太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-04-28

公司研究报告

买入/维持

凌云股份(600480)

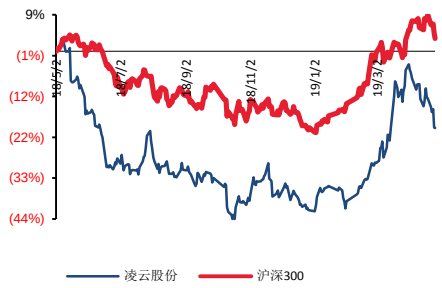
目标价：15.6

昨收盘：10.43

可选消费 汽车与汽车零部件

行业下行暂存业绩压力，底部探明未来潜力巨大

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	455/451
总市值/流通(百万元)	4,746/4,703
12 个月最高/最低(元)	13.80/7.34

相关研究报告：

凌云股份（600480）《站在新起点向上突破》--2019/03/15

凌云股份（600480）《短期业绩承压，长期行稳致远》--2019/01/30

凌云股份（600480）《电池壳获北京奔驰定点，中高端市场地位再巩固》--2019/01/17

证券分析师：白宇

电话：010-88695257

E-MAIL：baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518020004

助理分析师：赵水平

电话：15601632638

E-MAIL：zhaosp@tpyzq.com

事件：公司发布 2018 年年报及 2019 年一季报，其中 2018 年度实现营收 122.52 亿元，同比增长 3.44%，归母净利润 2.72 亿元，同比减少 17.82%。2019 年一季度实现营收 27.67 亿元，同比减少 10.95%，归母净利润 0.48 亿元，同比减少 29.05%。

持续低迷车市影响盈利，支出上涨业绩“雪上加霜”。2018 全年及 2019 年一季度国内车市持续低迷，目前仍未得到有效缓解，下游客户通用、福特等一季度销量也出现较大幅度下滑，量的减少也使得盈利能力有所下滑，Q1 业绩依然面临较大压力。此外公司也不断加强人才引进力度，在新产品的研发、产能扩建等方面投入支出费用较大，期间原材料也有所上涨，致使公司成本费用均有所上升，遂使得报告期内业绩面临短期下行压力。

传统业务优势仍在，新品研发稳步推进。公司汽车金属零部件和塑料零部件两大传统业务销量受车市低迷的影响导致销量出现波动，但产品在细分领域仍然优势突出，拥有较高的市场占有率，质量和技术水平均在业内处于领先地位。报告期内，公司成立中央研究院，研发投入持续增加，成功开发了多款新能源汽车相关产品，其中电池壳项目已获得中高端客户的充分认可。公司也在新产品研发、新工艺研发和新材料应用推广取得突破性进展，未来有望取得更大突破。

新能源电池壳屡超预期，新起点向上趋势明朗。新能源电池壳作为公司战略布局未来的重磅产品，目前已配套保时捷 J1、宝马新 X3、宝马 I20 等车型，最新获得北京奔驰国产化项目定点，在手订单充沛，且已与丰田、本田等日系品牌以及特斯拉开展相关技术交流，新品拓展进度屡超预期。随着国内新能源车进一步渗透以及公司产能进一步释放，未来有望取得更多突破，并将在 2019 年下半开始陆续放量并贡献业绩。18 年及 19 年一季度汽车行业均表现低迷出现负增长，但本轮周期已逐步探底。当下公司站在新的周期起点，有望受益“车市回暖盈利改善+新能源电池壳上量+国六管路量产+基建带来市政板块弹性”等多重潜在利好叠加，未来趋势逐步明朗，向上空间值得期待。

投资建议：公司目前业绩压力不足为惧，传统业务在细分领域优势突出，新能源电池壳不断取得突破，预计 2019 年下半年将逐步放量，我

们预计公司 19/20 年营收分别为 131.7 亿元/145.8 亿元，归母净利润分别为 2.91 亿元/3.51 亿元，对应 19/20 年 PE 估值分别为 16 倍/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车销量低于预期、新能源电池壳产品进展低于预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12252	12670	13995	15149
(+/-%)	3.44	3.41	10.46	8.25
净利润(百万元)	272	291	352	420
(+/-%)	(17.82)	7.10	20.88	19.34
摊薄每股收益(元)	0.60	0.64	0.77	0.92
市盈率(PE)	17.45	16.29	13.48	11.29

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,823	2,138	5,837	1,120	6,753
应收和预付款项	3,353	3,396	3,434	4,030	4,168
存货	1,577	1,828	1,797	2,050	2,254
其他流动资产	92	202	130	142	158
流动资产合计	6,845	7,564	11,204	7,343	13,335
长期股权投资	410	370	370	370	370
投资性房地产	303	287	287	287	287
固定资产	2,398	0	(120)	(240)	(360)
在建工程	368	0	0	0	0
无形资产	353	357	326	295	264
长期待摊费用	739	985	710	435	160
其他非流动资产	417	3,691	1,483	1,864	2,346
资产总计	11,851	13,274	14,279	10,374	16,421
短期借款	2,296	2,347	0	195	0
应付和预收款项	3,109	103	5,124	208	5,137
长期借款	249	605	0	0	0
其他负债	789	3,842	1,752	2,128	2,574
负债合计	6,503	7,494	7,441	2,938	8,234
股本	455	455	455	455	455
资本公积	1,785	1,786	2,386	2,386	2,386
留存收益	1,541	1,713	1,945	2,239	2,607
归母公司股东权益	3,787	3,975	4,787	5,080	5,448
少数股东权益	1,562	1,805	2,052	2,356	2,739
股东权益合计	5,349	5,780	6,839	7,436	8,188
负债和股东权益	11,851	13,274	14,279	10,374	16,421

现金流量表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金流	763	343	6,182	(4,758)	5,706
投资性现金流	(769)	(696)	35	48	41
融资性现金流	354	712	(2,518)	(7)	(113)
现金增加额	357	342	3,699	(4,717)	5,634

利润表(百万)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,845	12,252	12,670	13,995	15,149
营业成本	9,636	9,916	10,279	11,367	12,305
营业税金及附加	77	73	80	87	94
销售费用	489	466	613	679	671
管理费用	879	614	990	1,097	1,129
财务费用	112	172	55	(15)	(17)
资产减值损失	18	16	31	22	23
投资收益	40	40	40	45	41
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	697	675	663	803	986
其他非经营损益	9	2	6	6	5
利润总额	705	678	668	809	990
所得税	131	124	131	152	187
净利润	574	554	538	656	804
少数股东损益	243	282	246	304	383
归母股东净利润	331	272	291	352	420

预测指标

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	18.65%	19.06%	18.87%	18.78%	18.77%
销售净利率	5.88%	5.51%	5.23%	5.74%	6.51%
销售收入增长率	33.12%	3.44%	3.42%	10.46%	8.24%
EBIT 增长率	34.53%	53.42%	-40.54%	9.92%	22.88%
净利润增长率	55.39%	-17.82%	7.10%	20.88%	19.34%
ROE	8.74%	6.84%	6.09%	6.93%	7.71%
ROA	4.84%	4.18%	3.77%	6.33%	4.89%
ROIC	14.91%	14.85%	25.91%	-69.50%	18.15%
EPS(X)	0.73	0.60	0.64	0.77	0.92
PE(X)	14.34	17.45	16.29	13.48	11.29
PB(X)	1.25	1.19	0.99	0.93	0.87
PS(X)	0.40	0.39	0.37	0.34	0.31
EV/EBITDA(X)	7.13	1.14	-1.11	4.25	-1.38

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。