证券研究报告

公司研究——中报点评

凌云股份（600480.sh）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：买入，2016.10.31

范海波　CFA，行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 83326800
邮　箱：fanhaibo@cindasc.com

丁士涛　行业分析师
执业编号：S1500514080001
联系电话：+86 10 83326718
邮箱：dingshitao@cindasc.com

杜煜明　研究助理
联系电话：+86 10 83326727
邮　箱：duyuming@cindasc.com

相关研究

《业绩加速增长，资产重组落地》2016.10.31
《一季度归母净利润大幅增加》2016.04.27
《主营业务业绩稳定，静待集团资产整合》2016.04.19
《规模效益并重，全年增长目标可期》2015.08.24
《兵工改革，凌云争先》 2015.06.09

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

业绩加速增长，资产整合持续推进

2017 年 8 月 31 日

事件：凌云股份近日发布 2017 年中报，2017 年上半年公司实现营业收入 57.98 亿元，同比增长 36.76%；实现归属于母公司净利润 2.35 亿元，同比增长 56.23%，实现扣非后归属于母公司净利润 2.33 亿元，同比增长 60.63%；对应 EPS 为 0.52 元/股，业绩符合我们的预期。

点评：

- **得益于汽车零部件业务产销两旺，业绩加速增长。**报告期内，凌云股份业绩加速提升，公司实现营业收入 57.98 亿元，同比增长 36.76%；实现归属于母公司净利润 2.35 亿元，同比增长 56.23%，较去年同期分别提升 17.80pct 和 12.66pct。分业务看，汽车金属及塑料零部件实现收入 46.45 亿元，同比增长 33.36%，该业务的增长是公司整体业绩增长的主要原因；塑料管道系统业务实现收入 8.44 亿元，同比增长 36.57%。我们认为，公司经营良好，市场开拓效果显著，全年有望保持高增长势头。

- **资产重组落地，进军军工市场。**2017 年 6 月 10 日，凌云股份发布公告，公司分别与河北太行机械工业公司的股东和北京东方联星科技的股东签署《重组框架协议》，拟以 11.51 元/股发行 1.13 亿购买上述两家公司全部股权。重组完成后，凌云股份将进入火箭发射、轨道交通与北斗芯片领域。标的公司东方联星承诺，收购完成后，2017-2019 年实现归属母公司净利润不低于 5681.91 万元、7202.26 万元和 8812.84 万元，我们认为，伴随着东方联星更多的项目逐步定型并批量生产，东方联星业绩有望如期兑现承诺。

- **对外投资持续推进，打造新的利润增长点。**报告期内，公司对外投资持续推进。2017 年 4 月 26 日，公司发布公告，拟联合乔治·费歇尔公司共同出资 1 亿元（其中凌云股份出资 5000 万元）设立海宁亚大（塑料管道业务）并收购上海亚大海宁分公司相关资产及业务，促进公司在市政管道业务领域的发展。2017 年 7 月 18 日，公司发布公告，拟联合韩国吉恩斯共同向烟台凌云吉恩斯增资 1900 万美元（其中凌云股份出资 951.90 万美元），进一步提升公司在热成型产品领域的实力。海外业务方面，收购德国 WAG 后，公司高强钢热成型及铝制品产品的工艺技术得到了迅速提升。同时，公司借助 WAG 在欧洲的地理位置和技术优势，成功获得了为宝马、奔驰等高端车型配套的资格。我们认为公司有望继续加大新产品研发力度，进军国际市场，打造新的利润增长点。

- **关注集团资产整合。**凌云工业集团的股东兵器工业集团旗下军工资产证券化进程值得关注，根据中国证券报报道，目前兵工集团资产证券化率仅为 20%，远低于中国航空工业集团（约 40%）和中国船舶重工集团（约 40%），也低于兄弟单

位中国兵器装备工业集团。此外，中国电子集团提出的资产证券化率目标为 80%，航天科技集团计划“十三五”末期资产证券化率达到 45%，中船重工亦计划在“十三五”末达到 70%。目前，兵工集团资产证券化率的提升已列入规划。我们认为，按照分产业板块推进资产上市的思路，在集团汽车零部件板块，凌云集团（或凌云股份）在经营上具有领先优势，最有可能成为整合平台。

- **盈利预测及评级：**由于凌云股份定向增发进程尚未全部完成，我们暂不考虑本次增发对公司业绩的影响。我们预计 2017 年至 2019 年凌云股份的营业收入分别为 116.99 亿元、148.65 亿元和 183.12 亿元，归母净利润分别为 3.33 亿元、4.47 亿元和 5.63 亿元，对应 EPS 为 0.74 元/股、0.99 元/股和 1.25 元/股。我们维持对凌云股份的“买入”评级。
- **风险因素：**汽车零部件和市政管道市场开放，竞争加剧导致毛利率有下滑风险；原材料价格上涨将提升汽车零部件及塑料管道材料的生产成本；定向增发进程不及预期；兵工集团资产整合进程慢于预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,244.79	8,897.88	11,698.77	14,865.27	18,312.14
增长率 YoY %	10.55%	22.82%	31.48%	27.07%	23.19%
归属母公司净利润(百万元)	137.48	213.03	332.84	446.65	563.42
增长率 YoY%	0.26%	54.96%	56.24%	34.19%	26.14%
毛利率%	20.38%	20.10%	20.70%	20.87%	21.00%
净资产收益率 ROE%	5.16%	6.26%	9.16%	11.19%	12.53%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.47	0.74	0.99	1.25
市盈率 P/E(倍)	68	44	28	21	17
市净率 P/B(倍)	2.83	2.68	2.49	2.22	1.96

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2017 年 8 月 31 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,210.81	5,667.54	7,895.10	9,434.13	11,425.93
货币资金	1,550.72	1,366.51	2,289.71	2,334.54	2,736.54
应收票据	746.43	962.05	1,243.18	1,577.61	1,947.32
应收账款	1,285.68	1,460.24	1,936.25	2,476.02	3,043.72
预付账款	190.90	205.41	281.90	358.84	438.81
存货	1,306.98	1,501.28	1,972.01	2,515.06	3,087.48
其他	130.10	172.05	172.05	172.05	172.05
非流动资产	3,674.37	4,347.09	4,449.18	4,536.96	4,438.51
长期投资	346.83	393.48	393.48	393.48	393.48
固定资产	2,060.46	2,184.83	2,248.61	2,340.09	2,247.17
无形资产	324.30	347.03	352.26	355.57	358.50
其他	942.77	1,421.75	1,454.84	1,447.82	1,439.36
资产总计	8,885.17	10,014.63	12,344.28	13,971.09	15,864.43
流动负债	3,350.91	4,981.82	6,646.81	7,503.52	8,425.46
短期借款	940.47	1,046.75	1,987.74	1,987.74	1,987.74
应付账款	1,556.94	1,854.17	2,408.90	3,067.55	3,770.99
其他	853.50	2,080.91	2,250.16	2,448.23	2,666.73
非流动负债	1,174.74	217.23	371.78	371.78	371.78
长期借款	24.83	56.26	211.09	211.09	211.09
其他	1,149.90	160.97	160.69	160.69	160.69
负债合计	4,525.65	5,199.06	7,018.58	7,875.30	8,797.24
少数股东权益	1,049.33	1,316.60	1,557.63	1,881.06	2,289.06
归属母公司股东权益	3,310.20	3,498.97	3,768.07	4,214.72	4,778.14
负债和股东权益	8885.17	10014.63	12344.28	13971.09	15864.43

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,244.79	8,897.88	11,698.77	14,865.27	18,312.14
同比	10.55%	22.82%	31.48%	27.07%	23.19%
归属母公司净利润	137.48	213.03	332.84	446.65	563.42
同比	0.26%	54.96%	56.24%	34.19%	26.14%
毛利率	20.38%	20.10%	20.70%	20.87%	21.00%
ROE	5.16%	6.26%	9.16%	11.19%	12.53%
每股收益(元)	0.30	0.47	0.74	0.99	1.25
P/E	68	44	28	21	17
P/B	2.83	2.68	2.49	2.22	1.96
EV/EBITDA	12.70	9.86	9.11	7.54	6.46

利润表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,244.79	8,897.88	11,698.77	14,865.27	18,312.14
营业成本	5,768.02	7,109.51	9,277.41	11,762.31	14,465.89
营业税金及附加	42.77	57.22	72.82	92.53	113.98
营业费用	343.94	432.58	567.42	719.65	887.06
管理费用	552.60	709.69	917.50	1,164.62	1,437.40
财务费用	175.65	116.22	141.72	136.75	143.50
资产减值损失	27.76	59.84	45.55	65.73	85.80
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	40.98	55.30	41.30	45.79	47.43
营业利润	375.03	468.12	717.65	969.48	1,225.94
营业外收入	16.99	30.25	23.17	23.47	25.63
营业外支出	3.73	10.00	5.55	6.43	7.32
利润总额	388.28	488.37	735.27	986.52	1,244.25
所得税	85.25	106.55	161.41	216.43	272.84
净利润	303.03	381.83	573.87	770.09	971.41
少数股东损益	165.55	168.79	241.02	323.44	407.99
归属母公司净利润	137.48	213.03	332.84	446.65	563.42
EBITDA	895.81	1,166.95	1,383.20	1,671.08	1,951.37
EPS（摊薄）	0.30	0.47	0.74	0.99	1.25

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	555.97	559.17	589.20	757.61	945.25
净利润	303.03	381.83	573.87	770.09	971.41
折旧摊销	357.89	576.78	482.84	508.65	523.70
财务费用	149.64	101.80	165.09	175.91	183.42
投资损失	-40.98	-55.30	-41.30	-45.79	-47.43
营运资金变动	-232.07	-481.30	-625.92	-703.22	-753.66
其它	18.46	35.37	34.62	51.97	67.82
投资活动现金流	-521.61	-718.69	-532.70	-536.87	-359.83
资本支出	-547.57	-632.28	-574.00	-582.67	-407.27
长期投资	21.40	-86.40	41.30	45.79	47.43
其他	4.56	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	267.53	-147.93	866.70	-175.91	-183.42
吸收投资	1,219.51	33.36	0.00	0.00	0.00
借款	-689.78	122.80	1,095.83	0.00	0.00
支付利息或股息	267.50	211.38	229.12	175.91	183.42
现金净增加额	303.43	-300.55	923.20	44.83	402.00

研究团队简介

范海波 CFA，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

丁士涛 有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

杜煜明 研究助理。中国人民大学国际贸易学硕士，大连理工大学化工机械专业学士。2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事机械军工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪　辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。