	381.83	486.79	596.14	724.92
折旧与摊销	576.78	315.92	345.80	362.79
财务费用	116.22	36.55	44.45	41.75
资产减值损失	59.84	30.00	30.00	30.00
经营营运资本变动	-174.86	-311.55	-411.19	-479.71
其他	-400.64	-58.37	-80.50	-84.19
经营活动现金流净额	559.17	499.34	524.70	595.56
资本支出	-247.92	-293.58	-168.37	-108.92
其他	-470.77	332.62	40.50	40.50
投资活动现金流净额	-718.69	39.04	-127.87	-68.42
短期借款	106.28	306.19	-79.90	-139.98
长期借款	31.43	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-33.93	-33.44	-36.65
其他	-285.63	-1109.68	-44.45	-41.75
筹资活动现金流净额	-147.93	-837.42	-157.79	-218.37
现金流量净额	-300.55	-299.04	239.03	308.77

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1366.51	1067.47	1306.50	1615.27
应收和预付款项	2686.60	3250.17	3984.10	4915.71
存货	1501.28	1870.23	2263.30	2820.92
其他流动资产	113.15	124.37	148.96	185.51
长期股权投资	393.48	393.48	393.48	393.48
投资性房地产	275.98	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2428.93	2495.73	2407.45	2242.72
无形资产和开发支出	361.99	327.29	292.59	257.88
其他非流动资产	886.71	842.27	797.83	753.39
资产总计	10014.63	10371.00	11594.20	13184.87
短期借款	1046.75	1352.94	1273.04	1133.06
应付和预收款项	2616.34	3144.16	3857.41	4772.51
长期借款	56.26	56.26	56.26	56.26
其他负债	1479.71	584.08	611.23	738.52
负债合计	5199.06	5137.44	5797.93	6700.35
股本	450.93	450.93	450.93	450.93
资本公积	1739.39	1739.39	1739.39	1739.39
留存收益	1273.78	1492.41	1766.19	2105.59
归属母公司股东权益	3498.97	3682.74	3956.52	4295.92
少数股东权益	1316.60	1550.82	1839.74	2188.61
股东权益合计	4815.58	5233.56	5796.26	6484.53
负债和股东权益合计	10014.63	10371.00	11594.20	13184.87

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	22.82%	19.97%	22.39%	23.63%
营业利润增长率	24.82%	29.92%	23.09%	22.12%
净利润增长率	26.01%	27.49%	22.46%	21.60%
EBITDA 增长率	27.80%	-17.27%	18.55%	15.79%
获利能力				
毛利率	20.10%	19.47%	19.44%	19.42%
三费率	14.14%	13.34%	13.24%	13.26%
净利率	4.29%	4.56%	4.56%	4.49%
ROE	7.93%	9.30%	10.28%	11.18%
ROA	3.81%	4.69%	5.14%	5.50%
ROIC	8.90%	8.79%	9.91%	10.97%
EBITDA/销售收入	13.05%	9.00%	8.72%	8.16%
营运能力				
总资产周转率	0.94	1.05	1.19	1.30
固定资产周转率	4.19	4.69	5.57	7.15
应收账款周转率	6.48	6.55	6.53	6.57
存货周转率	4.95	5.07	5.04	5.08
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.39%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	51.91%	49.54%	50.01%	50.82%
带息债务/总负债	21.22%	27.43%	22.93%	17.75%
流动比率	1.14	1.28	1.38	1.47
速动比率	0.84	0.90	0.97	1.04
股利支付率	0.00%	13.44%	10.88%	9.75%
每股指标				
每股收益	0.47	0.56	0.68	0.83
每股净资产	10.68	11.61	12.85	14.38
每股经营现金	1.24	1.11	1.16	1.32
每股股利	0.00	0.08	0.07	0.08

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	1161.12	960.64	1138.86	1318.73
PE	39.01	32.90	27.05	22.10
PB	1.73	1.59	1.43	1.28
PS	0.93	0.78	0.64	0.51
EV/EBITDA	6.82	8.64	7.00	5.70
股息率	0.00%	0.41%	0.40%	0.44%

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