

# 凤形股份 (002760)

## 一国内耐磨球段龙头企业，外延并购雄伟精工

投资评级 增持 评级调整 首次推荐 收盘价 36.95 元

### 投资要点：

#### 1、耐磨球段业务持续下滑，2016年四季度有所企稳

公司是国内耐磨球段龙头企业，拥有年产约8.5万吨耐磨材料产能。主要产品为高低铬合金铸球段、多元合金铸球段及衬板等，其中高铬球段和特高铬球段销售收入占总收入90%以上。下游应用领域广泛，其中矿山和水泥行业占比大约为75%-80%。

由于下游水泥、矿山行业去产能影响，近几年收入和利润持续下滑，2016年公司实现营收3.07亿元，同比下降26.42%，归母净利润1023万元，同比下降64.61%。但可以发现，2016年四季度收入1.07亿，同比2015年四季度增长5.41%，已呈现企稳趋势。

#### 2、并购雄伟精工，切入汽车零部件行业

公司拟定增募资11亿用于雄伟精工股权收购项目。雄伟精工主要产品是汽车冲压件和自动化冲压模具，其中冲压模具产品主要为配套冲压件生产。汽车冲压件专注于汽车车身系统的座椅零部件和车身附件，具体产品包括座椅骨架及调节结构、安全带扣、安全气囊、门铰链等。

2016年雄伟精工汽车冲压件和模具收入分别为77,905.47万元和4,691.01万元，分别占总收入的94.32%和5.68%。

#### 3、客户资源稳定，承诺业绩实现概率大

雄伟精工的主要客户覆盖延锋江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳、奥托立夫等全球知名汽车零部件一级供应商，客户资源稳定。

雄伟精工交易方承诺2016年、2017年实现净利润分别不低于11,500万元，12,500万元，且利润承诺期（2016年-2018年）累计承诺净利润不低于37500万元。雄伟精工2016年实现净利润15,384万元，超出承诺净利润33.77%，主要原因是2016年汽车行业整体增速较快，且上半年原材料价格较低。我们认为，雄伟精工业绩承诺比较保守，业绩承诺实现概率大。

#### 4、盈利预测与投资建议

若不考虑雄伟精工，我们预计公司2017-2019年收入分别为3.07亿、3.22亿和3.55亿，净利润为0.14亿元、0.23亿元和0.27亿元。若收购顺利，考虑到股本摊薄，参考雄伟精工承诺业绩，预计净利润为1.39亿、1.58亿和1.72亿元，EPS为1.16元、1.32元和1.43元，对应PE为32倍、28倍和26倍。

公司目前市值较小，业绩具有上调潜力，并且未来进一步加快外延并购可能性大，首次覆盖，给予“增持”评级。

发布时间：2017年3月28日

### 主要数据

52周最高/最低价(元)	55.65/35.40
上证指数/深圳成指	3269.45/10646.72
50日均成交额(百万元)	46.55
市净率(倍)	5.78
股息率	0.11%

### 基础数据

流通股(百万股)	45.43
总股本(百万股)	88.00
流通市值(百万元)	1704.97
总市值(百万元)	3302.64
每股净资产(元)	6.49
净资产负债率	87.35%

### 股东信息

大股东名称	陈晓
持股比例	22.06%

### 国元持仓情况

### 52周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员:	李茂娟
执业证书编号:	S0020512080004
电 话:	021-51097188-1883
电 邮:	limaojuan@gyzq.com.cn
研究助理:	钱建江
执业证书编号:	S0020115080060
电 话:	021-51097188-1952
电 邮:	qianjianjiang@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

## 5、风险提示

收购雄伟精工进展不及预期，耐磨球段业务继续下滑

## 目 录

1 公司是国内耐磨球段龙头企业 .....	4
1.1 公司概况 .....	4
1.2 主业持续下滑，2016 年四季度有所企稳.....	4
2 外延并购雄伟精工，双主业发展 .....	5
2.1 收购雄伟精工，切入汽车零部件行业 .....	5
2.2 客户资源稳定，承诺业绩实现概率大 .....	7
3 盈利预测与投资建议 .....	8

## 图表目录

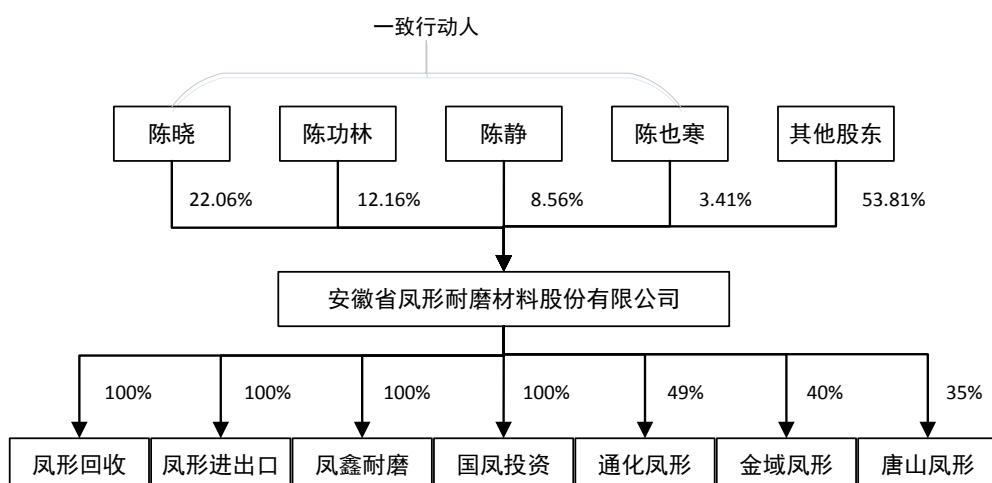
图表 1：公司股权结构（2016 年 12 月 31 日） .....	4
图表 2：公司近五年收入和利润持续下滑 .....	4
图表 3：公司近三年分行业收入情况（单位：百万元） .....	5
图表 4：雄伟精工股权结构图 .....	5
图表 5：雄伟精工汽车冲压件产品 .....	6
图表 6：雄伟精工主要的冲压模具产品 .....	6
图表 7：雄伟精工近三年销售收入情况（单位：万元） .....	6
图表 8：雄伟精工与跨国汽车零部件制造商合作情况 .....	7
图表 9：雄伟精工近三年前五名客户销售情况 .....	8

# 1 公司是国内耐磨球段龙头企业

## 1.1 公司概况

公司自成立以来专注于从事耐磨材料的研发、生产、销售和技术服务，是目前国内规模最大的耐磨球段生产企业，拥有年产约 8.5 万吨耐磨材料的生产能力。公司主要产品包括高低铬合金铸球段、多元合金铸球段及衬板等不同系列产品，其中高铬球段、特高铬球段的销售收入占公司总收入的 90%以上，产品广泛应用于冶金矿山、建材水泥、火力发电、磁性材料等行业，是物料研磨生产环节必不可少的消耗品。

图表 1：公司股权结构（2016 年 12 月 31 日）

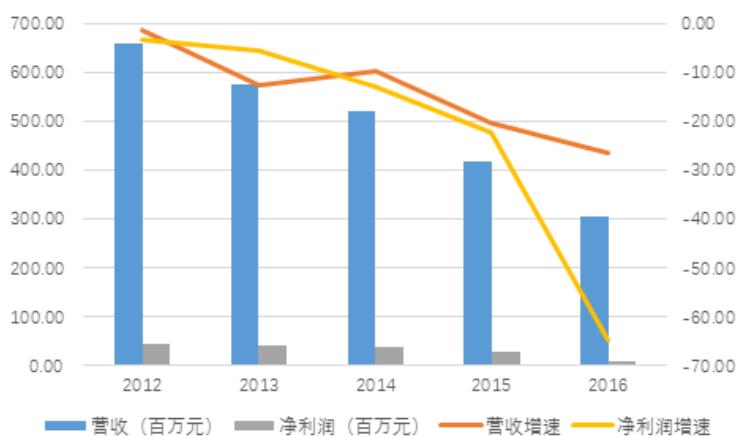


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 1.2 主业持续下滑，2016 年四季度有所企稳

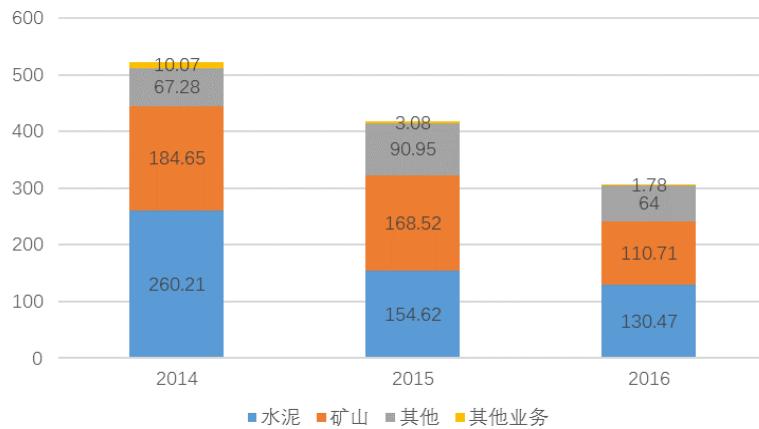
在国内宏观经济下行的大背景下，公司面临下游水泥、矿山等行业去产能的压力，近几年收入和利润持续下滑。2016 年公司实现营收 3.07 亿元，同比下降 26.42%，归母净利润 1023 万元，同比下降 64.61%。但可以发现，2016 年四季度收入 1.07 亿，同比 2015 年四季度增长 5.41%，已呈现企稳趋势。

图表 2：公司近五年收入和利润持续下滑



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 3：公司近三年分行业收入情况（单位：百万元）



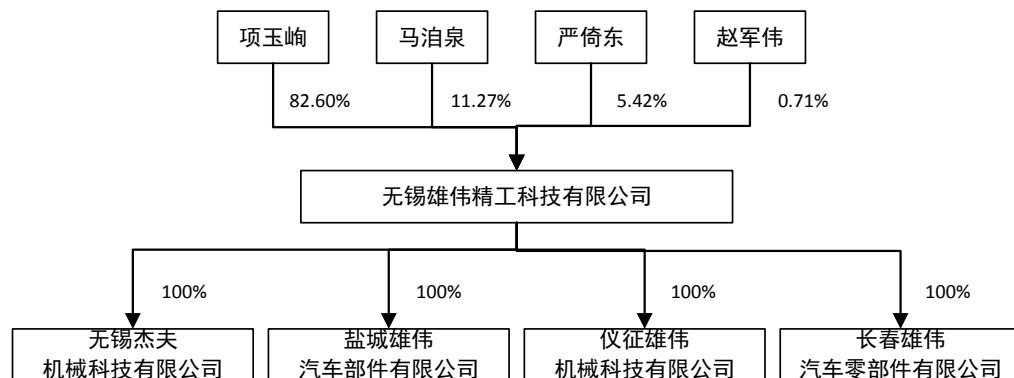
资料来源：WIND，国元证券研究中心

## 2 外延并购雄伟精工，双主业发展

### 2.1 收购雄伟精工，切入汽车零部件行业

2016 年 8 月，公司发布非公开发行股票预案，拟以不低于 34.03 元/股发行不超过 32,324,420 股，募集资金总额为不超过 11 亿元，扣除发行费用后全部用于无锡雄伟精工科技有限公司股权收购项目。雄伟精工最终定价为 128,670 万元，募集资金净额不能满足项目资金需要部分，公司将利用自筹资金解决。

图表 4：雄伟精工股权结构图



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

雄伟精工主要产品是汽车冲压件和自动化冲压模具，汽车冲压件专注于汽车车身系统的座椅零部件和车身附件，具体产品包括座椅骨架及调节结构、安全带扣、安全气囊、门铰链等。

图表 5：雄伟精工汽车冲压件产品



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

汽车冲压模具的设计和制造能力是衡量汽车冲压零部件供应商的技术水平及核心竞争力的重要指标，雄伟精工拥有出众的模具研发生产能力，陆续实现了连续模、多工位机械臂传递模等复杂模具在冲压生产线的应用，并从欧美、日本、韩国等国家引入了先进生产设备和检测设备，实现了冲压生产线的自动化。

图表 6：雄伟精工主要的冲压模具产品

名称	模具图示	模具用途
座盆多工位机械臂传递模具		为一汽大众、上海大众国产化项目，替代进口，配置于奥迪、迈腾、帕萨特、高尔夫等中高端车型。此座盆产品生产工艺与德国原产地保持一致。此工艺至今仍保持国内领先。
方向盘气囊支架连续模		用于生产方向盘支架，此碗型支架中间由客户安装气囊组件，供货上海大众。此产品产量较大，客户质量要求高，此技术方案能同时满足客户的产能、质量、成本等多方面的要求，只是模具难度大大提高。

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

雄伟精工的模具产品主要为配套冲压件生产，不对外供货，有两种销售模式：1) 模具单独确认收入，并用于后续汽车零部件生产；2) 模具不单独确认收入，价值在后续销售的冲压件产品单价中体现。图表 7 中模具收入为单独确认收入部分。

图表 7：雄伟精工近三年销售收入情况（单位：万元）

项目	2016		2015		2014	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比

汽车零部件	77,905.47	94.32%	65,092.91	97.25%	55,515.58	92.37%
模具	4,691.01	5.68%	1,843.13	2.75%	4,586.08	7.63%
合计	<b>82,596.48</b>	<b>100%</b>	<b>66,936.04</b>	<b>100%</b>	<b>60,101.66</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

## 2.2 客户资源稳定，承诺业绩实现概率大

目前，雄伟精工的主要客户覆盖延锋江森、佛吉亚、博泽、高田、麦格纳、奥托立夫等全球知名汽车零部件一级供应商。由于雄伟精工的模具和工序设计精细，能满足同步开发的要求，生产产品的精度高，稳定性好，受到客户广泛认可，多次被延锋江森和佛吉亚等客户评为最佳供应商和优秀供应商。

图表 8：雄伟精工与跨国汽车零部件制造商合作情况

客户名称	整车品牌	供应零部件
延锋江森 	上海通用、上海大众、上汽斯柯达、沃尔沃、华晨宝马、捷豹路虎、广州本田、长安福特等	座椅骨架、座椅滑槽、靠背调节器、滑槽支脚冲压件等
佛吉亚 	上海大众、华晨宝马、一汽奥迪、一汽大众、上海通用、东风日产、东风标致、长城汽车、长安铃木、长安福特、长安标致、江铃福特	座椅骨架、座椅滑槽、座椅调高模块、靠背调节器、滑槽支脚冲压件，滑槽电机支架等
博泽 	华晨宝马、北京奔驰、一汽奥迪、一汽大众、沃尔沃、上海大众、东风标致	座椅骨架、座椅滑槽冲压件，门玻璃升降导轨等
高田 	上海大众、一汽大众、一汽奥迪、一汽丰田、广汽本田、东风本田、一汽轿车、东风日产、一汽马自达	驾驶座、副驾驶座、方向盘安全气囊壳体，安全气囊支架，安全带冲压件等
麦格纳座椅 	广汽菲亚特	后排座椅骨架、调角器冲压件等
麦格纳门系统 	东风日产	门锁冲压件，门玻璃导轨
奥托立夫 	上海通用、一汽大众、一汽奥迪、上海大众、东风标致、广汽三菱、长城汽车、上海汽车、吉利汽车	安全气囊支架，安全带冲压件，副驾驶安全气囊壳体等
海斯坦普 	长安福特	底盘冲压件等
莫提马蒂 	广汽菲亚特、长安福特、上海通用	侧门铰链、开门器冲压件等

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

通常汽车零部件供应商确定后，在汽车平台生命周期内产品供应比较稳定，此外，

由于模具成本较高，汽车零部件一级供应商在选取冲压件零部件供应商时，通常只选取一到两家二级供应商，因此，雄伟精工客户和未来销售相对稳定。从雄伟精工 2014-2016 年下游客户销售情况来看，前五大客户销售收入占比稳定。

图表 9：雄伟精工近三年前五名客户销售情况

时间	客户名称	销售金额（万元）	占比
2016 年	延锋江森及其关联方	27,922.48	33.71%
	佛吉亚及其关联方	20,459.56	24.70%
	博泽及其关联方	14,213.00	17.16%
	高田及其关联方	5,320.13	6.42%
	麦格纳及其关联方	5,272.68	6.37%
	合计	<b>73,187.85</b>	<b>88.36%</b>
2015 年	延锋江森及其关联方	24,403.06	36.37%
	佛吉亚及其关联方	15,550.92	23.17%
	博泽及其关联方	10,610.71	15.81%
	高田及其关联方	5,916.74	8.82%
	麦格纳及其关联方	3,746.51	5.58%
	合计	<b>60,228.93</b>	<b>89.75%</b>
2014 年	延锋江森及其关联方	19,264.90	31.96%
	佛吉亚及其关联方	15,969.28	26.49%
	博泽及其关联方	8,923.06	14.80%
	高田及其关联方	5,374.75	8.92%
	麦格纳及其关联方	3,180.57	5.28%
	合计	<b>52,712.57</b>	<b>87.45%</b>

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

雄伟精工交易方承诺 2016 年、2017 年实现净利润分别不低于 11,500 万元，12,500 万元，且利润承诺期（2016 年-2018 年）累计承诺净利润不低于 37500 万元，若未达上述承诺净利润数额，利润承诺方就未达部分承担业绩补偿责任。

雄伟精工 2016 年实现收入 82,827 万元，净利润 15,384 万元，超出承诺净利润 33.77%，主要原因是 2016 年汽车行业整体增速较快，且上半年原材料价格较低。我们认为，雄伟精工业绩承诺比较保守，完成业绩承诺概率大。

### 3 盈利预测与投资建议

若不考虑雄伟精工，我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 3.07 亿、3.22 亿和 3.55 亿，净利润为 0.14 亿元、0.23 亿元和 0.27 亿元。若收购顺利，考虑到股本摊薄，参考雄伟精工承诺业绩，预计净利润为 1.39 亿、1.58 亿和 1.72 亿元，EPS 为 1.16 元、1.32 元和 1.43 元，对应 PE 为 32 倍、28 倍和 26 倍。

公司目前市值较小，业绩具有上调潜力，并且未来进一步加快外延并购可能性大，首次覆盖，给予“增持”评级。

**附 1：利润表（百万元）**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	307	307	322	355
营业成本	247	239	251	277
营业税金及附加	5	3	4	4
营业费用	34	28	29	32
管理费用	37	34	32	35
财务费用	5	1	-5	-8
资产减值损失	8	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-26</b>	<b>-3</b>	<b>5</b>	<b>10</b>
营业外收入	38	20	21	22
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>32</b>
所得税	2	3	4	5
<b>净利润</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>23</b>	<b>27</b>
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	10	14	23	27
EBITDA	7	18	22	22
EPS (元)	0.12	0.16	0.26	0.31

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

**附 2：资产负债表（百万元）**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	504	353	437	503
现金	94	92	204	273
应收账款	123	111	104	100
其他应收款	18	8	9	11
预付账款	0	0	0	0
存货	120	96	88	83
其他流动资产	149	46	32	35
<b>非流动资产</b>	<b>565</b>	<b>535</b>	<b>518</b>	<b>496</b>
长期投资	77	77	79	78
固定资产	402	382	361	340
无形资产	35	35	35	35
其他非流动资产	51	41	43	42
<b>资产总计</b>	<b>1070</b>	<b>888</b>	<b>955</b>	<b>999</b>
<b>流动负债</b>	<b>239</b>	<b>154</b>	<b>156</b>	<b>164</b>
短期借款	85	5	0	0
应付账款	73	65	70	77
其他流动负债	82	84	86	87
<b>非流动负债</b>	<b>259</b>	<b>149</b>	<b>191</b>	<b>200</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	259	149	191	200

负债合计	499	303	347	364
少数股东权益	0	0	0	0
股本	88	88	88	88
资本公积	237	237	237	237
留存收益	246	261	284	311
归属母公司股东权益	571	585	608	636
<b>负债和股东权益</b>	<b>1070</b>	<b>888</b>	<b>955</b>	<b>999</b>

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

### 附 3: 现金流量表 (百万元)

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-20</b>	76	113	61
净利润	10	14	23	27
折旧摊销	28	21	21	21
财务费用	5	1	-5	-8
投资损失	-3	0	0	0
营运资金变动	-52	152	36	15
其他经营现金流	-8	-112	38	7
<b>投资活动现金流</b>	<b>51</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
资本支出	40	0	0	0
长期投资	-25	-4	1	-0
其他投资现金流	66	1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-81</b>	<b>-83</b>	<b>0</b>	<b>8</b>
短期借款	-61	-80	-5	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-3	5	8
<b>现金净增加额</b>	<b>-50</b>	<b>-2</b>	<b>112</b>	<b>70</b>

资料来源:公司定期报告、国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义
二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐 行业基本面好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性 行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上	回避 行业基本面差，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：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；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn